

➤ **本周行情回顾：**本周申万医药指数下降 0.01%，跑赢上证综指 (-0.02%) 和深圳成指 (-0.03%)，本周，国家医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》，要求鼓励定点零售药房主动申请开通门诊统筹服务，完善定点零售药店门诊统筹支付政策及配套政策，我们认为此次药店纳入门诊统筹政策是个人医保账户改革的延续，有望加速处方外流，为药店带来更多的人流量，弥补个体账户缩水给零售药店带来的客群流失，使零售药店逐步成为向患者售药和提供药学服务的重要渠道。

➤ **定点药店纳入门诊统筹，增强医保共济保障属性。**我国现有医疗保障制度分为城镇职工基本医疗保险和城乡居民医疗保险，两者均可分为个人账户以及统筹账户，个人账户一般用于支付药店购药、医院门诊、住院自费部分以及购买商业保险，尽管医保个人账户在运行过程中发挥了一定的控制医疗费用过快增长的作用，然而个人账户缺乏共济性，也带来了医保资金管理的问题，如账户共济性差、引发医疗道德风险等问题。因此我国自 2009 年起就出台了一系列改革，2021 年 4 月，国务院发布了《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》，确认改进个人账户计入办法，由此前公司缴纳的医保费用的 30% 纳入个人账户，转化为全部计入统筹基金，并提出三条措施：建立普通门诊统筹；加强慢性病、特殊疾病的门诊保障；将符合规定的药店纳入统筹基金支付范畴。

➤ **再度强调药店纳入门诊统筹，利好药店长期投资价值凸显** 2月15日，国家医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》。要求：(1) 从药店端，鼓励主动申请定点零售药房开通门诊统筹服务；(2) 从医保端，完善定点零售药店门诊统筹支付政策及配套政策。药店作为个账资金的主要支出端，个人账户改革减少职工个人账户的资金来源，加大患者去药房购药的难度。虽然医院门诊可进行医保统筹报销，但便民度远低于药房，因此门诊统筹管理将有效弥补个账缩水带来的客流下降，同时我们认为药店纳入门诊统筹管理将使整个行业长期投资逻辑更加完善，药店收入结构将有持续良性改善，个人账户对收入的重要性逐步降低。

➤ **本周重点关注组合：**1) 成长组合：药石科技，金斯瑞生物科技，聚光科技；2) 稳健组合：益丰药房，老百姓，百济神州；3) 弹性组合：健之佳，大参林，一心堂。

➤ **投资建议：**我们认为此次药店纳入门诊统筹政策是个人医保账户改革的延续，有望加速处方外流，为药店带来更多的人流量，弥补个体账户缩水给零售药店带来的客群流失，使零售药店逐步成为向患者售药和提供药学服务的重要渠道。而头部药店企业有望凭借自身规范的管理，更为快速的接入门诊统筹管理，集中度有望进一步提升。对药店行业维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**消费恢复不及预期，疫情再次发生的风险，其他系统性风险。

重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价		EPS (元)			PE (倍)			评级
		(元)	21A	22E	23E	21A	22E	23E		
300725.SZ	药石科技	77.20	2.44	1.76	2.54	31	42	29	推荐	
1548.HK	金斯瑞生物科技	22.15	-0.17	-0.11	-0.04	/	/	/	推荐	
300203.SZ	聚光科技	30.73	-0.51	0.11	0.60	/	279	51	-	
603939.SH	益丰药房	61.36	1.24	1.54	1.93	44	39	32	-	
603883.SH	老百姓	40.34	1.64	1.35	1.64	30	30	25	-	
688235.SH	百济神州	141.00	-7.30	-8.66	-5.42	/	/	/	-	
605266.SH	健之佳	92.36	4.32	3.36	4.13	18	27	22		
603233.SH	大参林	38.15	1.00	1.10	1.38	42	35	28		
002727.SZ	一心堂	34.15	1.55	1.66	2.00	25	21	17		

