

药店及医药分销行业研究框架及投资逻辑

西南证券研究发展中心
2022年11月

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxy@swsc.com.cn

目 录

1. 药店板块观点：拐点凸显，长期投资主线不变，聚焦短期疫情修复逻辑

1.1 药店行业研究框架

1.2 药店行业规模及增速

1.3 药店行业的驱动因素

1.4 药店行业未来的发展趋势

1.5 他山之石，药店海内外数据对比分析

2. 零售药店数据对比，恢复性信号释放明显

3. 医药分销观点：估值处于历史底部，重视产业上下游延伸价值

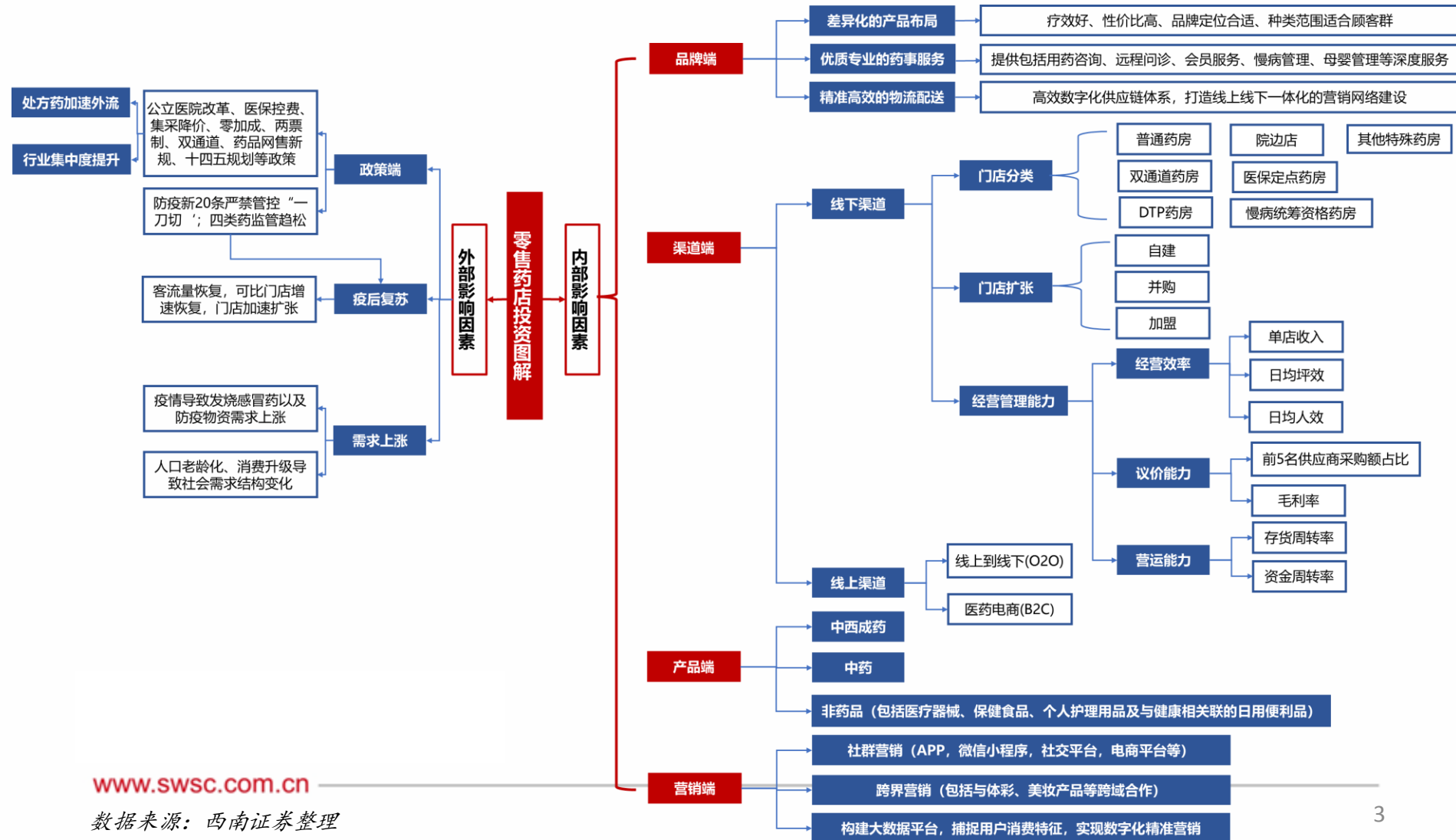
4. 投资标的

药店观点：拐点凸显，长期投资主线不变，聚焦短期疫后修复逻辑

- **业绩逐季复苏，“直营+并购+加盟”加速拓展门店。** 2022Q1-Q3，7家连锁药店公司实现收入657亿元（+22.9%）；归母净利润为34.3亿元（+8.8%）；扣非归母净利润为33.2亿元（+11.7%）。21年药店板块受全国医保系统切换的影响，以及全国多地疫情反复下部分药品管控，21年业绩增速全年放缓。药店板块归母净利润和扣非归母净利润在21Q3首次出现负增长，21Q4扩大降幅，22Q1降幅开始收窄，22Q2出现业绩向上拐点，22Q3业绩加速复苏。截至22Q3末，大参林/益丰药房/一心堂/老百姓/健之佳门店数分别增至9578/9781/9203/10327/3983家，分别同增26%/35%/10%/27%/48%。药店板块全年维持较高的门店扩张速度，随着全国疫情的好转，大型连锁药店有望率先发力，引领行业复苏。
- **短期重点关注“政策利好+疫后修复”，三季度环比改善明显。** 分季度看，板块22Q1-22Q3单季度收入分别为203.9/223.8/229.3亿元，同比增长16.9%/27%/24.7%；归母净利润分别为11.6/12.4/10.3亿元，同比增长-1.7%/9%/23.3%；扣非归母净利润分别为11.4/11.8/10.1亿元，同比增长1.6%/11.7%/25.9%。三季度疫情多点散发，少部分疫情严重地区恢复进程放缓，整体来看三季度持续复苏。药店短期紧抓3条主线：1）四类药政府管控趋松，经营品类逐步恢复，部分地区在常态化防控期间四类药“无需实名登记”。2）药店逐步恢复客流量，可比同店逐季改善，门店扩增速稳健，随着次新店占比提升，盈利能力提升可期。3）医药电商第三方平台的监管趋严，行业规范化发展，零售药店O2O渠道有望加速发展，药店加速迈入“新零售时代”。
- **长期投资主线不变，行业集中度持续提升，处方药加速外流。** 1）政策监管和开店限制趋严，倒逼小连锁和单体药店逐步淘汰出局，留给大连锁更多收购空间和开店机会，中长期内行业集中度提升趋势不变。药店行业“十四五规划”目标为药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额65%以上。2）处方外流加速，线上线下融合发展。集采降价、DRG付费、“双通道”等政策加速处方药流向院外市场，处方药销售占比均呈上升趋势。线下：以院边店为依托，积极布局DTP专业药房、“双通道”医保定点以及特慢病医保统筹药房。线上：“互联网+医疗”势头强劲。零售药店积极对接各级政府及医院处方流转平台，承接外流电子处方。
- **投资建议：**10月开始，国内新冠新增病例数持续攀升，其中台湾、广州、郑州、重庆、呼和浩特、香港、乌鲁木齐、石家庄等地疫情较为严重。我们认为新冠病例高增结合四季度的流感高发季，在新冠精准科学化的防控趋势下，严禁管控“一刀切”，仅有极少部分地区药店经营受限，发烧感冒药以及防疫物资的需求量有望提升。叠加去年Q4的业绩低基数因素，2022Q4有望延续业绩逐季复苏的趋势，全年业绩增长确定性强。建议关注稳健的大型连锁药店，推荐大参林（603233）、益丰药房（603939）、一心堂（002727）、老百姓（603883）。
- **风险提示：**门店扩张不及预期；并购门店整合不及预期；药品降价风险；疫情波动风险。

1.1 药店行业研究框架

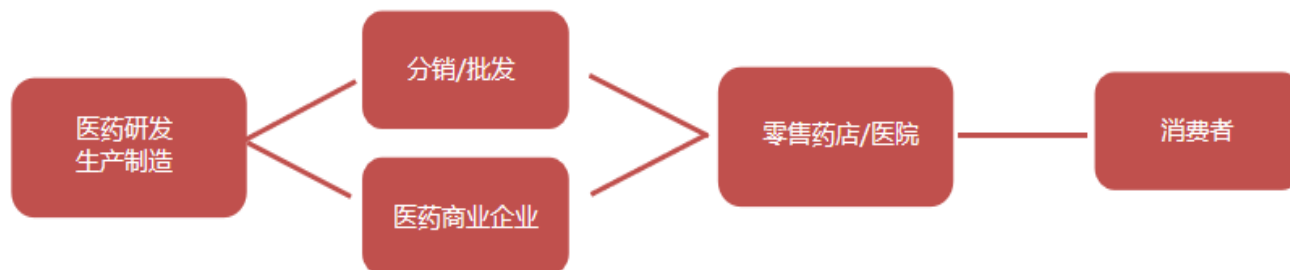
我们从内部影响因素（品牌端、渠道端、产品端、营销端）+外部影响因素（政策端、疫后复苏、需求上涨）深入拆解零售药店行业的研究框架，研讨药店板块现状以及未来趋势。



1.1 药店行业研究框架

- **零售药店：医药流通链条中不可或缺的重要环节。** 零售药店位于医药流通链条的中游，承接医药研发、生产制造环节及药品分销与批发环节，通过直销、医药电商及智慧药房等方式，向消费者销售药品及提供其他医药相关服务。
- **处方药引流，积累客源带动非处方药销售额及整体客单价提升。** 消费者对于非慢病药品的等待容忍度较低及药品销售信息不对称，使得零售药店具有不可替代的价值。零售药店通过销售处方药及提供相关服务，在吸引客户并将客户转化为固定客源后，抓住客户需求并转化为可持续的购买力，带动非处方药销售额及整体客单价提升，为零售药店业绩持续注入动能。
- **零售药店具有不可替代性。** 由于我国线下医保壁垒，医保属地化限制较难打通。此外，患者购药具有时效性，经调研有15%的患者是等候忍耐度较高，会选择在网上B2C平台进行囤货。另外85%的客户则需要及时用药，等待容忍度较低。因此零售终端药店具有较大的不可替代性。

零售药店上下游商业模式



1.2 药店行业规模及增速

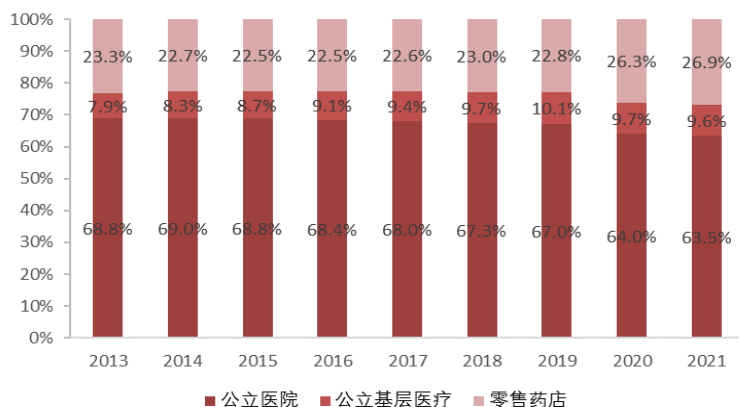
零售药店行业增速快，发展空间大——2021年零售药店药品终端销售额为4774亿元（+10.3%）

- **从药品终端渠道看，零售渠道增速高于整体增速。** 2021年，全国药品销售额为17747亿元，行业整体增速为8%。分渠道看，零售药店药品终端销售额为4774亿元（+10.3%）；公立医院药品终端销售额为11278亿元（+7.3%）；公立基层医疗药品终端销售额为1695亿元（+6.3%）。
- **零售渠道终端占比持续提升，上行空间大。** 2021年药品零售渠道占比上升至26.9%，公立医院药品渠道占比下降至63.5%。受限制药占比、取消药品加成、控制辅助用药等一系列医改政策影响，在处方药外流加速推进的趋势下，药品零售渠道占比有望持续提升。

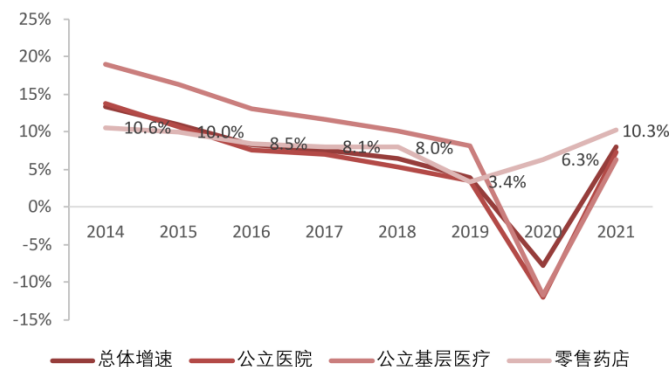
2013-2021年国内零售渠道药品销售额及增长率



2013-2021年国内药品销售渠道占比



2014-2021年国内药品行业各渠道增速

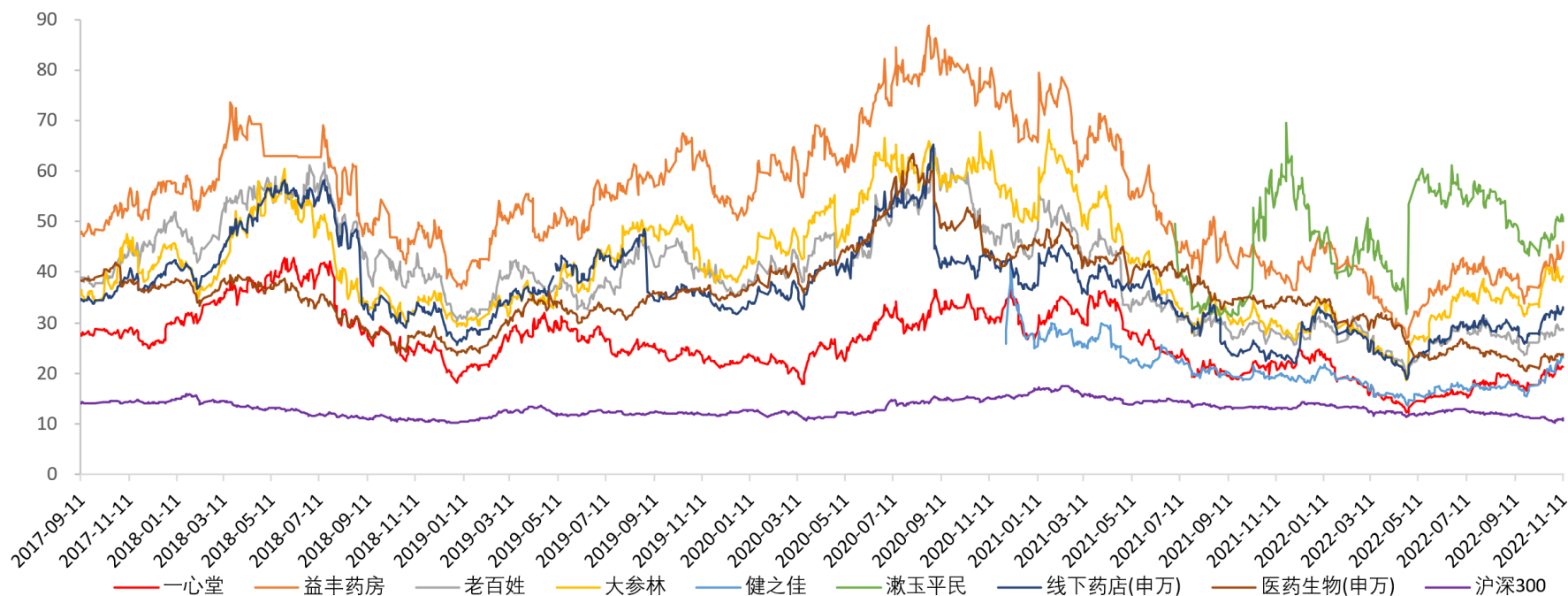


1.2 药店行业规模及增速

药店板块处于历史估值底部，后疫情时代，短期估值有望修复。

- 我们回顾历史估值，选取2017-2022Q3期间的线下药店板块、医药生物（申万）、沪深300、以及6家药店（益丰药房、大参林、一心堂、老百姓、健之佳、漱玉平民）的PE进行对比分析，药店板块受疫情及防控政策影响，2020年后板块估值持续下跌，已达历史最低水位线，2022年4月拐点初现后，药店板块均值持续回归。

药店板块PE：2022中期拐点已现，均值持续回归



1.3 行业驱动因素

1.3.1 疫后复苏：疫情影响趋于减弱，业绩逐季环比改善

1.3.2 政策驱动：

- 1) 防疫新二十条落地，药店全年业绩增长确定性强
- 2) 四类药管控趋松，部分地区无需实名登记
- 3) 线上线下售药监管协同，推动零售药店加速迈入“新零售时代”
- 4) 药店参与集采大势所趋，“零差率”下的机遇与挑战
- 5) 双通道政策推动处方药外流，利好大型连锁药店

1.3.1 行业驱动因素——疫后复苏

- **短期聚焦疫情修复逻辑：疫情影响趋于减弱，业绩逐季环比改善。** 1) 四类药政府管控趋松，经营品类逐步恢复，部分地区在常态化防控期间四类药“无需实名登记”。2) 药店逐步恢复客流量，可比同店逐月改善，门店扩增速度稳健。下半年盈利修复可期，零售板块均值回归趋势明显。3) 医药电商第三方平台的监管趋严，行业规范化发展，零售药店O2O渠道有望加速发展，药店加速迈入“新零售时代”。

四大药店可比门店增速对比分析（疫情前后）

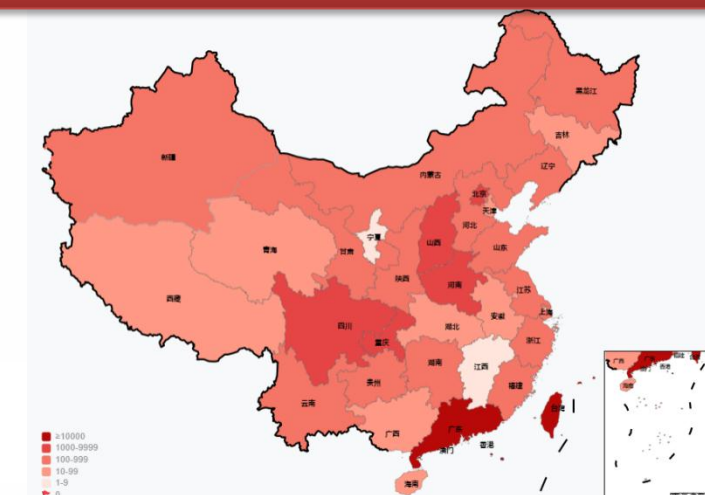
	大参林	一心堂	益丰药房	老百姓
疫前	6%-8%	8%	6%-8%	6%
2021.12	-	-6%	-	-
2022Q1	1%	-6%~-7%	1%	6%-8%
4月	-	2%	4.5%	
5月	-	3%	11%	
6月	8%	4%+	11%	
2022Q2	5%	3%	8%	
7月	7%	4%+	8%	
8月	6%	3%	8.5%	
9月	6%	0%	8.3%	
下半年预期	6%	-	8.5%	

