

线上&线下药店行业总体观点

空间可观，稳健前行，短期处方外流加速
线下发展，长期线上线下药店分权而立

联系人：赵海春（国金证券医药健康研究中心）

SAC 执业证书编号：S1130514100001

zhaohc@gjzq.com.cn

药店行业总体观点：

- 集中度提升空间可观：外延并购+自建整合的扩张逻辑仍然是药店行业主逻辑，整体行业基本面增速稳定较好。
- 线下受益于处方外流加速，通过布局院边店、DTP药房和慢病管理积极承接处方药。业绩增速预计持续符合预期，预计3-5年维持收入及利润20%以上增速：
 - 2020年药店统一参与药品集采，药店行业承接药品流出能力增强，同时对药店盈利能力有所提升。
 - 2020年新冠疫情的爆发改变群众消费习惯，群众拥有更大意愿进入药店买药而非医院买药，加快了药品从医院流出的速度。
 - 2021年《零售药店医疗保障定点管理暂行办法》强调了“统筹”和“实体”的政策导向。
- 线上药店的出现未来会改变行业竞争格局，关键在于处方药的放开和个人医保账户改进稳健的进展。
 - 线上享受互联网及药店行业红利，整体销售额及药品销售额都较高速增长
 - 长期同样享受处方外流逻辑，但短期政策规定处方药线上流转≠网售处方药
 - 医保支付有待打通，但未来商保空间巨大，存在较大想像空间

投资建议：

药店板块业绩整体维持较高增速，在中美贸易摩擦等外部环境的不确定下，我们仍然看好集中度提升和处方外流给上市龙头药店带来的确定性增长。我们认为线下药店会伴随着处方外流的承接持续高业绩，3-5年内收入及利润增速保持20%以上。同时我们将持续跟踪线上药店的相关政策，如果线上相关政策陆续放开，线上及线下药店将迎接分权而立的全新行业格局。

➤ 投资建议：大参林、益丰药房、阿里健康、京东健康、平安好医生等。



药店行业：2020业绩增速超预期，盈利能力持续提升

1. 客流增大+毛利提升，短期业绩加速
2. 长期集中度提升，龙头外延并购持续扩大
3. 处方外流长期利好，龙头药店承接增量
4. 互联网医疗短期内遇政策瓶颈，长期可能改变行业竞争格局，线上行业占据较大空间
5. 线上药店龙头公司分析

医药行业各细分子行业2020至今复盘，药店持续增长

2020H1年医药各子版块业绩增速及估值汇总

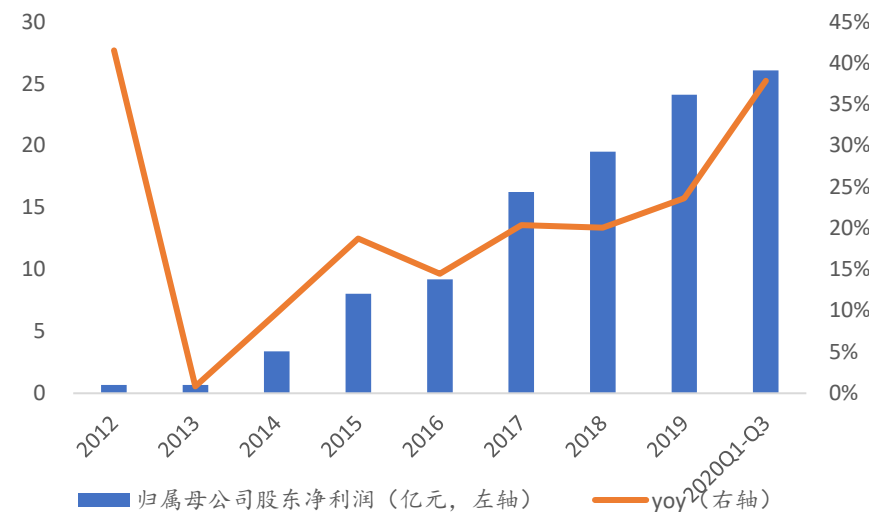
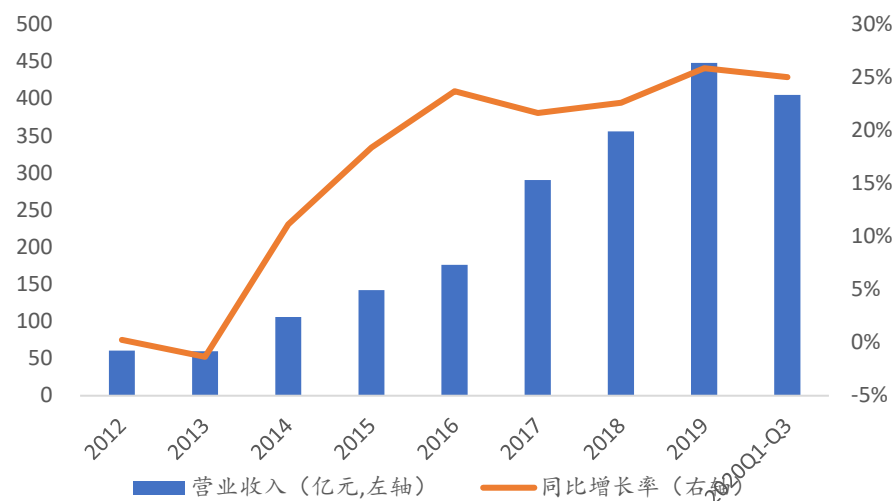
	收入增速 (%)	归母增速 (%)	毛利率 (%)	同比提升 (%)	净利率	同比提升 (%)	ROE (%)	同比提升 (%)	估值 (TTM PE)	估值 (2020 PE)	H1涨跌幅 (%)	1-8月涨跌幅 (%)
化药	-9%	-5%	55%	-2%	11%	-7%	4%	43%	138.11	63.46	20%	35%
中药	-12%	-25%	56%	-5%	8%	-39%	4%	-33%	59.23	34.69	9%	21%
生物药	6%	22%	67%	2%	8%	-123%	4%	33%	191.42	68.61	17%	69%
原料药	9%	29%	48%	1%	20%	12%	8%	10%	55.54	33.52	85%	99%
器械	44%	95%	61%	6%	25%	24%	13%	57%	90.23	55.91	100%	114%
服务	-27%	-96%	30%	-31%	-3%	-119%	2%	-77%	151.87	353.56	34%	71%
CXO	24%	80%	42%	-10%	18%	-16%	7%	-6%	131.07	91.43	83%	103%
药店	5%	18%	28%	-4%	6%	8%	8%	4%	52.23	45.48	50%	69%
药包	6%	19%	32%	-5%	17%	8%	6%	11%	75.77	38.55	118%	160%
流通	-3%	4%	11%	-7%	2%	15%	4%	-18%	16.81	15.72	2%	17%
消费	-2%	-2%	55%	-1%	21%	-2%	8%	-2%	78.23	73.51	49%	65%

2020年至今医药各子版块业绩增速及估值汇总

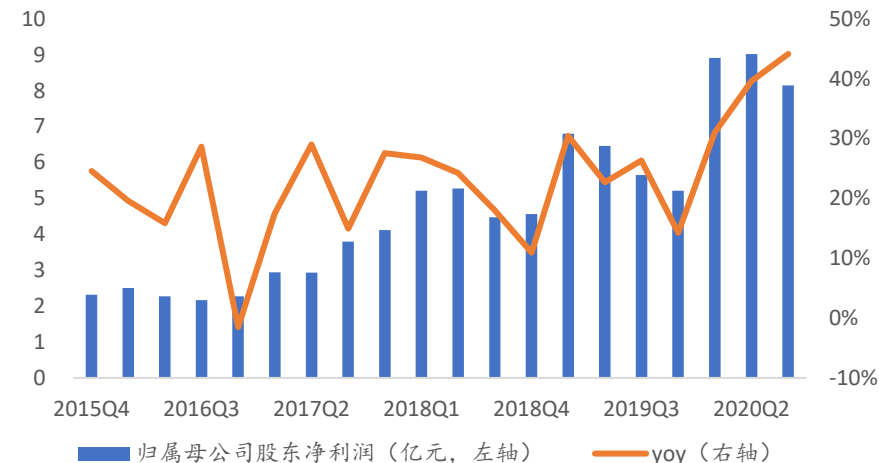
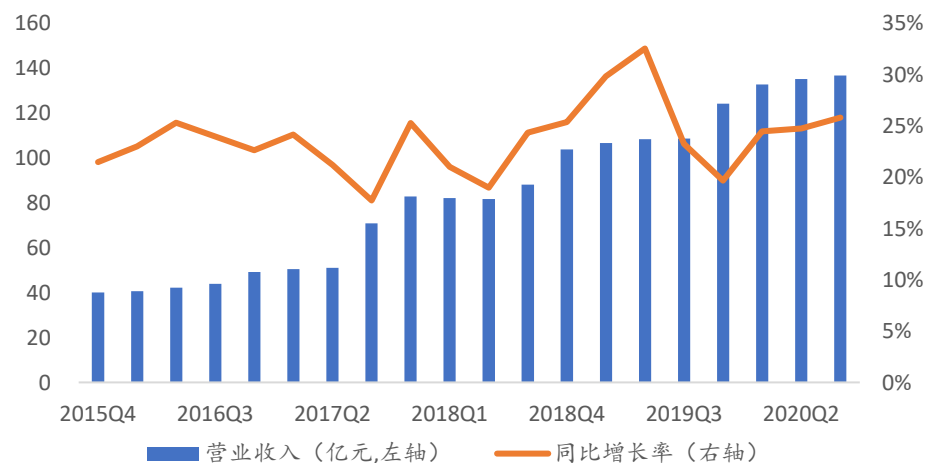
	收入增速 (%)	归母增速 (%)	同比提升 (%)	同比提升 (%)	同比提升 (%)	估值 (TTM PE)	估值 (2020 PE)	1-9月涨跌幅 (%)	2020年1月至今涨跌幅 (%)
化药	-6%	0%	1%	-82%	55%	79.93	52.42	22%	5%
中药	-10%	-17%	-5%	-33%	-34%	63.75	45.00	10%	-3%
生物药	12%	31%	-4%	-100%	27%	120.65	58.91	17%	33%
原料药	9%	23%	0%	6%	0%	43.97	37.65	68%	50%
器械	55%	129%	6%	32%	74%	64.28	46.69	104%	91%
服务	-6%	-30%	-11%	-32%	-39%	163.50	170.30	59%	69%
CXO	27%	57%	-20%	-29%	-28%	102.71	82.16	92%	125%
药店	9%	18%	-4%	7%	3%	52.74	39.13	59%	38%
药包	6%	16%	-5%	-1%	2%	82.22	39.89	143%	62%
流通	2%	14%	-6%	33%	-8%	18.44	15.62	9%	-1%
消费	1%	13%	-1%	-1%	-2%	73.31	103.13	51%	64%

药店行业复盘：Q3开始业绩增速加快，利润增速持续提升

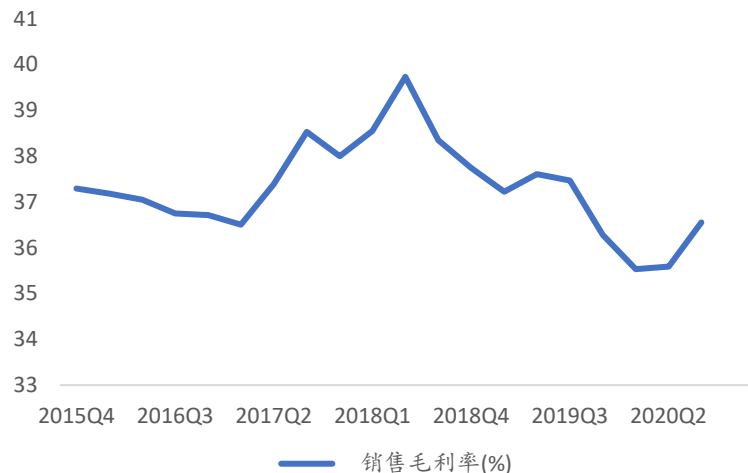
- 药店行业上市公司2020年收入增速保持较高水平，略有下降；归母净利润增速持续提升，达到**37.86%**



- 药店行业2020Q3收入增速明显加快，归母净利润增速提升明显，Q3增速达到**44.1%**

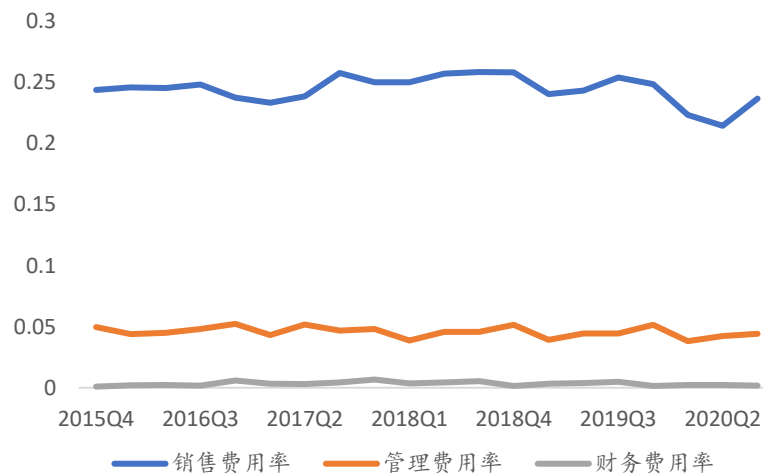


毛利率2020有所下降，2020Q3开始回升



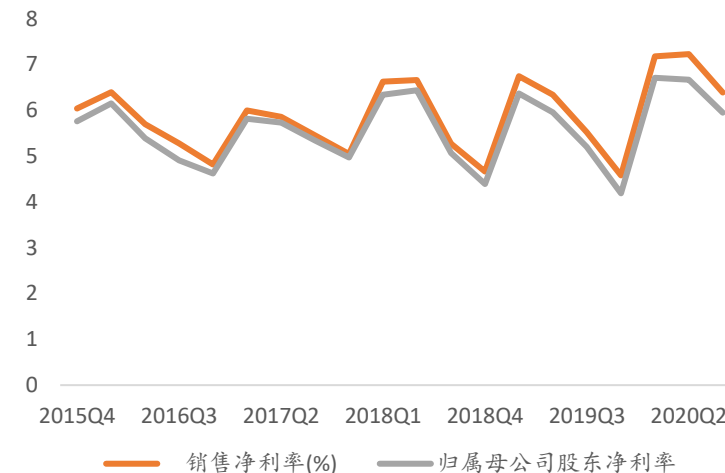
- 上半年处方外流使得处方药占比提升，处方药毛利偏低；同时受疫情影响，低毛利品种口罩等防疫用品销量急剧上升，带来毛利率下降。
- Q3开始药店行业参与带量采购，部分负毛利的采购品种盈利能力回归，同时带来同品种高毛利原研药产品销量的提升，使得毛利率有所恢复。

销售费用率和管理费用率有所下降



- 疫情原因，营销活动在上半年收到部分影响，且处方药本身不需要过多的营销，处方药占比的提升也使得行业销售费用率有所下降。
- 随着行业规模的扩大和上游统采比例的提升，行业经营效率有所提升，管理费用占比下降。
- 财务费用率变化不大。

