

**医药生物行业**

# 新股系列专题之圆心科技

## ——专注处方药的综合医疗交付平台

✉ : 孙建 执业证书编号: s1230520080006  
 ☎ : 02180105933  
 ✉ : sunjian@stocke.com.cn

**行业评级**

 医药生物 看好
**报告导读**

2021年10月15日，圆心科技提交招股书，准备赴港上市。圆心科技是一家专注于处方药的综合医疗交付平台，2020年，院边药店的处方药销售贡献了97.5%的营业收入。我们对行业与公司基本面进行简单分析，供参考。

**投资要点**
**□ 院外处方药市场：空间巨大，变革丛生**

**5年27%年复合增长率。**受处方外流驱动，院外处方药交付市场由2016年的1238亿元增长到2020年的1872亿元，年复合增长率10.9%。Frostchina预期2025年达6134亿元，年复合增长率26.8%。

**处方药市场两大趋势：**（1）药品主体市场由医院向患者端转变。处方外流政策驱动，院内市场规模流向院外；（2）科技赋能。针对供应链、患者服务科技赋能，便捷式、性价比高、个性化诊疗需求增长，对技术提出更高要求。

**供给端三大发展方向：**处方外流为长期趋势，连锁药店、医药流通企业、电商平台均积极探索与布局。纵观药店龙头发展，我们认为药店应着重在三个方向布局：（1）**数字化转型。**以智能分析技术为核心，以大数据为依托，针对产品、供应链进行数字化转型；（2）**全国化布局。**全国式推进为大势所趋，集中度提升为核心趋势，各公司应优先进行全国化布局抢占市场；（3）**链条式服务。**环环相扣的链条式服务为提升客户粘性的不二法则。

**□ 圆心科技：专注处方药的综合医疗交付平台**

公司三大业务板块包括院边药店、供给端赋能渠道（为医院开发线上医疗服务小程序）以及创新医疗健康服务（主要为保险业务）。2020年三大业务板块的营收占比分别为97.5%、0.1%、2.4%。

**（1）院边药店：主要营收来源。**新特药为主，布局院边店，截至2021年8月31日，开设251家药房，覆盖30个省，2020年占总营业收入的比例为97.5%。我们看到公司仍在积极加密药店，我们预测并购扩张、向患者端转变仍是公司重要发展方向。

**（2）线上医疗服务平台：重要引流渠道。**截至2021年8月31日，与340多家医院（130多家三甲医院）合作开发线上医疗服务平台。我们认为医院仍然是我国医疗资源与患者最集中的位置，通过与医院合作，可以为院边药店提供很好的引流。

**（3）健康保险：未来拓展方向。**依托广泛布局的院边药房，面向上下游布局保险业务（包括新特药设计险和健康保险等），拉高公司毛利率。该板块毛利率最高，近50%，营收占比增速最快，由2018年的1.1%增长至2021年8月的3.9%。我们认为该板块将成为公司重点拓展方向。

**风险提示：**医药行业竞争加剧；线上医疗服务市场需求量及市场认可度不及预期；处方外流规模不及预期；保险行业竞争加剧

**相关报告**

- 1《【浙商医药】行业专题：从百普赛斯上市看生物试剂行业》2021.10.18
- 2《全球龙头系列报告之四：制药上游，替代升级》2021.10.18
- 3《医药行业周报20211016：流通+中药反弹，重视“低估值+放量”逻辑》2021.10.16
- 4《【浙商医药】医药行业周报20211007：国内细胞治疗行业是好赛道么？》2021.10.07
- 5《行业重大事件点评：防疫现曙光，投资新机会》2021.10.06

报告撰写人：孙建

联系人：司清蕊

## 正文目录

|                                     |           |
|-------------------------------------|-----------|
| <b>1. 市场分析：公司三大业务板块市场规模分析.....</b>  | <b>3</b>  |
| 1.1. 院外药房业务：处方药外流为长期趋势，各龙头积极布局..... | 3         |
| 1.2. 医院信息平台与保险市场业务.....             | 4         |
| <b>2. 公司分析：专注处方药的综合医疗交付平台.....</b>  | <b>6</b>  |
| 2.1. 业务：251 家院边店，以新特药销售为主.....      | 6         |
| 2.2. 布局：药店覆盖 30 个省份，进行全国化布局.....    | 8         |
| 2.3. 财务：如何扭亏为盈为核心问题.....            | 8         |
| 2.3.1. 药店并购扩张加速，提高议价能力.....         | 8         |
| 2.3.2. 侧重高毛利率业务板块，提升整体毛利率.....      | 9         |
| 2.3.3. 数字化转型，降低费用率.....             | 10        |
| <b>3. 风险提示.....</b>                 | <b>10</b> |

