

解惑新时期零售药店，连锁龙头确定性强

——零售药店行业深度报告

推荐|维持

报告要点:

● 疫情对零售药店造成的影响如何?

疫情期间:行业虽受疫情影响,但药店秉持其刚需的特性以及国家政策的扶持,疫情中机遇与挑战并存。**疫后影响:**短期来看,防疫物资的减少造成的销售结构调整将对收入端造成一定影响,而毛利率、净利率或有望维持或改善;长期来看,疫情中零售药店价值凸显,行业关注度提高,消费者健康观念转变,购药支付意愿加强。同时,疫情压缩了中小连锁的生存空间,零售药店龙头集中的趋势或将加快。

● 医药电商是否会给零售药店行业带来冲击?

疫情下医药电商兴起,分模式来看:**B2B模式**主要作为药品终端销售的上游,不与药房构成竞争;**O2O模式**主要作为药店的配送服务平台,一定程度上会分走部分利润,但整体需要依托零售药房存在;**B2C模式**与线下药房虽然同样作为医药终端销售者,但是二者**主要销售产品、面向的销售者以及针对的消费需求存在多重错位**,我们认为医药电商与线下药房之间**互补更多于替代**。由于政策、消费观念等因素的影响,医药电商要发展壮大尚有较长的缓冲期,龙头零售药店有望利用这段缓冲期发展自身“**互联网+医药**”模式,实现线上线下一体化。

● 处方外流将如何落实?

院内处方外流在多年的筹备下已经基本完成外流通道、承接模式、外流动力等方面的摸索,在各省市已有多数试点探索了具备可行性的统筹账户开放、医保流转平台建设,随着“双通道”、“电子处方”等政策的出台,处方外流有望于近年开闸,考虑当前国内15000亿处方药销售市场中零售药店终端占比仅为12%,未来1%处方外流即可撬动零售药店市场空间扩容。

● 医保改革将带来怎样的影响?

1)个人账户改革短期减少个账总额但提高了其利用效率;扩大统筹基金范围,统筹进店有望实现;2)支付方式改革,推行按病种付费模式,有望推进处方外流;3)医保覆盖药品改革,控制药品价格,加速医药分离;4)医保支付更信息化、便捷化,支付壁垒降低,药店消费意愿有望增强。

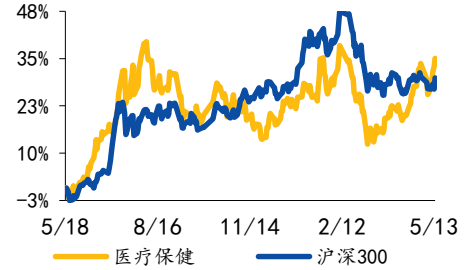
● 投资建议

疫情的中长期影响叠加处方外流与统筹进店的政策趋势,零售药店市场上升空间可观,龙头集中度有望快速提升,建议关注快速扩张中的零售药店龙头**一心堂、老百姓、大参林、益丰药房**;医药电商发展迅猛,与线下药店相辅相成,建议关注基于物流基础,打造“互联网+医药”闭环的医药电商**京东健康**。

● 风险提示

处方外流进程不及预期,行业监管风险,行业竞争加剧,行业安全事件风险,政策风险等。

过去一年市场行情



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-医药行业 2020 年报&2021Q1 季报总结:不惧疫情,刚需+创新+消费,医往直前》
2021.05.07

《国元证券行业研究-2021 年医药生物行业策略报告:聚焦黄金赛道,寻找疫后高光》2020.12.05

报告作者

分析师 刘慧敏

执业证书编号 S0020520110001

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gzyq.com.cn

联系人 张俊

电话 021-51097188

邮箱 zhangjun_sh@gzyq.com.cn

附表:重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE		
					2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
002727	一心堂	买入	39.47	23531.64	1.38	1.69	2.06	28.60	23.29	19.12
603939	益丰药房	买入	80.70	44624.84	1.46	1.79	2.30	55.46	45.19	35.09
603233	大参林	买入	71.52	47104.58	1.62	2.07	2.58	44.15	34.51	27.75
603883	老百姓	买入	53.80	21989.79	1.54	1.91	2.42	34.94	28.10	22.25

资料来源: Wind, 国元证券研究所

目 录

前言	5
1. 疫情对零售药店造成的影响如何?	8
1.1 新冠疫情下, 零售药店挑战与机遇并存	8
1.2 短期来看, 药店恢复迅速, 利好因素有望持续	10
1.3 长期来看, 疫情药店价值凸显, 龙头集中加速	12
2. 医药电商是否会给零售药店行业带来冲击?	14
2.1 医药电商的三大分类: B2B、B2C、O2O	15
2.2 疫情带动新一轮电商浪潮	16
2.3 线上与线下药房存在多重错位, 互补大于替代	18
2.4 医药电商来势汹汹, 零售药店尚存缓冲期积极应对	20
3. 处方外流将如何落实?	22
3.1 国家推动下, 处方外流有望突破阻碍, 流转模式初步形成	22
3.2 他山之石, 日本医药分离实践的启示	25
3.3 利好政策频出, 国内处方外流发展势头正盛	26
4 医保改革将带来怎样的影响?	28
4.1 个账改革, 扩大统筹基金支付范围	29
4.2 支付方式改革, 推行按病种付费模式	30
4.3 医保覆盖药品改革	31
4.4 医保支付信息化、便捷化	32
5. 相关公司	33
5.1 一心堂: 深耕重点区域, 有望复制云南成功	33
5.2 益丰药房: 布局经济优势区域的后起之秀, 专注精细化管理	37
5.3 大参林: 立足两广, 推广特色化药店经营模式	39
5.4 老百姓: 自营+加盟, 双管齐下推动全国化布局	41
5.5 京东健康: 大健康互联网化, 打造“互联网+医药”闭环	43
风险提示	46

图表目录

图 1: 零售药店板块综合市盈率估值中枢 (倍)	6
图 2: 2019-2020 年商品零售行业月度销售额 (亿元)	9
图 3: 2020 年春节前后样本药店日均销售额 (万元)	9
图 4: 疫情期间零售药店月度品种销售占比情况	9
图 5: 全国医药零售终端销售规模 (亿元)	10
图 6: 疫情下国内实体门店相关行业受到巨大冲击	12
图 7: 2020H1 四大药房门店单店租金下降情况 (万元)	12
图 8: 2012-2019 年国内连锁药房数量及连锁率情况	13
图 9: 中美日前十大大药房市占率对比	13
图 10: 2016-2021Q1 年四大药房新开情况 (家)	13

图 11: 医药电商各模式环节示意图	15
图 12: 医药电商形式分类.....	16
图 13: 2013-2018 年中国医药流通及电商市场规模	17
图 14: 2015-2019 年医药院内外划分终端渠道市场情况	17
图 15: 医药电商发展历程.....	17
图 16: 线上、线下购药用户年龄分布	19
图 17: 四家医药电商零售用户结构.....	19
图 18: 四大药房医药电商及互联网+医疗业务布局情况.....	21
图 19: 处方外流的阻碍因素分析.....	22
图 20: DTP 药店模式运行机制	23
图 21: 处方流转平台模式示意图.....	24
图 22: 日本医药分离发展进程	25
图 23: 1989-2015 年日本医药分离率	26
图 24: 1989-2015 年日本处方数量	26
图 25: 处方药终端占比情况	27
图 26: 中外处方药零售终端占比.....	27
图 27: 我国基本医疗保险概况	28
图 28: 统筹账户 vs 个人账户	29
图 29: 个人医保账户改革示意图.....	30
图 30: 医保目录调整	31
图 31: 2016-2021Q1 一心堂营业收入情况 (亿元)	33
图 32: 2016-2021Q1 一心堂归母净利润情况 (亿元)	33
图 33: 2016-2021Q1 一心堂扣非归母净利润情况 (亿元)	33
图 34: 2016-2020 年一心堂营收分品类构成情况	33
图 35: 2016-2021Q1 一心堂毛利率与净利率情况.....	34
图 36: 2016-2021Q1 一心堂费用率情况	34
图 37: 2012-2021Q1 一心堂门店开设情况 (家)	34
图 38: 2021Q1 一心堂全国门店分布情况 (家)	34
图 39: 2020 年一心堂各级门店数量及销售占比	35
图 40: 2020 年一心堂各级门店营业效率.....	35
图 41: 2021Q1 益丰药房全国门店布局情况	37
图 42: 2015-2021Q1 益丰药房门店数量情况 (家)	37
图 43: 2015-2021Q1 益丰药房营业收入情况 (亿元)	37
图 44: 2015-2021Q1 益丰药房归母净利润情况 (亿元)	37
图 45: 2015-2021Q1 益丰药房毛利率及净利率情况	38
图 46: 2015-2021Q1 益丰药房费用率情况.....	38
图 47: 2015-2020 年公司门店分类数量 (家)	38
图 48: 2015-2020 年公司门店分类平效 (元/平方米)	38
图 49: 2021Q1 大参林全国门店布局情况.....	39
图 50: 大参林门店数量情况 (家)	39
图 51: 2015-2021Q1 大参林营业收入情况 (亿元)	39
图 52: 2015-2021Q1 大参林归母净利润情况 (亿元)	39

图 53: 2015-2021Q1 大参林毛利率及净利率情况	40
图 54: 2015-2021Q1 大参林费用率情况	40
图 55: 2015-2020 大参林分产品业绩构成情况	40
图 56: 2015-2020 大参林分产品毛利率情况)	40
图 57: 2021Q1 老百姓全国门店布局情况	41
图 58: 2015-2021Q1 老百姓门店数量情况 (家)	41
图 59: 2015-2021Q1 老百姓营业收入情况 (亿元)	41
图 60: 2015-2021Q1 老百姓归母净利润情况 (亿元)	41
图 61: 2015-2021Q1 老百姓毛利率及净利率情况	42
图 62: 2015-2021Q1 老百姓费用率情况	42
图 63: 老百姓直营门店与加盟门店数量 (家)	42
图 64: 老百姓加盟模式优势与服务	42
图 65: 京东健康着力打造医疗闭环	43
图 66: 2017-2020 京东健康营业收入 (亿元)	44
图 67: 京东健康在线药房平台优势	44
图 68: 2017-2020 年京东健康净利润情况 (亿元)	44
图 69: 2017-2020 年京东健康毛利及毛利率情况 (亿元)	44
图 70: 2017-2019 年京东健康收入构成情况	45
图 71: 京东大药房购买模式	45
表 1: 2020&2021Q1 四大药房综合实力比较	7
表 2: 疫情对零售药房行业的影响新分析	8
表 3: 疫情下多项扶持政策减免	10
表 4: 四大药房 2019-2020 主要指标变化	11
表 5: 线下药房 vs O2O 医药电商 vs B2C 医药电商	14
表 6: 近年“互联网+医疗”重点政策汇总	18
表 7: 零售药店 vs 天猫医药馆 (B2C) -主要分类 MAT 销售概况	19
表 8: 处方流转模式总结	24
表 9: 处方外流下, 零售药店终端处方药市场规模 (亿元)	27
表 10: 近期 DRG/DIP 支付改革相关政策	31
表 11: 头部在线医疗公司比较	44

前言

药品零售作为一个传统行业，正受到新零售方式崛起、医改不断深化、行业监管逐步提升等挑战，在这样的新竞争、新规则环境下，我们认为零售药店行业从扩容时代 1.0 系列的跑马圈地、医保管控时代 2.0 系列的精耕细作，进入精准定位、精准服务的 3.0 新纪元。我们在这个阶段来思考，外部环境的变化对于零售业态是否发生了根本性变化，零售药店的中长期逻辑能否存续。通过对疫情、医保环境、新政策、新消费结构分层的理解，我们认为在此时点推荐零售药房将基于以下两个因素：

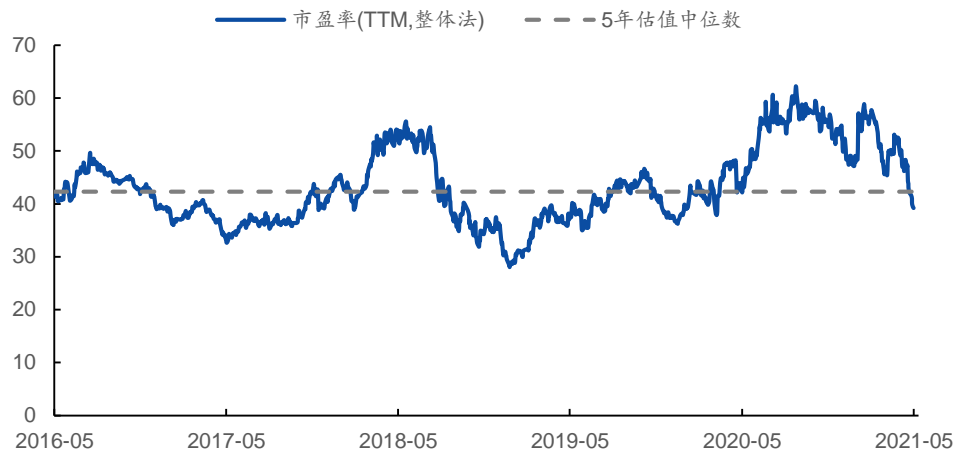
1. 零售药店核心逻辑中短期、中长期逻辑依旧，成长性仍具高确定性，应对复杂多变外部环境

- 中短期逻辑主要看好龙头药房在新建、并购带来的集中度提升，趋势依旧未变。医保控费趋严、带量采购压缩空间、合规性成本提升，零售药店需要依托更好的规模效应，推动强者恒强。跑马圈地的 1.0 时代，门店收购 PS 倍率显著提升，而 3.0 时代更依托供应链、品牌力、药事服务能力，龙头有望强者恒强。同海外发达国家终局状态对比，国内集中度仍然较低，CR4 仅达到 3.67%，CR10 仅达到 6.70%，高度分散，集中度提升依旧是中短期零售药店的核心逻辑，为业绩保驾护航。
- 中长期逻辑看处方外流释放，趋势正在逐步形成，依托线下门店+线上结算医保管理模式，或有望看到处方外流试点开闸。院内处方外流在多年的筹备下已经基本完成通路的摸索，在各省市已有多数案例摸索具有可行性的统筹账户开放、医保流转平台建设，随着“双通道”、“电子处方”等政策的出台，处方外流或即将开闸。目前院内处方市场达 12000 亿元，目前零售药店仅为 12%，处方外流加速将最有望被头部药房承接，预计将贡献可观收入，提升业务量级，同时，处方流转平台承接为药房其他配套解决方案、服务模式引流。

2. 在当前追求性价比阶段下，零售药店成为优选赛道

从近五年零售药店板块的估值情况来看，目前零售药店仍然处于相对正常的估值中枢，近五年的中位市盈率为 42.30 倍，截至 2021 年 5 月 10 日，零售药店板块的综合市盈率为 39.22 倍，估值位于近 5 年历史市盈率的 34 分位处，具备较强的性价比优势。基于 2020 年板块归母净利润增速计算，PEG 为 1.05 倍，同药店板块较为确定的成长性相比 PEG 合理。

图 1：零售药店板块综合市盈率估值中枢（倍）



资料来源：Wind，国元证券研究所

注：零售药房板块纳入一心堂、老百姓、大参林、益丰药房四家进行估值统计

在当前阶段，我们考虑分析几个当下零售药房赛道关注度较高的核心问题，于本文展开分析与讨论：

➤ 疫情对零售药店造成的影响如何？

我们认为零售药店在疫情中虽然受到了一定的影响，但是由于其刚需的特性，受到的冲击相对有限，尤其对头部连锁药店而言，疫情更是机遇大过挑战。疫情过后，零售药店价值凸显，行业关注度提高，消费者健康观念转变，购药支付意愿加强。同时，疫情压缩了中小连锁的生存空间，零售药店龙头集中的趋势或将加快。

➤ 医药电商是否会给零售药店行业带来冲击？

从医药电商的 3 种模式来看：**B2B 模式**主要作为终端零售的上游，不构成竞争关系；**O2O 模式**主要作为药店的配送服务平台，一定程度上会分走部分利润，但整体需要依托零售药房存在；**B2C 模式**与线下药房虽然同样作为医药终端销售者，但是二者主要销售产品、面向的销售者以及针对的消费需求存在多重错位，我们认为医药电商与线下药房之间互补更多于替代。由于政策、消费观念等因素的影响，医药电商要发展壮大尚有较长的缓冲期，龙头零售药店有望利用这段缓冲期发展自身“互联网+医药”模式，实现线上线下一体化。

➤ 处方外流将如何落实？

院内处方外流在多年的筹备下已经基本完成外流通路，承接模式，外流动力等方面的摸索，在各省市已有多数试点摸索了具备可行性的统筹账户开放、医保流转平台建设，随着“双通道”、“电子处方”等政策的出台，处方外流有望于近年开闸，考虑当前国内 15000 亿处方药销售市场中零售药店终端占比仅为 12%，未来 1%处方外流即可撬动零售药店市场空间扩容。

➤ 医保改革将带来怎样的影响？

1) 个人账户改革短期减少个账总额但提高了其利用效率; 扩大统筹基金范围, 统筹进店有望实现; 2) 支付方式改革, 推行按病种付费模式, 有望推进处方外流; 3) 医保覆盖药品改革, 控制药品价格, 加速医药分离; 4) 医保支付更信息化、便捷化, 支付壁垒降低, 药店消费意愿有望增强。

表 1: 2020&2021Q1 四大药房综合实力比较

	2020				2021Q1			
	大参林	老百姓	益丰药房	一心堂	大参林	老百姓	益丰药房	一心堂
营业收入 (亿元)	145.83	139.67	131.45	126.56	40.59	36.38	36.30	34.29
yoy	30.89%	19.75%	27.91%	20.78%	20.73%	10.85%	19.09%	11.07%
归母净利润 (亿元)	10.62	6.21	7.68	7.90	3.41	2.28	2.41	2.61
yoy	51.17%	22.09%	41.29%	30.81%	21.51%	16.03%	29.39%	27.28%
扣非归母净利润 (亿元)	10.22	5.45	7.39	7.53	3.39	1.92	2.33	2.52
yoy	48.13%	14.05%	37.43%	27.43%	25.20%	13.06%	30.17%	26.63%
毛利率	38.47%	32.06%	37.98%	35.82%	39.38%	33.50%	40.54%	37.01%
净利率	7.43%	5.47%	6.59%	6.24%	8.57%	7.06%	7.43%	7.58%
销售费用率	23.80%	20.31%	24.57%	24.11%	23.15%	20.52%	25.75%	24.60%
管理费用率	4.84%	4.71%	4.22%	4.00%	4.62%	3.96%	4.02%	3.10%
财务费用率	-0.08%	0.45%	0.26%	0.03%	0.82%	1.05%	0.92%	0.59%
ROE (摊销)	19.73	14.48	14.05	13.70	6.14	5.47	3.47	4.31
净现金流 (亿元)	20.92	-0.58	17.88	0.60	-1.42	-2.18	-4.23	2.50
净资产 (亿元)	55.73	48.05	57.82	57.80	57.77	45.92	72.79	60.63
门店总数 (家)	6020	6533	5991	7205	6451	7268	6279	7537
yoy	26.58%	27.40%	26.07%	14.99%	32.06%	33.65%	28.96%	17.73%
自营 (家)	5705	4892	5356	7205	6057	5439	5586	7537
加盟 (家)	315	1641	635	-	394	1829	693	-
净新建门店 (家)	1264	1405	1239	939	431	735	288	1135
自建 (家)	845		820		294	582	195	
并购 (家)	250	1089	254	1155	76		53	372
加盟 (家)	261	645	249	-	79	211	58	-
医保门店 (家)	4695	4299	4448	6205	5157	4893	-	-
医保覆盖率	82.30%	87.88%	83.05%	86.12%	85.14%	89.96%	-	-
平效 (元/平方米/日)	89.48	63.00	59.20	46.23	83.48	61.00	59.25	-
租效 (元/万元/日)	16.60	15.25	13.74	16.62	-	-	-	-
人效 (万元/人/年)	53.58	63.53	53.39	48.75	-	-	-	-

