四大药房龙头对比：未来增长逻辑如何分析？

今天，我们研究的这条产业链，属于卫生事件收益赛道。根据 2020 年的半年报数据，龙头公司一般都是 20%-30%收入增速水平。先来看一下代表公司的画风：



图：四家代表公司股价走势　　来源：Wind

龙头 A，2020 年中报收入增速 24.65%，净利润增速 35.79%，自卫生事件后涨幅高达 245%；

龙头 B，2020 年中报收入增速 32.14%，净利润增速 59.73%，自卫生事件后涨幅高达 236%；

龙头 C，2020 年中报收入增速 20.84%，净利润增速 29.20%，自卫生事

件后涨幅高达 173%；

龙头 D，2020 年中报收入增速 19.14%，净利润增速 23.53%，自卫生事件后涨幅高达 128%。

这几家代表公司分别对应益丰药房、大参林、老百姓、一心堂。中报数据中，有个有意思的现象，不知大家有没有留意到：龙头 B，无论是营收增速还是利润增速，都大幅高于其他三家。

没错，今天我们研究的产业链就是：**药房**。当下，这个行业，正在发生两件大事：

一是，政策层面，鼓励药房参与集采、各省份陆续出台处方药外流政策，处方共享平台，以及对于慢性病药物，各大区在药房陆续介入医保卡缴费等。

二是，9 月 21 日晚间,京东集团发布公告称,公司旗下子公司京东健康正式启动赴港上市工作；

所以，对于药房这条产业来说，眼下我们需要解决的几个核心问题：

药房这门生意，未来的发展格局会怎样演绎，线上线下如何共存？

未来，采用何种经营策略，才能更好的顺应产业趋势？

优塾研究

（壹）

本报告中，我们重点对比的是四家线下上市药房：老百姓 VS 益丰 VS 大参林 VS 一心堂。

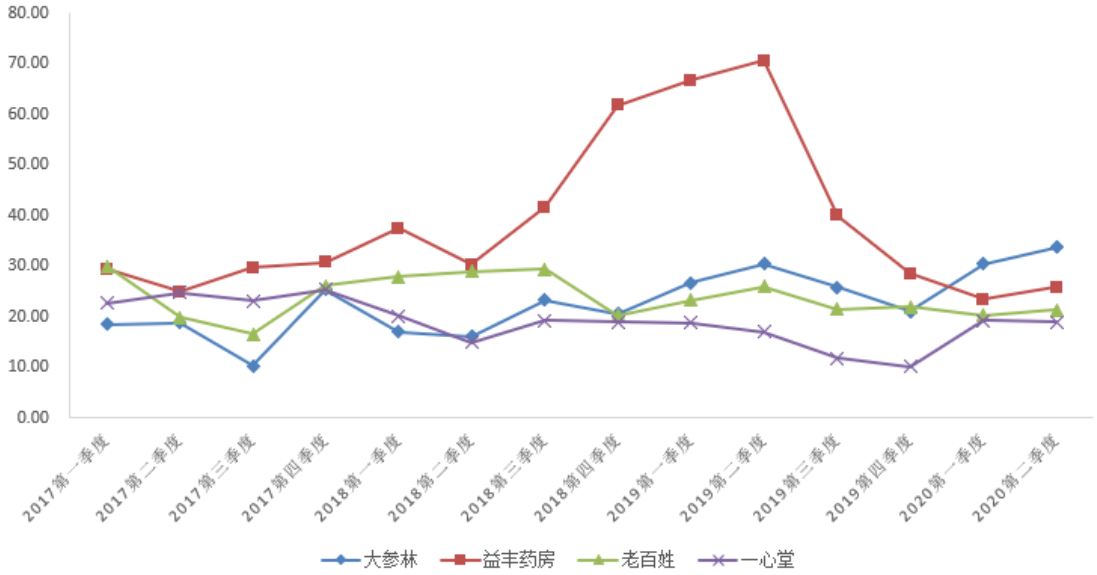
目前，线上药房也处于药品零售赛道，我们暂时排除在外。目前，线上药房中体量较大的上市标的有阿里健康，另有京东健康在拟 IPO 进程中。阿里健康增速较快（2018 年年报增长 108%，2019 年年报增长 88%），但尚未实现盈利，主要受营销推广，以及旗下药房自营业务中仓储、物流、客服等成本较高影响，后续我们再专门做对比。

