

评级：看好

李志新
首席分析师
SAC 执证编号：S0110520090001
lizhixin@sczq.com.cn
电话：86-10-56511807

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

相关研究

核心观点

- **零售药店转型升级加速，行业市场规模不断提升。**零售药店作为直面消费者的三大药品零售终端之一，在医药产业链中举足轻重。我国零售药店的连锁率和集中度在不断提升，产品销售额从2013年的3659亿元增长到2019年的6620亿元，复合年增速为10.4%，网上药店的同期复合年增速达到75.4%。随着医药消费升级，零售药店不断转型升级，已经拓展了B2C、O2O、DTP药房、慢病管理药房等多种创新模式。近年来，随着政策不断助力和新冠疫情催化，零售药店行业迎来新的发展契机。
- **长期逻辑：行业集中度提升、处方外流以及慢病市场扩容。**在规范行业管理、鼓励连锁经营的政策下，我国零售药店行业集中度不断提升，销售额CR5、CR10从2015年的11%、14%增长到2019年的13%、20%，但相比同期美国零售药销售额CR3的77%、日本药妆店销售额CR5的31%仍有较大的确定性提升空间。同时，医药分离是我国新医改的主推方向，处方外流大势所趋，公立医院药占比从2010年的41.8%降低至2019年的28.3%，未来处方外流将持续加速，带来千亿级别的增量市场。零售药店积极布局DTP药房、院边店，通过O2O模式与医疗机构建立紧密合作，有望成为处方外流政策红利的最大受益方。慢病患者长期重复处方续签、持续用药控制病情为主的特点与零售药店“轻问诊+重复购药”的性质吻合，各大药店纷纷布局慢特病业务，抢占市场空间。
- **短期逻辑：医保控费主旋律下的政策免疫赛道，新冠疫情催化下的发展契机。**DRG、DIP等医保支付方式改革有望取代集采成为医药市场主导政策。在医疗机构控费驱动下，零售药店OTC药品消费属性价值突显，同时部分此前进院销售的药品转变为院外销售，加速处方外流。而新冠疫情的催化下，在线诊疗发展迅速，国家密集出台政策鼓励线上复诊购药，并规范医保定点药店的审批，线上+线下的O2O模式逐渐成熟。
- **新型医药电商 vs 传统线下药店：短期内更多差异竞争，长期看需要优势互补。**四大上市传统零售药店内生盈利水平出众，外延扩张能力突出，龙头效应逐渐凸显。而以京东健康、阿里健康为代表的新型医药电商凭借平台优势获客成本较低、供应链管理优势明显，围绕在线药房业务打造大健康闭环，发展迅猛。我们认为，中短期，因销售产品属性类别差异、针对客户人群不同等特点，新兴医药电商与传统零售药店更多的是差异化竞争；长期来看，在零售药店行业毛利率下滑的大趋势下，增加医疗服务属性提升行业壁垒与精细化管理降低经营成本缺一不可，新兴医药电商与传统零售药店则需要优势互补，共同探索我国零售药店行业的模式转型升级之路。
- **投资建议：**重点推荐益丰药房、老百姓、大参林、一心堂、京东健康，建议关注健之佳、阿里健康、平安好医生。
- **风险提升：**药品降价超预期，处方外流速度不及预期，行业竞争加剧。

目录

1 行业概况及发展特点.....	1
1.1 产业链概览.....	1
1.2 我国医药零售行业的发展现状及特点.....	1
2 长短期逻辑叠加利好，零售药店焕发活力.....	5
2.1 长期逻辑.....	5
2.1.1 政策助力，效仿美日，我国零售药店行业集中度未来确定性提升.....	5
2.1.2 处方外流有望重塑医药零售行业格局.....	8
2.1.3 雪厚坡长，医药消费升级带动零售药店行业扩容.....	12
2.1.4 慢病市场扩容，契合零售药店转型方向.....	13
2.2 短期逻辑.....	16
2.2.1 大浪淘沙，医保控费加速下政策免疫赛道价值突显.....	16
2.2.2 疫情催化多元化需求，加速在线诊疗发展，或将改变传统医药零售模式.....	18
3 传统零售药房“四朵金花”横向比较.....	23
3.1 经营能力分析.....	25
3.2 管理能力分析.....	28
3.3 资源能力分析.....	30
3.4 发展能力分析.....	31
3.5 人力能力分析.....	33
3.6 服务能力分析.....	34
4 新兴医药电商与传统零售药店对比.....	34
4.1 电商平台赋能零售药店，引领产业升级.....	34
4.2 差异竞争，优势互补.....	38

插图目录

图 1 我国医药产业链.....	1
图 2 我国药品终端市场规模.....	1
图 3 我国非药产品终端市场规模.....	1
图 4 我国三大药品终端市场销售额占比.....	2
图 5 我国零售药店销售额（药品和非药）.....	3
图 6 我国实体药店和网上药店销售额（药品和非药）占比.....	3
图 7 我国实体药店销售额（药品和非药品）.....	3
图 8 我国网上药店销售额（药品和非药品）.....	3
图 9 我国零售药店数量及变化.....	4
图 10 我国连锁药店与单体药店占比.....	4
图 11 我国药店连锁企业数量及变化.....	4
图 12 我国零售药店集中度情况.....	4
图 13 2019 年美国药店数量占比情况.....	7
图 14 2019 年美国药店市占率情况.....	7
图 15 2019 年日本药妆店数量占比情况.....	8
图 16 2019 年日本药妆店市占率情况（亿日元）.....	8
图 17 2010-2019 年日本药妆店销售额情况.....	8

图 18 2010-2019 年日本药妆店门店数量情况.....	8
图 19 我国公立医院总收入及药品收入变化.....	10
图 20 我国公立医院门诊药品收入情况.....	10
图 21 DTP 药房模式	11
图 22 2010-2019 年我国卫生总费用投入情况.....	12
图 23 2016 全球前十大经济国卫生总费用 GDP 占比	12
图 24 2013-2019 年我国居民人均可支配收入情况.....	13
图 25 2013-2019 年我国居民人均消费支出情况.....	13
图 26 2013-2019 年我国居民人均医疗保健消费支出情况.....	13
图 27 2010-2019 年我国人均卫生费用支出情况.....	13
图 28 我国慢病管理市场.....	14
图 29 我国基本医保基金收支情况.....	16
图 30 医保支付方式改革类别.....	17
图 31 CHS-DRG 分组思路	17
图 32 DIP 主目录组合思路	17
图 33 2019&2020 年我国春节后医疗健康类 APP 日活跃人数对比.....	20
图 34 近三年我国互联网医院数量变化.....	21
图 35 我国在线问诊市场预测.....	21
图 36 2010-2019 年我国注册执业药师及每万人注册执业药师数量变化情况.....	22
图 37 零售药店核心竞争力拆分.....	24
图 38 四家连锁药店营收变化情况（亿元）	25
图 39 四家连锁药店单店平均收入情况（万元）	26
图 40 中国连锁药店平均盈利水平.....	26
图 41 2019 年全行业产品销售品类结构.....	26
图 42 老百姓产品销售品类结构情况.....	27
图 43 一心堂产品销售品类结构情况.....	27
图 44 大参林产品销售品类结构情况.....	27
图 45 益丰药房产品销售品类结构情况.....	27
图 46 四家连锁药店毛利率变化情况.....	28
图 47 四家连锁药店净利率变化情况.....	28
图 48 四家连锁药店归母净利润变化情况（亿元）	28
图 49 四家连锁药店人效（万元/年）	29
图 50 四家连锁药店坪效（元/m ² /日）	29
图 51 四家连锁药店期间费用率情况.....	29
图 52 四家连锁药店销售费用率情况.....	29
图 53 四家连锁药店管理费用率情况.....	29
图 54 四家连锁药店财务费用率情况.....	29
图 55 四家连锁药店存货周转天数.....	30
图 56 四家连锁药店应收账款周转天数.....	30
图 57 四家连锁药店应付账款周转天数.....	30
图 58 四家连锁药店前五名供应商采购额占年度采购总额比例.....	30
图 59 四家连锁药店医保门店数.....	31
图 60 四家连锁药店医保门店数占直营门店数比例.....	31
图 61 老百姓 DTP 门店数及品种数情况	31
图 62 老百姓 DTP 药品销售额及占总销售额比例.....	31

图 63 四家连锁药店总门店数（含加盟店）	32
图 64 四家连锁药店总门店数增长速度	32
图 65 老百姓每年新增直营店数量	32
图 66 一心堂每年新增直营店数量	32
图 67 大参林每年新增直营店数量	33
图 68 益丰药房每年新增直营店数量	33
图 69 四家连锁药店关店率	33
图 70 四家连锁药店人均薪酬情况（万元/年）	34
图 71 四家连锁药店会员数量（万人）	34
图 72 连锁药店会员销售占比情况	34
图 73 医药电商和线下药店营收情况	35
图 74 医药电商和线下药店毛利率对比	35
图 75 医药电商和线下药店归母扣非净利润对比	36
图 76 医药电商和线下药店归母扣非净利率对比	36
图 77 医药电商成交金额（GMV）情况	36
图 78 医药电商年活跃人数（万人）	36
图 79 京东健康销售品类结构	37
图 80 医药电商与线下药店销售费用率对比	38
图 81 医药电商与线下药店管理费用率对比	38
图 82 医药电商履约费用率	38
图 83 医药电商与线下药店存货周转天数对比	38
图 84 京东健康及四家传统药店市场走势图	39

表格目录

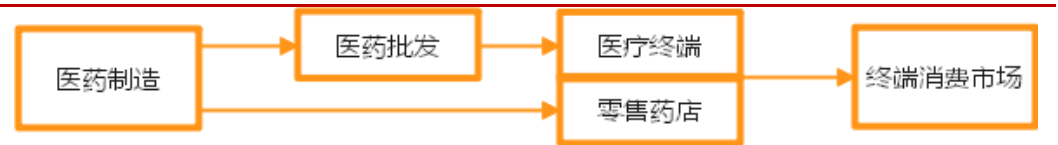
表 1 2019 年我国前十位连锁药店销售额和市占率情况	4
表 2 零售药店分类及分级管理	5
表 3 提升零售药店行业集中度相关政策文件	6
表 4 2019 年日本前十位药妆店销售额和店铺数情况	7
表 5 促进处方外流相关政策文件	9
表 6 我国药品市场及处方外流市场预测	11
表 7 各地特慢病医保药店相关政策文件	14
表 8 我国四大连锁药店在慢病管理方面的布局（截至 2020 年 6 月 30 日）	15
表 9 支付方式改革相关政策文件	18
表 10 促进医药电商发展相关政策文件	19
表 11 各地互联网复诊及医保政策	21
表 12 部分地区远程审方相关政策文件	22
表 13 三种扩张模式的优缺点比较	24

1 行业概况及发展特点

1.1 产业链概览

我国医药产业链包括医药制造、医药流通和医药消费三个主要环节。其中医药流通市场可分为医药批发市场和医药零售市场，传统的医药零售市场主要包括公立医院终端（包括城市公立医院和县级公立医院）、公立基层医疗终端（包括社区卫生服务中心/站和乡镇卫生院）和线下零售药店终端，而随着互联网的快速发展和人们消费的升级，目前零售药店已经逐渐拓展到以医药电商平台为主的 B2C 业务和在线消费+线下药店的 O2O 业务，传统零售药房也在不断向 DTP 专业药房、慢病管理药房等创新模式转型，零售药店产业链不断重塑升级。

图 1 我国医药产业链

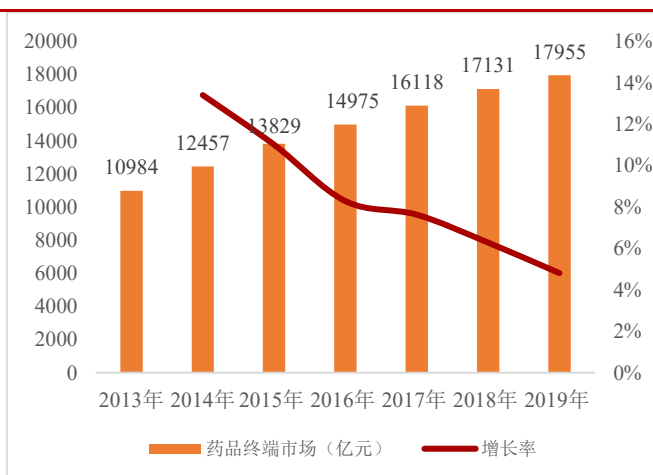


资料来源：健之佳招股说明书，首创证券

1.2 我国医药零售行业的发展现状及特点

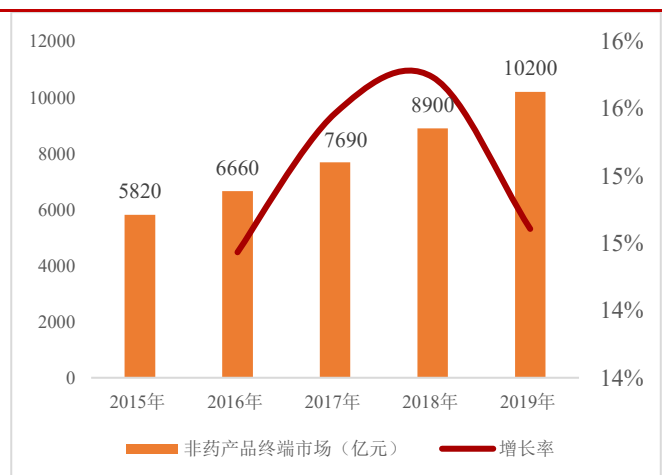
医药零售行业市场规模逐渐提升，近年来行业增速放缓。随着人口结构的变化、疾病谱的迁移、医疗消费升级的加速以及医药行业政策的驱动，我国医药零售行业整体呈现长期增长的趋势。我国药品终端市场从 2013 年的 10984 亿元增长到 2019 年的 17955 亿元，复合年增速（CAGR）为 8.54%。但随着两票制、药品耗材零加成、医保控费、药耗集采等政策逐渐落地并常态化，我国药品终端市场整体增速逐年放缓，2019 年药品终端市场同比增长 4.81%，增速进一步放缓。非药产品（主要包括医疗器械、营养保健品等）终端市场从 2015 年的 5820 亿元增长到 2019 年的 10200 亿元，复合年增长率（CAGR）为 15.06%，整体增速高于药品终端市场，目前仍然呈现高速增长的趋势。根据弗若斯特沙利文预测，未来医药零售行业仍将保持稳定增长趋势，到 2030 年药品和非药产品终端市场规模合计将达到 61750 亿元。

图 2 我国药品终端市场规模



资料来源：米内网，首创证券

图 3 我国非药产品终端市场规模

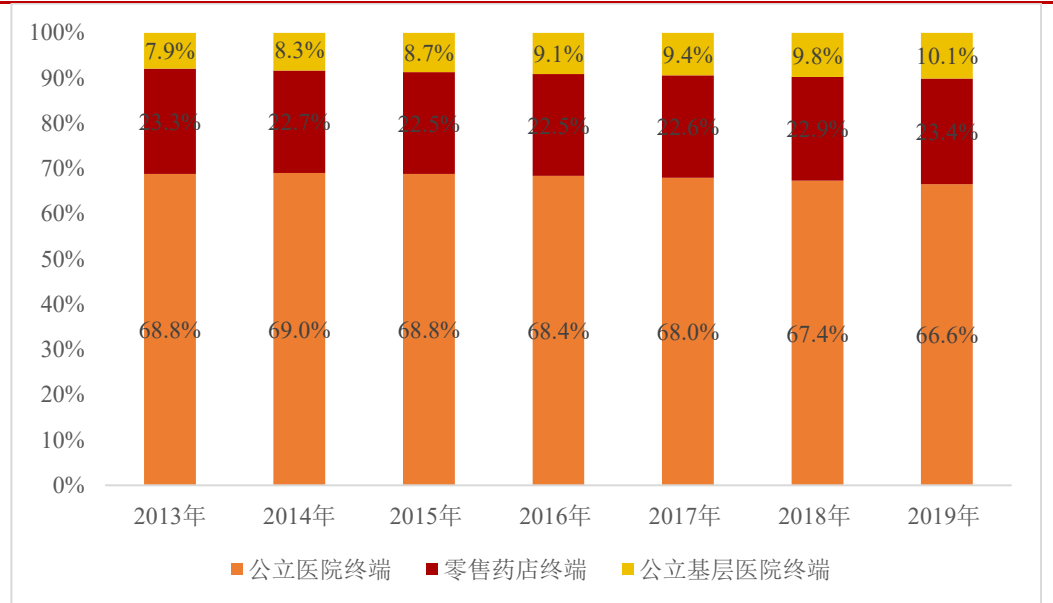


资料来源：弗若斯特沙利文，首创证券

公立医疗机构仍然占据药品终端大部分市场，处方外流政策有望重新分配市场格局。分不同的药品终端零售市场来看，在 2019 年药品终端市场 17955 亿元中，公立医院终端销售额 11951 亿元，占比 66.6%；零售药店终端销售额 4196 亿元，占比 23.4%；公立基层医疗终端销售额 1808 亿元，占比 10.0%。从 2013-2019 年三大药品终端市场销售

额占比变化情况来看，公立医院终端仍然是药品零售最主要的市场，虽然受药品政策影响略有下降，但销售额占比仍稳定在 67% 左右。而零售药店销售额占比维持在 23% 左右，波动幅度较小。未来随着处方药外流等政策的进一步落地执行，预计药品销售逐渐从医院内往医院外市场流出，零售药店终端销售占比将逐渐提升，市场空间稳定增长，未来药品终端市场格局有望重新分配。

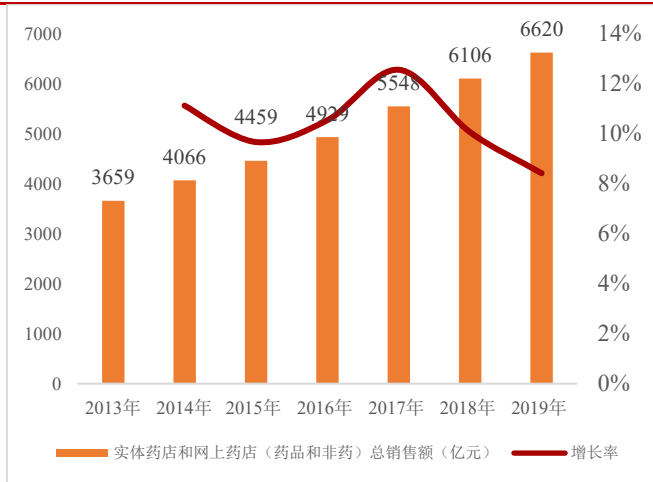
图 4 我国三大药品终端市场销售额占比



资料来源：米内网，首创证券

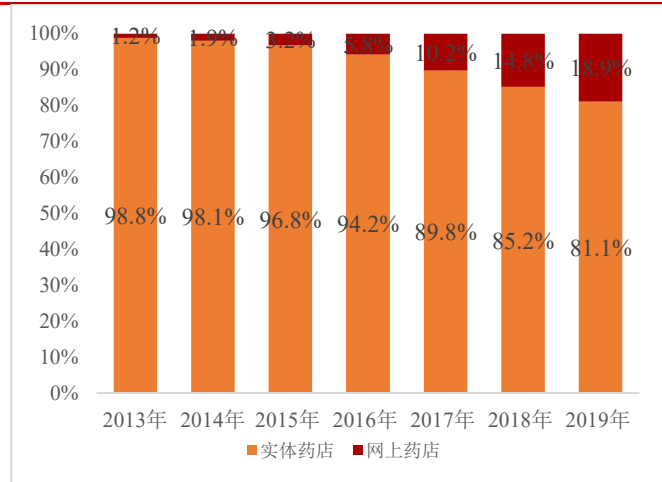
传统实体药店销售规模占据绝对优势，网上药店高速增长呈现后浪之势。我国零售药店（含实体药店和网上药店）产品（含药品和非药产品）销售额从 2013 年的 3659 亿元增长到 2019 年的 6620 亿元，复合年增速为 10.4%。2017 年以后增速放缓，2019 年销售额同比增长 8.4%，增速位于近年来最低位。分零售药店不同类型来看，目前我国实体药店仍然掌握着零售药店的绝大部分市场，历年销售额占比均超过 80%；但销售占比呈现出明显的逐年下降趋势，从 2013 年的 98.8% 降低到 2019 年的 81.1%，受医药电商崛起和居民消费习惯改变的冲击，预计未来占比将持续下降。实体药店产品（含药品和非药产品）销售额从 2013 年的 3616 亿元增长到 2019 年的 5369 亿元，复合年增速为 6.8%，增长率也逐年下降；而随着互联网的兴起，网上药店迅速扩张，产品（含药品和非药产品）销售额从 2013 年的 43 亿元增长到 2019 年的 1251 亿元，保持高速增长，复合年增速为 75.4%，随着新冠肺炎疫情的催化，网上药店将在后疫情期迎来行业发展的黄金期，在线药房的渗透率将不断提升，预计于 2030 年将达到 12000 亿元市场规模。

图 5 我国零售药店销售额（药品和非药）



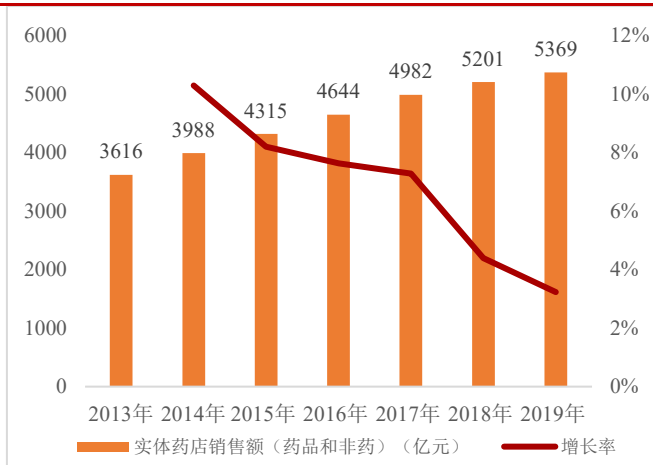
资料来源：米内网，首创证券

图 6 我国实体药店和网上药店销售额（药品和非药）占比



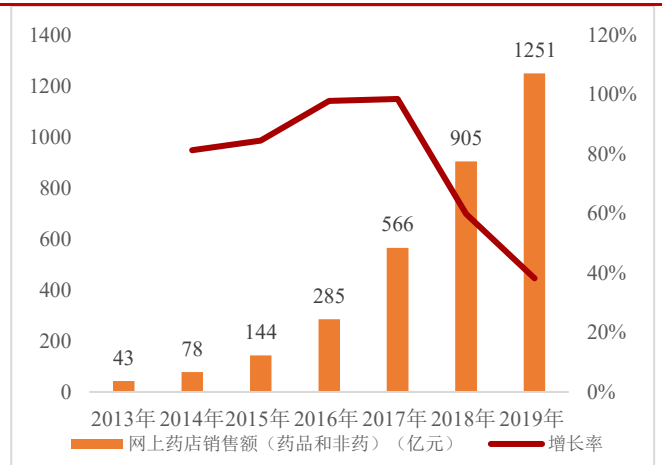
资料来源：米内网，首创证券

图 7 我国实体药店销售额（药品和非药品）



资料来源：米内网，首创证券

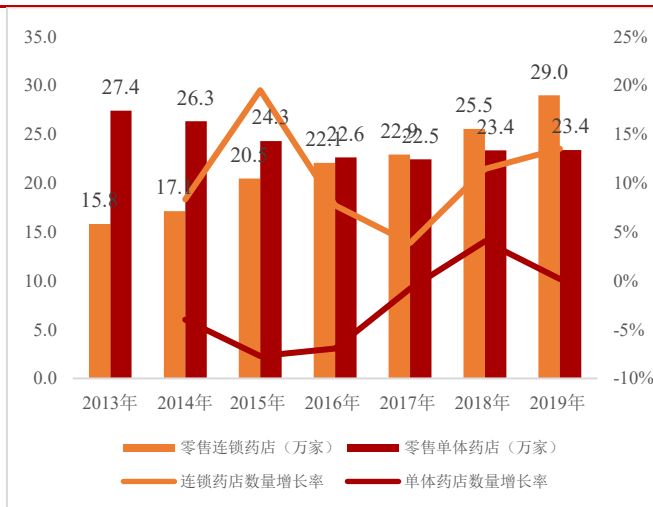
图 8 我国网上药店销售额（药品和非药品）



资料来源：米内网，首创证券

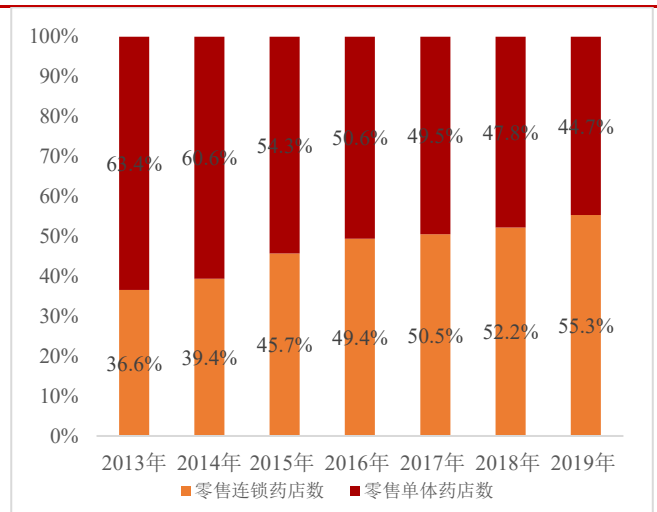
零售药店总数量趋于稳定，连锁率不断提升。连锁率提升首先反应在连锁企业数量上，2019 年我国药店连锁企业有 6701 家，比 2018 年增加了约 1000 家，相比 2013 年的 3570 家基本实现翻倍增长；除 2017 年受政策驱动、产业并购调整等因素影响连锁企业数有所下降，多年来整体上集中度提高的趋势明显。其次，2019 年我国零售药店总数量为 52.4 万家，同比上升 7.1%，相比 2013 年的 43.2 万家增长了约 10 万家；其中最明显的就是连锁药店数保持高速增长，从 2013 年的 15.8 万家增长到 2019 年的 29.0 万家，2013-2019 年复合年增速为 10.6%，连锁药店数量占比也从 36.6% 提升至 55.3%，预计未来凭借着资本规模、管理精细、上下游议价能力较强等竞争优势，药店连锁化趋势将进一步提高。而随着两票制、营改增、流通专项整治力度加大等政策的落地执行，单体药店数有所下降，从 2013 年的 27.4 万家下降到 2019 年的 23.4 万家，未来单体药店发展趋势仍不容乐观。