资料来源: 公司公告, Wind, 国元证券研究所

投资建议: 疫情的中长期影响叠加处方外流与统筹进店的政策趋势, 零售药店市场上升空间可观, 龙头集中度有望快速提升, 建议关注零售药店龙头**一心堂、老百姓、大参林、益丰药房**; 医药电商发展迅猛, 与线下药店相辅相成, 建议关注打造“互联网+医药”闭环的**京东健康**。

风险提示: 处方外流进程不及预期, 行业监管风险, 行业竞争加剧, 政策风险等

1. 疫情对零售药店造成的影响如何？

2020年初，新冠肺炎疫情席卷全球，对各行各业都造成了巨大影响，那么对于零售药店行业疫情造成了怎样的影响呢？我们从以下三个维度回答这个问题：

- 疫情期间：机遇与挑战并存
- 疫情后的短期影响：恢复迅速，利好因素持续
- 疫情后的长期影响：药店价值凸显，龙头集中度加速提升

表 2：疫情对零售药房行业的影响新分析

影响时期	影响性	影响内容	详情
疫情期间	+++	防疫物资	口罩、手套等防疫物资在疫情中效率增长显著
	++	刚需类药品	有用药需求的急慢性疾病需求不减
	++	政府政策扶持	疫情中的政策支持下房租、税收得到减免
	--	客流量	疫情期间由于出行限制，客流量下滑
	--	消费类商品	保健品等药店消费类品种的销量降低
疫后短期	++	客流量	药店刚需消费较多，疫后客流恢复迅速
	+	毛利率	后续抗疫物资减少，常规产品需求恢复
	--	防疫物资	虽然疫情有所反复，但防疫物资整体需求相对下滑
	-	费用率	政策减免与疫情压制的费用回升，费用率小幅上涨
疫后长期	+++	药房长期价值	疫情强化国民健康意识，购药支付意愿加强，药店价值凸显
	+++	龙头集中加速	疫情压缩了中小连锁的生存空间，行业龙头集中加快
	++	优势地段门店	疫情期间，曾被餐饮业等占据的黄金地段出让，给予龙头药房获得优势地段门店将提供长期业绩增量
	-	医药电商	疫情下医药电商兴起，或将对实体零售产生一定影响

资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

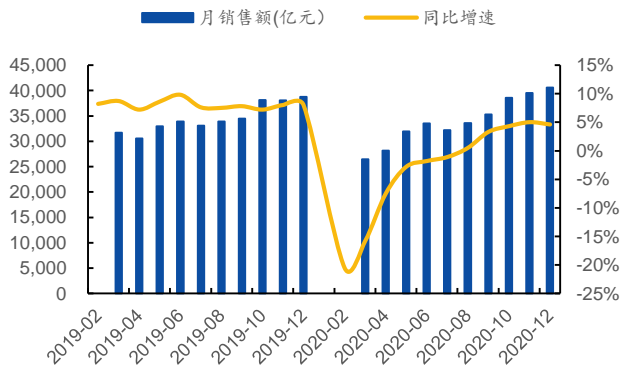
注：红色底色的“+”代表利好影响，“+”越多代表利好越显著；绿色底色的“-”反之。

1.1 新冠疫情下，零售药店挑战与机遇并存

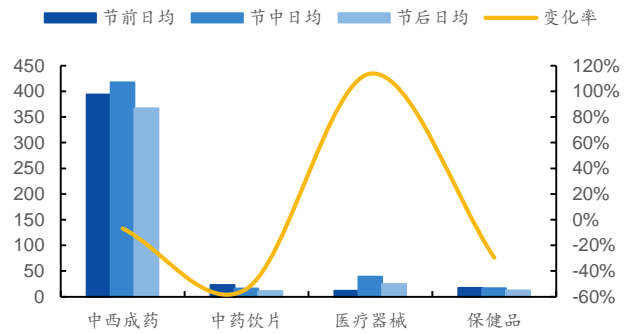
疫情对包括药店在内的实体门店造成确实影响，主要体现在客流量下滑，药店由于其刚性需求特性，抗疫情冲击能力强。新冠疫情期间，由于消费者出行受限，依靠客流量的实体门店行业受到了巨大的冲击，根据国家统计局数据，国内商品零售行业2020 Q1 销售额下滑 15.8%，全年合计下滑 2.3%。零售药店同样受到影响，样本药店调查数据显示，2020 年春节后的一周内，药店日均销售额较节前下滑 7.1%，其中中西成药下滑 6.8%，中药饮片下滑 53.7%，器械类由于口罩、手套等防疫物资的影响，销售额逆势增长 113.9%。相较其他零售行业，药店由于其诸多产品的刚性需求特性，在疫情中抗冲击能力较强，整体下滑幅度有限。

图 2：2019-2020 年商品零售行业月度销售额（亿元）

图 3：2020 年春节前后样本药店日均销售额（万元）



资料来源：中国统计局，国元证券研究所

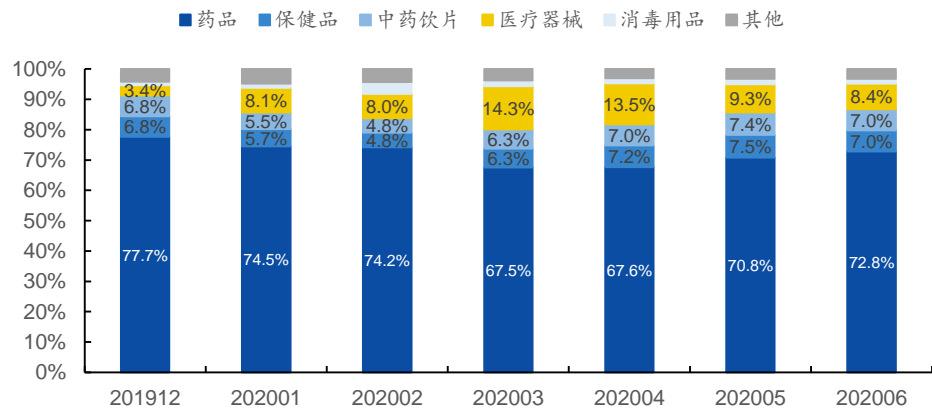


资料来源：中国药店，国元证券研究所

注：节前为 2020 年 1 月 1-20 日；节中为 21-26 日、节后为 1 月 27 日-2 月 2 日

防疫物资需求增加，为药店带量提供增量收入。随着疫情的不不断发酵以及国家的积极倡导，勤戴口罩与积极预防的观念深入人心，口罩、手套、消毒类产品等防疫物资的需求不断增加，零售药店作为防疫物资的重要终端渠道，受益显著，根据中康 CMH 数据显示，2020 年 3 月药店医疗器械销售占比提升至 14.3%，而疫情爆发前的 2019 年 12 月医疗器械类的占比仅 3.4%。

图 4：疫情期间零售药店月度品种销售占比情况



资料来源：中康 CMH，国元证券研究所

疫情下政府多管齐下，出台多项扶持政策助力药店渡过难关。对于疫情期间因客流减少、销售额下滑、资金回笼困难，导致各行业的企业租金支付困难等经营压力问题，政府积极出台扶持政策，着力减税降费，助力企业渡过难关。2020 年 2 月 20 日，人社部会同财政部，税务总局发布《关于阶段性减免企业社会保险费的通知》为各大企业复工带来红利，药店也不例外。此外，各地方政府亦出台多类鼓励租金减免，并适当延长贷款贴息期限，减轻企业现金流压力。

表 3：疫情下多项扶持政策减免

发布时间	发布部门	政策	相关内容
2020年2月6日	财政部、税务总局	《关于支持新型冠状病毒感染的肺炎对纳税人提供公共交通运输服务、生活服务，以及为居民提供疫情防控有关税收政策的公告》	供必需生活物资快递收派服务取得的收入，免征增值税。
2020年2月8日	上海市政府	《上海市全力防控疫情支持服务企业减免企业房租租金，鼓励大型商务楼宇、商场、园区等各类平稳健康发展的若干政策措施》	市场运营主体为实体经营的承租户减免租金。
2020年2月20日	人社部、财政部、税务总局	《关于阶段性减免企业社会保险费的一定时间内，免征中小微企业三项社会保险单位缴费部分，大型企业三项社会保险单位缴费部分可减半征收。通知》	
2020年3月1日	财政部	《关于对中小微企业贷款实施临时性疫情期间，如果中小微企业受疫情影响不能按时还本付息，延期还本付息的通知》	就可以向银行提出延期申请。
2020年5月22日	国务院	《2020年政府工作报告》	前期出台的减税降费政策，包括免征中小微企业养老、失业和工伤保险单位缴费等，执行期限全部延长到2020年底。

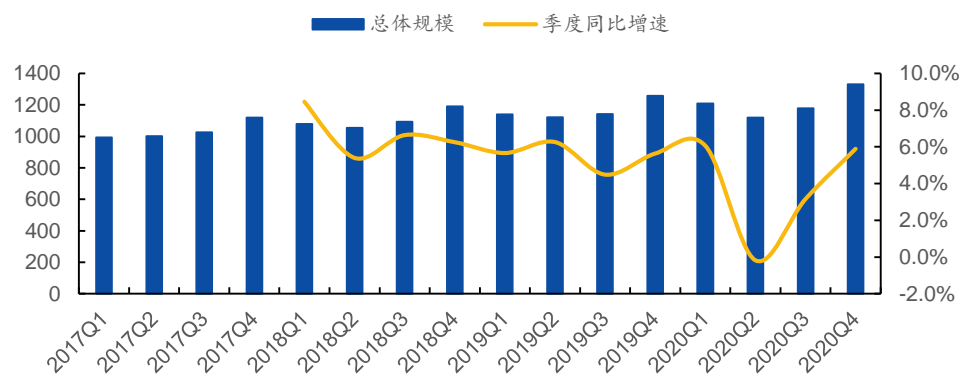
资料来源：政府官网，国元证券研究所

综上所述，零售药店在疫情中虽然受到了一定的影响，但是由于其刚需的特性，受到的冲击相对有限，尤其对头部连锁药店而言，疫情更是机遇大过挑战，四大龙头连锁药房在疫情下，均交出了符合预期及以上的业绩答卷。

1.2 短期来看，药店恢复迅速，利好因素有望持续

国内疫情得到控制后，药店销售迅速恢复。药店由于其需求特性，其销售状况在疫后快速恢复，2020Q1 的疫情前期，药店终端受防疫物资需求暴涨，销售规模反增，2020Q2 疫情影响显著，药店销售规模同比下滑 0.2%，2020Q3-4 随着疫情的逐步受控和居民日常生活正常化趋势，药店销售迅速恢复增长。

图 5：全国医药零售终端销售规模（亿元）



资料来源：中康 CMH，国元证券研究所

全球疫情反复，部分利好因素或将持续。全球新冠疫情虽然全球病例数随着多款疫苗投入使用有所好转，但在部分地区仍然不断反复，根据 WHO 预测，全球新冠疫苗接种覆盖率达到 70% 左右时疫情才能完全控制疫情，而据 Our World in data 数据，截至 5 月 8 日全球接种总量约 12.83 亿剂次，完全接种率仅为 3.98%，预计疫情防疫物资的需求或将持续。

疫情下龙头药房业绩持续向好，门店扩张加速，经营效率改善显著。疫情下龙头药房业绩维持高增速，大参林、老百姓、益丰药房、一心堂 2020 年分别实现营收增速 30.89%/19.75%/27.91%/20.78%，实现归母净利润增速 51.17%/22.09%/41.29%/30.81%。四大药房销售毛利率由于防疫物资的占比上升均有所下滑，但经营效率改善显著，销售费用率分别降低 2.22/1.25/1.52/2.93 pct，同时四大药房门店经营的平效、租效、人效大多都有显著提升。

表 4：四大药房 2019-2020 主要指标变化

	大参林		老百姓		益丰药房		一心堂	
	2019	2020	2019	2020	2019	2020	2019	2020
营业收入 (亿元)	111.41	145.83	116.63	139.67	102.76	131.45	104.79	126.56
yoy	25.76%	30.89%	23.15%	19.75%	48.66%	27.91%	14.20%	20.78%
归母净利润 (亿元)	7.03	10.62	5.09	6.21	5.44	7.68	6.04	7.90
yoy	32.17%	51.17%	16.94%	22.09%	30.58%	41.29%	15.90%	30.81%
扣非归母净利润 (亿元)	6.9	10.22	4.78	5.45	5.37	7.39	5.91	7.53
yoy	35.48%	48.13%	14.86%	14.05%	40.87%	37.43%	16.22%	27.43%
毛利率	39.48%	38.47%	33.59%	32.06%	39.01%	37.98%	38.70%	35.82%
净利率	6.25%	7.43%	5.27%	5.47%	5.93%	6.59%	5.76%	6.24%
销售费用率	26.02%	23.80%	21.56%	20.31%	26.09%	24.57%	27.05%	24.11%
管理费用率	4.67%	4.84%	4.77%	4.71%	4.32%	4.22%	4.09%	4.00%
财务费用率	0.27%	-0.08%	0.57%	0.45%	0.37%	0.26%	0.20%	0.03%
ROE (摊销)	16.57	19.73	14.59	14.48	12.06	14.05	13.14	13.70
净现金流 (亿元)	4.69	20.92	0.99	-0.58	-0.48	17.88	0.23	0.60
净资产 (亿元)	43.32	55.73	38.75	48.05	47.09	57.82	45.96	57.80
门店总数 (家)	4756	6020	5128	6533	4752	5991	6266	7205
yoy	22.58%	26.58%	32.71%	27.40%	31.60%	26.07%	8.82%	14.99%
自营 (家)	4702	5705	3894	4892	4366	5356	6266	7205
加盟 (家)	54	315	1234	1641	386	635	-	-
净新建门店 (家)	804	1264	1281	1405	1141	1239	508	939
自建 (家)	394	845	466	1089	639	820	718	1155
并购 (家)	498	250	676		381	254		
加盟 (家)	54	261	243	645	217	249	-	-
医保门店 (家)	3588	4695	3484	4299	3354	4448	5221	6205
医保覆盖率	76.31%	82.30%	89.47%	87.88%	76.82%	83.05%	83.32%	86.12%
平效 (元/平方米/日)	85.97	89.48	60.00	63.00	59.43	59.2	44.34	46.23
租效 (元/万元/日)	15.17	16.60	14.42	15.25	12.72	13.74	16.83	16.62
人效 (万元/人/年)	49.61	53.58	61.33	63.53	49.40	53.39	44.57	48.75

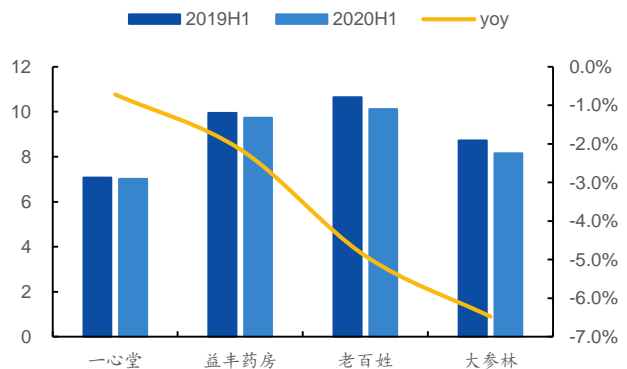
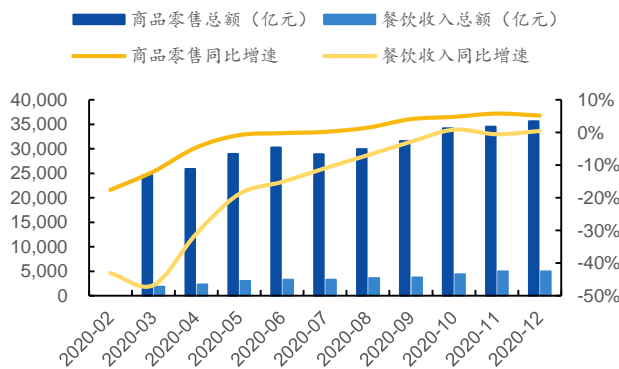
资料来源：公司公告，Wind，国元证券研究所

1.3 长期来看，疫情药店价值凸显，龙头集中加速

疫情冲击多行业实体门店，门店租金降低，长期利好大力扩张中的龙头连锁药店。疫情冲击下，多行业实体门店受到巨大冲击，例如餐饮行业，2020年上半年全国收入总额同比下滑32.8%。零售药店凭借其强劲的抗冲击能力在疫情中逆势扩张，大型连锁药店不但可以获得其他难以维系的门店关闭后让出的优势地段门店，而且在供过于求的租店市场与相关政策的支持下，门店租金亦得到一定减免。根据上市公司财报显示，四大药房在2020H1的单店平均租房费用均有不同程度下滑，其中一心堂同比下滑0.7%、益丰药房下滑2.1%、老百姓下滑4.9%、大参林下滑6.5%。

图 6：疫情下国内实体门店相关行业受到巨大冲击

图 7：2020H1 四大药房门店单店租金下降情况（万元）



资料来源：中国统计局，国元证券研究所

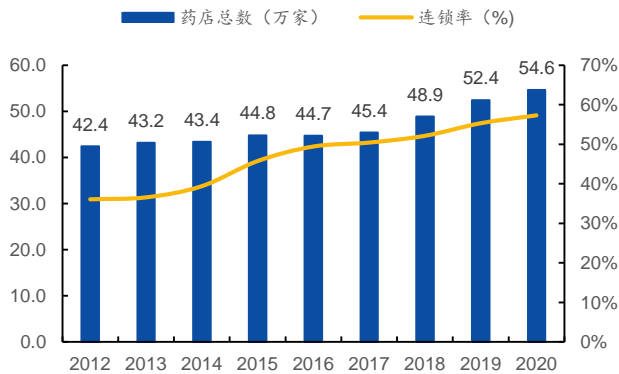
资料来源：上市公司财报，国元证券研究所

消费者主要购药渠道转移至药店，为零售药店带来长期价值。疫情期间，很多往常很少进入药店的消费者由于对口罩、酒精等防疫物资的需求成为了药店的常客。长期来看，培养了消费者在有健康需求的时候前往零售药店的消费习惯，“大病去医院，小病去药店”的医药消费模式逐渐成型。

疫情促国民卫生健康意识“内化于心”，购药支付意愿加强，零售药店价值凸显。经过疫情的“洗礼”，消费者对于用药的认知大幅度进化，大众对于健康管理的服务需求日益升级，特别是后疫情时代的疾病与健康管理，不仅需要医院等传统公共卫生机构的参与，也需要零售药店的加入。

