

布局为先，覆盖全国的连锁药店标杆

老百姓(603883)

看好药店行业未来高景气度

药店是不可或缺的医疗终端，2019年零售药店端占比正在逐渐增大，并一改之前缓步下降的趋势，增速为7.1%高于公立医院。特别是2020年爆发的新冠疫情以来，药店作为抗疫的前哨站，为广大居民提供了极为重要的用药和防护保障。2020年Q1全国药店零售市场销售额规模1165亿元，同比增长5.5%，增速创近6个季度新高。

长期趋势：连锁度提升进行时

国内药店零售行业经过多年的发展，药店数量有了质的飞跃，从2006年的近32万家增长为2019年的52.4万家，而其中作为突出的就是连锁药店的成长。从药店增量上来看，2006年至2019年增加20.4万家，而单单连锁药店就增加了16.8万家，贡献度高达82.4%。可以说，中国药店这十几年的发展史就是连锁药店的成长史。但相较于医药商业更为成熟的发达国家，对标美日60%以上的药店连锁率，中国还远远不够。中国药店连锁率提升的趋势是确定的，空间是巨大的。

短中期催化剂：政策加持，处方外流走上快车道

处方外流是长期确定性方向，无论从政策推动上还是今年来的数据，处方外流都在进行时态。但自医院药品“零加成”以及带量采购等重磅政策推行以来，随着药品价格的压低和医院药占比的限制，药厂会将渠道重心转移至院外市场，处方外流走上快车道。对比日本医药分离的发展历程，明显可以看到国内的医药分离借鉴了日本的经验，结合国内的带量采购力度及事业编制体系，我们判断国内的医药分离速度会快于日本，预计到2028年，总处方外流的规模将超过7200亿元。零售药店作为院外重要的承接方，零售药店达到5000亿元。

“零售”+“药”+“店”，零售药店是门好生意

“零售”+“药”+“店”，三个关键词各有各的属性：“零售”中“人、场、货”是永恒的主题；药品的特殊性可以延伸出“药”最为关键的两点商品性和医疗服务性；“店”的仓储性成为了最基本的属性，通过买卖商品差价赚取利润。

因此，从这6大属性出发，归纳出未来零售药店发展的九大维度：

人：销售能力、服务能力、物流能力；

场：门店扩张能力、处方外流布局能力、地域布局能力；

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	80.2
股票代码：	603883
52周最高价/最低价：	116.13/61.31
总市值(亿)	327.80
自由流通市值(亿)	326.73
自由流通股数(百万)	407.39



分析师：崔文亮
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110002

研究助理：李昌幸
邮箱：licx@hx168.com.cn

货：品种管理能力、医保门店数量、门店分级。

这九大维度既彰显药店行业的不可或缺性和不可替代性，同时也是判断药店的未来发展框架。

▶ 老百姓：布局为先，覆盖全国的连锁药店标杆

1. 老百姓 2001 年在湖南成立，是国内经营规模最大，覆盖区域最多的大型医药连锁企业之一。公司布局广泛，不仅仅局限于药品及健康相关商品的销售，还在公司兼营药品批发与制造(主要为中成药及中药饮片制造)，同时大力发展 DTP 专业药房、中医馆和电子商务 O2O 等业务。
2. 扩张上，老百姓坚持直营、星火、加盟、联盟“四驾马车”齐头并进的发展战略，持续推进“全国布局”和“全渠道布局”，2020Q3 门店数量达到 6177 家，其中直营门店 4636 家。华南、华中、华东、华北和西北五大营销网络初显成效，逐步建立可辐射全国的营销网络。经营效率是老百姓的短板，但 2019 年公司全面启动大店优化工作，取得阶段性成果。看好未来全国布局的进一步拓展，同时也期待在现有药店基础上的经营优化。截止 2020 三季度末，公司整体平效恢复至 62 元/平方米。
3. 拥抱互联网，布局数字化。新冠疫情加速“互联网+医疗健康”发展，慢病管理+处方外流趋势不减，药品零售行业集中度持续提高，行业趋势逐步兑现，公司作为布局最广的零售药店，一方面全面覆盖医疗健康领域，另一方面积极探索 O2O 业务、与腾讯全面合作，有望最先受益于行业变化。此外，公司开展数字化的人货场策略提高管理效率。
人：数字化系统加强智能营销，员工助手 APP 持续挖掘一线员工动能；
货：供应链数字化工具获得行业领先的商品管理效率；
场：数字化手段继续推进慢病管理覆盖范围和服务水平。

▶ 盈利预测与投资建议

我们预计，公司 2020~2022 年收入分别 143.9/179.1/219.4 亿元，分别同比增长 23.4%/24.4%/22.5%，归母净利润分别为 6.3/7.9/9.8 亿元，分别同比增长 24.0%/25.3%/23.7%，对应 2020~2022 年 EPS 为 1.54/1.93/2.39 元，对应估值为 52X/41X/34X。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示

政策调整不及预期；处方外流规模不及预期；药店扩张不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,471	11,663	14,390	17,905	21,938
YoY (%)	26.3%	23.1%	23.4%	24.4%	22.5%

归母净利润(百万元)	435	509	631	791	978
YoY (%)	17.3%	16.9%	24.0%	25.4%	23.6%
毛利率 (%)	35.2%	33.6%	32.7%	33.0%	33.1%
每股收益 (元)	1.06	1.24	1.54	1.93	2.39
ROE	14.3%	14.6%	15.3%	16.7%	17.7%
市盈率	75.35	64.44	51.97	41.46	33.53

资料来源: wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 老百姓：广布局领先行业	6
1.1. 行业领先的药品零售品牌企业	6
1.2. 增速稳健，布局广泛体现优势	7
1.3. 股权集中、激励充分，助力公司扩张	10
2. 行业：政策助力+九大维度发展，零售药店行业高景气度依旧	12
2.1. 连锁度提升+处方外流加速，零售药店从中获益	12
2.2. 从属性看本质，九大维度探讨药店未来发展	19
2.3. 九维全景图	26
3. 九维度分析：区域优势明显，稳扎稳打迈向新阶段	27
3.1. 第一层：人	27
3.2. 第二层：场	29
3.3. 第三层：货	34
4. 盈利预测与投资建议	36
4.1. 推荐逻辑	36
4.2. 盈利预测与估值分析	37
5. 风险提示	38

图表目录

图 1 老百姓旗下公司	6
图 2 老百姓大药房发展历史	7
图 3 2010 年-2020 年 Q1-Q3 营业收入与归母净利润及增长情况	8
图 4 2015 年-2020 Q1-3 老百姓主营收入结构（万元）	9
图 5 2015 年-2020 Q1-3 老百姓各业务毛利率（%）	9
图 6 2016 年-2020Q1-3 老百姓各区域收入（万元）	9
图 7 2019 老百姓区域收入占比	9
图 8 老百姓毛利率及净利率	10
图 9 老百姓费用率情况	10
图 10 老百姓股权结构及主要控股子公司（2020 三季度）	11
图 11 三大药品零售终端市场销售额占比情况	13
图 12 三大药品零售终端销售额增速比较	13
图 13 中国零售药店数量（家）及增速	13
图 14 中国连锁药店数量及连锁率	13
图 15 2017 年中国连锁药店数量实现反超	14
图 16 2014-2018 年中国连锁药店行业集中度变化	14
图 17 中国药店连锁率有很大提升空间	14
图 18 处方药市场渠道分布情况	16
图 19 零售渠道各品类分布情况	16
图 20 中日医药分离政策时间对比	17
图 21 带量采购后药企重视零售渠道	18
图 22 “零售”+“药”+“店”的属性衍生	20
图 23 中国注册执业药师数量及每万人执业药师人数	21
图 24 2020H1 执业药师注册机构分类占比	21
图 25 处方外流渠道	22
图 26 菜鸟驿站+中国邮政全国分布图	24
图 27 2012 年-2019 年职工医保次均住院费用（元）和住院率	25
图 28 2012-2019 年职工医保次均统筹基金支出（元）	25
图 29 “零售药店”九维全景图	26

图 30	2019 年四大上市药店销售人员数量及比例.....	27
图 31	平均每个门店销售员工数量 (人/店)	27
图 32	各公司人均创收水平 (万元/人)	27
图 33	各公司人均创利水平 (万元/人)	27
图 34	2017 年平均每个药店配备执业药师人数.....	28
图 35	老百姓执业药师配置率变化.....	28
图 36	老百姓物流体系	29
图 37	老百姓 2015 年-2020Q3 各区域门店数量变化.....	30
图 38	2019 年湖南零售药房竞争格局.....	31
图 39	2019 年陕西零售药房竞争格局.....	31
图 40	2018 年合肥零售药房竞争格局.....	31
图 41	2019 年广西零售药房竞争格局.....	31
图 42	各药店 2019 年会员数量 (万人) 及销售占比.....	32
图 43	2019 年各省市四大药房分布图.....	33
图 44	老百姓全国范围布局思路清晰.....	34
图 45	2019 年公司各类品种占比.....	35
图 46	2019 年各品类毛利率及整体毛利率对比.....	35
图 47	各公司医保资格门店数量变化.....	35
图 48	各公司医保定点数量占比变化.....	35
图 49	老百姓各规模药店数量 (家)	36
图 50	各规模药店 2015、2019 及 2020Q3 日均平效对比 (元/平方米).....	36
表 1	老百姓 2019 年股权激励实施具体条件	11
表 2	老百姓 2019 年股权激励已顺利实施	11
表 3	处方外流相关政策梳理	14
表 4	处方外流空间测算 (亿元)	17
表 5	药店纳入集采政策梳理	18
表 6	药店可加价 15% 销售的地区与政策	19
表 7	三种扩张方式优缺点对比	22
表 8	全国零售药店分类分级	25
表 9	业绩拆分 (百万元)	37
表 10	四大药房盈利预测与估值	38

1.老百姓：广布局领先行业

1.1.行业领先的药品零售品牌企业

公司于2001年10月25日在湖南成立，是国内经营规模最大，覆盖区域最多的大型医药连锁企业之一。公司主要通过自有营销网络从事药品及健康相关商品的销售，经营商品包括中西成药、中药饮片、养生中药、健康器材、健康食品、普通食品、个人护理品和生活用品等品类，除药品零售外，公司兼营药品批发与制造(主要为中成药及中药饮片制造)，同时大力发展DTP专业药房、中医馆和电子商务O2O等业务。目前，公司旗下有1家中药饮片厂、4家物流公司、6家创新公司、14家直营公司，14家星火公司，形成全产业链经营模式，持续提升公司整体竞争实力。

图1 老百姓旗下公司



资料来源：公司官网，华西证券研究所

2001-2007年：发展初期

2001年，老百姓大药房以超市开架经营的模式开设位于长沙湘雅的第一家门店，凭借“药价比国家核定零售价平均低45%”的特点成为国内平价药房的先行者。2002年4月，湖南浏阳店开业，首次实现跨区经营。同年12月，西安新城店、杭州国都店相继开业，老百姓大药房开始走出省外，实现打造全国性品牌的第一步。2005年丰沃达医药物流(湖南)有限公司和药圣堂(湖南)制药有限公司相继成立，完成从

研发、生产配送到零售的全产业链布局。同年 11 月，医药投资、陈秀兰、石展设立老百姓有限公司，注册资本为 1000 万元。

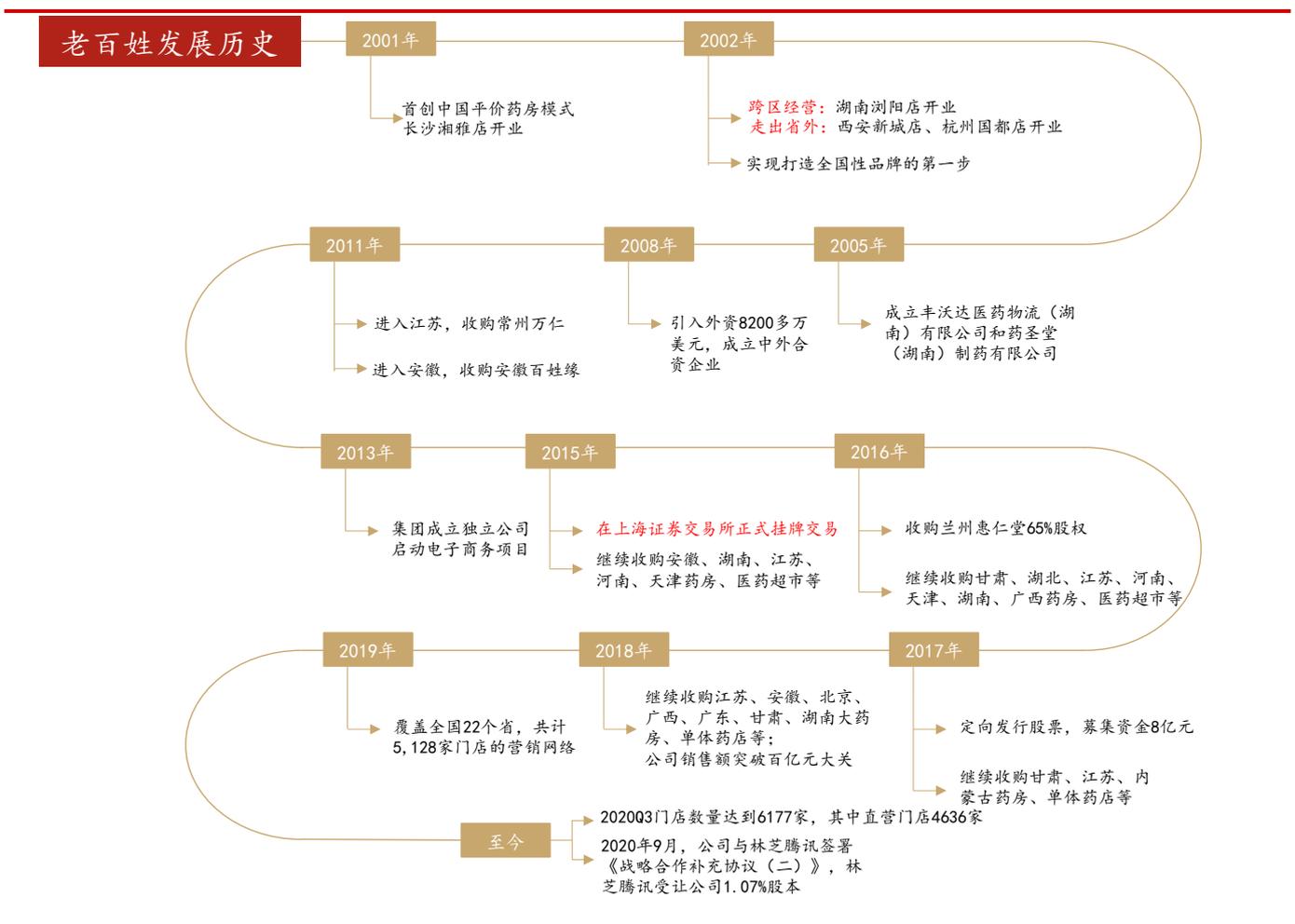
2008-2015 年：资本助力，改制上市

2008 年公司首次引入外资 8200 多万美元，成为中外合资企业，资本注入为公司扩张提供新动力，相继收购西安龙盛医药、常州万仁、安徽百姓缘等公司。2013 年集团成立电子商务公司，立足于通过互联网等新媒体平台向消费者提供商品销售。2015 年 4 月成功于上交所上市，成为第三家上市企业。

2016 年至今：积极并购，全国扩张

2015 年上市后，公司一方面定向发行 179 万股，募集资金 8 亿元；另一方面加快并购步伐，相继收购甘肃、湖北、江苏、河南、天津、湖南、广西、内蒙古、北京陕西、河南大药房、单体药店等，截止 2020 年 9 月公司加盟门店已达 1541 家。2020 年 9 月，公司与林芝腾讯签署《战略合作补充协议（二）》，林芝腾讯受让公司 1.07% 股本。