净利率提升，盈利能力增强



- 受益于费用率的下降，行业净利率在2020年有所提升。
- 第三季度销售费用率的回升导致净利率有所回落。

四大龙头药房各有所长，逐步扩张提升市场占有率

零售药店2019/2020Q1各项指标横向对比

类别	细分指标	益丰药房					老百姓					大参林					一心堂				
		2018	2019	2020Q1	2020H1	2020Q3	2018	2019	2020Q1	2020H1	2020Q3	2018	2019	2020Q1	2020H1	2020Q3	2018	2019	2020Q1	2020H1	2020Q3
财务数据	营业收入 (亿元)	69.13	102.76	30.48	62.93	94.37	94.71	116.63	32.82	66.87	101.2	88.59	111.41	33.62	69.4	104.92	91.76	104.79	30.87	60.29	92.39
	收入yoy	43.79%	48.66%	23.43%	24.65%	27.72%	26.26%	23.14%	20.34%	20.84%	20.91%	19.38%	25.76%	30.39%	32.14%	30.49%	18.39%	14.20%	19.30%	19.15%	20.59%
	归母净利润 (亿元)	4.16	5.44	1.91	4.12	5.9	4.35	5.09	1.96	3.36	4.87	5.32	7.03	2.8	5.95	8.67	5.21	6.04	2.05	4.16	6.04
	归母净利润yoy	32.83%	30.58%	29.68%	33.84%	41.16%	17.26%	17.01%	23.01%	24.39%	23.60%	11.92%	32.17%	52.28%	56.21%	55.90%	23.27%	15.90%	16.81%	23.46%	24.80%
	经营性现金流净额 (亿元)	5.11	9.63	2.95	4.12	9.09	9.13	10.33	2.01	4.53	10.37	8.74	17.08	3.21	6.26	13.43	6.36	9.83	3.01	5.75	6.73
	经营性现金流净额/净利润	1.16	1.58	1.68	0.89	1.37	1.81	1.68	0.88	1.1	1.731218698	1.66	2.45	1.13	1.03	1.52	1.22	1.63	1.47	1.38	1.11
	整体平效 (元/日/平方米)	61.05	59.43	61.95	66.40	56.56	53.00	60.00	61.00	61.00	62.06	85.06	85.97	89.25	88.93	87.83	46.30	44.34		48.34	
	ROE (摊薄, %)	10.26	12.06	4.05	8.14	11.24	14.28	14.59	5.32	8.15	11.74	17.5	16.57	5.91	12.58	17.37	12.88	13.14	4.27	8.49	11.04
	ROIC (%)	10.85	12	3.88	7.09	10.5	11.41	12.11	4.02	7.06	10.59	15.74	17.33	5.88	12.26	17.53	11.1	12.39	3.95	7.93	11.21
	毛利率 (%)	39.73	39.01	38.18	38.08	38.49	35.21	33.59	33.08	32.31	32.5	41.65	39.48	37.84	38.07	38.58	40.53	38.7	36.18	36.21	36.23
	净利率 (%)	6.39	5.93	7.07	7.36	7.04	5.32	5.27	7	6.18	5.92	5.93	6.25	8.47	8.73	8.39	5.66	5.76	6.63	6.91	6.54
	存货周转 (天)	95.25	93.65	90.19	85.82	87.2	88.66	85.97	87.67	84.1	84.66	125.44	105.21	94.14	88.91	95.42	115.19	109.11	93.8	96.94	102.76
	应收账款周转 (天)	24.56	23.73	22.11	22.16	22.16	33.05	31.07	29.45	29.86	30.43	10.64	10.22	9.3	9.33	9.52	15.25	18.56	17.68	19.07	20.97
应付账款周转 (天)	41.69	41.76	41.94	42.11	47.01	57.97	55.38	59.3	56.78	61.05	62.17	58.63	61.68	59.38	64.82	74.01	76.01	72.76	74.86	80.66	
医保店整体比例	74.96%	76.82%	78.72%	79.82%	81.19%	87.08%	89.47%	90.47%	90.47%	88.24%	77.78%	76.31%	74.98%	77.99%		79.77%	83.32%	84.54%	85.70%		
门店数据	并购门店数量	959	381	31	45	23	413	243	34	94	3	266	498	3	2	138					
	直营门店数量	3442	4366	4450	4644	4885	3289	3894	4115	4365	4636	3880	4756	4885	5106	5258	5758	6266	6402	6683	6911
	报告期内新增直营	1505	1020	108	269	243	919	709	242	418	292	895	892	147	439	172	953	718	136	447	363
	加盟店数量	169	386	419	493	611	575	1234	1323	1436	1541	13	54	76	106	145	-	-	-	-	-
	报告期内新增加盟	89	217	33	108	117	290	676	114	202	248	13	41	22	52	39	-	-	-	-	-
	关闭门店数量	42	96	24	37	24	64	104	21	41	21	72	70	18	37	20	132	86	24	30	38
	现有门店总数	3611	4752	4869	5137	5496	2889	3894	4115	5801	4636	3880	4756	4885	5212	5541	5758	6266	6402	6683	6911
	东部占比 (%)	41.04%	42.82%	43.19%	40.61%	44.77%	36.41%	32.15%	31.35%	31.39%	27.28%	5.70%	9.08%	9.03%	7.25%	5.14%	0.17%	0.14%	0.16%	0.15%	
	中部占比 (%)	45.22%	46.30%	45.18%	46.88%	44.60%	35.89%	31.61%	34.02%	34.07%	39.19%	10.15%	7.13%	7.08%	8.91%	7.40%	0.21%	0.26%	0.25%	0.25%	
	西部占比 (%)						2.77%	13.97%	13.32%	13.75%	14.50%						80.51%	80.24%	80.63%	80.68%	
南部占比 (%)						10.35%	8.81%	8.46%	8.00%	6.89%	84.15%	80.21%	80.37%	80.32%	84.36%	13.36%	16.62%	13.11%	13.15%		
北部占比 (%)	13.74%	11.74%	11.62%	12.51%	10.66%	14.57%	13.46%	12.86%	12.81%	12.14%		3.57%	3.52%	3.53%	3.11%	5.75%	5.92%	5.86%	5.76%		
融资数据	融资额度 (亿元)	6.0		15.8	15.8	15.8		3.3		6.0			1.0		14.1				6.0		
	融资类型 (可转债、股权、债券等)	股权		可转债	可转债	可转债		可转债		增发			可转债		可转债				可转债		
	股本 (亿股)	3.8	3.8	3.8	5.3	5.3	2.8	2.9	2.9	4.1		9.6	5.4	5.5	6.6		5.7	5.7	5.7	5.7	

核心优势

中南、华东地区市占率领先，精细化运营能力出色，地方扩张至龙头后复制性扩张至华北及其他地区。

全国22个省份布局，加盟模式下下沉乡镇市场，全国物流网络化布局、DTP药房布局领先。

聚焦华南，两广地区优势布局。中药及参茸药品使其毛利率较高，处方外流合作先锋，逐步扩张至华北区域。

西南地区聚焦优势强，渠道下沉极深；逐步走向川渝

- 集采新规促使药店积极与上游及医疗机构合作，发力承接处方外流；
- 疫情期间群众形成的消费习惯，使得群众在疫情后还更愿意在药房而不是医院取药，提高药店处方药的销售。

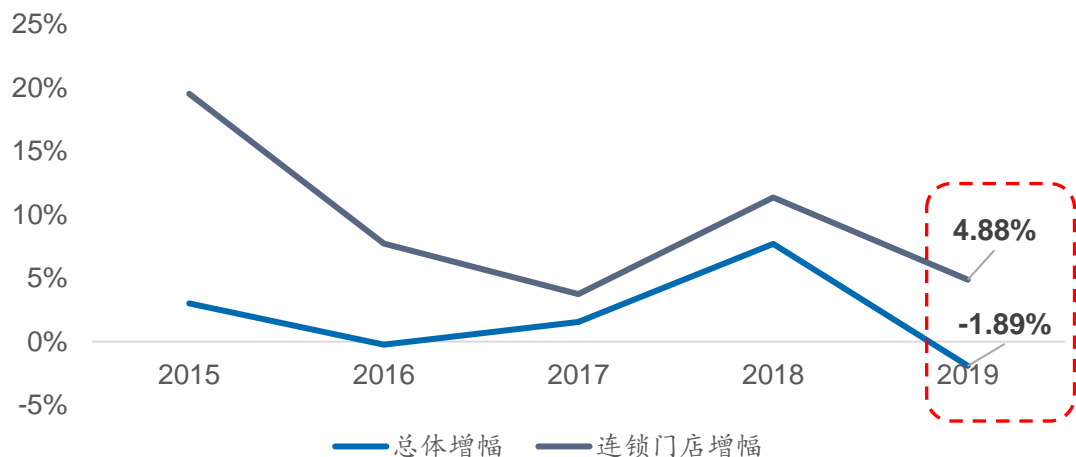
带量采购品种收入及毛利额快速上升

药店加入集采：

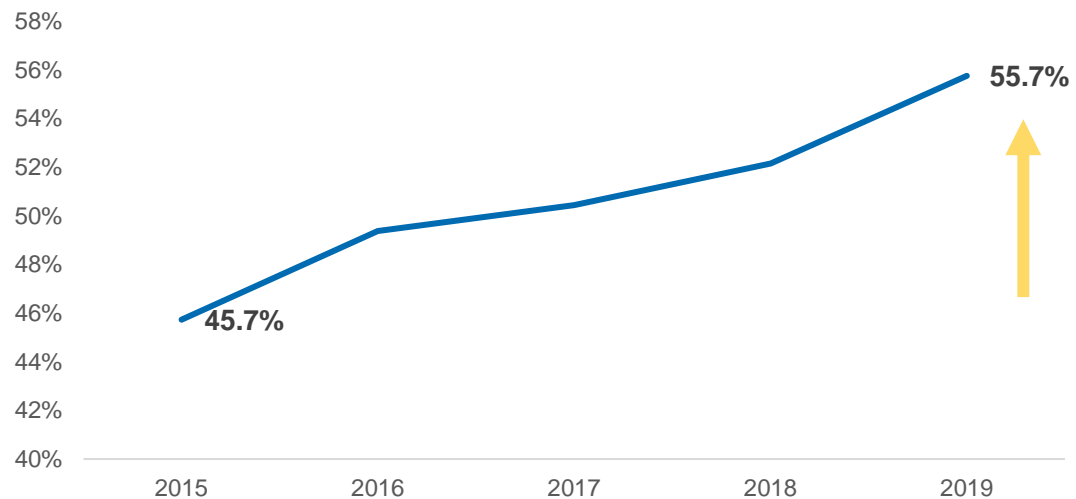
- 原来部分药品为引流需要负毛利出售，现在能够统一集采，毛利率压力有所缓解；
- 中标品种统一集采，价格下降，毛利率下降，但会为药店引流部分客源，带来其他保健品或中药等偏消费品种销量上升
- 中标品种对应的非中标厂家由于销售渠道会从医院端转向零售端，会加大和零售商的合作力度，提升这部分毛利率