图 9 我国零售药店数量及变化



资料来源：国家药品监督管理局，首创证券

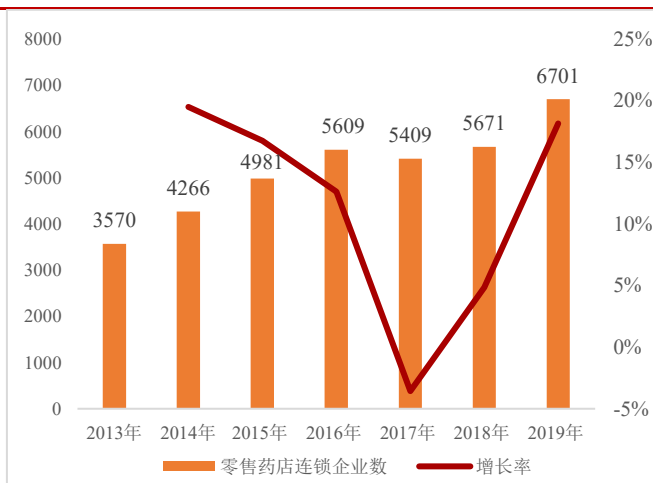
图 10 我国连锁药店与单体药店占比



资料来源：国家药品监督管理局，首创证券

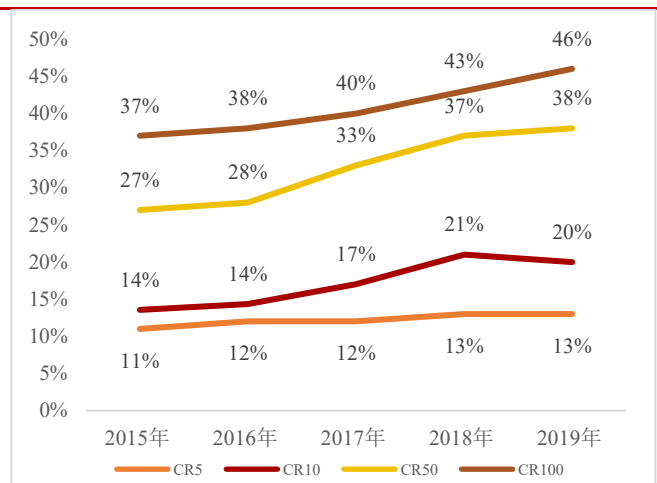
集中度不断提升，但整个行业集中度仍然较低。我国头部连锁药店的市场占有率逐年提升，2015 年销售额 CR5、CR10、CR50、CR100 集中度分别为 11%、14%、27%、37%，而截至 2019 年销售额 CR5、CR10、CR100 集中度分别增长为 13%、20%、38%、46%。2016 年商务部发布的《全国药品流通行业发展规划（2016—2020 年）》提出目标，到 2020 年，药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额 40%以上，药品零售连锁率达 50%以上。目前虽然已经达到了发展规划的目标，但目前整个零售药店市场行业集中度仍然较低，这也导致虽然近年来龙头企业并购扩张持续加速，但整体上头部企业的市占率提升较为缓慢。我们预计未来龙头企业将会加速抢占小型连锁药企以及单体药店的市场份额，行业集中度将会得到进一步提升。

图 11 我国药店连锁企业数量及变化



资料来源：国家药品监督管理局，首创证券

图 12 我国零售药店集中度情况



资料来源：中国药店，首创证券

表 1 2019 年我国前十位连锁药店销售额和市占率情况

排名	企业名称	总销售额 (亿元)	市占率
1	国药控股国大药房有限公司	140.3	2.90%
2	老百姓大药房连锁股份有限公司	128.1	2.60%
3	大参林医药集团股份有限公司	123.5	2.50%
4	云南鸿翔一心堂药业(集团)有限公司	115.3	2.40%

5	益丰大药房连锁股份有限公司	113	2.30%
6	重庆桐君阁大药房连锁有限责任公司	87	1.80%
7	北京同仁堂商业投资集团有限公司	84.4	1.70%
8	苏州全亿健康药房连锁有限公司	70.6	1.50%
9	甘肃众友健康医药股份有限公司	61	1.30%
10	上海华氏大药房有限公司	48.2	1.00%

资料来源：中国药店，首创证券

2 长短期逻辑叠加以利好，零售药店焕发活力

我们持续看好零售药店作为医药流通链条中不可缺少的重要环节，在多方面因素叠加影响下未来保持高景气度地持续稳定增长，我们将零售药店行业的驱动因素归纳为长期逻辑和短期逻辑两方面，长期逻辑包含行业集中度广阔的提升空间、处方外流政策的逐步落地、居民消费升级的长期驱动以及慢病市场的不断扩容；短期逻辑包含医保控费加速驱动下的政策免疫利好和新冠肺炎疫情催化医药市场多元化服务需求的推动。

2.1 长期逻辑

2.1.1 政策助力，效仿美日，我国零售药店行业集中度未来确定性提升

两票制压缩流通环节，考验零售药店上游议价能力，提升行业集中度。随着我国医改进入深水区，医药行业的政策密集出台，并环环相扣，以“组合拳”的形式加速对整个医药行业的调整。对医药流通行业（包含医疗批发和医药零售），国家医改的主基调是压缩流通环节，规范行业管理，从而提升了行业的集中度。2017年国务院发布《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》，推行药品购销“两票制”，旨在解决药品流通环节秩序混乱的问题，尽管政策主要影响药品生产批发企业，但下游很多小型单体药店一方面进货渠道受到较大影响，货品种类可能受到影响，另一方面由于体量小，缺少对上游厂商的议价能力，成本相对较高；而大中型药店以完善的渠道、规模化经营摊薄成本赢得了更多的市场份额。

药店分级分类，规范行业管理，大型药店同质化经营优势明显。2018年11月商务部发布《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》，提出按照经营条件和合规状况将零售药店划分为一类、二类、三类三个类别，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。分类分级管理制度是医药零售市场从无序走向有序的拐点，大中型连锁药店相对单体药店与小型连锁药店在药品供应保障、执业药师配备、药事服务能力等多方面优势更加明显；而在更加严格、规范的管理下，单体药店与小型连锁药店的人力成本、经营管理成本等将增加，退出或者被整合的意愿增强，零售药店兼并整合不断升级，有利于提高行业集中度，升级整个药店行业的管理和服务水平。

表 2 零售药店分类及分级管理

分类	一类	二类	三类
经营范围	乙类非处方药	非处方药、处方药（不包括禁止类、限制类药品）、中药饮片	非处方药、处方药（不包括禁止类药品）、中药饮片
人员配备标准	至少 1 名药师及以上职称的药学技术人员	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	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
分级标准	不适用	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	

配套政策	无	鼓励高评级药店做好与医疗机构的对接，提供承接医院门诊处方外配等服务；医保管理部门优先选择高评级药店签订医保服务协议，纳入定点药店范围；鼓励高评价药店提供门诊特殊病、门诊慢病用药的医保费用结算服务。
------	---	--

资料来源：商务部，首创证券

城乡居民医保个人账户取消，小型药店获客压力陡增。2019年6月国家医保局发布《关于做好2019年城乡居民基本医疗保障工作的通知》，明确指出个人账户应于2020年底前取消，向门诊统筹平稳过渡。个人账户取消后，无法使用个人医保账户余额前往药店买药，可以预见患者会从药店流动到基层医疗机构。对于很多既往依赖患者使用医保个人账户购买OTC的中小药店来说，获客压力将会剧增，对于龙头企业来说，其附加医疗服务占比高、客户粘性强，影响较可控，行业集中度有望进一步提高。

表 3 提升零售药店行业集中度相关政策文件

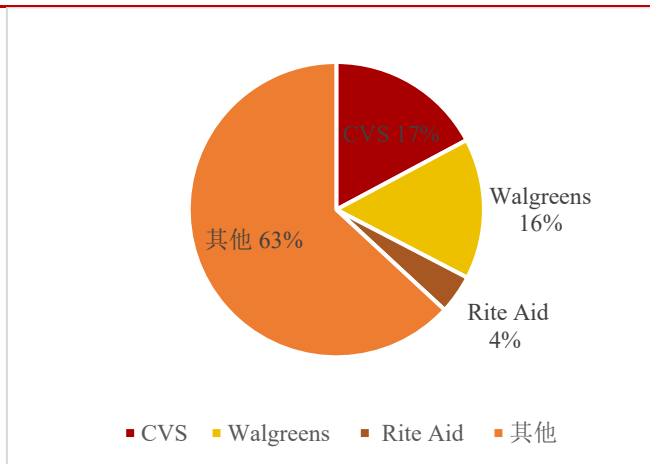
发布时间	发布机构	文件	要点
2014.05.13	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革 2014 年重点工作任务》	采取多种形式推进医药分开，鼓励零售药店发展和连锁经营，增强基层和边远地区的药品供应保障能力。
2016.04.26	国务院办公厅	《关于印发深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务的通知》	提出带量联合采购，并提出综合医改试点省份要在全省范围内推行“两票制”。
2017.02.09	国务院办公厅	《国务院办公厅关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	推行药品购销“两票制”，争取到 2018 年在全国推开。
2018.11.23	商务部	《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》	将零售药店划分为三个类别，对经营范围、人员配备标准进行了限制，并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。
2019.05.13	国家医疗保障局、财政部	《关于做好 2019 年城乡居民基本医疗保障工作的通知》	实行个人（家庭）账户的，应于 2020 年底前取消，向门诊统筹平稳过渡；已取消个人（家庭）账户的，不得恢复或变相设置。

资料来源：政府网站，首创证券

他山之石，对比美国、日本，我国零售药店行业集中度空间广阔。医药分离的制度是催化零售药店行业兴起的基石，而以美国、日本为代表的发达国家较早实行了医药分离，其零售药店行业经历了长期的发展并逐渐趋于稳定，对于我国零售药店行业的发展具有很强的借鉴意义。

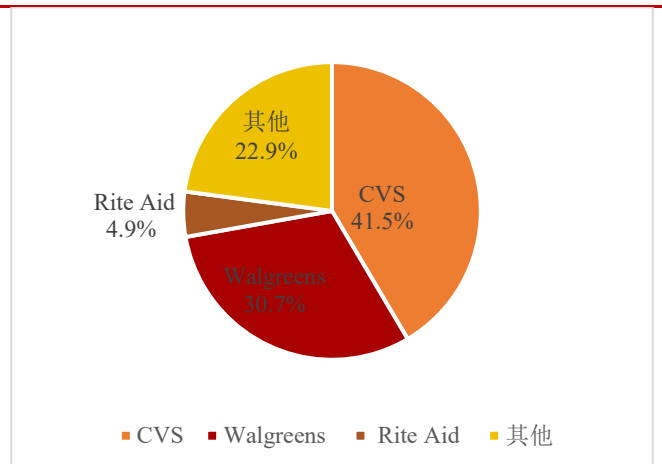
美国零售药店销售额 CR3 为 77%，约为我国的 10 倍。美国具有成熟的医药分业体系，从 18 世纪零售药店和药师就掌握药品的调配管理职责，并与医师的处方权分离，相互协调制约，并逐渐通过引入药品福利管理（PBM, Pharmacy Benefit Management）等第三方服务来降低医疗费用和增加药品效益。受益于彻底的医药分离体系，零售药店是美国药品销售的最主要渠道，行业集中度极高。2019 年美国共有 57735 家零售药店门店，连锁率超过 80%，其中前三大连锁药店 CVS、Walgreens 和 Rite Aid 门店数量合计超过 21000 家，占美国零售药店门店总数约 37%，三大药店市场份额集中度较高，近三年 CR3 均保持在 80%左右，属于典型的寡头垄断市场。

图 13 2019 年美国药店数量占比情况



资料来源: IBISWorld, 首创证券

图 14 2019 年美国药店市占率情况



资料来源: IBISWorld, 首创证券

亚洲国家在早期普遍实施的是医药合业的卫生体系,日本从 1992 年开始通过调整医生诊疗服务价格、改革药品定价方式、加强药师队伍培养等主要措施实行医药分离,在相关政策驱动下日本医药卫生总费用增长率低于经合组织(OECD)国家平均水平,零售药店行业蓬勃发展,集中度不断提升,医药改革分业较为成功,对我国相关产业的发展更有借鉴意义。经过长期的发展,目前日本医药零售机构主要演化为调剂药局和药妆店两大类,调剂药局一般分布于医院和诊所周边,承接医疗机构门诊处方;而药妆店销售非处方药、化妆品等,达到相应标准也可销售处方药。调剂药局与医疗机构之间关系密切,市场化竞争程度不高,连锁率较低,整个市场集中度较低,其门店数量约 6 万家,前十位数量集中度仅 10%,销售收入 CR10 为 16%。而药妆店市场竞争非常充分,具有品牌和规模优势的药妆店通过迅速占领市场,取得了较高的市场占有率。

表 4 2019 年日本前十位药妆店销售额和店铺数情况

排名	企业名称	店铺数	总销售额	市占率
1	WELCIA	1976	8682 亿日元 (543 亿人民币)	11.3%
2	鹤羽	2152	8200 亿日元 (513 亿人民币)	10.7%
3	COSMOS 药品	1041	6585 亿日元 (412 亿人民币)	8.6%
4	SUNDRUG	1168	6178 亿日元 (386 亿人民币)	8.0%
5	松本清	1717	5906 亿日元 (375 亿人民币)	7.7%
6	杉 DRUG	1287	5420 亿日元 (329 亿人民币)	7.1%
7	可开嘉来 FINE	1345	4039 亿日元 (252 亿人民币)	5.3%
8	CREATE SD	844	3076 亿日元 (192 亿人民币)	4.0%
9	药的青木	596	3000 亿日元 (188 亿人民币)	3.9%
10	河内药品	339	2703 亿日元 (169 亿人民币)	3.5%

资料来源: 中国药店, 首创证券

日本药妆店销售额 CR10 为 70%, 约为我国 3.5 倍。根据日本连锁药店协会(JACDS)统计数据,日本药妆店从 2000 年总销售额 26628 亿日元到 2019 年的 20 年间大约取得了 3 倍的增长。2019 年日本共有 20631 家药妆店,市场规模为 76859 亿日元(4804 亿人民币),前十大连锁药妆企业销售额约 53789 亿日元(3362 亿人民币),销售额 CR10 为 70%;前十大连锁药妆企业总门店数达到了 12465 家店铺,占到市场总门店数量的 60%。前三大连锁药妆企业 WELCIA、鹤羽和 COSMOS 药品销售额约 23467 亿日元(1468 亿人民币),销售额 CR3 为 31%;前三大连锁药妆企业总门店数达到了 5169 家店铺,占到市场总门店数量的 25%。2010-2015 年日本连锁药妆行业增速较慢,年复合增速仅为 2.1%,2015 年之后,药妆店业界增长动力来自处方调剂营业额的增长,2015-

2019 复合年增速提升为 5.8%，其中处方药复合增长率 8.2%，是增长最快的产品品类。

相比之下，2019 年我国零售药店销售额 CR5、CR10、CR100 集中度分别为 12.8%、20.1%、46.0%，远低于美国、日本，预计行业集中度将确定性提升，未来发展空间广阔。

图 15 2019 年日本药妆店数量占比情况

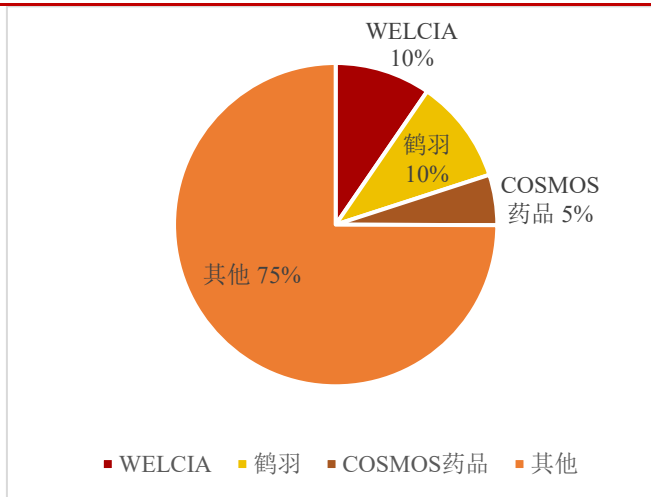
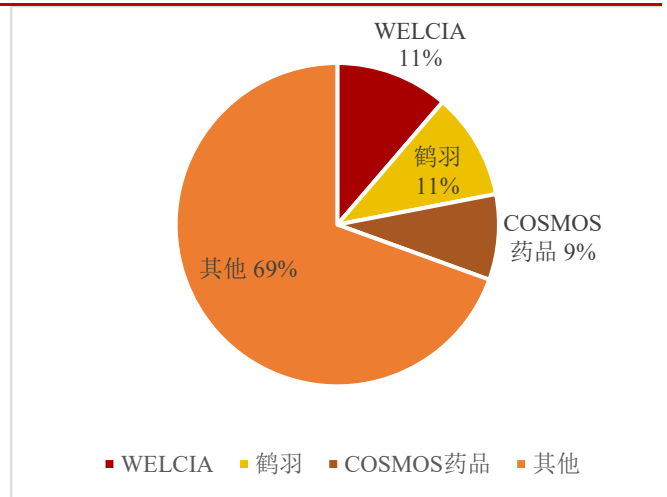


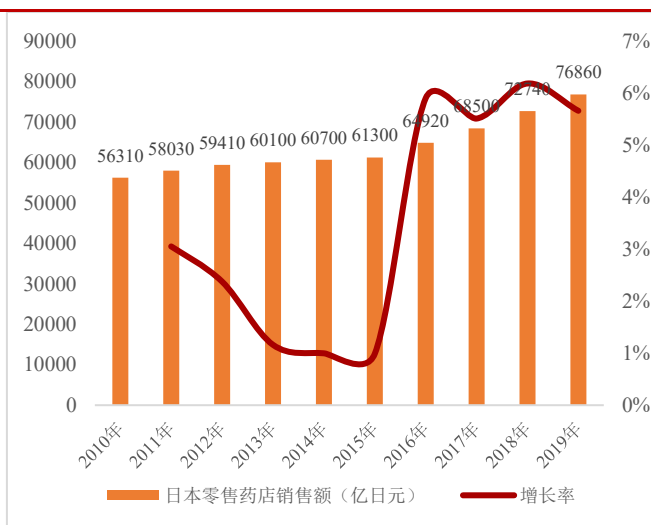
图 16 2019 年日本药妆店市占率情况（亿日元）



资料来源：中国药店，首创证券

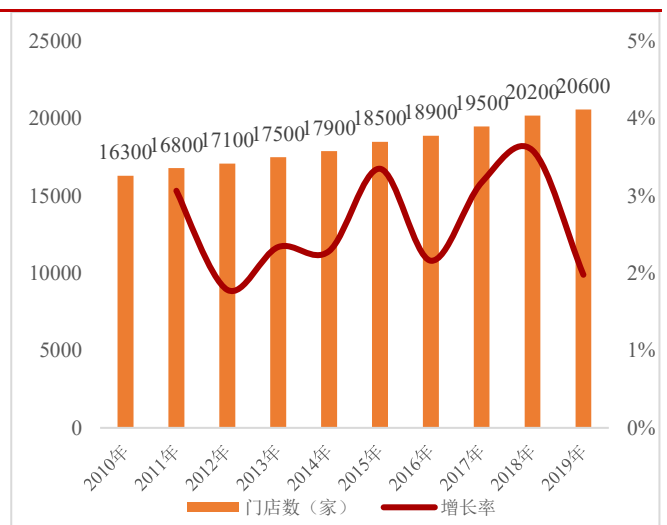
资料来源：中国药店，首创证券

图 17 2010-2019 年日本药妆店销售额情况



资料来源：中国药店，首创证券

图 18 2010-2019 年日本药妆店门店数量情况



资料来源：中国药店，首创证券

2.1.2 处方外流有望重塑医药零售行业格局

政策持续加码，处方外流持续是零售药店市场长期增长核心逻辑。为控制医疗费用的不合理快速增长，破除以药补医，近年来，国家监管层相继出台系列规制措施，明确医药分开，取消药品耗材加成，降低药品招采价格，推动处方外流。2016 年国家发改委发布《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》，要求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。2017 国务院办公厅发布《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》，提出要进一步破除以药补医机制，统筹推进取消药品加成、调整医疗服务价格、鼓励到零售药店购药等改革。2020 年国家六部委联合发布《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》，提出坚持公立医疗机构药房公益性的原则，明确公立医疗机构不得

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店。2021年1月，国家医保局正式发布的《零售药店医疗保障定点管理暂行办法》，简化零售药店医保定点审批流程，明确了定点零售药店可凭定点医疗机构开具的电子外配处方销售药品，也提出定点零售药店可以申请纳入门诊慢特病购药定点机构，进一步推动处方外流。处方外流在政策的持续引导下，成为我国零售药店未来增量市场扩展的最核心的长期逻辑。