图 2 老百姓大药房发展历史



资料来源：公司公告，公开资料整理，华西证券研究所

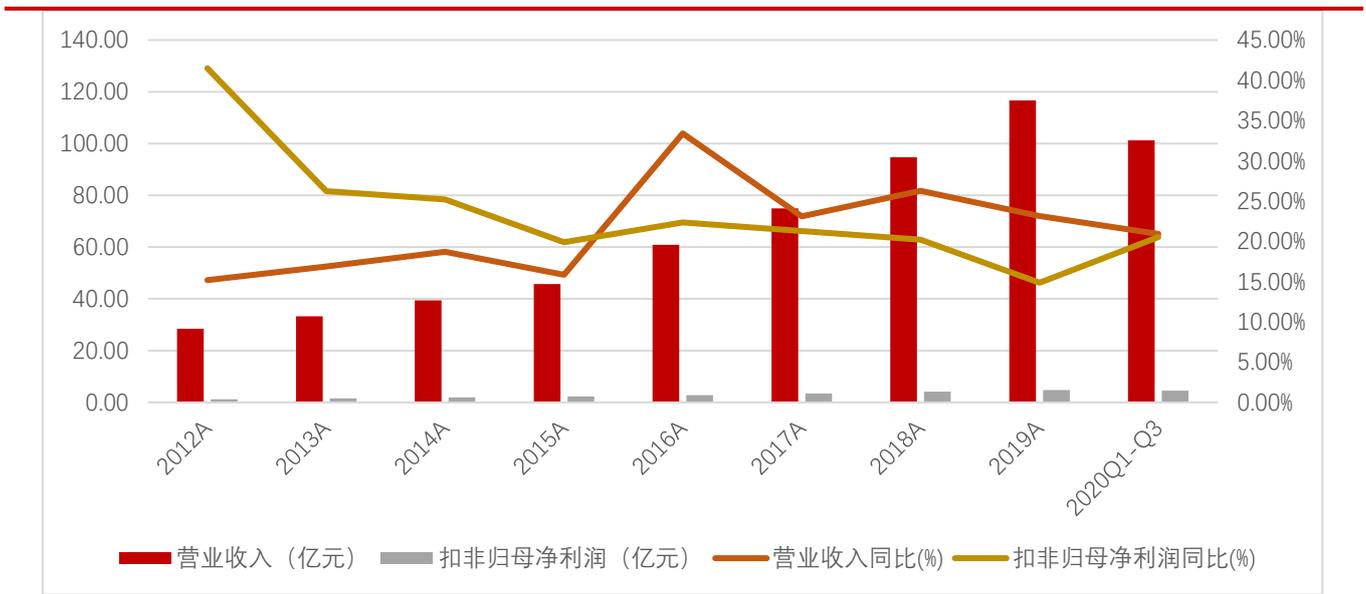
1.2. 增速稳健，布局广泛体现优势

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

收入与净利润增速稳健。2015 年上市后，公司营业收入与净利润持续较快增长，主要原因是兼并收购以及门店业务收入增长。营业收入从 2015 年的 45.68 亿元上升至 2019 年的 116.63 亿元，实现年均复合增长 26.4%；归母净利润也从 2.41 亿元上升至 2019 年的 5.09 亿元，实现年均复合增长 20.6%。

疫情影响下的 2020 年前三季度，公司营业收入及利润保持稳定增长。实现营业收入 101.20 亿元，同比+20.91%；归母净利润 4.87 亿元，同比+23.60%；扣非归母净利润 4.49 亿元，同比+20.51%。

图 3 2010 年-2020 年 Q1-Q3 营业收入与归母净利润及增长情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

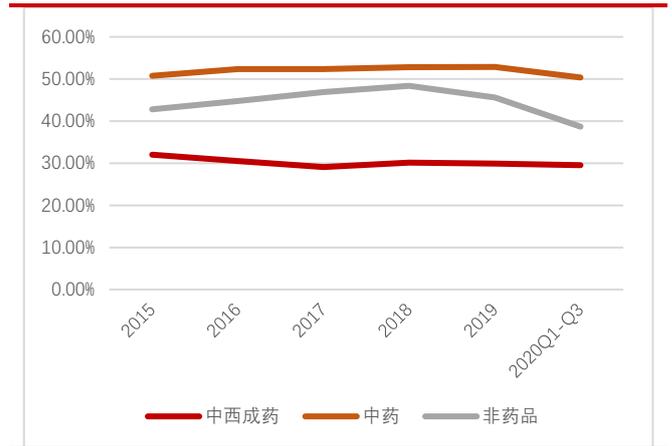
主营业务结构层面，高毛利的主营业务是公司保持利润稳步增长的基础。公司主营业务包括中成药、中药以及非药品，其中，中西成药是公司最主要收入来源，2019 年占比 79.76%，其次为非药品及中药。中成药、中药毛利率维持相对稳定状态，2019 年毛利率分别为 29.89%、52.86%。2020 年前三季度受疫情防控影响，非药品需求增加，非药品收入占比达到 17%，而毛利率下降幅度扩大，但中成药、中药仍旧相对稳定，为公司提供稳定收入利润。

图 4 2015 年-2020 Q1-3 老百姓主营收入结构 (万元)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

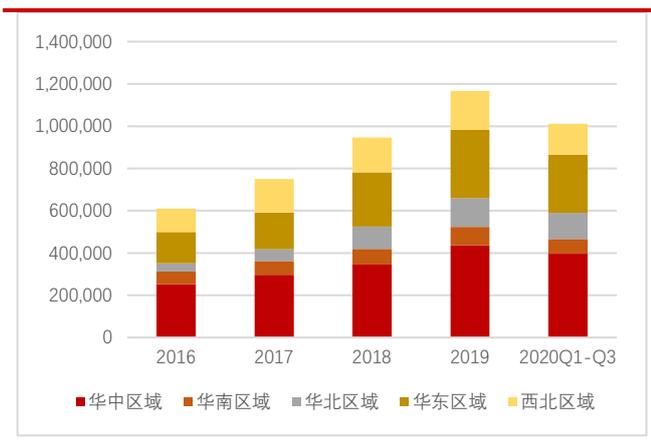
图 5 2015 年-2020 Q1-3 老百姓各业务毛利率 (%)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

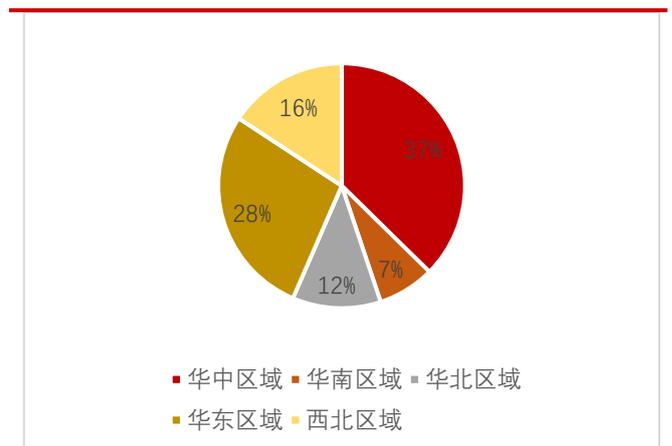
各区域营收上看, 公司针对不同城市实施“直营+星火(并购)+加盟+联盟”的形式不断优化市场布局, 持续推进“全国布局”和“全渠道布局”。2019 年华中、华南、华北、华东、西北五大区域快速增长, 同比分别为 26%、19%、28%、26%、11%。其中公司重点布局的华东地区占比迅速提升, 2019 年收入占比提升至 28%。

图 6 2016 年-2020Q1-3 老百姓各区域收入 (万元)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 7 2019 老百姓区域收入占比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

毛利率下降, 净利率基本保持平稳。受公司持续扩张影响, 2012 年-2019 年毛利率在 2014 年开始出现下滑, 2020 年前三季度整体毛利率更是受疫情因素影响下滑明显, 至 32.5%。但净利率呈现回升态势, 主要受费用率改善, 2020 年前三季度提升至历史最高的 5.92%。

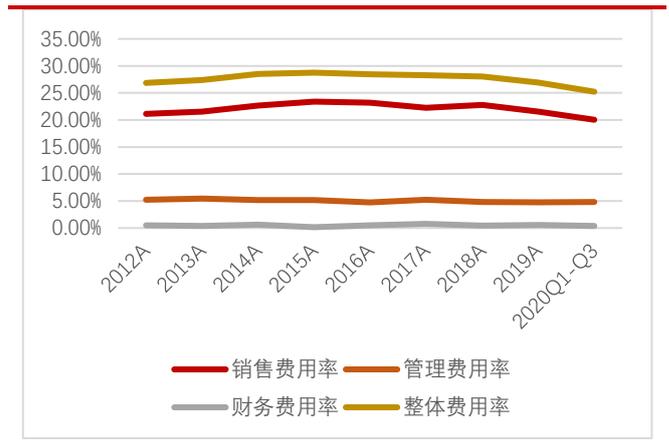
公司费用率近年逐步改善, 整体费用率自 2015 年以来持续改善, 归功于公司加强管理能力的提升, 2019 年整体费用率降至 26.90%。三项费用中, 销售费用近几年有明显的下降趋势, 尤其是 2020 年上半年疫情使销售活动无法开展, 2020Q1-Q3 销售费用率降至 20.04%。

图 8 老百姓毛利率及净利率



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 9 老百姓费用率情况



资料来源：Wind，华西证券研究所

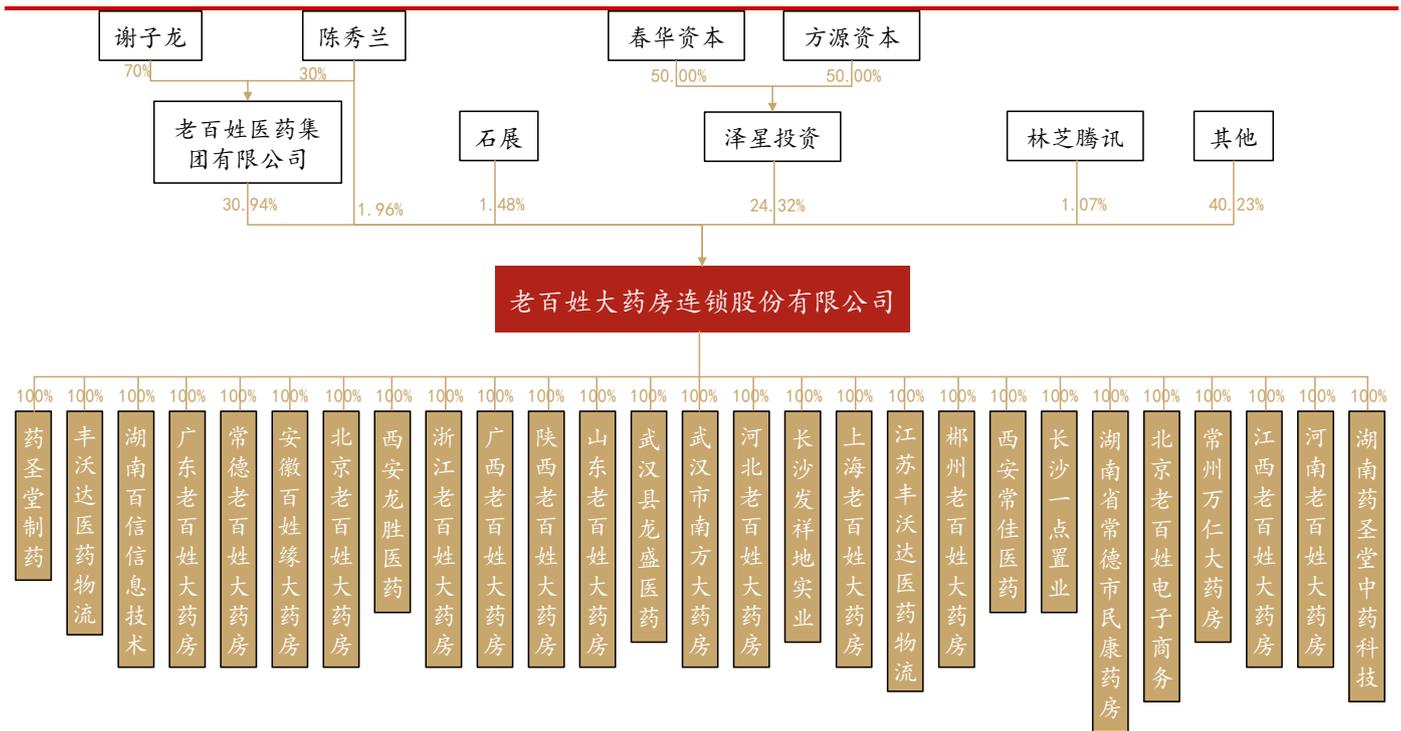
1.3. 股权集中、激励充分，助力公司扩张

截至 2020 年 9 月 30 日，公司第一大股东为老百姓医药集团，实际控制人为谢子龙和陈秀兰，谢子龙和陈秀兰夫妇通过老百姓医药集团间接持有公司 30.94% 的股份，陈秀兰直接持有公司 1.96% 的股份。

值得一提的是，老百姓是国内第一家有外国私募股权基金作为共同控股股东的上市公司；2019 年 11 月 Sonata Company Limited 的股东分别为春华资本 (Primavera, 50%) 和方源资本 (FountainVest, 50%)，均为国际知名股权投资机构；方源和春华在医疗服务、消费零售等板块投资经验丰富且投后管理能力突出，核心团队曾在淡马锡、高盛集团等任高管，在跨国企业、国有企业和民营企业均有丰富的管理和运营经验。

2020 年 9 月，公司与林芝腾讯签署《战略合作补充协议（二）》，林芝腾讯受让公司 1.07% 股本。林芝腾讯作为深圳市腾讯产业投资基金有限公司的下属企业，在互联网领域拥有领先的技术和平台优势。林芝腾讯入股，有助于双方未来在资源、投资、品牌及营销等多方面开展全方位的合作，尤其是在计算机和互联网领域的合作，老百姓运用腾讯的人脸识别技术等 AI 能力，逐步建立 AI 智能客服、智能荐药、辅助诊断、智能审方等智能化服务系统。2020 三季度，腾讯咨询已完成对公司的组织诊断，后续将协助公司进行数字化转型的组织建设和人力资源智能系统建设。

图 10 老百姓股权结构及主要控股子公司 (2020 三季度报)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2019 年 3 月 12 日，公司进行首次股权激励授予，授予公司高级管理人员及核心业务人员共 207 人总计 161.1 万股，占公司总股本的 0.57%，授予价格 30.12 元/股；9 月，进一步向 40 名激励对象（1 名高管+39 名核心人员）授予 12.93 万股，授予价格 37.88 元/股，员工激励充分，股权激励的考核目标是以 2018 年归母净利润为基数，2019-2021 年净利润相对 2018 年分别增长不低于 20%/45%/70%；年化增速分别为不低于 20%、20.83%、17.24%。激励费用摊销：2019-2021 年分别为 3608/1388/555 万元，对利润影响很小。

表 1 老百姓 2019 年股权激励实施具体条件

授予日	对象	激励股数	股本占比	授予价格 (元)	考核要求
2019 年 3 月 28 日	6 名高管+201 名核心人员	161 万股	0.57%	30.12 元/股	以 2018 年净利润为基数，2019-2021 年增长不低于 25%/40%/65%
2019 年 9 月 30 日	1 名高管+39 名核心人员	13 万股	0.05%	37.88 元/股	

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 2 老百姓 2019 年股权激励已顺利实施

2019 年 3 月 28 日	职位	人数	限制性股票数量 (万股)	占本次授予总数比例
高级管理人员		7	17.69	9.97%
其中：王黎	执行总裁	1	2.62	1.48%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

杨芳芳	副总裁	1	2.62	1.48%
王琴	副总裁	1	2.62	1.48%
朱景炀	副总裁, 财务负责人	1	2.62	1.48%
胡健辉	副总裁, 信息副总裁	1	2.62	1.48%
张林安	副总裁	1	2.62	1.48%
其他核心人员		201	143.42	80.81%
小计		208	161.11	90.77%
预留部分			16.38	9.23%
2019年9月30日	职位	人数	限制性股票数量(万股)	占本次授予总数比例
高级管理人员		1	2.11	16.33%
其中: 冯诗倪	董事会秘书	1	2.11	16.33%
核心人员		39	10.82	83.67%
合计		40	12.93	100.00%

