

政策推动医药零售行业整合，看好龙头药店发展前景

—医药零售专题研究报告

核心观点

1、零售药店连锁率提升，仍存较大整合空间

- (1) 零售药店为第二大终端，份额持续提升
- (2) 国内零售药店连锁化率提升明显，集中度仍较低
- (3) 相较国外成熟市场，我国药店连锁率和集中度都有较大提升空间

2、多重政策推动行业整合，龙头药店受益

- (1) 药店分级政策区分连锁、单体药店，行业门槛提升
- (2) “挂证”行为整治促进行业整合，执业药师门槛提升
- (3) 医保基金使用监管加强，加速行业出清

3、当前药店成长逻辑是扩张以获取客流量，深耕存量提升价值

- (1) 扩张的本质是获取客流量，提升区域市场占有率
- (2) 深耕存量提升流量价值
- (3) 药店产业链向上下游延伸

4、药店行业长期逻辑看处方外流

- (1) 政策利好推动，处方外流大势所趋
- (2) 未来零售药店有望承接千亿级处方外流市场

投资策略：我们认为目前医药零售行业尚存较大整合空间，在药店分级、行业整治等多项政策推动下，同时基于发达国家成熟经验来看我国零售药店连锁率及集中度仍将继续提升，龙头药店将显著受益。目前阶段零售药店的主要成长逻辑是扩张获取新增客流量的同时，深耕存量提升价值，长期逻辑则主要看处方药外流，连锁零售药店是处方外流的最大获益者。我们认为零售药店将成为越来越重要的药品销售终端，看好龙头零售药店的未来发展前景。

重点推荐公司：益丰药房(603939.SH)：公司成立于2001年6月，坚持“区域聚焦、稳健扩张”的发展战略和“重点渗透、深度营销”的经营方针。通过在区域市场进行门店的密集合理布局，形成区域优势和规模效应，从而提升议价能力、降低物流及管控成本，实现公司盈利能力的持续增长。截至2019年Q1公司拥有门店3958家，2018年公司净增加门店1552家，2019Q1净增加347家。2018年公司保持高速扩张态势，预计2019年新增门店将超1000家，继续保持较快扩张步伐。公司以精细化管理著称，通过加强门店的专业化服务和规范运营等方式降低管理费用，通过加强产品的营销力度、树立良好的品牌信誉等多种方式，增加门店的客单量和销售收入，从而提升门店坪效。我们看好公司精细化运营能力，或将快速整合并购标的，业绩有望高速增长，预计公司2019-2020年EPS分别为1.53元/股、2.02元/股、2.58元/股，我们认为公司2019年合理市盈率在45-50倍PE，对应目标价68.85元-76.5元，给予“推荐”评级。

风险提示：行业新进入者风险；政策推进不达预期风险；零售药店竞争过度影响盈利能力风险；零售药店并购整合不达预期风险；互联网电子处方全面放开进程快于预期影响线下门店销售风险。

行业表现对比图

相关报告

研究员：王树宝

电话：010-84183369

Email: wangshubao@guodu.com

执业证书编号：S0940511080001

联系人：傅达理

电话：010-84183172

Email: fudali@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

正文目录

一、零售药店连锁率提升，仍存较大整合空间	4
1.1 零售药店为第二大终端，份额持续提升	4
1.2 国内零售药店连锁化率提升明显，集中度仍较低	5
1.3 相较国外成熟市场，我国药店连锁率和集中度都有较大提升空间	8
二、多重政策推动行业整合，龙头药店受益	9
2.1、药店分级政策区分连锁、单体药店，行业门槛提升	9
2.2 “挂证”行为整治促进行业整合，执业药师门槛提升	10
2.3 医保基金使用监管加强，加速行业出清	11
三、当前药店成长逻辑是扩张以获取客流量，深耕存量提升价值	12
3.1 扩张的本质是获取客流量，提升区域市场占有率	12
3.2 深耕存量提升流量价值	12
3.3 药店产业链向上下游延伸	13
四、药店行业长期逻辑看处方外流	13
4.1 政策利好推动，处方外流大势所趋	13
4.2 未来零售药店有望承接千亿级处方外流市场	14
五、投资策略及重点推荐公司	15
5.1 投资策略	15
5.2 重点推荐公司：益丰药房（603939.SH）	15
六、风险提示	16

图表目录

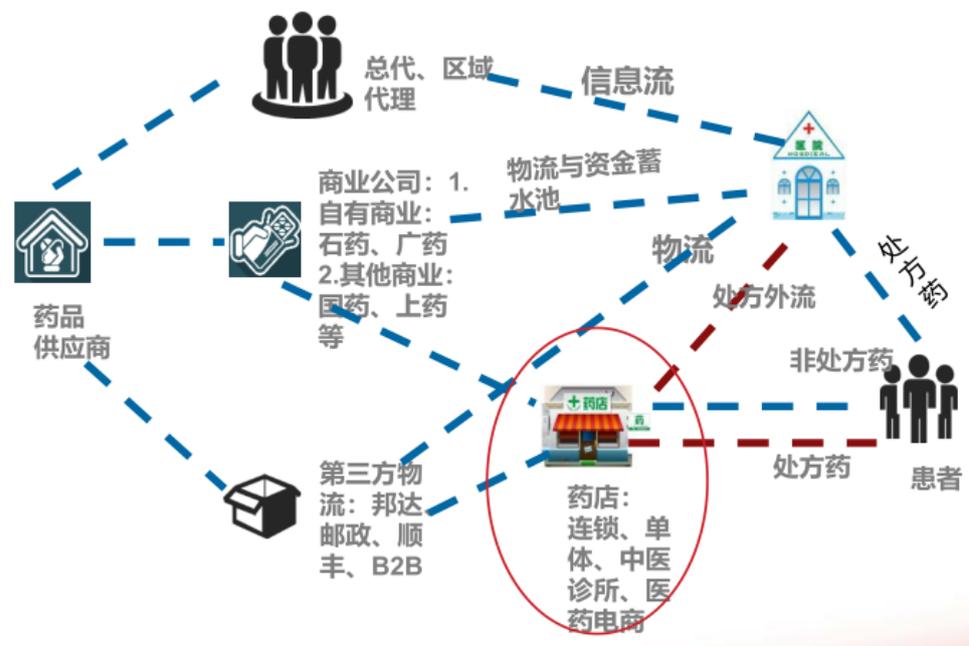
图 1: 医药零售产业链.....	4
图 2: 2018 年三大终端规模.....	5
图 3: 2015-2018 年三大终端市场份额变化.....	5
图 4: 2011-2018 实体药店销售额及增长 (单位: 亿元).....	5
图 5: 2011-2018 公立医院销售额及增长 (单位: 亿元).....	5
图 6: 2009-2017 年我国零售药店数量变化情况.....	6
图 7: 2009-2017 年我国零售药店连锁化率情况.....	7
图 8: 2015-2017 年我国零售药店集中度情况.....	7
图 9: 我国药店连锁率仍有提升空间.....	8
图 10: 我国药店行业集中度低.....	8
图 11: 2010-2017 年我国药店店均服务人口情况.....	9
图 12: 2016-2018 年我国执业药师注册人数及平均每万人口执业药师人数.....	11
图 13: 中美日处方药销售渠道占比比较.....	15
表 1: 三大终端专业性、经济性和便利性比较.....	4
表 2: 我国零售药店发展阶段.....	6
表 3: 全国零售药店分类分级管理.....	10
表 4: 上市药店龙头门店数量变化.....	12
表 5: 处方外流相关促进政策.....	14