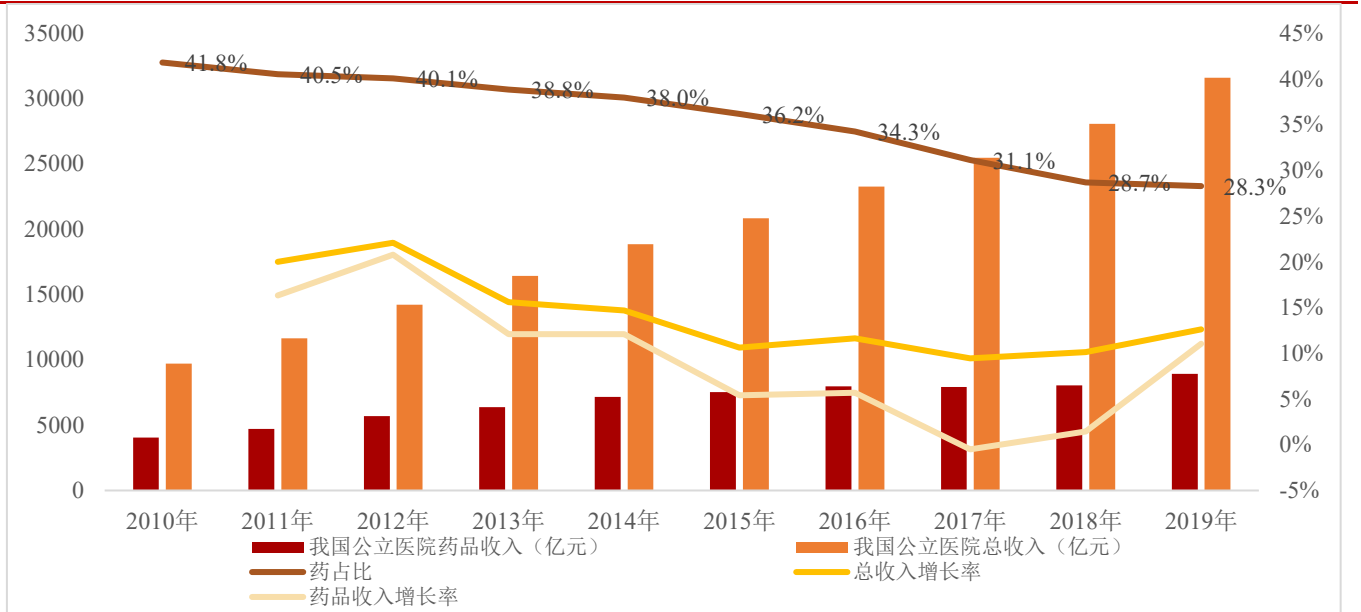
表 5 促进处方外流相关政策文件

发布时间	发布机构	文件	要点
2009.03.17	国务院	《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》	推进医药分开，探索多种有效方式逐步改革以药补医机制。通过实行药品购销差别加价、设立药事服务费等多种方式逐步改革或取消药品加成政策。
2014.05.13	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革 2014 年重点工作任务》	采取多种形式推进医药分开，鼓励零售药店发展和连锁经营，增强基层和边远地区的药品供应保障能力。
2015.05.17	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》	力争到 2017 年试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体降到 30%左右；百元医疗收入（不含药品收入）中消耗的卫生材料降到 20 元以下。
2016.04.21	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。
2016.07.25	国家发改委	《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》	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。
2017.01.24	国务院办公厅	《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》	统筹推进取消药品加成、调整医疗服务价格、鼓励到零售药店购药，门诊患者可以自主选择在医疗机构或零售药店购药，医疗机构不得限制门诊患者凭处方到零售药店购药。
2017.04.25	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，探索医疗机构处方信息、医保结算信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享。
2017.04.29	国家七部委	《关于全面推开公立医院综合改革工作的通知》	到 2017 年底，前 4 批试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体下降到 30%左右，百元医疗收入（不含药品收入）中消耗的卫生材料降到 20 元以下。
2018.08.28	国务院办公厅	《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》	制定零售药店分类分级管理的指导性文件，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。
2018.11.14	国务院办公厅	《国家组织药品集中采购试点方案》 《4+7 城市药品集中采购文件》	在试点地区公立医疗机构报送的采购量基础上，进行带量采购，量价挂钩、以量换价，形成药品集中采购价格，试点城市公立医疗机构或其代表根据上述采购价格与生产企业签订带量购销合同
2018.11.28	国家卫健委、国家中医药管理局	《关于加快药学服务高质量发展的意见》	坚持公立医院药房的公益性，公立医院不得承包、出租药房，不得向营利性企业托管药房。
2019.07.31	国务院办公厅	《国务院办公厅关于印发治理高值医用耗材改革方案的通知》	取消公立医疗机构医用耗材加成，2019 年底前实现全部公立医疗机构医用耗材“零差率”销售，高值医用耗材销售价格按采购价格执行。
2020.02.21	国家六部委	《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店。
2021.01.11	国家医保局	《零售药店医疗保障定点管理暂行办法》	零售药店正式运营 3 个月后即可申请定点，医保经办机构的评估完成时限不得超过 3 个月；定点零售药店可凭定点医疗机构开具的电子外配处方销售药品。定点零售药店可以申请纳入门诊慢特病购药定点机构，相关规定由统筹地区医疗保障部门另行制定。

资料来源：政府网站，首创证券

公立医院药占比逐渐降低，处方外流目前初见成效，未来道阻且长。在政策的驱动下，我国公立医院药占比从2010年的41.8%下降至2019年的28.3%，药品收入增速长期维持在较低水平，医药分离初见成效。从处方药的销售渠道来看，由于处方药的特殊性，医院长期占据我国处方药销售市场较大份额。根据IQIVA数据，2017年我国处方药销售额，医院占比为72.9%，而零售药店占比仅有11.9%；2018年我国处方药销售额，医院占比为71.8%，而零售药店占比有12.2%。

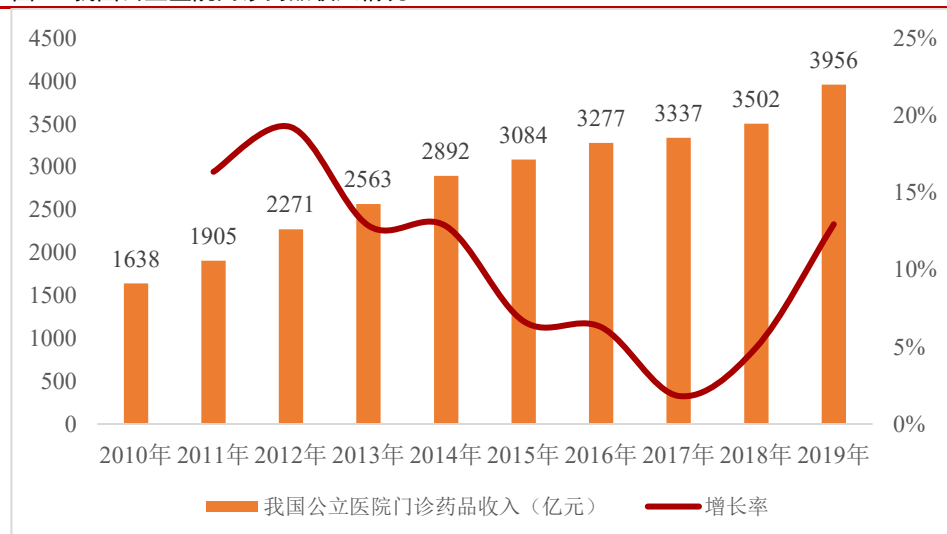
图 19 我国公立医院总收入及药品收入变化



资料来源：中国卫生健康统计年鉴（2019），2019年我国卫生健康事业发展统计公报，首创证券

处方外流未来空间广阔。根据弗若斯特沙利文报告，估计中国门诊药品销售额中高达87.6%可以在院外流通，2019年我国公立医院门诊药品收入3956亿元，在不考虑门诊药品费用增长的情况下，理论上门诊药品外流带来的总市场空间已经接近3500亿元。我们预计未来处方药外流比例将不断提升。假设未来十年公立医院药品收入保持每年2%的增长速度，处方外流比例为1%~10%，则未来公立医院处方药外流有望带给零售药店行业千亿级别的市场空间。

图 20 我国公立医院门诊药品收入情况



资料来源：中国卫生健康统计年鉴（2019），首创证券

表 6 我国药品市场及处方外流市场预测

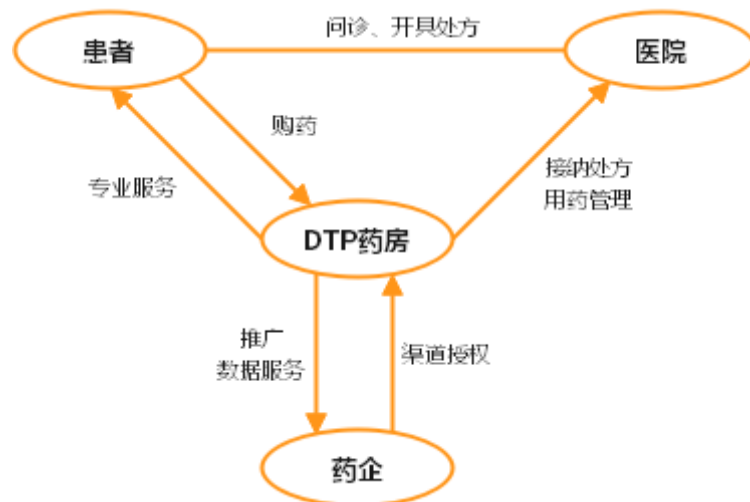
处方外流比例	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
我国公立医院药品销售额（亿元）	9295	9481	9671	9864	10062	10263	10468	10677	10891	11109
1%	93	95	97	99	101	103	105	107	109	111
2%	186	190	193	197	201	205	209	214	218	222
4%	372	379	387	395	402	411	419	427	436	444
8%	744	758	774	789	805	821	837	854	871	889
10%	930	948	967	986	1006	1026	1047	1068	1089	1111

资料来源：弗若斯特沙利文，首创证券

零售药店积极布局 DTP 药房、院边店，未来或将成为政策最大受益方。零售连锁药店、DTP 药房、院边店、医药电商是未来处方药外流的几大潜在受益方（医院托管药房已经被政策明确禁止，故不纳入讨论）。短期内我们认为与医疗机构联系紧密的 DTP 药房和院边店仍然是处方外流最直接获益方。

DTP (Direct to Patient) 药房起源于美国，是一种专业化的创新药品销售模式，直接面向患者提供更有价值的专业服务的药房。患者在医院开取处方后，药房根据处方以患者或家属指定的时间和地点送药上门，并且关心和追踪患者的用药进展，提供用药咨询等专业服务。DTP 药房具有处方药销售占比高（超过 90%）、品牌集中度高（与大型药企直接合作，药企主导居多）的突出特点。DTP 药房的重要产品结构是面向肿瘤、自身免疫疾病等的新特药，以及需要长期服用的慢病用药。药物从获批上市到纳入医保通常有一定的时间窗口，DTP 药房有望成为过渡期的重要渠道。

图 21 DTP 药房模式



资料来源：中国药店，首创证券

院边店就是开在医院旁边的药店，通常药品品种覆盖较全面，药事专业服务能力较强。符合患者看完病，拿完处方从医院出来，就近到完成买药的习惯。传统药品流通公司依托丰富的品种储备，与医院的良好连接，在两票制、处方外流的大趋势下，布局院边店是将 B2B 的流通业务转变为 B2C 销售业务的战略转型。传统零售药店也依靠更贴近消费者、医保支付便捷等优势，积极布局院边店。

医药电商是医药零售行业近年来增长最快的细分领域，但处方药网售尚未放开。从用药安全上来说，处方药网售仍将处于限制状态，这会给医药电商业务拓展带来天花板，制约行业扩张。

从患者就医习惯上，处方药购买中医疗服务属性的加持会更高，与医疗机构更贴近的 DTP 药房、院边店短期内更具有用户粘性，仍然是患者购买处方药的优先选择。目前国家政策对处方外流的主要引导方向是零售药店，多次提出患者可自由选择到零售药店

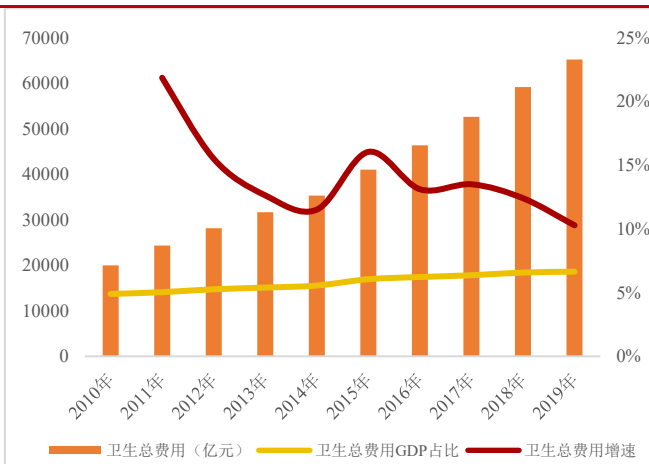
凭处方购药，并探索医院处方信息、医保结算信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享。我们认为连锁零售药店依靠更贴近消费者、医保支付便捷等优势，通过积极布局 DTP 药房、院边店，未来有望成为处方外流最大受益方。

我们认为未来处方外流会有几个主要特点：第一，长期来看，处方外流必然是国家大力推行的医药政策，未来将逐渐利好零售药店行业，但需要彻底执行医药分离在我国仍有很长的路要走，政策的利好会呈现出“长效缓释”的趋势；第二，短期来看，处方外流的效果在极大程度上依赖药店医保支付政策落地的进度和药店与医疗机构的衔接，而目前各地正在积极探索扩大药店医保支付的范围，并鼓励通过在线复诊+线下购药对慢性病、常见病进行诊疗购药，未来增量空间可期；第三，零售药店要迎接处方外流带来的红利，需要充分做好自身“场货人”的全方面准备，如加强执业药师的储备、药品品种的供应、加快院边店、DTP 药房、慢特病定点药房的布局、提高供应链管理能力、提高和上游厂商的议价能力等。

2.1.3 雪厚坡长，医药消费升级带动零售药店行业扩容

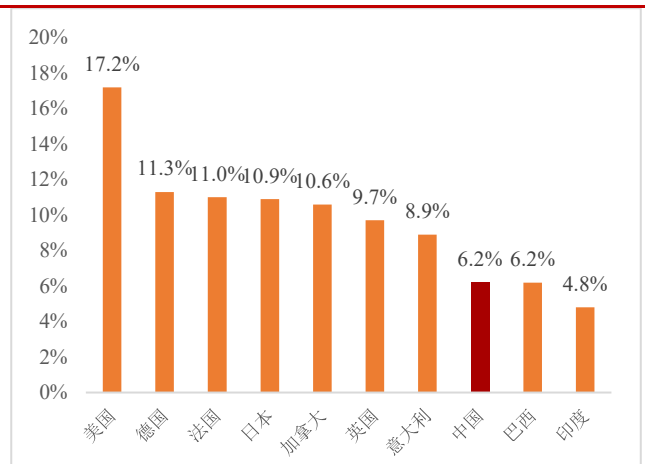
政府投入力度逐年增加，医疗健康市场持续扩容。近年来，我国国民经济持续快速增长，国家对卫生领域也逐渐重视，最直观的体现为国家对卫生费用的投入快速提高。十年来我国卫生总费用逐渐增加，从 2010 年的 2 万亿元增长到 2019 年的 6.5 万亿元，复合年增速 14%；近年来增速逐渐趋于稳定，2018 年、2019 年同比增速分别为 12.4%、10.3%。人均卫生费用支出变化趋势相同，也从 2010 年的 1490 元增长到 2019 年的 4657 元，每年增幅均超过 10%。同时，我国卫生总费用占 GDP 比例也在稳定提高，从 2010 年占比 4.9% 上升到 2019 年的 6.6%，受新冠肺炎疫情的影响，预计在后疫情期财政对卫生的投入力度会进一步增加。然而，我国卫生支出与发达国家同期相比仍然还有不小的差距。根据全球 2016 年统计数据，美国卫生总费用占总 GDP 比例为 17.2%，日本卫生总费用占总 GDP 比例为 10.9%，英国卫生总费用占总 GDP 比例为 9.7%，而同期我国卫生支出占 GDP 比例为 6.2%。我国的医疗健康市场未来仍具有非常大的增量发展空间。

图 22 2010-2019 年我国卫生总费用投入情况



资料来源：Wind，首创证券

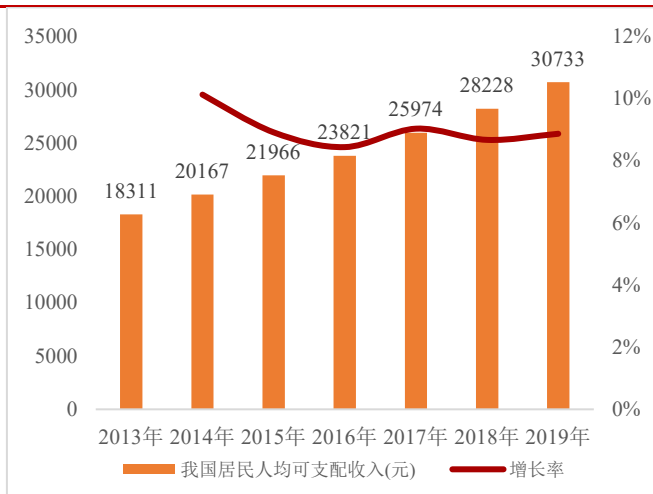
图 23 2016 全球前十大经济国卫生总费用 GDP 占比



资料来源：德勤咨询，首创证券

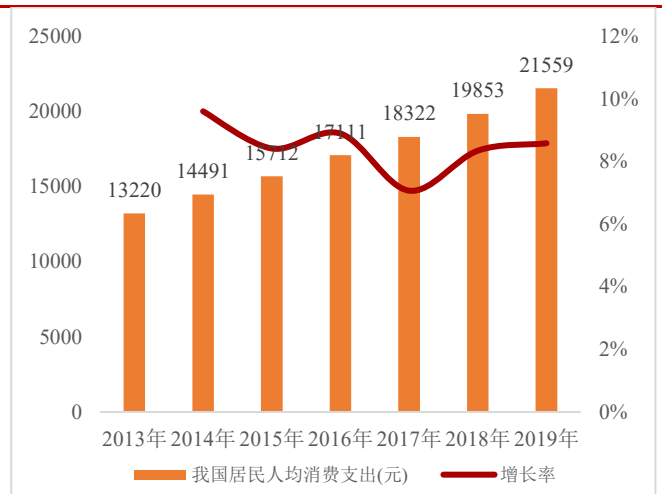
居民消费能力和健康支出水平不断提升。从居民个人收支情况上看，居民人均可支配收入从 2013 年的 18311 元增长到 2019 年的 30733 元，复合年增速 9.0%。与此同时，居民消费水平也持续提升，人均消费支出从 2013 年的 13220 元增长到 2019 年的 21559 元，复合年增速 8.5%，消费水平快速提升。居民健康意识不断提高，最直观的反映为医疗保健支出快速增长，为健康付费的意愿逐渐加强，居民人均医疗保健消费支出从 2013 年的 912 元增长到 2019 年的 1902 元，复合年增速 13.0%，增速远高于同期的人均收支水平。

图 24 2013-2019 年我国居民人均可支配收入情况



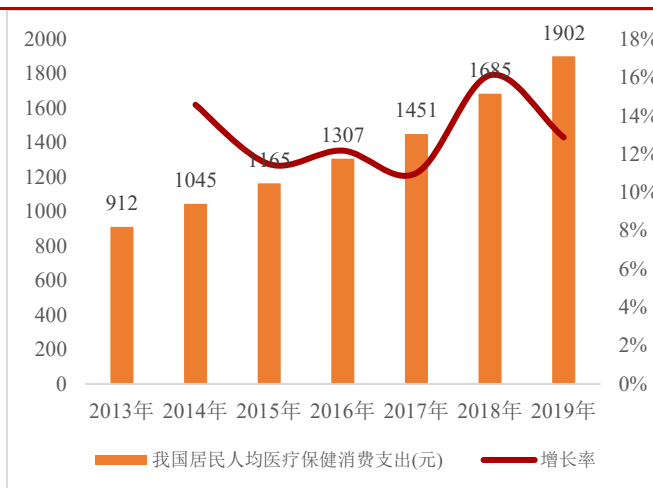
资料来源：国家统计局，首创证券

图 25 2013-2019 年我国居民人均消费支出情况



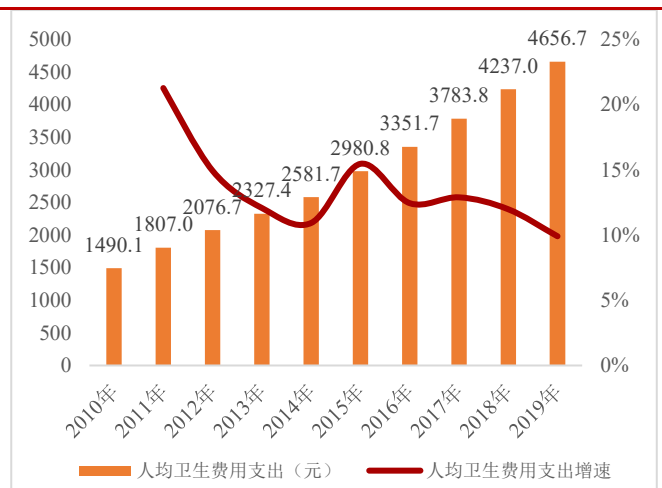
资料来源：国家统计局，首创证券

图 26 2013-2019 年我国居民人均医疗保健消费支出情况



资料来源：国家统计局，首创证券

图 27 2010-2019 年我国人均卫生费用支出情况



资料来源：Wind，首创证券

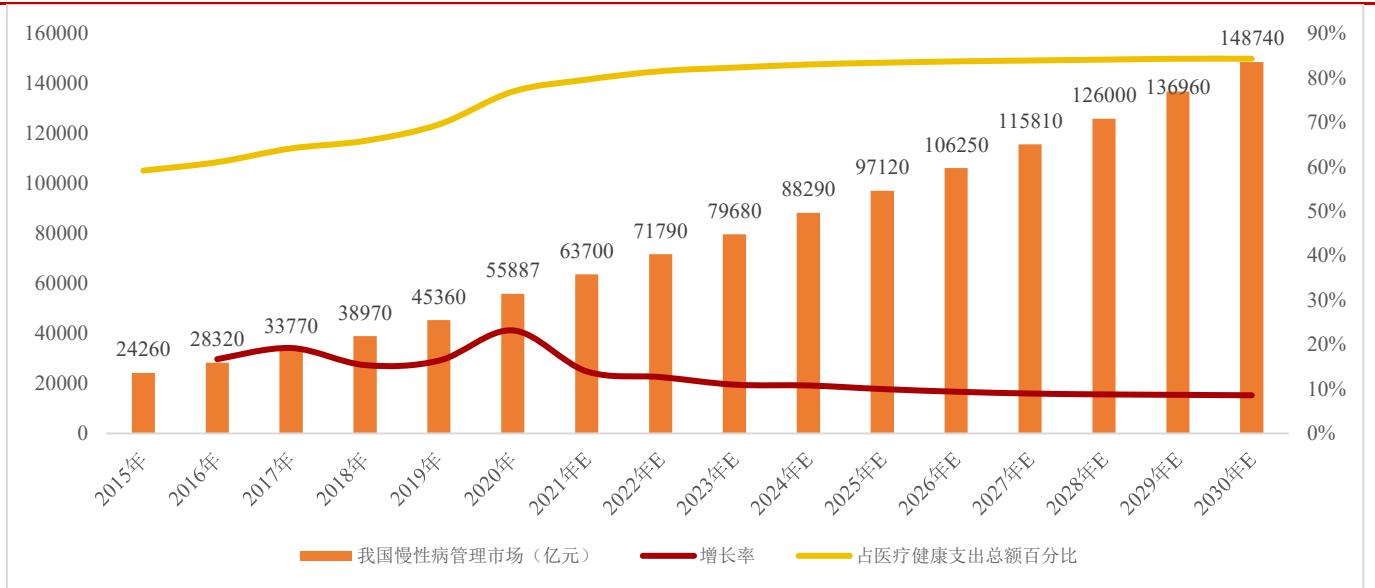
医药消费升级带动零售药店发展。基本医疗已经无法满足人们日益增长的差异化需求，居民的医疗服务需求呈现多样化发展趋势，从过去的“大病医治”向“提前预防、健康管理”不断转变，医疗产业的主体也随之呈现了多元化、专业化的变化。与此同时，随着我国居民生活和工作节奏的加快，亚健康人群不断扩大，医疗保健知识的广泛传播促使亚健康人群主动关注自我健康状况，从而增加了健康医疗的消费需求。以眼科、口腔、体检、医美、零售药店为典型代表的消费性医疗，一方面立足于满足传统公立医疗机构无法覆盖的需求得到了广阔的市场空间，另一方面区别于基本医疗的消费属性避免了国家医保控费政策的直接影响，消费性医疗板块在过去几年持续保持高景气度增长。预计未来消费升级带动零售药店行业的增量市场空间仍然广阔。

2.1.4 慢病市场扩容，契合零售药店转型方向

我国慢病市场未来潜力巨大。以心脑血管疾病（高血压、血脂异常、冠心病、脑卒中中等）、内分泌紊乱（糖尿病、甲减、甲亢等）、恶性肿瘤、呼吸系统疾病（哮喘、慢性阻塞性肺部疾病、慢性气管炎、肺气肿等）、精神和神经性疾病等为代表的慢性病因病程长、病因复杂、健康损害严重等特点，患者通常无法彻底治愈、需终生服药，提高患者的服