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

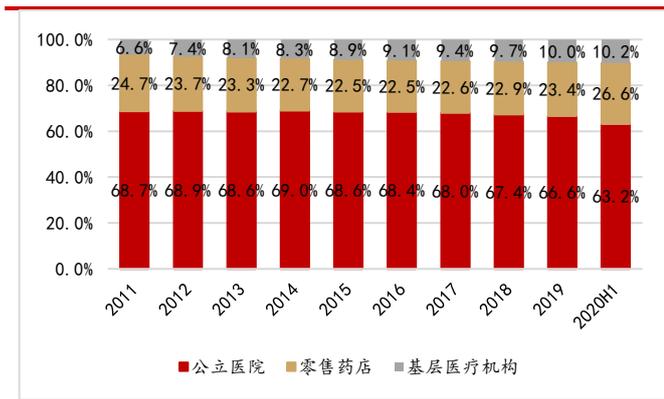
2.行业: 政策助力+九大维度发展, 零售药店行业高景气度依旧

2.1.连锁度提升+处方外流加速, 零售药店从中获益

零售药店, 顾名思义, 就是在零售端售卖药品等医疗商品的商店, 是在零售端去满足民众的基本用药需求的地方。根据米内网数据显示, 2019年三大药品零售终端的销售额为 17955 亿元, 其中公立医院虽仍然以 66.6% 占据绝对份额, 但从近几年销售额占比的变化情况来看, 零售药店和基层医疗机构的占比正在逐渐增大, 其中零售药店占比为 23.4% 一改之前缓步下降的趋势。但 2020 年上半年受新冠疫情影响, 医院端需求萎缩, 药店端需求提升, 药店 2020H1 占比提升至 26.6%。

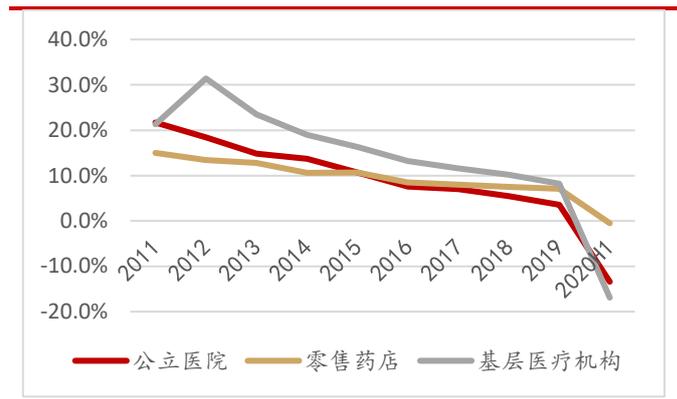
对比三大药品终端的销售额增速, 2019 年公立医院的增长率为 3.6%, 低于零售药店和基层医疗机构增长率的 7.1% 和 8.2%, 彰显零售药店终端的潜在增长动力。2020 年上半年, 药店端增速仍能维持在 0 附近, 足显零售端韧性。

图 11 三大药品零售终端市场销售额占比情况



资料来源：米内网，华西证券研究所

图 12 三大药品零售终端销售额增速比较



资料来源：米内网，华西证券研究所

2.1.1. 长期趋势：连锁度提升进行时

中国药店在经历了初创期、快速成长期、跨区域连锁发展期、集中度提高期、多元化发展期这 5 个阶段的快速发展后，中国药店数量也从 2006 年的近 32 万家增长为 2019 年的 52.4 万家，增速上也回升至 7% 以上。

这十几年间，连锁药店数量也得到长足发展，连锁药店的数量从 2006 年的 12.2 万家增长至 2019 年的 29 万家，足足翻了一倍有余，连锁率也从 38% 升至 55%。

图 13 中国零售药店数量（家）及增速



资料来源：国家食品药品监督管理局，华西证券研究所

图 14 中国连锁药店数量及连锁率

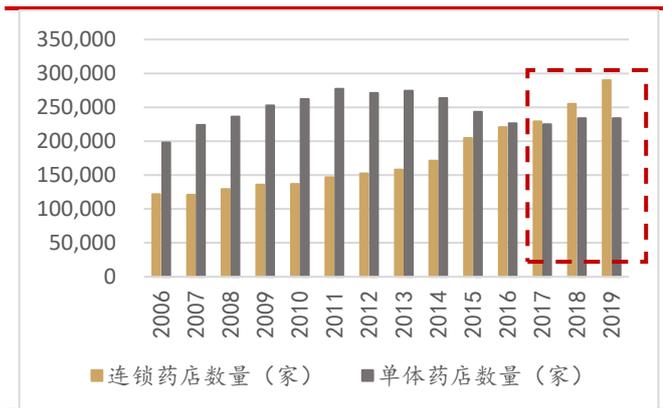


资料来源：国家食品药品监督管理局，华西证券研究所

从药店增量上来看，2006 年至 2019 年增加 20.4 万家，而单单连锁药店就增加了 16.8 万家，贡献度高达 82.4%。可以说，中国药店这十几年的发展史就是连锁药店的成长史。特别是在 17 年，连锁药店数量实现了对单体药店的反超，2019 年连锁药店数量已经超过单体药店 5.6 万家。

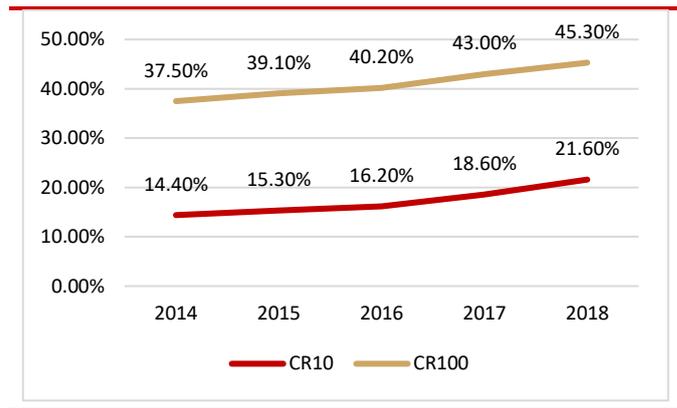
我国头部连锁药店的市场占有率逐年提升。TOP10 连锁药店的市场占有率从 2014 年的 14.4% 提升至 2018 年的 21.6%，而 TOP100 的市场占有率也从 37.5% 提升至 45.3%。

图 15 2017 年中国连锁药店数量实现反超



资料来源：国家食品药品监督管理局，华西证券研究所

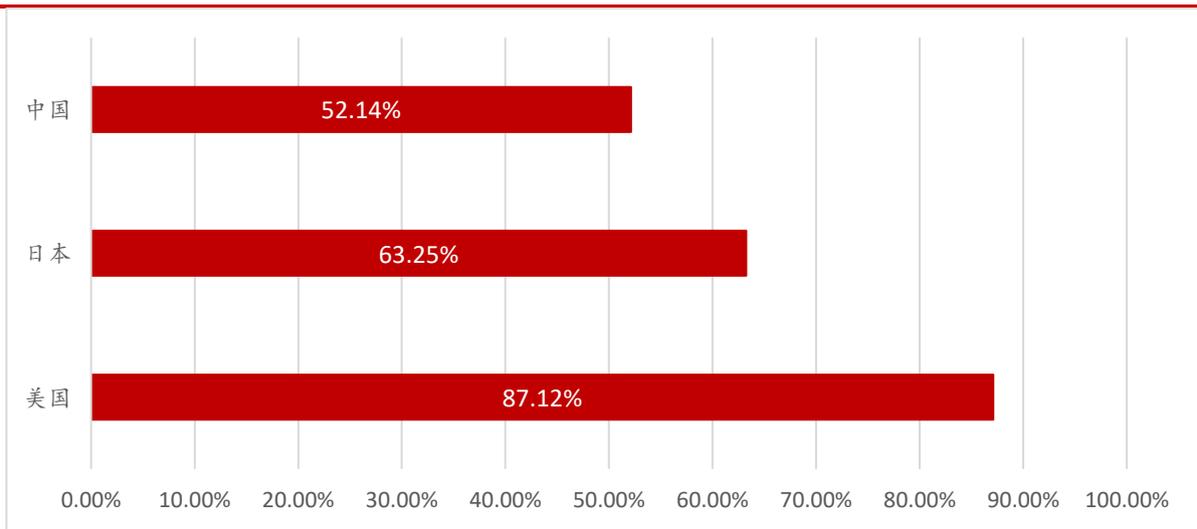
图 16 2014-2018 年中国连锁药店行业集中度变化



资料来源：中国产业信息，华西证券研究所

参考美日的连锁率水平，假设到 2025 年中国药店连锁率达到 60% 水平，期间每年以 5% 的增速增长，那到 2025 年中国的连锁药店数将突破 40 万家，相较于 2018 年 25.5 万家的水平，有 15 万的增量空间，增长空间巨大。

图 17 中国药店连锁率有很大提升空间



资料来源：前瞻经济人，华西证券研究所

2.1.2. 中短期催化剂：政策加持，处方外流走上快车道

处方外流是指医院对外开放处方单，从而患者可以凭借处方单在零售药店购买处方药。为推动处方外流，早在 2006 年卫生部就提出医院不得以任何方式限制处方外流推进医药分开，经过多年的发展，处方外流相关政策不断，主要都是集中在明确禁止限制处方外流、对零售药店的规范以及鼓励电子处方三大方向推动处方外流。

表 3 处方外流相关政策梳理

颁布时间	颁布主体	文件	内容
2006 年 3 月	卫生部	《处方管理办法》	医院不得以任何方式限制处方外流
2009 年 3 月	国务院	《关于深化医药卫生体制改革的意见》	推进医药分开，积极探索多种有效方式逐步改革以药补医机制

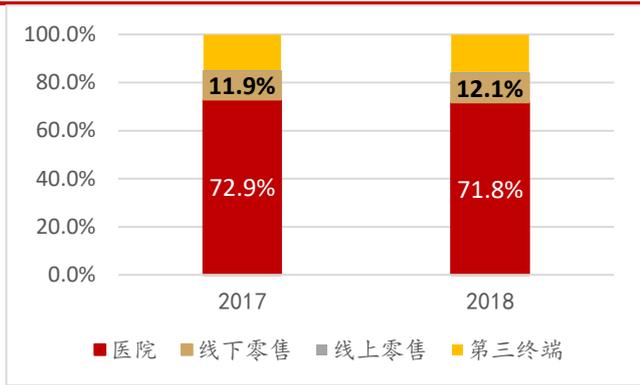
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2014年9月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于深化医药卫生体制改革2014年重点工作任务》	要逐步形成医师负责门诊诊断，患者凭处方到医疗机构或零售药店自主购药的新模式
2015年5月	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革2015年重点工作任务》	鼓励药品零售企业连锁经营，采取多种方式推动医药分开
2016年4月	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》	采取多种形式推进医药分开，禁止医院限制处方外流，患者可自主选择在医院门诊药房或凭处方到零售药店购药
2016年7月	国家发展和改革委员会	《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》	医疗机构应当按照药品通用名开具处方，保障患者的购药选择权；加快形成多元化医疗服务格局，扩大患者选择权
2017年1月	国务院办公厅	《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	推进医药分开，门诊患者可以自主选择医疗结构或零售药店购药，医疗机构不得限制门诊患者凭处方到零售药店购药
2017年2月	国家卫生和计划生育委员会、国家中医药管理局	《电子病历应用管理规范（试行）》	政府开始推动医药分开和电子处方外流
2017年5月	国务院办公厅	《深化医疗卫生体制改革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，探索医疗机构处方信息，医保结信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享
2017年7月	国家发展和改革委员会	《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》	禁止医疗机构限制处方外流，并且要求医疗机构应当按照药品通用名开具处方，主动向患者提供处方
2018年4月	国务院办公厅	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	对线上开具的常见病、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。探索医疗卫生机构处方信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享，促进药品网络销售和医疗物流配送等规范发展
2018年8月	国务院	《关于印发深化医药卫生体制改革2018年下半年重点工作任务的通知》	支持零售药店连锁发展，允许门诊患者自主选择在医疗机构或零售药店购药。
2020年2月	国务院	《关于印发加强医疗机构药事管理促进合理用药意见的通知》	坚持公立医疗机构药房的公益性，公立医疗机构不得承包、出租药房，不得向营利性企业托管药房，不得以任何形式开设营利性药房。
2020年3月	国家医保局、国家卫健委	《关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见》	符合要求的互联网医疗机构为参保人提供的常见病、慢性病线上复诊服务，各地可依规纳入医保基金支付范围。互联网医疗机构为参保人在线开具电子处方，线下采取多种方式灵活配药，参保人可享受医保支付待遇。

资料来源：国务院，国家医保局，中国药店，华西证券研究所

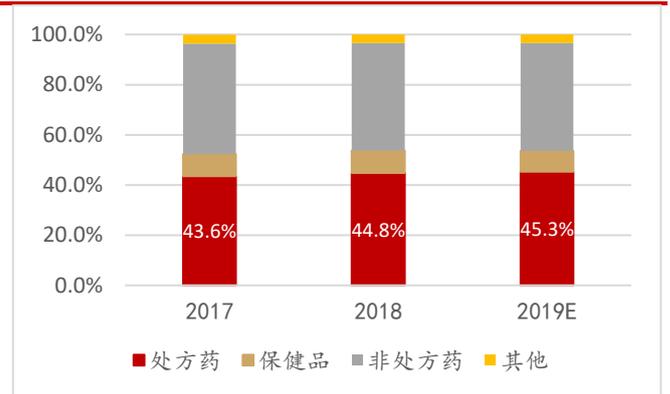
根据 IQIVA 数据显示，2018 年，我国处方药销售额达到 1.13 万亿元，占总药品销售额的 85%。其中主要渠道还是在医院，医院的占比为 71.8%，而线下零售为 12.1%。相较于 2017 年，院外处方占比略有提升，从 2017 年的 27.1% 提升至 28.2%，显示处方外流缓步推行中。作为处方承接方的处方药零售市场，2017、2018 年的处方药占比分别为 43.6% 和 44.8%，IQVIA 预测 2019 年零售渠道的处方药销售占比达到 45.3%，增长可观。

图 18 处方药市场渠道分布情况



资料来源：IQVIA，华西证券研究所

图 19 零售渠道各品类分布情况



资料来源：IQVIA，华西证券研究所

借日本医药分离的经验之道，国内处方外流迎来千亿级市场

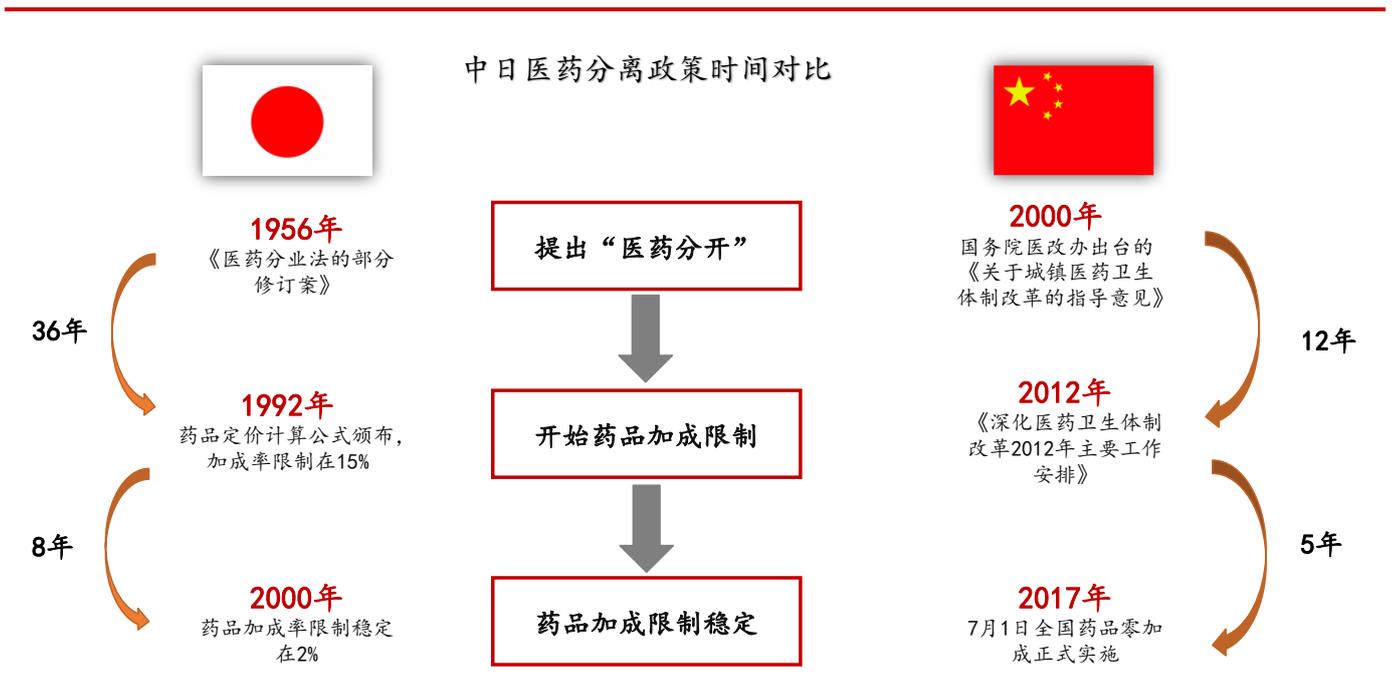
我国的医药分离历程与日本存在很多相似的地方。同样是从提出到最终限制药品加成比例，中国经历的时间远远短于日本，其原因有两点：其一是日本政策借鉴，其二是中国公立医院为主的医疗体制。