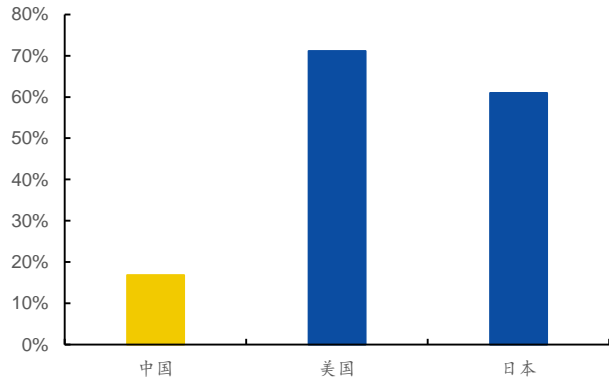
疫情促使单体药店与中小连锁生存难度加大，短期内或将进一步加速行业集中度提升，利好龙头连锁药店。随着药店开店审批加速，间距限制取消，监管不断趋严，药店竞争加剧，采购成本、合规成本不断提高。疫情后，诸多单体药店以及中小连锁经营压力不减，更多中小药店难以维系，大型连锁药店通过复制优质模式加速扩张。根据《中国药店》测算，截至2020年末，国内药店数量增至54.6万，同比增长4.2%，连锁药店数量达31.3万家，连锁率达到57.33%，其中包括众多中小连锁药房，2020年CR5药房门店数仅占国内药房总数的6.12%，龙头集中度尚低。美国前三大药店的市场占有率已超过50%，前十大药店占比约71.1%，而中国前五大药店市场占有率约10.7%，前十大药店占比约16.8%。

图 8：2012-2019 年国内连锁药房数量及连锁率情况



资料来源：中国药房，国元证券研究所

图 9：中美日前十大大药房市占率对比

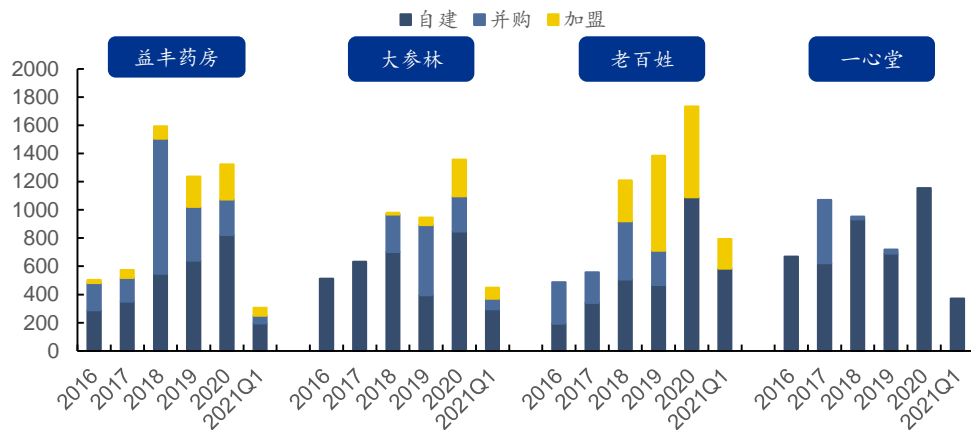


资料来源：上市公司财报，国元证券研究所

注：中美为 2018 年市占率情况，日本为 2016 年药妆店市占率情况

龙头药房持续扩张，自建+并购+加盟多模式齐头并进。近年来，四大零售药店龙头持续加快扩张，自建、并购、加盟多种模式起头并进。疫情过后，诸多经营不善的门店为龙头药店的自建扩张提供空间，单体药店与中小连锁的经营压力亦加快了龙头连锁药店并购步伐。我们预计龙头零售药店中短期内将持续扩张门店规模，实现多区域乃至全国布局，规模效应的扩大将持续强化经营效率，业绩增长确定性强。

图 10：2016-2021Q1 年四大药房新开情况（家）



资料来源：上市公司财报，国元证券研究所

注：一心堂 2018 年后未披露具体并购门店数量，图中为其新开门店总数

2. 医药电商是否会给零售药店行业带来冲击？

新冠疫情下，互联网医疗服务与在线医药电商的需求激增，“互联网+医药”一跃成为了炙手可热的概念，相应之下的实体药房是否会受到线上医药电商的冲击成为了市场的主要顾虑之一。事实上，随着互联网的普及，医药电商早已发展多年，疫情只是加快互联网医药进程的一剂催化剂，我们认为要解答医药电商对实体零售药店的影响，首先要了解“互联网+医药”的主要模式，目前主要分为以下三种模式：

- **B2B**：为医药终端企业或者机构提供药品采购、配送等服务的电商平台，终端药店与医疗机构的上游，对零售药店的销售影响较小。eg：药京采、药师帮。
- **B2C**：提供医药产品购买服务的在线平台，类似于淘宝模式，面向终端消费者，该模式与零售药店形成一定的竞争关系。eg：京东大药房、天猫医药馆。
- **O2O**：提供零售药店到消费者的医药配送服务，连接零售药店与终端消费者，依托于实体药店，通过抽成可能会分走部分销售利润。eg：叮当快药、美团买药。

针对可能对零售电商造成一定影响的 B2C 与 O2O 模式，我们从影响消费决策最常提及的“多、快、好、省”四个方面对其进行了比较分析。

表 5：线下药房 vs O2O 医药电商 vs B2C 医药电商

	线下药房	O2O 医药电商	B2C 医药电商
多	SKU 一般不超过 5000，储备部分主流品牌，足以满足绝大部分客户需求	依托于对应的线下药房	SKU 可达数万甚至数十万，品牌选择多
快	社区药店布局密集，时效性强 便利性尚可	从药店取货配送，时效性视配送效率 便利性强	需要等待物流，时效性弱 便利性较强
好	受到严格监管，药品质量保障程度高 服务好，提供各类专业药事服务	药品质量认可度较实体门店略低仅提供 线上咨询服务，无附加专业服务	电商平台不确定性，药品质量认可度较低 仅提供线上咨询服务，无附加专业服务
省	价格较 B2C 医药电商略高 70%的门店可用医保支付	线下药房价格+配送费 医保支付尚未放开	电商平台价格较低 医保支付尚未放开

资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

通过比较，可见 O2O 模式更多的是实体药店的延伸服务，而 B2C 药房与线下药店之间则各有千秋，二者由于不同的特点所吸引的主力消费群体存在多重错位：

- **消费产品的错位**：零售药店侧重“药”，而 B2C 医药电商侧重非药类健康产品。
- **消费者群体的错位**：调研数据显示线下购药人群以 40 岁以上的人群为主，而医药电商消费人群以年轻人为主，超过 90% 在 45 岁以下。
- **消费需求的错位**：线上购药人群在意的是便利、价格和自主选择空间，而线下购药人群的需求偏好是专业性、及时性以及药师服务。

我们认为目前 B2C 药房与线下药店之间互补更多于替代。虽然随着互联网的普及，医药电商的发展不可逆转，但是线上药店会先从线下药店相对渗透较低的板块，进行互补式的发展。考虑到相关政策与监管层面的限制，医药电商的成长尚有较长的缓冲期，龙头零售药店有望利用这段缓冲期发展自身的“互联网+医药”模式，实现线上线下一体化。

2.1 医药电商的三大分类：B2B、B2C、O2O

医药电商可根据其面向的上下游与商业模式，可以分为 B2B、B2C、O2O 三大类：

(1) B2B：提供零售药店上游渠道服务

B2B 医药电商一般是为医药终端企业或者机构提供药品采购、配送等服务的电商平台，B2B 平台多专注于药品批发与流通，服务于上游药企或中小经销商，以及终端药店与医疗机构，典型的第三方 B2B 平台主要有京东旗下的京药采、药师帮等。一些传统的医药流通企业如九州通、华润医药也可以通过自建创立、合作成立或直接外包 B2B 平台，实现部分业务的线上转型。

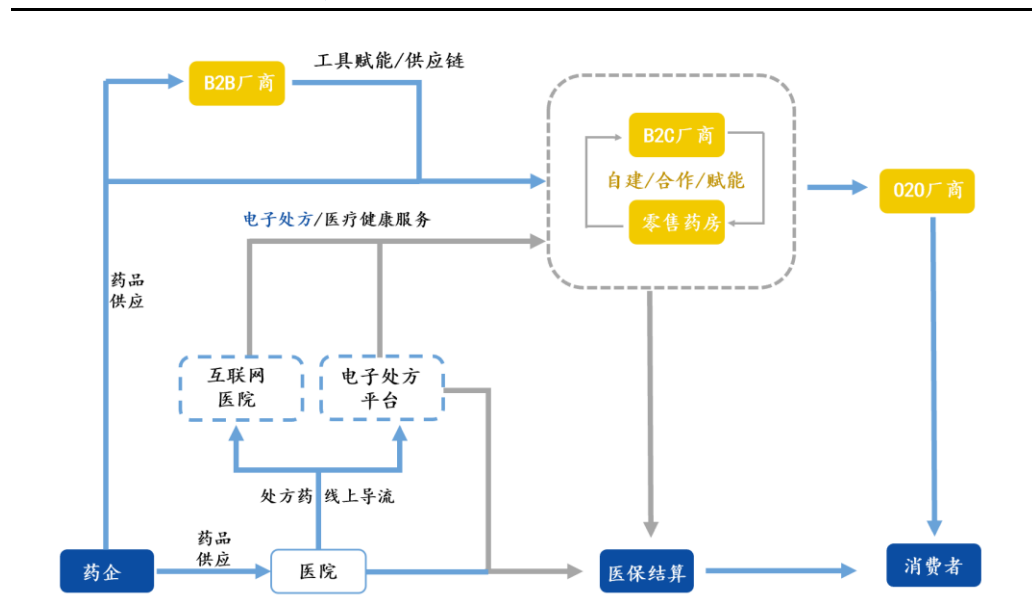
(2) B2C：淘宝模式的网上药房

B2C 医药电商主要面向个人消费者，提供药品购买服务，按照是否自营可以分为第三方平台 B2C 和自营模式 B2C 两大类。第三方平台 B2C 类似于淘宝模式，通过引入不同的药品零售商家入驻，为其提供产品展示、IT 支持等服务；自营模式 B2C 则主要依靠电商自行向药企或渠道商进行药品采购并自建平台进行销售。

(3) O2O：零售药店到消费者的医药配送服务

医药 O2O 同传统的外卖 O2O 一样，提供给消费者线上下单、线下送药的服务，打通零售药店与 B2C 厂商到消费者的最后一环。由于药品的仓储要求高、需求量存在不确定定向，单独建立仓储体系的 O2O 服务难于维系，因此医药 O2O 主要依赖分布广泛的实体药店。根据 O2O 的配送服务方，医药 O2O 可以分为两类：1) 依托连锁药店物流的 O2O 模式，即 O2O 商家仅提供平台服务，药品由药店自行安排配送，部分大型连锁药房甚至可以自建自身连锁专属的 O2O 平台，仅服务于自己的连锁药店；2) 自建物流平台 O2O 模式，即 O2O 厂商自建物流团队配送药品，该模式相对重资产，适合本身在其他领域已经有物流团队基础的厂商，如美团、饿了么等。

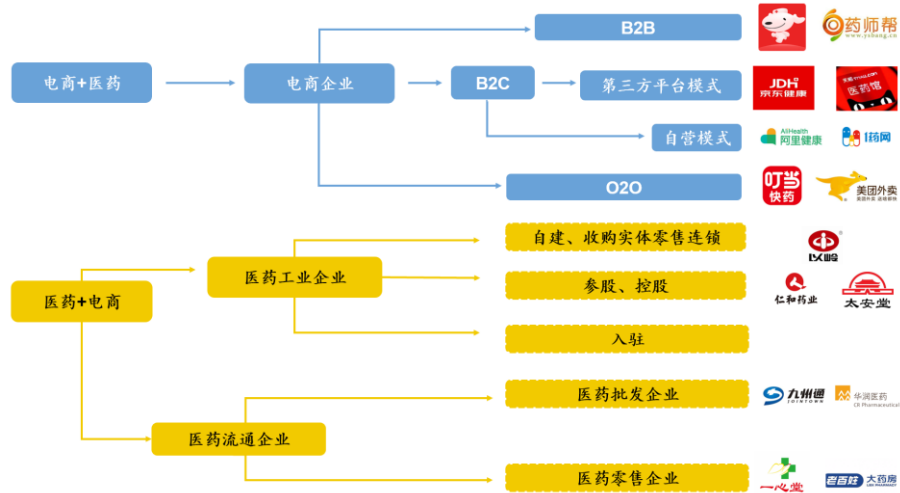
图 11：医药电商各模式环节示意图



资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

按照主体特征，医药电商可以分为“电商+医药”、“医药+电商”两大类，“医药+电商”即原本的医药工业企业和医药流通企业从线下向线上渠道拓展，“电商+医药”则是以互联网电商作为立足点切入医药领域。

图 12：医药电商形式分类



资料来源：中国医药电商发展白皮书，国元证券研究所

从医药电商三大分类来看，B2B 处于零售药店上游，O2O 处于零售药店下游提供配送服务，二者都服务于零售药店，且能够帮助零售药店改善自身上游渠道能力，优化对消费者服务的机会。当然，O2O 平台一定程度上可能会通过抽成占据一部分零售药店的利润，其已经有部分重资产型的 O2O 平台逐步向线下拓展，自建实体零售药店门店网络，未来或将与传统线下药房形成竞争。实际上，只有搭建 B2C 医药电商平台的厂商，主要是自营型的 B2C 医药电商，或许会分流原本线下零售药店的客流。

2.2 疫情带动新一轮电商浪潮

医药电商发展多年，已初具规模。近年来“互联网+医疗”发展迅猛，互联网医疗正逐步参与到医药行业的各个环节，其中医药电商便是一种借助互联网渠道进行药品销售及服务的商业模式，该模式的发展由来已久，较早的医药电商如药房网在 2005 年便已出现。经过 10 余年的探索与发展，形成了目前百花齐放的局面。根据《中国药品流通发展报告》，2019 年医药流通全渠道市场规模约为 2.37 万亿元，其中医药电商 2835 亿元，约占 12%，然而从终端销售数据来看，2019 年在 1.63 万亿元的终端医药市场中，线上渠道约 390 亿元，仅占 2.4%。

图 13: 2013-2018 年中国医药流通及电商市场规模

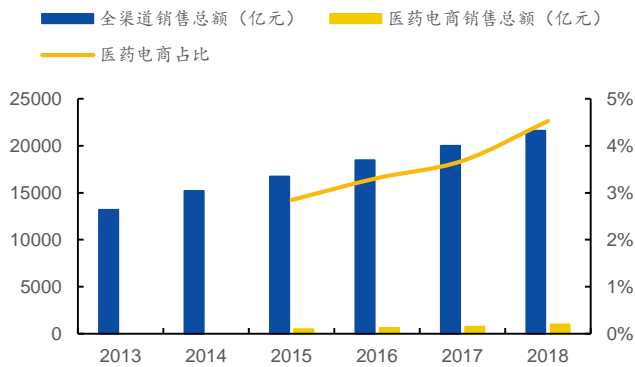
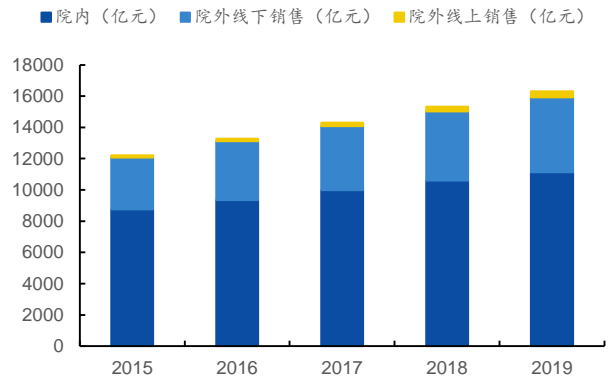


图 14: 2015-2019 年医药院内外划分终端渠道市场情况

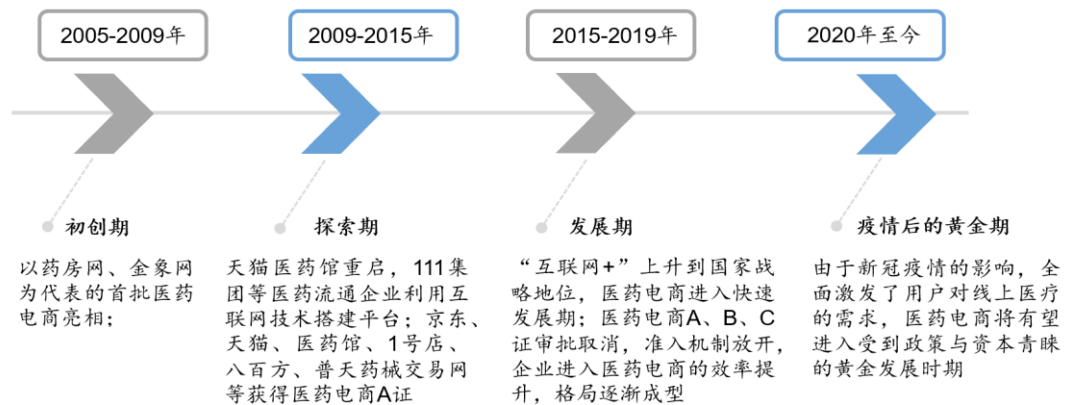


资料来源: 中国药品流通发展报告, 国元证券研究所

资料来源: 京东健康招股说明书, 国元证券研究所

注: 2015 年疫情医药电商销售数据未公布

图 15: 医药电商发展历程



资料来源: 中国医药商业协会, 国元证券研究所

疫情加速医药零售数字化进程, 现阶段互联网医疗尚需依托线下实体。根据《中国互联网络发展状况统计报告》数据显示, 截止 2020 年 12 月, 我国在线医疗用户规模达 2.15 亿人次, 占网民整体的 21.7%, 受疫情影响, 在线医疗需求量上升显著。国务院 2018 年 4 月发布的《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》明确表示, 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。**现阶段的政策表明, 互联网诊疗依旧无法脱离实体医疗机构, 目前的互联网医疗更多的是线下对线上的延伸。**

表 6：近年“互联网+医疗”重点政策汇总

序号	发布时间	发布部门	政策文件	主要内容
1	2018年4月28日	国务院	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的实施意见》	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。
2	2018年9月14日	国家卫健委、国家中医药管理局	《互联网诊疗管理办法(试行)》、《互联网医院管理办法(试行)》、《远程医疗服务管理规范(试行)》	指出医生可在共享平台开具电子处方，通过药师在线审方后，进行第三方药物配送，直接将药送到患者手中。
3	2019年9月1日	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》	规范互联网诊疗咨询服务，利用“互联网+医疗”的优势提供便民服务。
4	2020年3月2日	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》	参保人员凭定点医院在线开具的处方，可以在本医疗机构或定点零售药店配药。探索推进定点零售药店配药直接结算，按照统筹地区规定的医保政策和标准，分别由个人和医保基金进行结算，助力疫情防控。
5	2020年5月8日	国家卫健委	《关于进一步推动互联网医疗服务发展和规范管理的通知》	进一步推动互联网技术与医疗服务融合发展，发挥互联网医疗服务的积极作用，不断规范互联网诊疗和互联网医院的准入和执行管理，加强监管。
6	2020年11月2日	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》	探索定点医院外购处方信息与定点零售药店互联互通，有条件的统筹地区可以依托全国统一医保信息平台，加快推进外购处方流转相关功能模块应用。
7	2020年12月10日	国家医保局、国家卫健委、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》	坚持线上线下一体融合，优化智慧医疗服务流程，推动区域信息共享互认；推进“一码通”融合服务，破除多码并存互不通用信息壁垒；推进“一站式”结算服务，完善“互联网+”医疗在线支付工作等。