一、零售药店连锁率提升，仍存较大整合空间

1.1 零售药店为第二大终端，份额持续提升

药店是三大终端之一，具有便利性优势。零售药店是当前三大医药消费终端之一，上游连接医药制造商或批发商，下游为消费者提供药品、医疗器械、保健品等医药健康产品。零售药店具有较强的终端优势，尤其是规模较大的零售药店在产业链中的价值更大，与上游企业的谈判地位更高。上游企业在选择零售药店的时候，会更加偏向具有品牌效应、门店管理规范、商品品类齐全的零售药店。和医院终端相比，零售药店规模相对较小，可灵活布局，具有便利性优势。

图 1：医药零售产业链



数据来源：国都证券

表 1：三大终端专业性、经济性和便利性比较

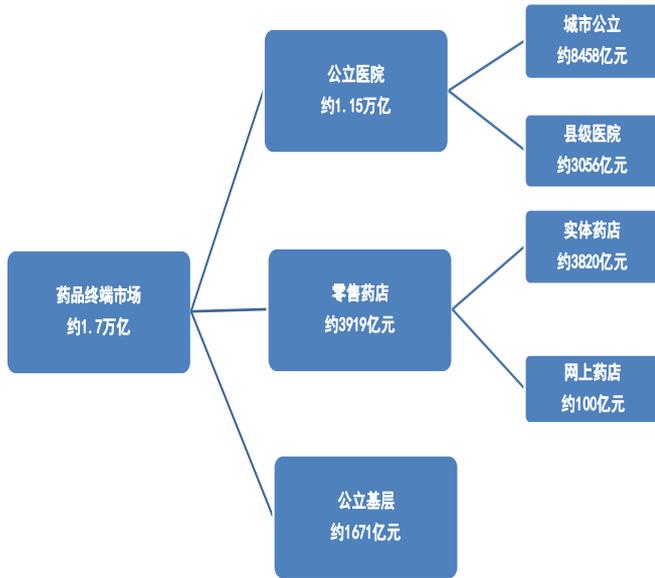
	零售药店	公立医院	公立基层医疗
专业性	★★	★★★★	★★★
经济性	★★★	★★	★★
便利性	★★★★	★★	★★★

资料来源：国都证券

当前药店是医药销售第二大终端，2018 年实体药店营收规模约 3820 亿元，同比增长 6.8%。米内网数据显示，2018 年我国三大终端药品销售额为 17131 亿元，同比增长 6.3%，公立医院终端市场份额最大，2018 年占比为 67.4%，零售药店终端市场份额（含实体药店及网上药店）2018 年占比为 22.9%，公立基层医疗终端占比 9.7%。由于我国此前长期实行以药补医机制，公立医院是药品主流消费渠道，药店是第二大终端。2018 年零售药店终端销售额达到 3919 亿元，同比增长 7.5%，增速有所放缓，其中实体药店销售额 3820 亿元，同比增长 6.8%，实体药店营收增速自 2011 年以来持续下滑，

但仍高于终端市场整体增速及公立医院终端增速。

图 2：2018 年三大终端规模



资料来源：米内网、国都证券

图 3：2015-2018 年三大终端市场份额变化



资料来源：米内网、国都证券

图 4：2011-2018 实体药店销售额及增长（单位：亿元）



资料来源：米内网、国都证券

图 5：2011-2018 公立医院销售额及增长（单位：亿元）



资料来源：米内网、国都证券

1.2 国内零售药店连锁化率提升明显，集中度仍较低

我国零售药店真正的发展时间不到 30 年，与欧美、日本等近百年的发展时间相比，我国零售药店在规范化、标准化、专业化等多方面都与之存在一定差距。经过 20 多年的发展过程中，我国零售药店经历了从萌芽到茁长发展的过程，期间发展态势也经历了从政策限制到平价卖场再到专业化发展的阶段，商业模式、盈利模式等都经历了不同时期