## 图表目录

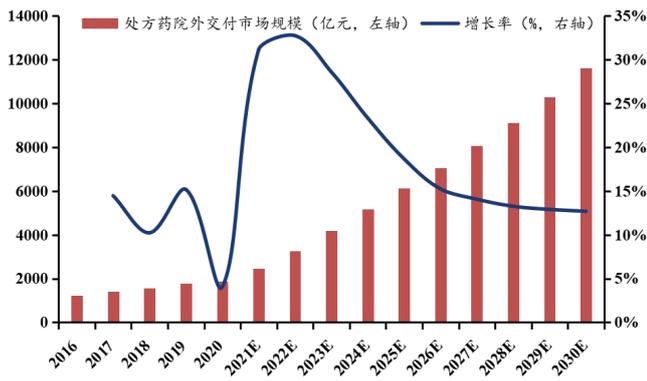
|  |    |
|--|----|
| 图 1: 2016-2030E 院外处方药交付市场规模.....           | 3  |
| 图 2: 2016-2030E 院外非处方药交付市场规模.....          | 3  |
| 图 3: 医院药物收入结构.....                         | 4  |
| 图 4: 2020 年部分医药龙头 DTP 门店数量.....            | 4  |
| 图 5: 2016-2030E 院外交付市场规模变动.....            | 4  |
| 图 6: 2016-2030E 技术赋能医疗健康解决方案市场明细.....      | 5  |
| 图 7: 2016-2030E 医院信息数字化市场规模.....           | 5  |
| 图 8: 2016-2030E 商业健康险收入与支出规模.....          | 6  |
| 图 9: 2016-2030E 保险公司技术赋能市场规模.....          | 6  |
| 图 10: 圆心科技业务模式.....                        | 7  |
| 图 11: 2018-2021.8.31 三大业务板块营收情况（百万元）.....  | 7  |
| 图 12: 2018-2021.8.31 三大业务板块营收占比（%）.....    | 7  |
| 图 13: 圆心科技线下药房分布.....                      | 8  |
| 图 14: 2018-2021.8.31 公司经营性现金流与投资活动现金流..... | 9  |
| 图 15: 2018 年-2021.8.31 投资活动现金流构成.....      | 9  |
| 图 16: 2018-2021.8.31 公司存货金额.....           | 9  |
| 图 17: 2018-2021.8.31 公司存货周转率.....          | 9  |
| 图 18: 2018-2021.8.31 公司毛利率与净利率.....        | 10 |
| 图 19: 2018-2021.8.31 公司三大业务板块毛利率（%）.....   | 10 |
| 图 20: 2018-2021.8.31 公司四大费用率.....          | 10 |
| 图 21: 2018-2021.8.31 销售效率（营业总收入/销售薪酬）..... | 10 |

## 1. 市场分析：公司三大业务板块市场规模分析

### 1.1. 院外药房业务：处方药外流为长期趋势，各龙头积极布局

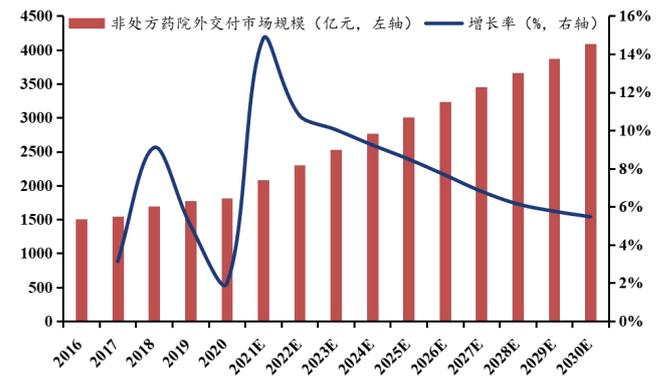
(1) **市场规模：未来5年27%年复合增长率。** 受处方外流驱动，院外处方药交付市场由2016年的1238亿元增长到2020年的1872亿元，年复合增长率10.9%。Frostchina预期2025年达6134亿元，年复合增长率26.8%。

图 1：2016-2030E 院外处方药交付市场规模



资料来源：圆心科技招股书，浙商证券研究所

图 2：2016-2030E 院外非处方药交付市场规模



资料来源：圆心科技招股书，浙商证券研究所

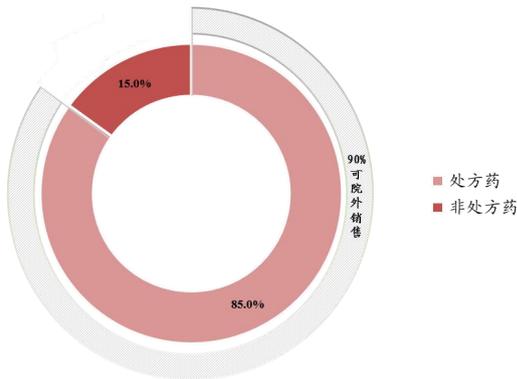
(2) **竞争格局：差异化竞争，龙头布局各有侧重。** Frostchina 数据显示，2019 年每个三级公立医院药物收入均值为 1.2 亿元，约 85% 来自处方药销售。处方药中的 90% 为可经院外途径合法交付的非管制药物。为承接处方外流，各板块龙头积极布局：(1) **医药流通板块。** 依靠其多年积累的医药代表与院内资源，主要布局 DTP 与院边店，如国大药房、上海医药等；(2) **连锁药店龙头。** 社区服务性质，布局下沉市场为主，也积极布局院边店，如老百姓、一心堂等；(3) **专注处方药的院外药店。** 处方药市场巨大，大量其他行业的企业通过并购进入该市场，专注处方药交付，如圆心科技、邻客智慧药房等；(4) **电商平台。** 依托其数字化系统，与政府、医院或社区医院合作，打通医保与服务，如京东健康、1 药网等。