纵向分析国内市场，零售药店连锁率不断提升，小型单体店前景堪忧

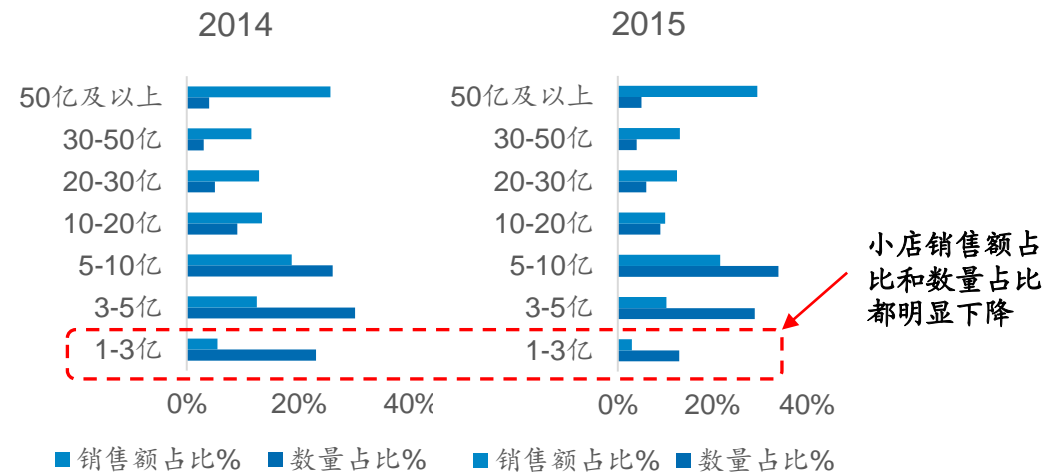
2015-2019年连锁门店增速大于总体门店



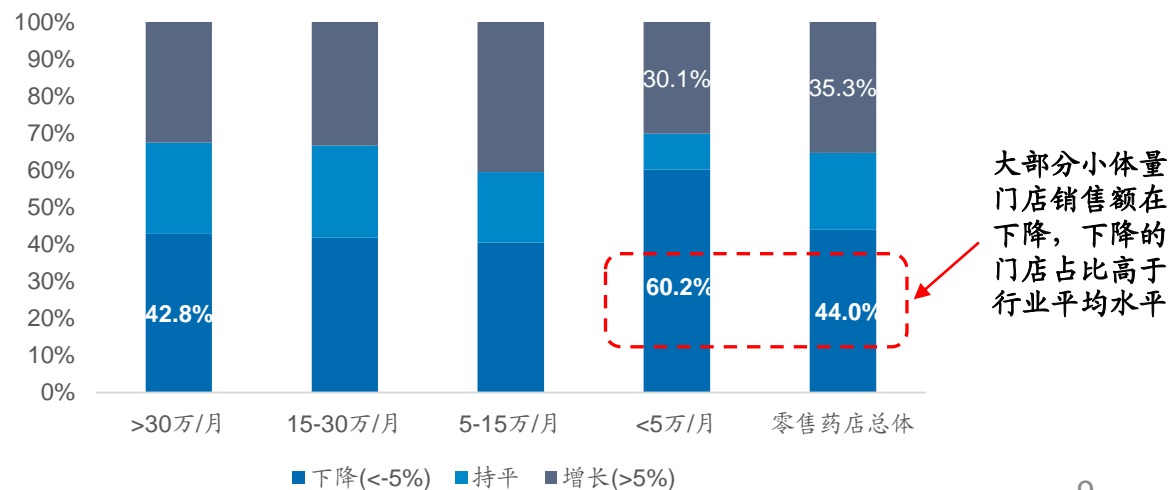
2015-2019年药店连锁率提升



不同体量药店销售增长速度



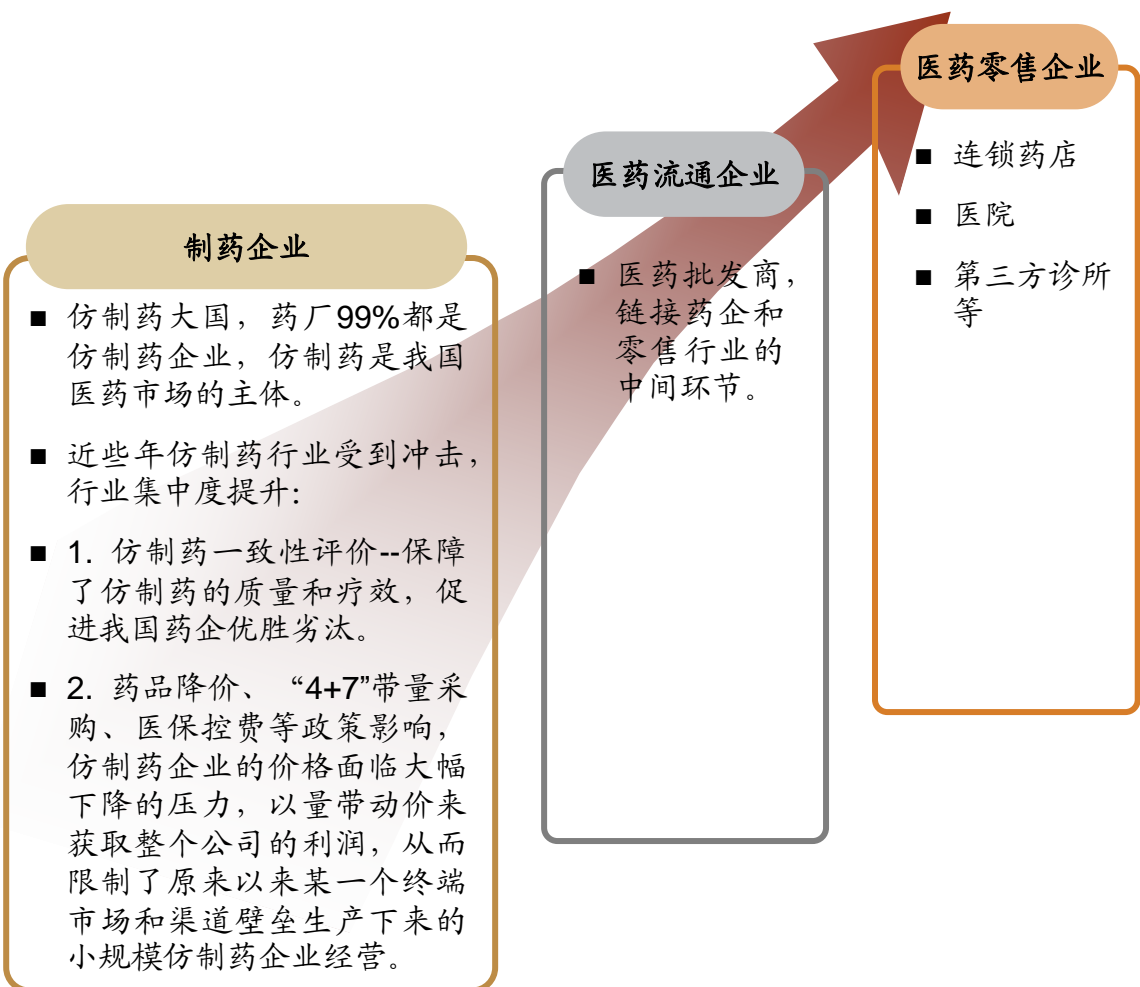
各体量门店2019年增长/持平/下降门店数占比



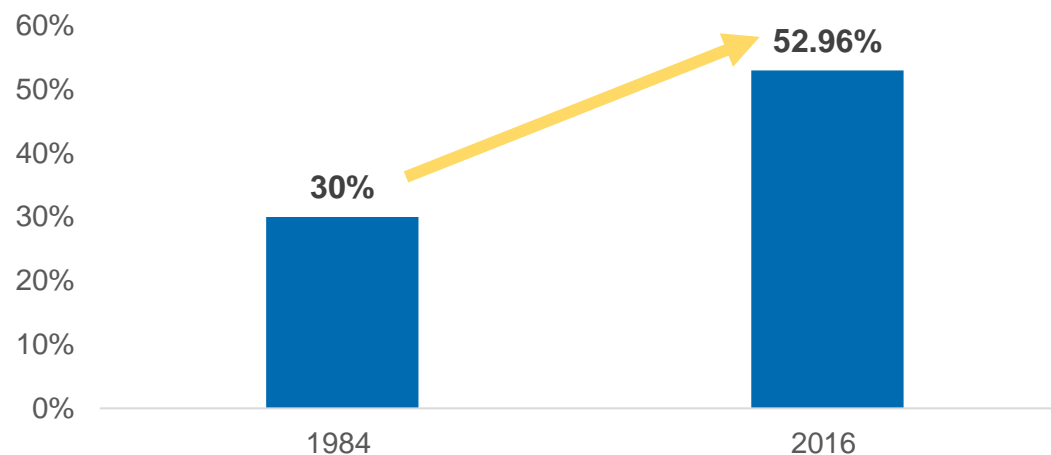
集中度提升的内因：上游药企+流通行业集中度提升

——美国和日本在仿制药技术受到关注后，制药行业集中度大幅提高

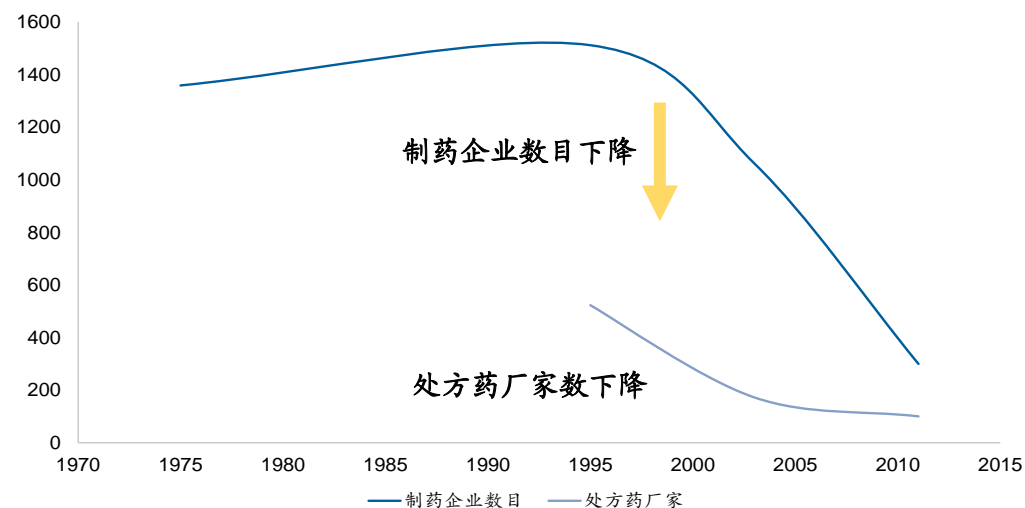
医药行业产业链图谱



美国仿制药行业CR8从30%提升至53%



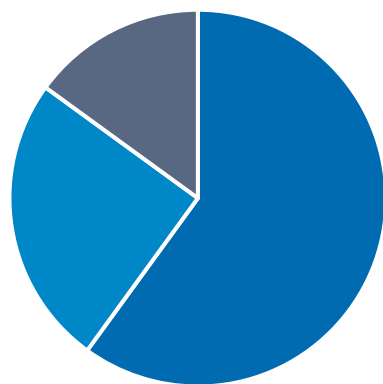
日本质量再评价后制药企业数目大幅下降



国内药企+流通行业集中度有所提升，下游议价能力减弱

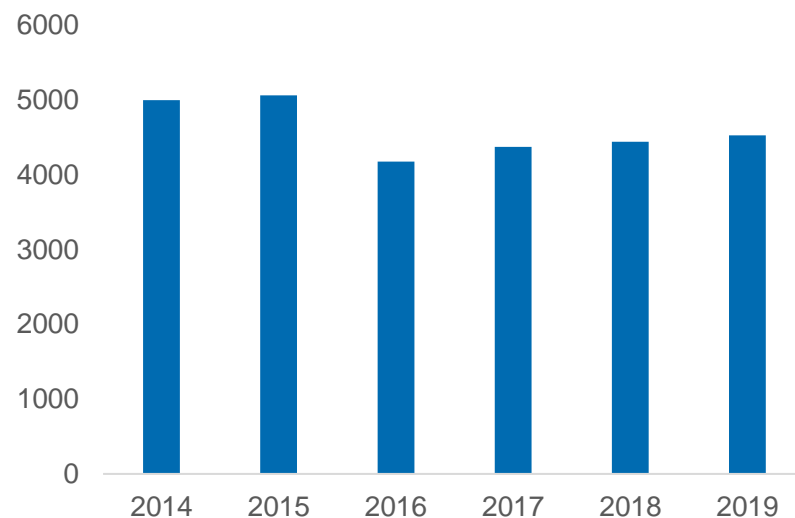
2018一致性评价新品种集中在龙头公司

CR8 = **60%**
CR24 > **80%**

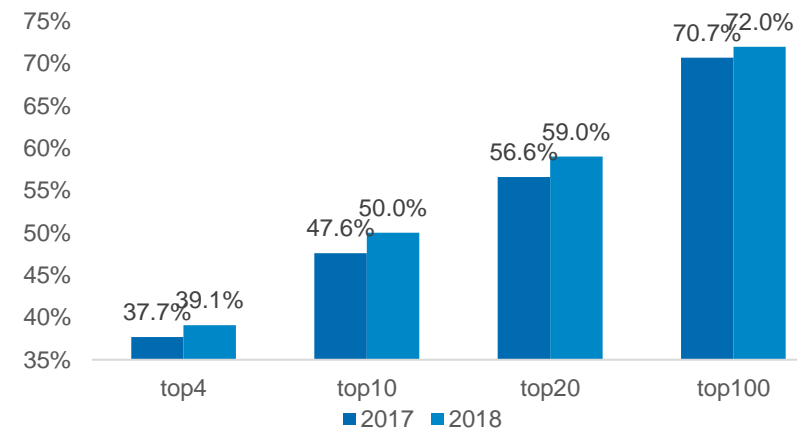


■ 1-8名 ■ 8-24名 ■ 24名以后

2014-2018年国内药企数量下降 (单位: 家)



医药流通行业集中度提升



- 行业上游集中度不断提升，零售行业只有规模较大、品种资源较强的大型连锁企业才能与上游合作的过程中拥有较强的议价能力，在竞争中处于有利地位。

全国各省市药店行业现状

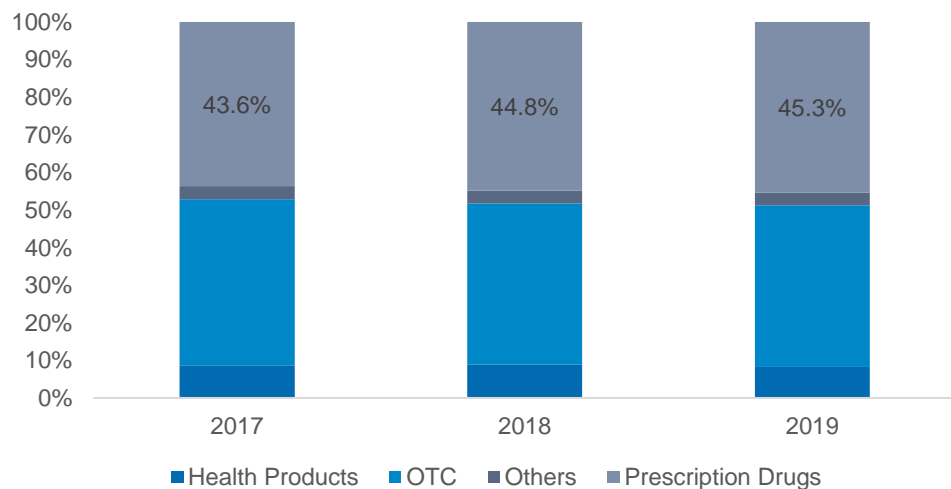
地区	市场规模	零售药店	是否上市	2018年底药店数	收入(百万元)	市场份额
云南		一心堂	是	3559	10170	18.88%
		健之佳	是			
		云南白药大药房	母公司云南白药			
云南合计						
山东		漱玉平民	拟上市			
		立健药店	否			
		临沂市仁和堂	否			
		山东燕喜堂	否			
		青岛医保城	否			
		同方药业	否			
		华信宏仁堂	否			
山东合计						
广西		桂中大药房	母公司柳州医药			
		广西一心堂	否			
		一心堂	是			
		大参林	是			
		老百姓	是			
广西合计						
吉林		吉林大药房	否			
		益和大药房				
		恒爱大药房				
		中东健康万家医药				
吉林省合计						
四川		德仁堂	否			
		四川杏林	否			
		太极大药房	否			
		芙蓉大药房	否			
		百信大药房	否			
		康贝大药房	否			
		成俗本草堂	否			
成都						
重庆		重药控股	本土企业			
		国药控股				
重庆合计						
辽宁		成大方圆				
		国大药房				
		天士力大药房				
		东北大药房				
辽宁合计						

- 除上市药房企业，一级资本亦大量开展药店并购，药店的收购价格从原来的0.5-0.8倍PS上升至0.8-1.6倍PS。而这个局面从2018年末开始放缓，一级资本于2018年末暂停收购，进入整合阶段。到如今并购市场冷却，估值下调至0.6-1.2倍PS。
- 今年由于注册制的出现，部分大型药店选择自行上市（达嘉维康、漱玉平民、健之佳等），一级资本在整合成功后也偏好资产上市从而退出获得收益，并购市场估值上调，大型标的减少。
- 以云南、山东省为例，各个省份目前会有部分中大型药店选择自行上市，但在当地还有小型标的仍存在并购空间。

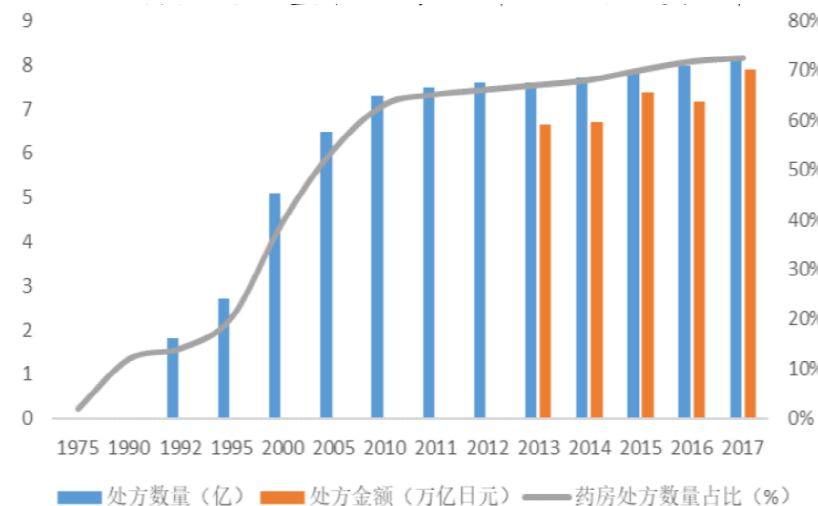
数据来源：公开资料整理，国金证券研究所

处方外流增量长期利好，增量逐步释放

国内药店处方药营业额占比逐年提升

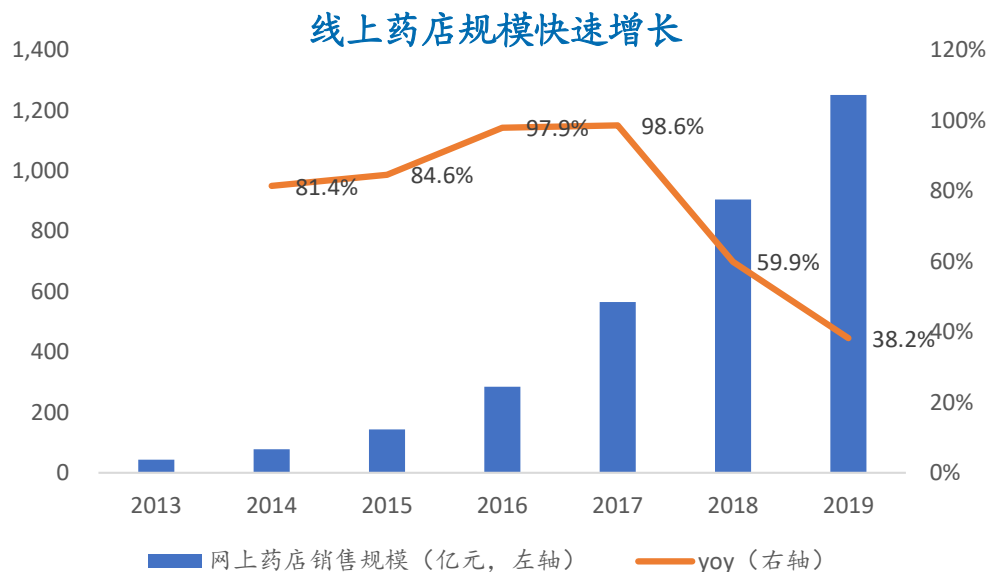


日本处方外流后，药房处方量、金额占比快速提升



图：处方外流增量估算

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
国内药品收入 (亿元)	16118	17131	17955	18762.975	19513.494	20294.034
YoY		6.3%	4.8%	4.5%	4.0%	4.0%
处方药总收入 (亿元)	10743	11266	12209.4	13509.342	14244.851	15017.585
处方药占比	66.7%	65.8%	68%	72%	73%	74%
公立医院处方药收入 (亿元)	7863.876	8134.052	8546.58	9186.3526	9259.1529	9461.0785
医院处方药占总处方药比例	73.20%	72.20%	70%	68%	65%	63%
假设公立医院处方药收入占总处方药比例维持2018年水平 (亿元)			8790.77	9726.73	10256.29	10812.66
假设医院占处方药比例			72%	72%	72%	72%
处方外流增量 (亿元)			244.19	540.37	997.14	1351.58