药依从性、维持患者的身体机能状态稳定可以有效降低慢性病的致死、致残率。2018 年我国发布的《健康管理蓝皮书》显示，慢性病发病人数约 3 亿人左右。随着人口老龄化趋势的加快和疾病谱的改变，我国慢性病患者还在逐渐增多，市场规模不断扩大，慢性病管理占医疗健康总支出市场份额逐年升高。目前我国慢性病市场约 5.6 万亿元，占医疗健康市场约 77% 的份额，预计到 2030 年将增长到 15 万亿元左右，占比也将提升到 84%。预计未来短期内市场将快速扩容，2019 至 2024 年间复合年增速为 14%，而 2024 至 2030 年增速将放缓，复合年增速约 9%。慢性病市场保持高速增长将成为零售药店行业转型和发展关键的催化剂。

图 28 我国慢病管理市场



资料来源：弗若斯特沙利文，首创证券

慢病市场符合零售药店转型模式。慢性病患者通常需要定期复诊、长期重复的处方续签和治疗，与我国目前医疗机构服务能力有限相矛盾。而经过规范化培训的执业药师或药师，有能力针对慢性病患者（精神异常和精神病除外）以及慢性病高危患者家属及照护人员提供药物治疗管理专业服务。近年来，全国多数省份开始密集出台特殊病、慢性病患者可在指定药店刷医保卡、享受门诊统筹报销待遇的政策，让零售药店看到了医保统筹市场逐渐打开的大门，以及未来慢病用药、高端药的巨大市场潜力。

表 7 各地特慢病医保药店相关政策文件

发布时间	地区	要点
2017	江苏省	2013 年起实施特殊药品制度，实行定医疗机构、定责任医师、定零售药店的“三定”管理，截至 2017 年纳入医保报销特药有赫赛汀、格列卫、达希纳、格尼可、昕维等 22 个品种，同时将特药保障人群扩大至全体基本医保参保人员，覆盖了城镇职工、城镇居民及新农合参保人员。
2017	常州市	慢性病种定点零售药店增加到 12 家。
2017	金华市	慢性病种定点零售药店从原来的 6 家增加到 8 家。
2018	浙江省	2017 年确定了高血压、糖尿病等 12 种慢性病作为全省慢性病特殊病种，各地根据医保基金承受能力，在省定病种基础上自行增加病种数量；2018 年特殊病用药品种范围扩大到 28 种，参保人员可在定点医院或凭处方到定点药店购买。
2018	广州市	广州门特、门慢医保参保人在指定药店购买国家谈判药品、医保目录药品和人社部审核确认的药品将能享受到医保基金的依比例报销。
2018	玉溪市	医疗保险启动慢性病定点药店购药服务工作，全市近 10 万慢性病患者可直接在全市 50 家慢性病定点药店购买到慢性病药。

2018	乌鲁木齐市	9 种慢性病患者可持市基本医疗保险定点医疗机构开具的处方，在全市 8 家慢性病定点药店购买药品，并可通过医疗保险信息系统办理医保结算。
2018	梧州市	正式启动慢性病医保统筹账户在处方共享药店直接结算，以易复诊第三方处方共享平台为依托，大参林药房、梧州百姓大药房作为首批院外药店与梧州市社保局签约，正式接入医保统筹账户，慢病患者在相关药店进行续方及购药之后可直接结算。
2018	昆明市	适时开展“特殊慢性病”待遇支付扩大至零售药店的试点工作，2019 年 1 月执行。市民可凭外配处方在昆明主城区的 10 家试点零售药店刷医保卡，购买包括高血压、糖尿病在内的 26 个慢性病种的药品，支付标准与医疗机构标准相同，下一步计划推广扩大至全市 50 家定点药店。
2018	茂名市	社保局与大参林签订协议，双方共同为当地参保人员提供特殊药品医疗保险服务，患者可凭处方在大参林药店购买抗癌药伊马替尼（格列卫），同时仍可享受和在基层医疗机构一样的医保报销政策。

资料来源：中国药店，各地医保局网站，首创证券

四大零售药店积极布局慢病业务，抢占市场空间。慢性病、特殊病患者是需要长期疗程用药、有医保统筹支撑的购买力，是零售药店眼中的“高价值消费者”，能够带来较大的增量市场。因此，目前国内龙头连锁零售药店企业纷纷布局特慢病药房业务，利用自身的便利性优势，通过店面服务、药学指导、健康监测、慢病管理等手段，提高特慢病患者的复购率，抢占市场空间。一心堂是拥有特慢病医保店数量最多的企业，截至 2020 年 6 月 30 日，共开通 604 家特慢病医保门店，慢病医保销售额主要以内分泌系统、心血管系统药品为主。老百姓大药房在湖南、广西、陕西等地分公司均有特慢病医保店获批，如湖南特药协议供应药店、长沙特殊慢性病门诊定点药店、广西南宁门慢定点零售药店、陕西西安特殊慢性病定点零售药店等。大参林建立了慢病管理专项团队、实施顾客档案管理，打造专业慢病服务门店，先后在广西梧州、南宁、茂名等地获批慢性病和特殊病定点零售药店。益丰药房通过会员体系和顾客服务研究，对慢病及处方药顾客进行分析研究，开展慢病专柜、专区、专店，配备专业员工，为患者提供专业化的目标管理、用药指导和用药提醒，提升会员顾客的依从度。

表 8 我国四大连锁药店在慢病管理方面的布局（截至 2020 年 6 月 30 日）

慢病管理业务布局	
大参林	建立了慢病管理专项团队、实施顾客档案管理，打造专业慢病服务门店。布局医药电商（含 O2O、B2C），开展药师网上处方审核、合理用药指导、慢病管理等药事服务。
老百姓	成立“慢病与健康管理中心”，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”、“精准化”的健康管理服务。已在 3782 家门店铺设了慢病自测设备、培养了 3589 名慢病管理专家。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、患教 2395 场次。
益丰药房	通过会员体系和顾客服务研究，对慢病及处方药顾客进行分析研究，开展慢病专柜、专区、专店，配备专业员工，为患者提供专业化的目标管理、用药指导和用药提醒，提升会员顾客的依从度。开发 O2O 健康云服务平台，以公司的会员客户为核心，满足会员的在线健康咨询、轻问诊、慢病管理、病友交流等方面的需求。
一心堂	开通各类慢病医保支付门店 604 家，为更好的提供慢病服务，增强顾客体验感和依从性，在各区域门店建设健康照顾站，目的是增强老顾客粘性，吸引更多的新顾客新流量。建设健康照顾站 336 家，业务模块得到快速推进。

资料来源：各公司财务报告，首创证券

慢性病医药市场与目前正在兴起的互联网医疗契合度更高，有望助力布局在线业务零售药店的快速发展。互联网医疗的快捷性为慢性病长期重复诊疗提供了便利，慢性病医药市场的巨大潜力则为互联网医疗商业模式的变现找到了突破口。在各种疾病的医疗服务中，慢性病管理对医生的品牌效应要求相对较低，对医疗机构医疗技术的依赖

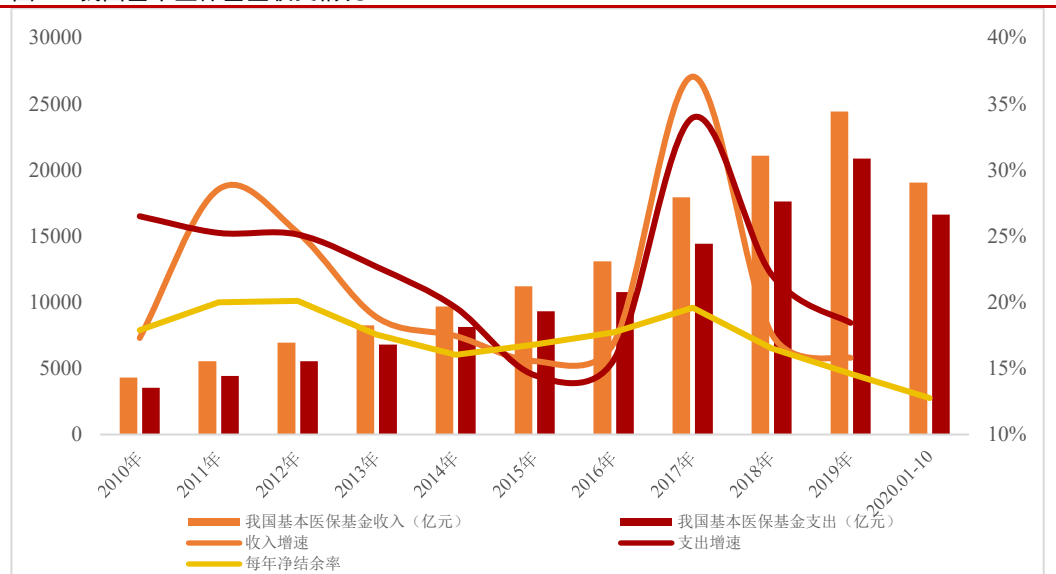
度也相对较弱，患者往往与医生的沟通更为频繁，更关注所提供服务的持续性和可靠性，医生需要输出的更多是医疗健康管理服务，这些都完美契合互联网医疗的发展特点。互联网平台为医生提供高效便捷的慢病管理工具，发挥互联网平台不受地域、时间、空间限制的特点，通过远程问诊、用药提醒、定期复诊等手段提升患者依从性，从而增强慢病管理的有效性。同时，将互联网医疗简单拆分为“互联网医疗服务”和“在线零售药房”两大部分，我们预计线上复诊、续方等在线问诊功能有望在未来逐渐承担实体医疗机构门诊慢病诊疗的部分功能，并逐渐覆盖常见病和慢性病，纳入医保范围，同时在线问诊服务将为在线零售药房带来患者流量，两者协同发展。预计中短期线上问诊购药+线下取药的 O2O 模式在医保支付等方面具有较大优势，能够得以快速发展；长期来看随着医保限制逐步放开，具备全周期产品和深耕互联网医疗服务的平台将受益于慢性病服务的增长。

2.2 短期逻辑

2.2.1 大浪淘沙，医保控费加速下政策免疫赛道价值突显

我国基本医保基金压力逐年增加。2018 年初国家医保局成立后，整合了人社部、卫健委、民政部、发改委的相关职能，医保基金作为医药产业链上的最大支付方，掌握对上游企业压倒性的话语权，是制约医药行业发展的重要因素。快速释放的医疗服务需求与适龄劳动力减少、医保基金增长缓慢之间的矛盾越发突出，基本医保基金的支出增速已经超过收入增速，2020 年 1-10 月医保年净结余率已经下滑到 12.8%，为十年来最低点，未来医保支付压力仍将持续提升。

图 29 我国基本医保基金收支情况

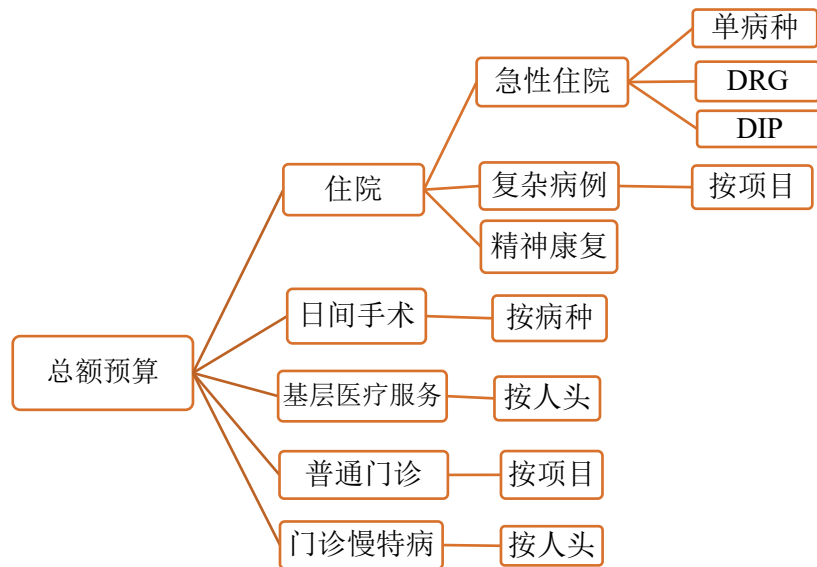


资料来源：国家医保局，首创证券

DRG、DIP 等医保支付方式改革或将成为医药市场主导政策。近年来，医保控费成为医药行业政策的核心。医保控费政策主要集中在三个方面：一是针对流通环节，主要是两票制、营改增、医药分离；二是针对药械生产企业，主要是药品、耗材的集采、医保谈判、国家医保药品目录动态调整；三是针对医疗机构，主要是以 DRG、DIP、单病种、按床日付费的多元复合医保支付方式改革。国家医保局针对不同类型的诊疗行为，制定多元化复合式支付方式，目的是以支付方式作为控费手段充分发挥医保第三方付费的杠杆作用，通过调控医疗行为实现医保控费，引导合理医疗行为，提高医保基金使用效率。DRG、DIP 主要应用于医疗机构的急性住院病例费用结算，都是采用病种打包付费的思路，均属于病例组合 (case-mix)，主要都是根据主要诊断和主要诊疗方式，综合考虑合并症、并发症、年龄等因素对病例进行分组，最终根据不同组别消耗医疗资源不同进行支付管理。经过多轮的药械集采和医保谈判，市场对集采的常态化已经有相对充

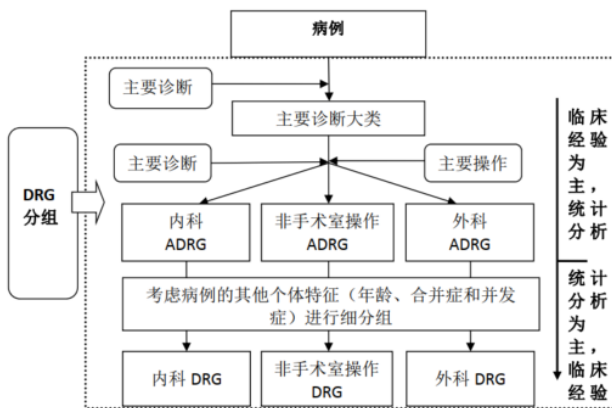
分的预期，而随着医保支付方式改革的深入，DRG、DIP 付费逐步在全国范围内试点并外延推广，DRG、DIP 等医保支付方式改革有望取代药械集采成为医保控费的主旋律，对市场产生较大的边际影响。

图 30 医保支付方式改革类别



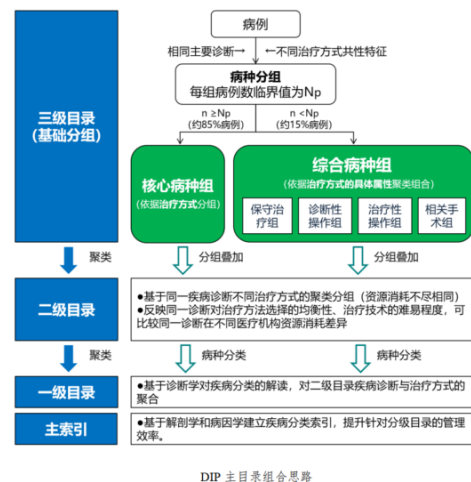
资料来源：公开资料整理，首创证券

图 31 CHS-DRG 分组思路



资料来源：国家医保局，首创证券

图 32 DIP 主目录组合思路



DIP 主目录组合思路

资料来源：国家医保局，首创证券

医保支付方式改革加速落地，零售药房预计将迎来行业利好。目前，国家医保版DRG、DIP 在我国均属于试点城市实际付费阶段，有望迅速向全国推广。DRG、DIP 加速落地后，将极大程度激发医疗机构控制成本的内生动力，在保证医疗质量的前提下，选择资源消耗低的治疗方法将成为首要选择，降本增效会短期对医药行业产生一定程度的负面冲击。传统按项目付费模式下医保支付范围内的医院药房、检验科等项目将变为成本中心，占用医保费用结余和医疗服务收费空间，因此，预计处方外流、医药分离将进一步加速，院内品种有望更多流向零售端。零售药店行业具有天然的消费属性，目前OTC 自费产品仍占据药品销售总额的半壁江山，具有医保控费政策免疫的特点。同时，

控费政策会引导部分不依赖医保的创新药从之前的进医院销售转变为加大布局院外零售药店、DTP 药房销售，对于具备承接能力的零售药店也将是利好。

表 9 支付方式改革相关政策文件

发布时间	发布机构	文件	要点
2015.10.27	卫计委等 5 部门	《关于印发控制公立医院医疗费用不合理增长的若干意见的通知》	推进医保支付方式改革，逐步减少按项目付费，建立以按病种付费为主，按人头、按服务单元等复合型付费方式，鼓励推行 DRGs 付费方式。
2016.01.16	发改委	《关于推进按病种收费工作的通知》	进一步扩大按病种收费的病种数量，城市公立医院综合改革试点地区 2017 年底前实行按病种收费的病种不少于 100 个。文件公布遴选的 320 个病种，供各地在推进按病种收费时使用。
2016.12.08	卫计委	《关于实施有关病种临床路径的通知》	公布 1010 个临床路径，推进临床路径管理与支付方式改革相结合。
2017.02.20	财政部、人社部、卫计委	《关于加强基本医疗保险基金预算管理发挥医疗保险基金控费作用的意见》	全面改革支付方式，充分发挥基本医疗保险激励约束和控制医疗费用不合理增长作用，促进医疗机构和医务人员主动控制成本和费用，从源头上减轻参保人员医药费用负担。
2017.04.24	人社部	《关于做好 2017 年城镇居民基本医疗保险工作的通知》	提高筹资标准、加快推进整合、完善大病保险、强化管理监控，全面深化付费方式和推行医疗保险智能监控，以付费总额控制为基础推行按病种、按人头等多种方式相结合的复合付费方式。
2017.06.28	国务院	《进一步深化基本医疗保险支付方式改革的指导意见》	2017 年起，全面推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式。选择部分地区开展按疾病诊断相关分组（DRGs）付费试点；鼓励各地完善按人头、按床日等多种付费方式。利用医保杠杆，提高医保基金使用效率、控制医疗费用不合理上。
2019.10.16	国家医保局	《国家医疗保障 DRGs 分组与付费技术规范、国家医疗保障 DRGs（CHS-DRGs）分组方案》	提出到 2019 年医保局完成顶层设计，2020 年全国试点城市模拟运行，2021 年 DRGs 实际运用的目标；建立统一标准 CHS-DRGs。
2020.02.25	国务院	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	推行以按病种付费为主的多元复合式医保支付方式，推广按疾病诊断相关分组付费，医疗康复、慢性精神疾病等长期住院按床日付费，门诊特殊慢性病按人头付费。
2020.06.18	国家医保局	《关于印发医疗保障疾病诊断相关分组（CHS-DRG）细分组方案（1.0 版）的通知》	对 376 组 ADRG 进一步细化，共 618 个 DRG 组。要求各试点城市参考 CHS-DRG 细分组的分组结果、合并症并发症/严重合并症并发症表（CC&MCC 表）、分组规则、命名格式等，制定本地的 DRG 细分组规则。
2020.08.28	国家医保局	《基于大数据的病种分值付费试点工作方案》	提出试点城市的遴选要求，明确 2020 年 10-11 月完成试点城市历史数据报送，2021 年起逐步开始实际付费。
2020.11.20	国家医保局	《国家医疗保障按病种分值付费（DIP）技术规范》	公布 DIP 分组技术规范和 DIP 目录库（1.0 版），主目录分为 11553 组核心病种，2499 组综合病种，试点城市病种目录库分组规则需与公布的病种库保持一致。

资料来源：政府网站，首创证券

2.2.2 疫情催化多元化需求，加速在线诊疗发展，或将改变传统医药零售模式

网售药品政策反复，但整体趋势向好。过去很长时期内，医药电商的发展一直受到政策的制约。2014 年，国家食药监总局发布《互联网食品药品经营监督管理办法(征求意见稿)》，将互联网药品经营明确定义为针对个人消费者的在线销售行为，禁止药品生产企业、批发企业面向个人消费者在线售药。2018 年，国家食药监总局发布《网络药品经营监督管理办法(征求意见稿)》，要求网络药品销售者为药品零售连锁企业的，不得通过网络销售处方药、国家有专门管理要求的药品，政策进一步收紧。然而从 2018 年以

来，国家出台了一系列政策，促进互联网医疗，尤其是医药电商的发展。国务院办公厅2018年4月发布的《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》，明确提出，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，并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。2019年新修订的《药品管理法》未将处方药纳入“禁止网络销售药品”中，标志着网售处方药逐步放开。

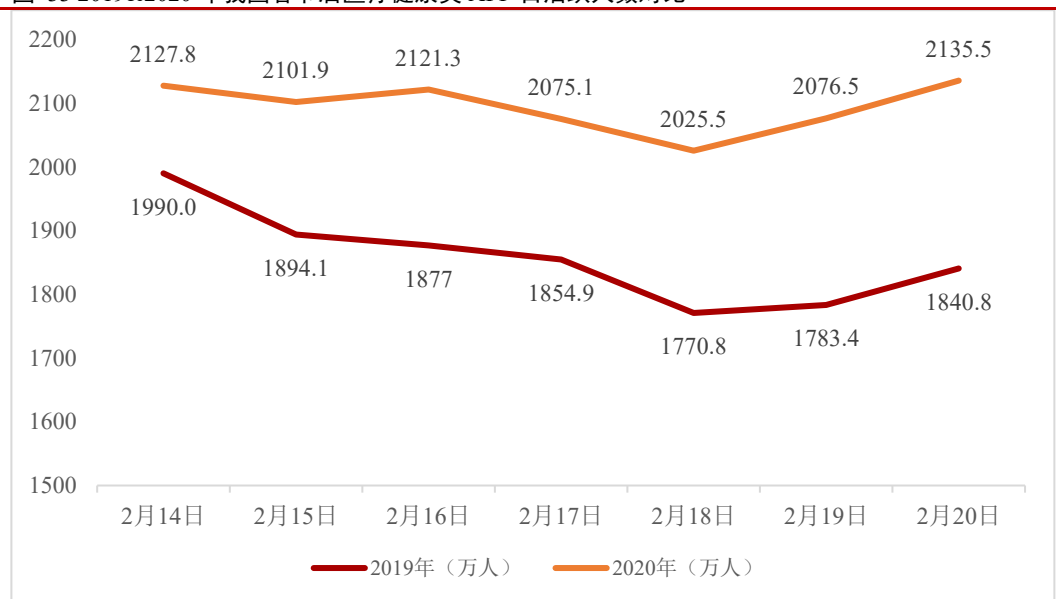
表 10 促进医药电商发展相关政策文件

发布时间	发布机构	文件	要点
2018.04.28	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。
2018.07.10	国家卫健委、国家中医药管理局	《关于深入开展“互联网+医疗健康”便民惠民活动的通知》	鼓励发展互联网医院，为患者在线提供常见病、慢性病复诊服务、随访管理、远程指导、居家康复；线上处方经药师审核后，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。
2018.09.14	国家卫健委、国家中医药管理局	《关于印发互联网诊疗管理办法（试行）等3个文件的通知》	对互联网诊疗、互联网医院、远程医疗服务的准入和监管提出了具体指导意见。
2019.05.23	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革2019年重点工作任务》	制定互联网诊疗收费和医保支付的政策文件。
2019.08.17	国家医保局	《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》	首次将“互联网”医疗服务纳入现行医疗服务价格的政策系统统一管理，对符合条件的“互联网”医疗服务，按照线上线下公平的原则配套医保支付政策。
2019.08.26	全国人大常委会	《中华人民共和国药品管理法(2019修订)》	处方药未被列入“不得在网络上销售”的药物中。
2020.02.28	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》	对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。参保人员凭定点医疗机构在线开具的处方，可以在本医疗机构或定点零售药店配药。
2020.05.21	国家卫健委	《关于进一步完善预约诊疗制度加强智慧医院建设的通知》	医院打通线上线下服务，在线开展部分常见病、慢性病复诊，积极联合社会力量开展药品配送等服务。
2020.07.21	国务院办公厅	《关于进一步优化营商环境更好服务市场主体的实施意见》	完善对新业态的包容审慎监管，在保证医疗安全和质量前提下，进一步放宽互联网诊疗范围，将符合条件的互联网医疗服务纳入医保报销范围，制定公布全国统一的互联网医疗审批标准。
2020.09.21	国务院办公厅	《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》	积极发展互联网健康医疗服务，大力推进分时段预约诊疗、互联网诊疗、电子处方流转、药品网络销售等服务。
2020.11.02	国家医保局	《关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见》	完善“互联网+”医疗服务医保支付政策，根据地方医保政策和提供“互联网+”医疗服务的定点医疗机构的服务内容确定支付范围。落实“互联网+”医疗服务的价格和支付政策，支持“互联网+”医疗复诊处方流转。
2020.11.12	国家药监局	《药品网络销售监督管理办法（征求意见稿）》	药品零售企业通过网络销售处方药的，应当确保电子处方来源真实、可靠，并按照有关要求对处方调剂审核，对已使用的处方进行电子标记。
2020.12.10	国家卫生健康委、国家医疗保障局、国家中医药管理局	《关于深入推进“互联网+医疗健康”“五个一”服务行动的通知》	总结推广实践中涌现出的典型做法，进一步聚焦人民群众看病就医的“急难愁盼”问题，持续推动“互联网+医疗健康”便民惠民服务向纵深发展，推进“一站式”结算服务，完善“互联网+”医疗在线支付工作。