(3) **竞争策略：面向患者，提升客户粘性。**

**处方药市场两大趋势：**(1) **药品主体市场由医院向患者端转变。** 处方外流政策驱动，院内市场规模流向院外；(2) **科技赋能。** 针对供应链、患者服务科技赋能，便捷式、性价比高、个性化诊疗需求增长，对技术提出更高要求。

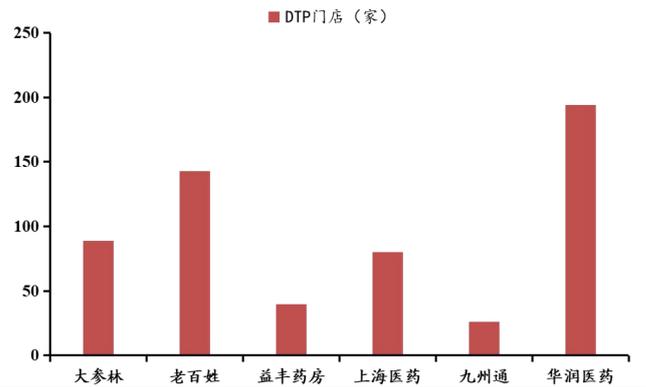
**药店三大布局方向。** 处方外流为长期趋势，连锁药店、医药流通企业、电商平台均积极探索与布局。纵观药店龙头发展，我们认为药店应着重在三个方向布局：(1) **数字化转型。** 以智能分析技术为核心，以大数据为依托，医院、保险公司、药店均需针对自己的核心方向，如患者跟踪、公司供应链体系等进行优化提升；(2) **全国化布局。** 全国式推进为大势所趋，集中度提升为核心趋势，各公司应优先进行全国化布局抢占市场；(3) **链条式服务。** 线上低价竞争将降低客户粘性，提供环环相扣的链条式服务为提升客户粘性的不二法则。

图 3: 医院药物收入结构



资料来源: 圆心科技招股书, 浙商证券研究所

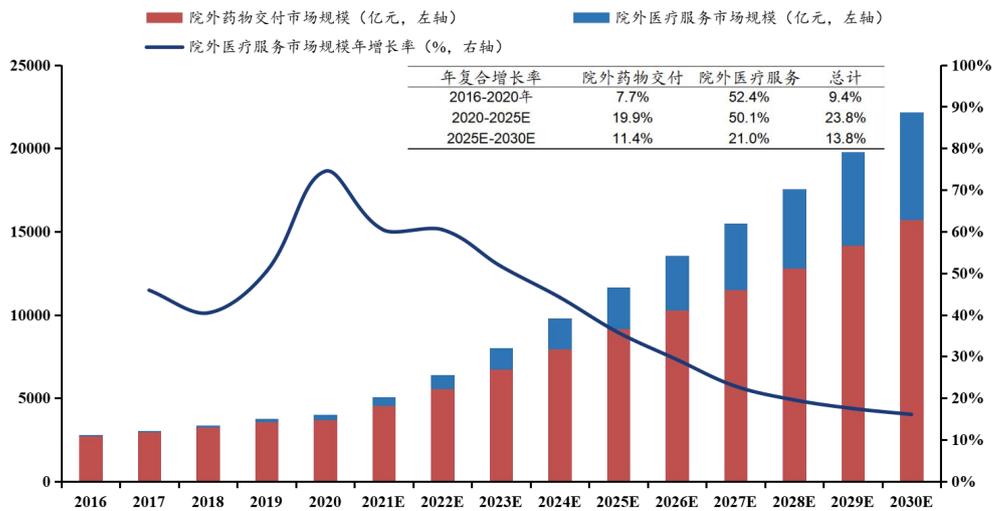
图 4: 2020 年部分医药龙头 DTP 门店数量



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

**配套院外医疗服务, 提升客户粘性。**2016-2020 年, 院外医疗服务市场规模由 61 亿元增加至 328 亿元, 年复合增长率 52.4%。院外医疗服务包括线上及线下问诊、续方、用药咨询、输注服务、健康管理及离院后监测等在院外提供的患者导向服务, 全周期数字健康管理的需求增加。患者要求更便捷、全面、个性化的医疗体验, 要求服务供应商拥有丰富的经验、技术实力、运营实力及人力资源。