1.3.2 行业驱动因素——政策端

1) 防疫新二十条落地，药店全年业绩增长确定性强

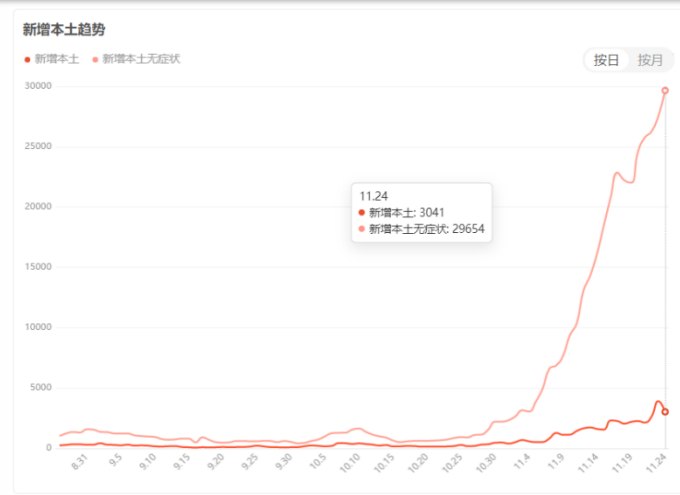
- **事件：11月10日，中共中央政治局常务委员会召开会议，研究部署进一步优化防控工作的二十条措施，内容包括隔离时间缩短、不再判定次密接、调整风险等级、取消入境航班熔断机制、加强医疗资源建设、有序推进新冠疫苗接种、加快新冠药物储备、加大“一刀切”、层层加码问题整治力度。我们认为防疫政策将进一步科学化、精准化、有效化。**
- **展望2022Q4：10月开始，国内新冠新增病例数持续攀升，其中台湾、香港、广东、北京、河北、重庆、山西、四川、河南、黑龙江等地疫情较为严重。我们认为新冠病例高增结合四季度的流感高发季，在新冠精准科学化的防控趋势下，严禁管控“一刀切”，仅有极少部分地区药店经营受限，发烧感冒药以及防疫物资的需求量有望提升。叠加去年Q4的业绩低基数因素，2022Q4有望延续业绩逐季复苏的趋势，全年业绩增长确定性强。**

全国现有确诊病例数，排除治愈、死亡（截至2022.11.24）



www.swsc.com.cn

全国确诊新增本土趋势（截至2022.11.24）



1.3.2 行业驱动因素——政策端

2) 四类药管控趋松，部分地区无需实名登记

- **四类药“一刀切”下架**：2021年全国多点疫情散发，21年下半年国内多地发布公告，要求零售药店暂停销售“退热、止咳、抗病毒、抗菌类”四类药品，国内大部分城市“一刀切”四类药全部下架。
- **四类药逐步解禁，需要实名登记**：今年2季度开始，各地逐步解禁四类药的销售，但是仍有极少的疫情严重区域禁售四类药。2022年6月28日，国务院应对新冠疫情联防联控机制综合组制定并公布了“新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）”，新版新增了药品监测要求，这意味着本土疫情发生后，辖区药店应对购买退热、止咳、抗病毒、抗生素、感冒等药物的人员进行实名登记并将信息推送辖区街道（社区）管理，及时督促用药者开展核酸检测，必要时可先开展一次抗原检测。
- **广东省和浙江省内部分地区常态化期间无需实名登记**：2022年7月5日，广东省是国内首个省份提出常态化防控期间四类药无需实名登记；2022年7月6日，浙江省内宁波、嘉兴、金华、温州陆续提出四类药无需实名登记政策。

四类药各地零售药店销售管控情况（截至2022.11）

时间	地区	政策	内容
高风险地区，四类药全面下架			
2022年11月	广东省 (省内高风险地区)	《广东省零售药店哨点监测工作规范指引（2022年第三版）》	1) 出现本土疫情后：高风险区域内零售药店应当暂停销售《目录》药品，直至解除风险管理；低风险区域内零售药店应当及时、全面、准确做好购买《目录》药品人员信息登记报告工作；2 常态化防控期间：销售《疫情期间需实名登记报告药品目录》药品无需实名登记报告。
2022年11月	内蒙古自治区赤峰市	《赤峰市新冠肺炎疫情防控工作指挥部通告》	检测区域范围内各类药店、诊所暂停销售退热、止咳、抗病毒、抗生素“四类”药品，并在醒目位置张贴告示，引导有“四类”药品购买需求的人员到发热门诊就诊。如出现发热、干咳、乏力、咽痛、嗅（味）觉减退、腹泻等症状，请勿自行服药，须全程佩戴一次性医用外科口罩第一时间到发热门诊就诊。
2022年11月	浙江省东阳市	《药店停售抗病毒药品》	根据疫情防控要求，我市各药店全面暂停销售退热、止咳、抗病毒和抗生素等“四类药品”。
2022年11月	安徽亳州市谯城区	《市区诊所暂时关闭，药房停售“一退两抗”药品》	所有个体诊所、社区卫生服务站、个体卫生室暂时关闭，不得接诊和出售药品；所有零售药店暂停销售“一退两抗”（含退热、止咳、抗病毒和抗生素类）药品。执行期限暂定5天，至11月25日24时止。
2022年11月	浙江省宁波市	《全市零售药店线上线下暂停销售四大类药品》	为坚决阻断新冠肺炎疫情传播途径，有效遏制疫情扩散，根据市疫情防控办要求，自即日起，全市零售药店暂停退热、止咳、抗病毒、抗生素等四大类疫情监测药品销售。

1.3.2 行业驱动因素——政策端

2) 四类药管控趋松，部分地区无需实名登记

四类药各地零售药店销售管控情况（截至2022.11）

时间	地区	政策	内容
高风险地区，四类药全面下架			
2022年10月	河南省南阳市	《河南省南阳市新冠疫情防控指挥部》	河南省南阳市新冠疫情防控指挥部指出，全市各类诊所、村卫生室、乡镇卫生院、社区卫生服务站、社区卫生服务中心一律不得接诊发热患者，所有药店禁止销售“四类药品”（退烧、止咳、抗菌素、抗病毒）。
2022年10月	内蒙古自治区鄂托克前旗	《鄂托克前旗新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控指挥部关于鄂托克前旗全域实行静默管理的通告》	全旗各类药店、诊所严禁销售退烧、止咳、抗病毒、抗生素“四类”药品，仅允许“窗口式”营业，所有未设立发热门诊的医疗机构不允许接诊发热病人。
2022年10月	山西省运城市夏县	《夏县市场监督管理局关于全县药店零售企业暂停销售“一退两抗”药品的通告》	全县药品零售企业暂停销售“一退两抗”药品和止咳类药品。
2022年10月	江苏省泰州市	《关于主城区零售药店暂停销售“四类”药品的通告》	为切实保障广大市民身体健康和生命安全，根据泰州市新冠肺炎疫情联防联控指挥部要求，现就主城区零售药店暂停销售“四类”药品全部下架
2022年8月	浙江省义乌市	《金华通报疫情最新情况：截至今日10时，义乌市在集中隔离点发现4例确诊病例和2例无症状感染者》	药店全面暂停销售退烧、止咳、抗病毒和抗生素等“四类药品”。
2022年7月	连云港市赣榆区	《关于赣榆区暂停退烧、止咳、抗病毒和抗生素等“四类药品”销售的通知》	根据疫情防控需要，全区零售药店全面暂停退烧、止咳、抗病毒和抗生素等“四类药品”销售，一律下架封存。
2022年7月	四川省成都市（省内中高风险地区）	《成都市零售药店疫情防控监测工作指南（2022年第一版）》	常态化期间购买感冒等药品无需实名登记 低风险区实名登记购买感冒等药品 中风险区暂停感冒等药品销售 高风险区除保供药店外其他药店暂停营业
常态化防控期间，四类药无需实名登记			
2022年11月	广东省（常态化期间）	《广东省零售药店哨点监测工作规范指引（2022年第三版）》	常态化防控期间，销售《疫情期间需实名登记报告药品目录》药品无需实名登记报告。高、低风险区内零售药店分别采取暂停销售、登记报告的差异化防控措施
2022年7月	四川省成都市	《成都市零售药店疫情防控监测工作指南（2022年第一版）》	常态化期间购买感冒等药品无需实名登记；低风险区实名登记购买感冒等药品；中风险区暂停感冒等药品销售；高风险区除保供药店外其他药店暂停营业

1.3.2 行业驱动因素——政策端

2) 四类药管控趋松，部分地区无需实名登记

四类药各地零售药店销售管控情况（截至2022.11）

时间	地区	政策	内容
四类药放开，但需实名登记			
2022年11月	山东省烟台市	《近期疫情防控政策措施》	因发热、咳嗽、乏力等异常症状，购买退热、止咳、抗生素、抗病毒等“四类药品”的人员，当日立即进行一次核酸检测，并积极配合镇街工作人员电话随访。
2022年11月	内蒙古自治区通辽市	《通辽市新冠肺炎疫情管控通告11月24日》	全市各类药店销售“退热、止咳、抗病毒、抗菌素”四类药品要严格落实实名登记报告制度。
2022年11月	黑龙江省	《黑龙江省零售药店疫情防控实名登记销售退热、止咳、抗病毒、抗生素、感冒药品指导目录》	对零售药店疫情防控实名登记销售要求进行差异化管控。常态化期间无需实名登记销售指导目录中药品；出现本土疫情后，指导零售药店立即启动实名登记销售指导目录中药品并将信息推送辖区街道（社区）管理，及时督促用药者开展核酸检测，必要时可先开展一次抗原检测。
2022年11月	浙江省嘉兴市海盐县	《海盐部署疫情防控工作》	要强化“哨点”作用，加大对医疗机构、零售药店的监管力度，落实好四大类药品购买人员信息登记等要求。
2022年10月	重庆市	《我市持续落实“四类药品”实名登记报告制度》	重庆市药品监督管理局日前召开全市药品监管系统疫情防控工作电视电话会议对零售药店持续落实“四类药品”实名登记报告制度保障疫情防控药品医疗器械质量安全等工作进行再部署、再动员、再要求各区县高度重视、立即行动持续巩固零售药店疫情防控防线
2022年10月	山西省吕梁市	《市局部署进一步做好全市“一退两抗”药品管控工作》	科学做好“一退两抗”药品销售管控工作措施调整，实施“一退两抗”药品暂停销售地区，要求确保令行禁止，坚决阻断病毒传播途径，引导患者到定点医疗机构就诊；实施“一退两抗”药品登记销售地区，要求严格执行。
2022年10月	山西省汾阳市	《关于全市药品零售企业暂停销售“一退两抗”药品的紧急通知》	为有效控制和降低疫情传播风险，自2022年10月10日起，全市药品零售企业暂停通过线上或线下销售“一退两抗”药品，请各药店盘点好库存后，自行下架封存，并登记。
2022年10月	内蒙古自治区锡林郭勒盟阿拉善盟市	《阿拉善盟市场监管局公布新冠肺炎疫情防控“四类药品”指导目录》	加强“四类药品”销售监测。每周对辖区6家零售药店“四类药品”销售登记信息进行抽查，确保“四类药品”购药人员信息准确无误的录入“自治区零售药店常态化疫情预警监测系统”，并与阿拉善健康宝“四类药品”销售登记保持一致。
2022年10月	内蒙古自治区锡林郭勒盟	《锡林郭勒盟多措并举持续强化零售药店疫情防控工作》	为充分发挥零售药店疫情防控“哨点”作用，盟市场监管局多措并举，持续强化零售药店疫情防控工作，确保疫情防控政策落实落细。
2022年9月	云南昆明市	《昆明市发布关于恢复“一退两抗”药品销售的通告》	从9月18日零时起，全市零售药店有序恢复“一退两抗”药品销售(含网络销售)。各零售药店要切实落实疫情防控主体责任，对《昆明市“一退两抗”药品目录(第一版试行)》中的药品严格执行实名登记销售制度，充分发挥零售药店“哨点”监测作用。

1.3.2 行业驱动因素——政策端

2) 四类药管控趋松，部分地区无需实名登记

四类药各地零售药店销售管控情况（截至2022.11）

时间	地区	政策	内容
四类药放开，但需实名登记			
2022年7月	四川省	《四川省应对新型冠状病毒肺炎疫情应急指挥部关于印发四川省新冠肺炎疫情防控工作指南（第六版）的通知》	辖区药店应对购买退热、止咳、抗病毒、抗生素、感冒等药物的人员进行实名登记并将信息推送至辖区街道（社区），及时督促用药者开展核酸检测，必要时可先开展1次抗原检测。发生大规模疫情核酸检测能力不足时，实施连续3天全员核酸检测中第2天可使用抗原检测替代核酸检测。
2022年6月	天津	各区政策	成立督导检查小组，每天对辖区内的药店进行抽查，坚持问题导向，加强与区局配合，形成监管合力，强化零售药店严格落实主体责任，准确、及时、全面地做好“四类药品”购买人员的信息登记报告工作。
2022年6月	河南省	《河南省新冠肺炎疫情常态化防控工作方案》	从6月起，河南省有条件（实名登记）放开退热药、止咳药、抗病毒、抗菌素药品（“四类药”）销售。
2022年6月	新疆喀什	《喀什地区市场监督管理局加强“四类药品”监管工作》	指定专人负责将购药、服药人员详细信息如实录入喀什地区初诊、分诊预警（一张表）平台，及时上传至大数据中心，对比追溯后由大数据中心及时将可疑数据推送所属社区随访、回访，实现可追溯，充分发挥零售药店“哨点”作用。
2022年6月	上海	《上海市药店疫情防控技术指南（第二版）》	对进店购药者逐一询问是否购买“退热、止咳、抗病毒、抗生素”四类药品，将相关人员引导到专区（专柜），引导消费者登录随申办小程序扫描药店防疫登记码填报个人信息，药店通过特殊药品监管系统核对购药者填报的个人信息，并将购药信息进行关联上传。
2022年6月	北京	《北京市药品医疗器械经营企业疫情防控工作指引（第一版）》	药品零售企业销售“四类药品”的，应当通过“京药通”平台登记购买人员信息后方可销售，不得迟报、瞒报、漏报、错报。对于封控、管控区域所在地区应当提级管理，应当要求购买人员先进行新冠抗原检测，结果阴性时，方可向其销售“四类药品”。
2022年6月	河南省郑州市	《关于药店实施疫情防控药品电子登记等措施的公告》	药店恢复四类药品上架，实名登记后可正常销售。
2022年5月	福建省泉州市	《泉州市防控新型冠状病毒感染的肺炎疫情应急指挥部通告》	购买退热、止咳、抗病毒、抗生素等“四类药品”的人员，要配合做好登记、回访、核酸检测等工作。
2022年5月	甘肃	《省药监局督导检查全省零售药店疫情防控暨“四类”药品销售监测工作》	针对防疫用药械质量安全管理、常态化疫情防控措施落实、“四类药”销售实名登记APP系统。
2022年5月	山西	第三版《山西省药品零售企业常态化疫情防控期间“一退两抗”药品实名登记销售操作规程》	对体温超过37.3℃、健康码异常（黄色或红色）、行程码异常或显示近14天内出入过中高风险区的购药人员，不得销售药品；应劝导其前往医疗机构发热门诊就诊；同时采集购药人员信息，做好异常购药人员信息登记。
2022年4月	海南省	《海南省药品监督管理局关于印发《零售药店疫情防控实名登记退热、止咳、抗病毒、抗菌素药品目录（2022年4月版）》的通知》	现将修订后的“四类”药品目录印发给你们，请你们督促辖区药品零售企业落实主体责任，按照常态化疫情防控要求继续做好“四类”药品销售实名登记工作。
2022年3月	内蒙古呼和浩特	《呼和浩特发布关于进一步加强零售药店疫情防控工作的公告》	全市零售药店要第一时间对购买四类药品人员信息通过扫青城医疗扫码墩进行实时推送；对没有智能手机购买四类药品的人员，信息要手工登记推送。
2022年3月	湖北宜昌	《宜昌市零售药店全部注册使用“药品零售监测预警系统”》	顾客购买“四类药品”后，药店通过扫描药品条形码，即完成特定顾客所购药品信息采集任务；点击上传，即可与所购药品的顾客信息关联，实现对购药人员与所购药品“捆绑”监测。

1.3.2 行业驱动因素——政策端

3) 线上线下售药监管协同，推动零售药店加速迈入“新零售时代”

- 近日，国家药监局发布的《中华人民共和国药品管理法实施条例（修订草案征求意见稿）》，新增的第八十三条中明确规定：**第三方平台提供者不得直接参与药品网络销售活动**，历时一个月的公开征求意见已正式截止。如果该条例落地实施，医药电商第三方平台的监管趋严，行业规范化发展提速，预期国内医药电商B2C平台如京东健康、阿里健康等均受冲击，大幅利好线下药店，O2O渠道有望加速发展，药店加速迈入“新零售时代”。

医药电商第三方平台监管趋严

发布时间	政策	内容
2017年	《网络药品经营监督管理办法（征求意见稿）》	网络药品销售者为药品零售连锁企业的，不得通过网络销售处方药、国家有专门管理要求的药品等。向个人消费者销售药品的网站不得通过网络发布处方药信息。 既不能展示处方药信息，也不能网络销售处方药。
2018年	《药品网络销售监督管理办法（征求意见稿）》	药品网络销售者为药品零售连锁企业的，不得通过网络销售处方药和国家有专门管理要求的药品等；向个人消费者销售药品的网站不得通过网络发布处方药信息。
2019年	《中华人民共和国药品管理法》	药品上市许可持有人、药品经营企业通过网络销售药品，应当遵守本法药品经营的有关规定。
2020年	《药品网络销售监督管理办法（征求意见稿）》	药品零售企业通过网络销售处方药的，应当确保电子处方来源真实、可靠，并按照有关要求处方调剂审核，对已使用的处方进行电子标记。
2021年	《关于服务“六稳”“六保”进一步做好“放管服”改革有关工作的意见》	在确保电子处方来源真实可靠的前提下，允许网络销售除国家实行特殊管理的药品以外的处方药。
2022年	中华人民共和国药品管理法实施条例（修订草案征求意见稿）	第三方平台提供者应当建立药品网络销售质量管理体系，设置专门机构，并配备药学技术人员等相关专业人员，建立并实施药品质量管理、配送管理等制度。 第三方平台提供者不得直接参与药品网络销售活动。

1.3.2 行业驱动因素——政策端

3) 线上线下售药监管协同，推动零售药店加速迈入“新零售时代”

- **2022年9月，市场监管总局发布《药品网络销售监督管理办法》，自2022年12月1日起施行。**《办法》共6章42条，对药品网络销售管理、平台责任履行、监督检查措施及法律责任作出了规定。**我们认为本次新规的出台，与2年前的征求意见相比，药品网售监管趋严，强调“线上线下监管一致性、药师配备审方的专业性、物流配送的协同性”，针对以上几点，零售药店O2O渠道相比第三方平台更具有承接处方药外流的优势，零售药店有望提速布局新零售业务。**
- **第三方平台监管趋严，压实平台药品网售责任。**明确第三方平台应当设立药品质量安全管理机构，配备药学技术人员，建立并实施药品质量安全、药品信息展示、处方审核、处方药实名购买、药品配送、交易记录保存、不良反应报告、投诉举报处理等管理制度，并按规定备案。同时，要求平台与药品网络销售企业签订协议，明确双方药品质量安全责任，规定平台应当履行审核、检查监控以及发现严重违法行为的停止服务和报告等义务，并强化平台在药品召回、突发事件应急处置以及监督检查中的配合义务。
- **网售处方药实名制购买，强调“处方在前，售药在后”。**考虑用药安全风险和线上线下一致性管理要求，明确对处方药网络销售实行实名制，并按规定进行处方审核调配；规定处方药与非处方药应当区分展示，并明确在处方药销售主页面、首页面不得直接公开展示包装、标签等信息；通过处方审核前，不得展示说明书等信息，不得提供处方药购买的相关服务，意在强调“先方后药”和处方审核的管理要求。同时，要求处方药销售前应当向消费者充分告知相关风险警示信息并经消费者确认知情，切实防范用药安全风险。
- **国家特殊管控药品不得在网上销售。**自2022年12月1日起施行，依法明确疫苗、血液制品、麻醉药品、精神药品、医疗用毒性药品、放射性药品、药品类易制毒化学品等国家实行特殊管理的药品不得在网络上销售，具体目录由国家药品监督管理局组织制定。