的变化，并实现了从单体药店逐渐向连锁药店转变的过程。

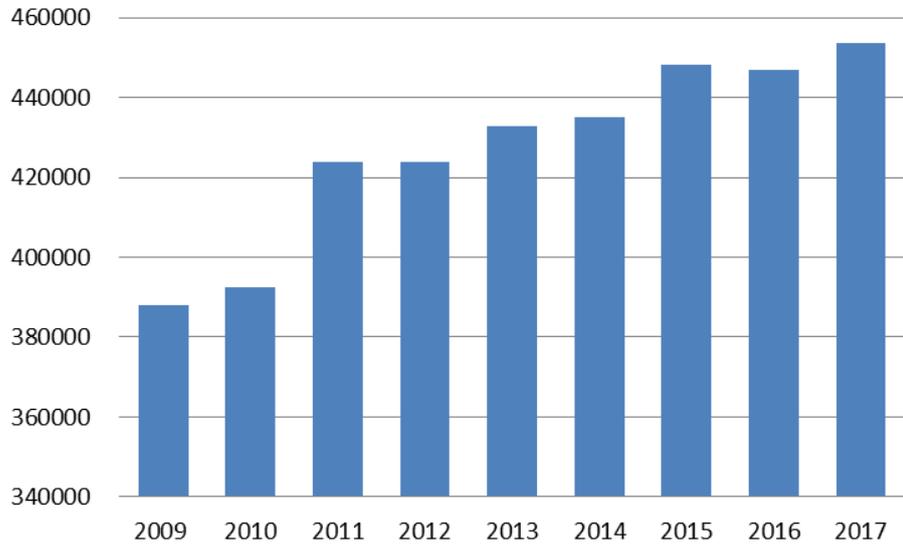
表 2：我国零售药店发展阶段

发展阶段	阶段特点
2000 年以前	药品零售大部分集中在医院药房，小部分在各级医药公司药店经营毛利率高，客流量低，主要依靠政策壁垒形成竞争优势。
2000-2004 年	受益国家对医保定点资格放开的探索，零售药店迅速发展；连锁药店开始成长，广告以及促销费用等营业外收入开始增加。
2004-2006 年	零售药店大卖场药店业态开始出现，低毛利吸引客流量，通过增加丰富品类提高客单价 外资开始进入，连锁药店市场化竞争开始。
2007-2010 年	高毛利盈利时期；平价药店遭遇挑战，转向销售高毛利产品；贴牌产品开始增加，销售能力开始提升。
2010-2012	零售药店开始向多元化、专业化以及连锁化转变；产品多样化尤其是非药品产品的增加，连锁药店扩张加快。
2012 年以后	医药电商开始逐渐兴起，新的商业模式开始探索发展；依靠资本的力量，开始进行行业整合

资料来源：国都证券

从 2009 年到 2017 年国内零售药店数量增长情况来看，零售药店增长速度有所放缓，2012 年国内药店数量首次出现负增长，此后也一直保持较低增速水平，2016 年全国零售药店数量再次出现负增长，相较 2015 年减少 1000 家左右。截止 2017 年国内零售药店共有 45.37 万家，整体来看我国零售药店总量处于相对稳定的水平。

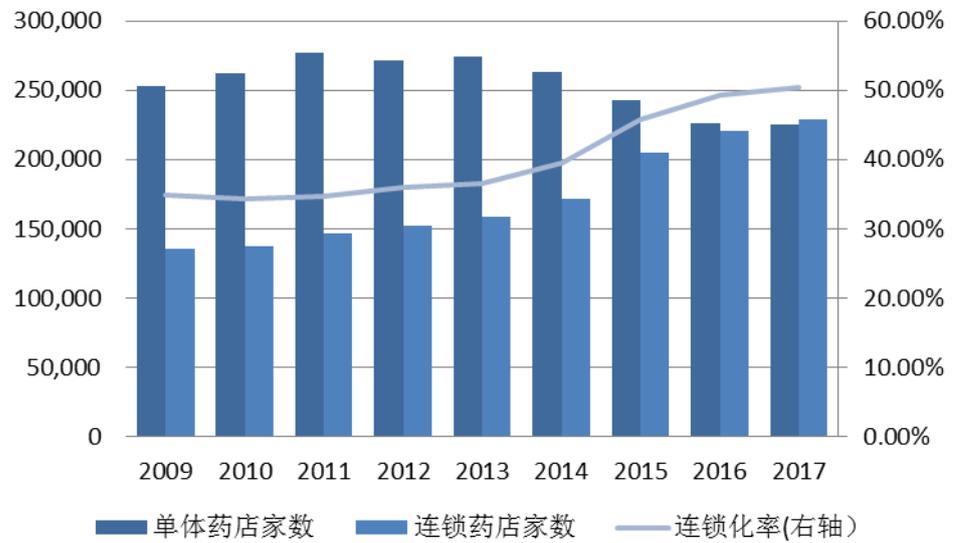
图 6：2009-2017 年我国零售药店数量变化情况



数据来源：商务部、国都证券

近年来，随着医保控费、公立医院药品零差率、药占比限制、医保支付方式改革等新医改政策陆续实施，间接推动了医疗机构处方外配进程；部分区域积极探索医院处方信息、医保结算信息和药店零售信息共享，开展了门诊特病、慢病定点药店医保结算试点，直接推动患者向零售药店流动。在此背景下，国内零售药店连锁化率不断提升，2017 年连锁药店数量首次超过单体药店。截至 2017 年底，我国药品零售连锁率已达到 50.4%，同比提高 1 个百分点。2017 年末，全国共有药品零售连锁企业 5409 家，下辖门店 229224 家，零售单体药店 224514 家，零售药店门店总数 453738 家。