图 5: 2016-2030E 院外交付市场规模变动

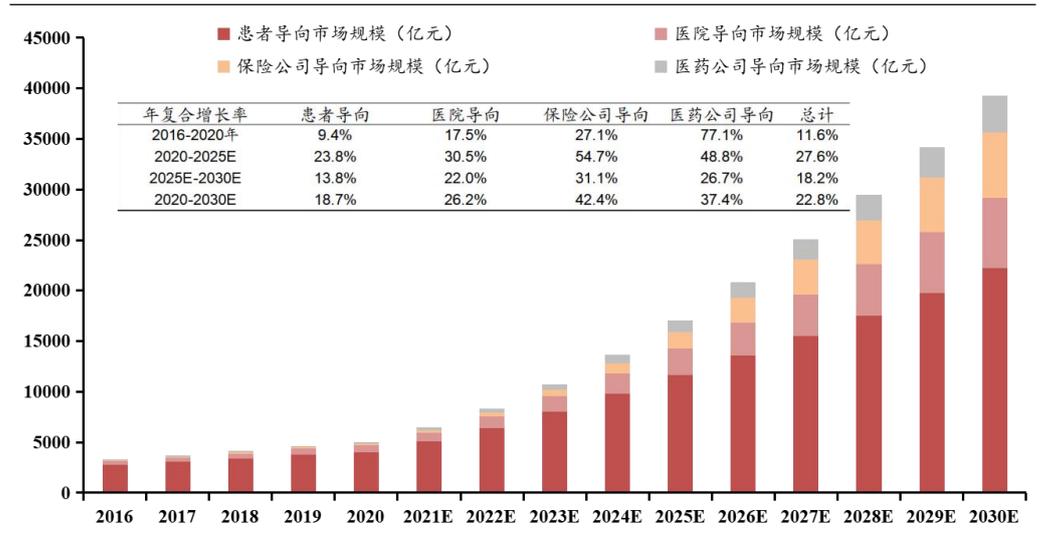


资料来源: 圆心科技招股书, 浙商证券研究所

## 1.2. 医院信息平台与保险市场业务

**技术赋能全流程医疗健康解决方案市场正在形成。**整合院内及院外市场、社会及商业健康保险市场的全流程服务组合探索全新的业务模式。市场规模由 2016 年 3250 亿元增加至 2020 年 5038 亿元, 年复合增长率为 11.6%。Frostchina 预测 2025 年和 2030 年将分别增长至 17016 亿元和 39293 亿元, 年复合增长率分别为 27.6%和 18.2%。随着国内经济水平的提高和技术的进步, 更优质、更便捷、更个性化的医疗健康服务为大势所趋。

图 6： 2016-2030E 技术赋能医疗健康解决方案市场明细



资料来源：圆心科技招股书，浙商证券研究所

(1) 医院信息数字化市场，十年十倍增速。医院信息数字化进程尚处于早期阶段，包括医院管理数字化和医疗服务移动化两个阶段。中国医院信息数字化市场规模由 2016 年 360 亿元增加至 2020 年 687 亿元，年复合增长率为 17.5%，Frostchina 预期 2025 年与 2030 年分别达 2599 亿元于 7017 亿元，年复合增长率分别为 30.5%、22.0%。

图 7： 2016-2030E 医院信息数字化市场规模

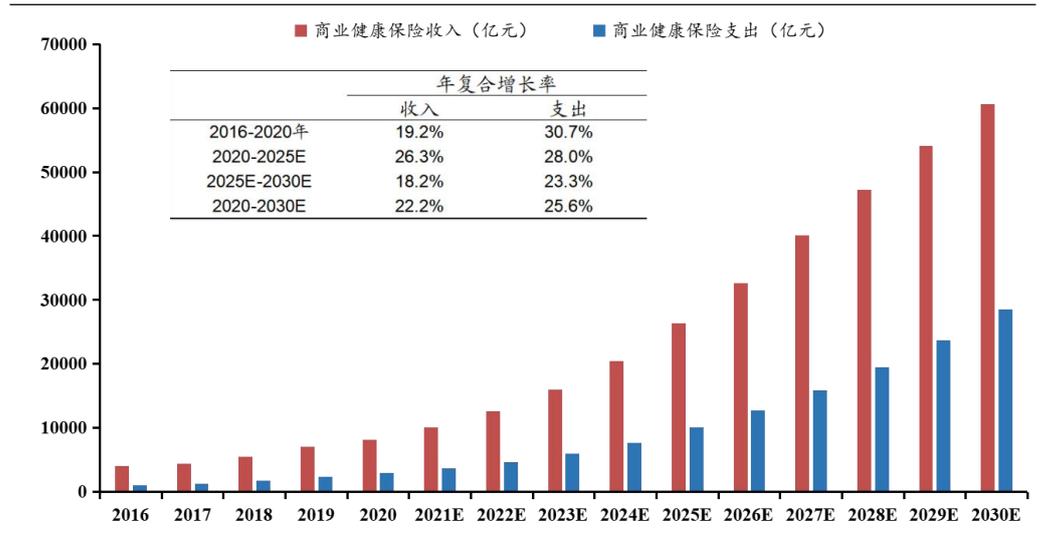


资料来源：圆心科技招股书，浙商证券研究所

(2) 保险公司数字化管理，十年三十倍增速。

商业健康险总支出加速增长。商业健康保险包括疾病险、医疗险、失能险和护理险，扩大了医保覆盖范围，为患者提供了价格适宜、品种多样的医疗选择，促进了全周期健康管理。2019 年，中国商业健康保险支出为 2351 亿元，仅占全国医疗健康总支出的 3.6%，相比美国的 33.3%，仍处于早期发展阶段。Frostchina 预计 2030 年商业健康保险收入和支出将分别达 60626 亿元和 8518 亿元，年复合增长率分别为 22.2%和 25.6%。