线上药店vs线下药店优劣势对比

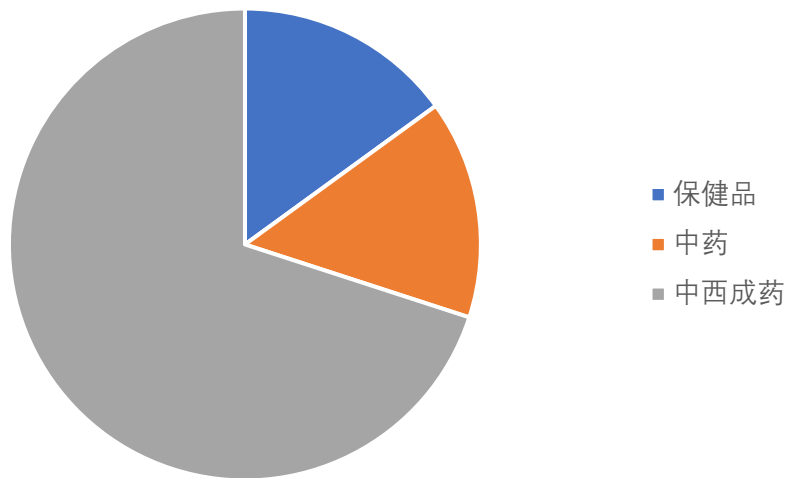
	线下药店	线上药店
药品种类全	✓	✓
诊疗服务	✓	○ (线上医疗服务)
即时性	✓	○ (前置仓相关方式解决)
医保支付	✓	?
价格便宜	?	✓
流量入口	○ (通过与O2O合作获得流量入口)	✓

- 线下药店的优势在于即时性、服务性和能够医保支付，线上药店的优势在于符合年轻人的消费习惯以及部分品种更低的价格。
- 未来长期发展趋势来看，核心问题在于医保政策的突破：处方药放开+医保放开

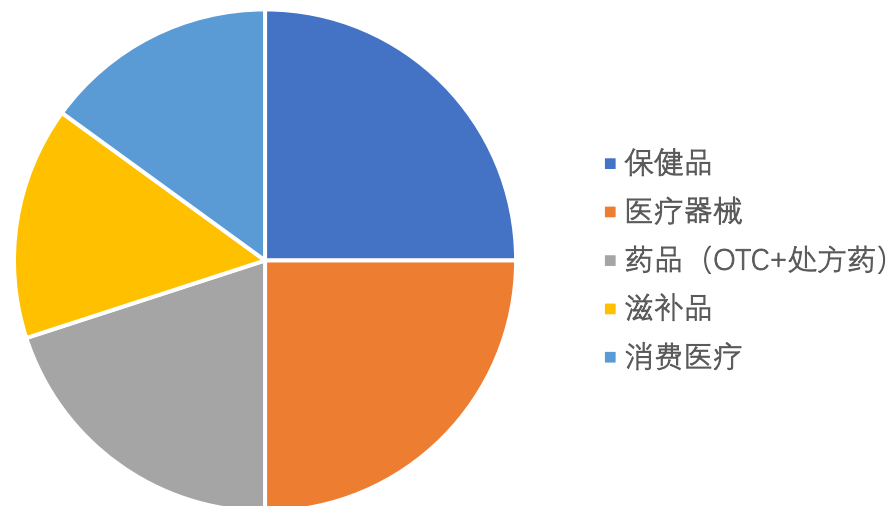
线上药店药占比不到20%，线下药店药占比接近70%

- 线下药店主要销售额在中西成药，占比接近70%；而线上药店主要销售额在保健滋补品+医疗器械，药品仅占比20%不到，销售品类差距较大。原因在：
 1. 消费群体不同，线上的消费群体年龄更年轻化；
 2. 药品消费非标准化，囤货需求也较少，线上购买药品由于缺少药师当面咨询，风险较高；但标准化产品线上销售存在更高的增速；
 3. 处方药线上流转≠网售处方药；长期随着政策开放，线上医疗+线上药店形成闭环，承接部分处方药空间
 4. 医保支付还有待打通，未来商保作为新的支付方，提供全新的市场空间

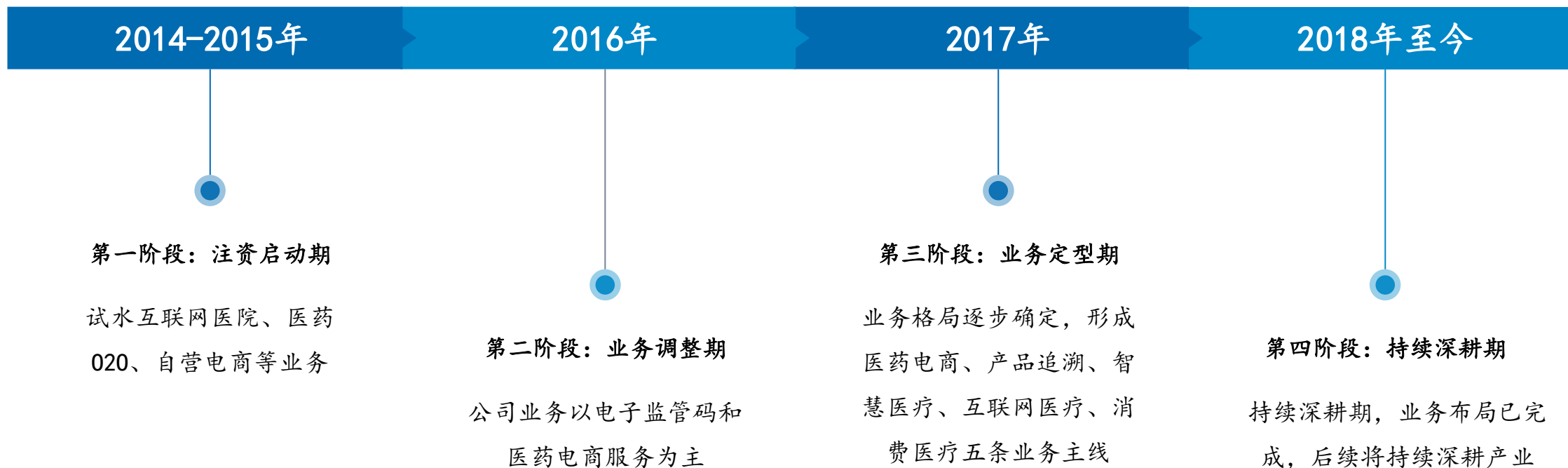
线下药店销售额占比

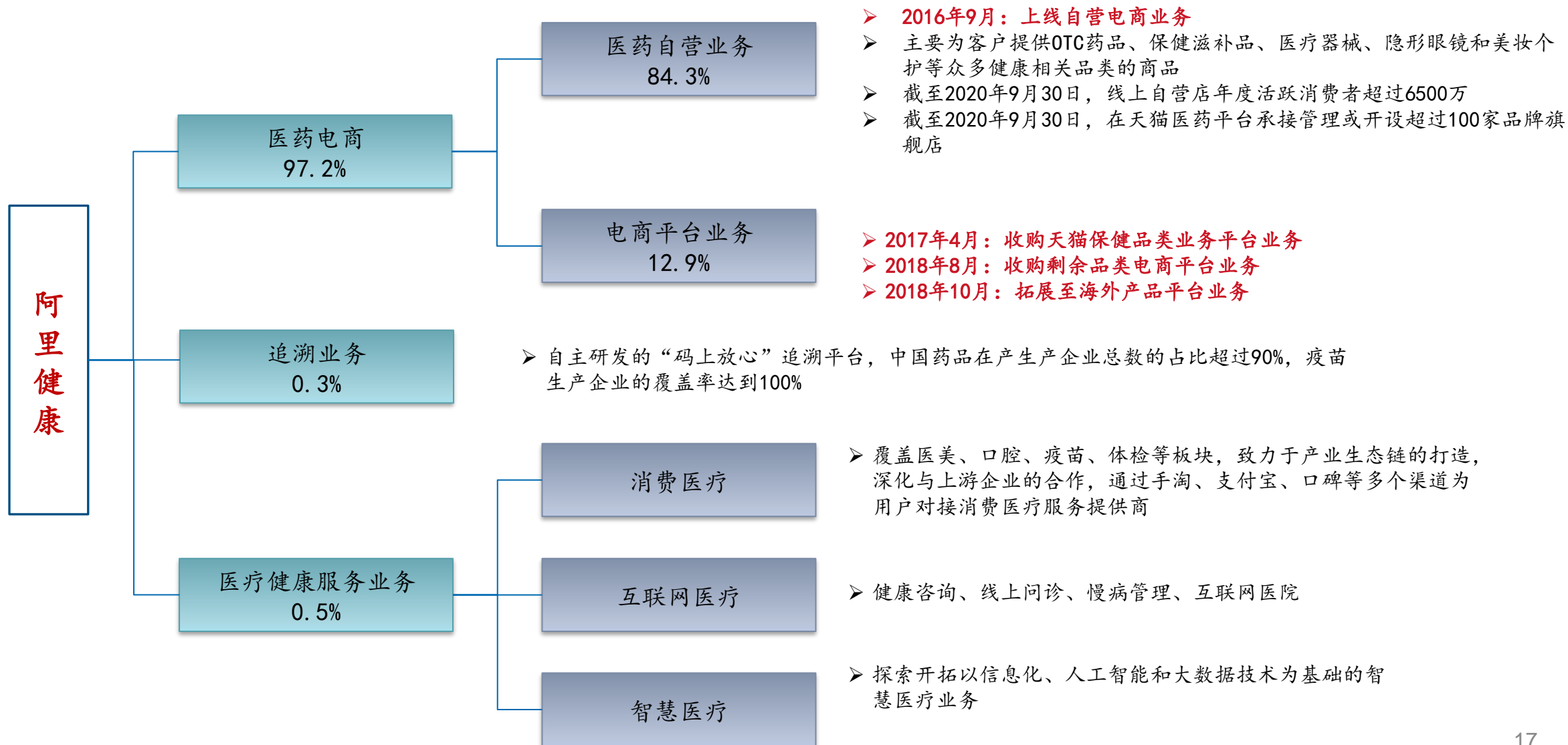


线上药店销售额占比（以京东健康为例）



- 阿里健康(00241.HK)是国内“互联网+医疗健康”第一股。是阿里巴巴集团“Double H”战略（Health and Happiness 健康与快乐）在大健康领域（Health）的唯一整合平台。
- 2014年1月，阿里巴巴联手云锋基金，对港股中信21世纪进行总额1.7亿美元（约合人民币10.37亿人民币）的战略投资，拿到后者54.3%的股份。2014年10月，中信21世纪更名为“阿里健康”，股票代码00241保持不变，标志着阿里健康正式成立。
- 至今，阿里健康已从单一的追溯码服务商，发展成为医药电商冠军。从从阿里集团战略注资开始，阿里健康的成长路径大致分为四个阶段。



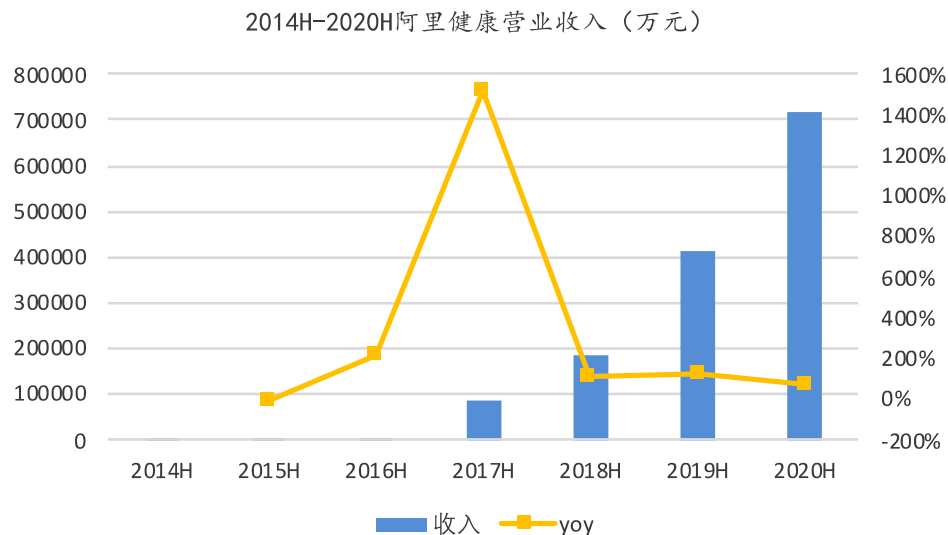


注：百分比为截止2020年9月30日阿里健康各版块营收占比

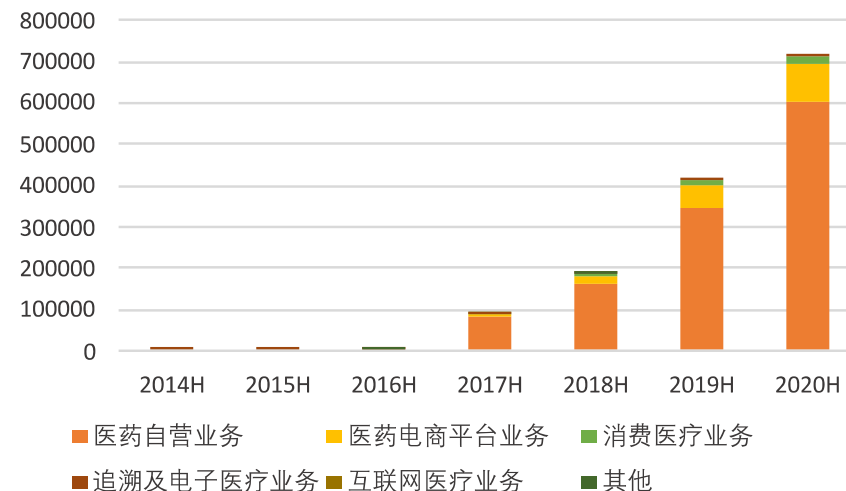
来源：阿里健康公司公告、国金证券研究所

营业收入：随业务布局优化，带动整体收入端实现高增长

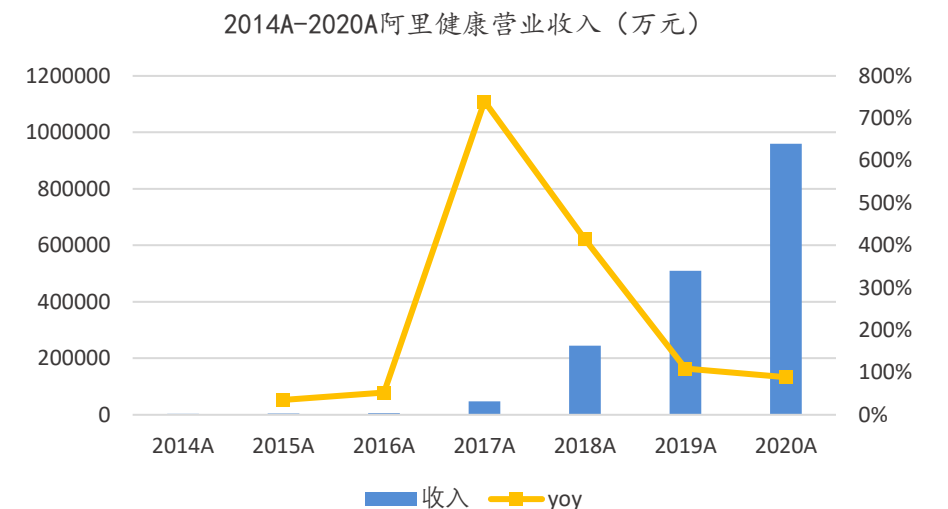
➤ 根据2020年中期报告（截止2020年9月30日），阿里健康实现营业收入71.62亿元，同比增长74.0%，2016H—2020H的复合增速达到238%。



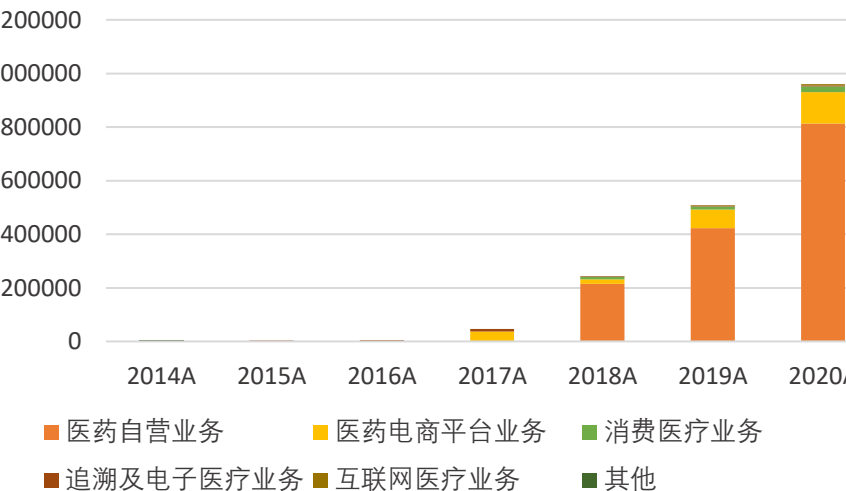
2014H-2020H阿里健康营业收入（按类别：万元）



➤ 根据2020年年度报告（截止2020年3月31日），阿里健康实现营业收入95.96亿元，同比增长88.3%，2016A—2020A的CAGR达到260.9%。