1.3.2 行业驱动因素——政策端

4) 药店参与集采大势所趋，“零差率”下的机遇与挑战

- **药店参与集采大势所趋。**2021年9月29日，国务院办公厅印发《“十四五”全民医疗保障规划》，明确鼓励定点零售药店参与集中带量采购。响应国家政策，山东、浙江、上海、广东、河南等多个省份都已经发布通知，对药店医保药品集采，纳入医保系统的采购渠道。
- **“零差率”销售短期利润承压，有助于提升客流量。**对药店行业而言，低毛利、零差价销售集采相关药品，一方面极大拉动门店流量；另一方面也会加速提升行业的集中度。政策方面，江苏、北京、河北、长沙等地区下达文件，严格要求执行药店集采“零差率”政策。目前，连锁药店在参与集采进程中，在进货品种、价格、服务等方面展现较强优势，大参林、益丰药房、一心堂、老百姓、健之佳均表示积极参与集采引流，零差率销售中标品种。

1.3.2 行业驱动因素——政策端

4) 药店参与集采大势所趋，“零差率”下的机遇与挑战

集采药品进零售药店的调价政策汇总

时间	地区	文件	内容
2019.09	国家医保局等九部门	《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围实施意见》	医保定点零售药店参与此次采购的，可允许其中选价格基础上适当加价，超出支付标准的部分由患者自付，支付标准以下部分由医保按规定报销。
2020.01	浙江省	《提升药品集中采购功能推进医保药品支付标准全覆盖改革方案（征求意见稿）》	全省所有定点零售药店执行统一的医保药品支付标准，在确定的医疗机构支付标准基础上上浮15%（不含国家和省谈判药品），最高不超过200元（以最小包装计）。
2020.04	云南省	《云南省零售药店实施药品集中采购公约》	在价格方面，须遵法守纪，政府谈判集采品种在门店销售价格差价率上浮不得超过15%。
2020.05	新疆	《关于落实自治区药品集中采购和使用试点扩围工作医保配套措施的通知》	医保定点零售药店参与此次扩围工作的，可允许其中选价格基础上加价不超过15%，超出支付标准的部分统筹基金不予支付由患者自付，支付标准以下部分按统筹地区政策报销。
2020.10	湖南省	《关于加强对参与国家集采的医保协议零售药店管理的通知》	允许零售药店适当加价：从2020年10月20日起，医保协议零售药店参与国家集采的，允许其中选价格基础上按不超过15%加价销售。
2020.11	山东省	《关于加强民营医药机构参加药品集中带量采购监管服务工作的通知》	民营医药机构要依法依规经营，合理加成销售中选药品，按规定落实明码标价和价格公示制度，严禁串货、倒货，严禁借机牟取暴利。
2021.12	河南省	《关于征求中选企业参与我省零售连锁药店销售中选品种意愿的公告》	中选企业按照中选价格供应参与集采的零售连锁药店，药店主动承诺销售中选品种加价率不高于15%。
2022.05	北京市	《北京市医疗保障局关于开展医保药品支付标准试点工作的通知》	集中带量采购药品。对纳入国家或省级集中带量采购范围的试点药品，以本市中选价格为基准确定医保支付标准。同一通用名下非中选药品或其他地区中选企业药品在本市销售时医保支付标准按有关规定执行。
2022.05	河北省	《关于将符合条件的定点零售药店纳入门诊保障范围的通知》	国家和省集中采购药品以中选价格作为医保支付标准。
2022.07	江苏省	《关于开展医保定点零售药店参与带量采购和阳光采购工作的通知（征求意见稿）》	对省平台挂网的带量采购中选药品，定点药店按挂网价格采购并按“零差率”销售。
2022.08	湖南省长沙市	《关于定点零售药店开设集采药品专柜有关工作的通知》	专柜药店销售集采药品不得高于集采药品的中选价格，确保患者采购到质优价廉的集采药品。
2022.09	山西省运城市	《运城市开展定点零售药店集采药品（耗材）专柜销售实施方案（试行）》	所有参加集采药品销售的药店严格按照集采药品专柜销售品种价格目录进行采购、销售，不得加价。

1.3.2 行业驱动因素——政策端

5) 双通道政策推动处方药外流，利好大型连锁药店

- “双通道”，即通过定点医疗机构和定点零售药店两个渠道，满足谈判药品供应保障、临床使用等方面的合理需求，并同步纳入医保支付的机制。
- “双通道”药店和药品品种数量持续增加，利好大型连锁药店。1) 国谈药品纳入双通道主要是为了解决其“进院难”的问题，提升药品可及性，更专业的药事服务提高客流量。2) 品种扩容，零售药店的议价能力提升。医院与药品的利益关系弱化，双通道药店加速“慢病药品”和“国谈药品”的纳入，随着品种数量的增多，双通道药店销售额大幅提升。

细则	内容
纳入品种标准	在国家医保局谈判药品中，对于临床价值高、患者急需、替代性不高的品种，要及时纳入“双通道”管理。
药店遴选标准	各地医保部门要坚持“公开、公平、公正”的原则，确定遴选标准和程序，将资质合规、管理规范、信誉良好、布局合理，并且满足对所售药品已实现电子追溯等条件的定点零售药店纳入“双通道”管理，及时主动向社会公开。建立健全“双通道”定点零售药店退出机制，适度竞争、有进有出、动态调整。
处方流转	依托全国统一的医保信息平台，部署处方流转中心，连通医保经办机构、定点医疗机构、定点零售药店，保证电子处方顺畅流转，以处方流转为核心，落实“定机构、定医师、可追溯”等要求，实现患者用药行为全过程监管。
支付政策	对纳入“双通道”管理的药品，在定点医疗机构和定点零售药店施行统一的支付政策。对使用周期较长、疗程费用较高的谈判药品，可探索建立单独的药品保障机制。要根据基金承受能力、住院补偿水平等情况，确定适宜的保障水平。

1.3.2 行业驱动因素——政策端

5) 双通道政策推动处方药外流，利好大型连锁药店

国家医保局及各省医保局“双通道”政策汇总

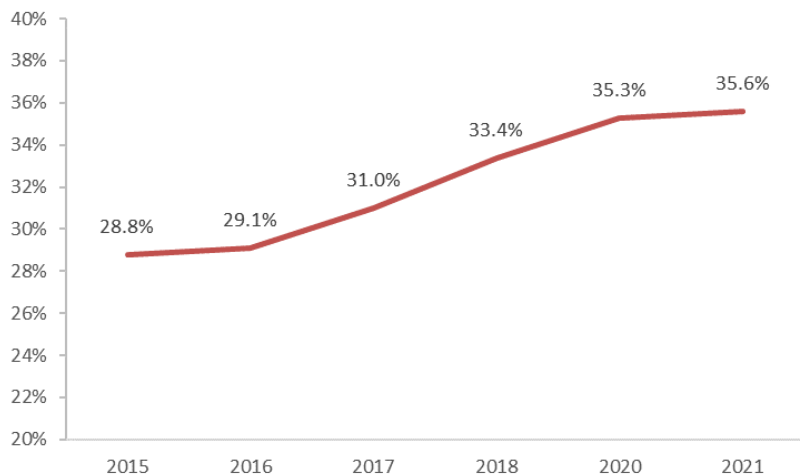
时间	地区	双通道药品清单数	文件	内容
2021.05	国家医保局	-	《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的指导意见》	对于临床价值高、患者急需、替代性不高的品种，要及时纳入“双通道”管理；建立健全“双通道”定点零售药店退出机制，适度竞争、有进有出、动态调整。
2021.06	安徽省	188	《关于建立完善全省国家医保谈判药品“双通道”管理机制的通知》	统一全省“双通道”管理药品目录，将临床价值高、患者急需、替代性不高以及使用周期较长、疗程费用较高的药品，纳入“双通道”管理范围
2021.06	江苏省	100	《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的实施意见》	国谈药中临床价值高、患者急需、替代性不高的品种及创新药品，纳入“双通道”管理。其中优先将使用周期长、疗程费用高的药品及创新药品，实行单独支付政策。
2021.08	湖南省	48	《湖南省医保谈判药品“双通道”管理办法》	纳入“双通道”管理的药品为临床价值高、患者急需、替代性不高，适合定点医疗机构门诊和定点零售药店渠道供应保障，原则上通过谈判机制纳入医疗保险支付范围的药品。
2021.08	山西省	221	《关于加强定点医疗机构国家谈判药品配备完善“双通道”管理的通知》	目前的221种国谈药，临床有使用需求但尚未配备的医疗机构，要在8月底前一次性全部纳入本医疗机构用药目录。通过部署处方流转中心，连通医保经办机构、定点医疗机构、定点零售药店，保证电子处方顺流畅转。
2021.09	广东省	291	《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的实施意见》	优先将谈判药品纳入“双通道”药品范围，并根据药品供应保障实际情况，动态调整“双通道”药品品种，切实做好用药保障。鼓励定点医疗机构和“双通道”药店提供“互联网+”药品流通服务，实现“网订店取”或“网订店送”。
2021.10	湖北省	138	《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制持续做好谈判药品落地工作的通知》	各地在谈判药品中选择临床价值高、患者急需、替代性不高的品种，以及使用周期较长、疗程费用较高的谈判药品，纳入“双通道”管理。对在谈判药品目录外，前期已纳入当地医保特殊药品管理的药品，可参照“双通道”管理。
2021.10	河北省	221	《关于做好国家医保谈判药品“双通道”管理等事宜的通知》	将谈判药品纳入“双通道”管理，通过定点医疗机构和定点零售药店两个渠道，满足谈判药品供应、配备、保障等合理需求。
2021.11	浙江省	275	《关于落实国家医保谈判药品“双通道”管理机制的通知》	国谈药品均纳入我省“双通道”管理，在定点医疗机构和定点零售药店施行统一的支付政策。各地医保部门要做好国谈药品“双通道”管理与门诊慢性病、特殊病种政策衔接，确保待遇不降低。纳入“双通道”管理的定点零售药店要按供应能力和协议要求规范配备国谈药品，国谈药品配备率不低于30%。
2021.11	上海市	96	《关于落实国家医保谈判药品“双通道”管理机制的通知》	市医保中心应将“双通道”药品供应保障情况纳入协议管理范围，并及时主动向社会公布“双通道”药店信息。市医保中心探索建立“双通道”药店退出机制。
2022.01	云南省	275	《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的通知》	国家医保谈判药品全部纳入“双通道”保障药品范围，根据国家医保谈判药品调整情况动态调整。鼓励有条件的统筹地区将特殊病、慢性病其它用药（麻醉药品、精神药品、医疗用毒性药品除外）纳入“双通道”保障范围。
2022.05	山东省	67	《关于进一步完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制有关事项的通知》	各市要在2022年5月底前将协议期内的谈判药品全部纳入“双通道”管理，确保谈判药品在定点医疗机构或定点零售药店买得到、用得上、可报销，并根据国家医保目录谈判药品调整情况动态更新。

1.4 行业未来发展趋势

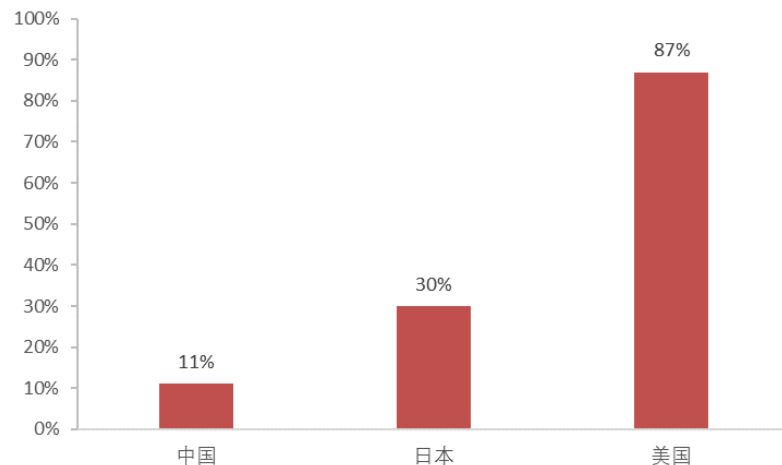
1.4.1 政策驱动：“行业集中度提升+处方药加速外流”是零售药店的主流趋势

- **行业集中度持续提升，有较大提升空间。**随着政策规范化、开店标准提高、带量采购常态化，行业进入长期洗牌阶段，单体和小连锁被淘汰，优势资源向大型连锁药店聚集，行业集中度持续提升。2021年中国连锁药店CR3提升至11%，CR100提升至35.6%。但相较于美国、日本等成熟市场，美国零售药房CR3达87%，日本CR3达30%，国内药品零售的集中度仍有巨大的提升空间。药店行业“十四五规划”目标为2025年药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额65%以上。

2015-2021年中国零售药店CR100



2021年中日美药店CR3市场份额对比



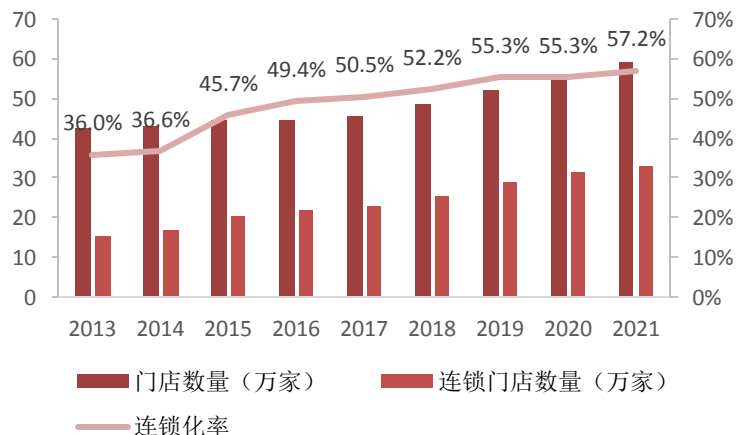
1.4 行业未来发展趋势

1.4.1 政策驱动：“行业集中度提升+处方药加速外流”是零售药店的主流趋势

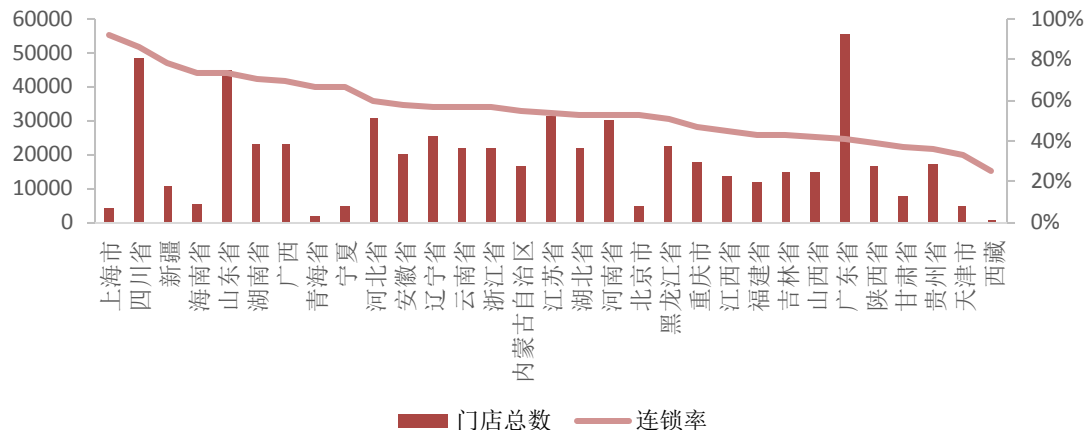
药店连锁率提升空间大——“十四五规划”药品零售连锁率目标为70%

- **门店数保持高速增长，药店迎来“万店时代”，药店连锁率持续提升。**根据最新的2021Q3国家药监局管理统计报告显示，2021年3季度末，全国药店总数为58.7万家，其中连锁门店数达到33.5万家，全国药店连锁率达57.2%。
- **中国药店连锁率提升空间大，具有区域性差异。**总体来看，与发达国家相比，我国药店连锁率较低，2021年美国药店连锁率达到71.1%，而我国仅波动在57%。但不同地区的药店连锁率存在显著性差异，上海（91.9%）、新疆（78.8%）、山东（73.3%）药店连锁率为全国最高的3个地区。随着大型连锁药店的持续“内生增长+外延并购”，“十四五规划”提出到2025年，我国培育形成5-10家超五百亿元的专业化、多元化药品零售连锁企业；药品零售连锁率增至70%。

2013-2021年门店数量及连锁门店数及连锁率



2021年中国零售药店省市分布情况

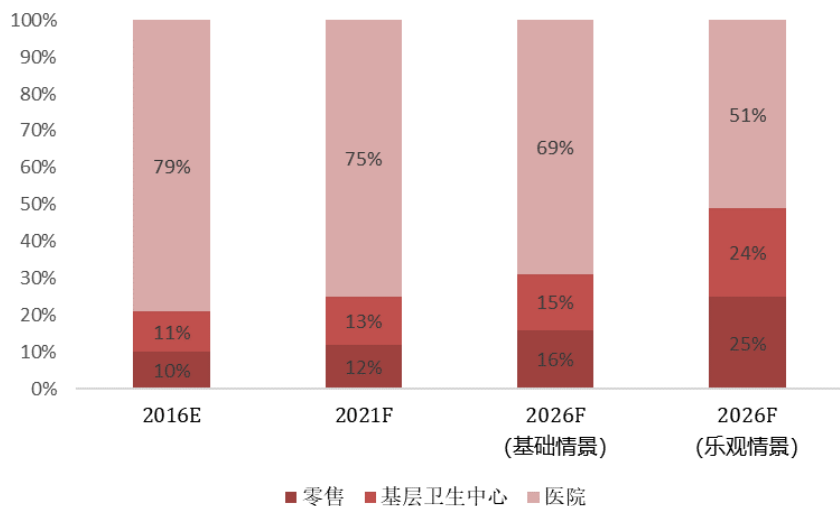


1.4 行业未来发展趋势

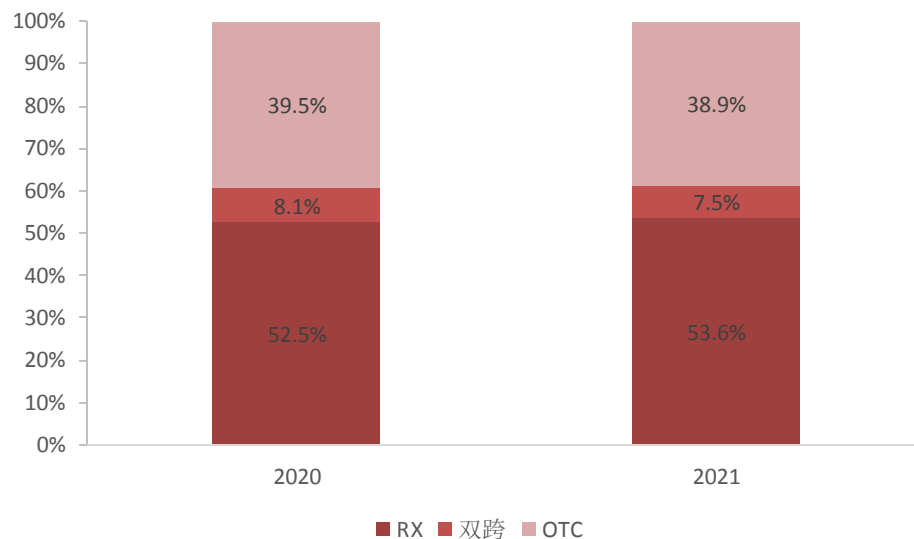
1.4.1 政策驱动：“行业集中度提升+处方药加速外流”是零售药店的主流趋势

- **处方药加速外流为长期趋势。**随着“健康中国”战略实施以及医药卫生体制改革的深入，医药分开、药占比、药品零加成、分级诊疗、一致性评价、医保控费、带量集采、两票制、双通道等一系列政策逐步落地，推动处方药持续外流。
- 2021年中国城市实体药店（含地级及以上城市）药品销售规模种，处方药占比持续走高，市场份额上升至53.6%，较2020年上升1.2pp，非处方药占38.9%，双跨占7.5%。