资料来源：政府网站，首创证券

疫情催化在线诊疗行业快速发展。在线问诊一般涵盖咨询和处方续签、复诊、医院预约及慢性病管理。新冠肺炎疫情不仅提高了大众的健康与保健意识，也使在线问诊服务的接受度增加，带动消费者的就医购药习惯，促进医药电商的发展。根据艾瑞咨询测算，2020年2月疫情高峰期，医疗健康APP日活跃度同比增长14.08%。春雨医生在线问诊在疫情期间流量同比增长15倍。平安好医生半年报显示，在疫情高峰期间，平安好医生APP访问人次超11.1亿，APP新注册用户数量是疫情之前的10倍，APP新增用户日均问诊量是疫情前的9倍。2020年上半年平安好医生问诊咨询量1.5亿人次，同比增长了27%；2020年日均咨询量83万人次，同比增加26.7%，在线医疗收入同比增加超过一倍。2020年上半年，京东健康的年活跃人数、商品交易总额均同比增长35.5%和71.2%。

图 33 2019&2020 年我国春节后医疗健康类 APP 日活跃人数对比



资料来源：艾瑞咨询，首创证券

在线问诊快速扩容，互联网医疗服务有望筑高零售药店行业壁垒。我国互联网医院数量已经从2018年12月的119家增至2020年10月的近900家，增长了约6.5倍。根据弗若斯特沙利文报告，2019年我国在线问诊渗透率仅6%，2019-2024年预计我国在线问诊市场将按77.4%的复合年增长率增长，由2019年的90亿元大幅增至2024年的1550亿元，并于2030年达致人民币4070亿元，成为医疗咨询的主要方式，占国内总问诊量的68.5%。零售药店行业所经营产品的特殊性，使得行业对医疗服务有一定程度的需求，如药事服务、慢病管理服务等，零售药店通过布局互联网医院、中医馆、门诊部、加强与实体医院合作等方式增加医疗服务属性，筑高行业壁垒。同时，零售药店属于连锁医疗中医疗属性依赖相对较低的行业，与互联网医疗提供的“轻问诊”模式契合。在政策和环境双重催化下快速发展的互联网医疗有望在我国医疗卫生体系中逐渐扮演更重要的角色。因此，通过搭建互联网医疗的闭环模式，在线服务能为零售药店有效赋能，一方面做到服务引流，另一方面未来随着我国商保渗透率的提升，商保有望成为互联网医疗的支付方，在此带动下，摆脱医保支付“紧箍咒”的零售药店行业天花板将被打破。

图 34 近三年我国互联网医院数量变化

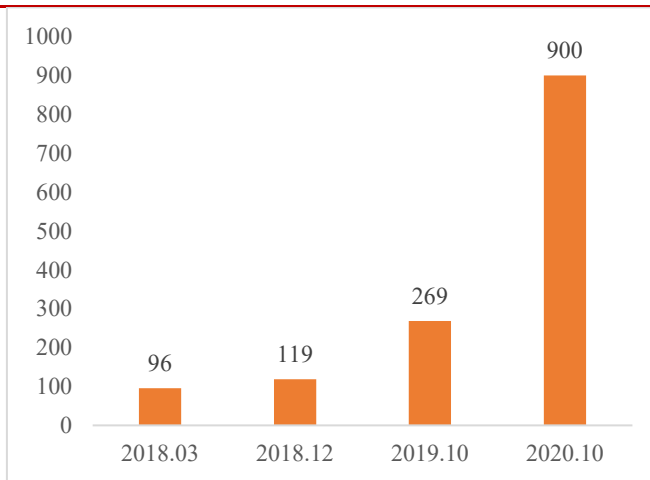
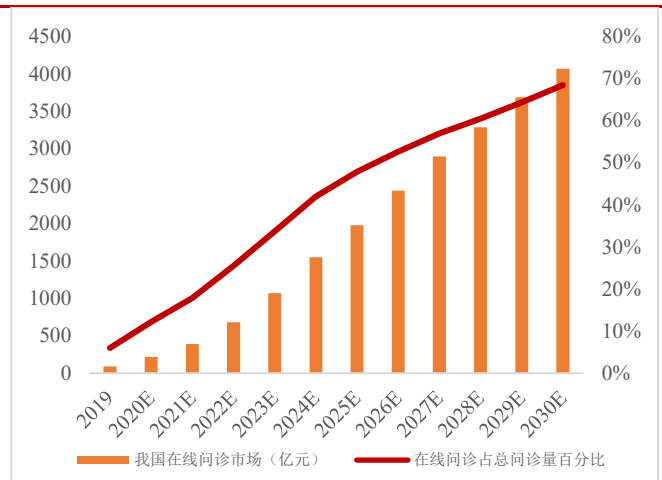


图 35 我国在线问诊市场预测



资料来源：公开资料整理，首创证券

资料来源：弗若斯特沙利文，首创证券

医保支付逐步接入在线诊疗服务。2020 年新冠肺炎疫情期间，国家密集出台政策鼓励在线问诊购药发展。年初，国家卫健委发文鼓励互联网医院、互联网诊疗服务，国家医保局将符合条件的“互联网+”医疗服务费用纳入医保支付范围，鼓励定点医药机构提供“不见面”购药服务，各地也纷纷出台在线复诊的医保支付政策；到下半年，国家卫健委发文要求总结疫情期间的有益经验，并制定互联网医疗服务（目前主要是常见病、慢性病复诊）医保支付政策详细方案，引导医保基金对互联网医疗的逐步开放。经过多次修订于 2020 年 11 月发布的《药品网络销售监督管理办法（征求意见稿）》，明确了药品网络销售者应当是药品上市许可持有人或者药品经营企业（包括药品批发和药品零售企业），在确保电子处方来源真实、可靠的前提下，药品零售企业可以通过网络销售处方药。

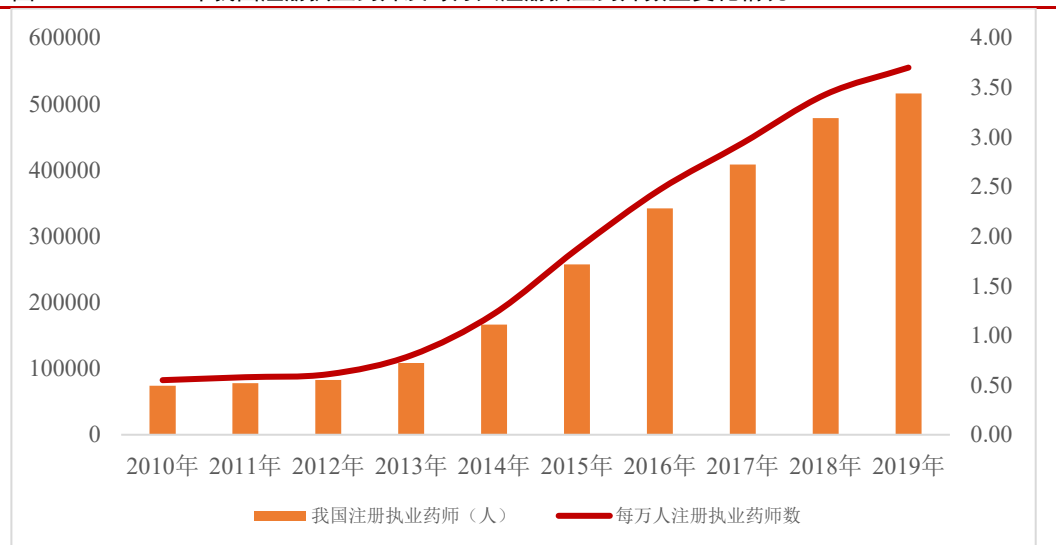
表 11 各地互联网复诊及医保政策

地区	互联网复诊范围	医保支付政策
江西省	常见病、慢性病	互联网(远程)复诊不区分医师级别，按普通门诊诊察费项目收费。互联网(远程)复诊价格标准为三级医疗机构 16 元，二级医疗机构 11 元；医保定额支付，三级 13 元，二级 9 元。
黑龙江省	常见病、慢性病	疫情期间临时纳入医保，线上与线下医疗服务实行同等的医保支付政策，执行相同的医保目录、医保支付类别和支付标准。
北京	常见病、慢性病	互联网复诊价格为三级医疗机构 50 元，二级医疗机构 30 元，一级医疗机构 20 元；相应医保支付标准为 40 元、28 元、19 元。
重庆市	高血压、糖尿病等常见病、慢性病	互联网复诊费与线下医疗服务项目普通门诊诊察费的医保政策保持一致，实行统一的医保结算标准和定额报销标准，其定额报销标准为：三级医院 10 元、二级医院 7 元、一级医院 5 元。
宁夏自治区	常见病、慢性病	定点医疗机构提请互联网复诊、互联网（远程）会诊或互联网（远程）病理会诊前应首先实施院内会诊，医疗保险仅限于住院支付，每个住院周期只支付 1 次费用。互联网复诊指导价格 A 类 6 元，B 类 5 元，C 类 4 元。
吉林省	常见病、慢性病	明确纳入医保支付的“互联网+”医疗服务范围、条件、收费和结算标准、支付方式、总额指标管理以及医疗行为监管、处方审核标准等，原则上对线上线下医疗服务实行统一管理。
山东省	常见病、慢性病	互联网定点医疗机构提供的“互联网+”医疗服务与线下医疗服务执行相同的医保目录、医保支付类别和支付政策。
海南省	慢性病、常见病	“互联网复诊”项目按规定纳入医保报销范围，按甲类支付，暂不纳入城乡居民基本医疗保险普通门诊年度累计最高限额，并以国家医保电子凭证和社保卡作为介质进行结算。价格标准为一类价 12 元，二类价 12 元，三类价 12 元。

资料来源：政府网站，动脉网，首创证券

执业药师仍然是稀缺资源，但最新政策缓解燃眉之急。近十年，我国注册执业药师数量有了大幅度提高，从2010年的7.4万人增长到2019年的51.6万人，每万人注册执业药师数也从0.55提高到3.70，但距离世界药学会公布每万人口应累计拥有注册执业药师的标准6.2人仍有不小的缺口。未来随着处方外流趋势提升，慢特病药房、DTP药房的布局都对药店药事服务能力提出更高的要求，长期来看，执业药师人才仍是稀缺资源，连锁药店对药师人才队伍的培养和培训至关重要。而国家和各地方近年来出台一系列政策鼓励连锁药店的发展，如各地陆续出台支持远程审方政策、《零售药店医疗保障定点管理暂行办法》降低医保定点药店资格药师的配备门槛要求（从征求意见稿中要求至少配备1名执业药师放宽为允许有1名具有药学、临床药学、中药学专业技术资格证书的药师），缓解燃眉之急，短时间内执业药师短缺不会成为阻碍零售药店行业发展的绊脚石。

图 36 2010-2019 年我国注册执业药师及每万人注册执业药师数量变化情况



资料来源：中国药店，首创证券

表 12 部分地区远程审方相关政策文件

地区	文件	要点
云南省	《关于进一步促进药品零售企业健康发展的意见》	开展执业药师远程药事服务及审方业务的药品零售连锁企业，其连锁门店可不再配备执业药师，但应至少配备1名依法经过资格认定的药学技术人员作为质量负责人，开展药事服务工作。
黑龙江省	《黑龙江省药品零售连锁企业执业药师在线远程网络审核处方有关规定(试行)》	药品零售连锁总部设置执业药师远程网络审方工作室，工作室室内执业药师配备数量应与企业经营规模相适应。药品零售连锁总部设置执业药师远程网络审方工作室，工作室室内执业药师配备数量应与企业经营规模相适应。
河北省唐山市	《唐山市药品零售连锁企业执业药师远程药事服务工作实施意见(试行)》	药品零售连锁企业实施执业药师远程药事服务，应成立远程药事服务机构，隶属质量管理部门。设置远程药事服务岗位，从事远程药事服务的人员应具有执业药师资格，负责纳入远程药事服务体系门店的处方审核、用药咨询等药事服务工作。
陕西省	《陕西省药品零售连锁企业执业药师远程服务中心建设指导意见(试行)》	鼓励具有一定规模的药品零售连锁企业和药品零售企业行业协会等社会组织建立执业药师远程服务中心，规范开展处方审核和合理用药指导工作。
湖南省	《湖南省药品监督管理局关于药品零售连锁企业开展远程审方工作的通知》	鼓励和支持已实现“四统一”的药品零售连锁企业运用“互联网+”开展执业药师远程审方，对其所属门店开展处方审核和合理用药指导工作。
福建省	《福建省药品监督管理局综合处关于鼓励通过信息技术开展执业药师远程审方的意见》	支持药品零售连锁企业利用现代信息技术开展远程处方审核，并为所属的药品零售连锁门店提供药事服务。

重庆市	《关于在全市药品零售企业推行执业药师远程药学服务和电子处方试点工作的指导意见》	鼓励实行“七统一”管理的药品零售企业运用“互联网+”开展远程药学服务，对其所属门店开展在线审方和合理用药指导。
-----	---	---

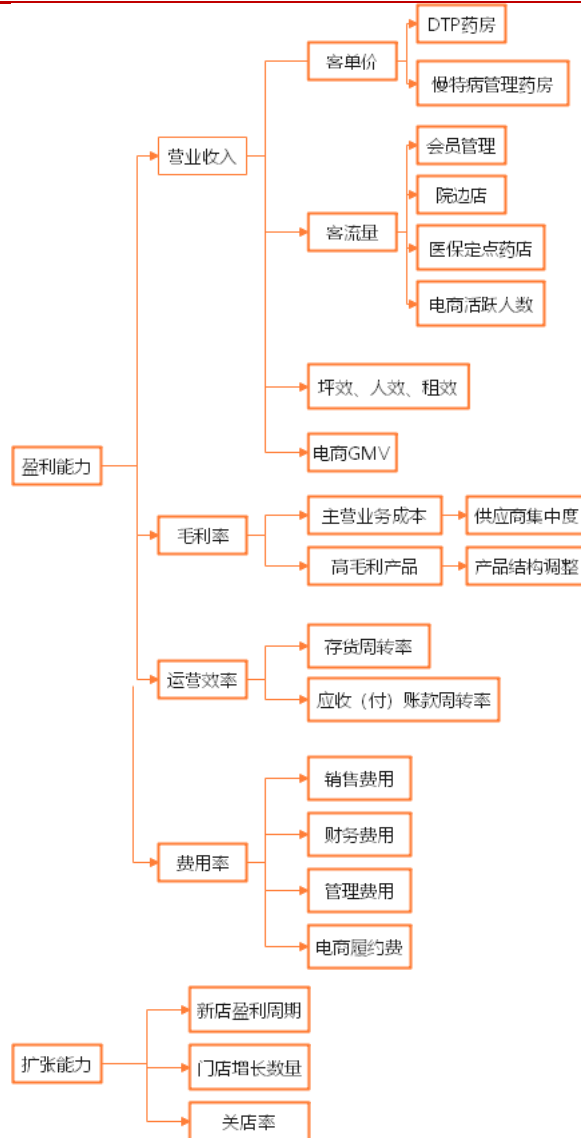
资料来源：政府网站，首创证券

中短期来看，线上问诊+线下药店的 O2O 模式更符合我国医保属地管辖的特点，有望充分享受处方外流政策红利。网上购药的买卖双方通常身处异地，而我国医保长期实行属地管理，参保人在接入医保系统的药房买药才能使用医保支付，因此网售处方药医保支付的前提是需要打通医保异地结算。根据国家医保局 2019 年数据，我国基本医疗保险大多数地方实现地市级统筹，京津沪渝 4 个直辖市和宁夏、青海等省份已实现省级统筹，但距离全国联网统一仍有较大距离。因此，虽然医保能否支付与个人的医疗行为关系密切，但网售处方药医保支付接通难度较大，开放仍需时日。短期内线下零售药店与线上平台相结合的 O2O 模式有望成为处方外流的有效承接模式；长期来看，在我国医疗资源短缺且分布严重不均的背景下，互联网医疗是大势所趋，解决网售处方药医保对接的问题道阻且长，但未来可期。

3 传统零售药房“四朵金花”横向比较

内生盈利水平+外延扩张能力，打造零售药店核心竞争力。随着药品集采、医保谈判常态化，医保支付方式改革快速推进，药品高利润时代已经结束。一方面，零售药店未来要设法维持和提升盈利水平，如通过加强会员服务锁定客流量、加强慢特病管理服务提高客单价、调整产品类别拓展顾客自费产品领域提升利润水平等；另一方面，未来零售药店规模经济的特征将更加凸显，比拼的将更多是成本端的运营管理能力，药品供应链管理将成为重要的核心竞争力之一，供应链管理可以提高运营效率、降低成本，药品的仓储、配送也都对物流管理提出更高的要求，同时随着 B2C、O2O 模式的兴起，物流能力更为重要。从整个行业角度，我国零售药店行业未来集中度势必会得到大幅度提升；从单家企业角度，企业的扩张能力是保障规模经济的前提，也是提高知名度、塑造品牌的基础。因此，我们认为，连锁零售药店行业最核心的是盈利能力和扩张能力。

图 37 零售药店核心竞争力拆分



资料来源：首创证券

连锁药店进行扩张有不同的模式，在我国运作比较成功的主要有三种，即内部发展的直营店模式、并购重组模式和特许加盟模式。三种模式各有利弊，企业通常采取三种模式相结合的扩张方式，如何权衡利弊、因地制宜、因时制宜地选择合适的发展模式，也是扩张能力的体现。在行业长期逻辑驱动下，国内零售药店企业外延扩张是必经之路，如四大上市零售药店门店数量增速远超行业平均水平，逐步形成规模化优势；扩张速度固然重要，整合能力更加重要，新店盈利周期指标通常可以较好地反应新店的整合情况，关店率可以反映出门店整体运营效果。

表 13 三种扩张模式的优缺点比较

扩张模式	优点	缺点
直营店	渐进式发展，适应变化的外部环境能力强。总部对下属门店拥有完全的所有权和经营权，实施人、财、物、产、供、销各方面的统一管理，容易建立相同的管理制度、企业文化和价值观，把企业自身核心能力移植到新开分店。	发展相对缓慢，需要企业资金实力强大，直营店初期阶段可能由于规模小或地理位置不利而面临竞争劣势局面。
并购重组	扩张迅速，快速获取新的资源，减少潜在竞争对手。	代价通常较高，并购中可能存在一定比例不良资产，整合过程存在失败风险。

特许加盟	风险较低，成本较低，可以为连锁企业带来财务资源和人力资源，利用品牌效应发展特许连锁经营是效率极高的扩张方式。为后续并购做准备，降低整合风险。	结合模式较松散，连锁药店总部不拥有连锁成员产权，管理中协调、控制成本高。契约合作模式不牢固，受许方随时可能退出连锁体系。
-------------	--	--

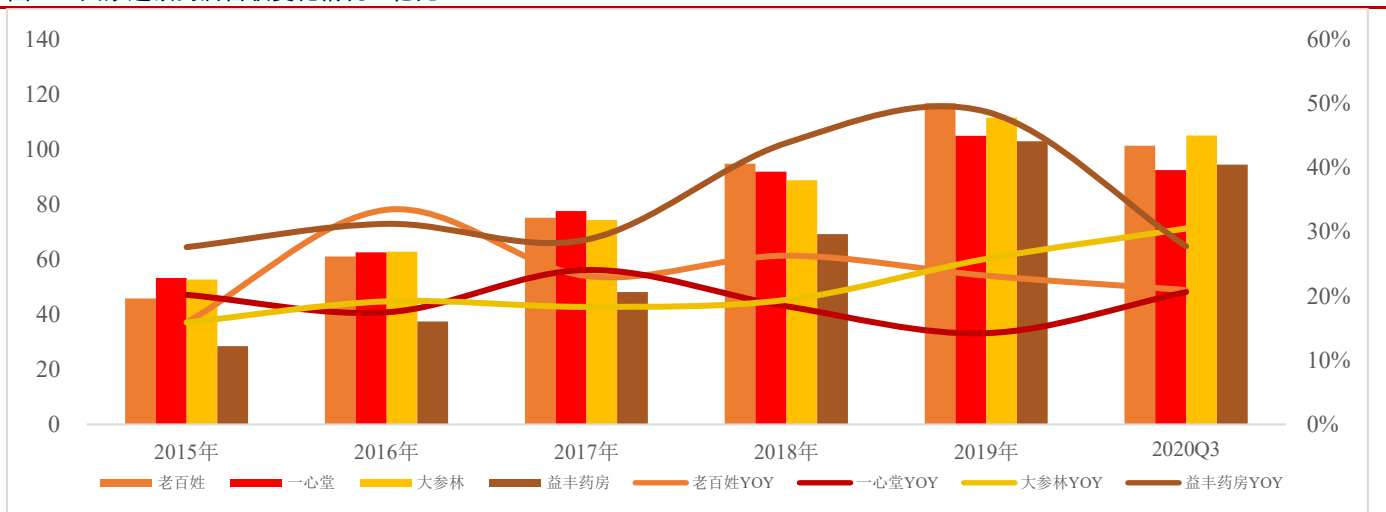
资料来源：中国药店，首创证券

以上关键因素可以概括为考察零售药店能力的六大维度：经营能力指标（营业收入、产品销售品类结构、毛利率、净利率、单店收入、电商成交金额）、管理能力指标（人均守备率、坪效、人效、租效、存货周转天数、应收账款周转天数、销售费用率、管理费用率、财务费用率、电商履约开支）、资源能力指标（应付账款周转天数、供应商集中度、医保定点率、DTP 药房数、院边店数）、发展能力指标（新增门店数、新店盈利周期、关店率）、人力能力指标（员工薪酬水平、股权激励情况、员工流失率）、服务能力指标（客单价、客流量、会员管理、会员销售占比、电商活跃人数）。我们按照六大维度对四大上市零售药店老百姓、一心堂、大参林、益丰药房进行横向对比。