资料来源：政府官网，国元证券研究所

2.3 线上与线下药房存在多重错位，互补大于替代

零售行业的消费端需求，无非在于“多、快、好、省”，各大电商巨头的崛起也无疑是在这四个方面做出了突破，我们认为在医药零售领域同样如此，因此，我们将在“多、快、好、省”这四个方面对比医药电商与线下药房差异。

多：线下药房受到陈设限制，SKU一般在2000-4500左右；B2C药房依托互联网平台，品类丰富，品牌布局多，SKU可达数十万。我们认为药店储备品种通常已经足够满足绝大部分需求，且现在药店消费者品牌敏感度相对较低。

快：线下药房在各社区布局密集，可及性强；O2O配送便利性强，然而需要依托实体药房；B2C通过线上平台配送配送相对较慢。

好：线下药房产品保障程度高，且可以提供专业的药事服务；B2C渠道中，消费者对假冒伪劣产品顾虑更强。

省：B2C平台产品价格相对较低，但是医保支付尚未完全放开；线下药房平均价格相对较高，但可以提供丰富的药事服务，医保支付模式完善。

线上药房与线下药房面向的客户之间存在多维度的错位，互补大于替代。B2C医药电商与实体药房虽然都面向健康需求消费者，但是二者由于不同的特点所吸引的主力消费群体存在一定错位，医药电商以保健品、器械等非药品为主，主要面对年轻群体，连锁药店以药品为主，主要面对40岁以上人群，两者在产品与客户年龄群体上差异化明显，互补更多于替代。

2.3.1 消费产品的错位

零售药店侧重“药”，而 B2C 医药电商侧重非药类健康产品。零售药店中化学药和中成药占比将近 70%，这两类产品主要用于患者治疗，具有很强的专业性，线下门店更能提供消费者安全感。而医药电商销售品类中，近 70%为医疗器械和化妆品、保健品等非药产品，此类产品更多用以患者健康管理和护理，偏消费品属性，且在产品的销售过程中，并不需要销售药品的专业服务。

表 7：零售药店 vs 天猫医药馆（B2C）-主要分类 MAT 销售概况

排名	零售商店			医药电商（B2C）		
	MAT 销售额/亿元	份额	份额	MAT 销售额/亿元	份额	份额
1	化学药	1823	38.3%	医疗器械	353	47.9%
2	中成药	1472	30.9%	化妆品	150	20.3%
3	医疗器械	473	9.9%	化学药	101	13.7%
4	中药饮片	260	5.5%	保健品	71	9.6%
5	保健品	259	5.4%	中成药	38	5.2%
6	日常用品	164	3.4%	中药饮片	13	1.8%
7	生物制品	175	3.7%	消字号产品	11	1.5%
8	消字号产品	91	1.9%	生物制品	0.23	0.031%
	合计	4761.57		合计	737.23	

资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

2.3.2 消费者的错位

由于模式与侧重的不同，零售药店和 B2C 医药电商面向消费者群体同样存在错位。消费者的错位主要体现在年龄结构上，从购药人群的年龄分布来看，线下购药人群以 40 岁以上的壮年及银发人群为主，占据了近 60%的比例，这一人群的医药消费额度比年轻人高，而且人群基数很大。而医药电商人群在 45 岁以下的人群占比超过 90%，以年轻人，包括白领、教师、学生为主。人群的差异一方面与消费习惯有关，年轻人更容易接受和使用线上购物，另一方面也和需求有关，老年人更多的健康需求在于药品尤其是慢病用药、处方药，而年轻人的医药需求则更多的是日用类或偶发性的需求。

图 16：线上、线下购药用户年龄分布

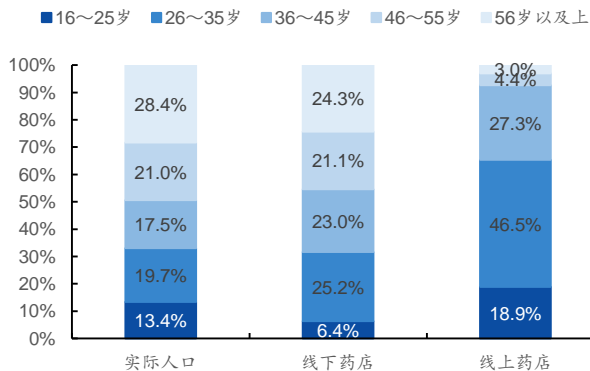
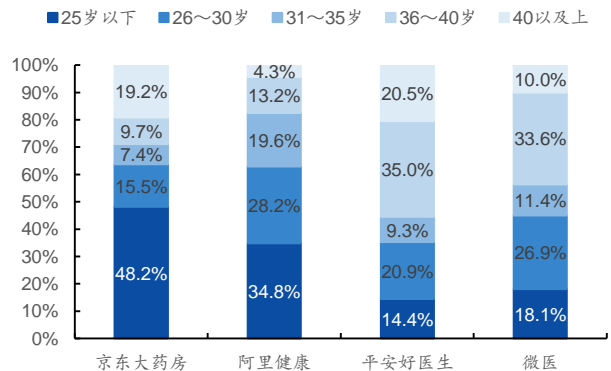


图 17：四家医药电商零售用户结构



资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

资料来源：艾瑞咨询，上市公司公告，国元证券研究所

2.3.3 消费需求的错位

线上与线下在满足的消费需求的侧重点有所不同。消费者的需求及习惯越来越个性化、多元化。医药电商人群在意的是便利、价格和自主选择空间大，而连锁药店人群在意的是专业服务、及时性与情感诉求。医药消费者的健康需求分为三个层次：

- **重大疾病需求：**90%是在等级医院满足，而等级医院对于某些未进入医保的高价药、创新药，需要医院附近的 DTP 药房或者院边专业药房解决；
- **常见病和慢性病的需求：**60%常见病需求在药店满足，40%在医院满足，其中院内需求往院外流转，目前以零售药店为主，社区卫生服务中心也会承担一部分；
- **营养保健与日常需求：**90%是在院外市场满足，此类需求对应的保健品和部分 OTC 产品，是医药电商的主要优势，价格是主要竞争工具，电商的品类丰富、销售规模将给其竞争带来一定的优势。

产品和品牌需求不同。医药电商平台购药场景大多需要消费者具有明确的产品和品牌需求，而根据连锁药店的调研反馈显示 60%-80%的消费者不清楚该用什么药，更需要连锁药店提供的线下的专业药事服务。





2.4 医药电商来势汹汹，零售药店尚存缓冲期积极应对

在疫情的大力推动下，医药电商在 2020 年得到空前发展，但是正如上文所述，线上与线下药房实际上是相辅相成的，在未来随着政策法规的完善、消费观念的转变，医药电商的空间亦有望如其他消费类电商平台一样在医药健康市场占据一定份额。然而，无论是消费观念的转变还是政策法规的完善都是一个长期的过程，考虑到医药产品的特殊性，这一转变过程将被进一步拉长。我们认为未来线上线下结合的新零售模式才能更大程度得满足多元化的消费者需求，实现这一模式需要线上与线下医药零售的互相延伸：

- **实体零售药店向拓展线上业务：**零售药店可以通过互联网化实现自线下至线上的模式转化，然而传统的零售药店经营实体门店多年，一定程度上缺乏互联网基因，自建与完善互联网体系需要一定的时间，与互联网巨头展开合作亦需要一定的磨合期。
- **医药电商向线下拓展：**医药电商可以通过开设实体门店实现自线上至线下的模式转化，然而实体门店由新设发展至成熟亦需要 3-5 年的爬坡期，且实体药店严格的合规要求对缺乏药店门店经营经验的互联网企业亦是一大难题。

我们认为互联网医药兴起的大趋势难以转变，但是预计将会从互联网普及度更高的一二线城市开始，进行互补式的发展，同时考虑政策与监管层面的限制，医药电商要成长到足以冲击线下零售的规模尚有一定的缓冲期。线下零售药店有望利用这段缓冲期发展医药电商模式，龙头零售药店利用自身渠道优势，更容易通过自建、合作、外包等方式，切入医药电商模式，实现线上线下一体化，拥抱互联网，迎接新零售。实际上，几大龙头药房近年都已经积极开始布局互联网及医药电商业务：

图 18：四大药房医药电商及互联网+医疗业务布局情况

电商业务	互联网+医疗
 <ul style="list-style-type: none"> ✓ O2O+B2C模式 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 自建：一心到家、一心堂药城、积分商城等程序 ➢ 第三方平台：O2O模式有美团外卖、饿了么、京东到家；B2C模式有京东健康 ✓ 十个省市直辖市均已上线运营 ✓ 2020H1互联网业务销售3,730.29万元，其中O2O业务占比85% 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 远程药事服务 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 服务包括：全程服务、全渠道服务、专业药事服务、慢病关爱、健康管理 ➢ 涉及平台：一心堂自建平台、平安好医生、微问诊等
 <ul style="list-style-type: none"> ✓ O2O+B2C模式 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 自建：微信公众号、小程序、大参林网上商城APP、PC端 ➢ 第三方平台 ✓ 线下超过4000家门店涵盖“网订店取”“网订店送”的便利服务 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 大参林的实体智慧药房门店 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 服务包括：自助销售、远程问诊、处方扫描留存、健康检测、药品追溯、智能补货、医保卡支付等 ✓ 手机端的互联网医院和互联网医院患者端 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 服务包括：用药咨询、远程问诊、用药提醒等
 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 电商业务设立 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 2016年成立电商事业群，下设B2C、O2O、CRM、电商技术等电商事业部 ➢ 2019年升级为新零售事业群 ✓ 十个省市直辖市均已上线运营 ✓ 2020H1互联网业务销售23,681.33万元，O2O业务门店超35000.29万元 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 海南益丰互联网医院 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 服务包括：互联网诊疗、处方流转平台、家庭私人医生、健康管理、轻问诊、患者教育等
 <ul style="list-style-type: none"> ✓ O2O+B2C模式 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 自建：微信公众号 ➢ 第三方平台，使用O2O业务中台对接 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 老百姓与腾讯云计算战略合作 <ul style="list-style-type: none"> ➢ 合作包括：腾讯云服务，AI应用服务，运营效率优化，患者用药及会员生命周期管理全链路合作，在线问诊，患教科普等

资料来源：上市公司公告，国元证券研究所

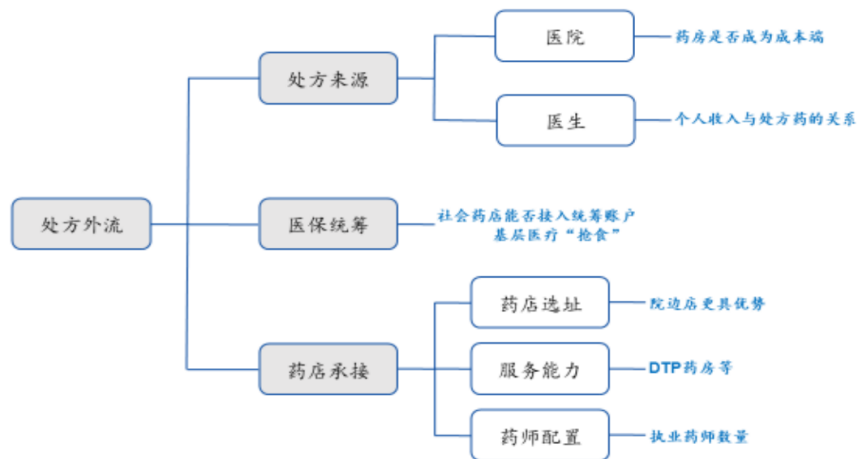
3. 处方外流将如何落实？

3.1 国家推动下，处方外流有望突破阻碍，流转模式初步形成

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，其本质上是药品销售利益的重新分配过程，因此存在多方面的阻碍因素。我们将目前的处方外流情况整理为三大障碍：处方来源、医保统筹和药店承接能力。我们认为过去处方外流的三大障碍均已在近年得到改善：

- **处方来源**方面，国家正大力支持电子处方和处方外流，伴随着新冠疫情让国家对零售药店的发展更加重视，处方来源方面已经较过去得到了相当大的改善。
- **医保统筹**方面，门诊慢性病和特殊疾病社会药店已经纳入医保统筹，伴随着两定办法的实施，未来会有更多的药店被允许纳入医保统筹。
- **药店承接**方面，各大药房已经在积极布局院边店、DTP 药房、门特门慢药房等特殊门店，有望有效承接处方外流。

图 19：处方外流的阻碍因素分析



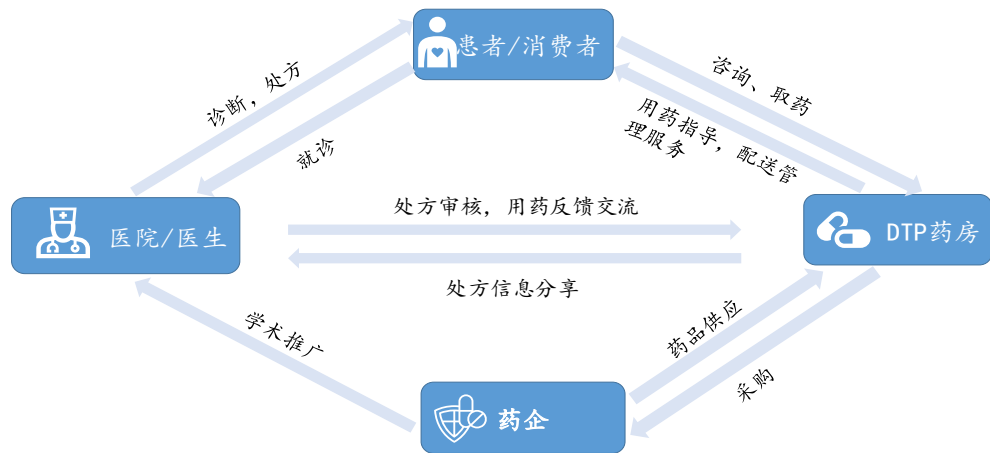
资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

3.1.1 处方外流实现的阻碍正在被打破

1) 院边店：院边店顾名思义开设在医院旁边，院边店主要承接两类药品销售。一方面是由于控费限制、进院困难的高价药，如 PD-1、阿达木单抗等；另一方面是患者在院内获取处方后，“顺路”到院边店完成购药。对于非慢病类药物，患者多数不清楚药房的品种覆盖能力、且目前不同药店的专业服务能力没有较大差异，会倾向于就近买药。

2) DTP 药房：DTP (Direct to Patient) 药房是一种专业化的药品销售模式，这种模式下，制药企业将产品直接授权给药店代理，患者拿着医生开具的处方直接去药店购药，并能够获得专业的用药指导。DTP 药房主要面向肿瘤、自身免疫疾病等的新特药，以及需要长期服用的慢病用药。

图 20: DTP 药店模式运行机制



资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

3) 门特门慢药房：门特门慢药房主要针对特殊门诊与慢病门诊取药的特设药房。对于慢病用药针对的是患者后续用药需求，慢病续方便成为关键。尤其是在 2020 年 3 月初，医保局和卫健委颁布的《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》，提出落实“长处方”的医保报销政策，药店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。

医保药品“双通道”政策落地，有望进一步推动处方外流。2021 年 5 月 10 日，国家医保局会同国家卫健委出台《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理制度的指导意见》，“双通道”是指通过定点医疗机构和定点零售药店两个渠道，满足医保谈判药品供应保障、临床使用等方面的合理需求，并同步纳入医保支付的机制，简单来说，医保谈判药品今后可在符合条件的药店购买并享受与医院相同的医保报销模式。此前，已有多省市开展双通道模式，但在对于药店的审核、开发药品目录等方面未形成统一标准，医保局颁布的双通道政策对药店而言存在多维度的利好：

- 通过“双通道”，药店可以通过承接国谈药品落地，药店的医保模式与医院完全一致，可以促进资源重新配置，进一步推动处方外流。
- “双通道”的放开对医控制费将造成一定的压力，因此必然会形成严格的药店管控体系，同时双通道也对药店的医保管理、仓储冷链等提出了较高的要求，龙头药店凭借全国统一的高标准将显著获益。
- 零售端医保报销药品的扩容将带来更大的市场空间，特别是过去两不靠的药品（没有进院、院外自费）以及新药都将有望进入医保报销体系，从而打开新的市场空间。

3.1.2 处方外流的模式日渐成熟

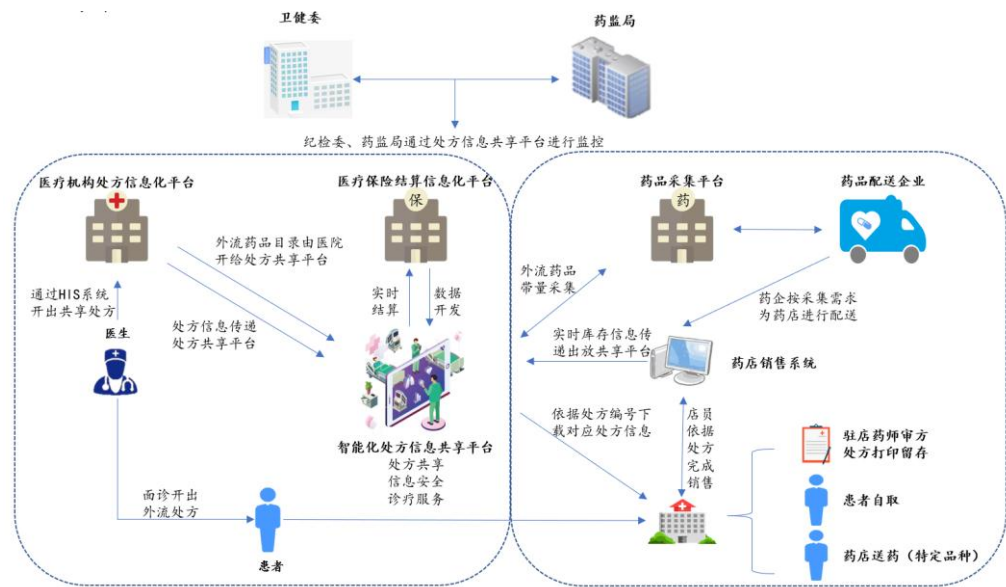
目前国内多地试点均积极探索处方流转模式，根本来说都是为了在保证合理监管的前提下解决院内院外处方互通的问题，目前主要的模式有以下几种：

表 8：处方流转模式总结

序号	处方外流模式	代表试点	具体流转方式
1	第三方处方流转平台	梧桐市	以医院为核心，联合政府、医保等部门以及社会药店联合第三方建设的处方信息共享平台。由医生出具处方，接着由药师审核通过后可上传至处方信息共享平台，患者可以自主的选择到任何连通平台的药店买药，药店只需核验患者处方信息并出售对应药品即可。
2	电子处方流转	成都市	选择具备相关网络技术、硬件设备条件的第三方医疗服务机构，合作建立远程医师诊疗、电子处方应用平台
3	政府牵头的处方流转平台	银川市	由政府出资开发、没有任何商业背景的公益性处方流转平台
4	省级共享平台	甘肃省、海南省处方系统、互联网医院、各类处方药销售平台、医保信息平台与支付结算机构、商业类保险机构。	省级政府牵头建立的第三方处方流转平台，实现从市级到省级的跨越，对接全省医疗机构

资料来源：政府文件，公开资料整理，国元证券研究所

图 21：处方流转平台模式示意图



资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

处方共享平台自 2017 年兴起后迅速呈现燎原之势，先后在北京、天津、重庆、福建、广西、宁夏、甘肃等全国多地进行试点，部分零售药店也借此与医疗机构实现（间接）连接。目前处方外流尚未落实，但处方流转模式随着各地试点的效果呈现已经基本成型，处方外流的大趋势不变，零售药店应做的就是尽早布局以承接处方外流。