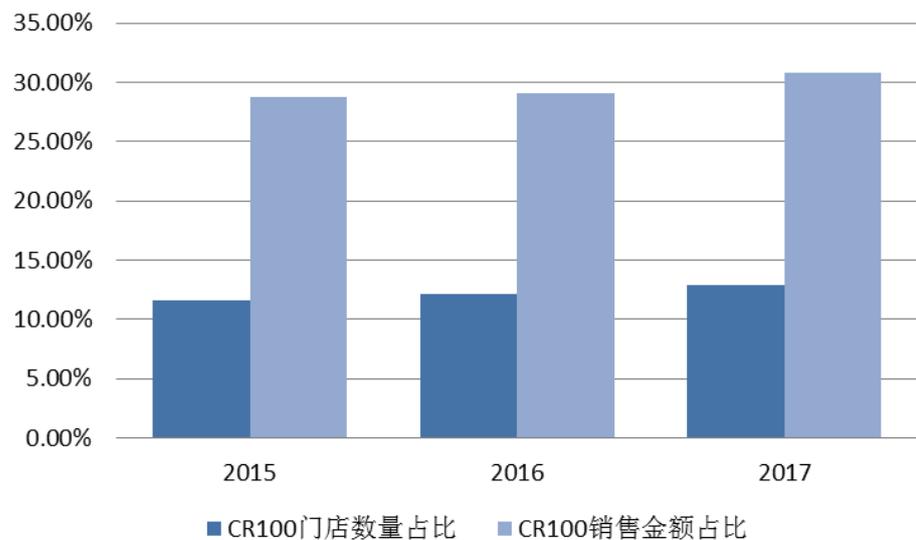
图 7：2009-2017 年我国零售药店连锁化率情况



数据来源：商务部、国都证券

我国零售药店行业整体集中度偏低，产业整合空间较大。药品流通行业运行统计分析报告 2017 数据显示，2017 年国内销售额前 100 位的药品零售企业门店总数达到 58355 家，占全国零售药店门店总数的 12.9%，销售总额 1232 亿元，占零售市场总额的 30.8%。根据商务部发布的《全国药品流通行业发展规划纲要（2016-2020）》，较“药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额 40%以上”的目标还有一定差距，产业整合空间大。

图 8：2015-2017 年我国零售药店集中度情况

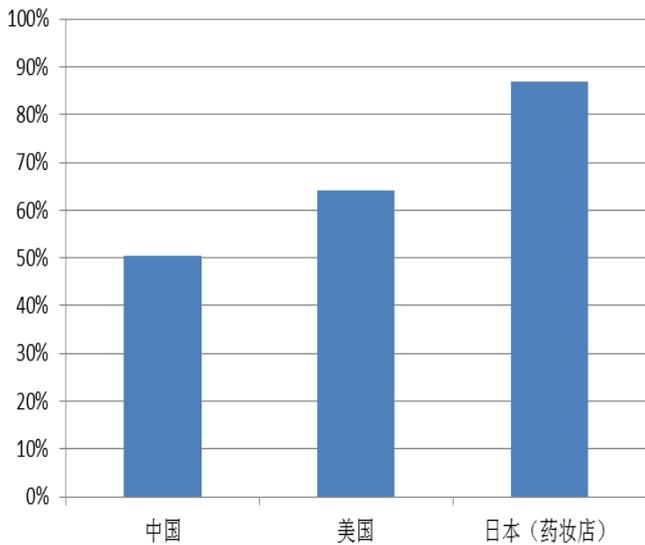


数据来源：商务部、国都证券

1.3 相较国外成熟市场，我国药店连锁率和集中度都有较大提升空间

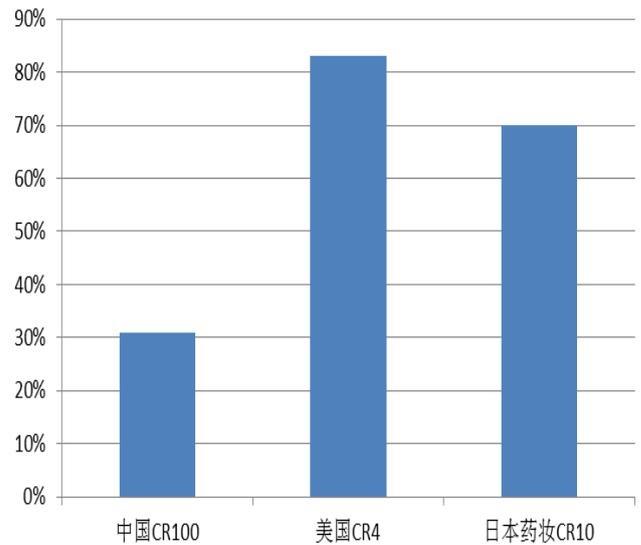
和美国、日本等成熟市场相比，我国药店连锁率和集中度均有较大提升空间。我国目前 50%左右的连锁率和美国的 64%、日本的 87%相比仍有较大差距；同时我国药店百强的销售额占比仅为 30.8%，而美国的药店四强和日本药店十强的市占率高达 83%、70%，因此我们认为国内的药店行业目前龙头格局未定，行业尚处于整合的早期阶段，药店龙头未来的成长空间巨大。

图 9：我国药店连锁率仍有提升空间



资料来源：FDA、日本厚生省，国都证券

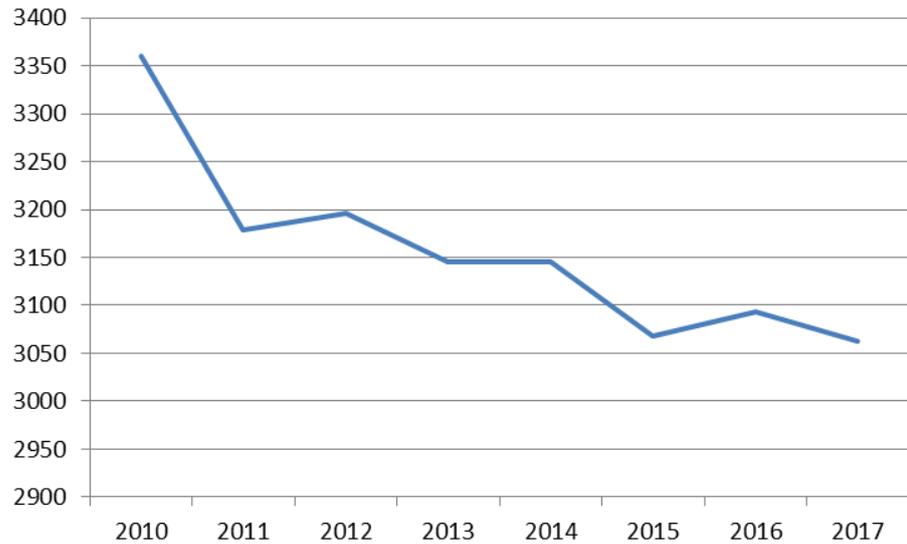
图 10：我国药店行业集中度低



资料来源：美国统计局、日本厚生省、国都证券

和美国、日本相比，我国药店店均服务人口仍有较大提升空间。2017 年，我国药店店均服务人口为 3062 人/家，根据美日统计局的数据，2016 年美国的店均服务人口约 5250 人/家，日本药妆店的店均服务人口高达 7052 人/家，表明我国的药店服务能力以及大众对药店的消费认知与美国、日本相比仍有较大提升空间。