但相应的，由于时间较短，同样是在药品加成限制稳定的时间节点（日本 2000 年&中国 2017 年），医药的分离率（或者说是处方外流比例）日本是 39.5%而中国是 27.1%。但我们认为未来的中国处方外流比例终将会达到日本的水平（2015 年的 70%），并且时间也会有所缩短。催化剂如下：

- 日本改革政策珠玉在前，为中国提供参考；
- 体制上中国医院以公立医院为主体，属于事业编制，行政命令更加有效；
- 药品加成比例一步到位至零，调节更加彻底；
- 带量采购不断分批进行，加速药价下降。

日本从 1997 年的 26%提升至 2009 年的 60%用了 12 年时间，而中国在多项催化剂下，我们预计 8 年，也就是到 2028 年，可以达到 50%的处方外流比例，即院内外处方平分秋色。

图 20 中日医药分离政策时间对比



资料来源：中国药店，百度百科，华西证券研究所

借鉴日本的发展以及我国情况，我们对处方外流的空间进行测算。预计到 2028 年，总处方外流的规模将超过 7200 亿元。

基本假设：

- 药品整体终端市场增速稳定在 3%-4.5%之间；
- 2028 年处方外流比例（院外处方占比）可以达到 50%；
- 处方药由于带量采购价格下降，其占整体药品市场比例稳定下降。

表 4 处方外流空间测算（亿元）

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
药品市场规模终端合计	16,118	17,131	17,955	17,955	18,817	19,645	20,490	21,350	22,225	23,114	23,993	24,881
药品市场规模终端 YOY	7.63%	6.28%	4.81%	0.00%	4.80%	4.40%	4.30%	4.20%	4.10%	4.00%	3.80%	3.70%
处方药整体规模	10743	11266	11671	11491	11855	12180	12499	12810	13224	13638	14036	14431
医院处方药规模	7832	8089	8286	7871	7824	7734	7624	7494	7406	7364	7299	7215
处方外流比（院外处方占比）	27.10%	28.20%	29.00%	31.50%	34.00%	36.50%	39.00%	41.50%	44.00%	46.00%	48.00%	50.00%
处方外流规模	2911	3177	3385	3620	4031	4446	4874	5316	5819	6273	6737	7215

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

零售药店
承接处方
外流规模

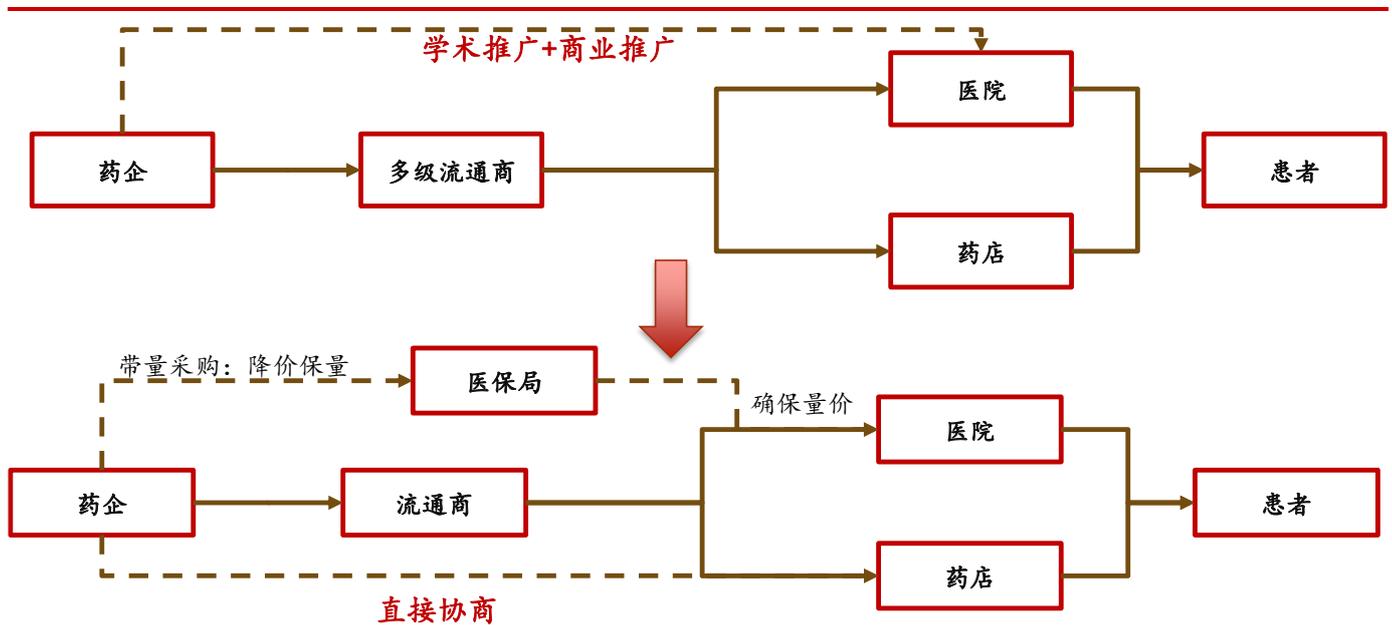
2056 2227 2365 2586 2789 3079 3379 3688 4041 4360 4687 5043

资料来源: Wind, 米内网, 华西证券研究所

原平衡格局被打破, 外流处方使零售药店成为新焦点

在集采之前, 医院端作为主要的药品销售渠道, 坐享药品加成的高利润。因此无论是医院方还是厂家都有动力从医院药房开具药品, 而那时的药店只能是一个医院的补充角色。作为药店营收主体的成药由于药店议价能力弱、厂家不重视, 导致其往往是药店的负利润产品。而无奈的是, 药店的客流量需要这些药品来维持, 所以不得不仍然要上架这些负利润药品, 再从其他产品中填补利润。而如今集采加上医院药品“零加成”等政策将之前的平衡格局打破, 药企将更加重视零售渠道。

图 21 带量采购后药企重视零售渠道



资料来源: 医保局, 华西证券研究所

对于零售药店而言, 带量采购不仅仅是针对医院药品的“定量降价”, 其价格于整个医药市场都有重要的示范效应, 多地也出台增长, 将药店纳入“带量采购”。因此理论上药店的零售价格须和医院价格持平才能保证患者的购买意愿, 这样药店的利润模式还是和以前一样是负利润的状态。在处方外流的大背景下, 药店承接越多处方药岂不是越亏损, 这样药店也不会有动力去承接处方。

表 5 药店纳入集采政策梳理

时间	地区	文件	相关描述
2019年5月	山东省	《关于民营医药机构试行网上药品集中采购的意见》	将民营医疗机构和零售药店纳入以省为单位药品集中采购范围, 通过省级药品采购平台公开采购, 民营医院及连锁药店医保药品采购总量原则上不低于原使用量的 60%。
2019年5月	浙江省	《关于全省性医药连锁药店集团开通浙江省药械采购平台采购权限有关事项的通知》	明确英特怡年、华东大药房、国控大药房、欣益药房、云开亚美大药房、九州大药房等 6 家全省性医药连锁药店集团可在浙江省药械采购平台申请采购账号, 并开通药械采购平台网上药品采购权限。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2019年6月	上海市	《“限药店药品全面挂网公开议价”等有关事项的工作提示》	自2019年7月起，市药事所将开展“限药店药品全面挂网公开议价”工作。
2019年9月	全国	《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围实施意见》	医保定点零售药店参与此次采购的，可允许其中选价格基础上适当加价，超出支付标准的部分由患者自付，支付标准以下部分由医保按规定报销。
2019年9月	广东	《关于做好我省药品零售企业药品交易报名工作的通知》	明确广东省药品交易中心将开展药品零售企业药品线上交易。2020年1月2日，广东省药品零售行业集采联盟首轮集采启动仪式在广州举行，标志广东省将药店纳入集采的工作，正式开启。
2020年5月	云南	《云南省零售药店实施药品集中采购公约》	政府谈判集采品种在门店销售价格差价率上浮不得超过15%。

资料来源：各地药监局，华西证券研究所

为确保处方外流的顺利和防范结构性问题的出现，多省医保局出台规定，药店销售中选药时，可以在中选价格基础上加价不能超过15%。在中选价格基础上适当加价在医保的可控制范围之内，15%或将成为全国统一的限价标准。在采购价格和定价原则与公立医院一致的情况下，15%的加成使从医院流出的处方药之于药店不再是负利润产品。

表6 药店可加价15%销售的地区与政策

时间	地区	文件	相关描述
2020年4月29日	云南	《云南省零售药店实施药品集中采购公约》	政府谈判集采品种在门店销售价格差价率上浮不得超过15%。
2020年5月13日	新疆	关于落实自治区药品集中采购和使用试点扩围工作医保配套措施的通知	医保定点零售药店参与此次扩围工作的，可允许其中选价格基础上加价不超过15%，超出支付标准的部分统筹基金不予支付由患者自付，支付标准以下部分按统筹地区政策报销。
2020年6月28日	浙江	浙江省提升药品集中采购平台功能推进医保药品支付标准全覆盖改革方案	定点零售药店医保药品支付标准统一按医疗机构支付标准上浮15%（不含国家和省谈判药品）执行，上浮额以最小包装计最高不超过200元。
2020年10月13日	湖南	《关于加强对参与国家集采的医保协议零售药店管理的通知》	从2020年10月20日起，医保协议零售药店参与国家集采的，允许其中选价格基础上按不超过15%加价销售。

资料来源：各地药监局，华西证券研究所

我们判断，在带量采购打破原格局、加速处方外流后，对于药店而言，存在三重利好：

- 中标价上15%加成，药店处方药毛利转正，总毛利额提升；
- 医院端降价给予药店与药厂谈判的良好筹码，药店议价能力显著提升，加之进店人流量上升，带动总毛利额提升；
- 继续享受处方药带来的客流量，增加原利润产品销量。

2.2.从属性看本质，九大维度探讨药店未来发展

2.2.1.“零售”+“药”+“店”，零售药店是门好生意

零售：“人场货”是永恒的主题。对于药店这一从属于零售的子行业，自然绕不开人场货。

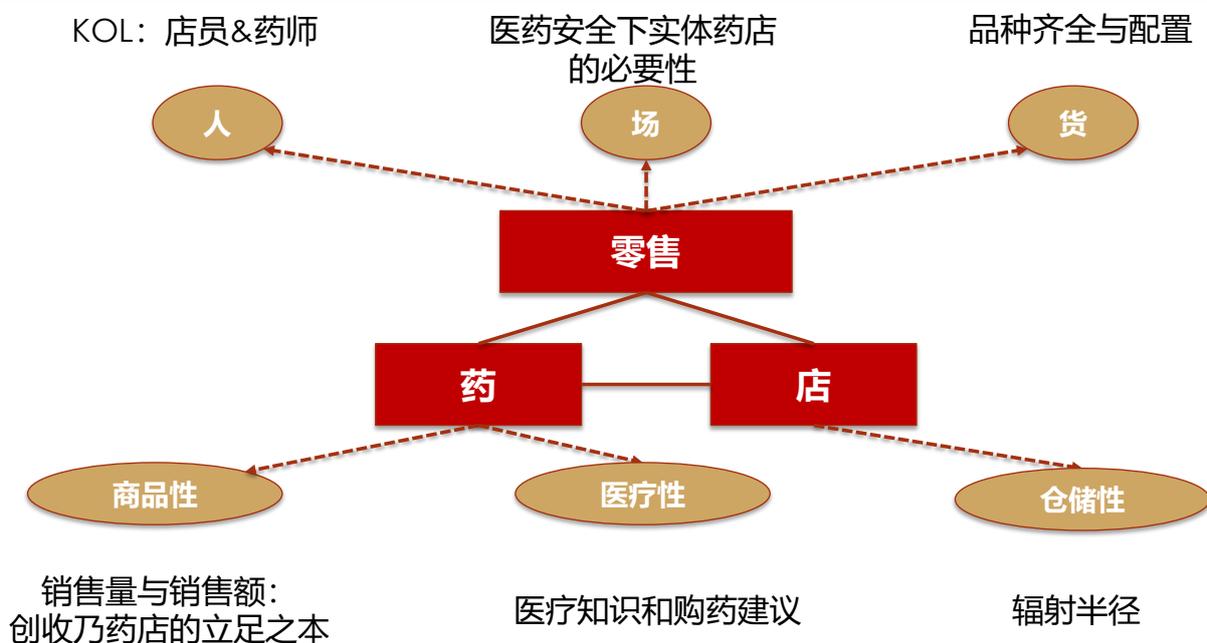
- 人：出于对药品特殊性和专业性的考虑，消费者往往会或者说必须度让一部分选择权给店员，而药店的店员、药师就充当KOL的角色。
- 场：药品受监管限制严苛，实体药店在当下的大环境下，仍然是零售端最重要的渠道。

- 货：药店作为最一线的医疗终端，可以根据当地的用药习惯和政策，选择最佳的品种配置。

“药” & “店”：兼具医疗性和商品性的特殊商品。从药品的特殊性可以延伸出“药”最为关键的两点属性——商品性和医疗服务性。而药品归根结底是一种商品，从属性上来说，就是这个药店发挥了其仓储性的基本功能。各类店面都可以看做是设置在各个地方的小仓库，其服务人群就是一定辐射半径内的消费者。

- 商品性：决定了药店的最关键指标还是商品的销售量和销售额，因此药店中的商业销售元素是必须的，而不是像大多数公立医院的非营利性属性。创造收入和利润是药店的立足之本；
- 医疗性：意味着药店必须具备一定的医疗服务属性，虽不一定像医院那样专业的医疗服务机构，但为消费者提供基本的医疗知识和建议是必不可少的；
- 仓储性：“店”的仓储性成为了最基本的属性，需要将药品妥善保管和特殊处理。

图 22 “零售”+“药”+“店”的属性衍生



资料来源：华西证券研究所

2.2.2.人：专业的人干专业的事

人+商品性：卖药是一门学问

药店是经营特殊商品的场所，其本质上来说还是经营，将药卖出去从而盈利。而这经营一家药店的重任就落在店长身上，店长的素质和经营管理水平，直接影响药店的生存与发展。作为药店的经营管理者，店长不仅需要具备一定的药事管理法规、药品知识与技能，还应掌握一定的经营和管理技巧、文化素养和沟通能力。

根据《2019 年中国连锁百强榜单》，百强企业平均毛利率为 19.5%。其中，最高的便利店毛利率为 26.3%，低于全国药店的平均毛利率 28.8%（《2019~2020 年度中国药店发展报告》数据），更低于四家上市药店的毛利率。药店毛利率之所以普遍高于其他零售行业的原因之一就是，药品天然的服务属性使其区别于其他日用品，从而更加考验从业人员素质。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