3.1 经营能力分析

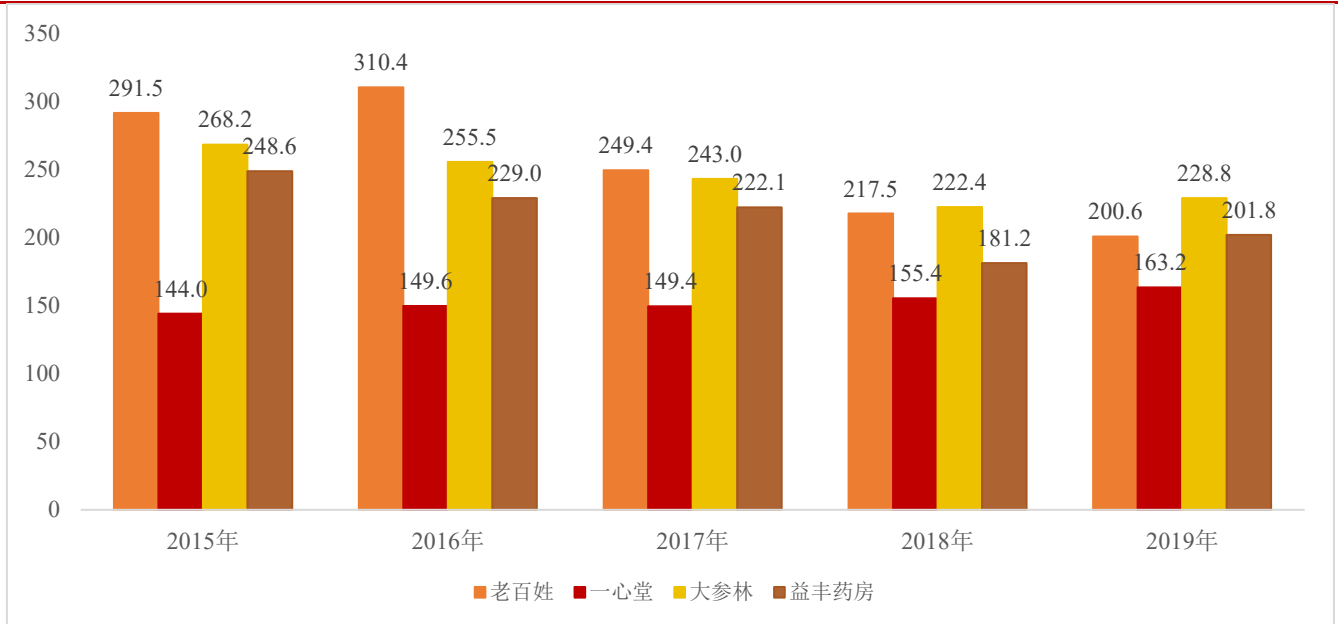
受益于内生增长和外延扩张，2015-2019 年，四家连锁药店营收规模快速增长，到 2019 年营收规模均超过 100 亿元，其中老百姓营业总收入最高，达到 116.63 亿元。益丰药房营收增速最快，2015-2019 年复合年增速为 37.8%。2019 年大参林单店平均收入最高，达到 228.8 万元，四大零售药店单店销售额远高于行业平均水平（2019 年零售药店平均单店销售额 88.73 万元/年）。在公司精细化管理下，一心堂单店收入四年来逐年增长；而另外三家单店收入逐年降低，主要是因为近年来外延扩张加速，新建或并购门店营收有一定爬坡期。

图 38 四家连锁药店营收变化情况（亿元）



资料来源：各公司财务报告，首创证券

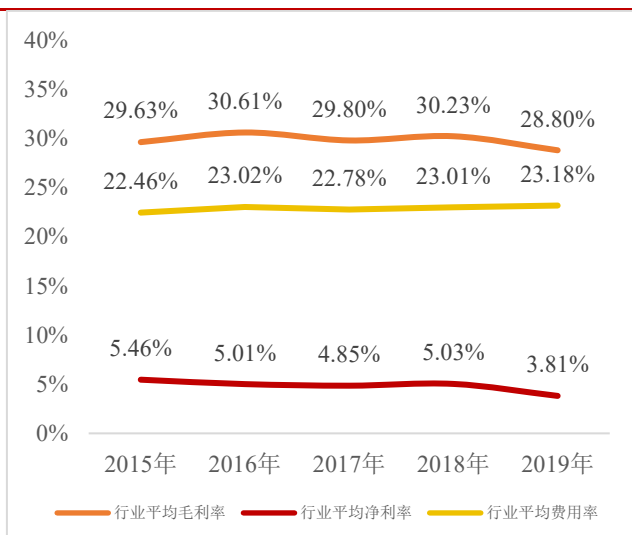
图 39 四家连锁药店单店平均收入情况（万元）



资料来源：各公司财务报告，首创证券

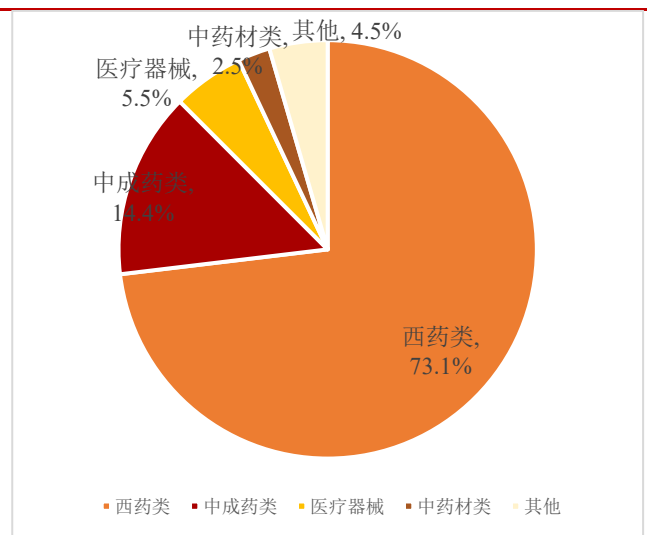
销售品类结构分解，四大零售药店高毛利产品占比高。根据《2019 药品流通行业发展报告》，按销售品类分类，在药品流通行业中，西药类销售仍占据主导地位，销售额占比 73.1%，其次为中成药占 14.4%，医疗器械占 5.5%，中药材占 2.5%。可以看出中西成药仍然是全行业销售占比最高的品类（87.5%）。四大零售药店毛利率较低的中西成药销售占比低于全行业水平，除大参林因销售参茸滋补药材而压缩了中西成药销售占比（68.1%）外，其他三家零售药店中西成药销售占比均超过 70%，其中老百姓中西成药销售占比最高（80%）。同时，四大零售药店毛利较高的非药产品占比高于行业平均水平，2019 年一心堂非药产品销售占比最高，达到 17.1%。

图 40 中国连锁药店平均盈利水平



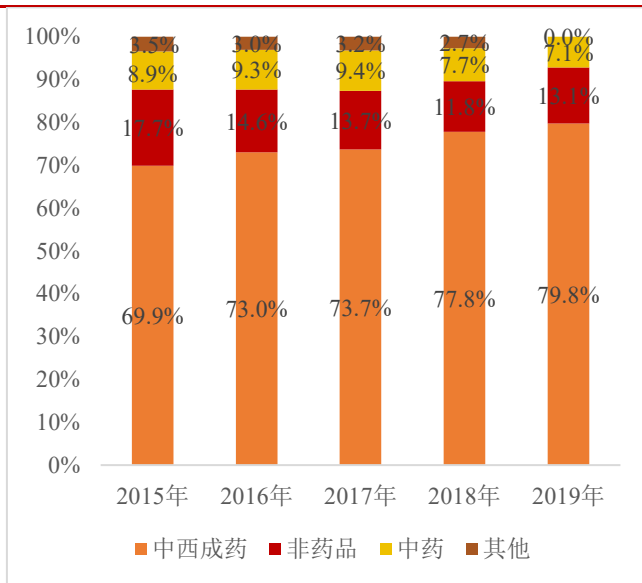
资料来源：中国药店，首创证券

图 41 2019 年全行业产品销售品类结构



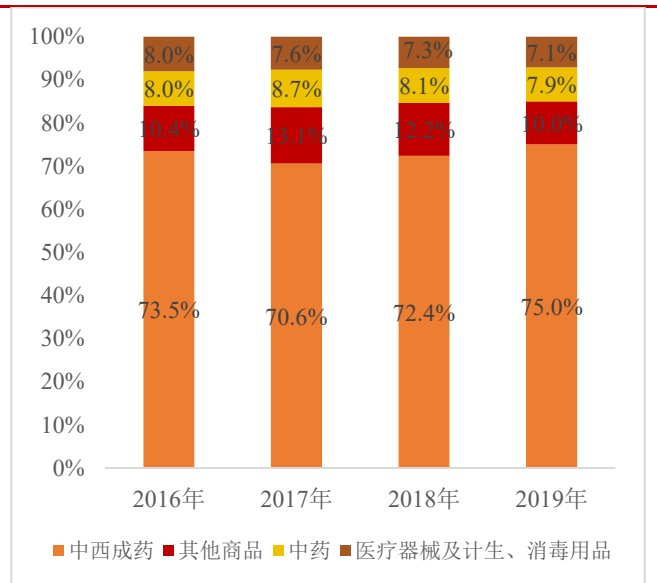
资料来源：《2019 药品流通行业发展状况》，首创证券

图 42 老百姓产品销售品类结构情况



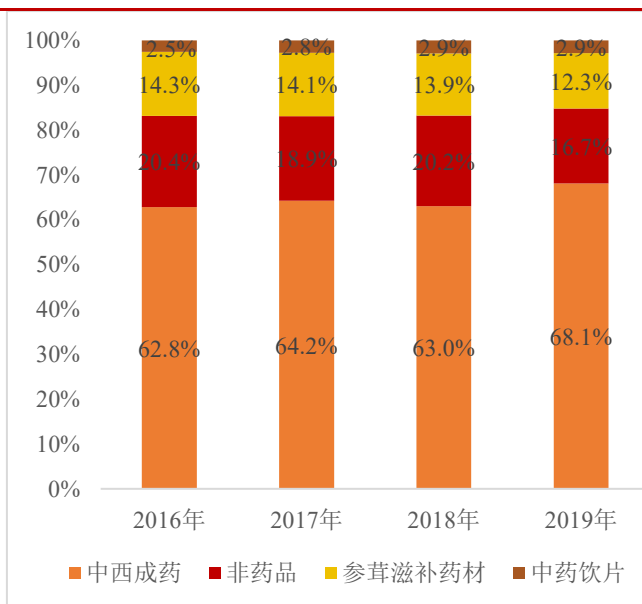
资料来源：公司财务报告，首创证券

图 43 一心堂产品销售品类结构情况



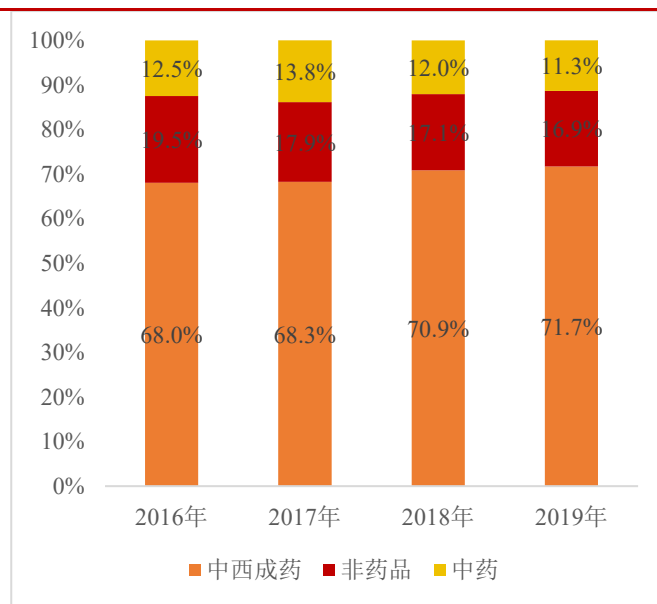
资料来源：公司财务报告，首创证券

图 44 大参林产品销售品类结构情况



资料来源：公司财务报告，首创证券

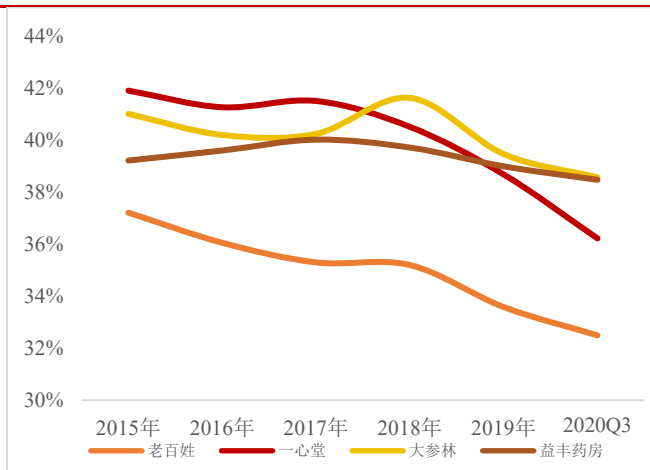
图 45 益丰药房产品销售品类结构情况



资料来源：公司财务报告，首创证券

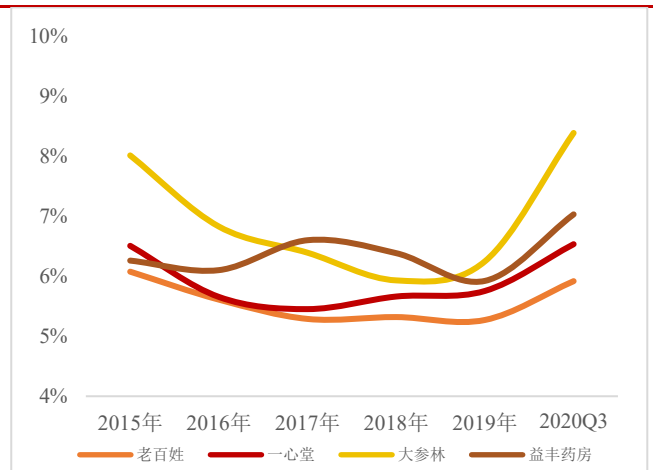
四大上市零售药店毛利率、净利率水平突出。受销售产品结构影响，多年来四大零售药店毛利率均超过 30%，毛利率、净利率均高于行业平均水平。2019 年大参林毛利率、净利率均为行业最高，分别为 39.5%和 6.3%。值得注意的是，近年来四大零售药店毛利率呈现出明显的下降趋势，2019 年毛利率均下降至 40%以内，预计未来随着带量采购、医保谈判的范围扩大、人力、租金等成本持续上升，零售药店行业毛利率将保持持续下降的趋势，如何有效地调整应对零售药店的低毛利时代将是行业持续发展的关键。而四大零售药店目前通过规模经营、优化管理等措施，使净利率未出现同步明显下降的趋势，2019 年四大零售药店净利率已经高于行业平均水平超过 2 个百分点，龙头规模效应明显。

图 46 四家连锁药店毛利率变化情况



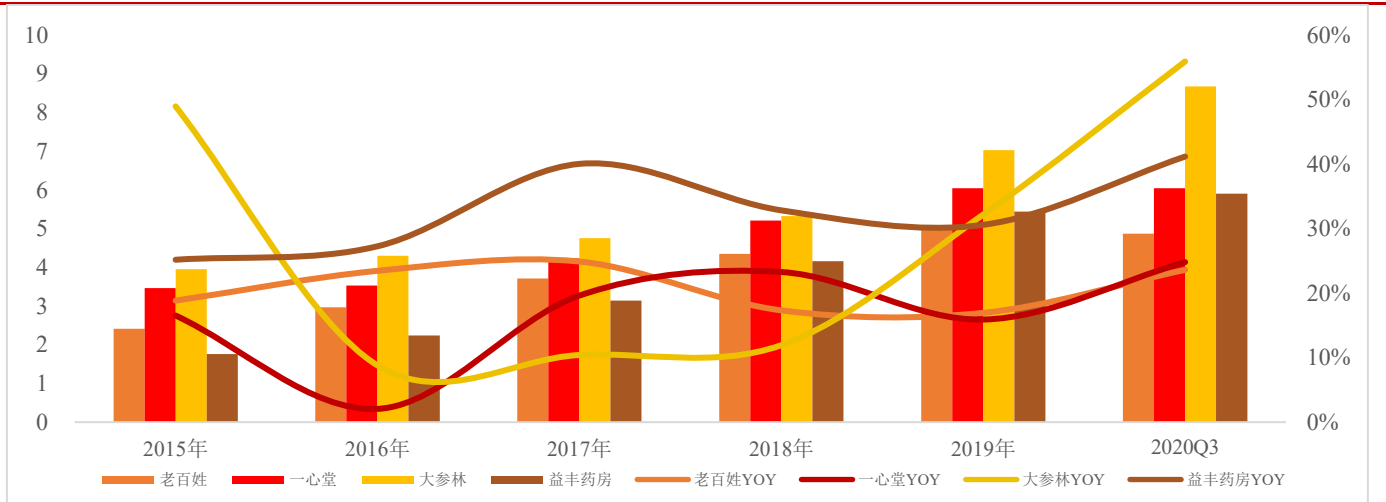
资料来源：各公司财务报告，首创证券

图 47 四家连锁药店净利率变化情况



资料来源：各公司财务报告，首创证券

图 48 四家连锁药店归母净利润变化情况 (亿元)

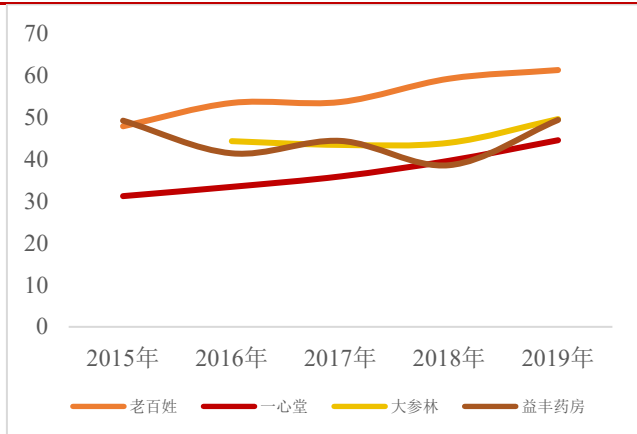


资料来源：各公司财务报告，首创证券

3.2 管理能力分析

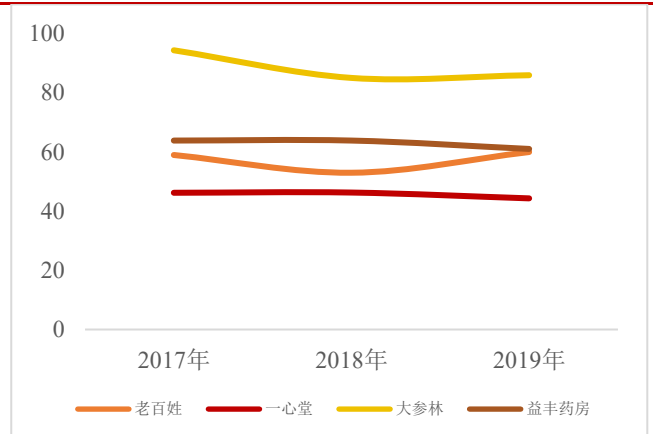
人效持续提升，期间费用下降明显，精细化管理初见成效。2015-2019年，四大零售药店人效持续提升，坪效略有下降，其中老百姓年均人效最高，2019年达到61.33万元/年，大参林日均坪效最高，2019年为85.97元/m²。在费用控制方面，四大零售药店费用率高于行业平均水平(23.2%)，但受益于扩张的规模经济效应，近年来四大连锁药店期间费用率均呈现下降趋势，逐渐趋于精细化管理，预计未来会持续下降。其中老百姓期间费用率和销售费用率多年来保持最低，费用控制良好，到2019年老百姓的期间费用率和销售费用率分别为26.9%和21.6%。四大零售药店管理费用率逐渐趋于稳定，近两年均控制在5%以内；因为零售的行业特点，各家公司现金流较好，财务费用率多年来均保持较低水平。

图 49 四家连锁药店人效（万元/年）



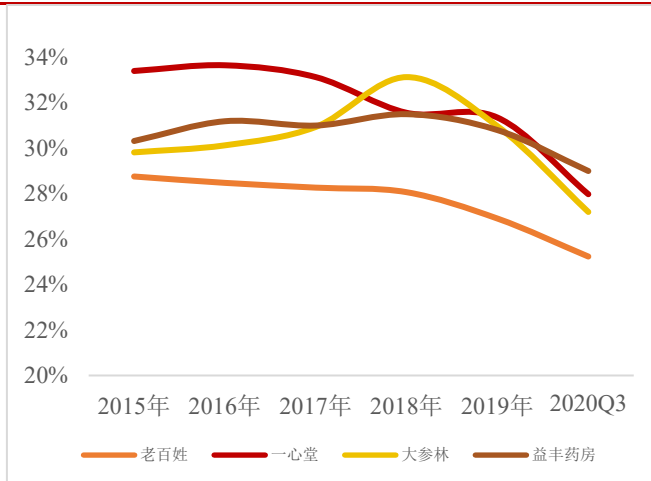
资料来源：各公司财务报告，首创证券

图 50 四家连锁药店坪效（元/m²/日）



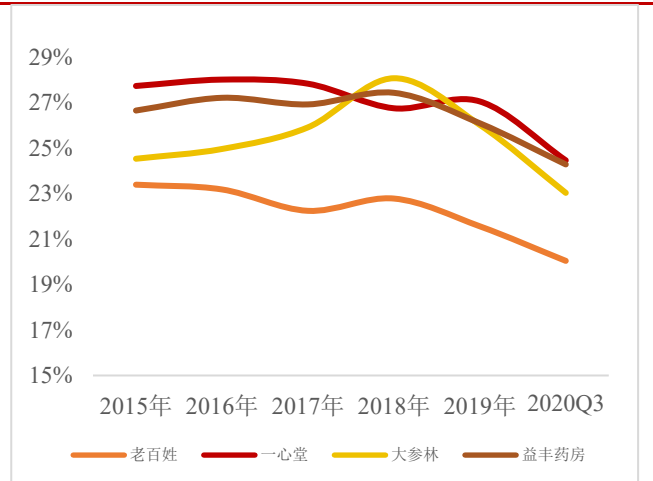
资料来源：各公司财务报告，首创证券

图 51 四家连锁药店期间费用率情况



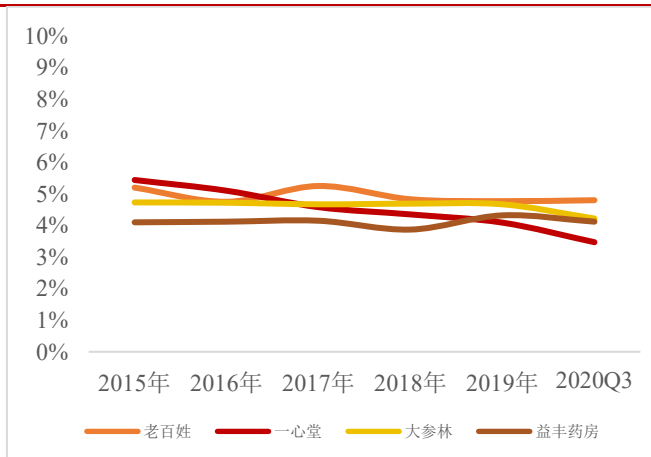
资料来源：各公司财务报告，首创证券

图 52 四家连锁药店销售费用率情况



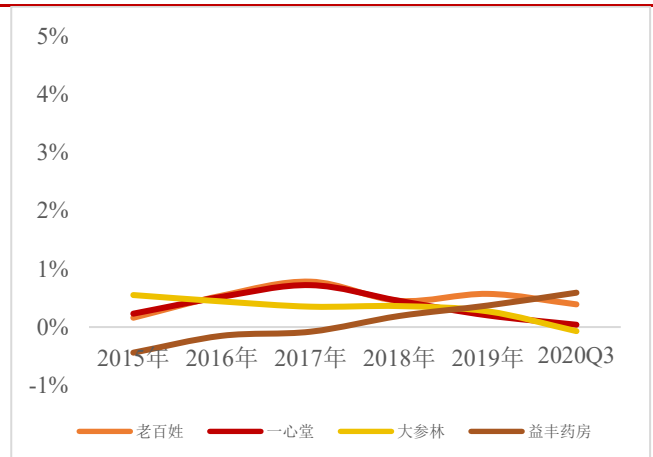
资料来源：各公司财务报告，首创证券

图 53 四家连锁药店管理费用率情况



资料来源：各公司财务报告，首创证券

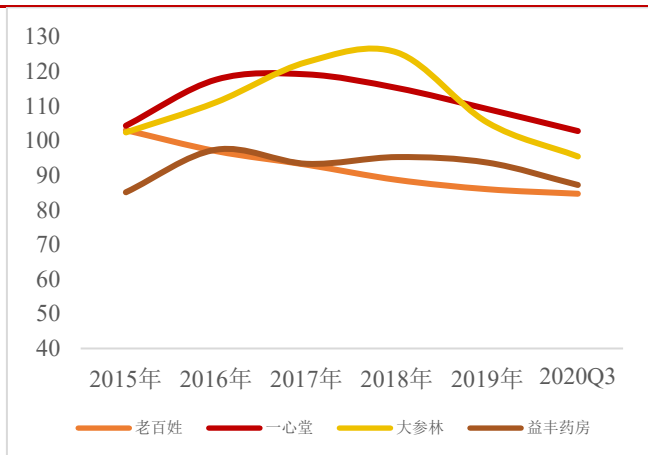
图 54 四家连锁药店财务费用率情况



资料来源：各公司财务报告，首创证券

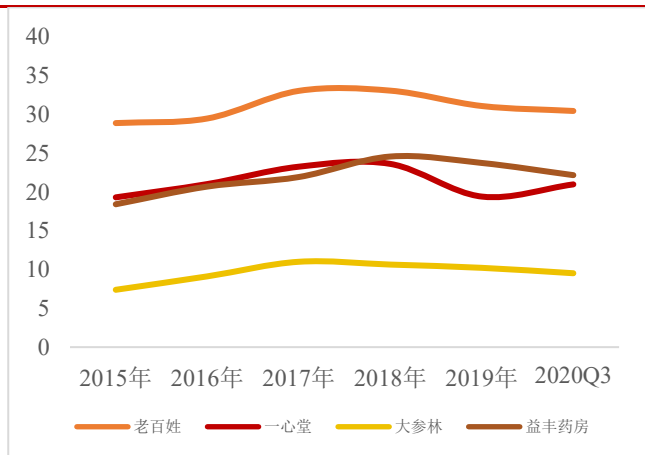
供应链优势逐渐凸显，资金流动性良好。总体来看，四大零售药店存货周转天数呈现下降趋势，2018年以来下降趋势尤其明显，反应出供应链管理能力的提升；其中老百姓和益丰药房存货周转天数较低，2019年分别为85.97天和93.65天。四大零售药店应收账款周转性保持稳定，应付账款周转天数呈上升趋势，议价能力强，资金流动性良好。其中大参林应收账款周转天数多年来均较短，收现能力最强；一心堂应付账款周转天数较长，流动资金使用效率较好。