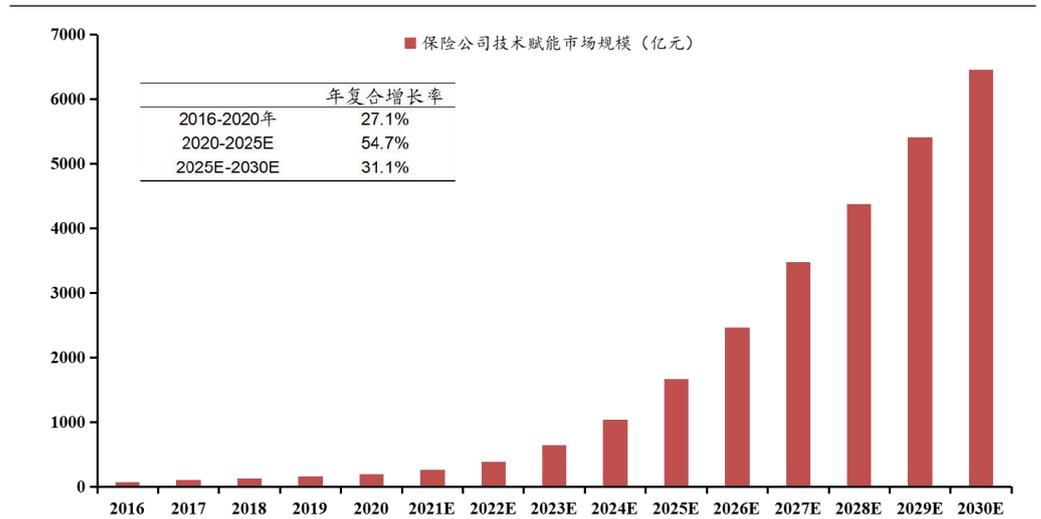
图 8： 2016-2030E 商业健康险收入与支出规模



资料来源：圆心科技招股书，浙商证券研究所

**保险公司数字化管理，十年三十倍增速。**第三方管理（TPA）对保险公司技术赋能，以独立身份参与健康保险运营。TPA 平台的作用主要为协助保险公司设计产品、建立医疗服务网络、收集及处理理赔流程中的资料以及提升风险管理及风险控制能力。保险公司技术赋能的市场规模由 2016 年的 72 亿元增长至 2020 年的 188 亿元，年复合增长率为 27.1%，frostchina 预期 2025 年及 2030 年将分别达 1664 亿元及 6451 亿元，年复合增长率分别为 54.7%及 31.1%。

图 9： 2016-2030E 保险公司技术赋能市场规模



资料来源：圆心科技招股书，浙商证券研究所

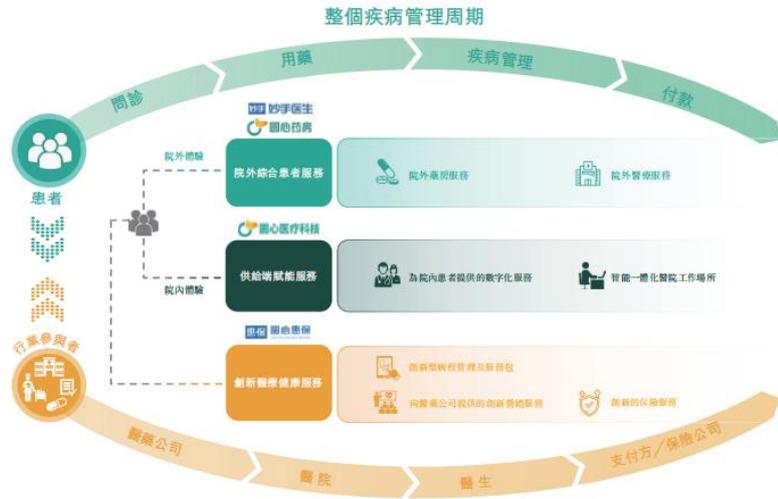
## 2. 公司分析：专注处方药的综合医疗交付平台

### 2.1. 业务：251 家院边店，以新特药销售为主

公司为专注于处方药的综合医疗交付平台。公司三大业务包括：（1）院外综合患者服务。主要为院外药房，以销售新特药为主，2020 年贡献 97.5%的营收，同时提供如输