医院处方药逐步流向零售及基层



2020-2021年中国城市实体药店处方药规模份额



1.4 行业未来发展趋势

1.4.1 政策驱动：“行业集中度提升+处方药加速外流”是零售药店的主流趋势

政策驱动：“行业集中度提升+处方药加速外流”是零售药店的主流趋势

发布时间	部门	政策	内容
2016年11月	国务院	《国务院深化医药卫生体制改革领导小组关于进一步推广深化医药卫生体制改革经验的若干意见》	所有公立医院取消药品加成，落实公立医院药品分类采购，公立医院药品采购逐步实行“两票制”（生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票）。
2017年1月	国务院	《“十三五”卫生与健康规划》	加快推动医院门诊患者凭处方到零售药店购药。
2017年4月	国家卫生计生委、财政部、中央编办等七部门	《关于全面推开公立医院综合改革工作的通知》	2017年9月30日前，全面推开公立医院综合改革，所有公立医院全部取消药品加成（中药饮片除外）。县级公立医院全面实行以按病种付费为主，按人头付费、按床日付费等复合型付费方式。
2018年11月	商务部	《全国零售药店分类分级管理的指导意见（征求意见稿）》	到2020年，全国大部分省市零售药店分类分级管理制度基本建立，到2025年，在全国范围内统一的零售药店分类分级管理法规政策体系基本建立，部门协调联动机制运行良好。
2019年1月	国务院	《国务院组织药品集中采购和使用试点方案的通知》	选择“4+7”试点，从通过质量和疗效一致性评价的仿制药对应的通用名药品中遴选试点品种，国家组织药品集中采购和使用试点，实现药价明显降低，减轻患者药费负担；探索完善药品集中采购机制和以市场为主导的药品价格形成机制。
2020年2月	国家卫生健康委、财政部、国家医保局、国家药监局、教育部、人力资源社会保障部	《加强医疗机构药事管理促进合理用药的意见》	国家以临床用药需求为导向，动态调整国家基本药物目录。推动各级医疗机构形成以基本药物为主导的“1+X”用药模式。“1”为国家基本药物目录；“X”为非基本药物，优先选择国家组织集中采购和使用药品及国家医保目录药品。
2020年11月	国家药监局	《国家药监局关于规范药品零售企业配备使用执业药师的通知》	药品零售企业按规定配备执业药师是维护公众用药安全的基本要求。针对当前部分地区执业药师不够用、配备难的实际情况，设置过渡期，对于执业药师存在明显缺口的地区，允许药品零售企业配备使用其他药学技术人员承担执业药师职责，过渡期不超过2025年。
2020年12月	国家医疗保障局	《零售药店医疗保障定点管理暂行办法》	定点零售药店应当为参保人员提供药品咨询、用药安全、医保药品销售、医保费用结算等服务。符合规定条件的定点零售药店可以申请纳入门诊慢性病、特殊病购药定点机构。定点零售药店应当凭处方销售医保目录内处方药，可凭定点医疗机构开具的电子外配处方销售药品。
2021年9月	国务院	《“十四五”全民医疗保障规划》	全面实施医疗保障定点医疗机构、医疗保障定点零售药店管理办法。优化定点管理流程，扩大定点覆盖面，将更多符合条件的基层医疗机构纳入医保定点范围。鼓励社会办医疗机构、定点零售药店参与集中带量采购。
2021年5月	国家医疗保障局	《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的指导意见》	对于临床价值高、患者急需、替代性不高的品种，要及时纳入“双通道”管理。对纳入“双通道”管理的药品，在定点医疗机构和定点零售药店施行统一的支付政策。

1.4 行业未来发展趋势

1.4.2 药店迈入“新零售时代”，线上渠道增长强劲

- **线上承接处方药外流，网售处方药政策“松绑”趋势明显。**处方药外流大环境下，线上线下融合发展是中国药店的未来趋势。随着医药电商平台的规范化、专业化，各公司将积极对接各级政府及医院处方流转平台，承接外流电子处方。疫情改变了人们问诊、购药习惯，互联网医疗在线问诊量猛增，医药电商业务也快速增长。2021年电商渠道营收增速：大参林、益丰药房、一心堂、老百姓同比增长分别为87%、64%、92.9%、170%。

政策推动医药电商渠道高速发展

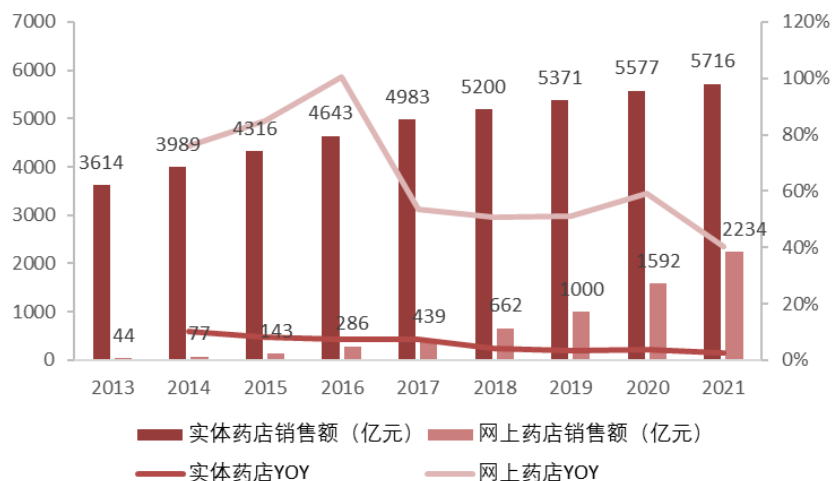
日期	出台文件	内容
2000年	《药品电子商务试点监督管理办法》	允许广东、福建、北京、上海开展网上非处方药的销售
2004年	《互联网药品信息服务管理办法》	支持互联网药品信息服务的发展
2005年	《互联网药品交易服务审批暂行规定》	网上仅销售本企业经营的非处方药
2013年	《关于加强互联网药品销售管理的通知》	药品零售连锁企业通过药品交易网站只能销售非处方药
2014年	《互联网食品药品经营监督管理办法（征求意见稿）》	互联网经营者可凭处方销售处方药
2017年	《网络药品经营监督管理办法（征求意见稿）》	不得通过网络销售处方药
2018年	《互联网诊疗管理办法（试行）》	医师掌握患者病例资料后可在线开具部分常见病、慢性病处方
2018年	《互联网药品信息服务管理办法》	处方经审核后可委托符合条件的第三方机构配送
2018年	《市场准入负面清单（2018年版）》	不得通过邮寄、互联网等方式向公众直接销售处方药
2019年	《中华人民共和国药品管理法》	划定了网络禁售的药品范围
2020年	《药品网络销售监督管理办法（征求意见稿）》	有条件的网络销售处方药
2021年	《关于服务“六稳”“六保”进一步做好“放管服”改革有关工作的意见》	在确保电子处方来源真实可靠的前提下，允许网络销售除国家实行特殊管理的药品以外的处方药。
2022年	《药品网络销售监督管理办法》	明确处方药网络销售管理。对处方药网络销售实行实名制，并按规定进行处方审核调配；规定处方药与非处方药应当区分展示，并明确在处方药销售主页面、首页面不得直接公开展示包装、标签等信息；通过处方审核前不得展示说明书等信息，不得提供处方药购买的相关服务，意在强调“先方后药”和处方审核的管理要求。

1.4 行业未来发展趋势

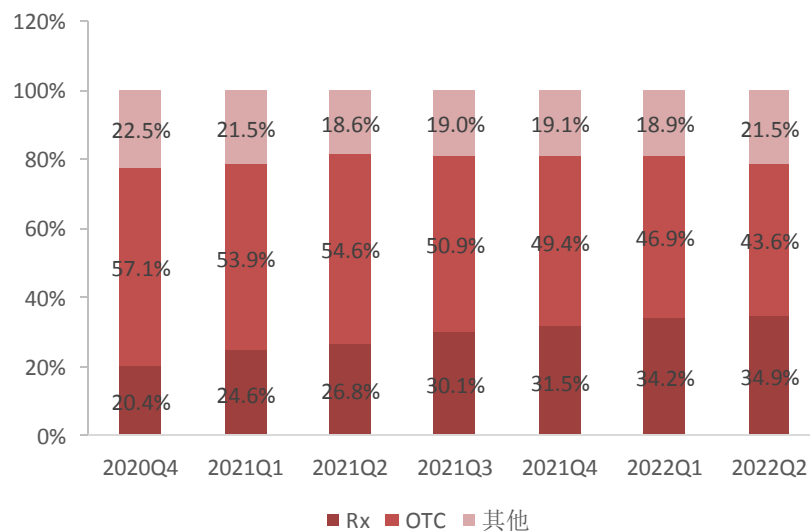
1.4.2 药店迈入“新零售时代”，线上渠道增长强劲

- 处方药在O2O市场占比加速增长，赋能“互联网+医药”高增长赛道，推动中国医药新零售发展。2021年，网上药店销售额为2234亿元（+40.4%），网上药店销售额占比为28.1%，2016-2021年线上CAGR为50.9%。2021年，实体药店销售额为5716亿元（+2.5%），实体药店销售额占比为71.9%，2016-2021年实体CAGR为4.25%。

2013-2021年线上及实体药店销售额及增速



2020-2022年O2O市场处方药销售额占比



1.5 他山之石，药店海内外数据对比分析

选取国内4家药店龙头，以及全球500强的药店进行海内外对比分析，结论如下：

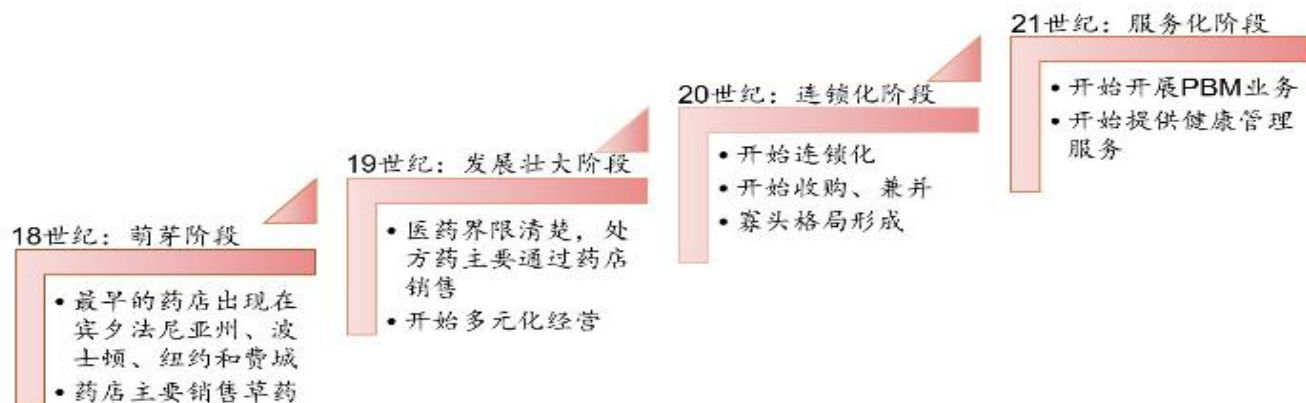
□ 美国药店：

1) **成长路径**：美国药店萌芽于18世纪，最初药店主要销售草药；19世纪，药店开始销售食品、日用品、护肤、美妆、隐形眼镜等非药商品；20世纪，药店开始连锁化，同时，药店间不断收购、兼并，寡头格局形成；21世纪，药店开始开展PBM业务、提供健康管理服务。

2) **美国实行医药分家**，医院一般只有住院药房而没有门诊药房，医生负责开处方，取药要去药店，因此**药店为处方药的主要销售渠道**。

3) **寡头垄断**。在淘汰了大量的单体药店之后，大型连锁药房加速并购整合，行业集中度进一步提高。CVS、Walgreens、Rite Aid 三巨头的市占率从1993年的 13.83%提升至2021年的87%。

美国药店成长路径



1.5 他山之石，药店海内外数据对比分析

- **中美对比分析：1) 盈利能力对比：**国内药店收入、净利润过去3年CAGR增速高于海外。国内药店平均毛利率较高，主要原因是低毛利的处方药占比低于国外，随着国内处方药加速外流，预期国内药店毛利率将持续下降。**2) 经营效率对比：**2021年国内药店应收账款周转率、库存周转率均低于海外。国内外药店均拥有充足的现金流，保障高速扩张。

零售药店板块海内外估值比较（截至2022.10.21）

海外																			
代码	名称	主体业务	当前股价(美元/股)	当前市值(亿美元)	PE(TTM)	EBITDA(亿美元)	过去3年EBITDA CAGR	EV2/EBITDA	2021年收入(亿美元)	过去3年收入CAGR	2021年净利润(亿美元)	过去3年净利润CAGR	2021年净利率	2021年毛利率	2021年应收票据及应收账款(亿美元)	2021年应收/收入	2021年应收账款周转天数	2021年库存周转天数	2021年经营活动产生的现金流量净额(亿美元)
CVS.N	西维斯健康	零售	92.72	1217.25	14.90	177.05	37.99%	9.87	2998.40	14.50%	79.10	-337.0%	2.70%	39.82%	244.31	8.15%	28.45	37.12	182.65
TGT.N	塔吉特	零售	159.19	732.69	17.35	115.88	20.74%	7.63	1069.78	12.05%	69.46	33.23%	6.55%	29.28%	8.35	0.78%	2.49	58.96	86.25
KR.N	克罗格	零售	43.63	312.31	12.91	69.06	10.79%	7.22	1378.88	4.21%	16.55	-18.96%	1.21%	22.01%	18.28	1.33%	4.71	23.18	61.90
WBA.O	沃尔格林联合博姿	零售	34.30	296.63	6.84	54.54	-11.96%	9.04	1359.48	0.25%	25.42	-20.32%	1.90%	21.18%	56.63	4.17%	17.38	30.35	55.55
ACI.N	艾伯森	零售	21.08	112.79	7.82	47.51	22.74%	4.33	718.87	5.90%	16.20	131.17%	2.25%	28.83%	5.61	0.78%	2.78	30.97	35.13
RAD.N	来德爱	零售	4.20	2.37	-0.27	3.68	-5.89%	8.21	245.68	4.32%	-5.38	8.45%	-2.19%	20.78%	13.43	5.47%	20.56	35.37	3.79
零售板块平均值			59.19	445.68	9.92	77.95	12.40%	7.72	1295.18	6.87%	33.56	-33.91%	2.07%	26.98%	57.77	3.44%	12.73	35.99	70.88
国内																			
代码	名称	主体业务	当前股价(元/股)	当前市值(亿元)	PE(TTM)	EBITDA(亿元)	过去3年EBITDA CAGR	EV2/EBITDA	2021年收入(亿元)	过去3年收入CAGR	2021年净利润(亿元)	过去3年净利润CAGR	2021年净利率	2021年毛利率	2021年应收票据及应收账款(亿元)	2021年应收/收入	2021年应收账款周转天数	2021年库存周转天数	2021年经营活动产生的现金流量净额(亿元)
603939.SH	益丰药房	零售	54.96	396.65	41.34	27.21	59.12%	11.90	153.26	30.40%	9.91	30.91%	6.49%	40.13%	10.77	7.03%	22.48	102.63	21.50
603233.SH	大参林	零售	37.20	353.07	41.07	25.28	38.23%	10.07	167.59	23.68%	8.04	15.23%	4.82%	37.90%	7.39	4.41%	12.63	109.62	15.55
603883.SH	老百姓	零售	35.71	208.87	28.01	23.19	38.66%	8.01	156.96	18.34%	7.87	16.00%	5.03%	31.94%	14.21	9.05%	29.57	86.46	22.98
002727.SZ	一心堂	零售	27.67	164.93	20.21	24.02	38.67%	5.18	145.87	16.71%	9.17	20.84%	6.30%	36.79%	13.50	9.26%	26.75	107.87	17.92
零售板块平均值			38.89	280.88	32.66	24.93	43.67%	8.79	155.92	22.28%	8.75	20.75%	5.66%	36.69%	11.47	7.44%	22.86	101.64	19.49

目录

1. 药店板块观点：拐点在即，长期投资主线不变，聚焦短期疫情修复逻辑

2. 零售药店数据对比，恢复性信号释放明显

2.1 盈利能力对比分析

2.2 经营效率、议价能力、营运能力对比分析

2.3 品牌影响力对比分析

3. 医药分销观点：估值处于历史底部，重视产业上下游延伸价值

4. 投资标的

2.零售药店数据对比，恢复性信号释放明显

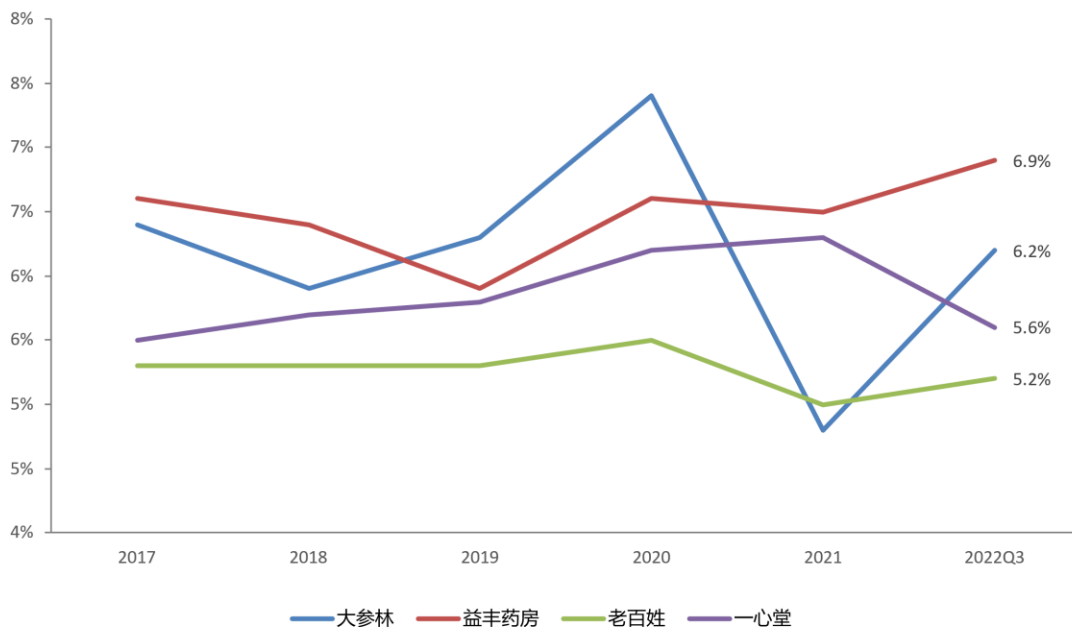
药店板块的核心壁垒在于管理层的经营管理能力。药店经营管理能力量化指标包括经营效率（单店收入、日均坪效、日均人效）、议价能力（前5名供应商采购额占比、毛利率）、营运能力（存货周转率、资金周转率）。



2.1 盈利能力对比分析

- **2021年净利润短期承压，盈利能力下滑明显。** 主要受疫情影响，政府管控趋严，导致部分药物、门店客流、物流运输受限，盈利能力下行。
- **2022前三季度，行业整体业绩持续回暖。** 2022Q3大参林、益丰药房、老百姓净利率上升，其中益丰药房净利率最高（6.9%），大参林净利率紧随其后（6.2%）且增幅明显。

2017-2022Q3四大药店净利率情况



2.1 盈利能力对比分析

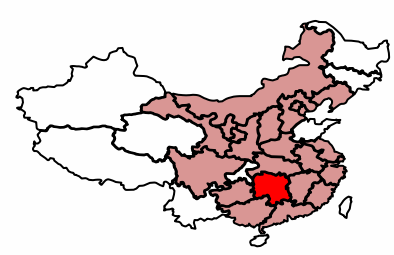
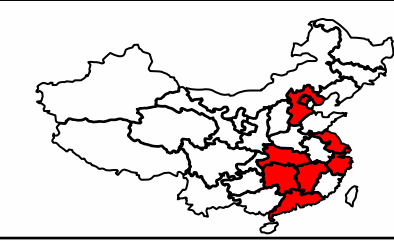
- **连续多年维持高速增长的能力是连锁企业最终胜出的关键因素。** 门店增速是收入增长的前提指标，门店增长后，利润能同步维持较快增速反应了企业的持续扩张能力。从同业可比口径“门店增速”来看，2021年大参林、老百姓、益丰药房门店净增数量位列行业前三，分别净增2173家、1819家、1818家；2022前三季度，老百姓、益丰药房、大参林门店净增数量位列行业前三，分别净增1975家、1972家、1385家。
- **门店扩张战略具有差异。** 一心堂、健之佳以门店自建为主；老百姓、益丰药房、大参林、漱玉平民均发展加盟店业务，采用“直营+并购+加盟”三种方式并行，加速拓展门店。