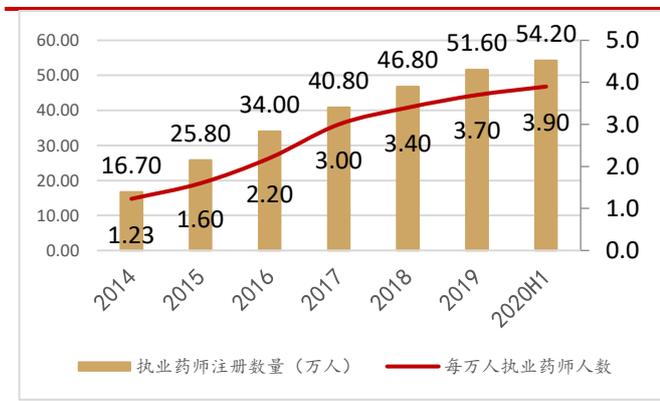
人+医疗性：处方外流下，医院外的咨询和审方成为重要医疗服务

店员：不可或缺的第一线专业人员。店员即代表药店，不仅要与顾客沟通为顾客尽责，提供购买建议，还兼具着取得销售利益的任务。可以说，店员的职责就是“小病做医生、大病做参谋”，给予患者合理的建议，是药店的一手推销员。

执业药师：隐形的 KOL。执业药师是负责提供药物知识及药事服务的专业人员。根据《药品经营质量管理规范》规定“新开办药品经营企业必须配备执业药师”，但我国执业药师数量却存在很大缺口。

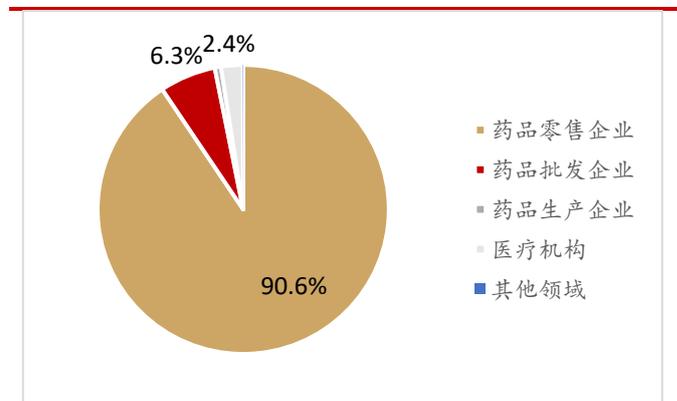
我国注册执业药师数量增长迅速，从 2014 年的 16.7 万人增加到 2020 年 H1 的 54.2 万人，每万人口执业药师人数为 3.9 人，仍远低于世界药学会公布的每万人口累计拥有执业药师 6.2 人的标准。在处方外流导致的药师重要性提升的大背景下，结合药师紧缺的情况，药店中执业药师的配备成为关键壁垒。

图 23 中国注册执业药师数量及每万人执业药师人数



资料来源：执业药师注册平台，华西证券研究所

图 24 2020H1 执业药师注册机构分类占比



资料来源：执业药师注册平台，华西证券研究所

人+仓储性：物流中心的布局确保药品供应的及时性

谈及仓储，就离不开药店的配送。这里的人不再仅仅是药店中的工作人员，更考察的是药店的整个配送链条。我国药店的物流模式主要有三种：自建物流中心进行配送、依赖供应商配送和委托第三方配送。

- **自建物流中心：**自建一个物流中心的投入是相当大的。通常做法是集中在一个省的一个区域，围绕自建中心密集布点，从而相对降低物流配送成本，且配送也会更加及时和到位。
- **供应商配送：**由生产企业直接把连锁零售企业所需商品在规定时间内送到各连锁门店甚至货架的配送方式。在供应商配送模式下，连锁企业没有自己的配送中心，连锁企业总部只负责选择供应商，而商品的配送是由供应商完成的，从供应链管理角度来看，这种配送模式由于减少了中间环节，是供应链上的产销联盟。
- **第三方配送：**由物流劳务的供方、需方之外的第三方去完成物流服务的物流运作方式。放在药店物流上，最直接的优势就是不用花大的成本自建物流体系，并且较低的运作成本和较高的工作效率。但第三方往往考验协调和沟通技能，及时性和准确性可能会存在问题。

不同方式各有优势和特点，但我们认为，对于大型的并在扩张中的连锁药店而言，自建物流中心可以说是必经之路，自建物流问题，不简简单单是个物流整合的成本效率问题，更是配合扩张战略与扩张模式的关键一步。

2.2.3.场：连锁、特色与布局

场+商品：连锁化提升下，扩张能力和方式考验药店水平

连锁药店进行扩张的三种主要模式，即内部发展的直营店模式、兼并重组模式和特许加盟模式。三种模式都是连锁药店扩张的重要方式，都各自拥有其优缺点，可谓各有千秋。因此在连锁药店在考虑扩张时，需要权衡其间的利弊，结合公司的发展战略和自身特点，选择和平衡三种扩张模式的关系和比例，才能使公司扩张收益最大化。

表 7 三种扩张方式优缺点对比

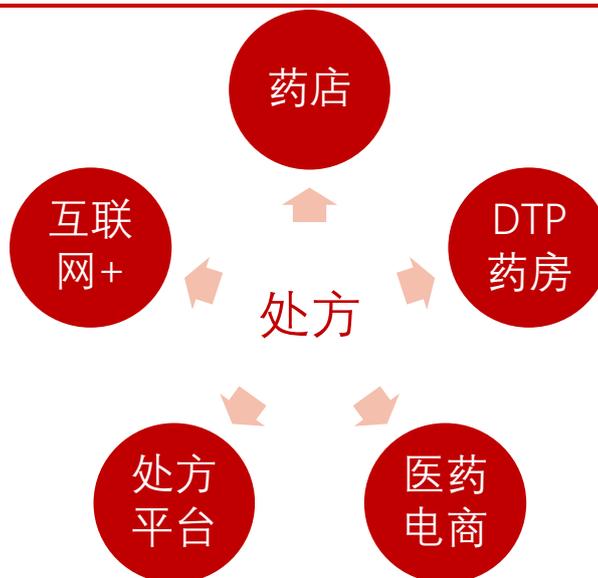
	优点	缺点
自建	完全隶属于连锁药店，很容易建立起相同的管理制度、企业文化和价值观，故而易于在新的药店中建立起一套与连锁店相同的核心能力系统。	发展相对缓慢。
加盟	相对较低风险的引入财务资源和人力资源；增强品牌效应。品牌是特许连锁经营扩大规模的基础，利用品牌效应来发展特许连锁经营是一种效率极高的扩张方式。	松散的结合模式，连锁药店总部并不拥有每一个连锁成员的产权；面临着受许方随时可能退出连锁体系的风险。
并购	迅速地扩张而实现连锁药店业务的拓展；并购上量快，迅速建立起区域优势，避免恶性竞争	引入相当部分的不良资产；面临整合失败风险

资料来源：中国药店，华西证券研究所

场+医疗：带量采购处方加速外流，因地制宜方显特色

在处方外流的大背景下，各种渠道都成为药店未来发展的布局点。

图 25 处方外流渠道



资料来源：华西证券研究所

- **传统社区店：慢病管理与会员数。**社区门店贴近顾客，更加亲民，特别是慢病病人所需的慢病用药，针对的是患者后续用药需求。因此，药店的慢

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

病管理作为社区医疗关键一环，慢性病患者处方流向更是药店线下服务的重点方向。另外一块就是会员系统。在药店销售中遵从“28 法则”，即通常 20% 的顾客能带来 80% 的利润。因此客户管理战略显得至关重要，如何真正稳固客户的忠诚度，进而获得相应的销量和利润成为药店的护城河。

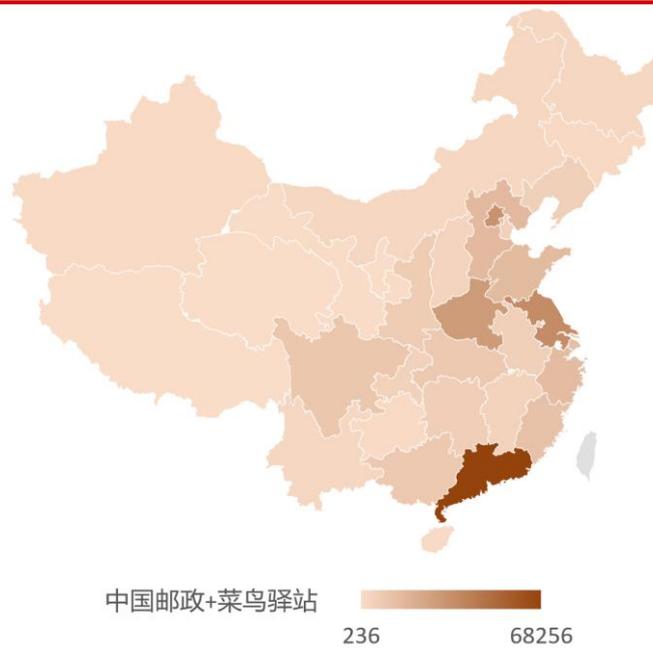
- **院边店：**满足的是患者就医后第一时间的购药需求。位置上，三甲医院由于自带大批患者流量，其周边也成为关键地点。2019 年全国三甲医院数量 1516 家，这意味着好的院边店位置数量有限，因此关键地点的院边的布局成为兵家必争之地。
- **DTP 药房：**药企将药品直接授权给药房做经销代理，患者在医院拿到处方后可以到 DTP 药房买到药物并获得专业的用药服务。DTP 药房多经营抗肿瘤、丙肝、血液病、自身免疫系统疾病等高值药品，并配备执业药师提供专业的指导意见与服务，患者粘性较高。
- **处方流转平台：**以医院为核心，联合政府、医保等部门以及社会药店共同建设的处方外流平台。具体操作在于，医生根据患者的需求开出处方，处方被药师审核通过后可直接上传至“处方信息共享平台”。处方上传至平台上后，患者可以完全自主的选择到任何药店完成线下购药，药店只需核验患者处方信息并售卖药品即可。
- **医药电商：**医药电商是医药零售终端近年来增长最快的一个细分领域，承接处方药的前提是要有处方来源，因此医药电商多尝试“医+药”闭环模式，或自建互联网医院、或与互联网医院合作，解决处方来源问题。
- **互联网医院：**2020 年，在新冠疫情催化下，“互联网+医疗健康”加快推进。医保电子凭证的加速推进、处方共享平台的推广、带量采购等政策的出台有利于进一步促进处方外流。

场+仓储：最后一公里的基本盘

单从仓储性来看，场地的选择考虑需要的是消费者的分布地点，药品运输链特殊，药店解决最后一公里。而这一性质上，与老牌的中国邮政站点和后起之秀的菜鸟驿站相似。假设药店中的医疗属性完全消失，根据高德地图的查询发现，全国有 22 万个中国邮政站点分布全国；10.8 万个菜鸟驿站分布在 30 个省，共计 32.8 万家。若纯粹以便民性考量，将当前的中国邮政和菜鸟驿站都转化为药店，那这样两家企业市占率达到 62.5% 以上，而连锁药店中 TOP10 的市场占有率 2018 年也才 21.6%。

当然这是在对药店最“悲观”的预估下，但菜鸟驿站如此庞大的连锁数量和全国布局，或许可以指示未来药店的集中度提升的发展方向。药店开设涉及方方面面，但根本上还是要解决最后一公里的问题，布局成为基本盘。

图 26 菜鸟驿站+中国邮政全国分布图



资料来源：高德地图，Bing，华西证券研究所

2.2.4. 货：药品更需要精细化管理

货+商品性：品种精细化管理带来利润最大化

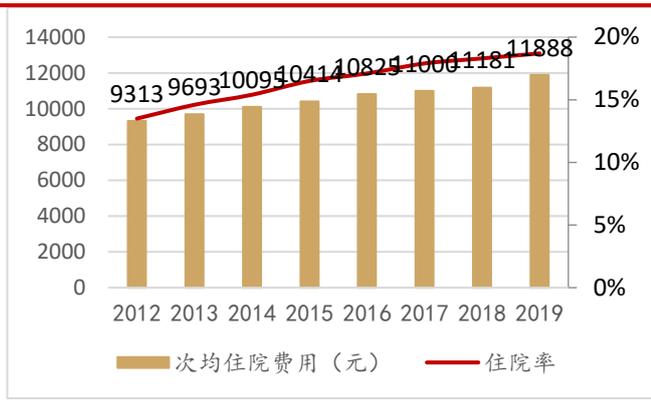
面对繁多的药品、器械等品类，如何管理品种的比例和数量成为精细化管理的重要议题，这直接关系到药店的毛利率。毛利率的高低主要受高毛利商品销售占比的权重影响。即高毛利商品的销售占比越高，往往门店毛利率也越高。

货+医疗性：是否进医保这很重要

医保对药店而言非常重要，医保是患者选择购药渠道的重要考量因素。2019 年我国 53 万多家药店中，医保定点药店约占 7 成。2019 年，职工医保个人账户在药店支出费用 2029 亿元，占整个药店销售额近一半。

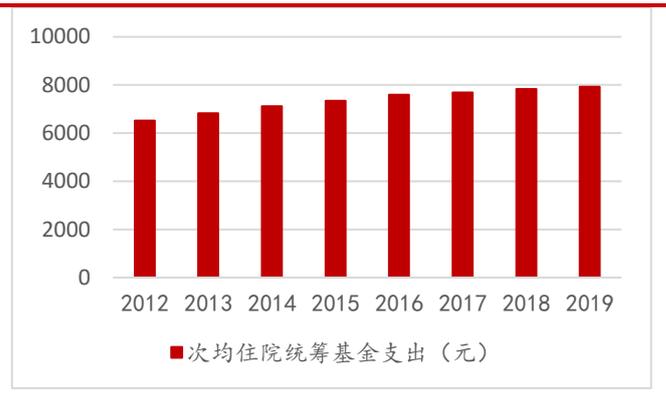
而长期以来，个人账户的保障功能较弱，参保人在就医时更加倾向于使用统筹基金，导致基本医保制度以保住院为重心，2019 年职工医保的政策范围内住院医疗费用报销比例达到 85% 以上。同时，个人账户仅限个人使用，也导致了相对病况较少的青壮年个人账户余额过多花不完，中老年个人专户余额较少不够花的结构性问题，又进一步推动退休者更倾向于住院，这也导致统筹基金压力增大。

图 27 2012 年-2019 年职工医保次均住院费用和住院率



资料来源：2019 年全国医疗保障事业发展统计公报，华西证券研究所

图 28 2012-2019 年职工医保次均统筹基金支出 (元)



资料来源：2019 年全国医疗保障事业发展统计公报，华西证券研究所

2020 年 8 月 26 日，国家医保局发布了《关于建立健全职工基本医疗保险门诊共济保障机制的指导意见（征求意见稿）》。政策导向明显，1.通过收入结构的调整减轻统筹基金压力，将个人账户转入统筹增加使用效率；2.强化家庭共济，个人账户可为配偶子女父母支付医疗费，激活个人账户里的存量资金；3.普通门诊统筹支付比例从 50%起步，将患者转移至门诊就医，从而降低住院率。

直观上看，改革减少了个人账户增量，可能会影响零售部分的收入。但回归政策的本意，应该是还是推进分级诊疗政策的一环，将原先靠住院报销的患者从住院导出到门诊一级的基层医疗。药店和门诊一样是基层医疗的重要一环，处于方便民生的考虑长期来看，在分级诊疗持续推进过程中，药店纳入统筹基金也是可能性趋势之一。

放眼未来，慢病这类长处方药品仍是药店的主要布局方向，布局倾向于 DTP 与特慢病的药店有望获益。

货+仓储性：门店分级提升经营效率

零售药店分级分类管理早在 2012 年便被提出，于 2017 年全国开始试行，2018 年 11 月 23 日商务部发布《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》，提出“2020 年，全国大部分省市零售药店分类分级管理制度基本建立，工作机制运行良好；到 2025 年，在全国范围内统一的零售药店分类分级管理法规政策体系基本建立，部分协调联动机制运行良好。”分类分级管理制度可以促进零售药店规范化经营、推动药品零售行业转型升级、提升药品流通监管效率、保障消费者用药安全，这将会是医药零售市场从无序走向有序的拐点。

按照经营条件和合规状况将零售药店划分为三个类别：

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（不包括禁止类、限制类药品）、中药饮片；

三类药店可经营非处方药、处方药（不包括禁止类药品）、中药饮片。经营条件和合规状况包括零售药店的药品质量保障能力、药学技术人员配置和行政处罚记录等内容。

并且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。具体分级标准包括服务环境条件、人员资质及培训等 7 项指标。