3.2 他山之石，日本医药分离实践的启示

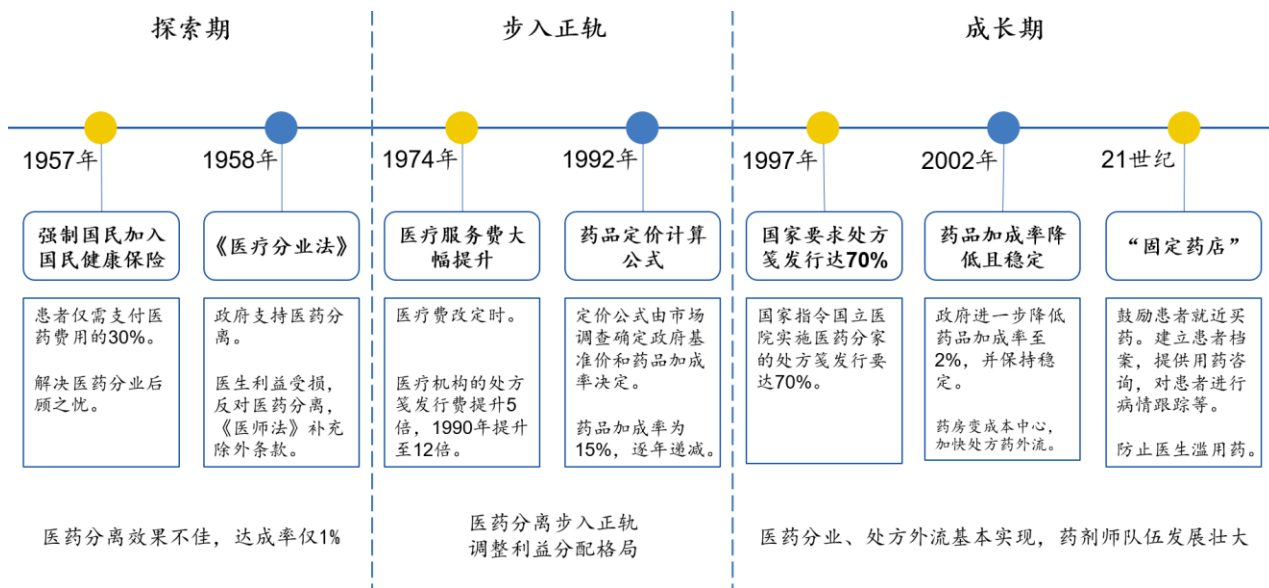
国内医药分离进程尚处于发展初期，而诸多发达国家如美国、日本早已实现医药分离，由于日本的医疗制度体系与我国相对接近，我们认为日本医药分离的实践更能为国内实现医药分离提供经验。日本医药分离的进程可以分为 3 个阶段：

漫长的摸索期(1957年-1974年)：日本早在这上世纪 50 年代便着手推行医药分离，1957 年，日本建立了强制全部国民加入的“**国民健康保险**”，日本患者仅需支付医疗服务费用和药品费用的 30%，解决医药分离后顾之忧；1958 年，日本开始实行《**医疗分业法**》，政府开始通过行政手段支持医药分业。由于触动医生及医疗机构的利益，遭到强烈反对，《医师法》中补充除外条文。然而该时期由于没解决最根本的利益分配问题，医药分离收效甚微。

步入正轨时期 (1974年-1997年)：1974 年，**医生诊疗服务费**开始大幅提升，以药养医情况改善，同时医疗费改定时，医疗机构的**处方笺发行费**提升 5 倍，1990 年再此基础上又提升了 12 倍，医生主要收入从药品转变成医术。1992 年，日本颁布了药品定价计算公式，**限制药品加成率**，若市场定价超过政府基准价的药品加成率限制则视为违法，最初的药品加成率为 15%，逐年递减，缩减药品的利润。这个阶段开始，医药的利益分配格局重新调整，医药分业步入正轨。

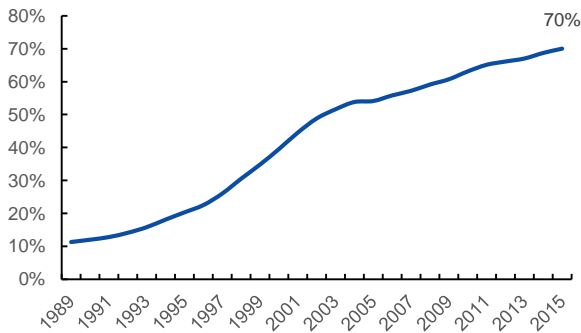
快速分离时期 (1997年至今)：1997 年，日本政府指令国立医院实施医药分家的**处方笺发行率达 70%**。2002 年，政府进一步降低药品加成率至 2%，并保持稳定，药房由原先利润中心变成成本中心，加快处方药外流。此外，日本推广“**固定药店**”做法，鼓励患者就近买药。一方面，建立患者档案，提供用药咨询，对患者进行病情跟踪等，另一方面，对医生和医疗机构变相监管，防止滥用药。截止 2015 年，日本医药分离率达 70%，医药分业、处方外流基本实现，目前日本处方药在零售药店终端的销售占比超过 50%。

图 22：日本医药分离发展进程



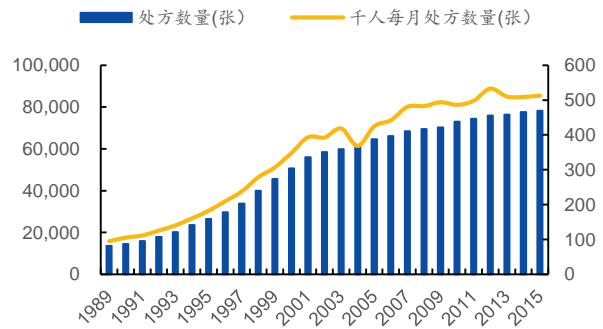
资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

图 23：1989-2015 年日本医药分离率



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 24：1989-2015 年日本处方数量



资料来源：Wind，国元证券研究所

日本医药分离的成功经验主要在于去解决各方的诸多阻力。设立处方外流的渠道是实现医药分离的基础，但是没有解决处方流转的阻力，医药分离便会举步维艰，而效果最为明确的措施便是降低医药的药品销售利润，是药品在医药从利润中心变为了成本中心。我国目前已经在大力推行“零加成”，控制药占比等政策，医药的处方药销售得到了有效控制，而目前尚存的问题一是处方外流的途径，二是决定性的指导政策，目前全国各地试点的处方外流方案以及初见成效，中央政策中也多次提及处方外流的推行，我们认为较大规模的处方外流有望于近几年开启。

3.3 利好政策频出，国内处方外流发展势头正盛

近年来，国家多次颁布政策，推行处方外流，多处试点已经开展：

- 2015 年 5 月，国务院办公厅颁布《关于公立医院综合改革试点的指导意见》，正式将医药分离作为医药体制改革的关键。随后，发改委、商务部、卫健委等部门先后出台相关政策，将处方外流作为医药分离改革的重要组成部分。
- 2016 年，发改委发文《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》明确禁止医院限制处方外流，鼓励患者自主选择在医院门诊药房或凭处方到零售药店购药。
- 2021 年 4 月 8 日，发改委发布《关于支持海南自由贸易港建设放宽市场准入若干特别措施的意见》，第一条便提出要支持开展互联网处方药销售，建立海南电子处方中心，对于在国内上市销售的处方药，除国家药品管理法明确实行特殊管理的药品外，全部允许依托电子处方中心进行互联网销售，不再另行审批。

国内零售药店处方药终端销售占比尚低，处方外流提升空间大。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%，显示目前处方外流正缓步推行中。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%。相对海外发达国家，国内处方药在零售终端占比尚低，尚有较大提升空间。

图 25：处方药终端占比情况

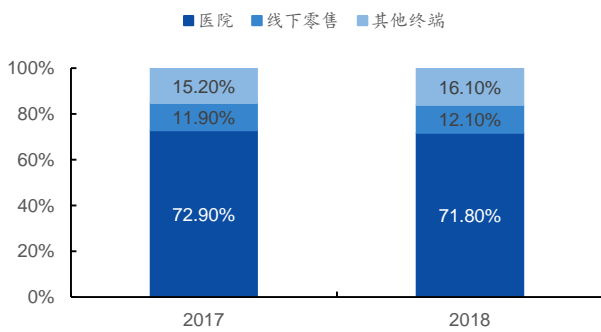
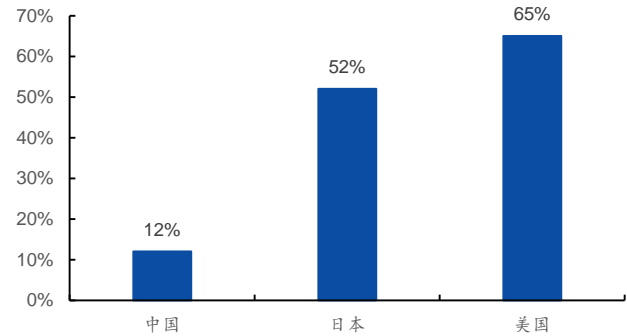


图 26：中外处方药零售终端占比



资料来源：中国药房，国元证券研究所

资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

处方外流后，药店处方药规模预计有望达到 4789 亿元。根据米内网公布数据，2019 年我国药品销售总额达 17955 亿元，根据我们测算，其中处方药的市场规模约为 15000 亿元，根据中国药房资料显示，院外零售终端目前处方药规模仅占 12%，约 1800 亿元，而医疗机构（包括基层医疗机构）的处方药市场预计超过 12000 亿元，处方外流空间巨大。我们依据处方药整体市场增速与药店承接处方外流增速预测了药房终端未来处方药市场规模，参考日本处方外流初期的增速，我们中性假设处方药市场增速为 3%且药店每年承接 1%处方药，那么发展至 2030 年，国内处方药市场规模将达到 4789 亿元，CAGR 为 9%。

表 9：处方外流下，零售药店终端处方药市场规模（亿元）

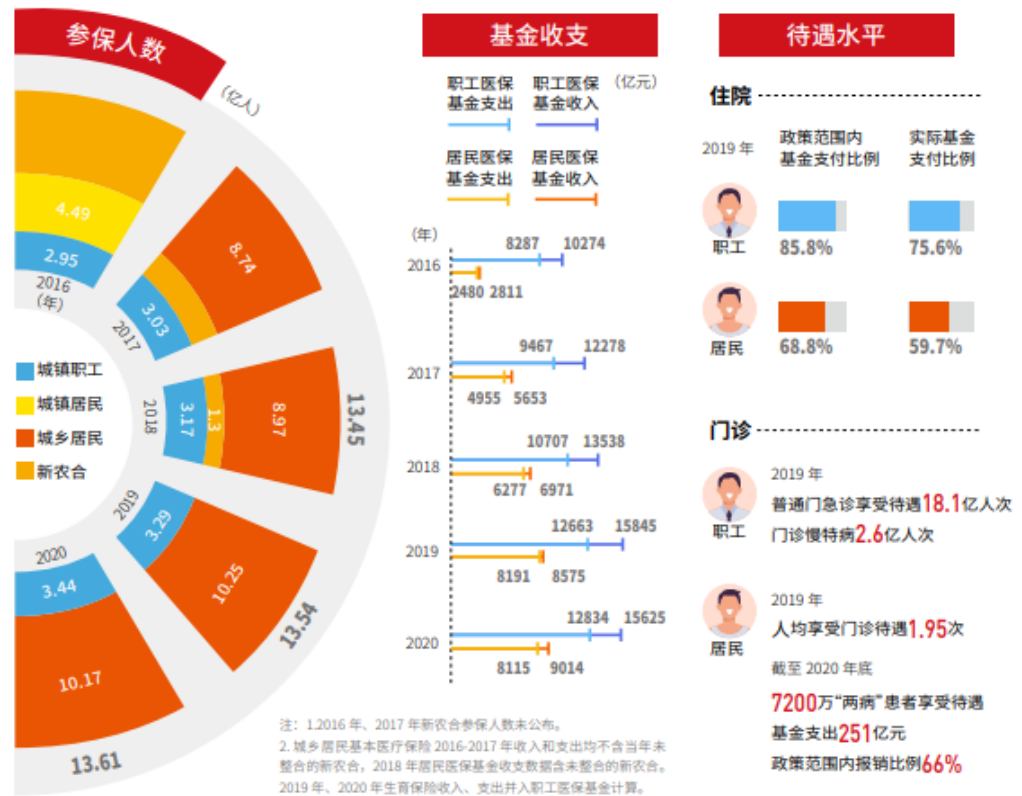
场景	年药房处方药占比增长假设	处方药总增速假设	2021E	2025E	2030E	零售药店处方药市场 CAGR
预期外流速度	乐观：1.5%	5.00%	2487	4233	7332	13.1%
		3.00%	2394	3771	5934	11.0%
		1.00%	2301	3353	4782	8.8%
		零售终端占比	15.0%	21.0%	28.5%	
	中性：1.0%	5.00%	2322	3628	5917	11.2%
		3.00%	2234	3233	4789	9.0%
		1.00%	2148	2874	3860	6.9%
		零售终端占比	14.0%	18.0%	23.0%	
	悲观：0.5%	5.00%	2156	3023	4502	8.6%
3.00%		2074	2694	3643	6.5%	
1.00%		1995	2395	2937	4.5%	
	零售终端占比	13.0%	15.0%	17.5%		

资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

4 医保改革将带来怎样的影响？

正如前文所述，医保支付是消费者终端医药消费决策中的重要影响因素。我国的医疗保险制度在城镇居民医疗保险与农村居民医疗保险合并为居民医疗保险后，分为城镇职工基本医疗保险与城乡居民基本医疗保险两大板块，截至 2020 年底合计覆盖我国 13.61 亿人口，覆盖率达 97.2%。

图 27：我国基本医疗保险概况



资料来源：《中国医疗保险》，国元证券研究所

医疗保障作为减轻群众就医负担的重要抓手，一直是国家医改的重点，这五年，医疗保障管理体制由分割走向统一。2018 年机构改革中组建了国家医保局、建立起全国统一的医疗保障管理体制，不断深化医疗保险改革，目前医改的顶层设计可归总为四大趋势：

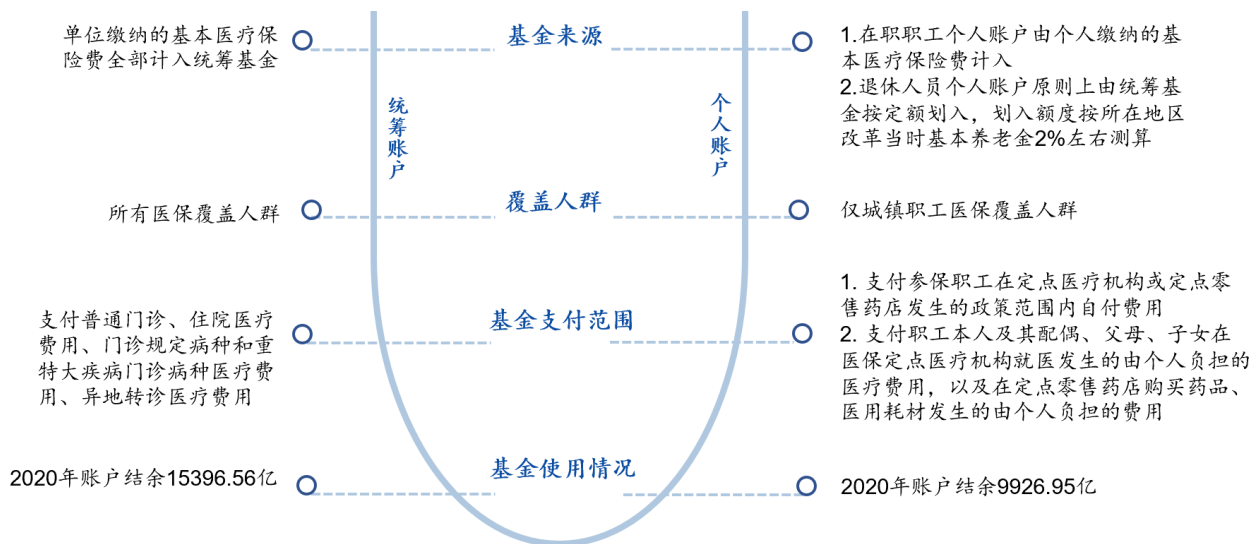
- 医保基金改革，逐步取消个人账户，扩大统筹基金范围
- 医保支付方式改革，推行按病种付费模式
- 医保覆盖药品改革，控制药品价格，优化医保目录
- 医保支付更信息化、便捷化

4.1 个账改革，扩大统筹基金支付范围

统账结合的模式由来已久。我国职工医保制度从建立之初就明确了医保基金实行统筹基金与个人账户相结合的方式，即统账结合。职工缴纳的基本医疗保险费全部计入个人账户，用人单位缴纳的基本医疗保险费，一部分用于建立统筹基金，一部分划入个人账户。根据早期支付制度来看，统筹基金主要用于风险共济，包括住院看病，个人账户则主要用于个人支付，有对门诊费用、定点零售药店购药费用进行偿付的功能。

零售药房统筹账户尚未放开。由于诸多零售药房目前还存在处方追溯困难，医保管理部门难以确保处方的真实性、合理性，担心存在骗保，目前社会药房统筹账户尚未完全放开。根据医保局统计，目前零售药店的医保定点已经达到 39 万家，除部分试点城市外，医保统筹账户尚未对零售药房开放，即在药店买药只能通过医保个人账户。

图 28：统筹账户 vs 个人账户



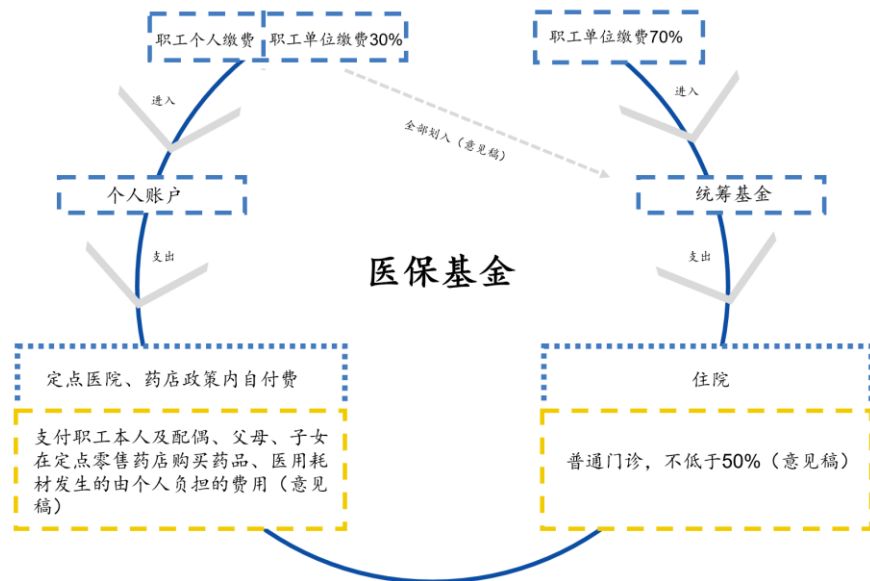
资料来源：公开资料整理，国元证券研究所

个人医保账户改革，零售药店挑战与机遇并存，连锁龙头长期有望深度受益。8月26日，国家医保局发布《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）》，门诊报销与个人医保账户出现变化：