首先，我们来看四大龙头近期的季报数据：

中报营收增速层面，从高到低依次为：大参林（32.14%）、益丰药房（24.65%）、老百姓（20.84%）、一心堂（19.15%），其中，大参林和一心堂超出市场预期，而老百姓和益丰药房略微低于一致预期。

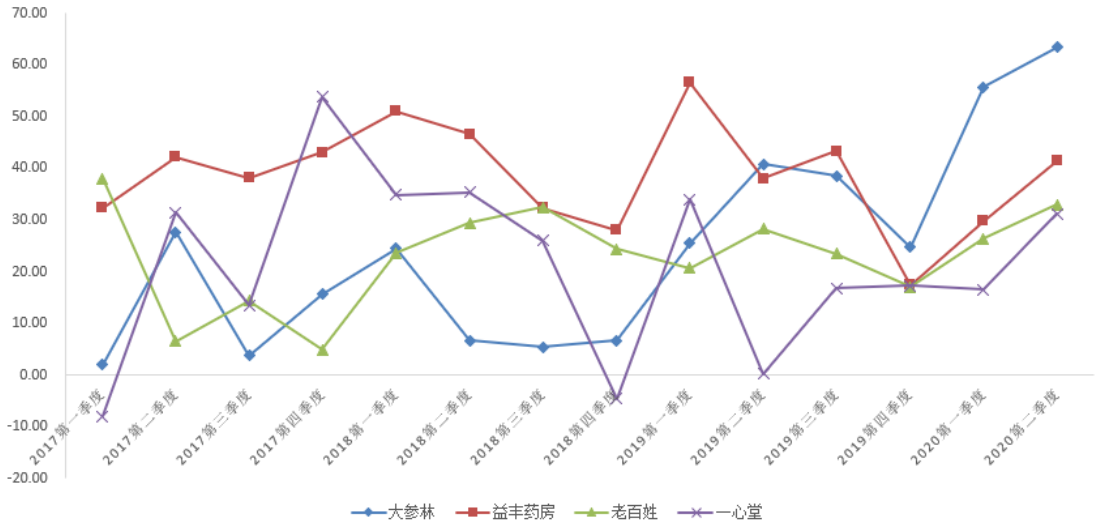
中报净利润增速层面，从高到低依次为：大参林（59.73%）、益丰药房（35.79%）、老百姓（29.20%）、一心堂（23.53%）。

然后，我们再来复盘四家线下药房的历史增长情况（近十个季度）：



图：四大药房历史营收增速情况

来源：塔坚研究



图：四大药房历史净利润增速情况

来源：塔坚研究

从历史增速上来看，益丰药房在 2019 年的表现特别突出，主要原因在于其并购扩张药房数量较多，这一点也可从其高达 31 亿元的商誉上可以看出。

整体来看，上市的这四家药房，大致维持着 20%左右的同比增速水平，

近 10 个季度增长数据来看，大参林的增长更高且更稳健，高于另外三家药房。

这个数据，是值得我们深入思考的：作为一个区域性龙头，大参林布局主要在广东地区，为什么它的增长，比起全国化布局，甚至有并购扩张的老百姓、益丰药房，都毫不逊色？

（贰）

如果再对比一下回报数据，上面的疑问会更加强烈：从代表公司的回报水平上来看，大参林仍然更加突出，而益丰和老百姓的回报率相对低。

证券简称	投入资本回报率ROIC(TTM) [报告期] 2017年报 [单位] %	投入资本回报率ROIC(TTM) [报告期] 2018年报 [单位] %	投入资本回报率ROIC(TTM) [报告期] 2019年报 [单位] %	投入资本回报率ROIC(TTM) [报告期] 今年中报 [单位] %
大参林	14.32	15.46	15.08	18.28
益丰药房	9.86	8.40	9.91	8.30
老百姓	8.88	8.57	8.89	8.87
一心堂	8.47	10.75	11.89	12.40