图 11：2010-2017 年我国药店店均服务人口情况



数据来源：《中国药店》、国家统计局、国都证券

二、多重政策推动行业整合，龙头药店受益

2.1、药店分级政策区分连锁、单体药店，行业门槛提升

2018 年 11 月 23 日，国家商务部联合药监局、卫健委、医保局起草《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》，向社会公开征求意见。根据《征求意见稿》，按照经营条件和合规状况将零售药店分为三个类别：一类药店可经营乙类非处方药；二类药店可经营非处方药、处方药（禁止类、限制类药品除外）、中药饮片；三类药店可经营非处方药、处方药（禁止类药品除外）、中药饮片。在分类基础上，按照经营服务能力将二类、三类药店由低至高划分为 A、AA、AAA 三个等级。还规定了各类药店的人员配置为：一类≥1 名药师；二类≥1 名执业药师+1 名药师；三类≥2 名执业药师+2 名药师，其中实行网上集中审方的连锁企业门店可视为配有 1 名执业药师。我们认为药学服务水平及信息化能力占优的连锁药店龙头，在远程审方的投入产出比更高，有望优先享有政策红利。

意见稿中指出，高评级药店有望优先承接医院门诊处方外配等相关服务（商务、卫生行政部门主管）；优先纳入医保定点药店范围，并提供门诊特殊病、慢性病用药的医保费用结算等。根据《征求意见稿》，地方商务、药监部门统筹零售药店分类与分级工作，实现“五统一”，不增加企业负担。省级商务、药监部门要充分考虑本地区药店行业发展实际，积极稳妥推进工作，已开展地区适时完善现有制度，尚未开展地区可择优试点再稳步推进。工作目标为 2020 年大部分省市基本建立分类分级管理制度，2025 年全国范围内统一的分类分级管理法规政策体系基本建立。我们认为结合地区实际情况推行，有望在推行市场化竞争的同时不增加连锁药店企业负担。

分级分类提高了药店的经营门槛,级别不够未来将不得销售处方药;此外员工配置、设备设施、组织架构等方面的监管新规也将淘汰一大批非规范化药店,对单体药店造成较大影响,而药品供应能力、药学服务水平、服务环境条件等占优势的连锁药店龙头的门店有望划入高评级,影响不大。相对于单体药店,经营规范、服务能力强、规模优势大的龙头连锁药店能在分级管理中具备竞争优势,因此长远来看分级分类有利于行业规范发展,有利于龙头药店对整个行业进行整合重组,进一步提升零售药店连锁化率 and 市场集中度。

表 3: 全国零售药店分类分级管理

	一类药房	二类药房	三类药房
经营范围	经营乙类非处方药	经营非处方药、处方药(不包括禁止类、限制类药品)、中药饮片	可经营非处方药、处方药(不包括禁止类药品)、中药饮片
分类标准	1. 配备至少 1 名药师及以上职称的药学技术人员; 2. 药品质量保障和药品经营符合药品监管部门规定的要求 3. 无严重违法违规行为、无重大质量安全事故	1. 配备至少 1 名执业药师(经营范围包括, 中药饮片的还应配备至少 1 名执业中药师)和 1 名药师及以上职称的药学技术人员 2. 药品质量保障、药品经营等标准与一类药店一致	1. 配备至少 2 名执业药师(经营范围包括, 中药饮片的还应配备至少 1 名执业中药师)和 2 名药师及以上职称的药学技术人员; 实行网上集中审方的药品零售连锁企业门店, 可视为配有 1 名执业药师 2. 药品质量保障、药品经营等标准与一类药店一致
分级与标准	不适用	在分类结果的基础上, 按照经营服务能力将二类、三类药店由低到高划分为 A、AA、AAA 三个等级。经营服务能力'具体分服务环境条件、供应保障能力、人员资质及培训、药学服务水平、追溯体系建设及信息化程度等方面	
政策支持	无	1. 高评级药店优先纳入定点药店范围 2. 鼓励通过高评级药店提供门诊特殊病、门诊慢性病用药的医保费用结算服务	