注等的专业医疗服务；（2）医院端赋能服务；（3）创新医疗健康服务。

图 10：圆心科技业务模式



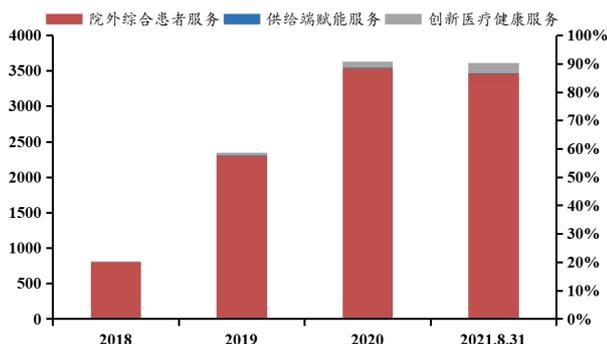
资料来源：圆心科技招股书，浙商证券研究所

**院外药房为主的院外综合患者服务，以新特药为特色。**（1）院外药房广布局。以新特药为主（即创新性、高复杂性或高诊疗需求药物），布局院边市场。截至 2021 年 8 月 31 日，在中国 30 个省份开设 251 家药房，为患者提供处方药和专业医疗服务（如处方审核、输注服务、用药管理及药师咨询等）。（2）线上平台成互补。院外医疗服务平台妙手医生提供广泛的线上服务，如复诊及续方，绑定公司门诊提供线下医疗服务等。截至 2021 年 8 月 31 日八个月，月均用户访问量约 4 千万。

**医院端赋能服务，或可有效引流。**主要是与医院合作开发线上医疗服务平台，进行：（1）智能化就诊。截至 2021 年 8 月 31 日，与 340 多家医院（130 多家三甲医院）合作开发线上医疗服务平台，提供线上问诊、智能转诊以及预约解决方案。（2）长期患者管理。协助医院管理、协调及追踪患者的整个治疗及康复流程。我们认为**通过与患者流量高的院内合作，可以有效提升公司知名度，为院边药店引流。**

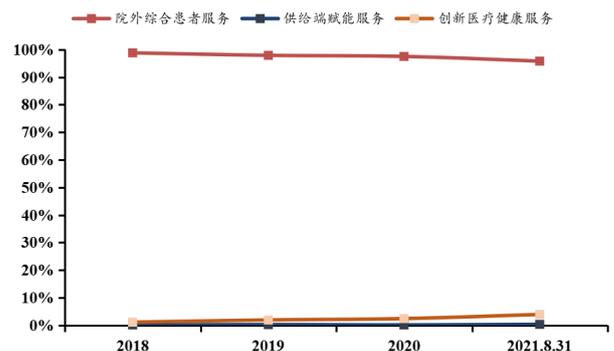
**创新医疗健康服务，为公司重点拓展方向。**新特药销售毛利率较低，2021.08.31 日止八个月，公司药品毛利率为 7.6%，以新特药为主的销售业绩净利率为负值。为提升公司的整体毛利率水平。公司依托广泛布局的院边药房，面向上下游布局保险业务（包括新特药设计险和健康保险），该板块毛利率接近 50%，且营收占比增速最快，由 2018 年的 1.1% 增长至 2021 年 8 月的 3.9%，或将成为公司的重点拓展方向。

图 11：2018-2021.8.31 三大业务板块营收情况（百万元）



资料来源：圆心科技招股书，浙商证券研究所

图 12：2018-2021.8.31 三大业务板块营收占比（%）



资料来源：圆心科技招股书，浙商证券研究所

## 2.2. 布局：药店覆盖 30 个省份，进行全国化布局

**30 个省药房布局。**院边店药品销售是公司的主要业务板块，截至 2021 年 8 月 31 日，圆心药房品牌旗下已有 251 家药房，覆盖全国 30 个省、91 个城市。产品以新特药为主，地理位置在院边，接近医生、处方与患者，作为院内治疗的补充。其线上平台妙手医生 4150 万次线上访问量，用户触达率高，对线下药店形成有效补充和引流。**我们认为公司会持续加密零售药房布局。**从行业看，医疗健康行业整体向患者端转变，药房是最贴近患者的医药公司种类之一；从公司看，2021 年公司收购吉林大格，布局零售药房。

图 13：圆心科技线下药房分布



资料来源：圆心科技招股书，浙商证券研究所

**340 多家医院合作。**截至 2021 年 8 月 31 日，与 340 多家医院（130 多家三甲医院）合作开发线上医疗服务平台，协助医院智能化运营，优化长期患者管理。我们认为医院仍然是我国医疗资源与患者最集中的位置，通过与医院合作，可以提高品牌知名度，为公司的院边店提供良好引流。