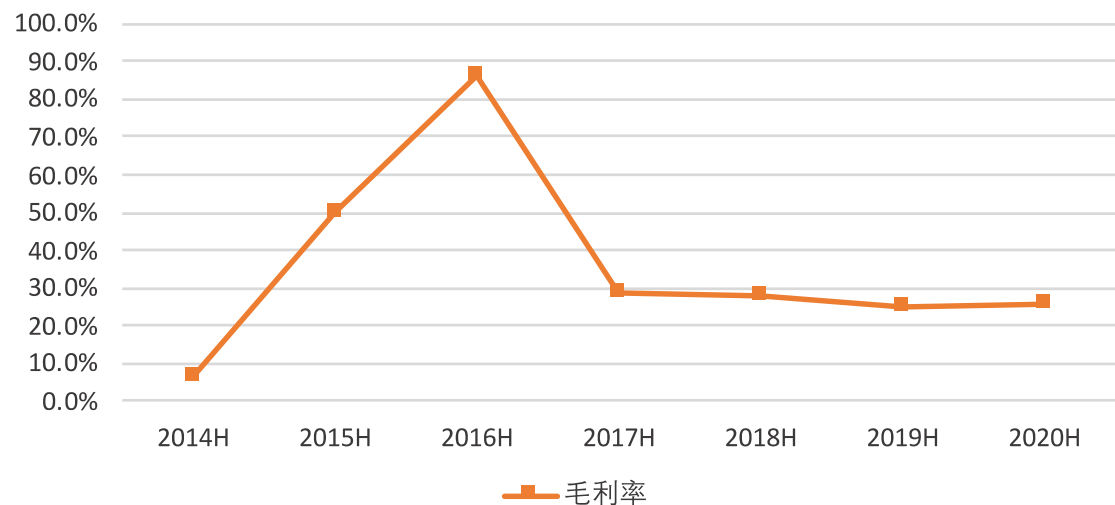


2014A-2020A阿里健康营业收入（按类别：万元）

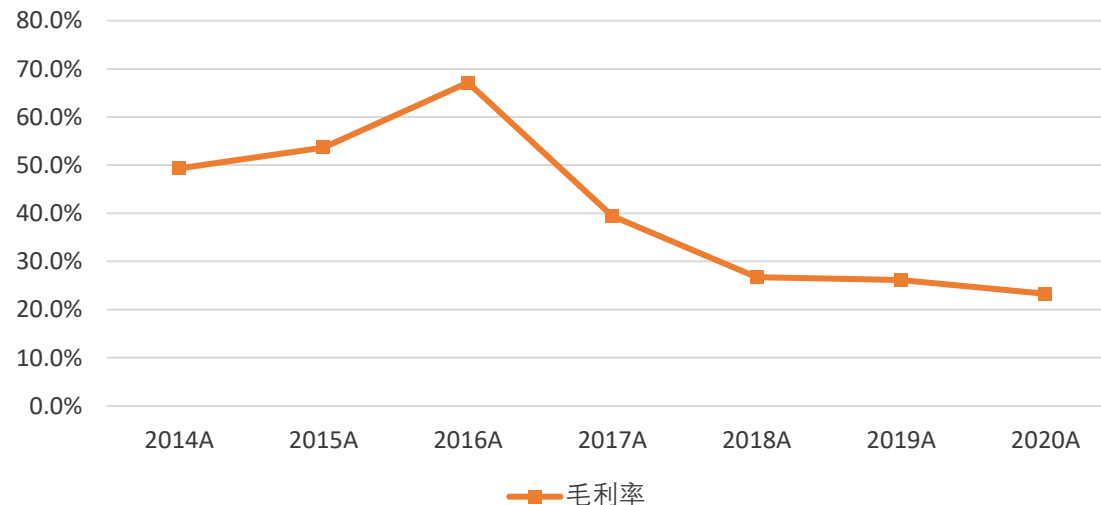


- ▶ 2016年，电商业务板块的注入使公司业务结构发生变化，毛利率随之变动。在1H2020和FY2020年，阿里健康的毛利率分别为25.97%和23.25%。
- ▶ 与追溯业务相比，电商业务板块的毛利率会相对较低。根据2017财年披露，电商业务板块的毛利率为26.7%，追溯平台业务的毛利率为89.6%。我们预计，基于公司追溯业务在医药行业的覆盖面广且竞争格局呈优，追溯业务有望保持相对较高的毛利率。
- ▶ 针对电商板块中的电商平台业务，我们预计毛利率也相对较高，由于其运营成本较少，规模效应突出。而针对电商板块中的另一细分——医药自营业务，预计其毛利率会略有承压。
- ▶ 在消费医疗、互联网医疗板以及智慧医疗板块，预计随业务规模的扩大，毛利率有望随之稳定增长。

2014H-2020H阿里健康毛利率情况

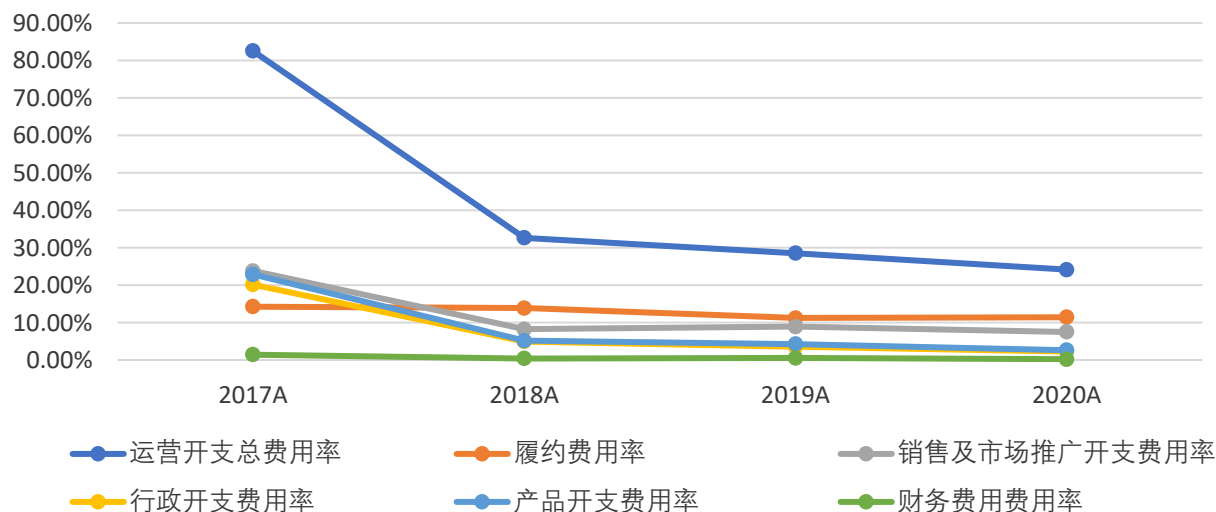


2014A-2020A阿里健康毛利率情况

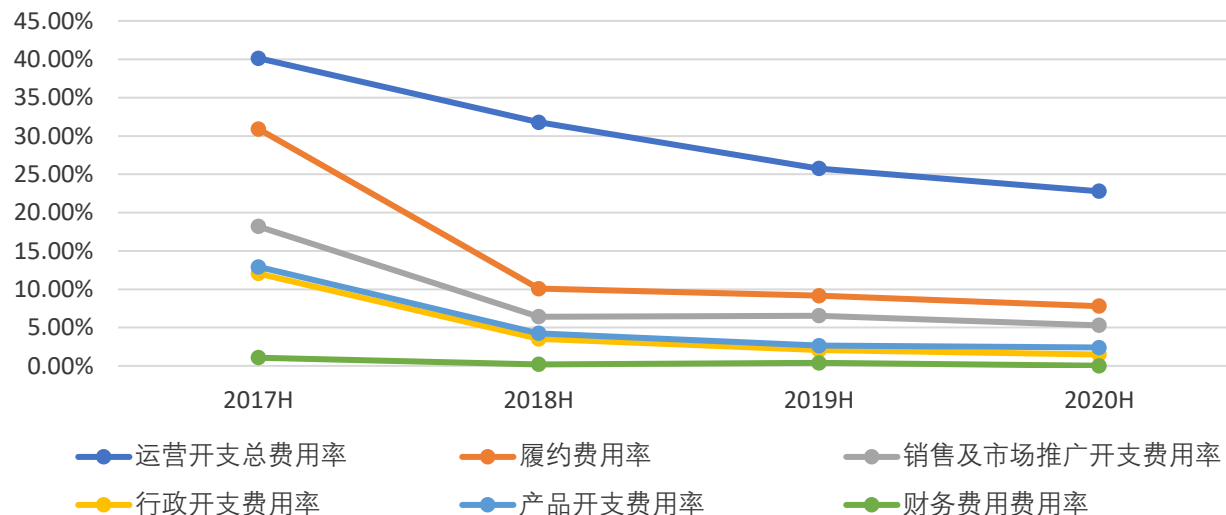


- **履约费用：**医药自营业务所产生的仓储、物流及客服支持。截止2020年3月，履约费用占医药自营业务的比例为13.5%，占总收入的比例为11.4%，维持下行趋势。预计与公司在仓储、物流及客服等方面效率提升有关。
- **销售及市场推广开支：**自2018A之后，销售及市场推广开支费用率基本持平。
- **行政开支：**行政开支费用率维持降低趋势。
- **产品开发支出：**产品开发支出费用率持续降低，绝对值增加与整体信息化技术投入以及互联网医疗业务与智慧医疗业务投入有关。
- **财务费用：**财务费用率维持下行趋势。

2017A-2020A阿里健康期间费用率情况



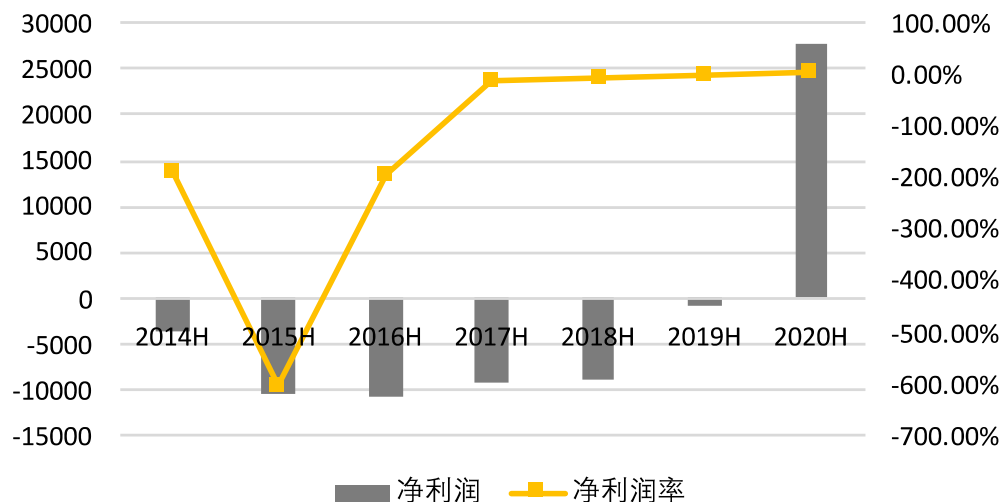
2017H-2020H阿里健康期间费用率情况



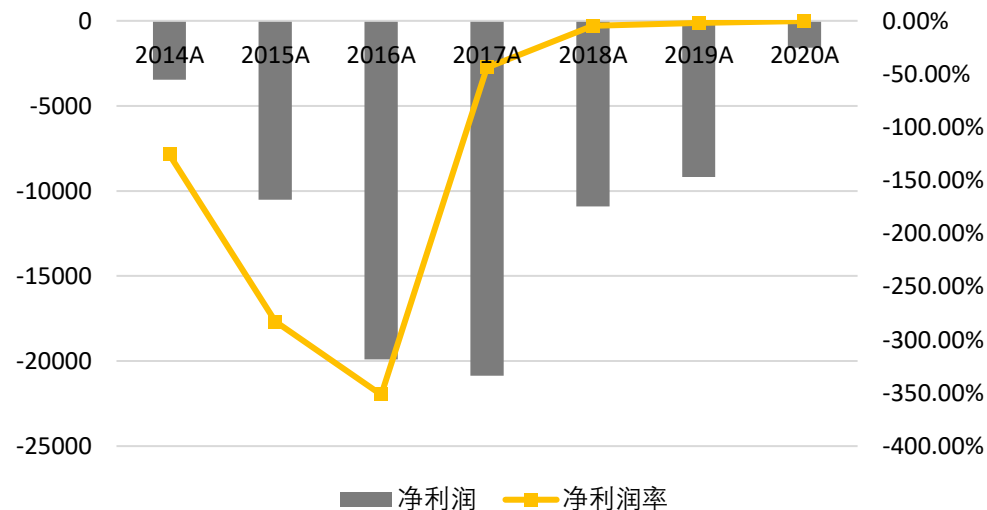
- 在医药电商平台服务业务和医药自营业务的快速成长下，规模效应逐步显现，盈利能力得到持续改善，2016年至2019年利润端持续减亏，已基本接近盈亏平衡点。

 - 根据2020年中期报告（截止2020年9月30日），公司的净利润扭亏为盈，为2.79亿元，净亏损率由2016年的-192.3%转至3.89%。
 - 根据2020年年度报告（截止2020年3月31日），公司的净亏损收窄至1569.6.4万元，同比缩小82.90%，净亏损率由2016年的-351.56%下降至-0.16%。
- 截至2020年3月31日，公司的现金及现金等价物达到25.95亿元，预计现金余额较为充足。报告期内经营活动产生的现金流量净额为5.84亿元，期末现金净流量为25.95亿元，较去年同期进一步改善。受销售增长和盈利能力的提高，公司运营质量稳步提升。