资料来源: 国都证券

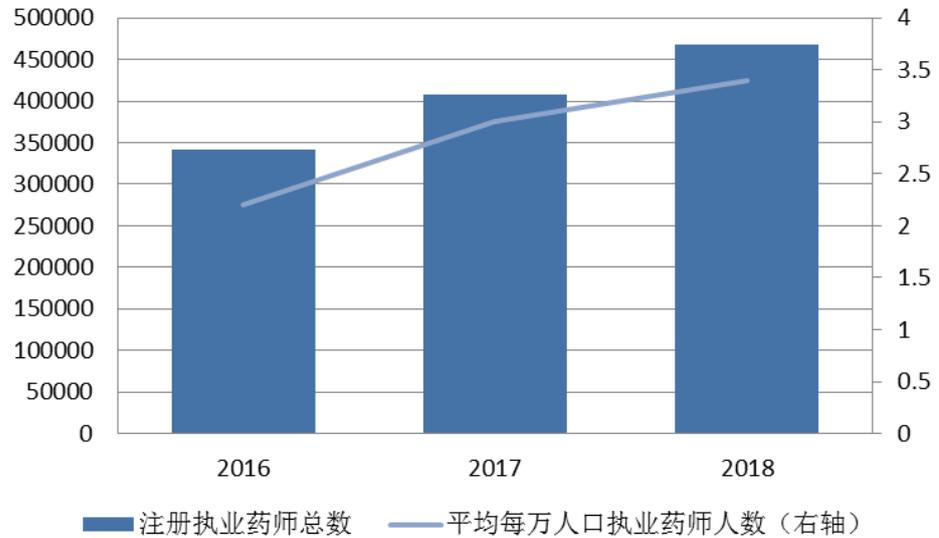
2.2 “挂证”行为整治促进行业整合, 执业药师门槛提升

央视 3.15 晚会曝光了重庆市部分药品零售企业执业药师“挂证”、不凭处方销售处方药等问题, 国家药监局针对相关问题发布《关于开展药品零售企业执业药师“挂证”行为整治工作的通知》, 决定在全国范围内开展为期 6 个月的药品零售企业执业药师“挂证”行为整治, 重点查处执业药师“挂证”等违法违规经营行为, 分为自查整改(4 月 30 日前)和监督检查(5 月-9 月)两阶段。《通知》明确凡发现药品零售企业存在“挂证”执业药师的, 撤销其《药品经营质量管理规范认证证书》, 凡检查发现存在“挂证”行为的执业药师, 撤销其《执业药师注册证》并纳入信用管理黑名单。同时药监局联合人力资源社会保障部联合发布了《执业药师职业资格制度规定》《执业药师职业资格考试实施办法》, 主要修改包括提高执业药师学历准入门槛, 对全国执业药师注册工作实行信息化管理, 针对执业药师在职不在岗、“挂靠”行为等监管难题, 明确相关惩处措施等。

我国药店执业药师数量仍然短缺, 截止 2018 年底, 全国通过执业药师考试共 103 万人, 但注册执业的药师总人数仅为 46.8 万人, 平均每万人口执业药师人数为 3.4 人, 距离我国《“十三五”国家药品安全规划》提出的“每万人口执业药师数超过 4 人”还有一定差距。其中在药店注册的 41.9 万人, 占注册总数的 89.4%。同期 45 万家药店,

按照 1:1 配对的话店均执业药师不足 1 人,若按照药店分级分类征求意见稿中对二类、三类药店要求 2 名执业药师的标准来计算,执业药师数量缺口更大。同时《执业药师职业资格考 试实施办法》的修订提升了学历准入门槛,我们认为从长期来看,执业药师的价值将愈发重要。我们认为此次整顿旨在提升行业规范性,主要影响违规运营的中小药店,预计其将承担较大的监管压力以及人员成本的增加,而上市连锁龙头药店整体合规性、运营能力要远好于中小药店,有利于龙头药店趁机收购扩张。未来政策方面我们认为互联网问诊和电子处方出台速度可能加快,以快速改善执业药师资源相对不足的问题。我们认为上市药品零售连锁龙头整体合规性、运营能力要远好于中小药店,有望趁此次执业药师整治开启收购扩张,行业整体集中度有望提升。

图 12: 2016-2018 年我国执业药师注册人数及平均每万人口执业药师人数



数据来源: NMPA、国都证券

2.3 医保基金使用监管加强, 加速行业出清

国家医疗保障局日前公布《医疗保障基金使用监管条例(征求意见稿)》,《征求意见稿》指出,国务院医疗保障行政部门负责全国医疗保障领域信用管理工作,纳入社会信用体系,对于违反相关规定的单位和个人,可以给予公开曝光、纳入失信联合惩戒对象名单等惩戒措施。随着医保基金监管条例征求意见稿出台,我们认为中小连锁药店盈利空间进一步压缩,运营压力进一步加大,龙头连锁药房中长期将显著受益于行业出清,并有望率先承接处方外流的千亿级增量空间。此前全国多地政策长期允许蓝帽子产品的医保消费行为,考虑到现金自费消费对医保支付的替代,即使未来医保基金支付范围收紧,对连锁龙头药店的整体影响也非常有限。此外,在消费升级大背景下,全国中药饮片、保健品自费消费趋势逐渐强化。此外连锁药房专业化药事服务能力不断提升,药房渠道入口价值逐渐显现,长期利好行业龙头公司。

三、当前药店成长逻辑是扩张以获取客流量，深耕存量提升价值

3.1 扩张的本质是获取客流量，提升区域市场占有率

我们认为药店扩张的本质是获取客流量，提升区域市占率进而形成区域垄断。药店行业目前的整合主要体现于区域龙头的连锁扩张，其本质是获取客流量形成区域垄断，提高区域议价能力进而提升毛利率。药店连锁扩张主要有两条路径：1) 单区域提升门店密集度以扩大区域市占率和品牌效应；2) 多区域连锁扩张，提升全国市占率。一般而言，药店获取客流量的影响因素主要包括选址、医保资质等，需合理控制租效比(营收/房租)。各大药店公司在选址时，基本都有一套完整的选址衡量标准，会将地区人口结构、人流量、经济结构和发展潜力等因素考虑在内。另外，药店是否具有医保资质也是吸引客流量的重要因素之一。

表 4: 上市药店龙头门店数量变化

	002727. SZ	603939. SH	603883. SH	603233. SH
	一心堂	益丰药房	老百姓	大参林
2014 年	2623	810	999	1602
2015 年	3496	1065	1483	1921
2016 年	4085	1512	1838	2409
2017 年	5066	1975	2434	2985
2018 年 Q3	5471	3112	3110	3676
覆盖省份	7 个省市	8 个省市	17 个省市	6 个省市
复合增速	20. 18%	40. 00%	32. 83%	23. 08%