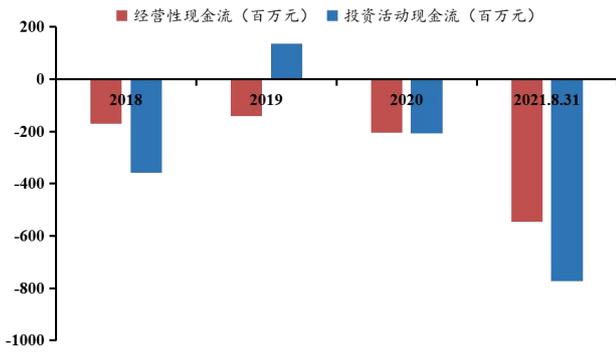
**超 60 城市推出健康险，为公司重点扩展方向。**建立创新保险技术平台圆心惠保，专注服务新特药设计的创新保险产品、普惠型商业医疗保险、带病险以及药品福利保险四大板块。截至 2021 年 8 月 31 日，为 70 家保险公司及 7 家再保险公司提供服务、推出 40 余款新特药物保险产品、在超 60 个城市推出普惠型商业健康保险，收到保单数量约 2 百万份。该板块毛利率接近 50%，且营收占比增速最快，由 2018 年的 1.1% 增长至 2021 年 8 月的 3.9%，或将成为公司的重点拓展方向。

## 2.3. 财务：如何扭亏为盈为核心问题

### 2.3.1. 药店并购扩张加速，提高议价能力

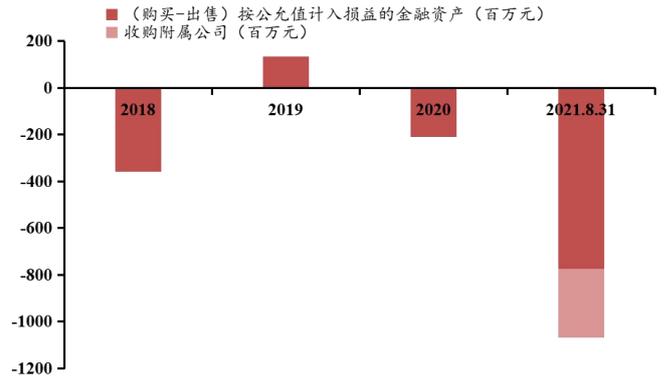
**并购吉林大格，加密零售药店。**截至 2021 年 8 月 31 日止八个月，公司经营性现金流支出 5.46 亿，明显高于 2018-2020 年，主要原因为投资活动现金流增加至 7.74 亿，其中并购吉林大格支出 2.9 亿。院外药店是公司主要的营业收入来源，2020 年约占 97.5%。公司已布局 30 个省，拥有 251 家药房，主要布局院边市场。**我们认为公司会持续加密零售药房布局，并向消费者端转变。**一方面，医疗健康行业整体向患者端转变，药房是最贴近患者的医药公司种类之一；另一方面，受政策限制，院边店数量有限，社区药店有更大的扩展空间。

图 14: 2018-2021.8.31 公司经营性现金流与投资活动现金流



资料来源: 圆心科技招股书, 浙商证券研究所

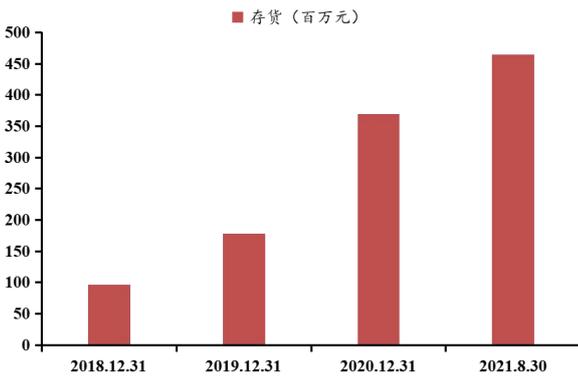
图 15: 2018 年-2021.8.31 投资活动现金流构成



资料来源: 圆心科技招股书, 浙商证券研究所

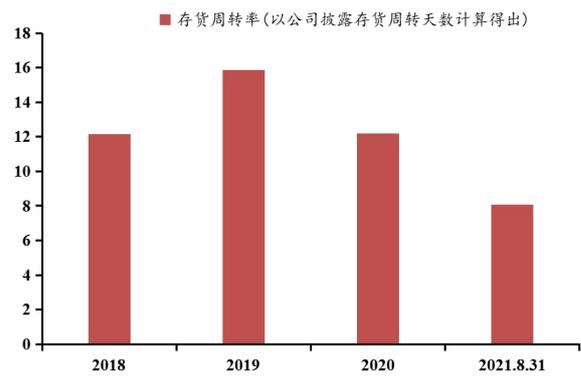
**并购扩张提高存货周转率, 提升议价能力。**2018.12.31-2021.8.31, 公司存货由 0.96 亿元增加 4.65 亿元, 存货逐年增加, 而存货周转率由 2019 年为 16, 2020 年为 12, 有降低趋势。若公司无法合理进行销售, 其存货周转率将持续降低, 从而降低公司对上游的议价能力, 进而影响公司毛利。