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为 2023 年 02 月 17 日收盘价；未覆盖公司数据采用 wind 一致预期,其中金斯瑞科技为港币报价)

推荐

维持评级



分析师 周超泽

执业证书：S0100521110005

邮箱：zhouchaoze@mszq.com

研究助理 乐妍希

执业证书：S0100121110047

邮箱：yueyanxi@mszq.com

相关研究

1. 民生医药一周一席谈：从奈诺沙星看差异化创新药市场-2023/02/06

2. 一周一席谈：2022 年医保“国谈”结果温和，坚定看好创新复苏-2023/01/28

3. CXO 行业 11 月月报：投融资情况边际转暖，临床前 CXO 静待花开-2023/01/17

4. 民生医药一周一席谈：JPM 医疗健康峰会重启，创新复苏扑面而来-2023/01/16

5. 医药行业 2023 年度投资策略报告：创新与中医药齐飞，消费同制造共复苏-2023/01/1

1

目录

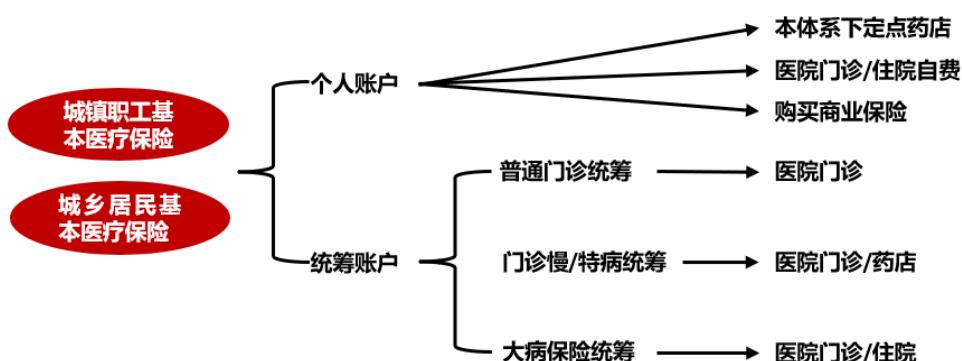
1 定点药店纳入门诊统筹，增强医保共济保障属性	3
1.1 个人账户当下共济性不足，统筹重要性日益提升	3
1.2 门诊共济政策改革持续推进，增强职工医疗保障	5
2 再度强调药店纳入门诊统筹，利好药店长期投资价值凸显.....	6
2.1 加快医保结算审批与电子处方流转，打通药店统筹管理桎梏	6
2.2 有效对冲个人账户缩水带来的客流损失，长逻辑更加完善促进连锁龙头加速释放业绩.....	6
3 投资建议	8
4 风险提示	9
插图目录	10
表格目录	10

1 定点药店纳入门诊统筹，增强医保共济保障属性

1.1 个人账户当下共济性不足，统筹重要性日益提升

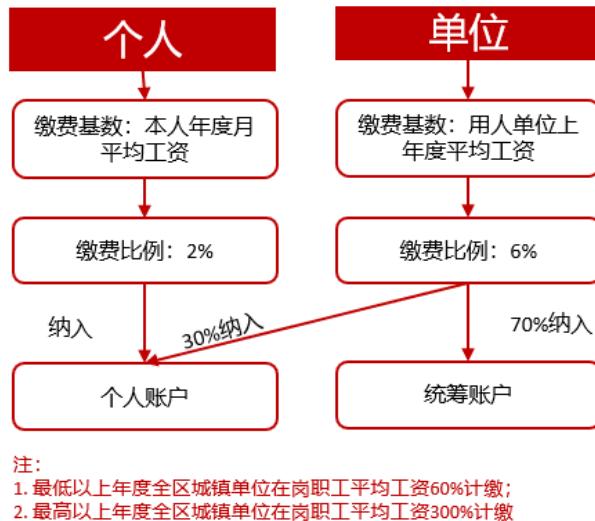
我国现有医疗保障制度分为城镇职工基本医疗保险和城乡居民医疗保险，城镇职工医保资金来源于单位及个人缴费，而城乡居民医保资金来源于个人缴费及财政补助，两者均可分为个人账户以及统筹账户：1) 个人账户一般用于支付药店购药、医院门诊、住院自费部分以及购买商业保险；2) 统筹账户用于支付普通门诊统筹、慢特病统筹以及大病统筹。