表 8 全国零售药店分类分级

药店分类

一类零售药店	可经营乙类非处方药
二类零售药店	可经营非处方药、处方药（不包括禁止类、限制类药品）、中药饮片；
三类零售药店	可经营非处方药、处方药（不包括禁止类药品）、中药饮片。经营条件和合规状况包括零售药店的药品质量保障能力、药学技术人员配置和行政处罚记录等内容。

二类、三类药店分级

A 级零售药店	服务环境及设施初步达标，具备基本的药品供应保障能力，拥有基础的信息化设备，人员资质及药学服务水平合格，近 1 年内未发生严重失信行为，具备正常营业时间不间断服务能力，提供科普宣传和基本便民服务。
AA 级零售药店	服务环境及设施良好，具备较强的药品供应保障能力，拥有药品可追溯及信息化管理系统，人员资质及药学服务水平良好，近 2 年内未发生严重失信行为，具备 24 小时服务能力，经常提供科普宣传和日常便民服务。
AAA 级零售药店	服务环境及设施良好，具备很强的药品供应保障能力，拥有成熟的药品可追溯及信息化管理系统，人员资质及药学服务水平优秀，近 3 年内未发生严重失信行为，持续提供科普宣传、24 小时供药和咨询便民服务。

资料来源：《全国零售药店分类分级管理指导意见》，华西证券研究所

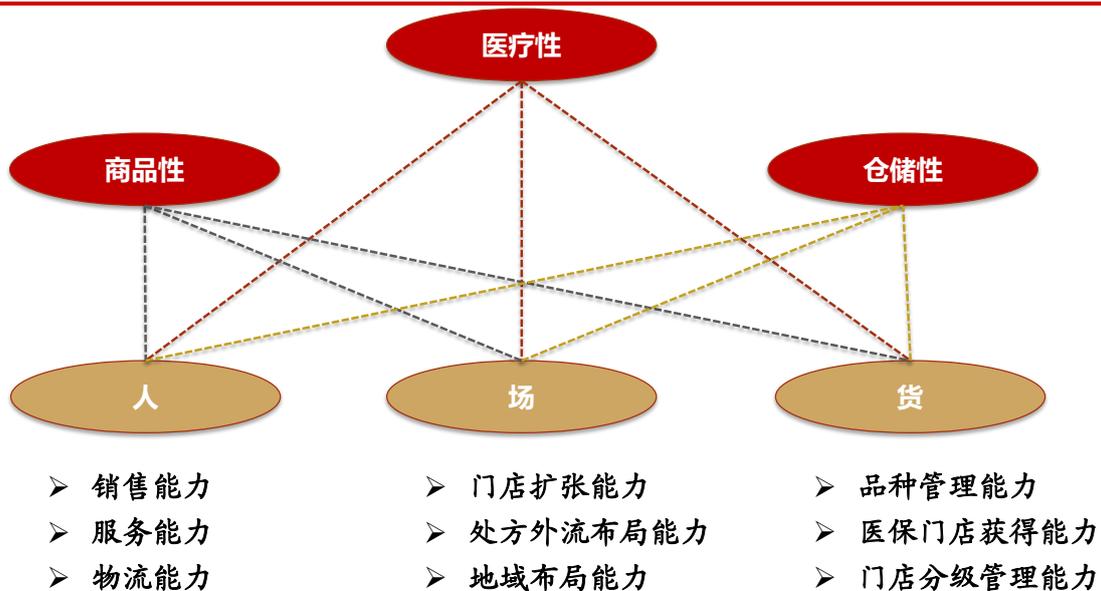
2.3.九维全景图

“零售药店”本质延伸出的九大维度，彰显药店行业的不可或缺性，并指引药店未来的发展前景：

- 人：销售能力、服务能力、物流能力
- 场：门店扩张能力、处方外流布局能力、地域布局能力
- 货：品种管理能力、医保门店获得能力、门店分级管理能力

*行业相关具体分析可以参考华西证券研究所发布的《零售药店行业深度报告：从行业属性和政策导向出发，九大维度探讨零售药店行业未来发展的方向》。

图 29 “零售药店”九维全景图



资料来源：华西证券研究所

3.九维度分析：区域优势明显，稳扎稳打迈向新阶段

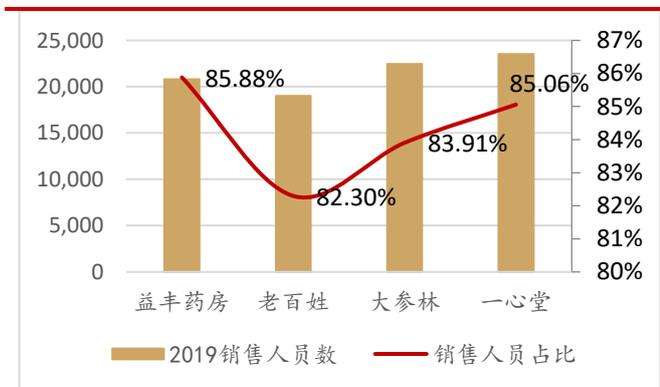
从零售药店属性延伸出的九维可以看做分析零售药店的框架，根据公司的战略布局，将其放在设定的9维体系之下，更加能够直观研判公司未来的价值。

3.1.第一层：人

3.1.1.商品性下的销售能力

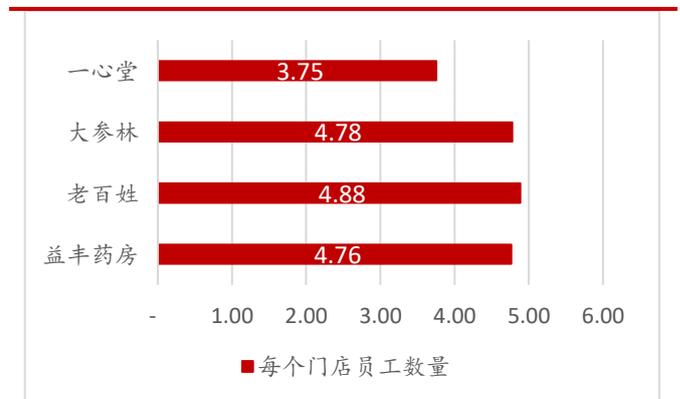
药店的销售能力直接来源于药店的店员，而药店的属性决定了其主要员工还是以销售人员为主，2019年四家上市公司销售人员数量比例都超过80%。相比较而言，老百姓的销售人员在数量和比例上较落后，这与老百姓门店数相对较少有关。平均到每家门店的销售人员上，老百姓则以4.88人/店列举榜首，展现公司对门店销售的重视。

图 30 2019 年四大上市药店销售人员数量及比例



资料来源：公司年报，华西证券研究所

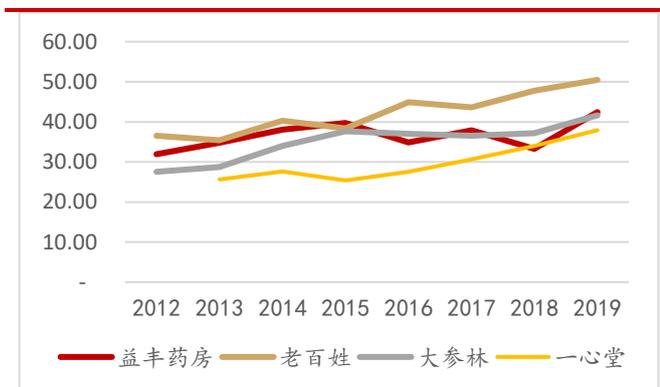
图 31 平均每个门店销售员工数量（人/店）



资料来源：公司年报，华西证券研究所

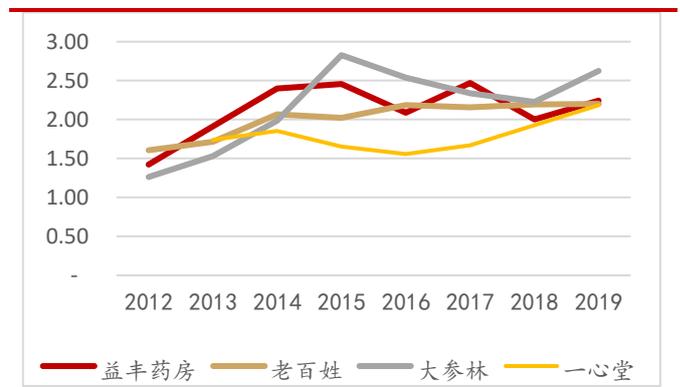
人员配置是一方面，更重要的还是要回归到人均创收和人均创利情况上。在人均创收水平上，老百姓领先于其他三家公司，人均创收稳步上升，2019年人均创收突破50万元/人。

图 32 各公司人均创收水平（万元/人）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 33 各公司人均创利水平（万元/人）



资料来源：Wind，华西证券研究所

人员未来培养上，公司一直致力于培养药事专业人才。通过专业 APP 工具、互动交流、以赛带教的形式以及专业培训、分级考核等制度规范药学服务，引导门店药师自我学习与专业提升。

在 2020 年三季度中，重点提出“数据为手段，客户为目标”，提升员工销售服务能力，培育后备人才：

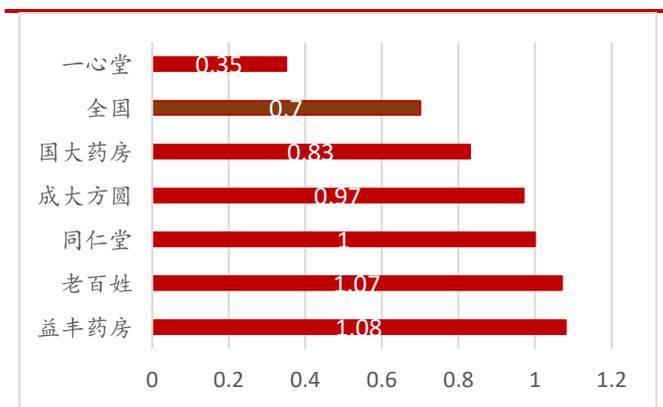
- 员工助手 APP 持续挖掘一线员工能动性；
- 基于大数据智能引擎为来店顾客推荐精准的用药解决方案；
- 通过人力资源数字化（DHR）系统促进人力资源各模块数字化联动，提升组织效能和决策效率；
- 省级博士后科研工作站落户、千城万店金牌店长引进与成就计划等为企业人才梯队输送新鲜血液；
- 举行“九大红线日”活动、“好问题金点子”项目打开员工发声渠道，提升经营管理与流程优化的全员参与度。

3.1.2. 医疗服务能力：看执业药师数量与培养

执业药师决定了一家药店的医疗专业水平，而公司的执业药师的储备、配置和培训则成为未来药店竞争力的一环，平均每个药店配备执业药师人数便是关键性的指标。

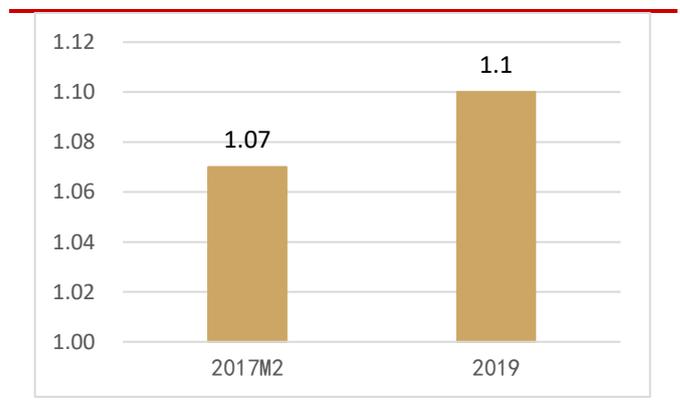
执业药师资格认证中心曾在 2017 年 2 月发布《2017 年 2 月全国执业药师注册情况》中披露，数据可以作为对比的参考。老百姓的平均每个药店配备执业药师人数为 1.07 人，处于前列。从披露的数据来看，2019 年执业药师配置率为 1.1 人/店，为顾客提供精细化的服务，使其感受专业服务的价值。

图 34 2017 年平均每个药店配备执业药师人数



资料来源：执业药师资格认证中心，公司公告，华西证券研究所

图 35 老百姓执业药师配置率变化



资料来源：执业药师资格认证中心，华西证券研究所

3.1.3. 物流能力

公司拥有在行业内竞争力较强的现代化物流配送体系，建立了以区域为中心向周边省市辐射、省配送中心直达门店的高效物流网络布局。2019 年，公司已在长沙、杭州、西安、天津等区域布局物流中心，21 个分级配送中心，已完成长沙全国物流中心智慧化建设。兰州、浙江等区域配送中心自动化拆零分拣系统建设正规划加快推进。安徽、江苏、陕西、天津等物流中心自动化分拣设备建设，已逐步达到全国物流中心智慧化，区域物流中心信息化自动化，分级配送中心信息化，提升物流配送能力。

公司现有仓储面积超过 19 万平方米，其中自有仓储占比 40%以上。2020 年 6 月长沙物流枢纽和电商基地继续被中国仓储与配送协会评定为“五星级仓库”，其仓

库总面积达 6.7 万平方米，支持全年 250 亿元商品出入库。智能的分拣系统、15 项道自动化立体库和无人 AGV 等先进设备使该物流枢纽的吞吐规模和智能化达到全国领先水平。

此外，公司利用数据系统在优化商品品类、构建健康消费场景、完善供应链体系等方面不断提高管理水平。公司持续优化商品 SKU 并提高统采比例，截止报告期末，公司经营商品品规约 3.3 万种，较 2019 年末下降约 1.4 万种；2020 年 9 月统采占比 58.2%，较 2019 年 9 月提升 5.6 个百分点。

图 36 老百姓物流体系



资料来源：公司官网，华西证券研究所

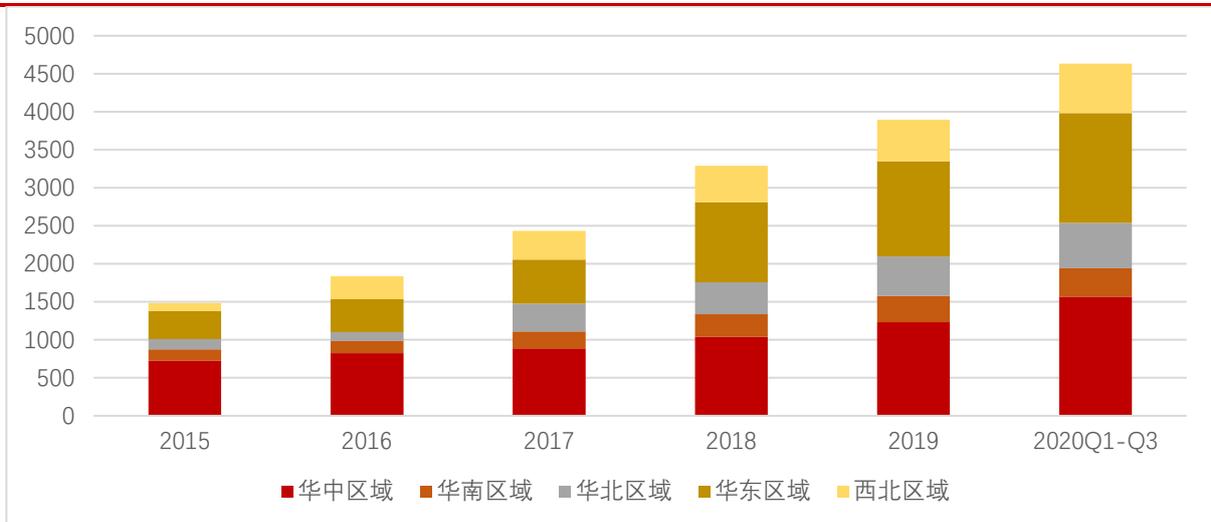
3.2. 第二层：场

3.2.1. 扩张能力：自建+并购迈开步伐，打造本地化团队

无论是行业趋势还是政策驱动，药店的门店扩张始终是近年来的主题，也会是未来药店的关键动力。各家连锁药店扩张步伐从未停歇，凭借自身优势不断实现门店规模的扩张。益丰药房、老百姓、大参林和一心堂门店数从 2013 年的 660、783、1278 和 2389 家分别增长至 2020Q3 的 5,496、4,636（直营）、5,541、6,911 家。