2014H-2020H阿里健康净利润（万元）

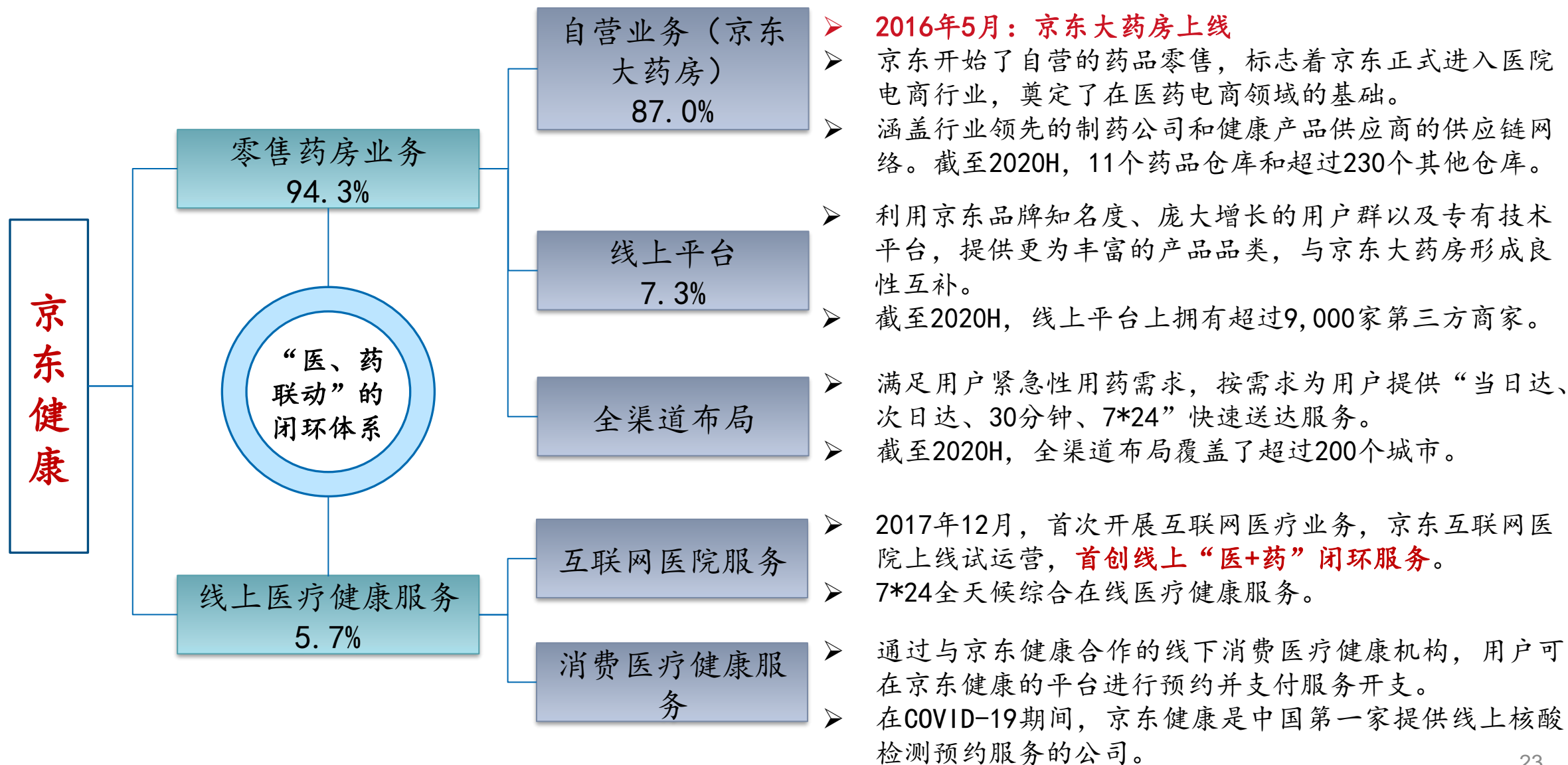


2014A-2020A阿里健康净利润（万元）



- ▶ 2020年12月，京东健康于香港联交所主板上市。基于“以供应链为核心、医疗服务为抓手、数字驱动的用户全生命周期全场景的健康管理平台”的战略定位，京东健康布局“互联网+医疗健康”，产品及服务可覆盖医药健康实物全产业链、医疗全流程、健康全场景、用户全生命周期。
- ▶ 京东健康的业务范围涉及了医药供应链、互联网医疗、健康管理、智慧医疗等，同时还与产业链上中下游各环节的企业进行合作，以打造更加完整的大健康生态体系。
- ▶ 自首次开展保健品零售业务开始，公司逐渐扩展业务范围，涉及自营和第三方药品零售，及互联网医疗业务。随后2019-2020年京东健康子公司开始独立运营，业务布局完成后筹集资金用于不断的业务扩张和技术研发。

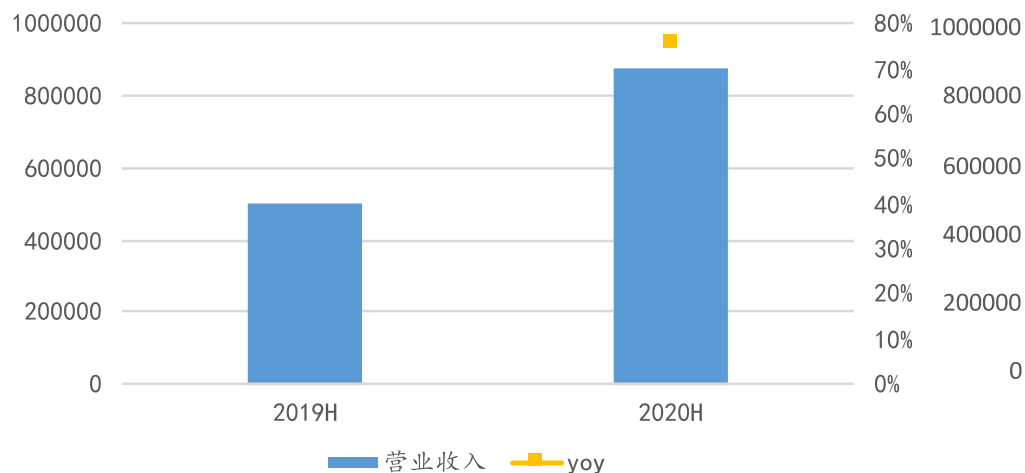




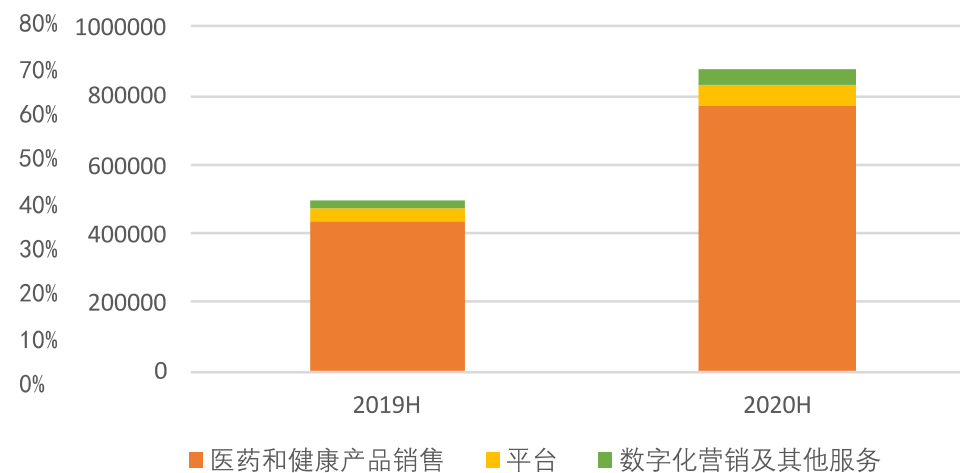
营业收入：随业务布局成熟，整体收入增长稳健

➤ 根据2020年中期报告（截止2020年6月30日），京东健康实现营业收入87.77亿元，同比增长76.0%，2019H—2020H的CAGR达到76.0%。

2019H-2020H京东健康营业收入（万元）

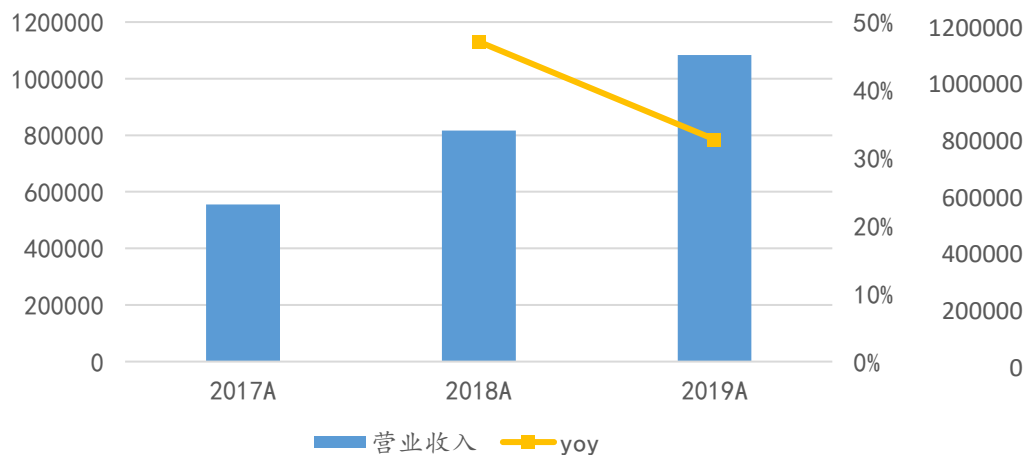


2019H-2020H京东健康营业收入（按类别：万元）

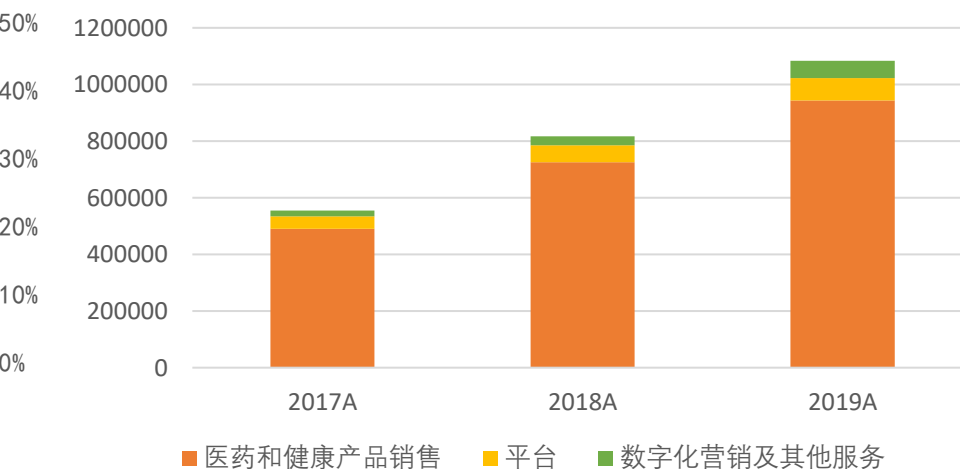


➤ 根据2019年年度报告（截止2019年12月31日），京东健康实现营业收入108.42亿元，同比增长32.7%，2017A—2019A的CAGR达到39.73%。

2017A-2019A京东健康营业收入（万元）



2017A-2019A京东健康营业收入（按类别：万元）

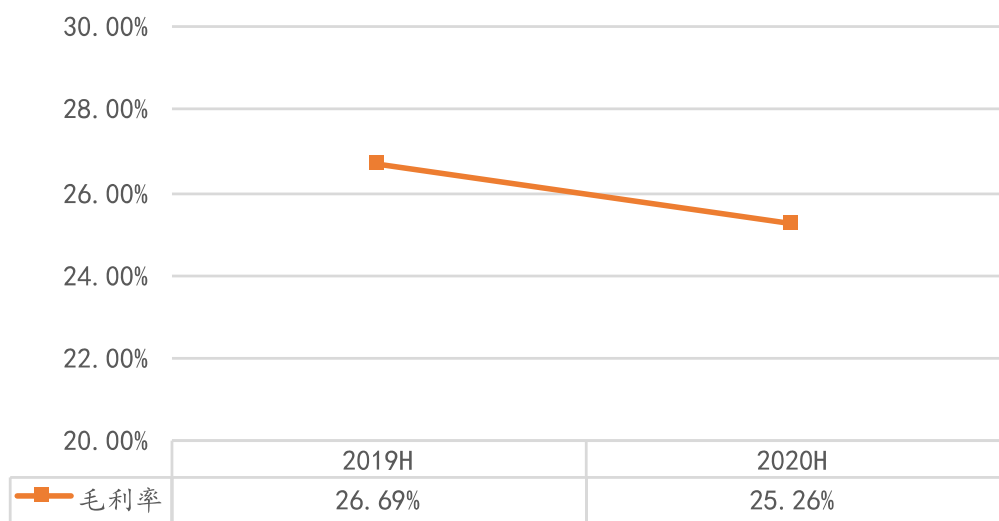


来源：京东健康公司公告、国金证券研究所

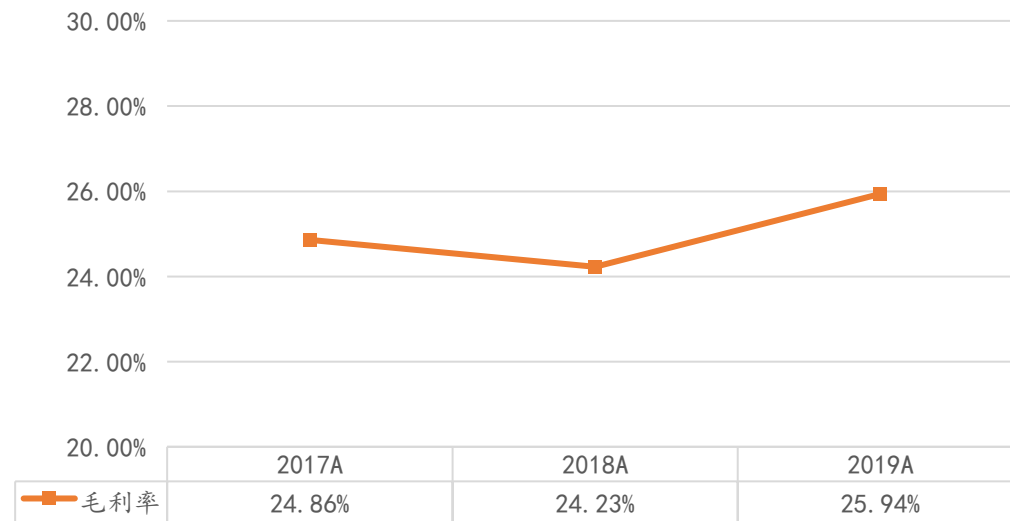
毛利率：业务成熟使整体毛利率稳定，未来有望持续上升

- ▶ 京东健康2017年至2020H毛利率总体稳定在约25%-27%，业务成熟。
- ▶ 2019年毛利率相比于2018年有所上升，主要原因为相对高毛利的服务收入占总收入的百分比上升。2020H毛利率相较于2019年略有下降，主要原因预计由于药品的销售收入增加，以及应对新冠疫情进行的战略储备导致存货减值准备增加。
- ▶ 目前收入的大部分来自向用户销售医药和健康产品（平均约占总收入的88%）。京东健康亦自线上平台的第三方商家赚取佣金及平台使用费及自第三方商家及供应商赚取数字化营销服务费，向用户提供的在线医疗健康服务及向医院提供的智能医疗健康解决方案赚取费用。其中，提供给第三方商家的线上平台服务及提供给用户的在线医疗健康服务的毛利率通常高于产品销售的毛利率。
- ▶ 随着药品占比的提升，公司毛利可能会有所下降，但同时加快布局发展高毛利的线上医疗健康服务，公司毛利率下降的幅度有望有所缓解。