A股药店领域2021年、2022H1及2022Q1-3业绩一览

	2021						2022H1						2022Q1-3					
	大参林	益丰药房	一心堂	老百姓	健之佳	漱玉平民	大参林	益丰药房	一心堂	老百姓	健之佳	漱玉平民	大参林	益丰药房	一心堂	老百姓	健之佳	漱玉平民
收入 (亿元)	167.6	153.3	145.9	157.0	52.3	53.2	97.2	87.5	79.7	88.9	30.1	33.9	148.2	133.5	120.3	137.8	47.1	52.5
YoY	15%	17%	15%	12%	17%	15%	21%	19%	19%	21%	26%	37%	20%	22%	15%	22%	28%	41%
归母净利润 (亿元)	7.9	8.9	9.2	6.7	3.0	1.2	7.1	5.8	4.2	4.6	0.9	1.1	9.2	8.2	6.8	6.1	1.9	1.3
YoY	-26%	19%	17%	8%	20%	-47%	11%	14%	-20%	12%	-28%	28%	13%	18%	-11%	14%	-2%	18%
扣非归母净利润 (亿元)	7.2	8.6	9.0	5.7	2.8	1.0	7.1	5.6	4.0	4.2	0.9	1.1	9.2	8.0	6.5	5.7	1.9	1.2
YoY	-30%	20%	19%	5%	20%	-56%	19%	13%	-22%	16%	-21%	34%	21%	17%	-13%	19%	4%	24%
经营性现金流 (亿元)	15.6	21.5	17.9	23.0	7.4	2.4	14.2	10.9	6.3	10.2	3.4	0.6	20.8	23.1	14.8	19.0	8.2	1.7
毛利率 (%)	38.1	40.3	37.0	32.1	35.8	28.5	39.5	40.9	34.7	32.7	36.0	29.6	38.8	40.9	35.2	32.8	36.6	28.7
净利率 (%)	4.8	6.5	6.3	5.0	5.7	2.2	7.3	7.3	5.2	5.9	2.9	3.2	6.2	6.9	5.6	5.2	4.1	2.4
销售费用率 (%)	25.5	26.5	25.4	20.8	25.6	22.0	23.9	26.0	25.3	20.4	27.4	21.5	24.1	26.7	25.1	21.0	27.0	21.3
管理费用率 (%)	5.5	4.3	2.7	4.6	2.6	3.0	5.0	4.2	2.5	4.4	2.5	2.8	5.2	4.3	2.5	4.7	2.5	3.0
财务费用率 (%)	1.0	0.7	0.7	1.2	0.9	0.5	1.0	0.6	0.6	0.9	1.4	0.9	1.0	0.6	0.6	1.0	1.4	1.0
存货周转率 (%)	3.3	3.5	3.3	4.2	3.6	3.6	1.7	1.7	1.6	2.1	1.5	1.8	2.6	2.5	2.3	3.1	1.9	2.7
应收账款周转率 (%)	28.6	16.1	13.5	12.4	26.5	18.7	12.0	6.9	5.3	5.7	10.1	8.2	18.4	11.4	7.8	9.1	13.5	11.5
门店数	8193	7809	8560	8352	3044	3341	8896	9200	8990	10009	3283	4009	9578	9781	9203	10327	3983	4633
YoY (同比)	36%	30%	20%	28%	43%	67%	27.5%	33.6%	11.6%	30.3%	35.9%	86.6%	25.9%	35.0%	10.1%	26.5%	48.2%	102.7%
其中：直营门店	7258	6877	8560	6129	3044	2592	7520	7684	8990	7254	3283	2970	7851	8028	9164	7362	3983	3098
加盟门店	935	932	0	2223	0	749	1376	1516	0	2755	0	1039	1727	1753	39	2965	0	1535
其中：当期自建	903	1197	1603	852	597	463	194	546	578	1205	202	174	425	817	885	1342	241	251
当期收购	748	425		535	360	281	172	363		0	51	225	310	478		0	718	276
当期加盟	620	297	0	776	0	603	441	584	0	609	0	290	792	821	39	872	0	786
当期搬迁	0	0	156	0	0	0	0	0	87	0	0	0	0	0	144	0	0	0
当期闭店	98	101	92	344	43	3	104	102	61	157	14	21	142	144	137	239	20	21
当期净增	2173	1818	1355	1819	914	1344	703	1391	430	1657	239	668	1385	1972	643	1975	939	1292

2.1 盈利能力对比分析

2017-2021年四大零售药店公司门店情况以及覆盖区域图示

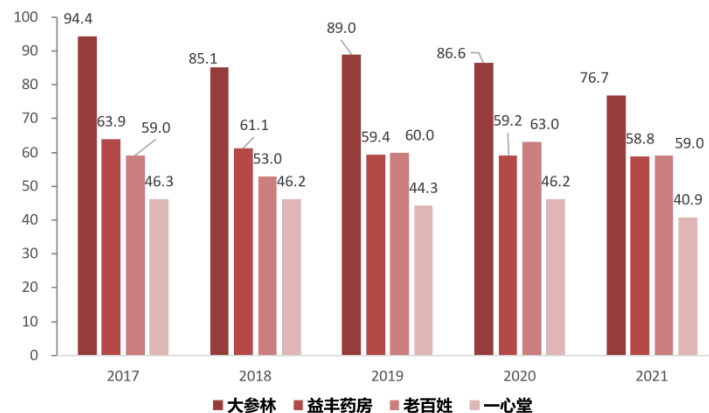
公司	覆盖区域	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	
大参林	华南地区（广东省、广西省、海南省）	2600	3265	3815	4,707	5980	
	华东地区（江西省、浙江省、福建省、江苏省、山东省）	50	221	339	387	599	
	华中地区（河南省、湖北省）	335	394	432	720	961	
	东北、华北、西北及西南地区（河北省、黑龙江省、陕西省、四川省、重庆市）			170	206	653	
老百姓	华中地区（湖南省、湖北省、江西省、河南省）	886	1037	1231	1634	1879	
	华南地区（广东省、广西省）	223	299	343	392	439	
	华北地区（北京市、天津市、河北省、内蒙古自治区、山西省）	368	421	524	657	1056	
	华东地区（浙江省、上海市、安徽省、江苏省、山东省、福建省）	577	1052	1252	1545	1825	
	西北地区（陕西省、甘肃省、宁夏回族自治区、四川省、贵州省）	380	480	544	664	930	
益丰药房	中南地区（含湖南省、湖北省、广东省）	1,146	1,617	2,043	2,539	3,280	
	华东地区（含江苏省、上海市、浙江省、江西省）	833	1,329	1,765	2,140	2,806	
	华北地区（含河北省、北京市）		496	558	677	791	
一心堂	西南地区（含云南省、四川省、重庆市、贵州省）	4,111	4,636	5,028	5,735	6,740	
	华南地区（含广西壮族自治区、海南省）	703	769	842	988	1188	
	华北地区（含山西省、天津市）	235	331	371	435	590	
	华东地区（含上海市）	9	10	9	9	10	

2.2 经营效率、议价能力、营运能力对比分析

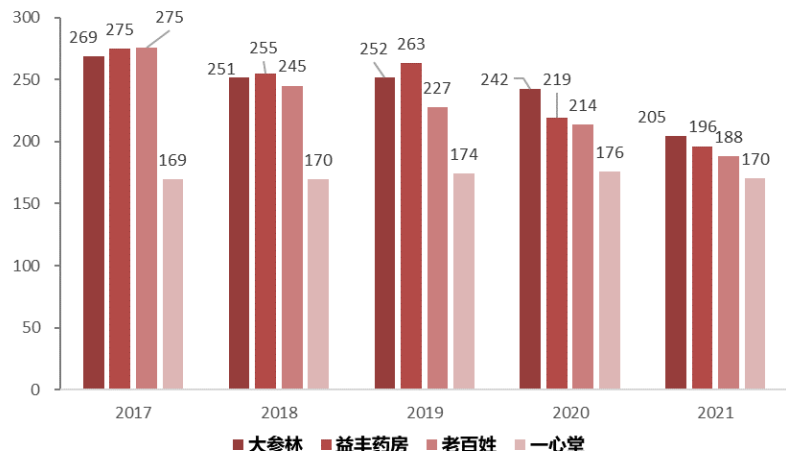
2.2.1 经营效率对比分析

- **过硬的营销能力、专业的服务团队是提升经营效率的关键，难在短时间内被复制。**通过不断增强营销能力和优化门店结构，不断提升服务团队的专业性，2017-2019年四家龙头药企的坪效、人效不断提升。
- **受疫情影响，2020-2021年单店收入、日均人效、日均坪效呈下滑趋势。**其中，2021年大参林单店收入最高（205万元/年）；老百姓的日均人效最高（1474.5元/人）；大参林的日均坪效最高（76.7元/m²）。

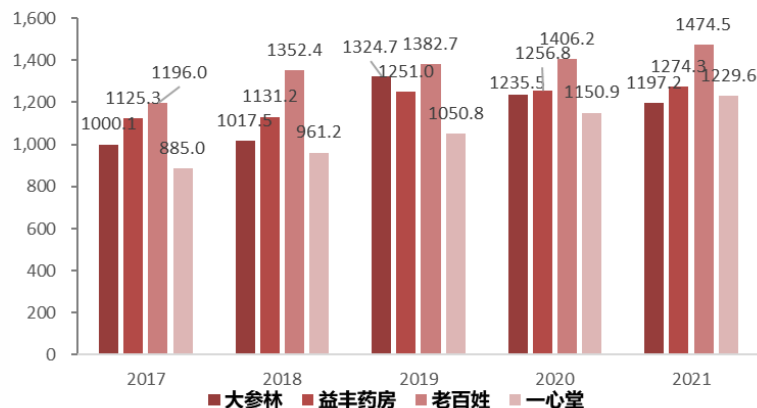
四大药店日均坪效（元/m²）



四大药店单店收入（万元/年）



四大药店日均人效（元/人）



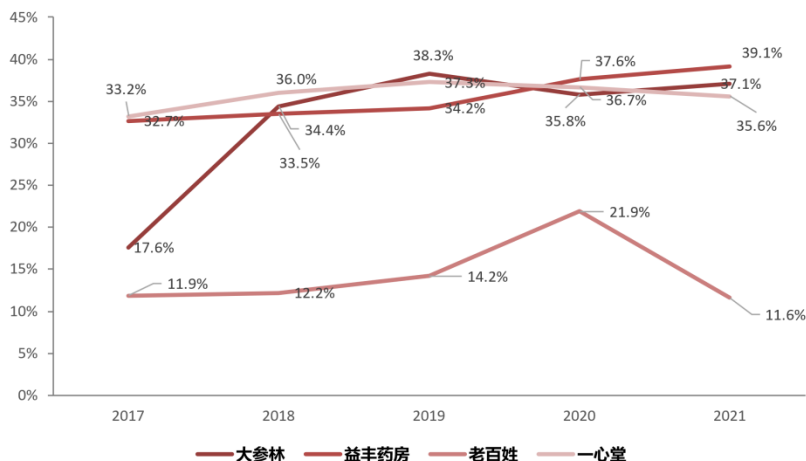
2.2 经营效率、议价能力、营运能力对比分析

2.2.2 议价能力对比分析

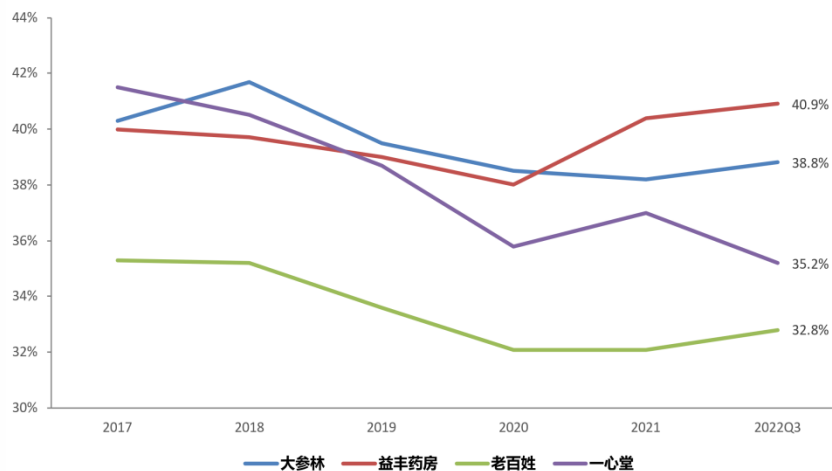
龙头药企议价能力强，成本优势明显

- **前5名供应商采购额占年度采购总额比例高，议价能力强，成本优势明显。**2021年年，大参林、益丰药房的前5名供应商采购额占比总体均有所提升，与供应商关系稳定，议价能力强。**2021年，益丰药房的前5名供应商采购额占比最高（39.1%）。**
- **大参林、益丰药房、老百姓毛利率趋势上涨。**一心堂毛利率持续大幅下滑，主要原因是受到集采和处方药外流的影响，叠加疫情期间低毛防疫物资的影响，随着规模效应的提升以及产品结构的优化，未来毛利率有望回调。**2022Q3，益丰药房毛利率最高（40.9%），且增速表现强劲。**

前5名供应商采购额占年度采购总额比例



2017-2022Q3四大药店毛利率情况

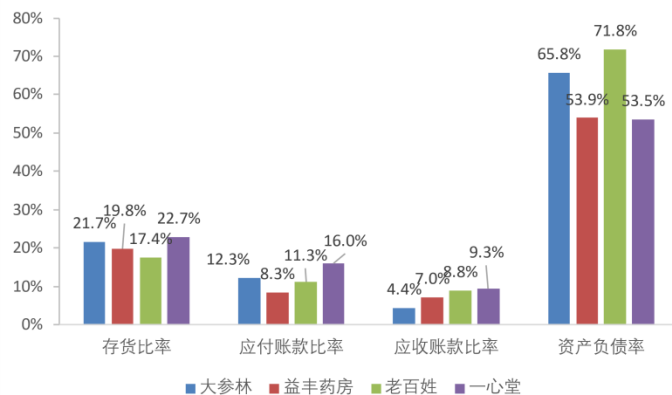


2.2 经营效率、议价能力、营运能力对比分析

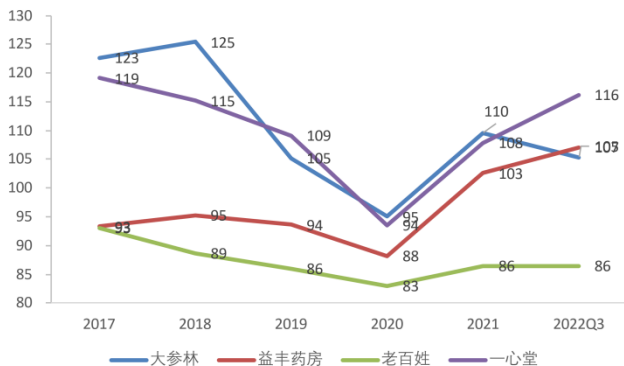
2.2.3 营运能力对比分析

- **供应链管理能力强，新药企易被挤压出局。**总体看，四家连锁药店运营稳健，反映其较强的供应链管理能力和较强的议价能力。而新进入药店板块的公司业务相对不成熟，供应链管理能力和议价能力不强，存货储存成本压力较大，容易被挤压出局。
- **存货周转天数、应收账款周转天数持续上升。**四家药店对比来看，一心堂的存货周转天数（116天）、应收账款周转天数（35天）在业内最高；老百姓的存货周转天数最少（86天），大参林的应收账款周转天数最少（15天）。

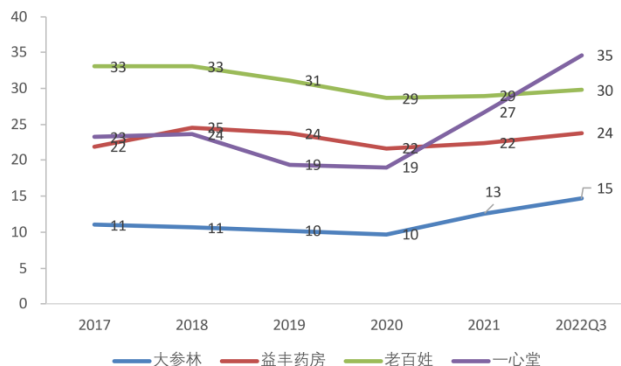
存货比率、应付账款比率、应收账款比率、资产负债率对比（2021年）



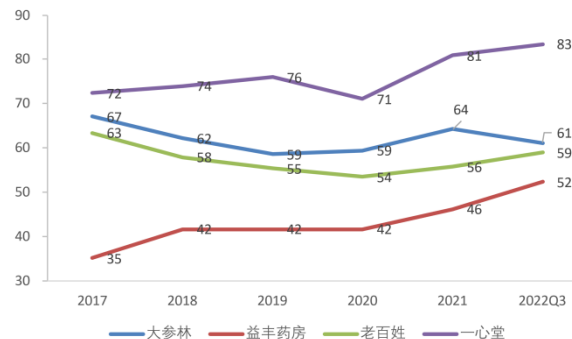
存货周转天数对比



应收账款周转天数对比

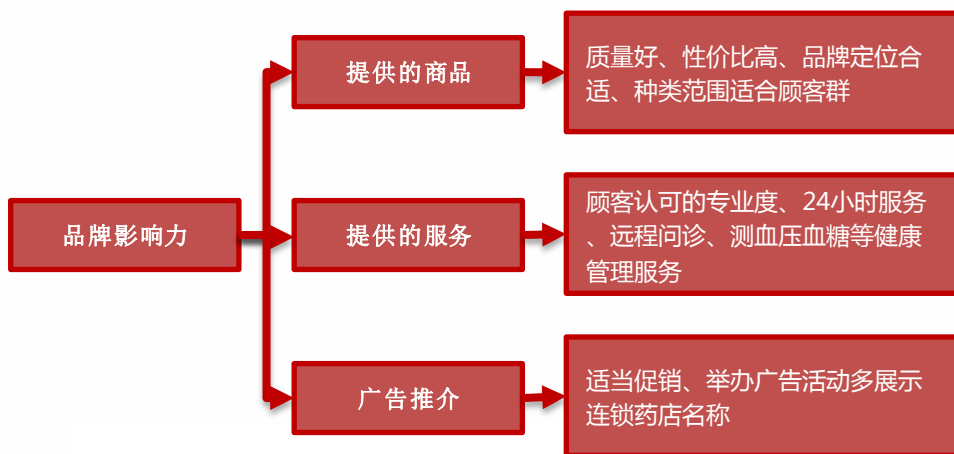


应付账款周转天数对比

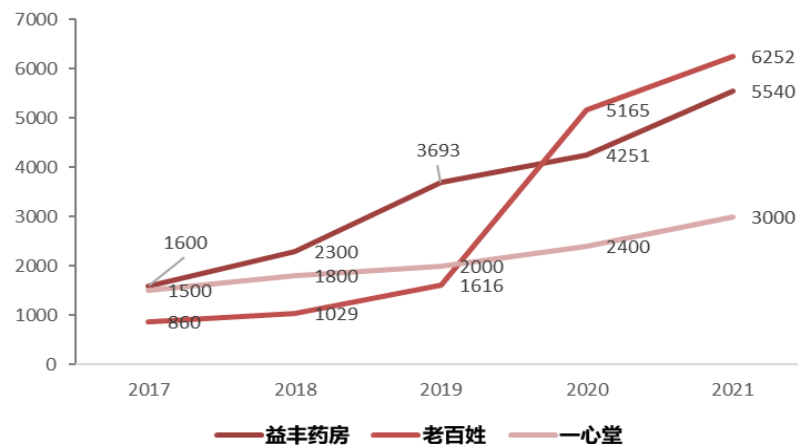


2.3 品牌影响力对比分析

- **品牌影响力是吸引客流的重要因素。**对于药店来讲，其影响力的构建包括提供的商品和服务两个方面。一是提供的药品质量可靠、价格比周围药店更低或持平、药品种类和品牌定位符合周围人群，二是服务上，提供用药指导是最基础的，此外最好能提供一些提高粘性的服务，比如远程问诊、测血液血糖等健康管理服务；三是需要适当的符合药店定位的广告推介。
- **实行会员制，顾客粘性强。**四家龙头药企的客户维护能力强，均实行了会员制度，顾客忠诚度高。会员制下，后进入市场的药企分客流难度大。大参林未在年报中披露会员人数情况，剩余三家龙头药企中，**2021年老百姓的会员人数最高（6252万人），且涨幅明显。**