资料来源：公司公告，国都证券

3.2 深耕存量提升流量价值

拥有流量入口后药店的核心竞争力是深耕其客流量的变现价值，落实在经营上关键是提升毛利率和周转率 (ROA)，主要影响因素包括品类多样性和提升复购率。连锁药店通过与工业企业和配送商进行合作，扩充拿货渠道，以满足客户需求，丰富医药产品品种数量和种类，尤其以处方药、新特药为主，通过处方药大大提升客户粘性，进而逐步引入高毛利产品并提升高毛利产品销售转化率，提升其销售占比。和客户需求高，低毛利但是高周转的处方药不同，高毛利产品一般是品牌知名度不高，或者偏保健类的产品，一方面需要靠店员进行推广影响，另一方面需要基于现有客户信任的基础上进行销售转化，因此有高毛利但是低周转的特点，因此药店平衡好毛利率和资产周转率之间的关系，把控好对高毛利产品的定位，对整体药店运营的提升至关重要，不能为了提升毛利率而损失周转率甚至客流量。

提升会员数量和活跃度，提升客户复购率。复购率也是影响客单价和毛利率的重要因素，在消费升级和新零售趋势下，客户对于零售药店的服务要求将会更高，药店活跃会员出于对药店品牌的信任和会员积分绑定，复购率一般远高于非会员客户，因此药店通过提高店员服务质量、提供店内坐诊、慢病管理等新服务模式来培养更多活跃会员是

提升复购率的重要渠道。

3.3 药店产业链向上下游延伸

向上游工业端延伸一方面丰富品类、降低采购成本，一方面搭建厂商共建模式引入高毛产品。药店向上游工业端延伸主要有代理、贴牌、开发自有品牌等方式，一方面可以通过代理独家品种丰富销售品类或者通过规模效应降低采购成本，但另一方面对于药店来说更重要的是和厂商形成共建模式，对产品进行贴牌、甚至开发自有品牌，这些产品的毛利率至少都在 60% 以上。四大上市药店均在厂商共建方面有所布局，尤其是在中药饮片领域。

向下游产业链延伸提升客户粘性，店中诊所模式和 DTP 药房模式前景广阔。目前各大药店龙头都开始向下游服务端延伸，主要形式包括设立店中诊所、DTP 药房、远程医疗、慢病管理等，核心目的是吸引具有精准需求的患者，获取医疗服务收入，使得收入多元化的同时提升客户的粘性，进而提升销售转化率，从而提升客单价和毛利率。店中诊所模式和 DTP 药房模式可行性较高，和客户需求绑定最紧。目前四大上市药店在店中诊所和 DTP 药房领域均有所布局。此外，随着中药饮片的销售占比逐渐提升，而中医坐诊的模式也越来越流行。2017 年底，中医诊所的资质由审批制转为备案制，进一步降低了中医坐诊的难度。中医堂的设立可在药店内形成医药捆绑的模式，病人在店内问诊后更倾向于选择在店内消费，并根据就诊习惯形成对药店以及店内执业医师的依赖，大大提升客户粘性。DTP 药方是药店承接处方外流的重要入口，对上游工业企业需要打通拿货渠道，同时需要建立和医院的合作，通过电子处方承接其处方药患者需求，由于 DTP 药房和处方绑定，客户也和对应的 DTP 药房深度绑定，在此基础上将客户流量导流至药店的其他产品相对转化率会更高。

四、药店行业长期逻辑看处方外流

4.1 政策利好推动，处方外流大势所趋

医药分离等政策利好处方外流。2015 年 5 月，国务院办公厅颁布《关于公立医院综合改革试点的指导意见》，正式将医药分离作为医药体制改革的关键。随后，发改委、商务部、卫计委等多部门先后出台相关政策，将处方外流作为医药分离改革的重要组成部分。2016 年发改委发文《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》明确禁止医院限制处方外流，鼓励患者自主选择在医院门诊药房或凭处方到零售药店购药；2017 年国务院办公厅鼓励门诊患者自主选择药品购买终端，探索门诊药房分离；2018 年卫计委等部门提出通过互联网平台逐步实现处方外流等。随着药品零加成政策的全面实施，院内药房利润逐步降低，处方外流或将在政策的大力推动下成为长期趋势。

零售药店尤其是连锁零售药店是处方外流的最大获益者，原因在于：1) 零售药店拥有非常好的业务基础，能够有序承接患者对药品和药事服务的需求；2) 是国内零售药店覆盖率较高，可顺势成为居民购药的首选；3) 在信息化工具、处方流转平台等助力下，零售药店的竞争力正在得到加强，能够为居民提供更多样化、精准的医药和健康管理服务。

表 5：处方外流相关促进政策

时间	发布机构	文件	相关内容
2015. 5. 1	国务院办公厅	《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	建立公立医院科学补偿机制，以破除以药补医机制为关键环节，力争到 2017 年试点城市公立医院药占比总体降到 30%左右
2016. 7. 1	发改委	《关于促进医药产业健康发展的指导意见重点工作部门分工方案》	明确医疗机构应当按照药品通用名开具处方，并主动向患者提供处方，保障患者的购药选择权，不得限制处方外流
2016. 12. 1	商务部	《全国药品流通行业发展规划（2016-2020 年）》	药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额 40%以上；药品零售连锁率达 50%以上；支持医药电商服务，向患者提供非处方药的，网订（药）店取、网订（药）店送等便捷服务
2017. 2. 1	国务院办公厅	《进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	推进，互联网+药品流通、推进医药分开，医疗机构应按药品通用名开具处方，并主动向患者提供处方；门诊患者自主选择在医疗机构或零售药店购药，有条件的可探索将门诊药房剥离
2017. 5. 1	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革 2017 年重点工作任务》	试行零售药店分类分级管理，鼓励连锁药店发展，探索处方信息、医保结算信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享
2018. 4. 1	国务院办公厅	《关于促进，互联网+医疗健康发展的意见》	允许依托医疗机构发展互联网医院；医师掌握患者病历资料后，允许在线开具部分常见病、慢性病处方，经药师审核后，医疗机构、药品经营企业可委托符合条件的第三方机构配送
2018. 6. 1	卫健委等	《医疗机构处方审核规范》	药品名称应当使用经药品监督管理部门批准并公布的药品通用名称；医院制剂应当使用药品监督管理部门正式批准的名称
2018. 9. 1	卫健委、国家中医药管理局	《互联网医院管理办法（试行）》、《互联网诊疗管理办法（试行）》、《远程医疗服务管理规范（试行）》	患者确诊断为某种或某几种常见病、慢性病后，医师应当掌握患者病历资料，可以针对相同诊断的疾病在线开具处方，医疗机构、药品经营企业可委托符合条件的第三方机构配送