2019H-2020H京东健康毛利率情况



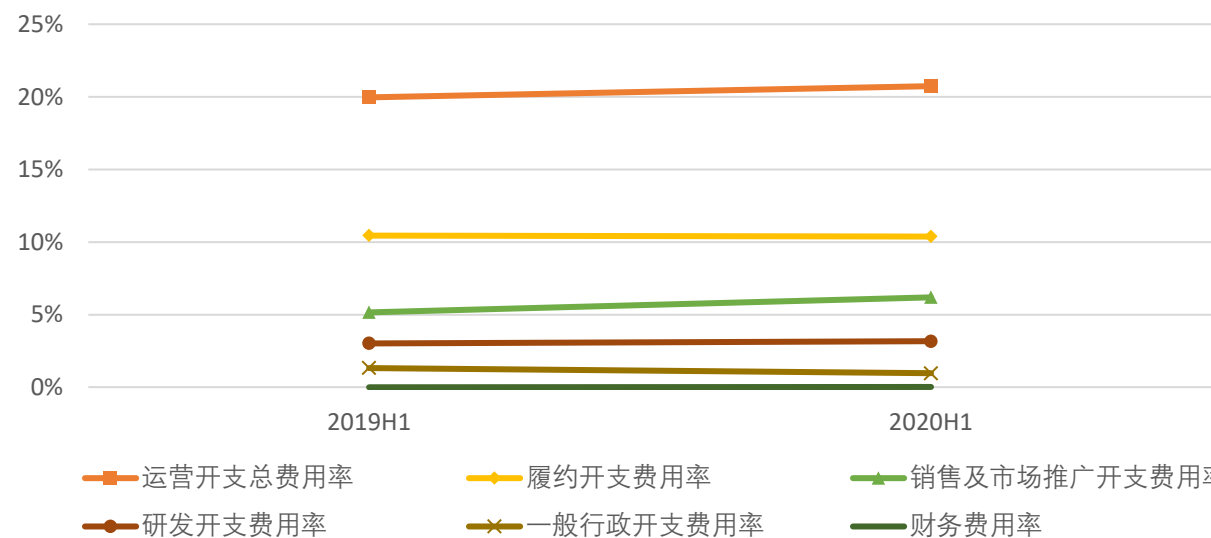
2017A-2019A京东健康毛利率情况



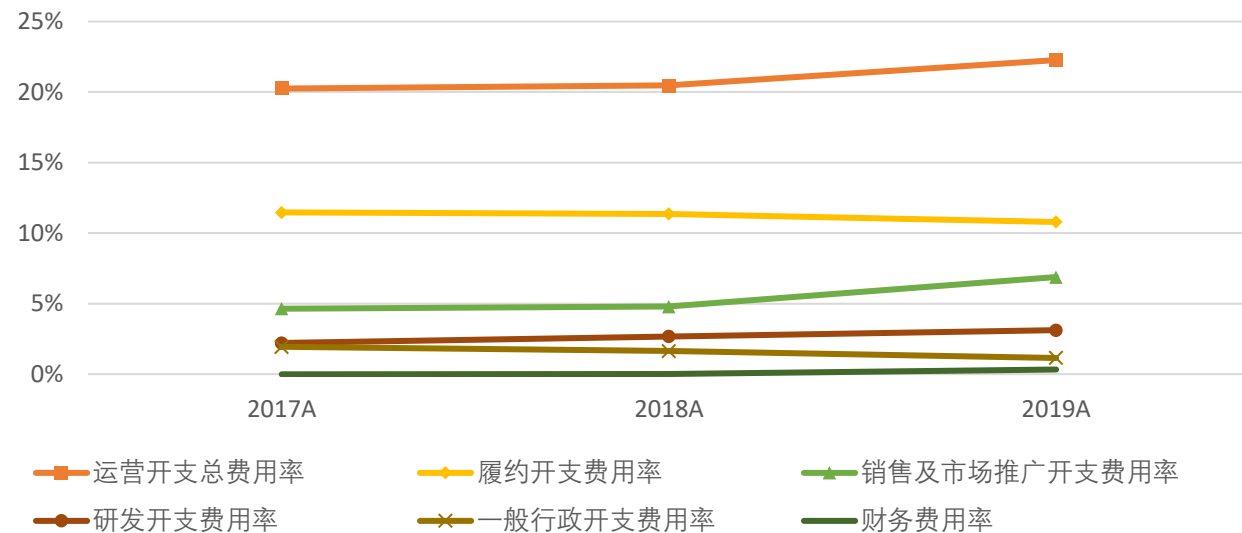
期间费用：规模效应显现，期间费用率趋稳

- **履约费用：**包括支付物流与仓储服务、参与履约活动员工的员工福利、与京东集团分配的其他支持服务、支付服务、其他服务（包括客户服务）。履约开支与业务扩张保持一致，以满足预期销量增长，并确保良好的用户体验。
- **销售及市场推广开支：**销售及市场推广开支费用率基本持平。因为实施新的业务举措，预计销售及市场推广开支将维持较大的绝对金额。
- **行政开支：**行政开支费用率维持低水平，预期占总收入的百分比将随业务的规模效应而减少。计划持续聘用更多合格员工承担一般公司职能以支持业务运营及扩张计划。
- **产品开发支出：**预计研发开支绝对金额将继续增长，用于扩大技术团队、提高数据分析能力以及开发新功能及应用程序。
- **财务费用：**财务费用率维持低水平。

2019H-2020H 京东健康期间费用率情况

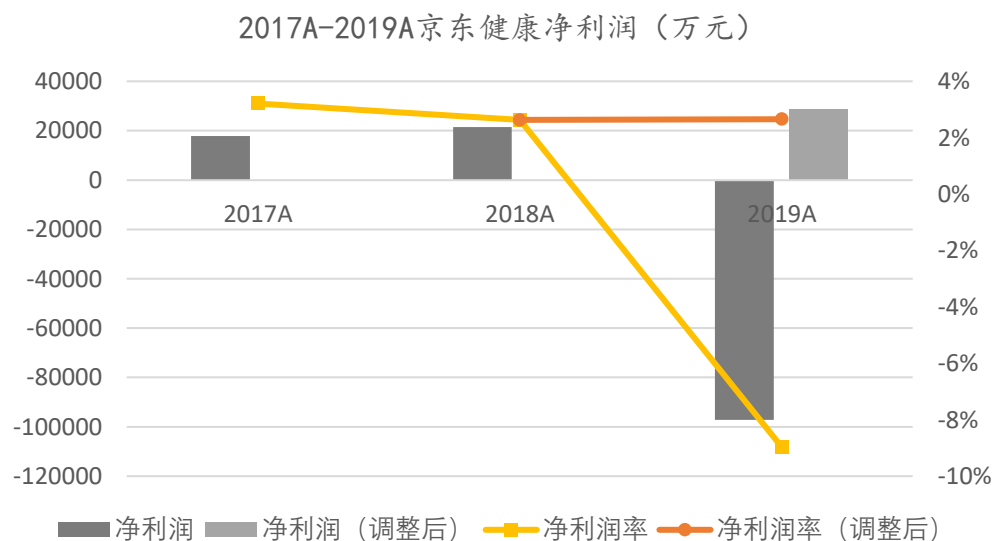
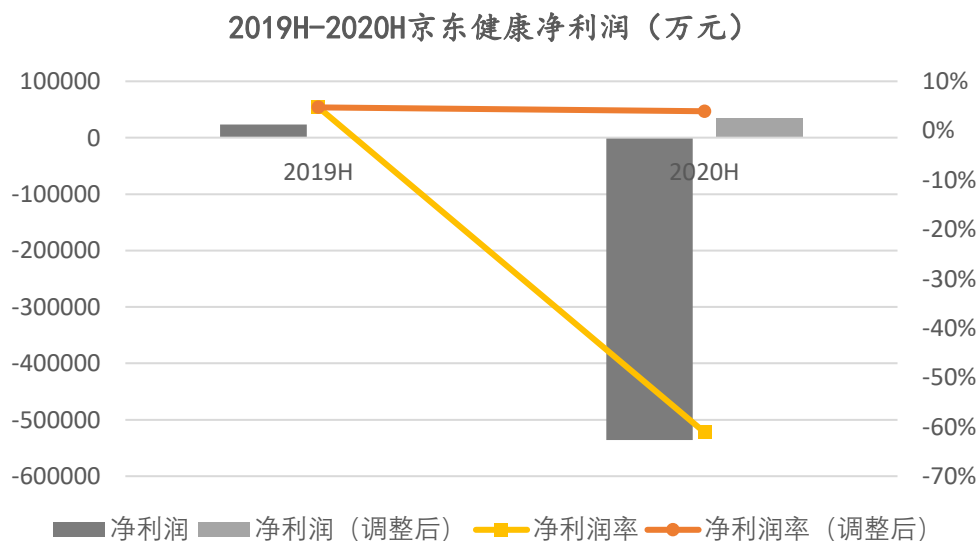


2017A-2019A 京东健康期间费用率情况

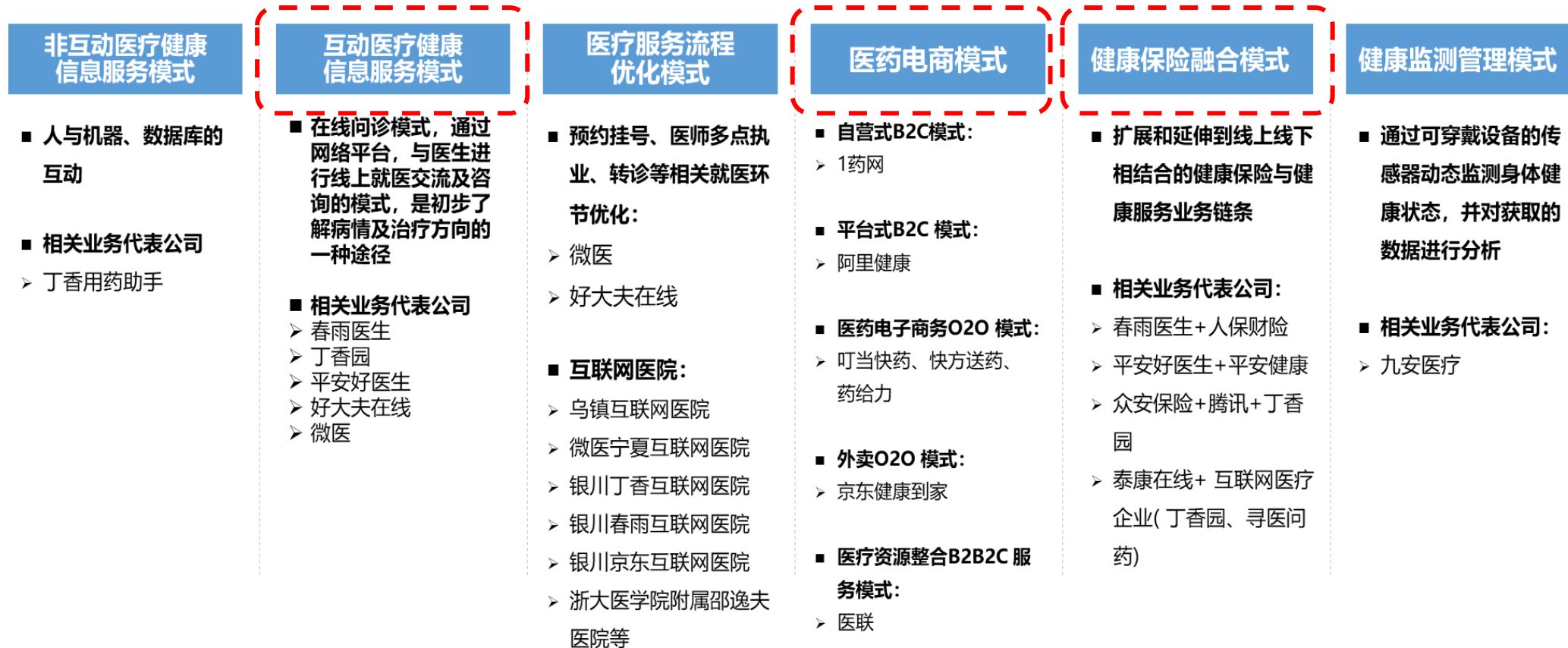


运营质量：利润端持续为正，运营质量稳步提升

- ▶ 在零售药房业务的稳健增长和线上医疗健康服务业务的快速成长下，规模效应逐步显现，盈利能力稳定并持续优化。
 - ▶ 根据2020年中期报告（截止2020年6月30日），公司的调整后净利润为34434.6万元，同比增加45.7%，调整后净利润率自2017年的3.22%上升至3.92%。
 - ▶ 根据2019年年度报告（截止2019年12月31日），公司的调整后净利润为28832.5万元，同比增加34.2%，调整后净利润率为2.66%。
 - ▶ 由于2019年和2020年京东健康的权益价值上升，导致以计为FVTPL的金融负债的可转换优先股价值上升，产生由金融负债公允价值变动导致的非经营性损益，应加回净利润得到调整后净利润。
- ▶ 截至2020年6月30日，现金及现金等价物达到32.00亿元，预计现金余额充足。报告期内经营活动产生的现金流量净额为3.60亿元，期末现金净流量为32.00亿元，较去年同期进一步改善。受销售增长和盈利能力的提高，公司运营质量稳步提升。



我国互联网医疗经营模式与发展形态



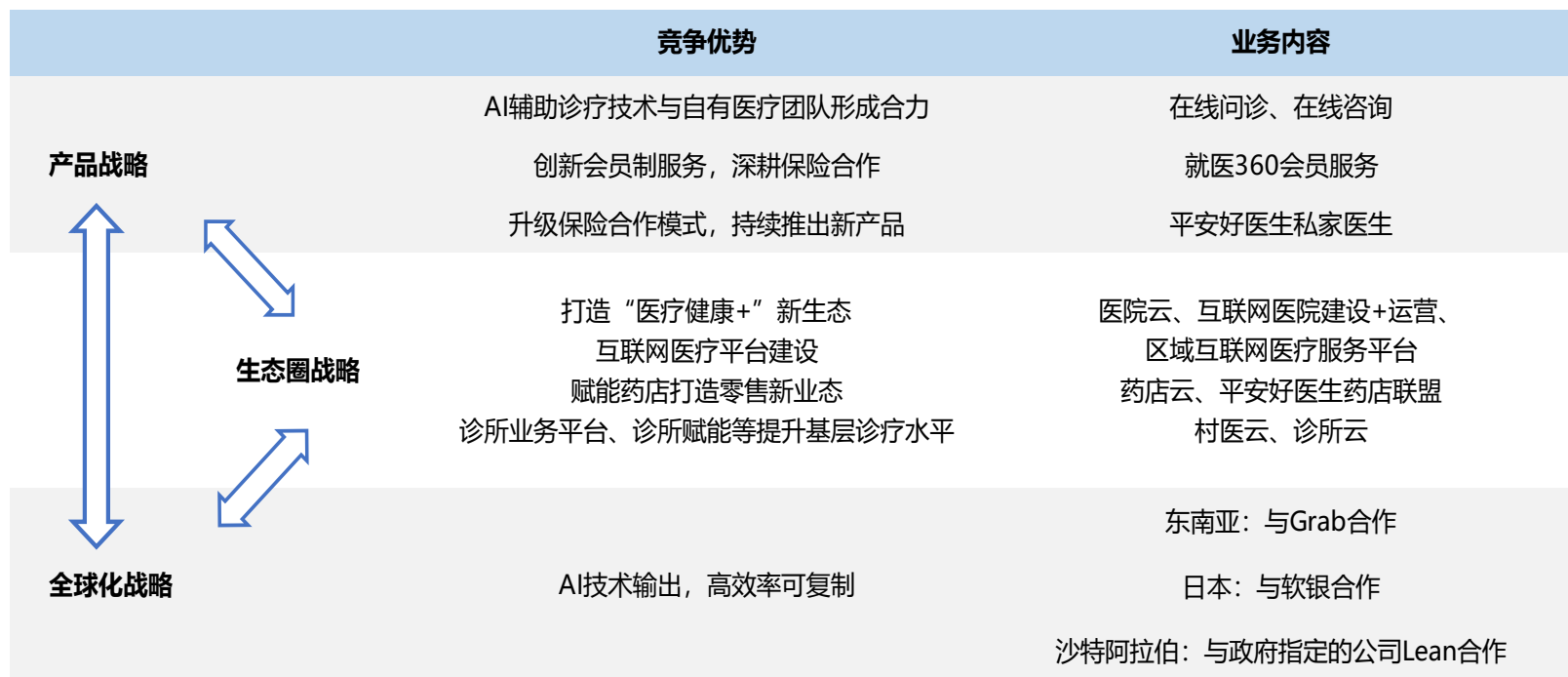
- 线上诊疗相关服务一直是各互联网医疗企业的专注重点，而业务量的拓面则多受制于流量粘性、政策壁垒、支付端瓶颈。为打通支付端瓶颈，商业保险融合办医是主要的支付端多元化形式。
- 聚集患者流量以及流量粘性方面，基层医疗机构、药店等线下资源联通连接是主要渠道载体。同时，商业模式往上游信息化解决方案延伸也成为趋势，一方面增加变现渠道，另一方面也为潜在政策窗口期机遇打下基础

	微医集团	平安好医生	丁香园
商业模式起始点	挂号网	在线问诊	专业医生服务平台
起始核心竞争力	医院连接	平安集团&健康险产品融合	核心医生资源
业务运营主体	移动端APP、互联网医院、互联网医联体	移动端APP、互联网医院	移动端APP、互联网医院
线下医疗资源连接	基层社区医院、诊所、药店	药店、诊所、专科医疗机构	基层诊所
上游信息化解决方案延伸	√	√	√
支付端接入	友邦保险战略合作，打造微医HMO	拓宽商业保险客户，北大方正人寿、珠江人寿、民生人寿等	丁香园&众安保险&腾讯：腾讯糖大夫智能血糖仪产品