- 门诊费用纳入统筹金支付范围，且报销比例从 50%起步；
- 职工单位缴费由原本的 30%划入个人账户改为全部划入统筹账户；
- 个人账户不再局限于个人，可以为配偶、父母、子女在定点零售药店购买药品、医用耗材。

个人医保账户改革一方面降低了个人账户的整体金额，职工参保者在定点零售药店的购买力或将减少，另一方面个人账户不再局限于个人，激活了部分在个人账户里的钱。个人账户改革或将带来医保资格的存量洗牌，中小连锁及单体药店经营监管压力更大，大型连锁药店依托优秀的内生能力及资本整合平台，有望受益于行业出清带来的集中度提升，实现规模快速扩张。

图 29：个人医保账户改革示意图



资料来源：政府官网，国元证券研究所

医保统筹药店的全面覆盖必是大势所趋。近年来，长期被视为医疗机构特权的医保统筹开始逐渐向零售药店渗透。大病医保统筹定点药店在过去一年中取得了较快的发展，诸如山东、山西、湖南、湖北等全国大部分地区都已认可了大病药房的存在。再次，慢性疾病、特殊疾病定点药房同样获得了政策的肯定。近期，国家医保局颁布了“双通道”推行政策，患者有望通过统筹账户于符合条件的定点门店购买国谈药品。

4.2 支付方式改革，推行按病种付费模式

医保支付方式深化改革，DRG 付费、DIP 付费即将推广。为有效控制医保基金支出，降费用合理化，国内开始探索新的医保支付方式。2020 年 3 月，《中共中央国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》发布，提到未来医疗服务将“以按病种付费”为主。

DRG (Diagnosis related groups) 是指按疾病诊断相关分组，根据疾病诊断、治疗方式、并发症及合并症等因素，将临床特征与医疗资源消耗相近的患者分入同一组，以组为单位打包确定价格、收费及医保支付标准。DRG 为一种预付款制度，即患者根据预先设定的 DRG 价格在诊疗过程中一次性向医院支付费用，改变了传统的实报实销的后付款制度，帮助医院合理控制医疗资源，避免过度浪费。

DIP (Big Data Diagnosis-Intervention Packet) 即基于大数据的病种分值付费。简单来说，就是基于之前 DRG 的基础上运用大数据技术进行分类组合后进行的分值付费。之前的单病种付费方式病种覆盖范围有限（一旦含有并发症、合并症即采用单病种退出机制），不易推广。而基于大数据的病种组合（DIP）则能很大程度规避掉这种弊端。

表 10: 近期 DRG\DIP 支付改革相关政策

发布时间	发布机构	相关政策	主要内容
2020 年 3 月 5 日	国务院	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	大力推进大数据应用,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 年 6 月 8 日	医保局	《基本医疗保险医用耗材管理暂行办法(征求意见稿)》	医用耗材的具体支付方式、支付比例等原则上由省级医疗保障行政部门或统筹地区确定。支持各地将目录内医用耗材纳入按病种、按疾病诊断相关分组付费等打包支付范围
2020 年 6 月 18 日	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	各试点城市要参考 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。根据实际情况,试点城市也可直接使用 CHS-DRG 细分组开展本地的 DRG 付费国家试点工作
2020 年 8 月 26 日	医保局	《关于建立健全职工基本医疗保险门诊再完善门诊共济保障功能的同时鼓励对门诊特殊病、日间手术按共济保障机制的指导意见(征求意见稿)》	DRG 进行付费,可以确保统筹基金的合理支出。
2020 年 10 月 19 日	医保局	《关于印发区域点数法总额预算和按病种分值付费试点工作方案的通知》	以按病种分值付费为主的多元复合支付方式
2020 年 11 月 3 日	医保局	《关于印发区域点数法总额预算和按病种分值付费试点城市名单的通知》	确定在 27 个省市自治区共 71 个城市开展 DIP 试点工作

资料来源:政府官网,国元证券研究所

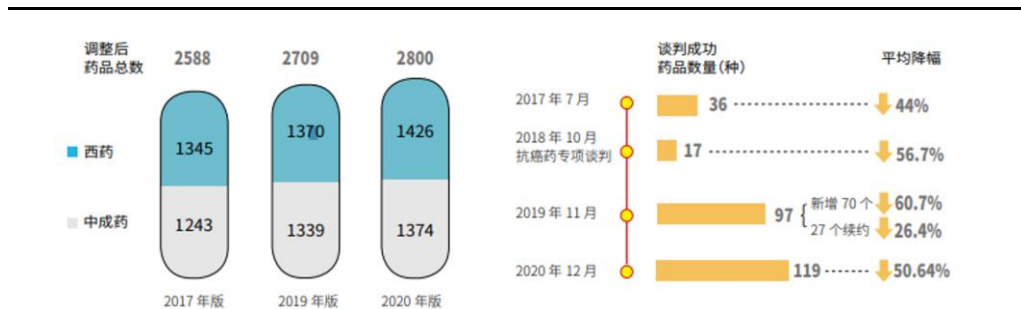
与零售药店存在事实竞争关系的医疗单位进行医保制度改革,建立以 DRG、DIP 为核心的全新医保支付方式,扭转医疗付费体系的激励机制,让医疗机构的药品费用从利润中心转变为成本中心,医院和医生将转变成患者医疗费用的“守门人”,更积极得参与医药分离,有利于推动处方外流,额外的药品需求将流转至零售药店,做好承接处方外流布局的龙头零售药店将显著受益。

4.3 医保覆盖药品改革

国家基本医保为保证完善医药服务就要扩大并优化覆盖范围,但这也会导致医保基金的压力增大,医保控费成为医保改革的主旋律之一。针对医保药品的改革,一方面通过完善医保药品目录动态调整机制,扩大医保药品适应症范围,调整纳入疗效更高,临床价值更高的药品。另一方面,亦要通过带量采购、医保谈判等方式,控制药品价格,缓解医保基金压力。

- **医保目录动态调整:** 2020 年 7 月 30 日,国家医保局印发《基本医疗保险用药管理暂行办法》,反复修改很多遍进一步规范医保用药管理。未来在医药分离的主旋律下,更多的医保药品将会在院外市场销售,随着统筹进店的进展,具备相对完善医保监管机制的零售药店,将会成为承接医保药品的不二之选。

图 30: 医保目录调整



资料来源:中国医疗保险,国元证券研究所

- **带量采购：**自 2018 年“4+7”带量采购开始，国内已经开展 5 轮四个批次的药品带量采购工作，药品带量采购逐步常态化。带量采购压低了对应品种药品的价格并限制了入院品类，龙头药店凭借规模优势具备更好的议价权，可以以较低的价格采购集采品种以及集采落选品种，虽然集采品种毛利有所降低，但是纳入这些药品一方面有望实现以价换量，另一方面有望通过低价集采品种为药店吸引客流，带动药店其他品种的销售。

4.4 医保支付信息化、便捷化

电子医保凭证推行顺利，处方外流有望进一步推进。数字化与信息化医保服务成为医保改革的大趋势，各地积极使用医保电子凭证，实现互联网医保服务无卡办理，促进医保脱卡结算。根据医保局统计数据，目前全国所有省份均已开通医保电子凭证激活服务目前累计激活用户接近 5 亿人次，接入定点药店超 19 万家，接近全国定点药店的 50%。电子支付更加便捷，有望进一步推进搭建处方共享平台的搭建与统筹进店的进程。

跨省异地就医促进医保支付便捷化，定点药店实现异地医保支付。2018 年 9 月，京津冀、长三角和重庆、四川、贵州、云南、西藏五省市积极稳妥开展门诊费用跨省直接结算试点工作。2020 年 9 月国家医保局会同财政部印发《关于推进门诊费用跨省直接结算试点工作的通知》，进一步扩大门诊费用跨省直接结算范围。截至 2020 年底，共联网定点医疗机构 1.02 万家、定点药店 1.18 万家，累计直接结算 302 万人次。异地医保人群可在零售药店跨省使用医保购药，将减少异地药店购药的医保报销顾虑，患者可以在异地取药处方药有望推动处方外流的进程，同时为零售药店行业带来增量的医保销售额。

全国的医保改革正如火如荼，多维度的改革将给整个生物医药行业带量多方面的影响，从零售药房角度来看，当前医保改革对药房尤其是龙头零售药房显著利好：

- **个账改革：**虽然个人账户整体减少，但个账共济极大地提高了个人账户的利用率，个人账户的药房销售情况有待观察，随着“双通道”政策开启，药店进入统筹报销指日可待。
- **支付方式改革：**医疗机构的药品费用从利润中心转变为成本中心，医院和医生将转变成患者医疗费用的“守门人”，更积极得参与医药分离，有利于推动处方外流。
- **医保药品改革：**医保谈判、带量采购等政策在降低医院药品价格的同时，倒逼未中标的药企重视药店渠道，龙头药房议价权提高，有利于加速处方外流。
- **医保支付信息化、便捷化：**医保支付的信息化有望进一步推进搭建处方共享平台的搭建与统筹进店的进程；对患者的便捷化有望增加患者的购药意愿，在处方外流即将开闸的当下，零售药店有望显著受益。

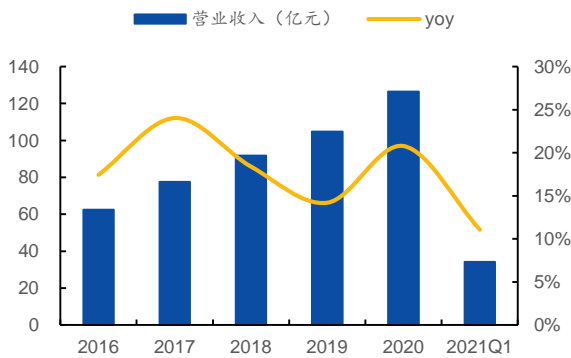
5. 相关公司

5.1 一心堂：深耕重点区域，有望复制云南成功

深耕西南，坚持少区域高密度策略。公司是一家以药品经营为主的大型零售连锁企业，主营业务为医药零售连锁和医药批发业务，其中医药零售连锁是公司的核心业务，中西成药零售占比最高达到 75.7%。销售区域方面，公司一直坚持“少区域高密度”的发展模式，着眼云南市场深耕细作，门店覆盖了省内所有县市，预计公司在云南省内市场份额在 60%左右，使得公司在云南大本营内形成了较高的竞争力、品牌影响力及高议价权。

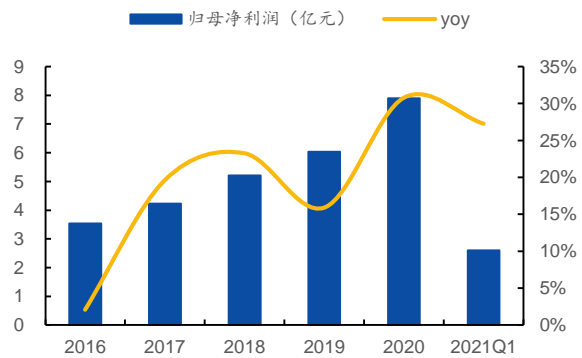
公司业绩增速重回快轨道，股权激励成效初显。2020 年全年公司实现营收 126.57 亿元 (+20.78%)，营收增长符合预期。公司全年实现归母净利润 7.90 亿元，同比增长 30.81%，实现扣非归母净利润 7.53 亿元同比增长 27.43%，利润实现超预期增长，主要系费用控制较好，全年销售费用率显著降低。2021Q1 公司实现营收 34.29 亿元，同比增长 11.07%；实现归母净利润 2.61 亿元，同比增长 27.28%。

图 31：2016-2021Q1 一心堂营业收入情况（亿元）



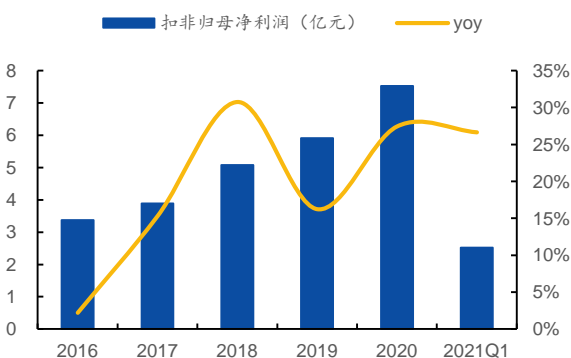
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 32：2016-2021Q1 一心堂归母净利润情况（亿元）



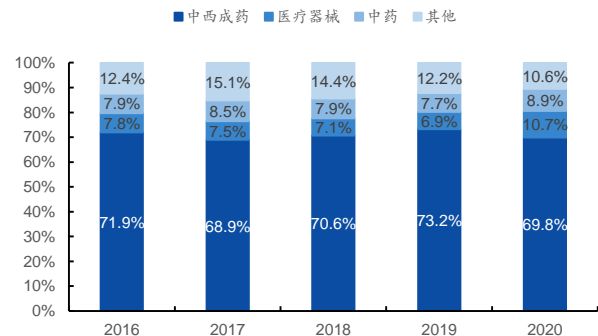
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 33：2016-2021Q1 一心堂扣非归母净利润情况（亿元）



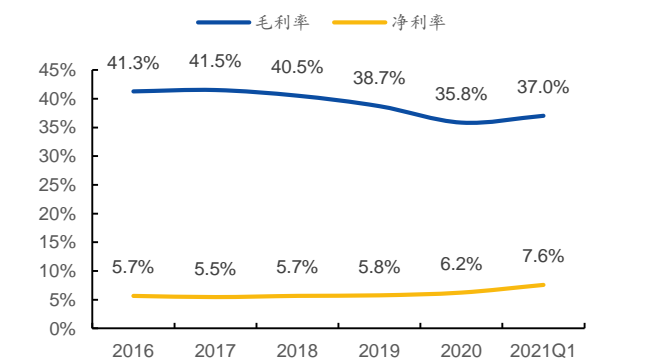
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 34：2016-2020 年一心堂营收分品类构成情况



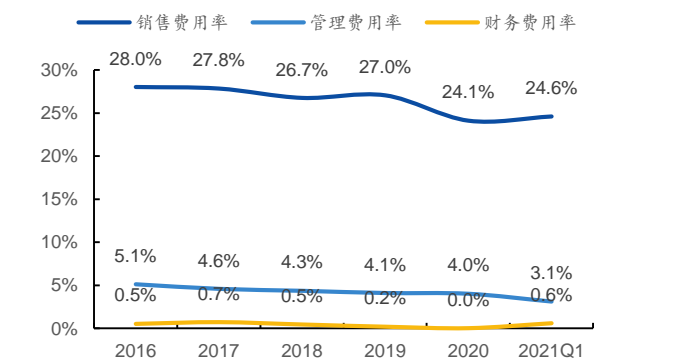
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 35: 2016-2021Q1 一心堂毛利率与净利率情况



资料来源: Wind, 国元证券研究所

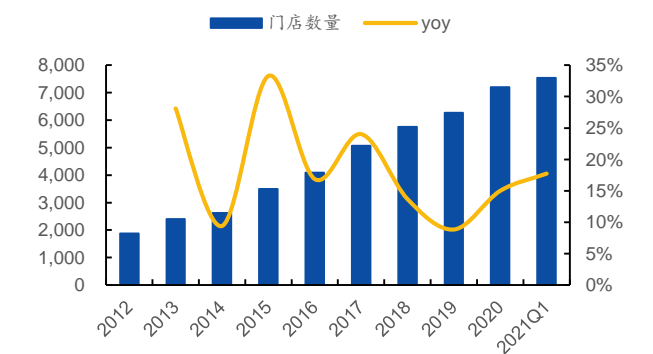
图 36: 2016-2021Q1 一心堂费用率情况



资料来源: Wind, 国元证券研究所

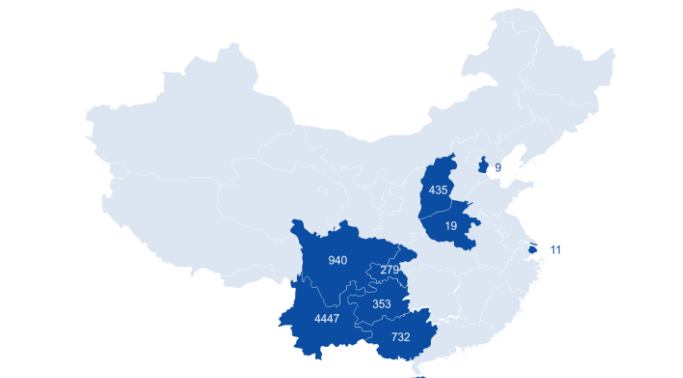
门店总数增至 7537 家, 扩张重回快车道。截止 2021 年 3 月 31 日, 公司共拥有直营连锁门店 7537 家, 同比增长 14.99%, 较 2020 年末净增门店 332 家, 同比增长 17.73%, 公司门店扩张速度重回增长轨道, 根据我们预测, 公司门店数量有望于 2023-24 年突破万家。此外, 新冠疫情导致部分餐饮、零售等行业门店让出了具有区位优势的区域、小区核心商圈门店, 公司受疫情影响较小, 全年布局门店的质量或将高于平均水平, 这些优势门店成长起来后有望为公司带来更高的单店业绩。

图 37: 2012-2021Q1 一心堂门店开设情况 (家)



资料来源: 公司财报, 国元证券研究所

图 38: 2021Q1 一心堂全国门店分布情况 (家)



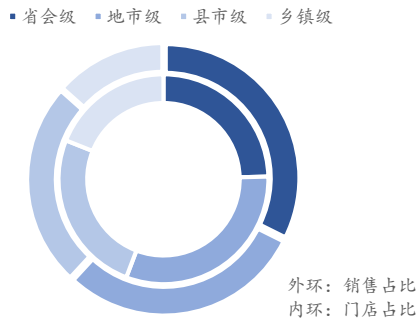
资料来源: 公司财报, 国元证券研究所

注: 截止 2021 年 3 月 31 日

深耕重点区域战略, 以西南为核心布局全国市场。截至报告期末, 公司大本营云南共有门店 4447 家, 同比增长 13.18%, 占比持续降低。云南外的多个重点区域加速扩张, 川渝地区截至报告期末门店总数达 1219 家 (+24.26%), 广西门店 732 家 (+25.57%), 贵州门店 353 家 (+40.08%), 公司正以西南为核心, 华南为纵深、华北为补充进行全国布局, 未来有望在新的核心区域复制云南的成功。

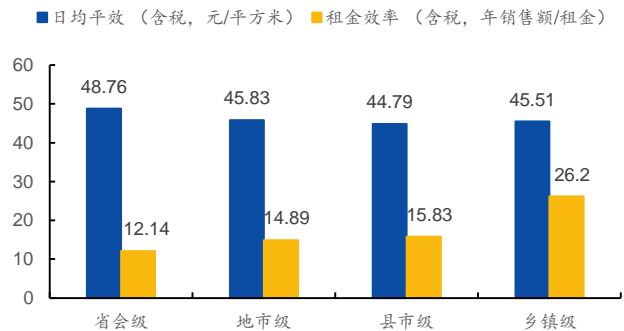
全面立体化纵深布局, 下沉市场价值凸显。公司坚持市县乡一体化垂直渗透拓展, 目前各级门店数量均超过 1300 家, 下沉市场的乡镇门店虽然目前贡献相对较低, 但其经营效率十分可观, 根据公司年报显示, 2020 年公司乡镇级门店的平均日均平效为 45.51 元/平米, 高于县市级的平均平效甚至接近地市级, 而乡镇级门店的租效更是远高于上层市场的门店。