图1：个人账户及统筹账户的使用



资料来源：国家医保局，民生证券研究院

城镇职工医保个人账户具备一定历史意义：城乡居民保险虽然覆盖人数高达10多亿人口，远远高于城镇职工基本医疗保险制度覆盖的人数，但其筹资渠道主要来自财政转移支付，因此其个人账户资金规模较小，而城镇职工基本医疗保险由劳保医疗制度及公费医疗制度演化而来，实行用人单位和职工共同缴费筹资来建立职工医保个人账户，相比于单位及财政全额负担保费的劳保医疗和公费医疗，个人缴费强化了医疗消费中的个人责任，降低了医疗浪费的道德风险，同时推动“全民医保”的建立，在当时具有一定的历史意义。

图2：职工基本医保“统账结合”的制度


资料来源：《国务院关于建立城镇职工基本医疗保险制度的决定》，民生证券研究院

在人口老龄化的大背景下，尽管医保个人账户在运行过程中发挥了一定的控制医疗费用过快增长的作用，然而个人账户缺乏共济性，也带来了医保资金管理的问题：

1. **个人账户不能用于共济，年轻职工个账沉淀资金规模较大，失去了医疗保障医疗的目的。** 参保人的个体身体健康情况差异较大，尤其老年职工门诊费用负担较大，大量资金沉淀在年轻职工的个人医保账户中，而老年职工则存在不够用的窘境。

图3：医保个人账户结余占比（亿元）

年份	职工医保历年结余		个人账户结余占比
	统筹基金	个人账户	
2018	16156	7284	45%
2019	13574	8277	61%
2020	15327	10096	40%
2021	11686	11754	50%

资料来源：国家医保局，民生证券研究院

2. **个人账户的充盈与否导致医疗道德风险增加。** 对个人账户资金十分紧张的老年职工，患病时就存在强烈的住院动机，存在着明显的小病大治和过度住院的负激励。医患双方的道德风险无疑将导致统筹基金面临支出压力，不利于统筹基金的可持续性，并且浪费医疗资源
3. **个人账户管理成本高昂。** 个人账户管理需要借助于电子计算机系统作为平台，以实现信息录入、资金征缴、报销结算等信息化服务，需要在硬件设

施、人员配置上增加额外的投入。此外，门诊小病发病率高、发生费用较小，造成对医患双方难以进行有效的监督和管理。

1.2 门诊共济政策改革持续推进，增强职工医疗保障

对个人账户存在的上述问题，我国自 2009 年起就出台了一系列文件进行职工个人账户管理办法的改革。其中，2021 年 4 月，国务院发布了《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》，确认改进个人账户计入办法，由此前公司缴纳的医保费用的 30% 纳入个人账户，转化为全部计入统筹基金。于此同时，配套建立门诊共济保障机制，主要有三条措施：

- 建立普通门诊统筹。**逐步将门诊里多发病、常见病纳入医保统筹基金报销。政策范围内支付比例从 50% 起步，随着医保基金承受能力增强逐步降低起付标准，并提高起付比例。此前，门诊费用基本靠职工个人账户解决。
- 加强慢性病、特殊疾病的门诊保障。**将费用高、治疗周期长的疾病门诊费用也逐步纳入门诊保障范围。对部分门特、慢病、大病的相关治疗，在门诊看，但是按住院的政策管理。
- 将符合规定的药店纳入统筹基金支付范畴。**参保人除了在定点医疗机构就诊，可以持医院外配处方在定点零售药店结算和购药，符合规定的纳入统筹基金的支付范围，相应的定点零售药店也纳入这样的保障定点范围。