老百姓 2015 年以来各区域门店数量持续扩张，2020 年 Q3 门店数是 2015 年的 3 余倍，尤其是公司重点布局的华东区域，近 5 年间，华东门店数增加 1073 家；而其优势区域华中区域稳扎稳打，提升 840 家门店。

图 37 老百姓 2015 年-2020Q3 各区域门店数量变化

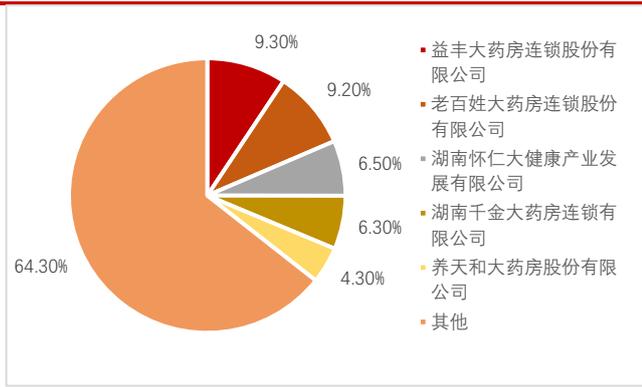


资料来源：公司公告，华西证券研究所

具体到省市，公司聚焦重点发展区域，稳步提升优势省份市场占有率，扩大主要市场的领先优势。其中在湖南（华中）、陕西（西北）、安徽（华东）、广西（华南）等省份市场占有率领先，并积极推进 22 个省份经营团队本地化，打造具有丰富的本地医药零售经营经验和强劲执行力的省区团队。

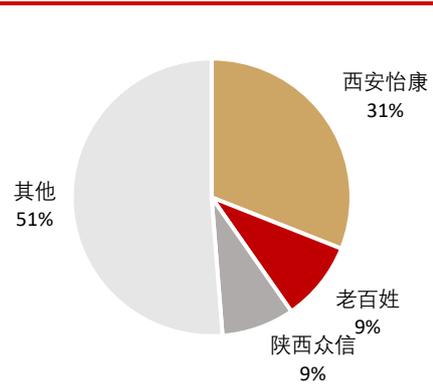
- 湖南省：中康 CMH 数据显示，截至 2019 年，湖南药店总数量达到 2.1 万家，连锁药店门店数量为 1.2 万，连锁率约为 56.2%。其中在湖南扎根的连锁药店企业约 130 家，老百姓作为湖南出身的连锁药店佼佼者，在湖南省市场占有率为 9.2%（如果算上老百姓加盟店，市场份额排名第一），与益丰基本持平，两者占据湖南 18.5% 市场，是湖南的绝对龙头。
- 陕西省：截至 2019 年，陕西药店总数量达到 12700 余家。陕西市场集中度极高，西安市销售规模占据全省一半市场份额。以西安市场为例，本土药店（怡康）和外来连锁同争省会市场，其中老百姓位居第二，占比 9%，跻身前列。
- 安徽省：截至 2018 年，安徽药店总数量达到 1.8 万家。其中连锁药店门店数量约为 0.94 万，连锁率为 52.5%。其中集中度相对较低，其 Top5 占安徽总额的 25.6%，其中老百姓身居其中。但连锁争夺的重点在省会合肥，合肥 Top3 连锁销售占比接近五成，市场集中度相对较高，其中老百姓在合肥的市场份额约为 21%，位居第二。
- 广西：市占率 6.4%，未来有望继续提升。市场集中度方面，广西药品零售市场集中度高，Top5 连锁市场份额超过四成，其中老百姓大药房以南宁为中心，布局周边的中部城市。

图 38 2019 年湖南零售药房竞争格局



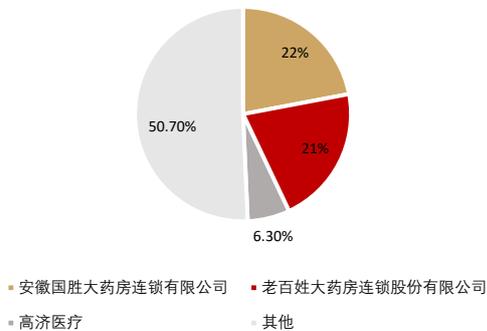
资料来源：中国药店，华西证券研究所

图 39 2019 年陕西零售药房竞争格局



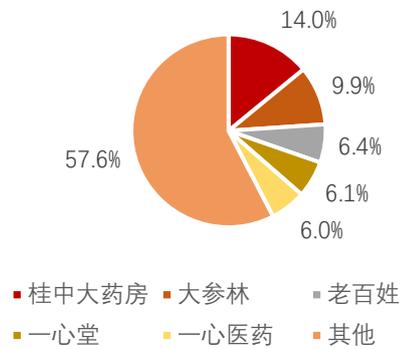
资料来源：中康 CMH，华西证券研究所

图 40 2018 年合肥零售药房竞争格局



资料来源：中康 CMH，华西证券研究所

图 41 2019 年广西零售药房竞争格局



资料来源：中康 CMH，华西证券研究所

3.2.2. 处方外流承接能力：院边+DTP 与特慢病+互联网布局成为看点

处方外流的渠道多样，各方面布局方能承接处方外流的红利。从场+医疗属性的角度来分析，院边店+ DTP 与特慢病+互联网三个位置会是主要渠道，相关布局决定未来药店承接处方外流的能力。

院边店：2019 年院边店占比 11%，按照 2019 年 3,894 家门店，院边店数量约为 428 家。

DTP 药房：2020 年 Q3，DTP 药房 141 家，相较于 2019 年增加 16 家。2019 年底，公司拥有 DTP 品种 487 个。无论是 DTP 药店数量还是品种，都在 4 家上市药房中领先。

特慢病药房：2018 年公司正式成立“慢病与健康管理中心”，提供“一对一”、“精准化”的健康管理服务公司通过数字化手段继续推进慢病管理覆盖范围和服务水平。截止 2020 年三季报，公司已在 3,999 家门店铺设了慢病自测设备、培养了 3,922 名慢病管理专家；公司慢病服务累计建档 481 万人、累计服务自测会员人数 434 万、线上线下患教 3,595 场次。特殊门诊 345 个，可以对接统筹医保，为承接处方药外流占得先机。

医药电商：承接线上 O2O 业务发展，更适应未来互联网医疗的发展趋势。2019 年，公司和美团运力覆盖的城市达 86 个。公司 O2O 线上门店超过 3500 家，覆盖

了公司线下所有主要城市。报告期内累计完成 500 万+的年订单需求，同比增长达 166%。

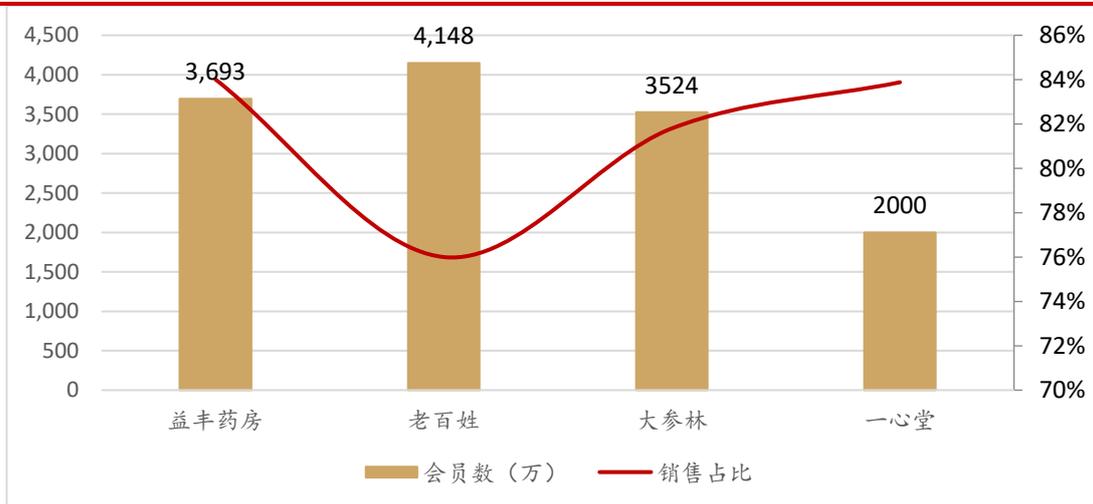
2020 年以来，公司推出微信实时找药、会员中心、营销领券、积分游戏等小程序，同时，O2O 购物商城小程序成功上线，打造个性化会员服务的私域 O2O。

会员管理

会员数反映顾客对公司的信任度，从会员数和销售占比可以看出公司的战略布局的效果。2019 年，老百姓以其分布广度收获超过 4000 万的会员数量，但在涉及到真实的消费上，会员的销售占比却不足 80%，活跃会员数为仅为整体会员的 39%。

为提升公司会员粘性，2020 年以来公司全面数字化的人货场。通过 CRM2.0 与大数据标签库两翼助力，实现识别会员画像特征智能化，洞察顾客需求精准化。尤其是在慢病领域，公司以会员为中心，针对会员健康危险因素进行全面管理，提供“一对一”，2020 年 Q3 公司慢病服务累计建档 360 万人、累计服务自测会员人数 306 万，占比 85%。

图 42 各药店 2019 年会员数量（万人）及销售占比

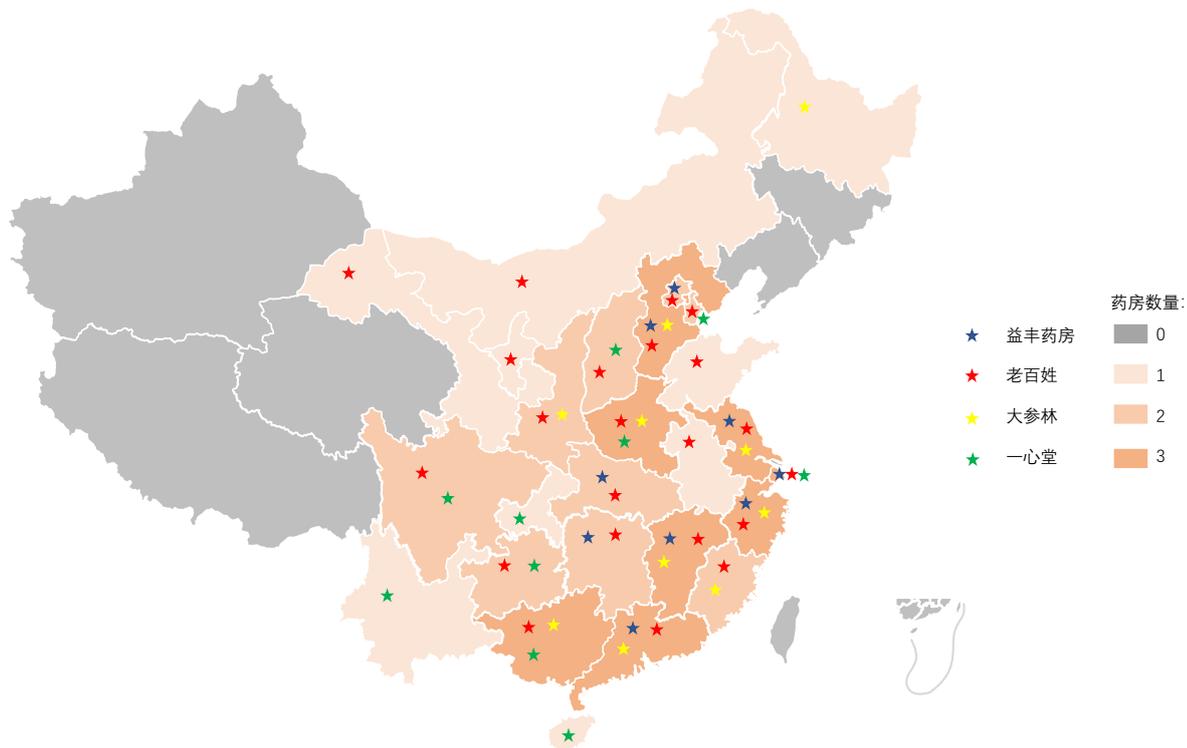


资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.2.3. 地域分布

在仓储性下，再配合自建的物流中心，因此药店的布局不仅仅看数量，还要看广度。从全国的布局分布来看，四家药店的全国格局已经初步形成，但还远没到红海竞争的地步。2019 年底，除新疆、西藏、青海、吉林、辽宁外，四大药房在中国大陆范围内已经布局 28 个省市，目前还没有 4 家都有布局的省市，其中，河北、河南、江苏、上海、浙江、湖南、广东和广西都有 3 家公司进入，也是各有优劣。

图 43 2019 年各省市四大药房分布图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

布局思路清晰：公司针对不同城市实施“直营+星火（并购）+加盟+联盟”的形式不断优化市场布局，持续推进“全国布局”和“全渠道布局”。公司门店已覆盖湖南、江苏、甘肃等 22 个省份。

公司坚持“根据地计划”发展规划：即以城市为单位，在该城市区域大量密集开店，形成该区域的市场占有率绝对领先地位，执行“近医院，进乡镇”的渗透型拓展方针。其中直营、并购门店主要布局一线城市、省会城市及地级市等；加盟、联盟门店则主攻中小城市社区店、县城市场与新农村等。省会-农村市场同时扩张，区域市占率快速提升。2016 年以来，公司新增的并购门店逐步增加，有利于大型连锁药店业务本土化以及品牌打造。截止 2020 年三季度末，公司拥有 6,177 家门店，其中直营 4,636 家、加盟 1,541 家。

图 44 老百姓全国范围布局思路清晰



资料来源：公司官网，华西证券研究所

3.3.第三层：货

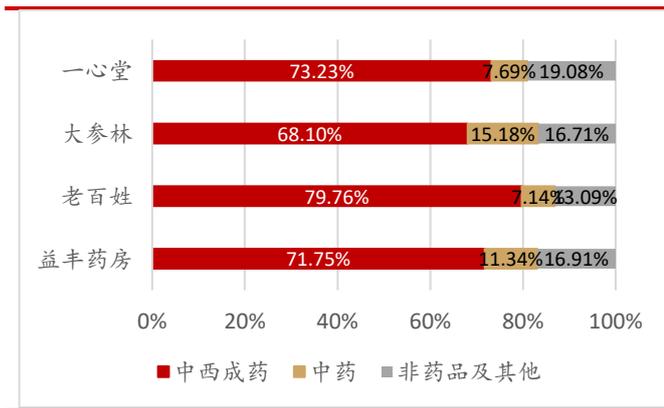
3.3.1.品种管理能力

药店销售的产品以中西成药、中药和其他非药（医疗器械及计生、消毒用品等）为主，而不同的品种毛利率不同，而整体毛利率的高低主要受高毛利商品销售占比的权重影响。

2019 年各公司品种占比中，都是以中西成药为主，但往往中西成药的毛利相对较小和平均，基本都在 30%左右。而真正的毛利差距来源于中药和其他品种。老百姓：结构上中西成药突出，但相对应的中西成药毛利率却不到 30%，拉低了整体毛利率水平。

为解决品类管理的瓶颈，公司重点运用数字化手段和工具供以获得行业领先的商品管理效率，公司利用数据系统在优化商品品类、构建健康消费场景、完善供应链体系等方面不断提高管理水平，持续优化商品 SKU 并提高统采比例。2020 年以来，公司经营商品品规约 3.3 万种，较 2019 年末下降约 1.4 万种；2020 年 9 月统采占比 58.2%，较 2019 年 9 月提升 5.6 个百分点，2020 年前三季度的商品满足率达到 86.5%，存货周转天数为 84 天，品种管理能力逐步加强中。