图 39：2020 年一心堂各级门店数量及销售占比



资料来源：公司财报，国元证券研究所

图 40：2020 年一心堂各级门店营业效率



资料来源：公司财报，国元证券研究所

行业利好政策频出，公司积极开展增持应对布局：

- **定点医保门店：**公司 2020 年医保门店覆盖率进一步提升，截止 2020 年 12 月 31 日公司医保门店数量达 6250 家，净增 984 家，同比增长 18.85%，医保门店覆盖率达 86.12%，报告期内公司医保刷卡销售占总销售的 41.81%。随着《零售药店医疗保障定点管理暂行办法》，医保定点范围申请条件得到明确与简化，公司医保门店覆盖率有望进一步提升。
- **特慢病药房：**截止 2020 年 12 月 31 日公司开通各类慢病医保支付门店 646 家净增 169 家，同比增长 35.43%。2020 年慢病医保销售金额同比增长 83.96%，慢病医保客户的客单价为 481.12 元，是门店整体客单价的 6 倍。特慢病药房一方面可以更好的承接处方外流，另一方面作为诸多试点地区药店统筹支付的试点，也为未来可能到来的统筹进店做好了提前布局。
- **远程药事服务：**公司远程药事服务部已成立 1 年多，各项审方及开方业务均有序开展，该远程审方涉及公司自建平台、平安好医生、微问诊等。2020 年全年线上、线下审方突破 1600 万单，月均审方 135.23 万单，药事服务有望助力公司在处方外流中占得先机。

加大了中药品类推广力度。公司已初步完成建立中药种植、初加工、精加工、批发、医疗机构供应、零售销售业务等完整的产业链。公司目前设有云南鸿翔、鸿翔中药科技、云中药业三个中药子公司，专注于中药研究、种苗培育、中药材料收储、饮片加工、配方颗粒生产业务。2020 年中药品类销售同比增长 39.26%，占营业收入的比率提升至 8.86%，有效保障了公司较好的获利能力。截至目前，配方颗粒项目总共取得药监局备案批件品种 609 个，配方颗粒业务在品种研发上取得重要进展。

我们重点推荐一心堂，主要基于以下几个方面：

- 1) 公司以“深耕”战略为主，完成云南地区的优势布局，奠定公司的供应、运营能力，对川渝等地的继续深耕、强化，有利于市占率提升，并有利于率先获取当地医保统筹试点机遇。

- 2) 公司积极纵深布局，在投资者担忧互联网冲击的形势下，下沉市场具有更稳健布局，下沉市场互联网率较低、以中老年熟客慢病等为主，线下门店服务更能达到便捷、服务的诉求，抵抗冲击。
- 3) 公司 2020 年通过管理层调整、股权激励等措施，经营改善显著，开店速度、门店经营效率、费用控制等方面均得到有效优化，股权激励彰显公司业绩信心并充分振奋了公司员工的积极性，预计公司经营管理层面将持续向好。

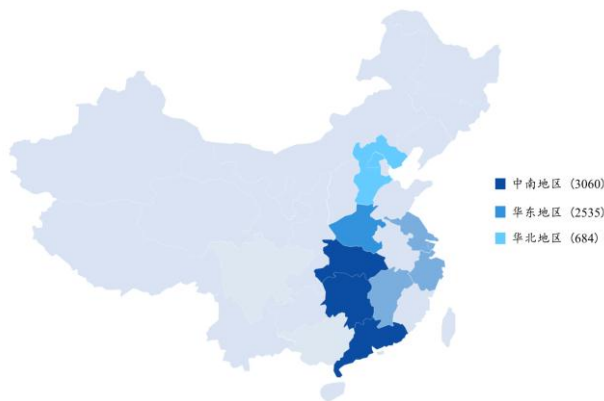
投资建议与盈利预测：公司作为西南区域药店龙头，深耕云南并逐步推进重点区域布局战略，股权激励后，业绩增速提升显著。我们预计公司 2021-2023 年实现收入 149.05/180.90/219.25 亿元，归母净利润 10.10/12.30/15.14 亿元，对应每股收益为 1.69/2.06/2.54 元/股，对应当前股价 PE 分别为 23/19/16 倍，对应 2021-2022 年 PEG 仅为 1.31/0.89，维持公司“买入”的投资评级。

风险提示：新门店布局进展不及预期；慢病统筹、处方外流等政策推广不及预期；药品安全事件

5.2 益丰药房：布局经济优势区域的后起之秀，专注精细化管理

龙头药房中的后起之秀，重点布局经济最具优势区域。公司相对其他三大药房起步较晚，但是发展速度最快，营收与门店都不逊色于其他龙头，截至 2021 年一季度末，公司门店总数达 6279 家（含加盟店 693 家）。公司门店主要布局在华中地区以及东南沿海地区，包括北京、上海、江苏、浙江、广东等全国经济发达地区，几乎布局国内所有经济优势前列的地区，在国民经济增长，卫生费用不断升高的背景下，有望充分受益于国民消费升级。

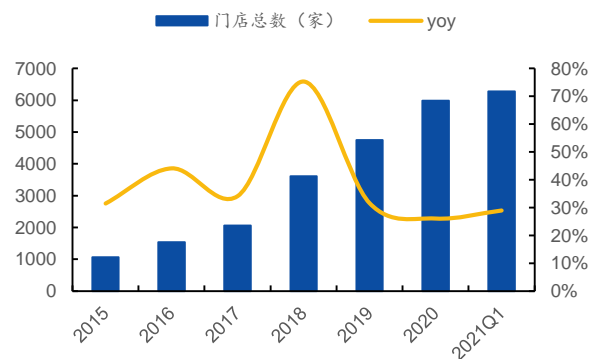
图 41：2021Q1 益丰药房全国门店布局情况



资料来源：公司财报，国元证券研究所

注：截止 2021 年 3 月 31 日

图 42：2015-2021Q1 益丰药房门店数量情况（家）

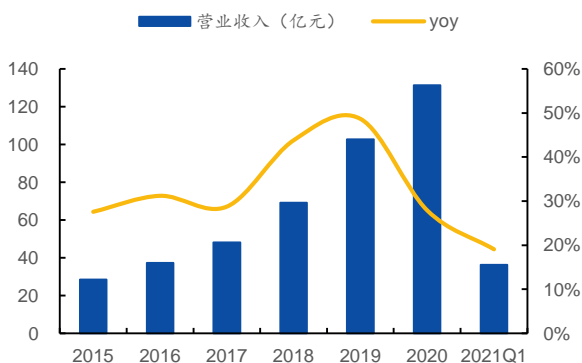


资料来源：公司财报，国元证券研究所

注：此处门店数量包含加盟店

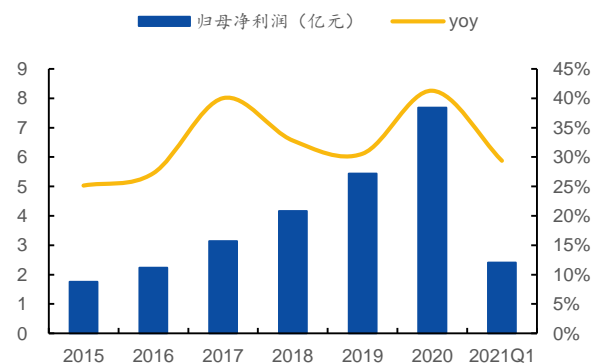
业绩稳步增长，费用率控制改善。2020 年公司实现营收 131.45 亿元，同比增长 27.91%，归母净利润 7.68 亿元，同比增长 41.29%，扣非归母净利润 7.39 亿元，同比增长 37.43%。公司业绩在 2019 年实现飞跃，公司作为后期之秀已经逐步赶上其他三大药房。2021Q1 公司实现营收 36.30 亿元，同比增长 19.09%；实现归母净利润 2.41 亿元，同比增长 29.39%。

图 43：2015-2021Q1 益丰药房营业收入情况（亿元）



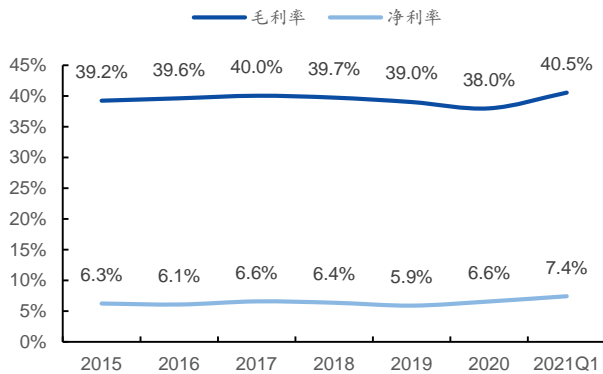
资料来源：公司财报，国元证券研究所

图 44：2015-2021Q1 益丰药房归母净利润情况（亿元）



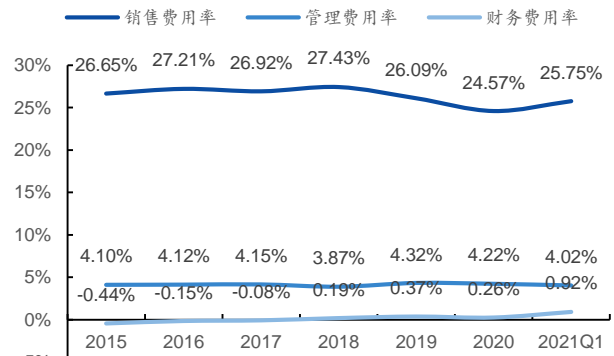
资料来源：公司财报，国元证券研究所

图 45: 2015-2021Q1 益丰药房毛利率及净利率情况



资料来源: 公司财报, 国元证券研究所

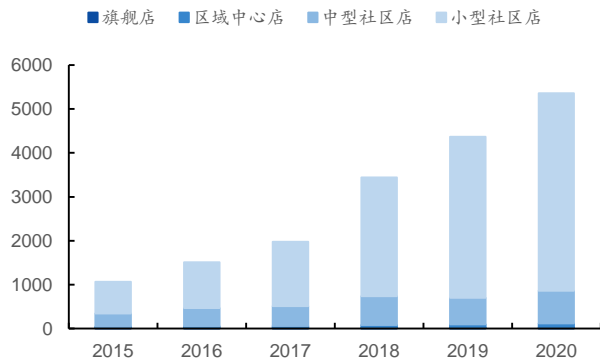
图 46: 2015-2021Q1 益丰药房费用率情况



资料来源: 公司财报, 国元证券研究所

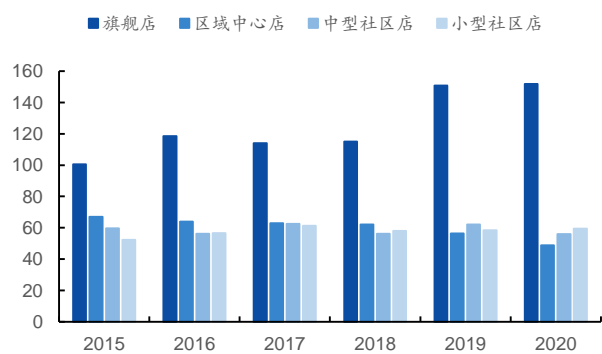
重视精细化管理, 单店坪效高。公司始终注重精细化、标准化、系统化的运营和管理, 打造了六大核心运营系统, 涵盖新店拓展、门店营运、商品管理、信息管理、顾客满意、绩效考核等, 得益于精细化管理, 益丰药房坪效在行业内属于较高水平, 其中旗舰店坪效 2020 年年达到 151.75 (元/天/平米), 平均坪效为 59.2 (元/天/平米)。

图 47: 2015-2020 年公司门店分类数量 (家)



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

图 48: 2015-2020 年公司门店分类坪效 (元/平方米)



资料来源: 公司公告, 国元证券研究所

益丰药房经营效率高, 会员消费成亮点。公司注重自身会员体系建设, 利用强大的会员数据仓库, 规划会员个性化营销及管理体系, 进行会员建模分析, 实现会员信息管理、精准营销、一对一服务、健康档案管理、药师咨询、员工学习等多个集约化管理功能。会员消费占比高有助于提高药品复购率, 截至 2020 年年报, 公司会员消费占比高达 79.1%, 高于行业平均水平 60%。

投资建议与盈利预测: 作为头部医药零售公司, 公司持续拓宽门店覆盖网络, 前期门店逐步进入成熟期, 精细化管理和净利润水平提升, 加快并购步伐, 承接处方外流、慢病管理。我们预计公司 21-23 年营业收入分别为 167.74/212.59/268.75 亿元, 归母净利润 9.87/12.71/16.39 亿元。对应 EPS 为 1.79/2.30/2.96 元/股, 对应 PE 为 45/35/27 倍, 维持“买入”评级。

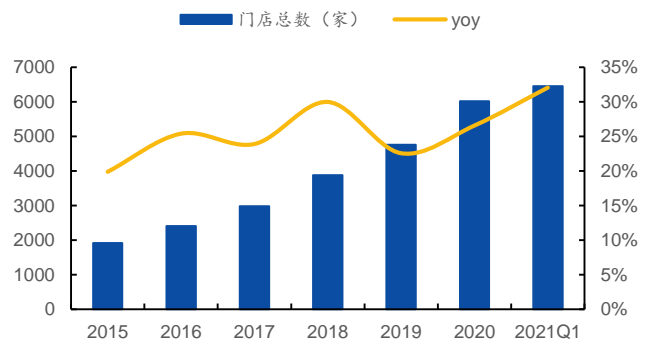
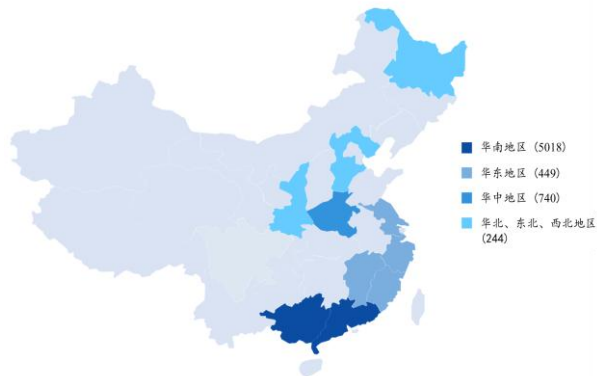
风险提示: 行业竞争加剧, 并购失败, 行业政策更迭等。

5.3 大参林：立足两广，推广特色化药店经营模式

立足两广，消费文化造就药店多元化经营可能。公司是华南地区的区域性药店龙头，尤其在两广地区竞争优势明显，截至2020年3月31日，公司门店总数6451家（含加盟店394家），遍布全国10个省份，其中华南地区有5018家，占比达77.79%。公司大本营的在广东省，广东是我国经济发达且零售药店数量最多的省份，重点城市居民消费力强，地区消费文化受香港影响较深，给予药店多元化经营空间。

图 49：2021Q1 大参林全国门店布局情况

图 50：大参林门店数量情况（家）



资料来源：公司财报，国元证券研究所

资料来源：公司财报，国元证券研究所

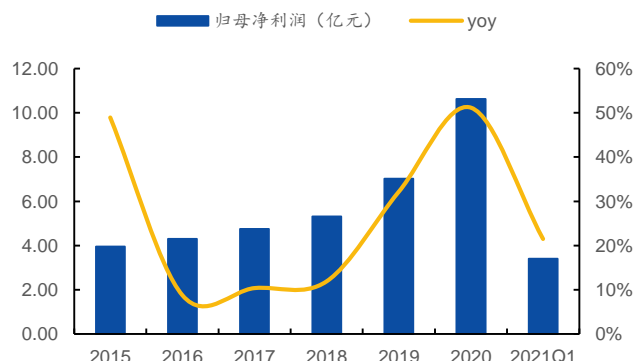
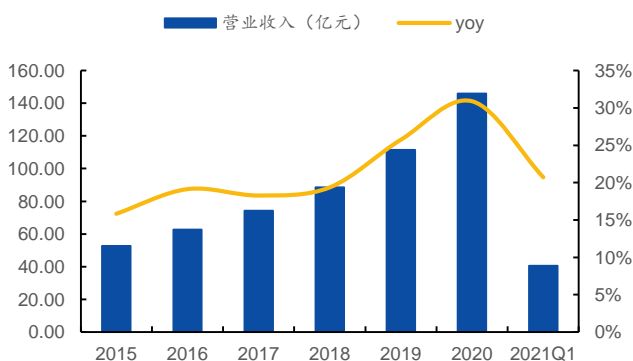
注：截止2021年3月31日

注：此处门店数量包含加盟店

业绩维持高增速，毛利率显著提升。公司在2020年实现营业收入145.83亿元，同比增长30.89%，归母净利润为10.62亿元，同比增长51.17%，扣非归母净利润10.22亿元，同比增长48.13%，2020年销售毛利率为38.47% (+1.0pct)，公司业绩实现高增速，毛利率亦显著提升，为未来公司进一步的扩张计划提供了充足的资金支持。2021Q1公司实现营收40.59亿元，同比增长20.73%；实现归母净利润3.41亿元，同比增长21.51%。

图 51：2015-2021Q1 大参林营业收入情况（亿元）

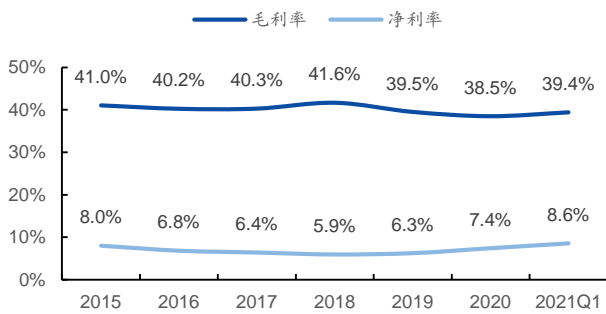
图 52：2015-2021Q1 大参林归母净利润情况（亿元）



资料来源：公司财报，国元证券研究所

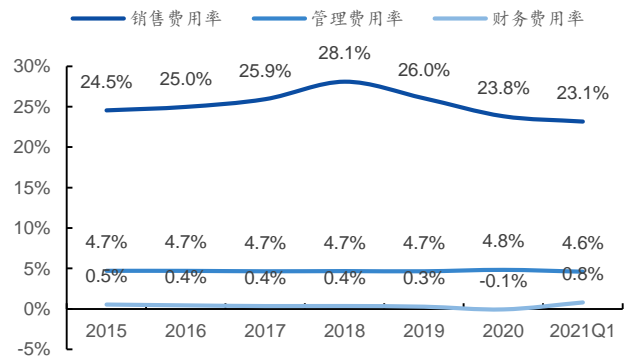
资料来源：公司财报，国元证券研究所

图 53: 2015-2021Q1 大参林毛利率及净利率情况



资料来源: 公司财报, 国元证券研究所

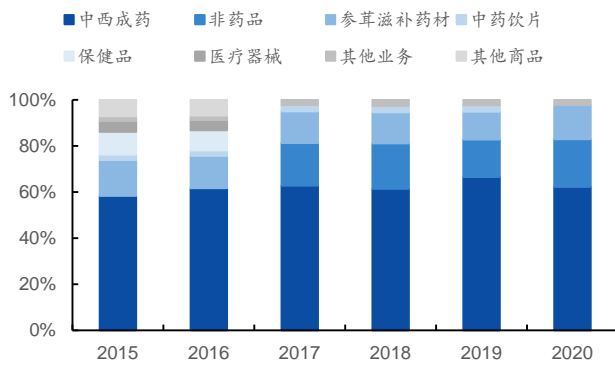
图 54: 2015-2021Q1 大参林费用率情况



资料来源: 公司财报, 国元证券研究所

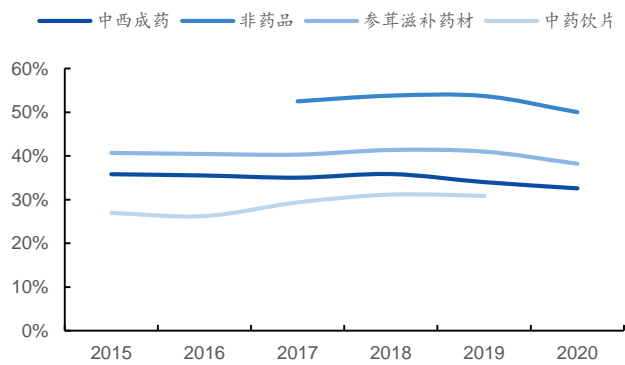
参茸滋补药材占比提升, 高毛利对冲中西成药毛利的下滑。公司专注于中西成药、参茸滋补药材及中药饮片、保健品、医疗器械及其他商品的直营连锁零售业务, 尤其在参茸滋补药材领域形成自主品牌、覆盖高中低各档次产品、满足不同消费人群需求的业务特色。2020 年公司参茸滋补类产品贡献利润 21.70 亿元, 占公司总收入的 14.88%。参茸滋补类产品毛利率达 38.22%, 在医保控费的大背景下, 中西成药的毛利率下降趋势明显, 公司依靠不受医保影响的参茸滋补及其他中药饮片产品, 实现毛利率的对冲, 为公司稳定的利润支持。