图：代表公司 ROIC 水平

来源：塔坚研究

主要原因，在于益丰和老百姓扩张门店中收购比例较高，导致商誉较高。两家的商誉都在 30 亿左右，而大参林和一心堂的商誉只有 10 亿左右。

		2017年	2018年	2019年	2020中报
净利率	老百姓	5.29	5.32	5.27	6.18
	一心堂	5.45	5.66	5.76	6.91
	大参林	6.40	5.93	6.25	8.73
	益丰药房	6.60	6.39	5.93	7.36
总资产周转率	老百姓	1.29	1.25	1.27	0.64
	一心堂	1.18	1.27	1.37	0.72
	大参林	1.58	1.43	1.47	0.78
	益丰药房	1.07	1.09	1.21	0.61
权益乘数	老百姓	2.43	2.54	2.82	2.72
	一心堂	2.13	1.87	1.77	1.76
	大参林	2.31	2.13	2.09	1.97
	益丰药房	1.47	1.75	1.99	2.15

图：杜邦分析　　来源：塔坚研究

静态的 ROE 对比来看，四家虽然有差异，但目前的差异并不显著，主要是扩张策略带来，全国扩张较为激进的药房回报较低，地方性经营、扩张较慢的回报较高。在这种“四家看上去差不多”的情况下，到底未来谁的发展会更好？这将是我们要长期思考的问题。

（叁）

要解决长期增长问题，得先要从未来的行业增长核心驱动力入手。

回顾我们的前一份药房产业链报告，其中我们提到，线下药房有两个驱动力，一是行业药品销售额的增加，一是药房渠道占比的提升（详见产业链报告库，此处不详述）。

对于药房来说，替代公立医院渠道的药品零售，提升自身占比，是其现阶段的核心增长驱动力。医药零售总额的增长，本次我们不再赘述，年化约为 3%。

开购优塾

重点的差异，在渠道结构上，当下，医院渠道（公立医院+基层医院）占比约为 77%，线下药房占比 18.47%，电商渠道占比为 4.53%。

这个结构，与美日等发达地区有较大的差异，根据民生证券披露，美国药品医院渠道占比仅为 20%，远低于我国的 77%，如果我国的医院渠道占比降低，那么，线下药房和线上药房的份额将会显著提升。

目前，能让药房结构占比在短期内快提升的催化剂，是处方药外流。即，医院开处方药，患者到外部药房买药。

处方药，在我国的医药消费中占比为 66%，一旦将这部分转移给外部药房，药房的结构占比推进速度将快速提升。

因此，本篇报告中，我们会重点研究：

1）处方药外流的过程中，存在什么样的障碍，线下药房是否会受益？

2）医药零售结构演变的过程中，药房的受益程度是多少，药房的在医药消费的结构占比会达到多少？

这两个问题解决后，我们对于行业的增长和回报，都会有更加确定的答案。

未阅优塾

（肆）

首先，我们来看处方药外流存在的障碍，这需要复盘美日处方药外流的情况。

1、美国—

根据中信证券整理，美国 59%的药品是通过连锁药店、单点药房销售出去，其中处方药销售终端，药房占比为 83.3%，背后的原因主要在于**医药分家体系**。美国医生主要负责为病人诊断病情，开处方，而药剂师则按照医生的处方来向病人推荐药品，病人再去药房购买。

而零售渠道的处方审核权和健康险的药品目标则掌控在 PBM(PharmacyBenefit Management)手中。PBM 于 20 世纪 60 年代末出现在美国，是介于保险机构、制药商、医院和药房间的管理协调组织，成立的目的在于对医疗费用进行有效管理，节省支出，增加药品效益。

PBM 体系中，审核医生处方，为患者推荐药品，而美国商业保险较为发达，为药品买单的多为保险机构，因此保险机构参与其中对药品是否具备疗效、药品性价比有正反馈机制。久而久之，这个体系的设立，则逐步淘汰高价且药效不显著的药品，即促使药品行业趋于“高性价比”中。