图 55 四家连锁药店存货周转天数



资料来源：各公司财务报告，首创证券

图 56 四家连锁药店应收账款周转天数

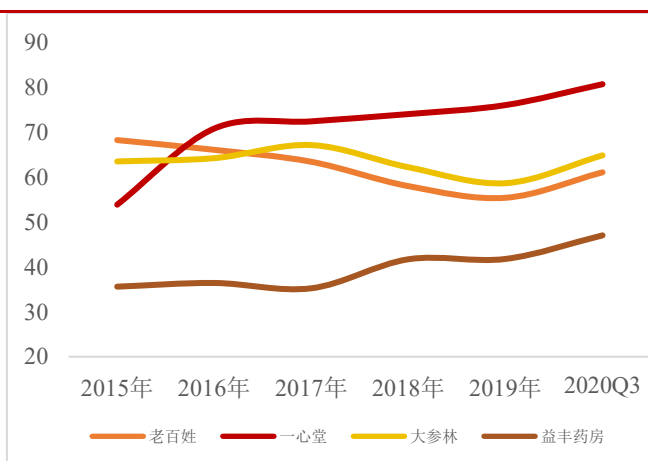


资料来源：各公司财务报告，首创证券

3.3 资源能力分析

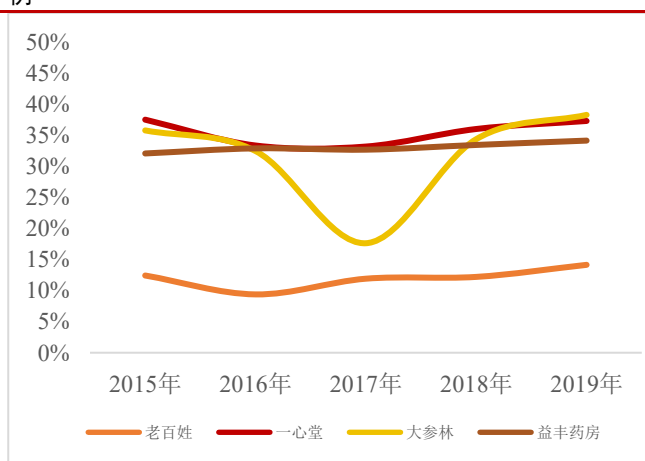
与上游供应商合作稳定，医保门店占比逐年提升，取得先发优势。四大零售药店前五名供应商采购额占比逐年提升，2019年一心堂、大参林、益丰药房前五名供应商采购额占比均超过30%，采购集中度较高，与上游供应商合作稳定，规模效应明显。零售药店的医保定点药店客流量、客单价均高于非医保定点药店，医保定点资格是能否承接医院处方外流红利最重要的因素之一。截至2019年末，全国医保定点零售药店总数39万家，占零售药店总数约74.4%，四大零售药店医保定点药店占比逐年提升，已经在布局医保定点药店上抢得先机；其中老百姓医保门店占比最高，达到89.5%，远高于行业平均水平。随着《零售药店医疗保障定点管理暂行办法》新规落地，我们预计医保定点药店的获批会大幅提速，新店盈利周期也将会缩短，带来广阔的行业增量空间。

图 57 四家连锁药店应付账款周转天数



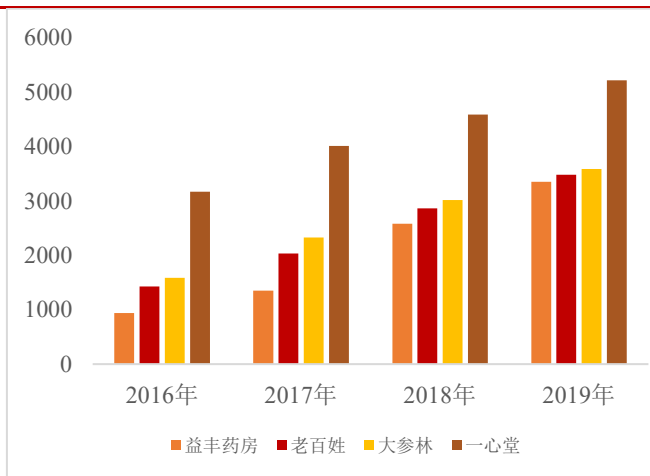
资料来源：各公司财务报告，首创证券

图 58 四家连锁药店前五名供应商采购额占年度采购总额比例



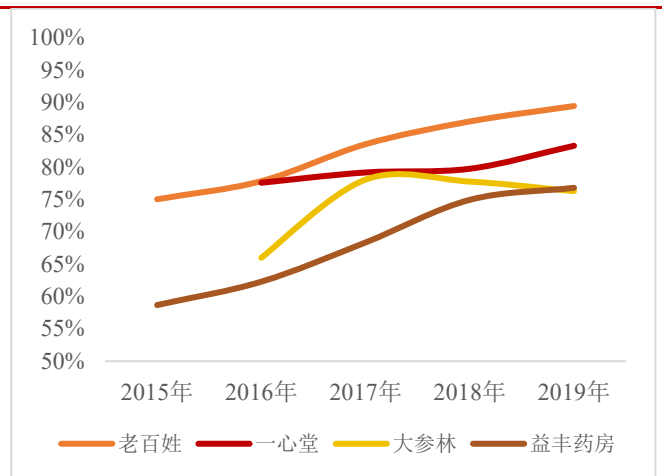
资料来源：各公司财务报告，首创证券

图 59 四家连锁药店医保门店数



资料来源：各公司财务报告，首创证券

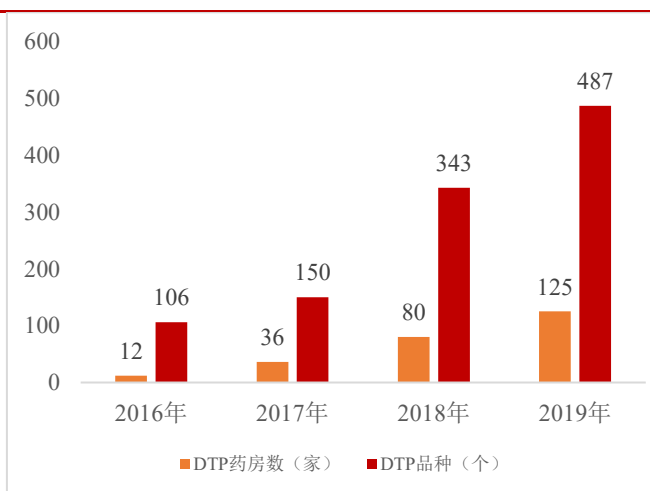
图 60 四家连锁药店医保门店数占直营门店数比例



资料来源：各公司财务报告，首创证券

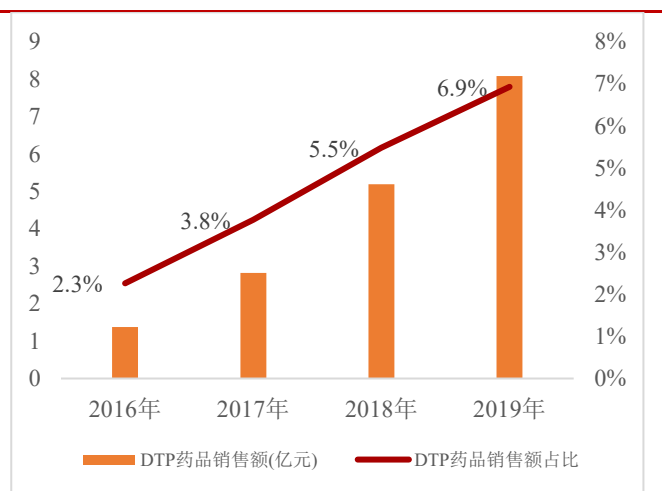
积极拓展 DTP 药房、慢特病药房等业务，转型升级迎接政策红利。四大零售药店均在积极布局 DTP 药房、慢特病管理药房等创新业务，以迎接处方外流的长期政策红利。以老百姓为例，截至 2020H1，公司已在旗下 3782 家门店铺设慢病自测设备，培养了 3589 名慢病管理专家，开设全工作日的慢病管理病种日，涵盖肝病、高血压、高血脂、糖尿病、痛风、胃肠道等主要慢病种类，为相应病种顾客群提供用药指导、健康自测等服务，公司慢病服务累计建档 360 万人、累计服务自测会员人数 306 万、患教 2395 场次。自实施慢病管理以来，公司慢病相关药品品类复购率、日均销售额、客流量均实现明显增长。与此同时，公司通过 DTP 业务与上游供应商密切合作，获得更多上游资源，提升处方药尤其是新特药的供应能力。2019 年末，公司 DTP 药房已达 125 家，DTP 品种数达到 487 个，DTP 药品销售占比从 2016 年的 2.3% 攀升至 6.9%。

图 61 老百姓 DTP 门店数及品种数情况



资料来源：公司财务报告，首创证券

图 62 老百姓 DTP 药品销售额及占总销售额比例



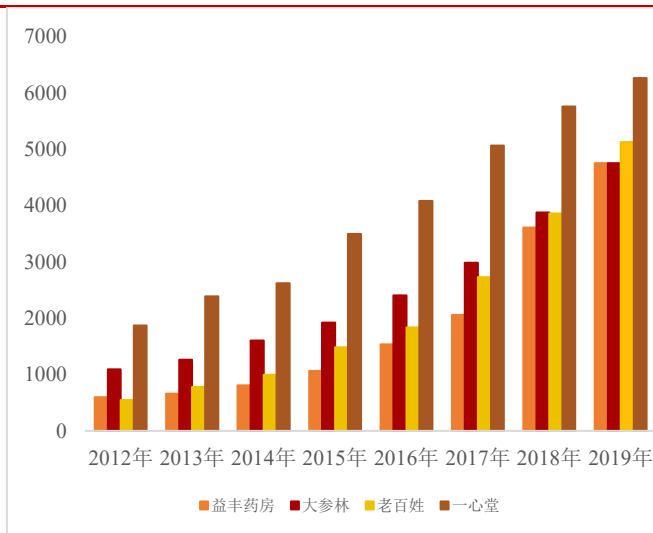
资料来源：公司财务报告，首创证券

3.4 发展能力分析

跑马圈地到精耕细作，从粗放型扩张向精细化运营转变。多年来四大零售药店快速增长，到 2019 年门店总数均超过 4700 家（含加盟），2012-2019 复合年增速为 26%，近年来益丰药房扩张速度最快，2015-2019 复合年增速为 45%；一心堂经营稳健，坚持只

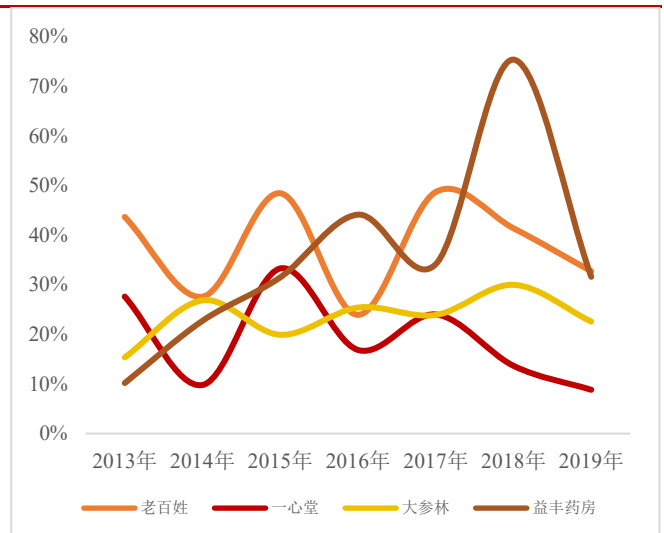
发展直营店的模式，多年来门店扩张速度相对较低。近年来四大零售药店直营店数量扩张均依赖自建+收购两条途径，2018年门店扩张数量创多年来新高，达到4344家；到2019年扩张速度放缓，开始从快速扩张到精细化管理转变。同时，老百姓、大参林、益丰药房采取了加盟店的模式，截止2020H1，老百姓的加盟店铺数量为1436家，占总店铺的比重为25%。各家药店关店率也趋于稳定，维持在2%以下的低水平，远低于行业平均水平（2018年行业平均关店率4.18%），整体运营管理能力提升。

图 63 四家连锁药店总门店数（含加盟店）



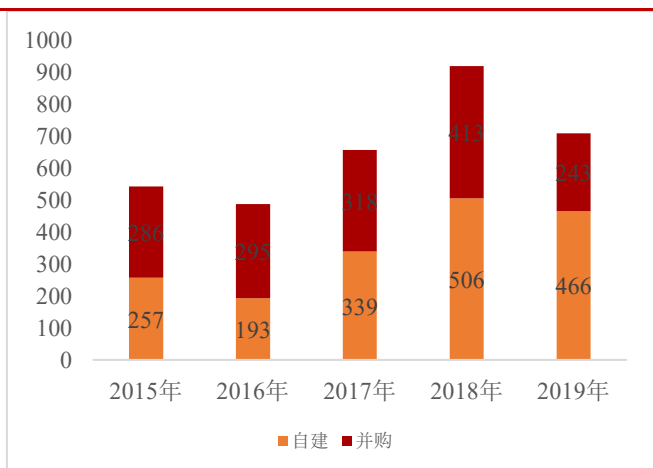
资料来源：各公司财务报告，首创证券

图 64 四家连锁药店总门店数增长速度



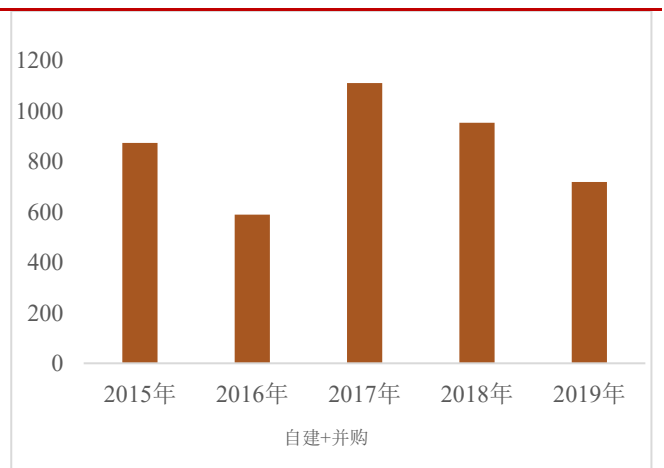
资料来源：各公司财务报告，首创证券

图 65 老百姓每年新增直营店数量



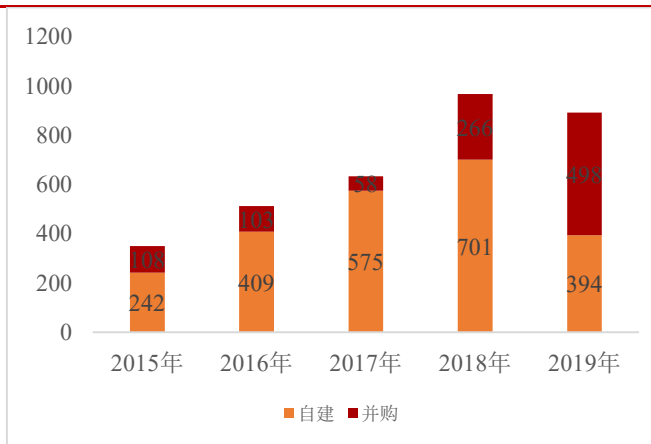
资料来源：公司财务报告，首创证券

图 66 一心堂每年新增直营店数量



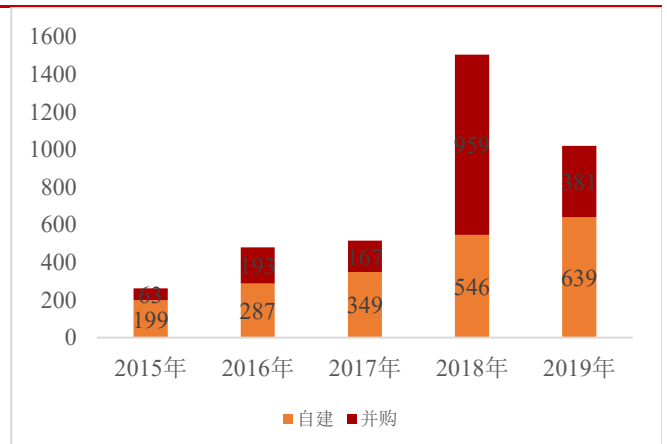
资料来源：公司财务报告，首创证券

图 67 大参林每年新增直营店数量



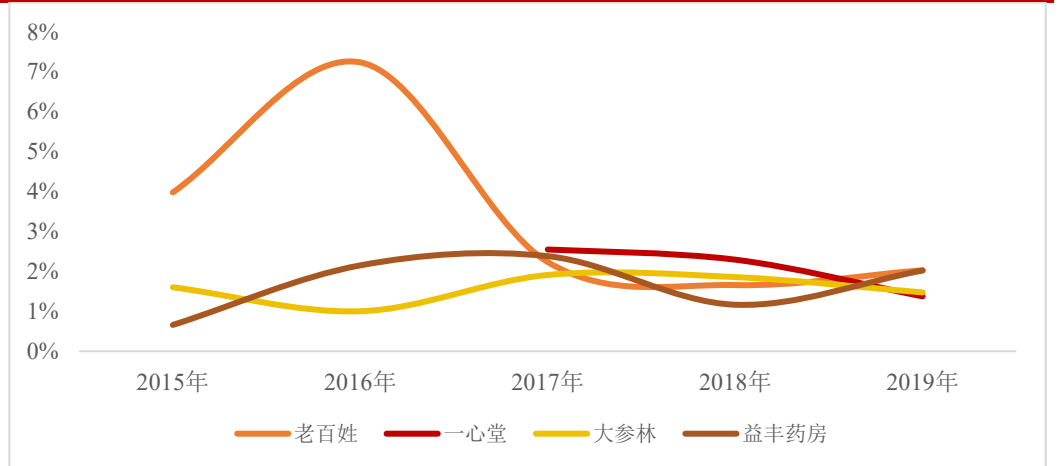
资料来源：公司财务报告，首创证券

图 68 益丰药房每年新增直营店数量



资料来源：公司财务报告，首创证券

图 69 四家连锁药店关店率

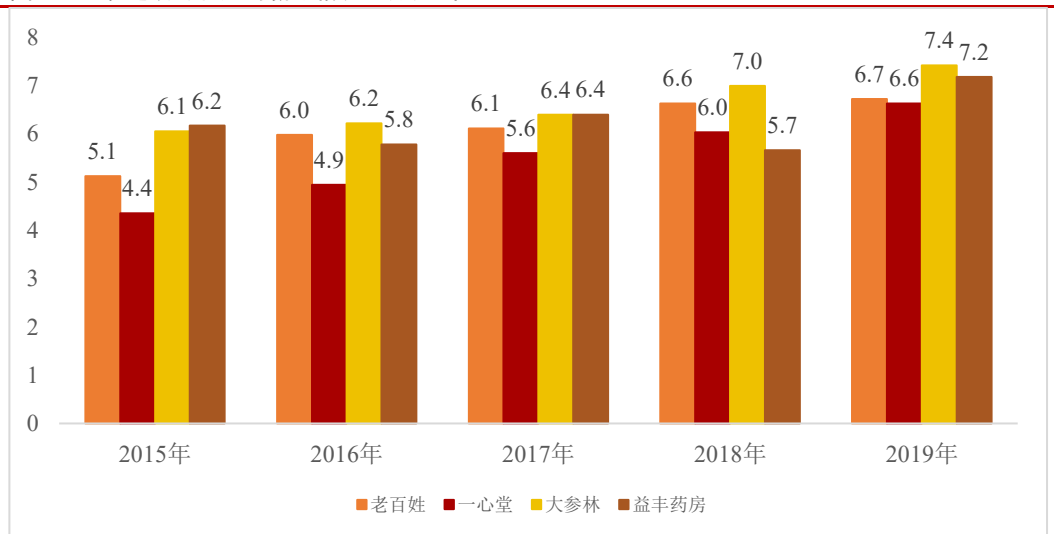


资料来源：各公司财务报告，首创证券

3.5 人力能力分析

人均薪酬远高于行业平均，股权激励机制完善。零售药店是典型的人力密集型行业，消费者需要用药咨询、对症售药等服务，并依赖执业药师进行处方药的审方。未来随着服务不断延伸多元化，慢特病管理、DTP 药品对零售药店从业人员都提出更高的要求。因此，合理的薪酬激励机制能够有效地帮助公司留住核心人才，赢得未来发展的基石。四大零售药店的人均年薪稳定增长，2019 年均超过 6.5 万元/年，远高于行业平均水平（4.5 万元/年），对一线员工的激励作用明显；其中大参林人均年薪最高，为 7.4 万元/年。与此同时，近年来四家公司均陆续实施了完善的股权激励机制，巩固核心团队。

图 70 四家连锁药店人均薪酬情况（万元/年）

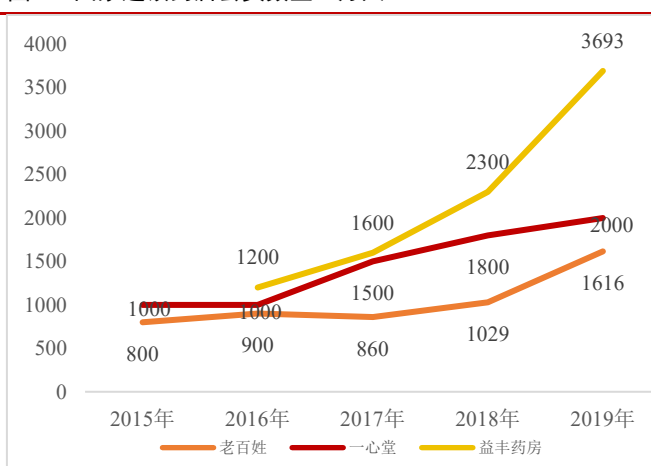


资料来源：Wind，首创证券

3.6 服务能力分析

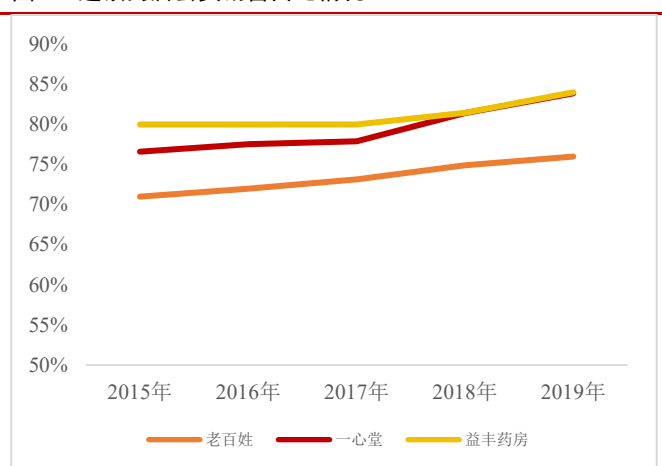
会员体系逐渐扩大，客户黏性日益增强。四大零售药店均采取会员制，会员人数快速增长，核心顾客群体带来公司大部分利润。2019年，老百姓和益丰药房的会员人数较多，分别达到了4148万人（其中活跃会员数量1616万）和3693万人，老百姓、一心堂、丰药药房会员销售额占比均超过75%，并呈现持续增长趋势。同时，各家公司通过积极开展慢病管理服务来提高客单价和客流量，如一心堂2019年慢病医保门店客单价为295.97元，是非慢病顾客消费客单价的4.17倍，慢病医保交易次数同比增长38.04%。