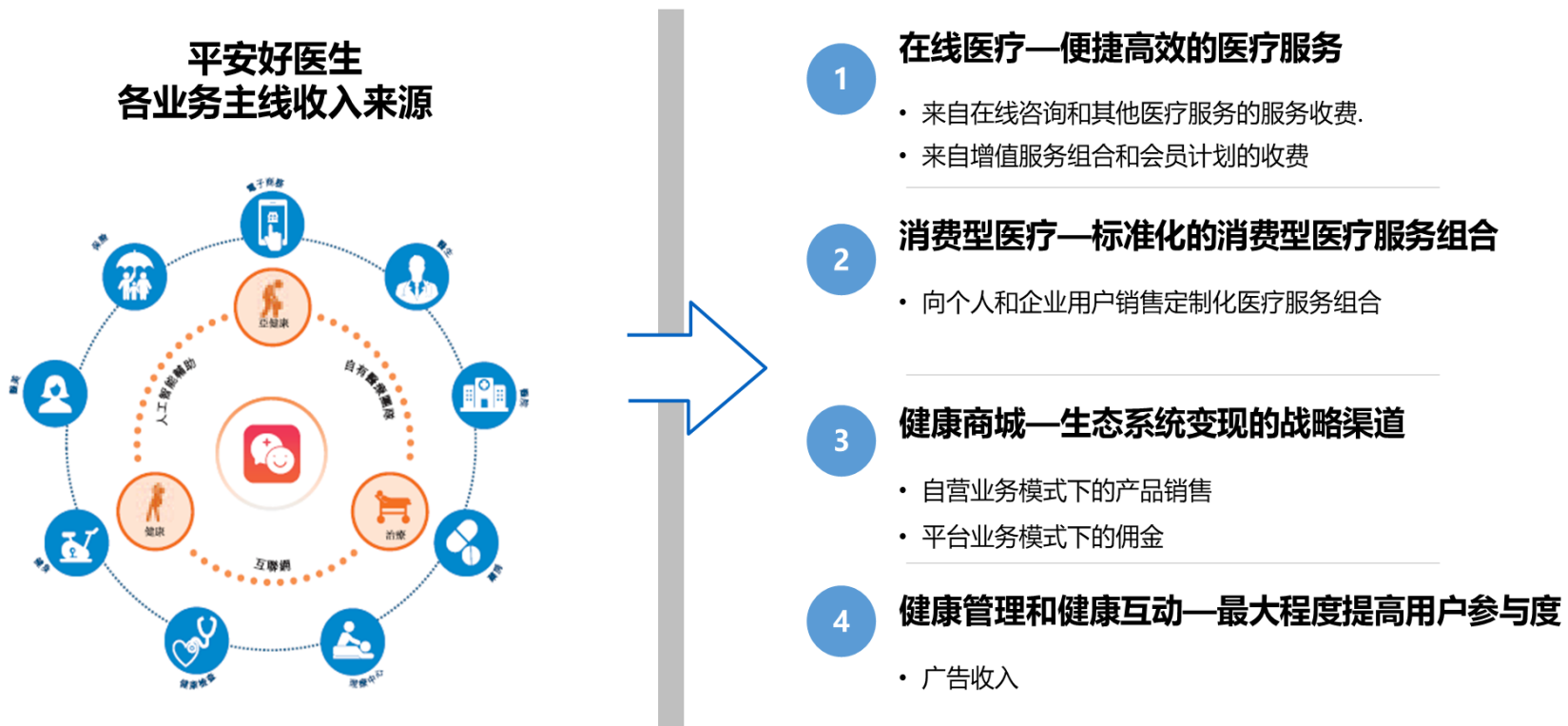
来源：平安好医生公司公告、国金证券研究所

战略发展	业务发展	时间	重要事件
首次战略定位： “健康管理+移动医疗”， 三个圈层搭建医疗服务体系	在线问诊服务、健康管理、AI辅助诊疗技术研发； 医疗服务体系圈层：1) 核心服务圈—自建医生团队，全职一对一；2) 次外圈社会化签约医生—分诊转诊、线下首诊及复诊随访服务；3) 在外圈层建立名医预约体系，名医一键呼叫服务。	2014年8月	平安健康互联网公司在上海成立，开始组建全职医生团队
		2015年4月	平安好医生APP正式发布，接诊首例线上问诊用户，8月在线诊疗“AI助手”上线
		2016年5月	公司完成A轮融资，融资金额5亿美元，投后估值为30亿美元
		2016年6月	健康直播上线
		2017年1月	智能辅助诊疗系统集成超过2亿条在线咨询和问诊数据
战略调整： 制定了从构建闭环到走向搭建线上开放平台、打造健康医疗线上生态圈的战略升级	形成在线医疗、消费型医疗、健康商城、健康管理和健康互动四大业务线条，变现路径逐渐清晰； 持续AI技术的研发与提升； 对接渠道多元化	2017年5月	平安好医生青岛互联网医院成立，获得电子处方权
		2017年6月	北上广深等13个城市开通一小时送药上门服务
		2017年7月	启动“现代华佗计划”，用AI助力于中医行业标准化、智能化、信息化
		2017年11月	平安好医生健康商城GMV突破10亿大关
		2017年12月	获孙正义愿景基金Pre-IPO四亿美金投资，投后估值超过54亿美元
		2018年1月	平安好医生在香港联交所申请IPO
		2018年3月	推出只能语音问诊系统，国内多家三甲医院率先使用
		2018年5月	平安好医生登录港交所，成为互联网医疗第一股
深化战略执行： 加大生态圈布局 多元化拓展合作内容	在线医疗、消费型医疗、健康商城、健康管理和健康互动四大业务线条深化变现能力； 与商业保险公司合作及针对个人用户收费的会员制产品是在线医疗板块商业化的重要方向，依托核心优势推出新产品 AI辅助诊疗系统实现就诊全流程覆盖 围绕医疗服务输出，持续完善多元化生态圈	2018年8月	与Grab Holdings Inc.订立协议成立合营公司，将医疗服务与AI技术对外输出，为东南亚永华提供在线医疗健康服务
		2018年10月	完成万家医疗的收购，布局线下网络，完善线上线下服务闭环
		2019年5月	与全球知名营养品牌惠氏达成战略合作，将为惠氏高端会员配备平安好医生私家医生会员服务
		2019年6月	正式推出了战略级新产品「平安好医生私家医生会员」，与商业保险公司的合作及会员制是核心业务在线医疗商业化的重要方向
		2019年7月	我们与浙江省衢州市卫健委签署战略合作协议，为受其管辖的所有医院共建互联网医院 与北大方正人寿、珠江人寿和民生人寿，达成战略合作，为其保险客户提供全方位、高质量的医疗健康服务 入驻光大手机银行，为光大银行的客户提供私家医生会员服务
		2019年11月	投资中国最大连锁药店渠道ERP/SaaS信息服务提供商海典软件20%股权
		2019年12月	与福建省福州市卫生健康委员会达成合作，将工件福州市区域互联网医院服务平台

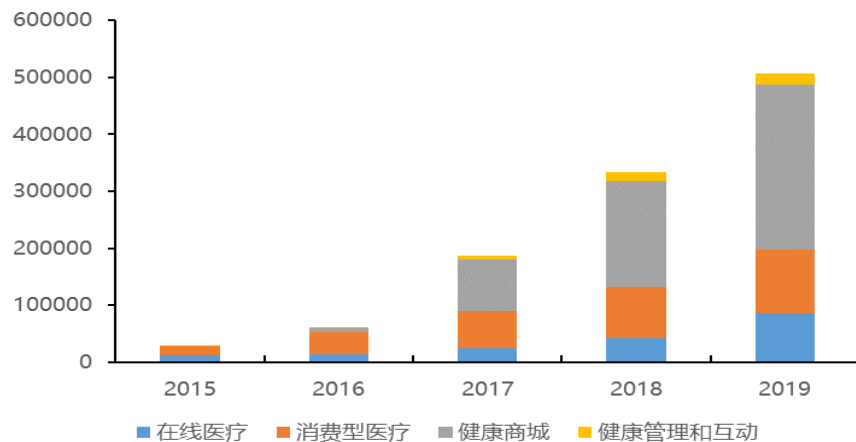
- 围绕升级后的三大战略主线，公司已基本形成清晰的竞争优势，主要体现在：
- 产品战略：创新会员制服务，升级保险合作模式，持续推出新产品。以就医360会员服务为例，该产品是按年付费的商业保险会员产品。基于“就医360”的产品经验，平安好医生与2019年正式推出了战略级新产品「平安好医生私家医生会员」，同时打开与多家商业保险公司的合作及会员制也是在线医疗板块商业化的重要方向。
- 生态圈战略：打造“医疗健康+”新生态，围绕医疗服务输出，持续完善多元化生态圈。目前已针对互联网医院、区域互联网医疗服务平台。药店、诊所等多种业态形成布局。
- 全球化战略：AI辅助诊疗技术的输出，高效率可复制探索全球化开拓



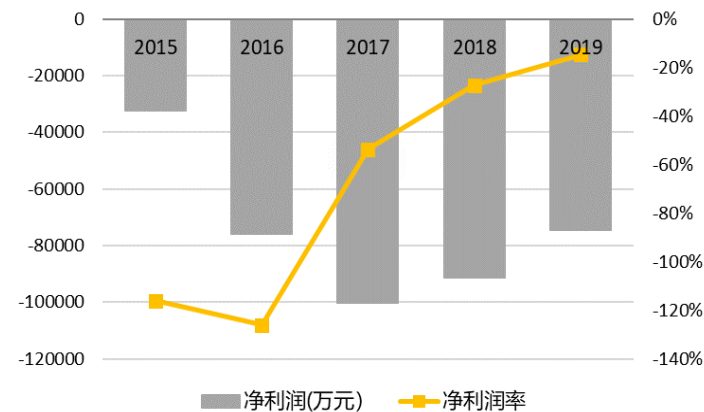
平安好医生各业务主线收入来源



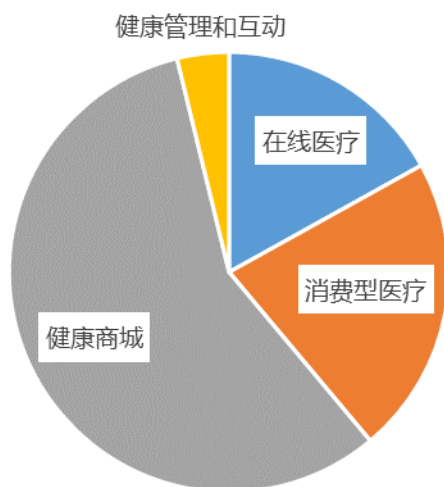
2015-2019年平安好医生营业收入（万元）



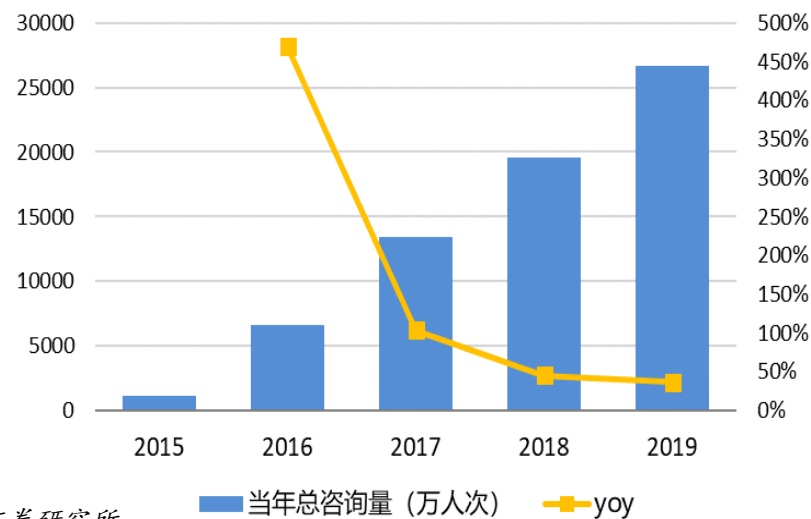
2015-2019年平安好医生净亏损情况（万元）



2019年平安好医生收入结构占比



平安好医生总咨询量（当年新增）

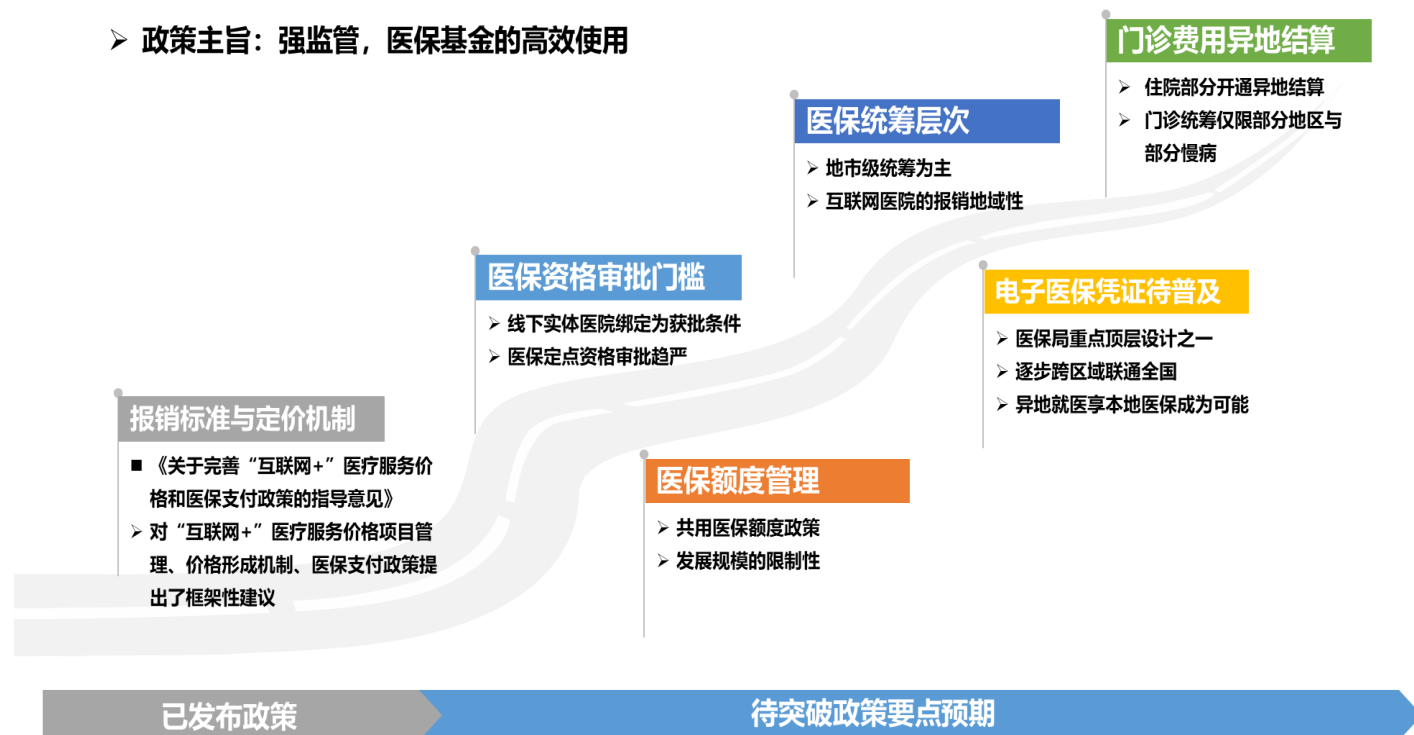


来源：平安好医生公司公告、国金证券研究所

- 线上药店未来会分走部分线下市场，但短期会受到部分限制：1) 购买：消费习惯（服务性质）及即时性的需求使得药房承接客流的作用不可替代；2) 支付：医保线上支付的开通短期内无法实施，影响线上化的进程；3) 结算：为预防医保资金大规模消耗，统筹账户的线上化不会短期内进行。

- 我们认为，待以下六大维度的政策要点有所突破后，线上药店将对线下药店带来较大冲击，抢占50%以上药品市场：1) 报销标准与定价机制；2) 资格审批门槛；3) 医保额度管理；4) 医保统筹层次；5) 门诊费用异地结算；6) 电子医保凭证普及。

互联网医疗：医保端政策推进预期



- **行业处方外流规模低于预期风险：**由于处方外流需要医院的配合、处方外流平台的配套以及国家医保局对医保账户的统筹管理，目前虽已有部分地区持续推进处方外流，但实际推进进度或低于预期，因此导致实际处方外流规模低于报告预期。
- **外延并购不确定性风险：**药店的扩张进程中，并购是主要渠道，若资金不及预期，或并购后整合不及预期，将对公司扩张有不利影响。
- **互联网冲击风险：**若未来网售处方药放开或线上药店持续推广，将对实体药店客流产生负面影响。
- **互联网发展不达预期风险：**互联网医疗较大受政策影响，如果政策推进速度不达预期，会影响线上发展速度。

敬请雅正！



国金证券
SINOLINK SECURITIES

www.gjzq.com.cn

特别声明:

- 国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。
- 本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。
- 本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。
- 本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。
- 在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。
- 本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。
- 根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。
- 此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402