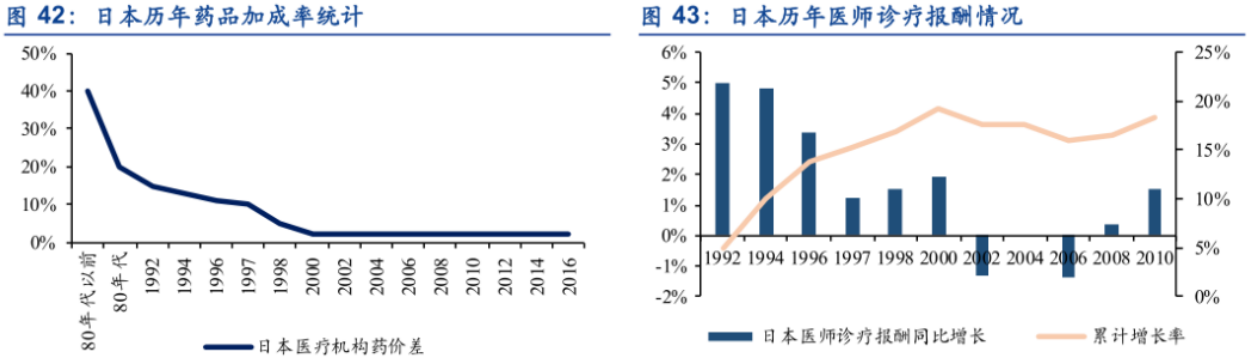
优塾

此外，美国线上和线下零售药房均已实现电子处方共享机制，根据中信证券披露，美国 10 家药店中，有 9 家可以接受电子处方，美国 70%的医生使用电子处方。

2、日本——

日本曾经也经历过以药养医的阶段，后续通过“提高诊疗报酬+降低药品加成”，来逐步推动医药分家情况。根据安信证券整理，1956 年日本修订《药师法》、《医师法》明确医药分家制度，逐步推动医药分离和处方药外流。

比如，1992 年到 2010 年医生诊疗报酬率提高 18%，药品加成率从 90 年代的 40%降到当下的 2%。



图：日本药品加成 VS 医师报酬

来源：日本制药工业协会、安信证券

总结一下，美日医药零售结构演变的过程中，有两个重要的推进条件：**一是政策导向医药分家，一是处方共享信息体系。**

回到我国当下的医疗环境，首先，我国的政策导向同样鼓励医药分家，典型措施就是药品集采降价，这一点与日本的医药分家和减少药品加成措施相吻合。

因此，医院渠道占比能否下降，重点要看处方共享体系的建立进度。那么，处方共享，目前推进到什么地步了？

（伍）

通过安信整理有关药房相关的政策，可以发现我国目前已经开始布局以省、市为单位的电子处方共享平台，其中，推进较快的是**广东省**，慢病药物已经可通过药房购买，享受医保支付。

采购优塾

表 3：历年零售药房行业政策梳理

颁布时间	相关部门	颁布文件	主要内容/影响
2017-1-24	国务院	《国务院办公厅关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	推动零售药房分级分类管理；统筹推进取消药品加成、鼓励到零售药店购药等
2017-04-19	卫计委、财政部等 7 部门	《关于全面推开公立医院综合改革工作的通知》	全面推开公立医院综合改革，全部取消药品加成
2017-10-25	梧州市卫计委	《梧州市处方信息共享平台药店申报登记管理制度（试行）》	梧州市 20 多家医院和百家药店接入处方共享平台，推动处方外流
2018-11-23	商务部	《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》	1.一类药店可经营乙类非处方药;二类药店可经营非处方药、处方药、中药饮片;三类药店可经营非处方药、处方药、中药饮片；2.明确门店执业药师要求：1）一类门店至少配备 1 名药师；2）二类门店至少配备 1 名执业药师和 2 名药师；3）三类门店至少配备 2 名执业药师和 2 名药师
2019-1-1	国务院	《国家组织药品集中采购和使用试点方案》	加速处方外流至零售药店
2019-3-19	国家药监局	《关于开展药品零售企业执业药师“挂证”行为整治工作的通知》	所有注册执业在药品零售企业的执业药师开展自查。凡“挂证”行为，应立即改正或于 2019 年 4 月 30 日前主动申请注销《执业药师注册证》
2019-9-25	国家医疗保障局等 9 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的实施意见》	医保定点零售药店可在中选价格基础上适当加价，超出支付标准部分由患者自付，支付标准以下部分由医保报销
2019-11-29	广东省卫健委、广东省药监局等	《关于推动广东省基本医疗保险定点零售药店做好慢性病用药供应保障工作的指导意见》	1.零售药店提供的慢病用药范围，新增 17 种谈判抗癌药、国家组织药品集中采购中选产品、高血压和糖尿病用药 2.参保患者凭处方到药店购药时只需支付应由个人承担的费用，由医保支付的费用由医保经办与零售药店进行结算