2017-2021年三大药店会员人数（万人）



目 录

1. 药店板块观点：拐点在即，长期投资主线不变，聚焦短期疫情修复逻辑

2. 零售药店数据对比，恢复性信号释放明显

3. 医药分销观点：估值处于历史底部，重视产业上下游延伸价值

3.1 医药分销行业研究框架

3.2 分销板块估值处于低位，积极把握个股机遇

3.3 行业集中度持续提升，市场仍有向上空间

3.4 零加成、带量采购、一票制政策影响

3.5 未来发展趋势：上下游产业链延伸，多元协同加速转型

3.6 他山之石，分销海内外数据对比分析

4. 投资标的

医药分销观点：估值处于历史底部，重视产业上下游延申价值

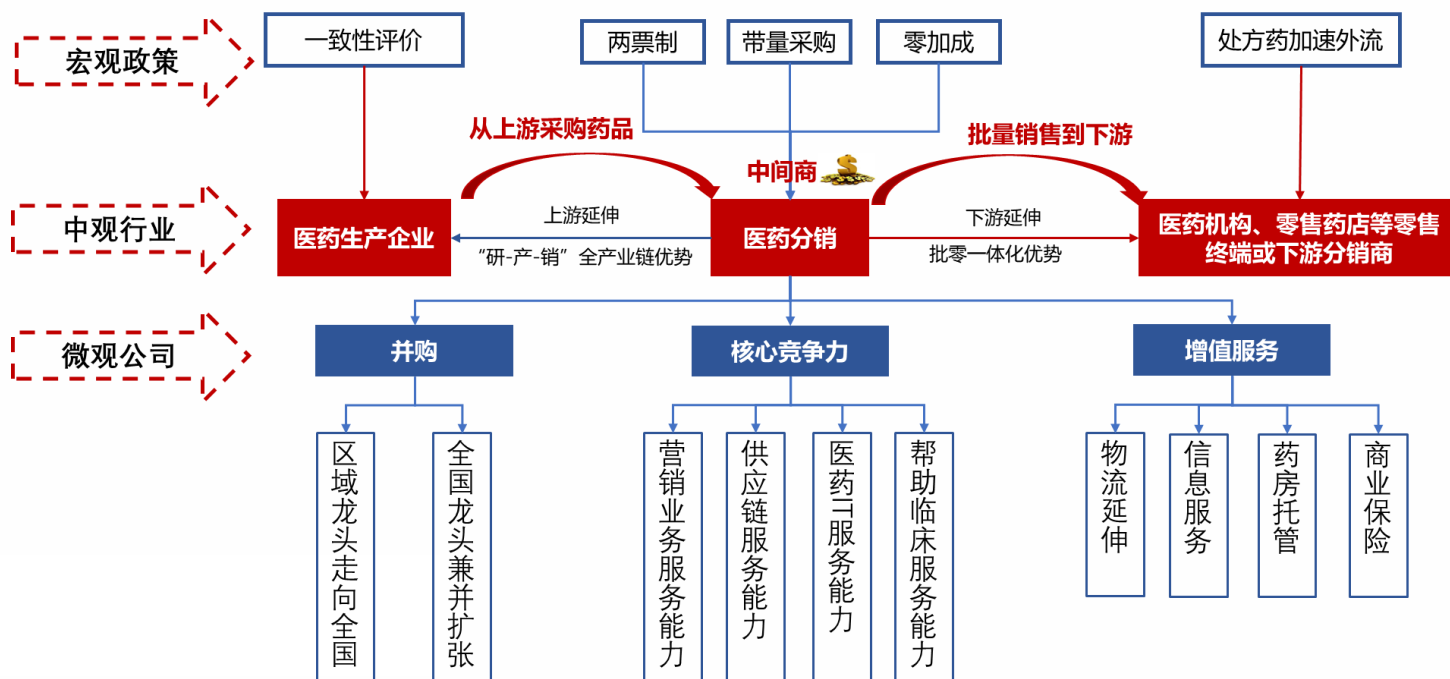
- **分销板块整体三季度呈复苏趋势，业绩出现明显分化。** 2022年Q1-3，17家医药分销股实现收入总额6001.2亿元（+7.7%）；归母净利润总额130.9亿元（-0.3%）；扣非归母净利润为115.4亿元（+7.4%）。板块22Q1-22Q3单季度收入分别为1945/1935.3/2120.9亿元，同比增速为7.6%/4.2%/11.3%；归母净利润分别为34.9/57.1/38.9亿元，同比增速为-23.5%/7.4%/19.4%；扣非归母净利润分别为33.9/44.3/37.2亿元，同比增速为5.7%/5.5%/12.7%。随着疫情逐步好转，2022年业绩复苏趋势明显。
- **上下游延申产业链成为未来发展趋势。** 大型医药流通企业的产业链条不断延申，从上游来看，通过医药工业板块发力，实现“研-产-销”全产业布局。从下游产业链来看，通过自建与收购实现药店零售的快速扩张。流通企业借助和医院和药企紧密联系，积极布局DTP药房，未来在承接处方药外流上具有核心优势。上海医药创新药研发投入持续加大，截至2022Q3末，公司临床申请获得受理及进入临床研究阶段的新药管线已有53项，其中创新药43项，改良型新药10项。在创新药管线中，已有8项处于关键性研究、临床III期及后续研究阶段。
- **估值处于历史低位，性价比凸显。** 药品分销领域由于整体增速不高，且受到带量采购降价的影响，受到投资者的关注度不高。我们认为之前药品分销板块的估值压制因素已经在股价上体现，目前该板块处于历史低位，性价比凸显。即使将来扩大范围带量采购，新药的上市也将弥补这一缺口，同时总代总销品种，流通企业的业绩仍将维持稳健增长。部分经营能力强的公司，借助集采品种重新选择供应商的机会，获得更多上游品种，建议积极关注业绩增速远超行业增速的企业。
- **投资建议：**全国性的流通企业覆盖面广泛，可发展空间大，建议关注上海医药（601607）、九州通（600998）；区域性流通企业深耕当地市场，对接上游品种和下游客户的能力强，建议关注柳药集团（603368）、国药一致（000028）等。
- **风险提示：**行业政策波动风险；药品降价风险；项目不及预期；疫情波动风险。

3.1 医药分销行业研究框架

分销行业处于产业链中游，在上下游延伸上具备天然优势

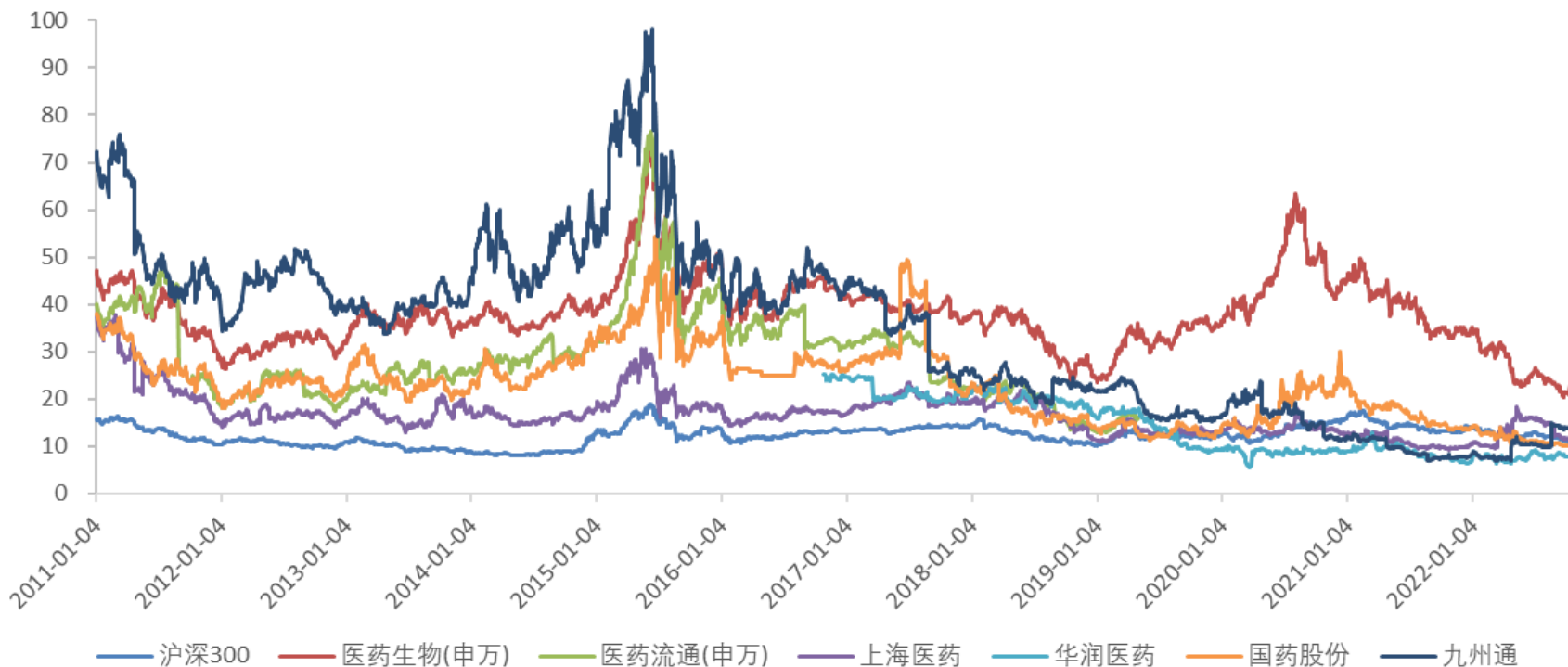
- **定义**：医药分销是企业从上游（医药生产企业）采购药品，再批量销售给下游（医药机构、零售药店等零售终端或下游分销商）的活动，通过交易差价及提供增值服务获取利润。
- **立足中游，向上下游延伸**：从下游看，全国陆续出现药房托管、DTP药房和药房营销服务以及医院耗材SPD供应链管理业态。从上游看，向上游医药工业延申转型，充分利用渠道价值，实现产业一体化。新药上市能够迅速实现商业化，打通上游院内市场与院外市场。

医药分销行业：上下游产业布局研究框架



3.2 分销板块估值处于低位，积极把握个股机遇

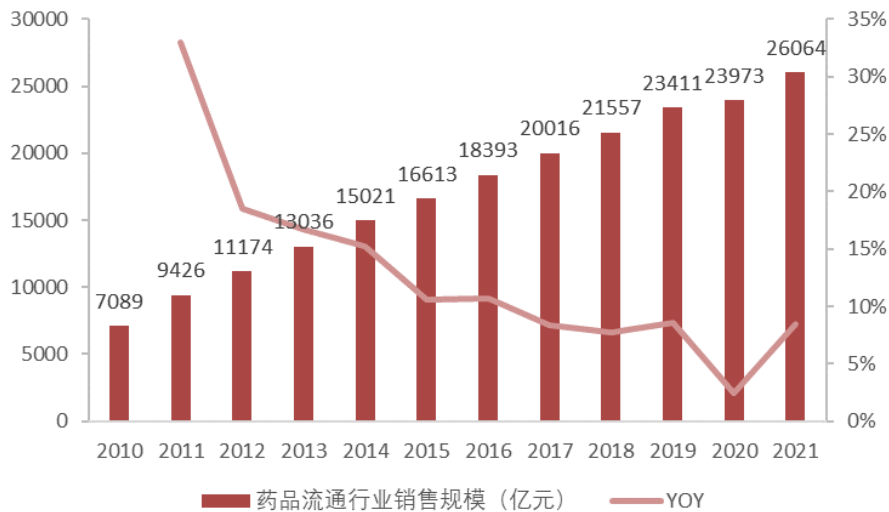
- **估值处于历史低位，性价比凸显。** 药品分销领域由于整体增速不高，且受到带量采购降价的影响，受到投资者的关注度不高。我们认为之前药品分销板块的估值压制因素已经在股价上体现，目前该板块处于历史低位，性价比凸显。即使将来扩大范围带量采购，新药的上市也将弥补这一缺口，同时总代总销品种，流通企业的业绩仍将维持稳健增长。部分经营能力强的公司，借助集采品种重新选择供应商的机会，获得更多上游品种，建议积极关注业绩增速远超行业增速的企业。



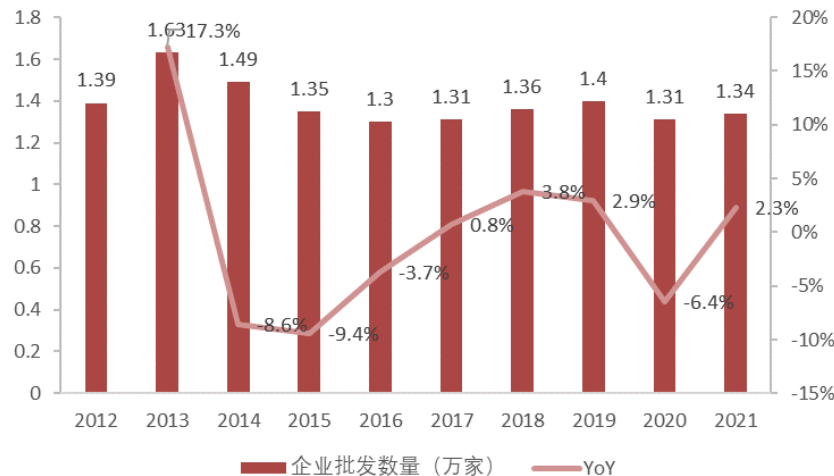
3.3 行业集中度持续提升，市场仍有向上空间

- **全国药品流通市场规模稳步增长，批发企业总量平稳发展。**据商务部药品流通统计系统数据显示，2021年，全国药品流通市场销售规模稳步增长，增速逐渐恢复至疫情前水平。统计显示，全国七大类医药商品销售总额 26064亿元，扣除不可比因素同比增长8.5%，增速同比加快6.1个百分点。其中，药品零售市场销售额为5449亿元，扣除不可比因素同比增长7.4%。药品批发市场销售额为20615亿元，扣除不可比因素同比增长8.65%。2015-2021年，我国医药批发企业总量变化平稳波动，截至2021年末，全国医药批发企业数量约1.34万家。

2010-2021年药品流通企业销售规模及增速



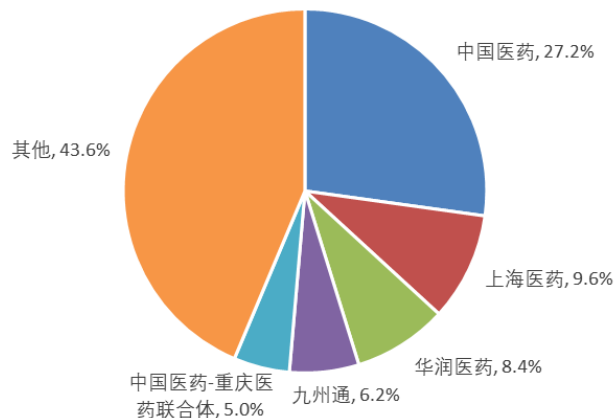
2012-2021年医药批发企业数量及增速



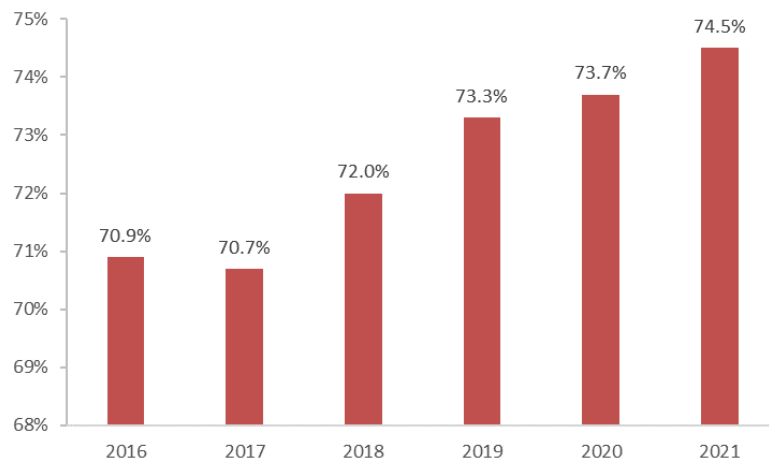
3.3 行业集中度持续提升，市场仍有向上空间

- **受政策性影响，批发行业集中度提升趋势不改，市场仍有向上空间。**大中型配送商由于规模效应明显，成本优势突出，从而获得更多带量采购品种的配送。因此带量采购后，大中型批发企业正加速兼并淘汰小型企业，中长期内行业集中度提升趋势不变。
- 2021年，中国医药批发行业Top100市场份额占市场总规模的74.5%，同比提升0.8pp。“十四五规划”提出到2025年我国培育形成1-3家超五万亿元、5-10家超千亿元的大型数字化、综合性药品流通企业，100家左右智能化、特色化、平台化的药品供应链服务企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发市场总额98%以上。

2021年全国医药批发企业竞争格局



2016-2021年中国医药批发行业Top100市场份额



3.3 行业集中度持续提升，市场仍有向上空间

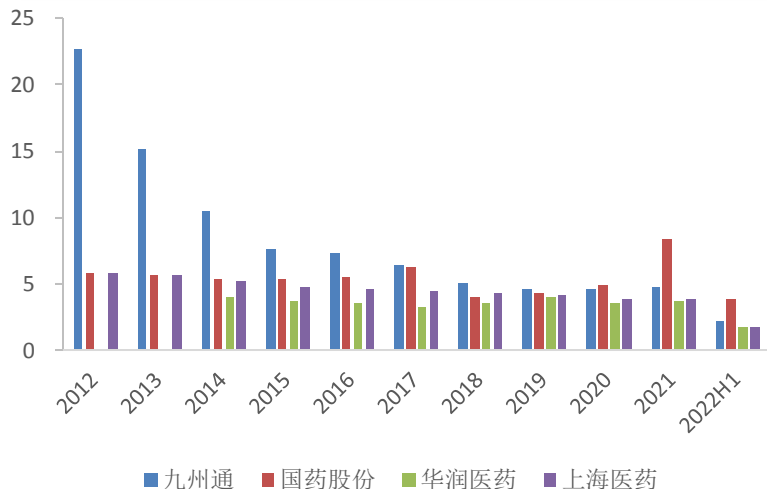
- **美国**：自2007年已进入寡头垄断时代。自此医药商业三大巨头占据全国药品流通市场约92%以上的份额，分别是美源伯根（市占率32%）、卡地纳健康（市占率25%）和麦克森公司（市占率35%）。
- **日本**：2015年，排名日本前10位的药品批发企业占据68.1%的市场份额。
- **欧洲**：2010年法国药品批发企业只有9家，前3家市场份额高达95%。2010年德国药品批发企业也只有10多家，前三名药品批发企业市场份额高达60%-70%。
- **中国**：受政策性影响，批发行业集中度提升趋势不改，市场仍有向上空间。2015-2021年，我国医药批发企业总量变化平稳波动，截至2021年末，全国医药批发企业数量约1.34万家。2021年，中国医药批发行业Top100市场份额占市场总规模的74.5%，同比提升0.8pp。“十四五规划”提出到2025年我国培育形成1-3家超五千亿元、5-10家超千亿元的大型数字化、综合性药品流通企业，100家左右智能化、特色化、平台化的药品供应链服务企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发市场总额98%以上。