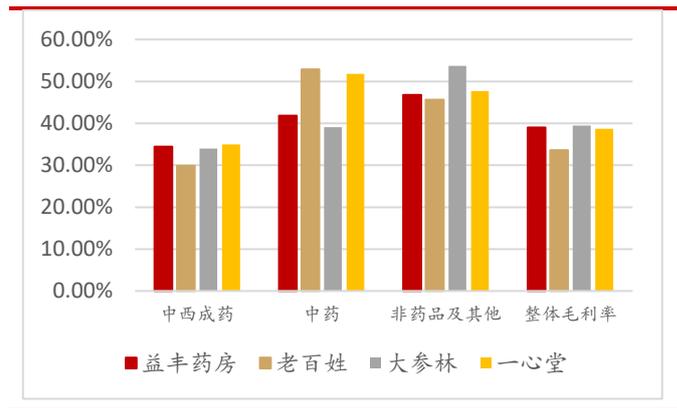
图 45 2019 年公司各类品种占比



注：大参林中药项为参茸滋补药材和中药饮片合计

资料来源：Wind，华西证券研究所

图 46 2019 年各品类毛利率及整体毛利率对比



注：大参林中药项为参茸滋补药材和中药饮片合计；

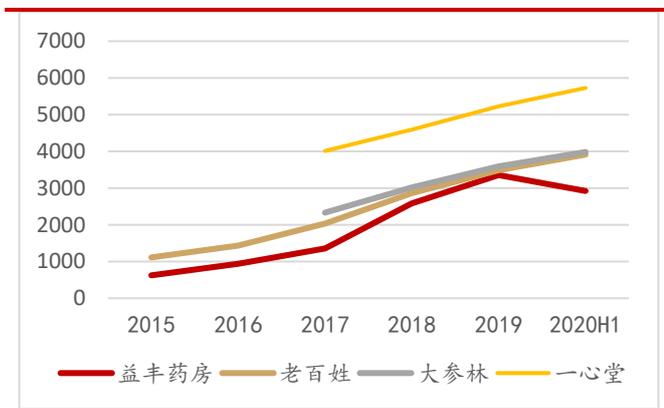
一心堂中药毛利率使用 2018 年数值

资料来源：Wind，华西证券研究所

3.3.2. 医保门店数

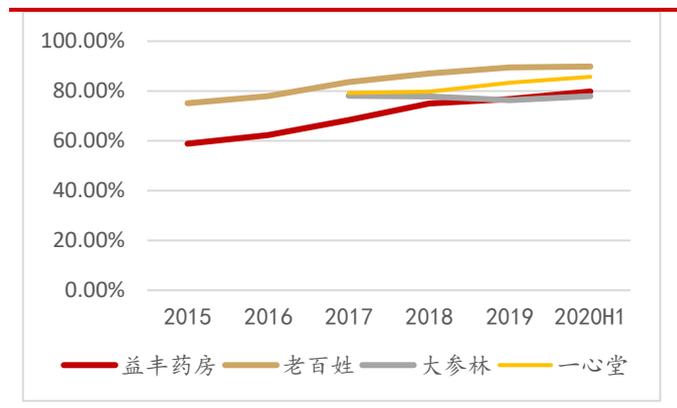
医保作为零售药店的保障，医保资质拥有与否某种程度上可以看做药店的质变关键。在新医改医保覆盖率扩张的影响下，各公司医保店数量也随着店面数量增长而增长。除了一心堂本身店面基数较大以外，其余三家医保店数量趋同。而医保店占比却出现分化，2020 年上半年老百姓医保门店占比接近 90%。

图 47 各公司医保资格门店数量变化



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 48 各公司医保定点数量占比变化



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.3.3. 门店经营效率

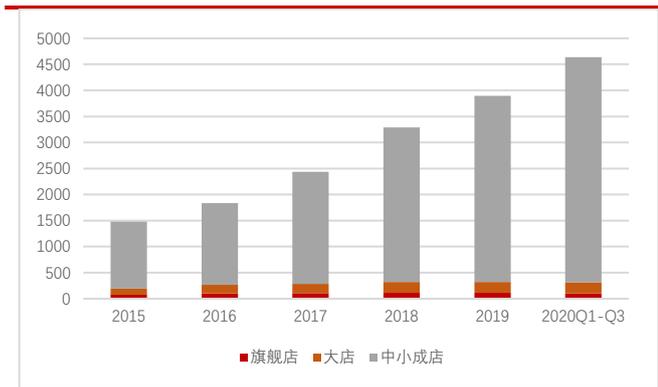
长期来看，对于全国布局的药店，药店的分级策略是统一化管理的必要一步，统一标准带来的可控性可以提升公司平效的稳定性。

公司将门店分为旗舰店、大店、中小成店，多层次店群网络经营。2015 年到 2019 年，无论是旗舰店、大店还是中小成店，店面数和平均效都有明显提升。但值得注意的是，在类店面平效都得到提升的情况下，整体平效却出现下降，从 2015 年的

63.6 元/平方米降至 2019 年的 60 元/平方米。主要原因是大店的经营面积较大，而销量未能得到提升，导致整体平效下降。

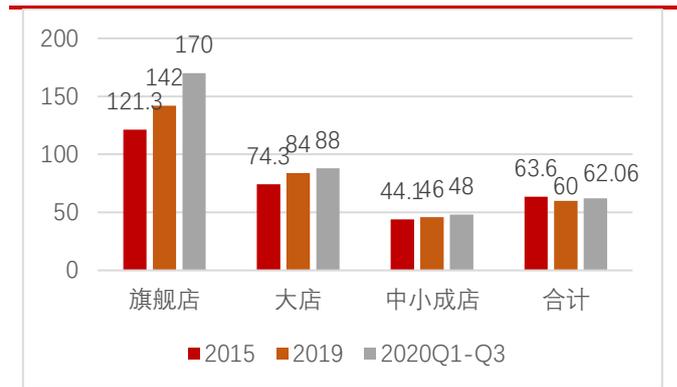
因此，2019 年公司全面启动大店优化工作，取得阶段性成果。公司计划 100 家大店优化项目，通过“拆大店”的方式将门店搬迁至附近社区获得更好成长性，通过减租、分租等方式缩减营业面积。该措施自 2020 年以来获得不错成效，截止 2020 三季度末，公司整体平效恢复至 62 元/平方米，其中旗舰店、大店和中小店平效都有较快的增长。

图 49 老百姓各规模药店数量（家）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 50 各规模药店 2015、2019 及 2020Q3 日均平效对比（元/平方米）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 推荐逻辑

▶ 看好药店行业未来高景气度

药店是不可或缺的医疗终端，2019 年零售药店端占比正在逐渐增大，并一改之前缓步下降的趋势，增速为 7.1% 高于公立医院。特别是 2020 年爆发的新冠疫情以来，药店作为抗疫的前哨站，为广大居民提供了极为重要的用药和防护保障。2020 年 Q1 全国药店零售市场销售额规模 1165 亿元，同比增长 5.5%，增速创近 6 个季度新高。

长期趋势：连锁度提升进行时

国内药店零售行业经过多年的发展，药店数量有了质的飞跃，从 2006 年的近 32 万家增长为 2019 年的 52.4 万家，而其中作为突出的就是连锁药店的数量。从药店增量上来看，2006 年至 2019 年增加 20.4 万家，而单单连锁药店就增加了 16.8 万家，贡献度高达 82.4%。可以说，中国药店这十几年的发展史就是连锁药店的成长史。但相较于医药商业更为成熟的发达国家，对标美日 60% 以上的药店连锁率，中国还远远不够。中国药店连锁率提升的趋势是确定的，空间是巨大的。

短中期催化剂：政策加持，处方外流走上快车道

处方外流是长期确定性方向，无论从政策推动上还是今年来的数据，处方外流都在进行时态。但自医院药品“零加成”以及带量采购等重磅政策推行以来，随着药品价格的压低和医院药占比的限制，药厂会将渠道重心转移至院外市场，处方外流走上

快车道。对比日本医药分离的发展历程，明显可以看到国内的医药分离借鉴了日本的经验，结合国内的带量采购力度及事业编体系，我们判断国内的医药分离速度会快于日本，预计到 2028 年，总处方外流的规模将超过 7200 亿元。零售药店作为院外重要的承接方，零售药店达到 5000 亿元。

▶ **“零售”+“药”+“店”，零售药店是门好生意**

“零售”+“药”+“店”，三个关键词各有各的属性：“零售”中“人、场、货”是永恒的主题；药品的特殊性可以延伸出“药”最为关键的两点商品性和医疗服务性；“店”的仓储性成为了最基本的属性，通过买卖商品差价赚取利润。

因此，从这 6 大属性出发，归纳出未来零售药店发展的九大维度：

- 人：销售能力、服务能力、物流能力；
- 场：门店扩张能力、处方外流布局能力、地域布局能力；
- 货：品种管理能力、医保门店数量、门店分级。

这九大维度既彰显药店行业的不可或缺性和不可替代性，同时也是判断药店的未来发展框架。

▶ **老百姓：布局为先，覆盖全国的连锁药店标杆**

老百姓 2001 年在湖南成立，是国内经营规模最大，覆盖区域最多的大型医药连锁企业之一。公司布局广泛，不仅仅局限于药品及健康相关商品的销售，还在公司兼营药品批发与制造(主要为中成药及中药饮片制造)，同时大力发展 DTP 专业药房、中医馆和电子商务 O2O 等业务。

扩张上，老百姓坚持直营、星火、加盟、联盟“四驾马车”齐头并进的发展战略，持续推进“全国布局”和“全渠道布局”，2020Q3 门店数量达到 6177 家，其中直营门店 4636 家。华南、华中、华东、华北和西北五大营销网络初显成效，逐步建立可辐射全国的营销网络。经营效率是老百姓的短板，但 2019 年公司全面启动大店优化工作，取得阶段性成果。看好未来全国布局的进一步拓展，同时也期待在现有药店基础上的经营优化。截止 2020 三季度末，公司整体平效恢复至 62 元/平方米。

拥抱互联网，布局数字化。新冠疫情加速“互联网+医疗健康”发展，慢病管理+处方外流趋势不减，药品零售行业集中度持续提高，行业趋势逐步兑现，公司作为布局最广的零售药店，一方面全面覆盖医疗健康领域，另一方面积极探索 O2O 业务、与腾讯全面合作，有望最先受益于行业变化。此外，公司开展数字化的人货场策略提高管理效率。人：数字化系统加强智能营销,员工助手 APP 持续挖掘一线员工动能；货：供应链数字化工具获得行业领先的商品管理效率；场：数字化手段继续推进慢病管理覆盖范围和服务水平。

4.2.盈利预测与估值分析

关键假设：1) 公司扩张步伐稳步加快，自建有序进行，并购标的价格平稳；2) 公司原有店面精细化管理提升，五大发展区域扩张 推进，重点省市市场进一步扩大市占率；3) 与腾讯合作，增加互联网赋能；4) 其他业务增速稳定。

表 9 业绩拆分 (百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
医药零售				

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

营业收入	10,289	12,604	15,583	18,919
YOY	22.4%	22.5%	23.6%	21.4%
医药批发及其他				
营业收入	1374	1786	2322	3019
YOY	28.9%	30.0%	30.0%	30.0%
营业收入合计	11,663	14,390	17,905	21,938
YOY	23.15%	23.38%	24.43%	22.52%
整体毛利率	33.59%	32.71%	33.02%	33.09%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

我们预计，公司 2020~2022 年收入分别 143.9/179.1/219.4 亿元，分别同比增长 23.4%/24.4%/22.5%，归母净利润分别为 6.3/7.9/9.8 亿元，分别同比增长 24.0%/25.3%/23.7%，对应 2020~2022 年 EPS 为 1.54/1.93/2.39 元，对应估值为 52X/41X/34X。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

表 10 四大药房盈利预测与估值

股票名称	收盘价 (元)	EPS(元)				P/E			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
益丰药房	99.40	1.44	1.41	1.85	2.40	69.27	70.57	53.63	41.36
大参林	89.60	1.30	1.59	2.03	2.58	68.80	56.35	44.14	34.73
一心堂	36.00	1.01	1.25	1.49	1.77	35.64	28.80	24.16	20.34
平均值						57.90	51.91	40.64	32.14
老百姓	80.20	1.24	1.54	1.93	2.39	64.44	51.97	41.49	33.55

资料来源：Wind (2020/1/16，益丰药房为一致预期)，华西证券研究所

5.风险提示

政策调整不及预期：医药行业受到较多政策影响，作为下游企业，上下游产业链的政策可能冲击连锁药店。

处方外流规模不及预期：处方外流是国家的政策导向，但受国家宏观调控影响，外流规模不及预期影响药店短期利润。

药店扩张不及预期：扩张作为连锁药店提升规模的重要手段，在扩张中可能遇到各种困难导致扩张（包括自建和并购）不顺利，带来营收增速下滑。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	11,663	14,390	17,905	21,938	净利润	615	775	972	1,202
YoY (%)	23.1%	23.4%	24.4%	22.5%	折旧和摊销	197	125	87	96
营业成本	7,746	9,684	11,993	14,678	营运资金变动	150	-51	169	252
营业税金及附加	48	59	74	91	经营活动现金流	1,033	933	1,326	1,660
销售费用	2,514	2,950	3,724	4,585	资本开支	-425	-667	-613	-630
管理费用	555	698	865	1,057	投资	-390	0	0	0
财务费用	67	78	89	98	投资活动现金流	-838	-661	-605	-621
资产减值损失	-6	0	0	0	股权募资	63	122	0	0
投资收益	5	6	7	9	债务募资	1,904	296	296	296
营业利润	765	969	1,215	1,502	筹资活动现金流	-96	203	35	-18
营业外收支	5	0	0	0	现金净流量	99	476	755	1,022
利润总额	770	969	1,215	1,502	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	155	194	243	300	成长能力				
净利润	615	775	972	1,202	营业收入增长率	23.1%	23.4%	24.4%	22.5%
归属于母公司净利润	509	631	791	978	净利润增长率	16.9%	24.0%	25.4%	23.6%
YoY (%)	16.9%	24.0%	25.4%	23.6%	盈利能力				
每股收益	1.24	1.54	1.93	2.39	毛利率	33.6%	32.7%	33.0%	33.1%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	5.3%	5.4%	5.4%	5.5%
货币资金	1,386	1,862	2,617	3,639	总资产收益率 ROA	5.1%	5.2%	5.5%	5.7%
预付款项	420	617	708	866	净资产收益率 ROE	14.6%	15.3%	16.7%	17.7%
存货	1,988	2,601	3,215	3,881	偿债能力				
其他流动资产	1,282	1,671	1,998	2,389	流动比率	0.95	1.04	1.11	1.18
流动资产合计	5,076	6,751	8,538	10,775	速动比率	0.50	0.54	0.60	0.66
长期股权投资	37	37	37	37	现金比率	0.26	0.29	0.34	0.40
固定资产	902	1,298	1,725	2,146	资产负债率	61.0%	61.7%	62.2%	62.4%
无形资产	434	578	675	787	经营效率				
非流动资产合计	4,848	5,389	5,913	6,445	总资产周转率	1.18	1.19	1.24	1.27
资产合计	9,924	12,140	14,451	17,221	每股指标 (元)				
短期借款	1,078	1,078	1,078	1,078	每股收益	1.24	1.54	1.93	2.39
应付账款及票据	3,266	4,145	5,095	6,259	每股净资产	8.53	10.06	11.61	13.53
其他流动负债	1,004	1,273	1,524	1,828	每股经营现金流	2.53	2.28	3.24	4.06
流动负债合计	5,348	6,496	7,698	9,165	每股股利	0.42	0.31	0.39	0.48
长期借款	380	675	971	1,267	估值分析				
其他长期负债	322	322	322	322	PE	64.44	51.97	41.46	33.53
非流动负债合计	702	997	1,293	1,589	PB	7.51	6.24	5.41	4.65
负债合计	6,050	7,494	8,991	10,754					
股本	287	409	409	409					
少数股东权益	388	532	714	938					
股东权益合计	3,875	4,646	5,460	6,466					
负债和股东权益合计	9,924	12,140	14,451	17,221					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

崔文亮：10年证券从业经验，2015-2017年新财富分别获得第五名、第三名、第六名，并获得金牛奖、水晶球、最受保险机构欢迎分析师等奖项。先后就职于大成基金、中信建投证券、安信证券等，2019年10月加入华西证券，任医药行业首席分析师、副所长，北京大学光华管理学院金融学硕士、北京大学化学与分子工程学院理学学士。

李昌幸：医药+金融复合背景，山东大学药学学士，中南财经政法大学金融硕士。2020年7月加入华西证券，负责零售药店、医药商业以及OTC行业。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。