图 55: 2015-2020 大参林分产品业绩构成情况



资料来源: 公司财报, 国元证券研究所

图 56: 2015-2020 大参林分产品毛利率情况



资料来源: 公司财报, 国元证券研究所

投资建议与盈利预测: 公司深耕华南并有序推进全国布局, 营收增长趋势显著, 经营效率稳步提升。我们预计公司 2021-2023 年营收为 185.73/232.52/286.23 亿元, 同比增长 27.4%/25.2%/23.1%, 归母净利润分别为 13.65/16.97/20.93 亿元, 同比增长 28.5%/24.3%/23.3%, 对应 EPS 为 2.07/2.58/3.18 元/股, 对应 PE 为 35/28/23, 维持“买入”评级。

风险提示: 行业竞争加剧, 并购失败, 行业政策更迭等。

5.4 老百姓：自营+加盟，双管齐下推动全国化布局

“直营+并购+加盟+联盟”四驾马车共发力，优先全国化布局。公司是国内门店网络分布最广的零售连锁药店之一，构筑“自建+并购+加盟+联盟”的“四驾马车”立体深耕模式，助力全国化门店布局。截至2021年一季度末，公司拥有门店数量达7268家，销售网络覆盖全国22个省级市场，超过130个地级市。

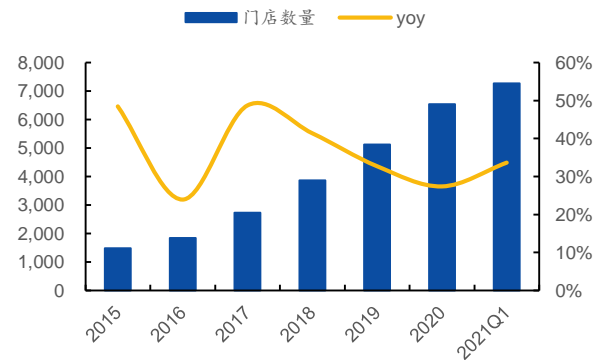
图 57：2021Q1 老百姓全国门店布局情况



资料来源：公司财报，国元证券研究所

注：截止2021年3月31日

图 58：2015-2021Q1 老百姓门店数量情况（家）



资料来源：公司财报，国元证券研究所

注：此处门店数量包含加盟店

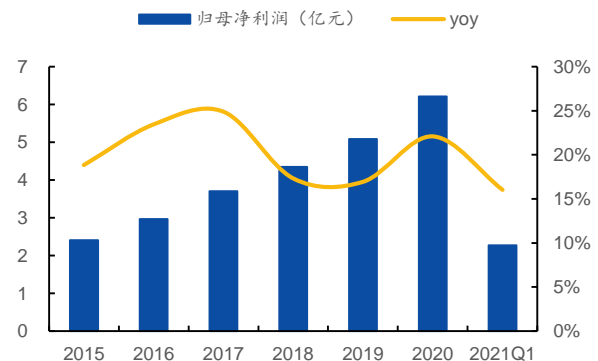
业绩增长稳健，经营模式影响收益。公司2020实现营业收入139.67亿元，同比增长19.75%，归母净利润为6.21亿元，同比增长22.09%，扣非归母净利润5.45亿元，同比增长14.05%，经营毛利率为32.1%，净利率为5.5%，利润率稳定。2021Q1公司实现营收36.38亿元，同比增长10.85%；实现归母净利润2.28亿元，同比增长16.03%。

图 59：2015-2021Q1 老百姓营业收入情况（亿元）



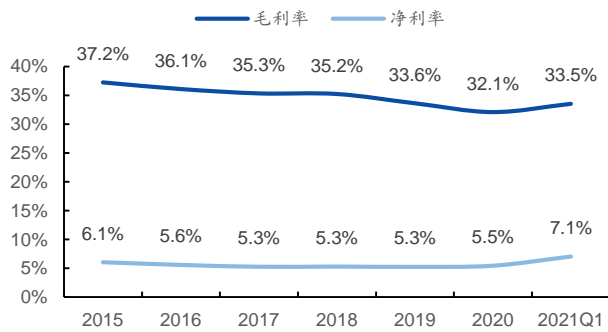
资料来源：公司财报，国元证券研究所

图 60：2015-2021Q1 老百姓归母净利润情况（亿元）



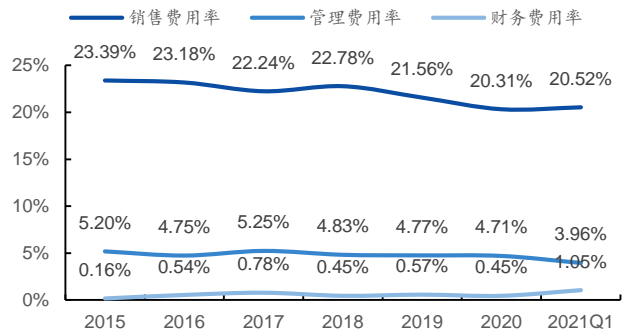
资料来源：公司财报，国元证券研究所

图 61：2015-2021Q1 老百姓毛利率及净利率情况



资料来源：公司财报，国元证券研究所

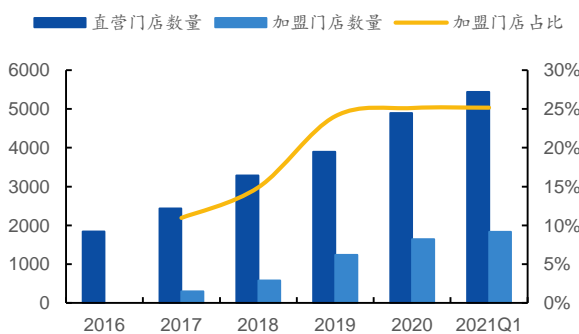
图 62：2015-2021Q1 老百姓费用率情况



资料来源：公司财报，国元证券研究所

大力推行加盟模式，加速门店布局。公司自 2016 年开始推进加盟业务，目前已遍及 19 个省级市场，对加盟店实行“七统一”高标准管理，力争做到标准化管理，商品实现 100% 配送。公司自成一系的“七统一”体系，即统一采购配送、统一票据管理、统一药学服务标准、统一品牌标识、统一管理制度、统一计算机系统、统一人员培训。通过统一赋能力争将加盟店做到和直营店相同的水平。截至 2021 年一季度末，公司 7268 家门店中，加盟店有 1829 家，加盟店占比达 25.17%。

图 63：老百姓直营门店与加盟门店数量（家）



资料来源：公司财报，国元证券研究所

图 64：老百姓加盟模式优势与服务



资料来源：公司官网，国元证券研究所

推进与腾讯的合作，借用优势技术资源，完善公司门店经营网络。公司与腾讯的业务合作继续全面推进，部分项目已取得阶段性进展。公司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。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。

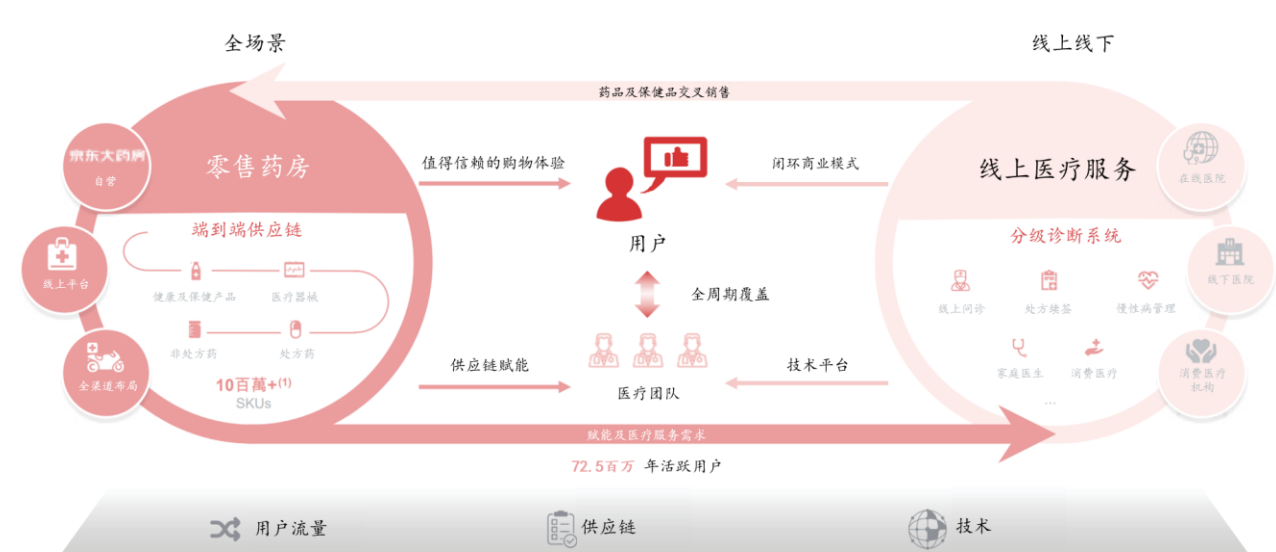
投资建议与盈利预测：公司门店扩张加速，加盟模式助力渠道下沉，积极布局有望快速承接处方外流。我们预计 21-23 年公司营业收入分别为 169.44/211.32/265.88 亿元，归母净利润为分别为 7.82/9.88/12.44 亿元，对应当前股价 EPS 分别为 1.91/2.42/3.04 元/股，PE 分别为 28/22/18 倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，并购失败，行业政策更迭等。

5.5 京东健康：大健康互联网化，打造“互联网+医药”闭环

拥抱大健康互联网化，凭借优势平台打造医疗闭环。根据弗若斯沙利文报告，公司是中国最大的在线医疗健康平台，也是中国最大的在线零售药店，市场份额为 29.8%。系母公司京东集团运营成熟后进行业务拆分。公司与京东集团之间有强大的协同效应，包括技术、客服、供应链、流量、品牌等，借助平台优势资源，打造医疗闭环。公司零售药店业务与在线医疗健康服务两大业务相辅相成，相互促进，形成良性循环和共生的生态系统。零售药店业务将用户群导向医疗健康服务，以进行在线问诊和处方续签；通过提供慢性病管理和家庭医生服务等服务，加上高质量的服务，在线医疗健康服务能够预判用户需求、改善用户体验以及将用户流量重新导向零售药店业务，购买其他健康产品，如补品和医疗设备两项业务。

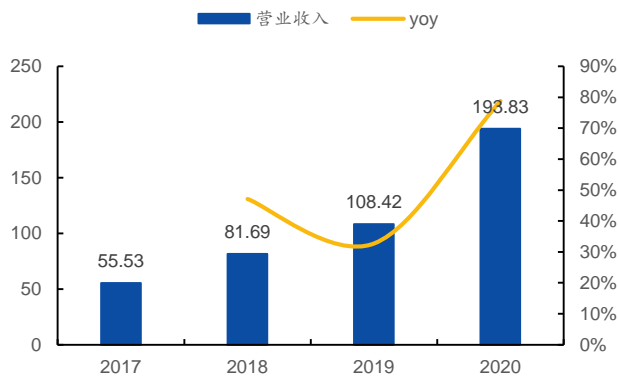
图 65：京东健康着力打造医疗闭环



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

线上药房吸引行业增量销售，销售规模扩张迅速。从营收规模上来看，京东健康已经超越四大连锁药房，2019 年便突破百亿规模，营收达 108.42 亿元，同比增长 33%，2020 年在疫情的影响下，医药电商得到空前增长，全年实现营收 193.83 亿元，同比增长 79%。京东健康的在线零售药店体系已经与诸多头部药企和供应商实现合作，平台入驻了超过 9000 家第三方商家，目前在全国设有 11 个药品仓库，其渠道网络覆盖全国超过 200 个城市，销售规模扩张迅速。

图 66: 2017-2020 京东健康营业收入 (亿元)



资料来源: 招股说明书, 公司财报, 国元证券研究所

图 67: 京东健康在线药房平台优势



资料来源: 招股说明书, 国元证券研究所

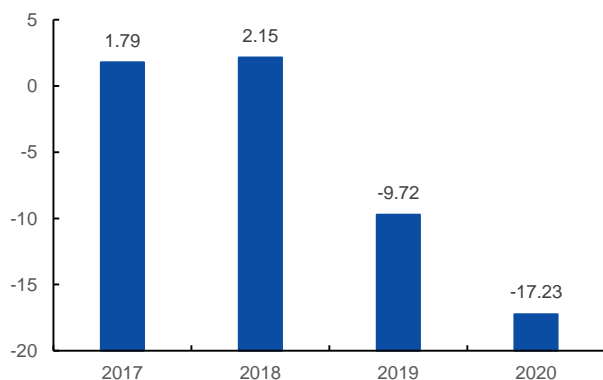
率先实现盈利, 规模效应明显。港股三家可比公司中, 京东健康率先实现盈利, 公司于 2017-2018 年分别实现归母净利润 1.79 亿元与 2.15 亿元, 2019 年起, 由于公司上市准备, 优先股的公允价值变动损益导致公司净利润出现亏损。从毛利来看, 公司经营情况稳定, 毛利率约在 25% 左右, 电商平台凭借价格优势可以实现较大的收入规模, 然而毛利率相对开设门店的龙头零售药店要低。

表 11: 头部在线医疗公司比较

公司名称	运营模式	财务数据	上市时间
阿里健康	B2C O2O B2B	截止 2020 年 9 月 30 日, 收入同比去年增长 74%, 毛利率同比增长 80.3%	2014
京东健康	B2C B2B O2O	截止 20 年 6 月 30 日, 收入达到 87 亿元, 其中盈利 37 亿元。线上平台 9000 家, SKU 超 1000 万, 覆盖超过 200 个城市	2020
平安好医生	B2C B2B O2O	截止 20 年 6 月 30 日, 在线医疗收入 6.9 亿元。收入达到 27.46 亿元, 同比增长 20.9%	2018

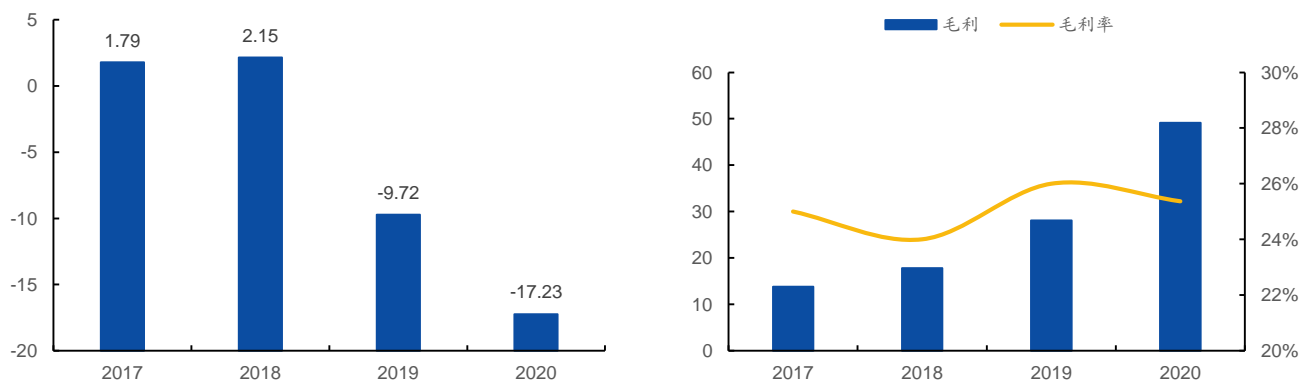
资料来源: 公开资料整理, 国元证券研究所

图 68: 2017-2020 年京东健康净利润情况 (亿元)



资料来源: 招股说明书, 公司财报, 国元证券研究所

图 69: 2017-2020 年京东健康毛利及毛利率情况 (亿元)

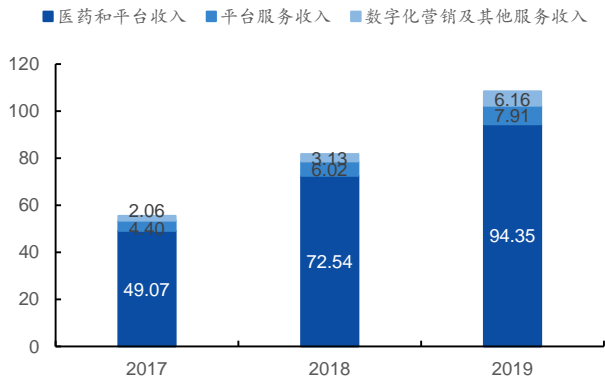


资料来源: 招股说明书, 公司财报, 国元证券研究所

“药+医”闭环模式叠加京东系的供应链与巨大流量助力公司迅速积累用户群体。公司主营业务包含医药零售及互联网医疗两大类业务，前者为后者带来流量，后者为前者创造新的需求，二者共同构成了京东健康的“药+医”闭环模式。京东健康拥有来自京东系的仓库和物流系统以及庞大的流量入口。公司凭借海量的用户流量入口、供应链优势与先进的互联网技术，通过打通线下医院和在线医疗健康平台，迅速积累用户群体，为公司医药互联网综合体系的发展奠定了基础。

图 70：2017-2019 年京东健康收入构成情况

图 71：京东大药房购买模式



资料来源：招股说明书，国元证券研究所



资料来源：招股说明书，国元证券研究所

随着消费升级，院外医药零售市场占比快速扩大，京东健康作为优秀的行业领导者有望迅速崛起，但是我们认为京东健康这样线上电商的发展短期内不会与线下的大型连锁药店产生冲突。一方面，正如本报告第二节所分析的，线上与线下的销售对象存在多重错位，二者之间互补大于竞争；另一方面，即便药房会受到一定程度的影响，那么首先承压的应当是经营成本较高的单体药店及中小连锁，而线上线下龙头都有望在这样的竞争环境中，实现快速扩张，同时积极筹备新领域的建设，打造线上线下一体化，迎接新零售。

风险提示

处方外流进程不及预期，行业监管风险，行业竞争加剧，行业安全事件风险，政策风险等。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188