地区	时间	TOP	市占率
美国	2007	TOP3	92%
日本	2015	TOP10	68.1%
法国	2010	TOP3	95%
德国	2010	TOP3	60%-70%
中国	2021	TOP3	45.2%

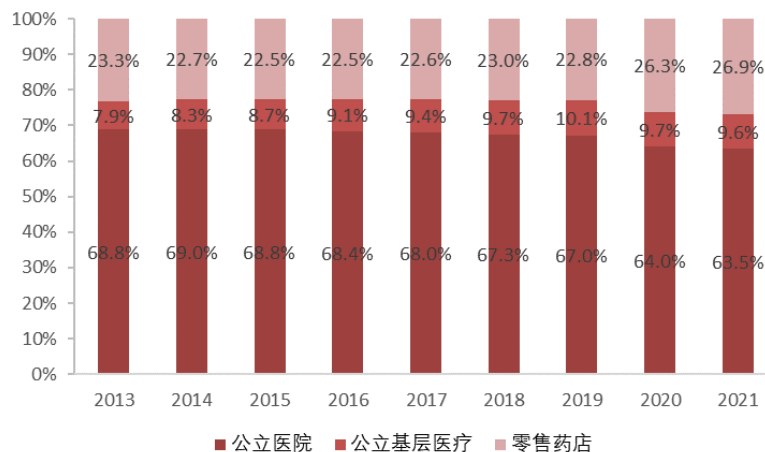
3.4 零加成、带量采购、一票制政策影响

- **零加成延回款**：依据国务院办公厅发布的《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》，目前各地逐步开始推行“医药分开”、“阳光采购”、“零差率”等政策。药品零加成的推行不仅会使得公立医疗机构过去通过药品加成获得的收入消失，而且由于公立医疗机构销售药品而发生的费用增加了其成本支出，这在一定意义上会造成部分公立医院经费紧张，导致商业回款周期有所延长。医药流通商将调整与医院客户的合作模式，提升医院纯销业务经营质量，在有效控制经营风险的前提下继续保持医院纯销业务的稳健增长。
- **集采推动药品外流**。随着“带量采购”等政策实施，基层医疗机构与二级以上医疗机构的用药目录打通以后，原来在二级以上医疗机构销售良好的落标品种开始流向OTC市场，从而加速了整体市场的格局改变。大型流通企业对于承接该类品种的总代总销业务更有优势，近年来流通企业合作的总代总销品牌厂家也持续增多，品种持续增加。

2012-2022H1流通企业应收账款周转率(%)



2013-2021年国内药品销售渠道占比



3.4 零加成、带量采购、一票制政策影响

- **“一票制”是指医疗机构与药品生产企业直接结算药品货款，药品生产企业与配送企业结算配送费用，即在药品流通环节只开一次票（指增值税发票）。**2015年2月，国务院办公厅发布《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》，一票制正式被提出。截至目前，已有山东省、福建省、湖南省、广东省等多省市明确鼓励一票制，在全国范围内，已经有多省市开始执行或者试点药品、耗材“一票制”，主要集中在耗材领域。
- “两票制”将医药流通多层中间环节压缩为一个配送商环节，提高了渠道透明度，大量不规范的中小医药流通机构纷纷出局；“一票制”则由医保基金直接与医药企业结算货款，流通环节只能收取仓储配送费用，进一步降低流通环节的费用，经销价差收入彻底消失，营收规模将大幅萎缩；同时，第三方社会物流加速入局，给行业竞争带来新的变数。

一票制政策进展

时间	地区	文件名称	内容
2015.02	国务院	《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》	药品可由中标生产企业直接配送或委托有配送能力的药品经营企业配送到指定医院。鼓励医院与药品生产企业直接结算药品货款、药品生产企业与配送企业结算配送费用。
2019.11	国务院	《关于进一步推广福建省和三明市深化医药卫生体制改革经验的通知》	2020年，按照国家统一部署，扩大国家组织集中采购和使用药品品种范围。综合医改试点省份要率先推进由医保经办机构直接与药品生产或流通企业结算货款，其他省份要积极探索
2019.11	湖南省	《2019年公立医疗机构抗菌药物专项集中采购公告》	文件提到要对54个抗菌药实施集中采购，在采购、结算、医保支付、保障使用等方面都参照了国家带量采购的模式，鼓励药企以一票制形式直接配送到医院。
2019.11	山东省	《公立医疗机构药品采购推行“两票制”实施方案》	要求全面推行“两票制”，在医改试点城市三级甲等综合医院选择部分用量较大、市场供应渠道简单的药品试行一票制。
2020.02	福建省	《福建省药品集中带量采购文件》	中选品种的带量采购严格执行“两票制”，鼓励实行“一票制”，中选药品由医保经办机构统一代为结算货款。
2020.03	湖北省咸宁市	《关于构建全市统一开放药品流通市场的指导意见》	鼓励引导本地生产流通企业参与到市场竞争中来，支持帮助药品生产企业直接为公立医疗机构配送药品（一票制）。

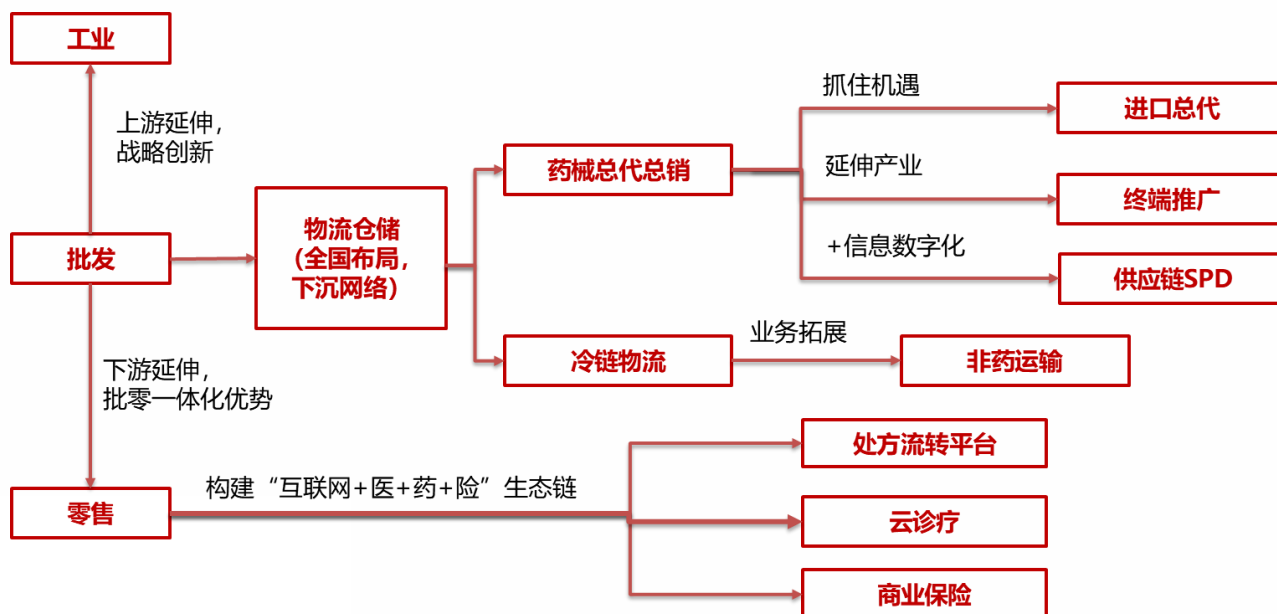
3.4 零加成、带量采购、一票制政策影响

一票制政策进展

时间	地区	文件名称	内容
2020.04	湖南省	《湖南省医药采购平台医药货款在线支付结算实施细则》	设立结算监管账户，账户专项用于监管医疗机构通过省交易中心医药集中采购平台进行药品、耗材集中采购所产生的交易货款结算，接收和支付用于药品和耗材采购的医保基金预付款。
2020.04	广东省	《〈关于推进药品和医用耗材集团采购的指导意见〉再次公开征求意见的公示》	改革货款结算机制。加强药款结算，按照不低于采购金额的30%提前预付医疗机构；积极推进医保基金直接与药品生产企业或流通企业结算货款，提升回款效率。
2020.06	江苏省	《关于加强全省公立医疗机构药品、医用耗材阳光采购资金结算信息监管的通知》	要求公立医疗机构与参与配送的生产经营企业自主结算采购资金，省平台对采购品种、数量、价格、结算等信息进行监管，实现交易流、信息流、资金流三流合一。
2020.10	重庆市	《重庆市医疗保障局重庆市卫生健康委员会重庆市药品监督管理局关于做好四省市医用耗材联合带量采购和使用工作的通知》	要求医疗机构与企业结算货款，从医用耗材交货验收合格到付款时间不得超过30天，降低中选企业交易成本。加强对医疗机构回款时限的监测监督，严查医疗机构不按时结算货款问题。
2020.12	四川省	《四川省药品和医用耗材集中采购货款在线结算管理暂行办法》	药械货款在线结算分为带量采购结算和非带量采购结算两种方式。医药机构、医疗保险经办机构 and 医药企业应与平台签订委托付款协议。
2020.12	上海市	《关于本市做好高值医用耗材（人工晶体类）集中采购和使用试点有关工作的通知》	要求医疗机构作为高值医用耗材货款结算第一责任人，应当对终端供货企业及时支付货款，回款时间原则上不得超过30天，减轻供货企业交易成本。
2021.10	山东德州市	《德医保发〔2021〕47号关于落实药品和医用耗材货款医保基金与医药企业直接结算试点工作的通知》	为做好医保定点公立医疗机构药品和医用耗材货款医保基金与医药企业直接结算省级工作，简化支付流程，保证结算时效，提高医保基金使用效率。10月份开展对二级及以上公立医疗机构采购国家、省级集中带量采购药品和医用耗材的直接结算。11月份开展对基层公立医疗机构在省平台采购药品耗材的直接结算。

3.5 未来发展趋势：上下游产业链延伸，多元协同加速转型

- **横纵向加速并购整合，上下游延伸产业链成为未来发展趋势。**大型医药流通企业的产业链条不断延伸，从上游来看，通过医药工业板块发力，实现“研-产-销”全产业链布局。从下游产业链来看，通过自建与收购实现药店零售的快速扩张。流通企业借助和医院和药企紧密联系，积极布局DTP药房，未来在承接处方药外流上具有核心优势。
- **互联网化、数字化成为医药分销行业未来发展的引擎。**随着药品流通行业集中度提升，医药供应链与互联网深度融合，打造新型数字化医药流通模式，建立新型医药行业供应链平台，以智慧化信息技术赋能药品流通势在必行。带量采购制度的常态化，驱动药企、流通企业更注重开发院外市场，终端覆盖能力强、配送效率高的流通企业将有更强的市场竞争力。流通企业借助数字化技术打造更全能的供应链B2B平台，构建扁平化、共享化、去中心化的新流通商业格局，助力品牌商、供应商快速直供终端，可以推动产业形成“聚合效应”，迅速提升业务规模。



3.5 未来发展趋势：上下游产业链延伸，多元协同加速转型

- **营销业务服务能力**：帮助医药企业进行全国或区域的产品营销推广业务，包括：采用线上或/及线下的合同营销、CSO、CSP、医药代表派驻、学术营销活动、市场准入策略、招标管理、商业保险药品营销等等。
- **供应链服务能力**：领先的自有现代医药专业化物流服务体系。最大限度地扩展物流服务范围，包括：工业物流、冷链物流、临床试验物流、院内物流、院内物流院外库、配送到患者、配送管理及数据管理、供应链信息化服务等。
- **医药IT服务能力**：先进的集团化医药管理信息系统保障能力。打造能与先进IT企业比肩的信息服务能力，包括：电子处方流转平台、药械全程追溯管理、网上药店系统、电子病历、数据分析系统、诊疗AI、供应链可视化以及服务于医患、厂家、政府的APP等。
- **帮助临床服务能力**：扩展辅助临床诊疗的服务能力，帮助医院和药房更好地服务于患者、医生和支付方，包括：互联网医院、第三方影像中心、检验中心、输注中心、体检中心、院内外患者管理、慢病管理平台、PBM、健康管理及教育服务平台等。

	战略转型/市场定位	方向举例	代表企业	
医药 分销 企业	大型集团企业	<ul style="list-style-type: none"> 基于自身规模优势、深化上下游专业服务能力，拓展服务类型 通过服务转型，实现效率提升 	<ul style="list-style-type: none"> 医疗服务（如：自建或并购整合医院） 医疗器械 第三方检验 药品福利管理（PBM） 	
	区域企业	<ul style="list-style-type: none"> 结合自身现状，提供差异化服务及业务 深耕细分市场，建立竞争优势 	<ul style="list-style-type: none"> SPD（药+耗材） 大数据信息服务 智能化供应链 合约销售（CSO） 	
第三 方竞 业	互联网、物流公司等	<ul style="list-style-type: none"> 利用企业技术、服务、资金、市场等优势、跨界发展、布局医疗大健康行业 	<ul style="list-style-type: none"> 冷链物流 电子处方平台 人工智能诊断等 	

WWW.SWSC.COM.CN

数据来源：西南证券整理

3.5 未来发展趋势：上下游产业链延伸，多元协同加速转型

- **高毛利工业板块增速亮眼，分销及零售平稳增长。**医药流通行业公司业务分为分销、零售、工业三大板块，总体来看，分销收入占比最高，毛利率较低，在5%-8%左右波动，其中器械分销的毛利率略高于药品分销；零售业务收入占比较低，毛利率普遍远低于四大零售连锁药店，原因是药品结构有一定差异；工业板块收入占比较低，但是毛利占比相对较高，近年来医药流通企业强化工业板块布局，2022H1，上海医药、华润医药、九州通、柳药集团的工业板块收入同比增速分别为3.6%、15.8%、136.7%、26.7%，预计未来医药流通企业将加速推进向上游业务的延伸，通过工业板块拉起“第二增长曲线”。

医药流通行业：2021年及2022H1上海医药、国药控股、华润医药、九州通、国药一致、柳药集团板块拆分对比

	2021年						2022H1					
(单位：亿元)	上海医药	国药控股	华润医药	九州通	国药一致	柳药集团	上海医药	国药控股	华润医药	九州通	国药一致	柳药集团
总营收	2158.2	5211.1	1943.1	1224.1	683.6	171.4	1117.1	2614.8	1079.3	679.8	361.3	92.0
YoY	12.5%	14.2%	18.1%	10.4%	14.6%	9.4%	6.1%	5.0%	9.8%	9.7%	8.9%	10.6%
毛利率	13.2%	8.5%	14.9%	8.0%	11.7%	11.4%	13.5%	8.3%	15.8%	8.0%	11.6%	12.0%
分销业务	1906.2	4925	1585	1183.6	474.2	138.0	991.6	2465	869	657.6	252.3	74.6
YoY	13.7%	13.8%	14.5%	10.9%	13.5%	9.0%	7.2%	4.6%	11.4%	8.8%	8.9%	10.5%
营收占比	88.3%	94.5%	81.6%	96.7%	69.4%	80.5%	88.8%	94.3%	80.5%	96.7%	69.8%	81.1%
毛利率	6.5%	-	-	7.5%	5.8%	7.9%	7.1%	-	-	7.5%	5.8%	8.7%
毛利占比	43.4%	-	-	90.3%	34.3%	55.6%	46.7%	-	-	90.7%	34.9%	58.8%
零售业务	77.7	286	62	18.4	205.5	27.3	35.3	150	35	10.5	106.8	14.1
YoY	-8.8%	20.7%	14.8%	-9.4%	16.6%	9.6%	-4.8%	11.1%	16.7%	14.0%	8.4%	8.6%
营收占比	3.6%	5.5%	3.2%	1.5%	30.1%	15.9%	3.2%	5.7%	3.2%	1.5%	29.6%	15.3%
毛利率	13.2%	-	-	17.1%	24.9%	19.4%	12.4%	-	-	17.7%	24.7%	19.5%
毛利占比	3.6%	-	-	3.2%	63.8%	27.0%	2.9%	-	-	3.4%	62.9%	24.9%
工业业务	251.0	-	288.0	18.8	-	5.4	130.5	-	171.0	10.8	-	3.0
YoY	5.7%	-	16.6%	9.8%	-	17.2%	3.6%	-	20.4%	136.7%	-	26.7%
营收占比	11.6%	-	14.8%	1.5%	-	3.1%	11.7%	-	15.8%	1.6%	-	3.3%
毛利率	58.8%	-	-	26.7%	-	54.0%	58.9%	-	-	22.3%	-	52.2%
毛利占比	51.6%	-	-	5.1%	-	14.8%	51.0%	-	-	4.4%	-	14.2%

3.6 他山之石，分销海内外数据对比分析

选取国内6家医药批发龙头，以及全球500强的批发企业进行海内外对比分析，结论如下：

- **盈利能力对比**：国内批发收入过去3年CAGR增速高于海外；净利润过去3年CAGR增速低于海外。国内批发平均毛利率较高，随着带量采购、两票制、医保控费等政策落地，预期国内药店毛利率将持续下降。
- **经营效率对比**：由于国内各大终端医院回款周期较长，疫情加剧影响，2021年国内医药批发应收账款周转率、库存周转率均低于海外。相较于海外企业，国内批发企业的应收账款/收入比值居于高位，海外医药批发企业经营效率更高，随着国内医改政策逐步落地，预期现金流情况持续向好。

医药分销板块海内外估值比较（截至2022.10.21）

海外																			
代码	名称	主体业务	当前股价 (美元/股)	当前市值 (亿美元)	PE(TTM)	EBITDA (亿美元)	过去3年 EBITDA CAGR	EV2/EBI TDA	2021年 收入(亿 美元)	过去3年 收入 CAGR	2021年 净利润 (亿美元)	过去3年 净利润 CAGR	2021年 净利率	2021年 毛利率	2021年 应收票据 及应收账 款(亿美 元)	2021年 应收/收 入	2021年 应收账款 周转天数	2021年 库存周转 天数	2021年 经营活动 产生的现 金流量净 额(亿美 元)
MCK.N	麦克森	批发	370.6	532.7	38.2	33.5	-7.4%	14.9	2,639.7	7.2%	11.1	220.0%	0.5%	5.0%	185.8	7.0%	25.8	27.2	44.3
ABC.N	美源伯根	批发	147.7	306.2	16.6	33.6	15.2%	10.7	2,296.7	8.4%	15.4	-2.4%	0.7%	3.2%	181.7	7.9%	26.9	24.3	26.7
CAH.N	卡地纳健康	批发	73.0	199.0	-21.3	25.8	-4.0%	7.2	1,768.5	5.9%	6.1	33.6%	0.4%	4.2%	91.0	5.1%	19.2	32.1	24.3
批发板块平均值			197.1	346.0	11.2	31.0	1.3%	11.0	2,234.9	7.2%	10.9	83.7%	0.5%	4.1%	152.8	6.7%	24.0	27.9	31.8
国内																			
代码	名称	主体业务	当前股价 (元/股)	当前市值 (亿元)	PE(TTM)	EBITDA (亿元)	过去3年 EBITDA CAGR	EV2/EBI TDA	2021年 收入(亿 元)	过去3年 收入 CAGR	2021年 净利润 (亿元)	过去3年 净利润 CAGR	2021年 净利率	2021年 毛利率	2021年 应收票据 及应收账 款(亿元)	2021年 应收/收 入	2021年 应收账款 周转天数	2021年 库存周转 天数	2021年 经营活动 产生的现 金流量净 额(亿元)
601607.SH	上海医药	批发	17.2	571.4	12.2	101.9	12.8%	5.6	2,158.2	10.7%	62.7	12.1%	2.9%	13.0%	593.9	27.5%	94.1	49.2	50.6
600998.SH	九州通	批发	11.9	222.6	14.4	39.5	20.0%	6.4	1,224.1	12.0%	26.1	23.6%	2.1%	7.8%	266.8	21.8%	76.5	48.4	34.6
600511.SH	国药股份	批发	26.3	198.6	10.7	23.4	5.3%	6.6	464.7	6.3%	19.3	6.6%	4.2%	7.6%	57.5	12.4%	43.5	27.6	19.6
000028.SZ	国药一致	批发	30.0	120.4	10.1	35.4	28.6%	3.0	683.6	16.6%	15.3	4.2%	2.2%	11.5%	166.4	24.3%	82.0	41.5	16.6
000950.SZ	重药控股	批发	5.0	86.3	8.9	25.8	40.0%	8.7	625.2	34.3%	12.9	19.8%	2.1%	8.9%	263.5	42.1%	139.5	37.1	2.5
603368.SH	柳药集团	批发	17.2	62.3	9.7	11.6	15.4%	6.2	171.3	13.5%	6.4	4.1%	3.8%	11.1%	74.7	43.6%	148.2	40.0	3.3
批发板块平均值			17.9	210.3	11.0	39.6	20.4%	6.1	887.9	15.6%	23.8	11.7%	2.9%	10.0%	237.2	28.6%	97.3	40.6	21.2