图 16: 2018-2021.8.31 公司存货金额



资料来源: 圆心科技招股书, 浙商证券研究所

图 17: 2018-2021.8.31 公司存货周转率

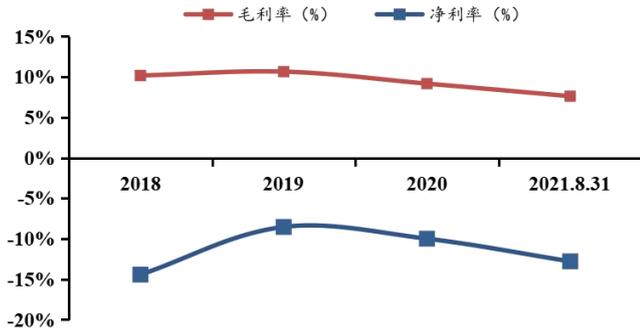


资料来源: 圆心科技招股书, 浙商证券研究所

### 2.3.2. 侧重高毛利率业务板块, 提升整体毛利率

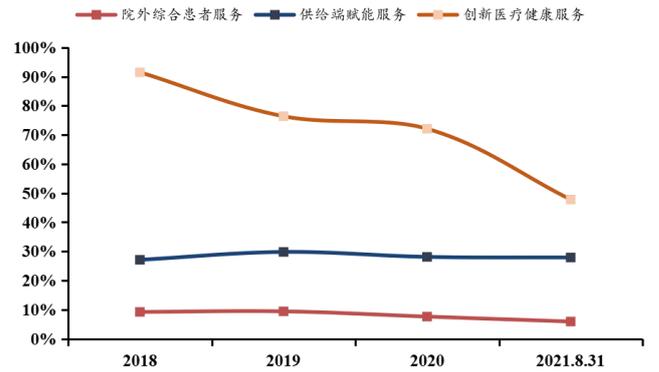
我们认为创新医疗健康服务将成为公司重点拓展方向, 提升公司毛利率。2021 年 8 月 30 日, 公司毛利率为 7.6%, 2018-2021 年 8 月毛利率呈现持续下降的趋势, 主要原因: (1) 受集采影响, 处方药毛利率下降, 2018-2020.8.30, 公司院外综合患者服务板块毛利率由 9.2%降低至 5.9%。2020 年该板块占公司总营业收入的 97.5%, 对整体毛利率影响最大; (2) 创新医疗健康服务毛利率下降。创新医疗健康服务是毛利率最高的业务板块, 2018 年毛利率高达 91.5%, 2020 年该板块毛利率降至 72.1%, 主要原因为公司拓展保险业务。但 72.1%的毛利率依然是拉高公司毛利率的关键板块, 是公司未来拓展的重点。

图 18: 2018-2021.8.31 公司毛利率与净利率



资料来源: 圆心科技招股书, 浙商证券研究所

图 19: 2018-2021.8.31 公司三大业务板块毛利率 (%)

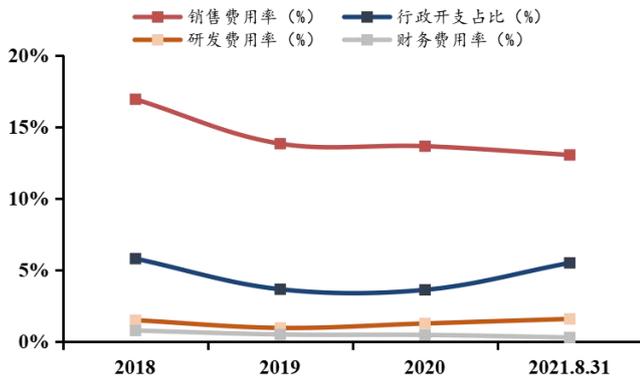


资料来源: 圆心科技招股书, 浙商证券研究所

### 2.3.3. 数字化转型, 降低费用率

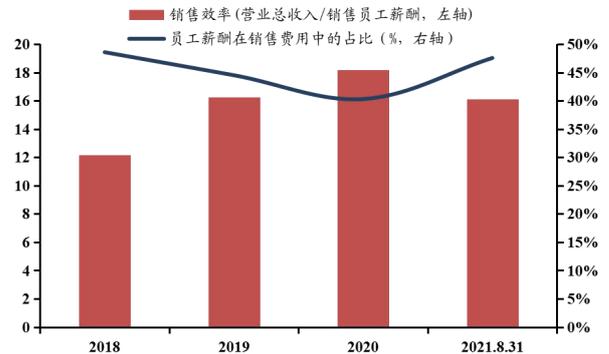
智能问诊、荐药等数据化营销, 降低销售与管理费用率。2018-2021 年, 公司一直处于亏损状态。公司毛利率较低, 而相对销售费用支出、行政开支、研发开支较高。公司预计研发开支将继续增长, 扩大技术团队、提高数据分析能力以及开发新功能及应用程序, 但公司持续投资于平台创新, 以提升用户体验, 或将进一步降低销售费用率。

图 20: 2018-2021.8.31 公司四大费用率



资料来源: 圆心科技招股书, 浙商证券研究所

图 21: 2018-2021.8.31 销售效率 (营业总收入/销售薪酬)



资料来源: 圆心科技招股书, 浙商证券研究所

## 3. 风险提示

1. 医药行业竞争加剧
2. 线上医疗服务市场需求量及市场认可度不及预期
3. 处方外流规模不及预期
4. 保险行业竞争加剧

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>