图4：个人账户改革的相关政策梳理

发布时间	发布机构	文件名称	文件内容
2009年启动第二批医改时	人力资源社会保障部、财政部	《关于进一步加强基本医疗保险基金管理的指导意见》	有条件的统筹地区可以探索调整城镇职工基本医疗保险个人账户使用办法，试行城镇职工基本医疗保险门诊医疗费用统筹，逐步扩大和提高门诊费用的报销范围和比例，提高个人账户基金的使用效率。
2020年2月	中共中央、国务院	《关于深化医疗保障制度改革的意见》	对个人账户改革指明了方向：“逐步将门诊医疗费用纳入基本医疗保险统筹基金支付范围，改革职工基本医疗保险个人账户，建立健全门诊共济保障机制”。
2021年4月	国务院	《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》	确认改进个人账户计入办法，由此前公司缴纳的医保费用的 30% 纳入个人账户，转化为全部计入统筹基金。于此同时，配套建立门诊共济保障机制，在做好高血压、糖尿病等门诊慢性病、特殊疾病（以下简称门诊慢特病）的基础上，逐步将多发病、常见病的普通门诊费用纳入统筹基金支付范围。

资料来源：国家医保局，民生证券研究院

2 再度强调药店纳入门诊统筹，利好药店长期投资价值凸显

2.1 加快医保结算审批与电子处方流转，打通药店统筹管理桎梏

2月15日，国家医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》。要求：**(1) 从药店端，鼓励主动申请定点零售药房开通门诊统筹服务。**文件明确符合条件的定点零售药店自愿申请开通门诊统筹服务，可以执行与统筹地区定点基层医疗机构相同的医保待遇政策；**(2) 从医保端，完善定点零售药店门诊统筹支付政策及配套政策。**文件明确要求医保经办机构需在定点零售药店申请之日起30个工作日内完成药店的医保结算申请，保障药店经营性现金流。作为配套，文件要求加快医保电子处方中心落地应用，实现电子处方顺畅流转至定点零售药店，定点医疗机构可为患者最长开具12周长期处方。

图5：《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》文件



The screenshot shows the homepage of the National Healthcare Security Administration (NHSAA). The header features the Chinese national emblem, the text '国家医疗保障局' (National Healthcare Security Administration), and English text 'National Healthcare Security Administration'. A search bar with placeholder text '请输入关键字查询' (Please enter keyword query) and a red '搜索' (Search) button are also visible. Below the header, a blue navigation bar contains links for '首页' (Home), '时政要闻' (Current Affairs), '医保新闻' (Medicare News), '机构设置' (Institutional Structure), '政策法规' (Policy and Regulations), '信息公开' (Information Disclosure), '统计数据' (Statistical Data), '机关党建' (Party Building), and '互动交流' (Interactive Exchange). The main content area displays a document titled '国家医疗保障局办公室关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知' (Notice of the Office of the National Medical Security Administration on Further Doing a Good Job in Including定点零售药房 in the Outpatient统筹 Management). The document details the requirements for药店端 (Retail Pharmacy End) and 医保端 (Medical Insurance End). Below the document, there is a table with the following information:

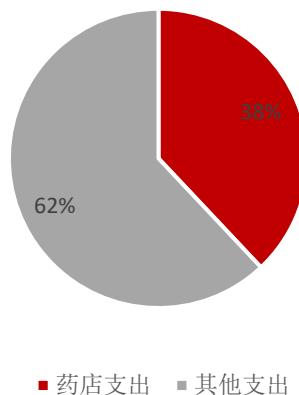
名称:	国家医疗保障局办公室关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知		
索引号:	2023-02-00004	发文字号:	医保办发〔2023〕4号
发布日期:	2023-02-15	发布机构:	