资料来源：政府官网、安信证券研究中心

图：零售药房相关的政策

来源：安信证券

总结一下，在电子处方以及支付体系上，我国已经开始实施，但目前还处在比较早期的阶段，首先，需要各省内建立制度，其次，才可能全国性的推广。

从这点来看，目前，药房的受益是由点到面的，改革较早的省份内，药房会优先受益，因此，需要重点关注的省份是广东。其次，可以重点关注的是江苏、浙江、山东，以及北上为代表的经济较发达身份。（因而，从财务数据上，我们能看到，核心位置为广东片区的大参林，回报比其他家都高、增长也更快）

总体来看，电子处方的推进仍是大概率事件，因此，我们认为线上和线下药房替代医院渠道的趋势较为确定，并且，未来四大药房龙头中，谁在这个方向上布局更好，谁的增长就会更快、回报就会更高。

但接下来，我们还要解决一个问题：线下药房的结构占比到底能达到多少？其还有多少份额，会被电商渠道替代？

（陆）

首先，医院、药房、电商三大药品零售渠道，在远期的变化中，医院的比重大概率下降，此处，我们参照美国的水平，医院渠道的占比从当前的 77%，下降到 20%。

剩余 80%的零售份额中，由药房（四大龙头为代表）、电商（阿里健康、京东健康等）来瓜分。80%的份额中，我们还要根据处方药比例（66%），来拆分为处方药（66%*80%=52.8%）和非处方药（34*80%=27.2%）。

在非处方药领域，我们预计被电商替代的概率较大，由于其标准化程度较高，可以参照当前电商渗透率较高的消费品类，如家电行业（渗透率 40%）。

开阔优塾

在非处方药领域，我们假设电商的渗透率远期能够达到家电的渗透水平 40%，即，10.88%的份额，这是线上药房未来大概率能够获取的。

其次，在处方药领域，我们设立一个情景假设开关：

1、乐观情况下——处方药无法被电商替代。

当前，处方药走线上渠道的比例非常低，以医药电商龙头阿里健康为例，其线上药房在大部分地区都无法接入医保（除卫生事件期间的武汉），考虑到线上流通处方药会涉及跨省医保支付等问题，目前较难解决。

根据京东健康统计，目前用户在网上购买的商品，多为保健品：



图：网上药房售卖品类 来源：京东健康

我们假设电商在处方药领域的渗透率维持当前水平，为 4.5%，则药品电商总结构占比为：52.8%*4.5%+10.88%=13%，远期较当前有 2.7 倍的空间，假定十年达到这个水平，考虑到医药零售行业本身有 3%左右的年化增长，线上药店的年化增速大约为 13%。

同时，远期线下药房的结构占比预计将达到 67.01%，较当前有 3.3 倍的增长空间，如果十年达到这个水平，年化增长有 12.6%，考虑到医药零售行业本身 3%左右的年化增长，增速能够达到 15.6%。