图 71 四家连锁药店会员数量（万人）



资料来源：各公司财务报告，首创证券，其中老百姓仅统计活跃会员人数

图 72 连锁药店会员销售占比情况



资料来源：各公司财务报告，首创证券

综合来看，几家上市零售药店各有优势，我们重点推荐益丰药房、老百姓、大参林、一心堂，建议关注健之佳。

4 新兴医药电商与传统零售药店对比

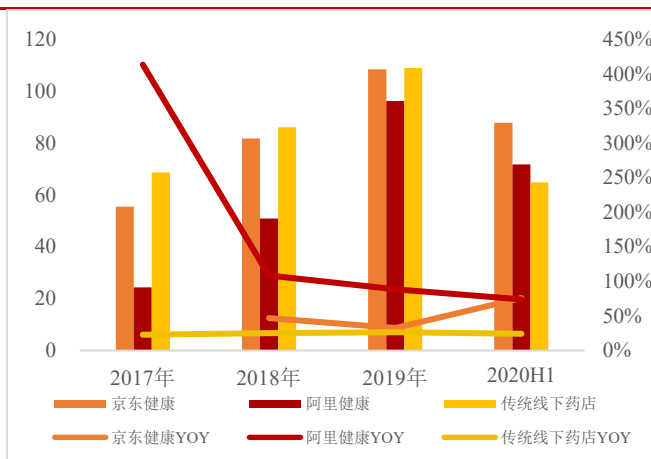
4.1 电商平台赋能零售药店，引领产业升级

我国医药电商已进入快速发展阶段，龙头企业已经形成，整个医药电商行业在从“单

“一网售药品服务”的模式转型为“以药品销售服务为基础，延伸诊疗、健康管理等系列增值服务，构建药品流通服务的产业生态链和‘医+药’融合”的模式。阿里健康、京东健康均致力于构建 B2B+B2C+O2O 的全产业链模式，主要业务包括药品零售、挂号预约、线上问诊、消费医疗和互联网医院等，二者分别背靠阿里集团和京东集团两大电商巨头，近年来发展势头迅猛。我们从盈利能力、运营管理能力方面对两家医药电商进行简单分析，并与四大传统零售药店进行横向对比。

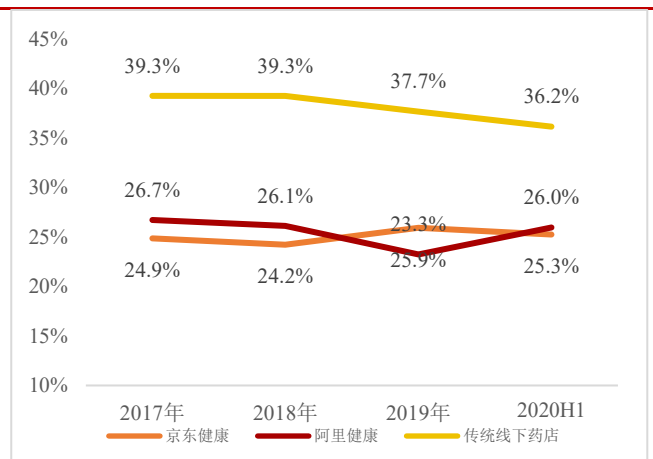
医药电商营收及利润高速增长，毛利率、净利率水平相比线下药店仍有差距。盈利能力方面，近年来京东健康、阿里健康营收均实现高速增长，2017-2019 复合年增速分别为 39.7%和 98.4%，远高于同期线下药店的营收增速。京东健康 2019 年营收水平基本与线下药店持平，受疫情影响下线上业务的大幅增长，到 2020 年 H1 超过线下药店达到 87.8 亿元，同比增长 76%，超过阿里健康实现行业内最高增速和最高营收水平。然而，受产品销售价格较低、医保支付无法突破等因素影响，医药电商的毛利率和净利率水平仍低于线下药店。2019 年京东健康、阿里健康的毛利率分别为 25.9%和 23.3%，远低于同期线下药店 37.7%的水平，但京东健康毛利率呈现出缓慢的上升趋势，而线下药店毛利率逐年下滑，两者差距正在慢慢缩小。京东健康、阿里健康调整后净利率也在逐年上升，到 2020H1 京东健康、阿里健康归母扣非净利率分别为 5.3%、2.4%，仍远低于同期传统线下药店 6.5%的水平。

图 73 医药电商和线下药店营收情况



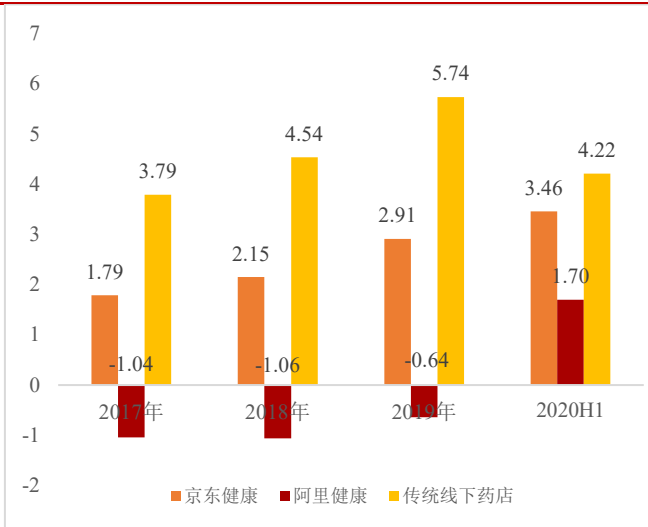
资料来源: Wind, 首创证券 (传统线下药店为老百姓、一心堂、大参林、益丰药房平均值, 下同)

图 74 医药电商和线下药店毛利率对比



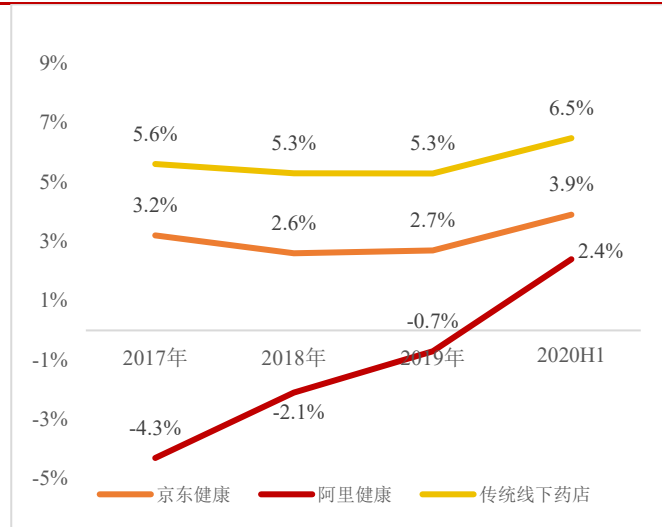
资料来源: Wind, 首创证券

图 75 医药电商和线下药店归母扣非净利润对比



资料来源: Wind, 首创证券

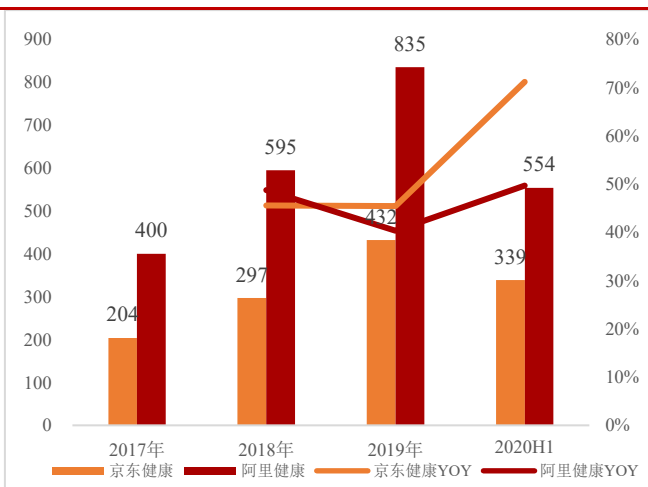
图 76 医药电商和线下药店归母扣非净利率对比



资料来源: Wind, 首创证券

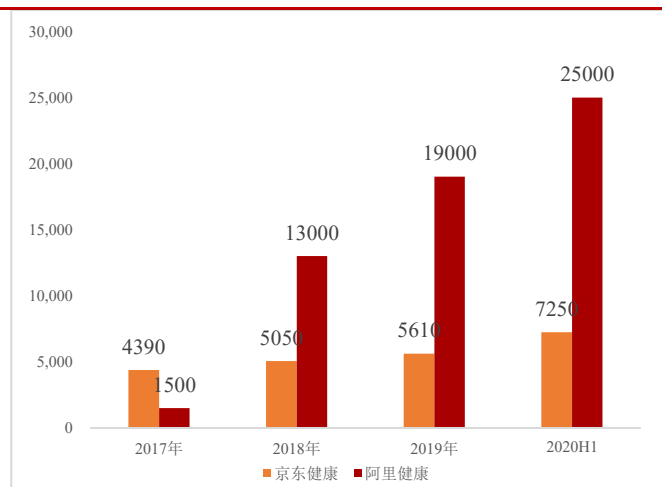
电商巨头成功引流，致力打造大健康闭环业务，但目前仍以非药产品销售为主。京东、阿里两大互联网电商平台为京东健康、阿里健康成功引流，近年来两家医药电商的成交金额（GMV）、年活跃人数均实现高速增长。截至2020年6月30日，京东健康、阿里健康年活跃人数分别达到7250万人和25000万人；2018年以来，两家医药电商GMV复合年增速均超过40%，到2020H1，京东健康、阿里健康GMV分别为339亿元和554亿元，同比增长71%和50%。京东健康、阿里健康的业务范围均涵盖零售药店的自营业务和平台业务以及互联网医疗的在线挂号、线上问诊、消费医疗业务，致力于打造大健康产业的闭环业务。但通过拆分医药电商的营收构成，可以看出，两家医药电商仍然以销售产品为主。京东健康以零售非药类产品为主，历年来销售占比均超过60%；药品零售业务占比逐年提升，到2020H1达到25.4%；而互联网医疗业务占比较低，到2019年尚不足5.7%。阿里健康情况类似，2019年自营零售业务占比85%，而互联网医疗业务占比仅3%。医药电商与药品类销售占比较高的线下零售药店实际上形成了一定的差异化竞争。

图 77 医药电商成交金额（GMV）情况



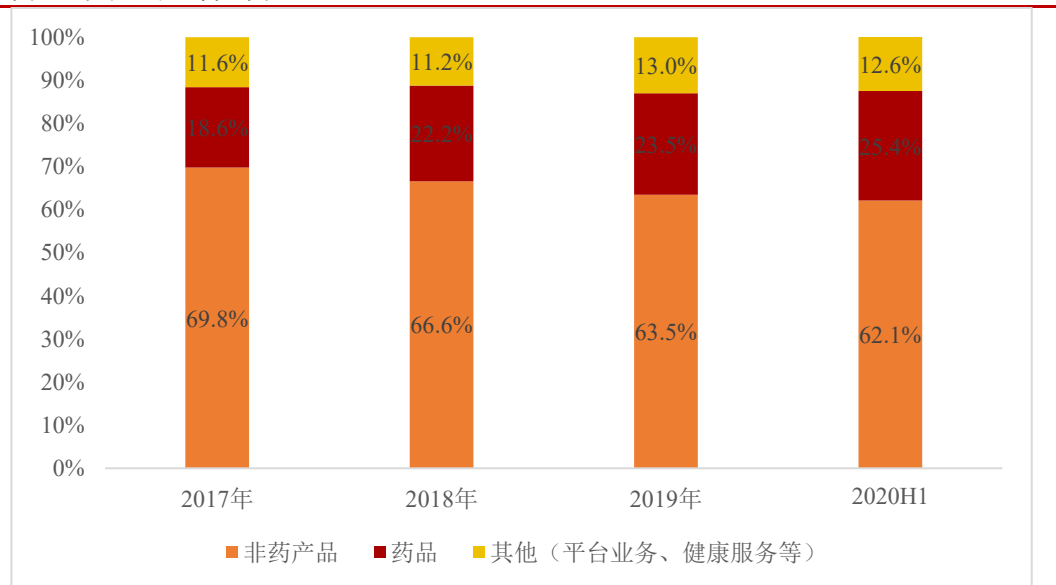
资料来源: Wind, 首创证券

图 78 医药电商年活跃人数（万人）



资料来源: Wind, 首创证券

图 79 京东健康销售品类结构

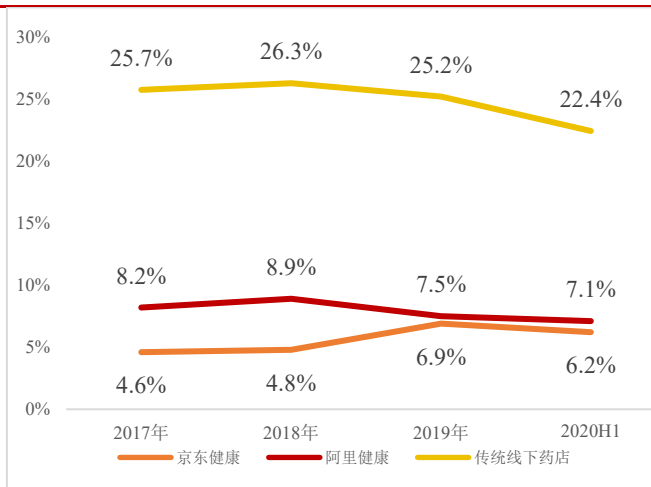


资料来源：京东健康招股说明书，首创证券

医药电商运营优势逐渐凸显，供应链管理+物流服务打造电商平台核心壁垒。运营管理能力方面，由于电商的强大平台优势，京东健康、阿里健康的获客成本较低，供应链管理优势明显，销售费用、管理费用均远低于线下药店。得益于物流和仓储的优势，两家医药电商的存货周转天数也远低于线下药店，2020年上半年京东健康、阿里健康的存货周转天数分别为45天、41天，约为线下零售药店的一半（线下药店平均值为89天）。医药电商销售费用逐渐趋于稳定，管理费用逐年降低，依靠其自身较低的获客成本、强大的供应链管理能力和完善的客户服务体系，有望打造零售药店行业的新模式。

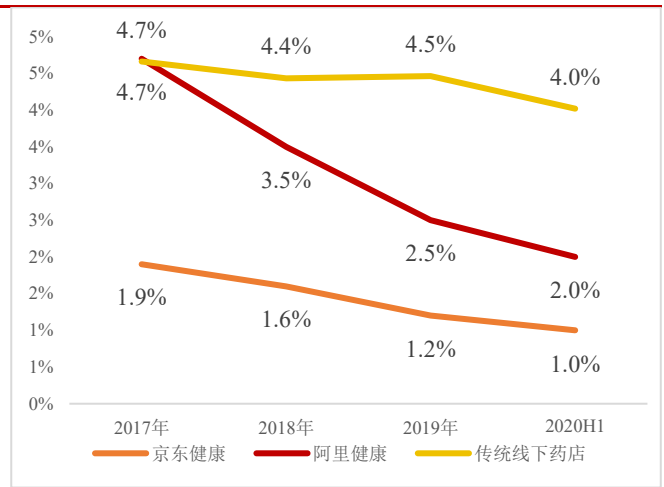
供应链管理能力和医药零售行业的位置将愈发重要。我们认为，在零售药店行业整体毛利率逐渐下滑的情况下，未来行业将比拼的更多是运营管理能力，而药品的存储、配送条件相对苛刻，运营管理能力中最核心的就是供应链管理能力和物流能力。以京东健康为例，公司复用京东集团物流和客服体系。京东集团具有强大的仓储能力，根据京东集团三季报，截至2020年9月30日，京东物流运营的仓库总数超过800个，仓储总面积达到2000万平方米。凭借领先的仓库数量及先进的配送管理体系，京东物流大件和中小件网络已实现大陆行政区县几乎100%覆盖，90%区县可以实现24小时达，自营配送服务覆盖了全国99%的人口，超90%自营订单可以在24小时内送达。截至2020年6月30日，公司与京东集团合作，充分利用包括11个药品仓库和超过230个其他仓库在内的基础设施，京东物流的当/次日达、30分钟达、7*24快速送达服务覆盖超过200个城市，仓库数量和全渠道覆盖城市均为行业最多。截至2020上半年，京东健康的管理费用率、履约费用率均达到行业最低，存货周转天数与阿里健康接近，强大的运营能力优势逐渐凸显。

图 80 医药电商与线下药店销售费用率对比



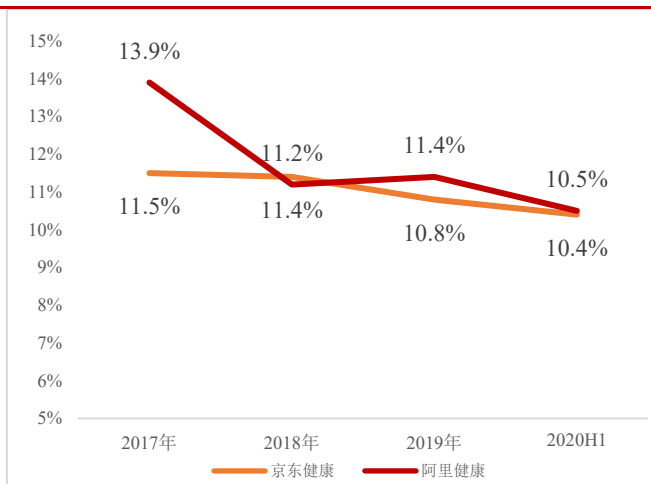
资料来源: Wind, 首创证券

图 81 医药电商与线下药店管理费用率对比



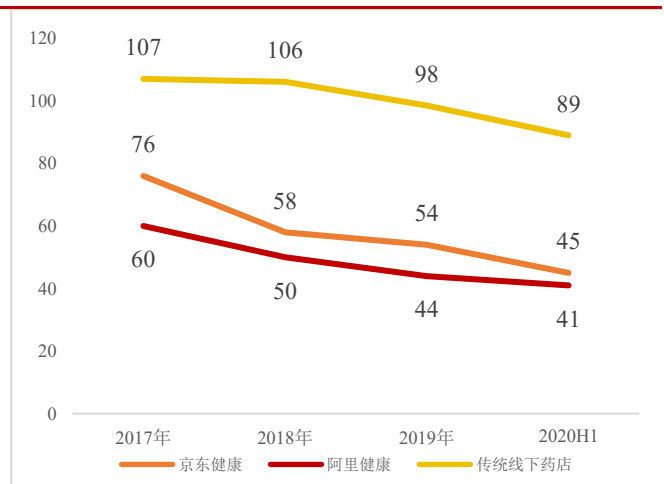
资料来源: Wind, 首创证券

图 82 医药电商履约费用率



资料来源: Wind, 首创证券

图 83 医药电商与线下药店存货周转天数对比



资料来源: Wind, 首创证券

医药电商全产业链布局, 大数据变现价值未来可期。京东健康、阿里健康积极布局大健康全产业链, 并依靠电商的平台积累海量用户数据, 涵盖用药咨询、购药选择、在线问诊、健康管理诸多方面。用户数据有利于公司自身对于客户的精确画像和合理营销, 也为公司产品运营管理提供更准确的数据支撑, 同时在未来有望通过与商业健康险合作, 使得数据价值合理变现, 未来潜力巨大。

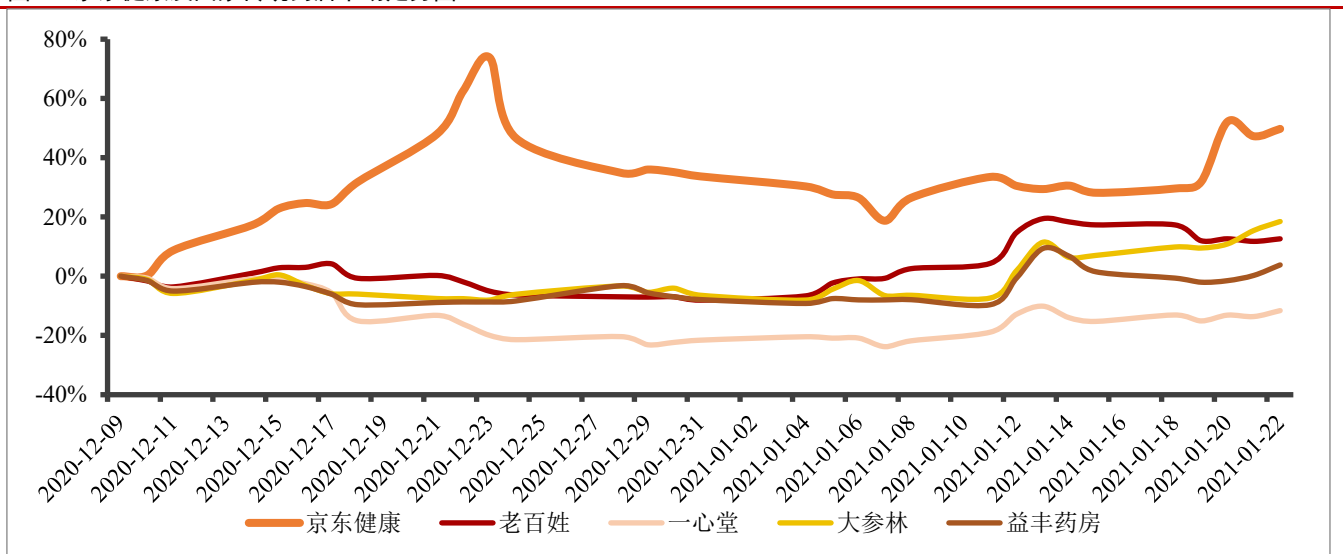
4.2 差异竞争, 优势互补

现阶段, 新兴医药电商与传统零售药店更多的是差异竞争, 优势互补。京东健康上市后与线下零售药店市场走势一度呈现此消彼长的趋势。我们认为, 现阶段以京东健康为代表的新型医药电商与传统线下药店更多的是差异化的竞争, 目前尚无法完全取代传统线下零售药店的功能。首先, 传统零售药店主要销售中西成药类和中药类的药品, 而医药电商以非药产品销售为主; 其次, 因消费习惯和主营产品等因素影响, 医药电商的客户人群主要集中在中青年人群, 而慢病扩容的增量市场客户人群主要为中老年人群; 最后, 药品不同于普通的消费品, 前置服务属性强、受政策限制较大, 在中短期网售处方药品相关政策尚不明确的情况下, 从监管可行性角度, 处方药外流带动的增量市场将主要以传统线下药店为主, 我们认为目前传统零售药店通过布局在线平台、院边店、DTP

药房等，O2O 模式将是迎接处方外流政策红利的主要承接方。长期来看，网售处方药政策整体呈现向好趋势，未来医药电商在获客途径、供应链管理、物流服务、客户服务等方面的优势将逐渐凸显，并通过打造大健康闭环业务，积累用户数据，促进医药全产业链发展，线上线下将更多的是优势互补，合作共赢。

在医药电商中，我们推荐仓储、物流等供应链管理能力和客户服务能力优势凸显的京东健康，建议关注阿里健康、平安好医生等互联网医疗公司。

图 84 京东健康及四家传统药店市场走势图



资料来源: Wind, 首创证券

分析师简介

李志新，医药行业首席分析师，中国科学院生物化学与分子生物学博士，6年证券卖方从业经历，9年医药行业研究经历，“慧眼”量化评选 2020 最佳分析师医药生物第二名。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

评级 说明

股票投资评级	买入	增持	中性	减持
	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间	相对沪深 300 指数涨幅-5%-5%之间	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
行业投资评级	看好	中性	看淡	
	行业超越整体市场表现	行业与整体市场表现基本持平	行业弱于整体市场表现	