资料来源：国家医保局，民生证券研究院

2.2 有效对冲个人账户缩水带来的客流损失，长逻辑更加完善促进连锁龙头加速释放业绩

个人账户支出在药店收入结构中占据重要地位。2021年我国职工医保个人账户收入7139.06亿元，个人账户支出5425.46亿元，其中个人账户用于药店消费金额为2061亿元，占总支出的37.98%，同比下降0.7%。

图6：2021年个人账户主要支出在于药店端消费



资料来源：国家医保局，民生证券研究院

作为个账改革的配套措施，门诊统筹管理将有效弥补个账缩水带来的客流下降。药店作为个账资金的主要支出端，个人账户的改革将降低职工个人账户的资金来源，加大患者去药房购药的难度。虽然医院门诊可进行医保统筹报销，然而医疗机构的便民度远低于覆盖密度更高的药房，**因而配套个人账户的改革，我国进一步推进药店纳入门诊统筹管理，将有利于对冲个账缩水给药店带来的下行风险，弥补长期客流的不足，同时我们认为药店纳入门诊统筹管理将使整个行业长期投资逻辑更加完善，药店收入结构将有持续良性改善，个人账户对收入的重要性逐步降低。**

我们认为此次政策是个人医保账户改革的延续，有望加速处方外流，为药店带来更多的人流量，使零售药店逐步成为向患者售药和提供药学服务的重要渠道。而头部药店企业有望凭借自身规范的管理，更为快速的接门诊统筹管理，集中度有望进一步提升。

3 投资建议

我们认为此次药店纳入门诊统筹政策是个人医保账户改革的延续，有望加速处方外流，为药店带来更多的人流量，弥补个体账户缩水给零售药店带来的客群流失，使零售药店逐步成为向患者售药和提供药学服务的重要渠道。而头部药店企业有望凭借自身规范的管理，更为快速的接门诊统筹管理，集中度有望进一步提升。对药店行业维持“推荐”评级。

表1：重点公司盈利预测、估值与评级

代码	简称	股价		EPS (元)		PE (倍)			评级
		(元)	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
300725.SZ	药石科技	77.20	2.44	1.76	2.54	31	42	29	推荐
1548.HK	金斯瑞生物科技	22.15	-0.17	-0.11	-0.04	/	/	/	推荐
300203.SZ	聚光科技	30.73	-0.51	0.11	0.60	/	279	51	-
603939.SH	益丰药房	61.36	1.24	1.54	1.93	44	39	32	-
603883.SH	老百姓	40.34	1.64	1.35	1.64	30	30	25	-
688235.SH	百济神州	141.00	-7.30	-8.66	-5.42	/	/	/	-
605266.SH	健之佳	92.36	4.32	3.36	4.13	18	27	22	
603233.SH	大参林	38.15	1.00	1.10	1.38	42	35	28	
002727.SZ	一心堂	34.15	1.55	1.66	2.00	25	21	17	

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

(注：股价为2022年02月17日收盘价；未覆盖公司数据采用wind一致预期，其中金斯瑞科技为港币估值)

4 风险提示

- 1) **消费恢复不及预期。**如国内整体消费恢复速度不及预期，可能会影响部分医药消费类公司整体营收增长。
- 2) **疫情再次发生的风险。**如疫情再次发生，可能会导致经营层面发生影响。
- 3) **其他系统性风险。**

插图目录

图 1：个人账户及统筹账户的使用	3
图 2：职工基本医保“统账结合”的制度	4
图 3：医保个人账户结余占比（亿元）	4
图 4：个人账户改革的相关政策梳理	5
图 5：《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》文件	6
图 6：2021 年个人账户主要支出在于药店端消费	7

表格目录

重点公司盈利预测、估值与评级	1
表 1：重点公司盈利预测、估值与评级	8

分析师承诺

本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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究员不曾因、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受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026