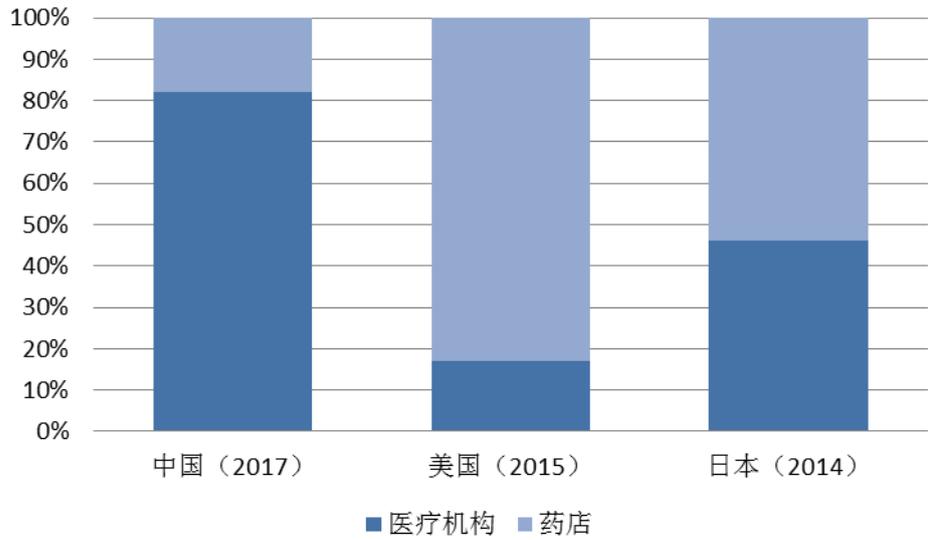
资料来源：国都证券

4.2 未来零售药店有望承接千亿级处方外流市场

IQVIA 数据显示，2016-2017 年中国医药市场销售规模由 12990 亿元上涨至 13600 亿元，其中处方药占据了 85% 的市场份额，2017 年医院处方药市场规模超过 8790 亿元，未来随着政策的进一步推进，零售药店渠道份额将大幅提升，有望承接千亿级市场。对比美国、日本等发达国家来看，2017 年中国处方药在药店行业销售渠道中占比仅约 18%，远低于 2014 年日本约 54% 和 2015 年美国约 83% 的水平，未来提升空间较大。

此外，受“4+7”集中采购带来的持续影响，大量药厂的销售团队开始把重心转移到公立医院之外的渠道，给予零售药店行业更多的机会。在不考虑未来集采导致品种毛利率下降的情况下，药品集中采购无疑将加速处方外流进程。

图 13：中美日处方药销售渠道占比比较



数据来源：中康 CMH、IMS、Croon、国都证券

五、投资策略及重点推荐公司

5.1 投资策略

我们认为目前医药零售行业尚存较大整合空间，在药店分级、行业整治等多项政策推动下，同时基于发达国家成熟经验来看我国零售药店连锁率及集中度仍将继续提升，龙头药店将显著受益。目前阶段零售药店的主要成长逻辑是扩张获取新增客流量的同时，深耕存量提升价值，长期逻辑则主要看处方药外流，连锁零售药店是处方外流的最终最大获益者。我们认为零售药店将成为越来越重要的药品销售终端，看好龙头零售药店的未来发展前景。

5.2 重点推荐公司：益丰药房 (603939.SH)

公司成立于 2001 年 6 月，坚持“区域聚焦、稳健扩张”的发展战略和“重点渗透、深度营销”的经营方针。通过在区域市场进行门店的密集合理布局，形成区域优势和规模效应，从而提升议价能力、降低物流及管控成本，实现公司盈利能力的持续增长。截至 2019 年 Q1 公司拥有门店 3958 家，2018 年公司净增加门店 1552 家，2019Q1 净增加 347 家。2018 年公司保持高速扩张态势，预计 2019 年新增门店将超 1000 家，继续保持较快扩张步伐。

公司以精细化管理著称，通过加强门店的专业化服务和规范运营等方式降低管理费用，通过加强产品的营销力度、树立良好的品牌信誉等多种方式，增加门店的客单量和销售收入，从而提升门店坪效。我们看好公司精细化运营能力，或将快速整合并购标的，业绩有望高速增长，预计公司 2019-2020 年 EPS 分别为 1.53 元/股、2.02 元/股、2.58 元/股，我们认为公司 2019 年合理市盈率在 45-50 倍 PE，对应目标价 68.85 元-76.5

元，给予“推荐”评级。

风险提示：行业政策变动风险；市场竞争加剧；公司扩张进度不达预期；并购门店整合不达预期风险；商誉减值计提风险。

六、风险提示

行业新进入者风险；政策推进不达预期风险；零售药店竞争过度影响盈利能力风险；零售药店并购整合不达预期风险；互联网电子处方全面放开进程快于预期影响线下门店销售风险。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
肖世俊	研究管理、策略研究	xiaoshijun@guodu.com	王树宝	汽车环保	wangshubao@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	苏国印	通讯、电子	suguoysin@guodu.com
于伯菲	房地产	yubofei@guodu.com	李树峰	传媒、互联网	lishufeng@guodu.com
陆星挺	家电、电力设备	luxingting@guodu.com	白姣姣	食品饮料	baijiaojiao@guodu.com
李兰	宏观、金融	Lilan@guodu.com	朱天辉	机械、军工	zhutianhui@guodu.com
黄翱	计算机、电子	huangao@guodu.com	韩保倩	光伏风电、商贸、交运物流	hanbaoqian@guodu.com
时应超	新材料、新技术	shiyingchao@guodu.com	傅达理	医药生物、医疗服务	fudali@guodu.com