2、保守情况下，假设处方药领域，电商能够实现替代。

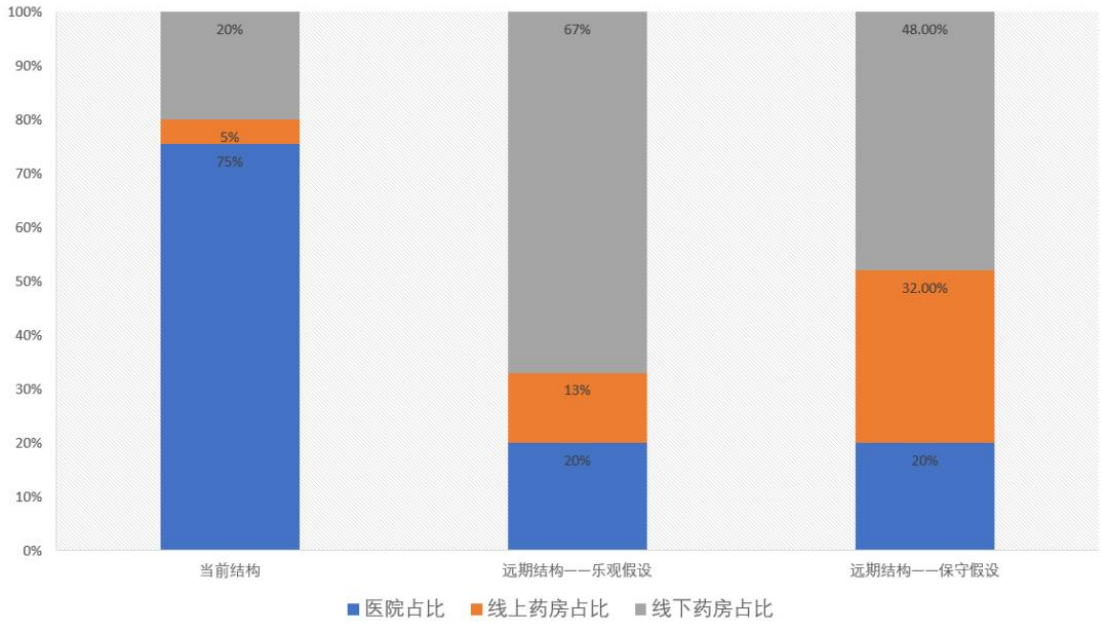
我们假设，在远期，线上医保打通后，医药电商的渗透水平也能达到家电的线上渗透率水平 40%，则线上药店的总结构占比为：52.8%*40%+10.88%=32%。较当前有 7.1 倍的空间，年化增速大约为 25%。

线下药房的结构占比为 53.28%，较当前有 2.6 倍的增长空间，如果十年达到这个水平，年化增长有 10%，增速能够达到 13%。

综合乐观情境和保守情境，测算下来，线下药房的增长，能够达到 12%-16%左右的水平，线上电商渠道的年化增长，大约为 14-25%左右的水平。

非购优塾

虽然医保政策和电子处方共享的推出时点不确定，但远期医药零售的结构演变，大概率在这两中情景假设区间中。



图：情景假设下医药零售结构

来源：塔坚研究

具体的测算参数和结果，如下表：

乐观情况	行业增速	结构增速	总年化增速
线上药房增速	3%	11%	14%
线下药房增速	3%	13%	16%

保守情况	行业增速	结构增速	总年化增速
线上药房增速	3%	22%	25%
线下药房增速	3%	9%	12%

（柒）

研究至此，线下药房未来的趋势已经分析清楚：核心增长逻辑，是处方药外流。那么，接下来，我们需要思考的是，什么样的药房，在处方药外流的大趋势中，受益更多？

处方药外流，相当于会让原本的门店中额外多处一块收入，在单店收入提升概率较大的背景下，谁的开店数量更快，谁的增长和回报水平就更高。

因此，我们重点来对比各家，在开店方面谁更有优势。

整个对比，我们分为四大核心因子：开店速度，开店思路，单店运营能力，未来承接处方药能力。

1）开店速度：主要看门店数量，净开店数量，及增速：

门店数量	大参林	一心堂	老百姓	益丰药房
2019年末	4756	6266	5128	4752
自建	439	535	418	269
收购	2		94	45
加盟	52		202	108
搬迁		88		
闭店	37	30	41	37
净增门店数	456	417	673	385
2020H1	5212	6683	5801	5137

图：2019 年年末及 2020 年 1H 各家门店变化情况（单位：家）

来源：塔坚研究

优塾精选

从门店总量上来看，一心堂>老百姓>大参林>益丰药房，从近一个报告期净增门店的数量上来看，老百姓>大参林>一心堂>益丰药房。

从近期的开店节奏来看，势头较强的是老百姓和大参林。

2）开店思路：重点看收入体量及门店分布：

……

以上，为本报告部分内容。近期我们新开辟了基金笔记、宏观笔记、产业链梳理笔记三个研究系列。如需获取全部行业笔记、基金笔记、宏观笔记、建模笔记，请扫描下方二维码订阅专业版报告库。一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。

扫码阅读优塾核心产品

专业版报告库

如需了解更多，请添加工作人员微信：ys_dsj

【版权与免责声明】1）关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2）关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参

考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3）关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4）关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。

非购优塾