目 录

1. 药店板块观点：拐点在即，长期投资主线不变，聚焦短期疫情修复逻辑

2. 零售药店数据对比，恢复性信号释放明显

3. 医药分销观点：估值处于历史底部，重视产业上下游延伸价值

4. 投资标的

4.1 大参林（603233）：三季度业绩符合预期，门店加速扩张

4.2 益丰药房（603939）：三季度业绩稳健增长，门店加速扩张

4.3 一心堂（002727）：疫情下显韧性，三季度业绩环比改善

4.4 老百姓（603883）：业绩稳健增长，门店持续高速扩张

4.5 柳药集团（603368）：三季度业绩超预期，工业板块增速亮眼

4.6 上海医药（601607）：三季度业绩符合预期，创新驱动加速转型

4.7 九州通（600998）：三季度业绩稳健增长，万店联盟进展超预期

4.1 大参林（603233）：三季度业绩符合预期，门店加速扩张

- ❑ **事件**：公司发布2022年度三季报，前三季度实现收入148.2亿元（+20%）；实现归母净利润9.2亿元（+12.8%）；扣非后归母净利润9.2亿元（+20.7%）。
- ❑ **三季度业绩符合预期，中西成药高速增长**。单三季度实现收入51亿元（+18.5%）；实现归母净利润2.1亿元（+21.1%）；扣非后归母净利润2.1亿元（+25.3%）。2022Q3公司毛利率为38.8%（+0.52pp）。从品类来看，公司前三季度中西成药实现收入105.4亿元（+26%），毛利率为34.1%（+1.07pp）；中参药材实现收入17.9亿元（-1.5%），毛利率为41.9%（+3.02pp）；非药品实现收入20.9亿元（+14.3%），毛利率为48.1%（-1.72pp）。中西成药增速最快，主要原因是处方外流带来的处方药及DTP品种的销售快速增长，以及去年被限制销售的四类药品在今年疫情防控措施调整后逐步恢复上架。
- ❑ **持续深耕华南地区，“自建+并购+加盟”三驾马车加速扩增门店**。截至2022年9月30日，公司拥有门店9578家（含加盟店1727家），2022年1-9月，公司净增门店1385家，其中：新开门店425家，收购门店310家，加盟店792家，关闭门店142家。公司积极实施布局全国的扩张战略，华中地区、华东地区以及东北、华北、西南、西北地区均实现较快增长。分地区看，2022Q3公司新进省份辽宁省，推动东北、华北、西南、西北地区前三季度实现收入13.8亿元（+153.2%）；前三季度华东地区实现收入9.7亿元（+51.6%）；华中地区实现收入14.6亿元（+20.3%）；华南地区实现收入106亿元（+10.3%）。三季度自建门店速度明显加快，预期Q4门店扩增速度有望进一步提升。随着疫情趋稳，以及次新店占比的提升，未来业绩增长可期。
- ❑ **盈利预测与投资建议**。预计公司2022-2024年归母净利润分别为10.6亿元、13.1亿元、15.9亿元，分别同增34%/23.1%/21.7%，对应PE分别为35倍、28倍、23倍，维持“买入”评级。
- ❑ **风险提示**：疫情不确定性；门店扩张不及预期；药品降价风险。

4.2 益丰药房（603939）：三季度业绩稳健增长，门店加速扩张

- ❑ **事件**：公司发布2022年度三季报，前三季度实现收入133.5亿元（+22%）；实现归母净利润8.2亿元（+18.3%）；扣非后归母净利润8亿元（+16.6%）。单三季度实现收入46亿元（+28%）；实现归母净利润2.5亿元（+29.3%）；扣非后归母净利润2.4亿元（+25.3%）。
- ❑ **三季度业绩稳健增长**。分业务板块看，前三季度公司零售实现收入120.9亿元（+20.5%），毛利率41.5%（+0.76pp）；批发业务实现收入8.7亿元（+70.4%），毛利率9.3%（-1.13pp）。分产品看，前三季度中西成药实现收入99.3亿元（+35.5%），毛利率35.5%（+0.11pp）；中药实现收入11.8亿元（+19.2%），毛利率48.5%（+0.08pp）；非药品实现收入18.6亿元（+5.9%），毛利率53.5%（+2.55pp）。分地区看，前三季度公司在中南地区实现收入59.3亿元（+23.7%）；华东地区实现收入57.7亿元（+23.3%）；华北地区实现收入12.6亿元（+17.6%）。
- ❑ **费用端整体保持平稳**。2022Q3公司毛利率为40.93%，同比下降0.21pp；净利率为6.87%，同比下降0.16pp。从费用端看，2022Q3销售费率为26.67%（+0.22pp）；管理费率为4.28%（-0.18pp）；财务费率为0.63%（-0.16pp）。
- ❑ **门店稳步扩张，巩固中南华东华北**。2022年1-9月，公司新增门店2116家，其中，新开门店817家，并购门店478家，新增加盟店821家，关闭门店144家，截至2022Q3末，公司门店总数9781家（含加盟店1753家），公司有8028家直营连锁门店，已取得各类“医疗保险定点零售药店”资格的药店6936家（含特慢病统筹医保定点门店1194家），占公司门店总数比例为86.4%。2022Q3公司共发生了2起同行业的并购投资业务。
- ❑ **盈利预测与投资建议**。预计公司2022-2024年EPS分别为1.53元、1.91元、2.34元，未来三年归母净利润将保持24%的复合增长率，维持“买入”评级。
- ❑ **风险提示**：门店扩张不及预期；并购门店整合不及预期；药品降价风险。

4.3 一心堂（002727）：疫情下显韧性，三季度业绩环比改善

- ❑ **事件**：公司发布2022年度三季报，前三季度实现收入120.3亿元（+14.6%）；实现归母净利润6.8亿元（-11.3%）；扣非后归母净利润6.5亿元（-13.4%）。单三季度实现收入40.6亿元（+6.9%）；实现归母净利润2.6亿元（+8%）；扣非后归母净利润2.5亿元（+5.9%）。
- ❑ **受疫情影响，三季度业绩增速放缓**。2022Q3全国多点疫情散发，公司的重点覆盖区域（广西、海南、四川、贵州以及云南的昆明）疫情防控形势严峻，导致公司短暂停业的门店超过600家。因疫情防控需要被暂时性隔离的员工有1600多人，涉及到一退两抗药品下架管控的门店有1800多家，占门店总数的20%。截至2022Q3末，疫情得到有效管控，大部分地区恢复正常生产生活中。疫情期间公司业绩表现较强的增长韧性，看好全年逐季复苏的趋势。
- ❑ **费用端整体保持平稳**。公司2022Q3毛利率为35.24%，同比下降2.89pp；净利率为5.61%，同比下降1.65pp。从费用端来看，2022Q3公司销售费率为25.09%，同比下降1.15pp；管理费率为2.5%，同比下降0.19pp；财务费率为0.59%，同比上升0.05pp。
- ❑ **门店稳步扩张，加强省外规模**。截至2022Q3末，公司共拥有直营连锁门店数量9164家，前三季度新开门店885家，关闭门店137家，搬迁门店144家，净增加604家。从门店分布来看，截至2022Q3末，云南省以外门店达到3944家，占比43.04%。其中四川省门店1249家，广西省门店869家，山西省门店629家，贵州省门店423家，海南省382家，重庆市门店336家。乡镇级门店的占比接近总门店数的20%，县级门店占比总门店数超过25%。截至2022年9月30日，公司拥有双通道资质门店204家，拥有各类医疗保险定点零售药店8327家，占比91%，医保销售占比45.8%。
- ❑ **盈利预测与投资建议**。预计公司2022-2024年EPS分别为1.66元、2.01元、2.42元，未来三年归母净利润将保持16.1%的复合增长率，维持“买入”评级。
- ❑ **风险提示**：疫情不确定性，政策风险，市场竞争加剧，新增门店不及预期。

4.4 老百姓（603883）：业绩稳健增长，门店持续高速扩张

- ❑ **事件**：公司发布2022年度三季报，22Q1-Q3实现营业收入137.8亿元（+22.1%），归母净利润6.1亿元（+14.5%），扣非后归母净利润5.7亿元（+18.9%）。单三季度实现营业收入47.9亿元（+25.3%），归母净利润1.5亿元（+20.8%），扣非后归母净利润1.5亿元（+29.3%）。
- ❑ **“直营+星火+加盟+联盟”四驾马车并驾齐驱，率先迈入“万店时代”**。2022年1-9月，公司全国新增门店2214家（直营门店1342家，加盟门店872家）。截至2022Q3，门店总数达到10327家门店（直营门店7362家、加盟门店2965家），其中拥有具备统筹医保报销资格的门店——特殊门诊店789家、“双通道”门店181家，承接处方外流的能力进一步加强。连锁布局网络已覆盖全国20个省级市场、140多个地级以上城市。公司明确“9+7”的拓展战略，重点布局16个省份。其中，9个省份策略为自建、并购、加盟、联盟门店共同密集布点，7个省份策略为已有门店加强线上销售，轻资产模式加盟、联盟密集布点。
- ❑ **慢病服务提升客户粘性，专业药房承接处方药外流能力强**。截至2022Q3，公司在全国6500+家门店铺设了血糖、血压、心率、血尿酸、血脂等慢病自测蓝牙智能设备。在人口老龄化趋势下，公司通过提供免费慢病自测等服务，帮助慢病客户监控疾病指标和提升用药依从性，并增强门店客流和客户粘性。截至2022Q3，公司直营门店中，DTP药房151家，医保门店占比91.65%，院边店占比约10%。
- ❑ **股权激励释放增长信心**。2022年8月1日，公司发布2022年限制性股票激励计划（草案），本次拟向不超过321人定向发行授予的限制性股票总量不超过310.54万股，约占本激励计划公告时公司股本总额的0.53%，首次授予股票拟授予价格为16.78元/股。本激励计划的解除限售考核年度为2022-2024年三个会计年度，公司设定2个层次（公司层面+个人层面）的业绩考核指标。1）公司层面：以2021年归母净利润为基数，2022-2024年归母净利润增长率不低于15%、40%、65%。2）个人层面：根据激励对象的岗位职责不同，适用相应岗位的绩效考核标准计算综合业绩达成率（K）， $K \geq 90$ 时按K值执行相对应的解除限售比例。
- ❑ **盈利预测与投资建议**。我们预计2022-2024年归母净利润分别为8.1亿元、9.7亿元和11.7亿元，同比增速分别为20.4%、20.4%、20.1%，对应PE分别为24倍、20倍和17倍，维持“买入”评级。
- ❑ **风险提示**：门店扩张不及预期；并购扩张不及预期；药品降价风险；疫情风险。

4.5 柳药集团（603368）：三季度业绩超预期，工业板块增速亮眼

- ❑ **事件**：公司发布2022年度三季报，公司前三季度实现营业收入142.2亿元（+10.4%）；实现归母净利润5.8亿元（+15.4%）；扣非后归母净利润5.7亿元（+17.7%）。单三季度公司实现营业总收入50.2亿元（+10.2%）；实现归母净利润2.1亿元（+22%）；扣非后归母净利润2.1亿元（+21.6%）。
- ❑ **工业板块持续高增，成为核心利润增长点**。前三季度工业板块实现收入5.1亿元（+34.3%），占总营收的3.6%；实现归母净利润1亿元（+51.1%），占比净利润的17.9%。1）中药饮片：公司中药饮片产能扩建后满产可达8000吨，已能生产加工1100多个中药饮片品种，近8000个品规。借助渠道优势在广西省内加快饮片市场布局，规模效应持续提升，计划在2023年逐步开展周边省份的市场拓展。2）中药配方颗粒：公司设计产能约3000吨，目前一期产能1500吨。截至2022Q3，已完成250个品种备案，力争2022年底完成约400个品种的备案工作，能基本覆盖医院常用的中药配方颗粒产品。公司已逐步开展核心医院市场的配方颗粒产品进院工作，为未来实现业绩放量奠定基础。随着国标的加速推进，品种陆续齐全后，有望实现量价齐升。
- ❑ **批发板块结构持续优化，器械耗材销售高增**。前三季度批发板块收入115.86亿元（+10.89%）；实现归母净利润3.79亿元（+10.18%）。1）药品：发挥渠道优势，强化新品引进，在广西率先引进新冠特效药，加强与上游供应商的密切协作。2）医疗器械耗材：2022年前三季度，公司器械耗材收入16亿元（+80%），剔除因疫情调拨防疫物资带来的阶段性增量因素，仍保持约40%的增速。目前公司在广西地区医疗器械耗材市场份额较低，成长空间广阔，发挥公司渠道资源优势，积极开展药械耗材SPD项目，提高公司器械耗材品种的市场份额。
- ❑ **零售业务调整品种结构，降本增效提升毛利率**。前三季度批发板块实现收入20.81亿元（+4.04%）；归母净利润0.93亿元（+11.26%）。2022Q3公司零售药店700多家。作为广西地区医药商业的龙头，充分发挥批零一体化优势，在品种、客户资源等方面与批发业务互为补充，持续推动处方外延项目开展。
- ❑ **盈利预测与投资建议**。预计公司2022-2024年EPS分别为1.88元、2.27元、2.71元，未来三年归母净利润将保持20.3%的复合增长率，维持“买入”评级。
- ❑ **风险提示**：行业政策波动风险；药品降价风险；项目不及预期；疫情波动风险。

4.6 上海医药（601607）：三季度业绩符合预期，创新驱动加速转型

- ❑ **事件**：公司发布2022年度三季报，前三季度实现收入1746.1亿元（+8.5%）；实现归母净利润48.1亿元（+7.4%）；扣非后归母净利润37亿元（+4.3%）。单三季度实现收入629亿元（+12.9%）；实现归母净利润11.2亿元（+22%）；扣非后归母净利润10.2亿元（+2.3%）。
- ❑ **三季度业绩符合预期**。分板块看，医药工业前三季度收入197.9亿元（+5.4%），归母净利润16.5亿元（+4%）；医药商业前三季度收入1548.2亿元（+8.9%），实现归母净利润24.1亿元（+15.9%）。从费用端看，2022Q3销售费率为5.92%，同比下降0.43pp；2022Q3研发费率为0.8%，同比下降0.05pp，公司前三季度研发投入16.9亿（-1.34%），其中费用化的研发投入13.9亿元（+1.6%）。
- ❑ **医药工业：创新驱动稳步增长**。1）持续丰富创新药管线。截至2022Q3末，公司临床申请获得受理及进入临床研究阶段的新药管线已有53项，其中创新药43项，改良型新药10项。在创新药管线中，已有8项处于关键性研究、临床III期及后续研究阶段。2）新冠疫苗推进：与康希诺开展合作，拥有从原液生产到制剂灌装全套 GMP 的生产能力（年产能2亿剂）。2022年9月，吸入用重组新冠疫苗克威莎雾优（5 型腺病毒载体）被作为加强针纳入紧急使用。2022年10月26日起，于上海启动克威莎雾优的加强免疫接种。3）中药创新：引入白药赋能OTC渠道，持续培育中药大品种。拥有7个主要中药企业，9个中药核心品牌，14个销售规模过亿的中药大品种。
- ❑ **医药商业：保持进口创新药商业总代的领先地位，构建中国领先的“互联网+”医药商业科技平台**。1）2022年9月，公司与雅培制药、绿叶制药和罗欣药业分别签署了战略合作协议。2022年前三季度公司新增23个进口总代产品。2）上药云健康加速发展以“益药”系列为核心的全国新特药销售与服务的首选品牌，成为新特罕药进入中国的首选渠道。3）镁信健康深度参与全国各地惠民保，推动带病体可保可赔新模式，累计惠及近亿人次，覆盖21个省、直辖市、自治区，100+城市。
- ❑ **盈利预测与投资建议**。预计公司2022-2024年EPS分别为1.55元、1.74元、1.98元，未来三年归母净利润将保持12.9%的复合增长率，维持“买入”评级。
- ❑ **风险提示**：行业政策波动风险；研发进展不及预期；疫情波动风险。

4.7 九州通（600998）：三季度业绩稳健增长，万店联盟进展超预期

- **事件**：公司发布2022年度三季报，前三季度实现收入1029.5亿元（+11.8%）；实现归母净利润17.4亿元（-27.7%）；扣非后归母净利润15.2亿元（+15.1%）。单三季度实现收入349.6亿元（+16.1%）；实现归母净利润4.7亿元（+101.9%）；扣非后归母净利润4.1亿元（+21%）。
- **高毛利板块快速增长，加快公司经营模式转型升级**。1）总代品牌推广业务快速增长，毛利率大幅提升。2022年1-9月，总代品牌推广业务实现销售收入95亿元，同比增长13.5%，毛利率提升至14%，同比上升3.8pp。前三季度公司新引进协议过千万元规模的产品20个，并实现与东阳光药的持续战略合作，继续推进独家总代理流感品种可威等重点代理品种的销售。2）医药零售业务拓展顺利，业绩快速增长。2022年1-9月，医药零售业务实现销售收入16.5亿元，同比增长24.6%；毛利率提升至18%，同比上升2.38pp。好药师承接的健康科技集团蚂蚁保险平台业务和天猫雅培旗舰店代运营业务均进展顺利，截至2022Q3末，好药师已在湖北、安徽和福建三省共开通7家“双通道”药店。
- **持续推进“Bb/BC仓配一体化”项目**。截至2022年9月30日，公司已投入运营广东、上海、江苏、湖北、杭州 5处BC一体仓（预计年底之前将继续新增开仓项目），每日揽收率达99%以上，极大地提高了供应链服务效率。公司与阿里健康合作的首个代运营BC一体仓（杭州塘栖仓）保持高效运营，自2022年2月14日正式开仓以来，目前该仓日均出库单量已近5万单，支持峰值日均出库单量 20万单。未来三年公司争取完成“Bb/BC仓配一体化”能力的全覆盖。
- **“幂健康+万店联盟”进展超预期，持续赋能C端客户**。1）幂健康：截至2022年9月30日，平台付费用户已达25.6万人，已注册药店3.5万家、日均活跃门店1.5万家，2022年1-9月处方流转订单数已达 50万单。2）万店联盟：截至2022年9月30日，公司旗下好药师已拥有直营及加盟药店10016家，门店数量提前破万，直营和加盟店已覆盖全国31个省市自治区。全年预计可以达到11000家门店，力争未来三年内在全国实现3万家的覆盖。
- **盈利预测与投资建议**。预计公司2022-2024年EPS分别为1.04元、0.95元、0.87元，未来三年归母净利润将保持6.64%的复合增长率，维持“买入”评级。
- **风险提示**：行业政策波动风险；门店扩张不及预期；药品降价风险；疫情波动。

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn