生物医药行业之医药零售篇——

后疫情时代经营加速分化，新一轮并购与上市潮隐现

■门店销售基本恢复，后疫情时代药店经营加速分化。受上半年疫情影响，药店行业上半年销售额与 2019 年基本持平，近 500 家样本药店销售额仅同比增长 0.34%。其中，Q1 药店客流量明显下滑，但客品数增加带动客单价提升；Q2 国内疫情趋于稳定，客流量基本恢复正常水平。不同门店规模的药店经营在上半年出现明显分化，五强企业营收、利润均保持 20%以上增长，明显好于样本药店平均，预计后疫情时代经营发展差距将会进一步拉大。

■上市公司业绩表现优异，明显好于零售药店行业整体。2020 年中报出炉，零售药店相关上市公司表现优异，明显好于零售药店行业整体。其中，老百姓全年扩张计划受疫情影响较小，引入腾讯系战投有望加快 O2O 业务发展；一心堂云南省外门店快速发展，省、市、县、乡镇的立体化门店布局有助于巩固优势；大参林上半年业绩亮眼，盈利能力继续提升，下半年扩张资金充裕；益丰药房扩张资金充裕，与爱尔眼科合作有望实现流量融合。

■行业规范化政策持续推进，建议关注新一轮并购与上市业务机会。近期，互联网+医保、执业药师差异化配备要求、药品零售连锁新附录、医保个人账户改革相关政策相继出台，有望规范行业经营发展，提高药店行业在慢病管理、门诊统筹场景下的处方外流承接能力，加速连锁化率与集中度提升。现阶段，一级市场并购价格从 2018 年的 1.0-1.5 倍回归至当前的 0.5-1 倍，新一轮并购潮和上市潮隐现，建议关注并购融资、财务顾问、募集资金营销等相关业务机会。

■风险提示。建议关注药品降价大于预期、处方外流速度不达预期、门店饱和加剧行业竞争等风险。

张晏铭

研究院行业研究员

☎：0755-83195378

✉：zhangyanming118@cmbchina.com

王海量

研究院行业研究员

☎：0755-83076585

✉：hailiang_wang@cmbchina.com

许南兰

投资银行部并购融资团队

☎：0755-88026083

✉：xunanlan1205@cmbchina.com

相关研究报告

《行业深度|医药：零售药店篇—借集中度提升机遇，以并购为抓手深化药店综合经营》

2020.4.25

《行业跟踪|医药：零售药店篇—竞争加剧经营分化，头部公司稳健扩张》

2020.5.11

《行业跟踪|医药：医药电商篇—经营模式探索期，金融业务关注互联网融合》

2020.6.29

目录

1．门店销售基本恢复，后疫情时代药店经营加速分化 1
1.1 药店 H1 销售额同比持平，Q1 客单价提升，Q2 客流量恢复 1
1.2 经营分化加剧，不同门店规模药店发展差距进一步拉大 2
2．相关上市公司业绩表现 4
2.1 老百姓：全年扩张受影响较小，腾讯系战投加快 O2O 发展 4
2.2 一心堂：云南省外快速发展，立体化门店布局构筑壁垒 5
2.3 大参林：上半年业绩增速亮眼，下半年扩张资金充裕 6
2.4 益丰药房：扩张资金充裕，与爱尔合作有望实现流量融合 7
3．行业近期政策与并购动态点评 9
3.1 行业政策点评 9
政策 1：互联网+医保政策加速处方外流速度 9
政策 2：执业医师差异化配备要求是结合国情的过渡性政策 9
政策 3：药品零售连锁新附录规范行业发展，连锁化有望加速 9
政策 4：医保个人账户改革，慢病支付范围有望扩大 10
3.2 并购动态点评 10
动态 1：并购价格降温，建议关注新一轮热潮下并购融资业务机会 10
动态 2：上市潮隐现，建议关注财务顾问或募集资金营销业务机会 11
风险提示 12
药品降价大于预期风险 12
处方外流速度不达预期 12
门店饱和加剧行业竞争 12

图目录

图 1：零售药店药品销售额及增速（亿元，%）.....1
图 2：2020H1 与 2019H1 零售药店核心指标对比.....1
图 3：2020H1 药店店均销售额变化.....1
图 4：2020H1 药店店均订单量、客单价变化.....1
图 5：单体与连锁药店门店数量及增速（家，%）.....3
图 6：我国零售药店店均服务人口及集中度情况.....3

表目录

表 1：上市连锁药房 2020 年 H1 主要财务指标对比.....3
表 2：老百姓 2020H1 主要指标.....5
表 3：一心堂 2020H1 主要指标.....6
表 4：大参林 2020H1 主要指标.....7
表 5：益丰药房 2020H1 主要指标.....8
表 6：2020H1 药店行业已公开的重大并购案例.....11
表 7：拟上市地方龙头连锁药店基本情况.....11

附录

附录 12019-2020 年度中国药店直营连锁 30 强.....13

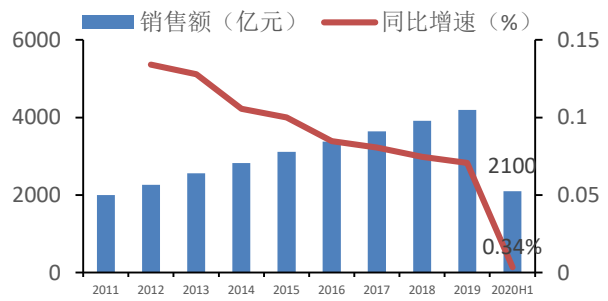
1. 门店销售基本恢复，后疫情时代药店经营加速分化

1.1 药店 H1 销售额同比持平，Q1 客单价提升，Q2 客流量恢复

根据米内网数据，2019 年我国药品销售额实现近 1.8 万亿，同比增长 4.8%，其中零售药店渠道达到 4196 亿元，同比增长 7.1%。2020H1 受新冠肺炎疫情影响，零售药店出现较大幅度的客流下滑，拖累行业整体销售额增长。根据中康 CMH 数据，2020H1 我国样本零售药店销售同比增长 0.34%。

经受疫情影响之后，零售药店 2020H1 的销售额数据较 2019H1 表面基本持平，但药店经营核心指标都发生了深刻变化。其中，2020H1 店均客流量较同期下降 9.23%，客单价较同期增长 12.08%。分阶段看，Q1 主要表现为客流量受疫情影响明显下滑，同时客品数增加带动客单价提升。Q2 国内疫情趋于稳定，客流逐步回暖，客品数减少，客单价增速相应放缓。

图 1：零售药店药品销售额及增速（亿元，%）



注：2020H1 数据为根据中康 CMH 样本数据的估算值

资料来源：米内网，中康 CMH，招商银行研究院

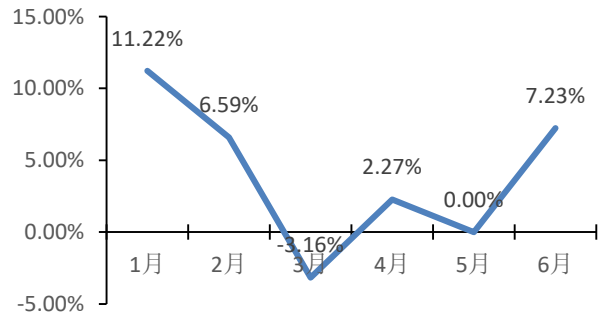
图 2：2020H1 与 2019H1 零售药店核心指标对比

	月店均销售额	月店均客流量	进销毛利率	客单价
2019H1	323751 元	4025 人次	30.2%	79.1 元
2020H1	328565 元	3654 人次	29.5%	88.6 元
变化率	+1.49%	-9.23%	-2.34%	+12.08%
差额	+4814 元	-371 人次	-0.70%	+9.5 元

注：样本取自中国药店对 468 家样本门店的调查

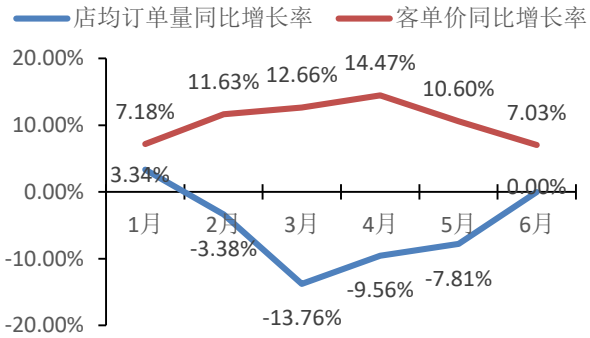
资料来源：中国药店，招商银行研究院

图 3：2020H1 药店店均销售额变化



资料来源：中康 CMH、招商银行研究院

图 4：2020H1 药店店均订单量、客单价变化



资料来源：中康 CMH、招商银行研究院

1.2 经营分化加剧，不同门店规模药店发展差距进一步拉大

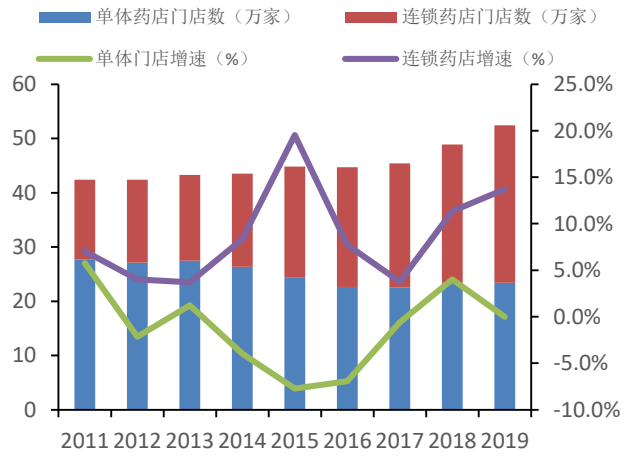
根据 8 月 5 日药监局数据，2019 年我国单体药店门店数量为 23.4 万家，连锁药店门店数量为 29.0 万家，由 6701 家企业经营，连锁化率达到 55.34%。如果参照 WHO 的指导建议，单个药店服务人数在 2500 人为佳，2019 年我国店均服务人数 2721 人，接近 WHO 的建议水平。上述现象意味着药店分布已经较为密集，门店数量新增空间不算充裕。

连锁药店相比单体药店，具有较大优势，推动近年药店连锁化率有明显提升。首先是成本优势，连锁药店向上游采购规模大，议价能力强，商品成本低于单体药店；其次是品牌优势，连锁药店门店众多，通过专业化服务不断强化其品牌形象，获客能力更强；最后药店行业进入严监管时代，合规成本提升，连锁药店竞争优势明显。**现阶段，连锁药店的平均连锁规模仍然较小，根据 2019 年数据测算连锁药店平均门店仅为 43.28 家，不同门店规模药店经营分化或将进一步拉大**。

- 小型连锁与单体药店：由于行业经营压力提升以及高门槛的专业化药房成为投资建设重点，2019 年单店投资额有明显提升，达到 44.4 万元。预计小型连锁和单体店新开门店的盈利能力的难度仍会逐渐加大。
- 百强连锁药店：百强连锁药店平均拥有门店仍保持高速上升趋势（同比增长 12.4%），2019 年已达 1026 家，是连锁药店平均的 23 倍。同时，百强连锁药店依托规模和品牌优势进行高速门店扩张，进一步强化区域布局优势，2019 年收入增速 13.07%，约是行业均值的 2 倍
- 上市连锁药店：上市连锁药店拥有门店均在 5000 家以上，在各自重点布局的区域（如大参林在广东，益丰在江苏、湖南等）市占率已超过 10%，销售收入和利润在上半年均保持 20%以上的增速（前文测算同期行业收入增速为 0.34%），明显好于行业平均和百强连锁平均。

考虑到连锁化率逐年提升，竞争日趋平衡化，以及人力和房租等成本上升，连锁扩张的难度实际上在逐年加大，未来竞争更多依赖于优秀门店布局以及精细化门店管理。拥有充足并购资金、更强管理经验将成为药品零售行业竞争中胜出的关键因素。

图 5：单体与连锁药店门店数量及增速（家，%）



资料来源：药监局、招商银行研究院

图 6：我国零售药店店均服务人口及集中度情况

	2015	2016	2017	2018	2019
药店门店总数	44.8 万	44.7 万	45.4 万	48.9 万	52.4 万
店均服务人口	3068 人	3093 人	3062 人	2854 人	2721 人
连锁率	45.76%	49.44%	50.44%	52.15%	55.34%
TOP100 连锁市场份额	34.95%	37.12%	38.13%	43.14%	45.92%
TOP5 连锁市场份额	7.95%	9.01%	10.00%	11.32%	13.18%

资料来源：药监局、国家统计局、招商银行研究院

表 1：上市连锁药房 2020 年 H1 主要财务指标对比

	老百姓	一心堂	大参林	益丰药房	国大药房
营业收入					
营业收入（亿元）	66.87	60.29	69.40	62.93	86.13
YoY（%）	20.84%	19.15%	32.14%	24.65%	32.94%
利润总额（亿元）	5.25	5.20	8.18	6.22	-
YoY（%）	29.19%	26.91%	59.36%	36.41%	-
归母净利润（亿元）	3.36	4.16	5.95	4.12	1.80
YoY（%）	24.39%	23.46%	56.21%	33.84%	21.96%
扣非归母净利润（亿元）	3.07	4.00	5.81	3.98	-
YoY（%）	20.16%	19.43%	55.73%	31.20%	-
盈利能力					
销售毛利率（%）	32.31%	36.21%	38.07%	38.08%	24.81%
销售期间费用率（%）	24.63%	27.74%	26.20%	28.18%	-
销售净利率（%）	6.18%	6.91%	8.73%	7.36%	-
ROE（摊薄，%）	8.15%	8.49%	12.58%	8.14%	-
现金流量					
经营现金净流量（亿元）	4.53	5.75	6.26	4.12	-
投资现金净流量（亿元）	-8.04	-5.90	0.79	-11.95	-
筹资现金净流量（亿元）	2.86	-0.09	-2.12	18.82	-
资产结构					
总资产（亿元）	107.95	87.82	90.32	113.66	-
YoY（%）	14.24%	15.27%	17.33%	40.33%	-
总负债（亿元）	62.16	38.77	41.95	60.50	-
YoY（%）	8.54%	17.54%	-2.40%	67.15%	-
资产负债率（%）	57.58%	44.15%	46.45%	53.23%	-
流动比率（%）	0.96	1.90%	1.36	1.77	-
门店经营					
2020H1 末门店数（含加盟，家）	5801（1436）	6683	5212（106）	5137（493）	5838（1322）
日均坪效（元/平方米）	61	44	89	66	81
应付账款周转率（次）	3.17	2.40	3.03	4.28	-
存货周转率（次）	2.14	1.86	2.02	2.10	-

资料来源：公司公告、wind、招商银行研究院

2. 相关上市公司业绩表现

疫情期间大连锁药店凭借厂家直采及自有物流优势积极承担防疫物资供应、处方药配送等职能，品牌力和社会价值进一步凸显。结合 2020H1 上市连锁药店公司报表，Q2 业绩从疫情影响中基本恢复，处方药及疫情催化下防疫物资等品类销售持续提升，带动公司营收及净利润增速均在 20%以上。**考虑四大民营连锁药店 Q2 业绩总体呈现环比加速趋势，销售经营情况恢复较好，预计 2020 年收入规模均有望继续保持在百亿以上。**

2020H1 四大民营连锁药店门店扩张布局稳步推进。上半年老百姓、一心堂、大参林、益丰药房直营门店分别增长至 4365 家、6683 家、5212 家、5137 家。老百姓、大参林、益丰药房加盟门店分别增长至 1436 家、106 家、493 家，较 2019 年末分别增长 16.37%、96.30%、27.72%。

2.1 老百姓：全年扩张受影响较小，腾讯系战投加快 020 发展

公司 2020H1 实现收入、净利润、扣非净利润 66.87 亿元、3.36 亿元、3.07 亿元，同比增速为+20.84%、+24.39%、+20.16%。公司 2020Q2 实现收入、净利润、扣非净利润 34.04 亿元、1.40 亿元、1.37 亿元，同比增速为+21.32%、+26.39%、+25.46%。受益处方外流趋势，DTP 药房、特慢病药房、O2O 等新兴业务快速发展。

公司 2020H1 新增门店 512 家，其中新建门店 418 家，并购门店 94 家，加盟店 280 家，关闭门店 41 家，净增门店 471 家。

（招商银行各部如需公司业绩简评，请以文末联系方式联系招商银行研究院。）

表 2：老百姓 2020H1 主要指标

营业收入-分产品	营业收入（亿元）	YoY(%)	占营业收入比重
中西成药	50.99	15.88%	76.25%
中药	3.82	-3.11%	5.72%
非药品	12.06	63.15%	18.03%
合计	66.87	20.84%	100.00%
营业收入-分地区	营业收入（亿元）	YoY(%)	占营业收入比重
华中地区	26.36	29.44%	39.42%
华南地区	4.59	10.18%	6.87%
华北地区	8.08	27.25%	12.09%
华东地区	18.24	16.36%	27.28%
西北地区	9.59	9.29%	14.35%
合计	66.87	20.84%	100.00%
费用率	本期发生额（亿元）	本期费用率（%）	费用率同比增减
销售费用	13.16	19.68%	-2.04%
管理费用	3.02	4.51%	-0.04%
财务费用	0.29	0.43%	-0.03%
门店数量-分地区	新增门店（较 2019 期末）	关闭门店（较 2019 期末）	本期末门店数量
华中地区	266	10	1487
华南地区	11	5	349
华北地区	39	4	559
华东地区	133	15	1370
西北地区	63	7	600
合计	512	41	4365
门店经营（直营门店，较 2019 期末）	门店数量（家）	门店面积（万平方米）	日均坪效（含税，元/平方米）
旗舰店	114（+1）	5.27（-0.70）	149（+7）
大店	203（-5）	4.71（-0.28）	85（+1）
中小店	4048（+475）	45.34（+5.8）	48（+2）
合计	4365（+471）	55.32（+5.1）	61（+1）

资料来源：公司公告、wind、招商银行研究院

2.2 一心堂：云南省外快速发展，立体化门店布局构筑壁垒

公司 2020H1 实现收入、净利润、扣非净利润 60.29 亿元、4.16 亿元、4.00 亿元，同比增速为+20.84%、+23.46%、+19.43%。公司 2020Q2 实现收入、净利润、扣非净利润 29.42 亿元、2.12 亿元、2.01 亿元，同比增速为+18.99%、+30.67%、+23.87%。公司发力云南省外川渝、桂琼、山西三个重点突破区域布局，销售增速均超 20%。

公司 2020H1 新增直营门店 535 家，其中新建门店 535 家，搬迁门店 88 家，关闭门店 30 家，净增直营门店 417 家。

（招商银行各部如需公司业绩简评，请以文末联系方式联系招商银行研究院。）

表 3：一心堂 2020H1 主要指标

营业收入-分产品	营业收入（亿元）	YoY(%)	占营业收入比重
中西成药	41.64	12.50%	69.06%
医疗器械及计生、消毒用品	7.95	128.88%	13.19%
中药	5.18	31.10%	8.59%
其他	4.72	-4.73%	7.83%
其他业务收入	0.80	-33.87%	1.33%
合计	60.29	19.15%	100.00%
营业收入-分地区	营业收入（亿元）	YoY(%)	占营业收入比重
西南地区	50.31	19.69%	83.45%
华南地区	6.17	25.22%	10.24%
华北地区	2.70	21.02%	4.47%
华东地区	0.05	16.01%	0.24%
华中地区	0.15	43.83%	0.08%
海外地区	0.11	208.90%	0.19%
其他业务	0.80	-33.87%	1.33%
合计	60.29	19.15%	100.00%
费用率	本期发生额（亿元）	本期费用率（%）	费用率同比增减
销售费用	14.61	24.24%	-2.39%
管理费用	2.05	3.40%	-0.29%
财务费用	0.06	0.10%	-0.06%
门店数量-分地区	新增门店（较 2019 期末）	关闭门店（较 2019 期末）	本期末门店数量
云南省	306（含 58 搬迁）	5	4063
广西省	36（含 9 搬迁）	9	608
贵州省	40（含 2 搬迁）	0	280
四川省	78（含 11 搬迁）	10	813
山西省	15	2	376
重庆市	31（含 1 搬迁）	4	236
上海市	2（含 1 搬迁）	0	10
天津市	1	0	9
海南省	25（含 6 搬迁）	0	271
河南省	1	0	17
合计	535（含 88 搬迁）	30	6683
门店经营（直营，较 2019 期末）	门店数量（家）	门店面积（万平方米）	日均坪效（含税，元/平方米）	租金效率（含税，年销售额/租金）
省会级	1612（+93）	19.89（+0.98）	50.16（+2.86）	13.06（+1.26）
地市级	2075（+203）	23.16（+1.85）	47.52（+2.65）	17.70（+1.12）
县市级	1700（+61）	18.30（+0.49）	47.81（+4.10）	17.69（+3.37）
乡镇级	1296（+60）	9.94（+0.51）	48.08（+7.33）	29.33（+2.68）
合计	6683（417）	71.29（+3.83）	44.34（+4.09）	18.87（+2.04）

资料来源：公司公告、wind、招商银行研究院

2.3 大参林：上半年业绩增速亮眼，下半年扩张资金充裕

公司 2020H1 实现收入、净利润、扣非净利润 42.98 亿元、5.95 亿元、5.81 亿元，同比增速为+32.14%、+56.21%、+55.73%。公司 2020Q2 实现收入、净利润、扣非净利润 35.78 亿元、3.14 亿元、3.10 亿元，同比增速为+33.82%、+59.90%、+58.48%。

公司 2020H1 新增门店 493 家，其中新建门店 439 家，并购门店 2 家，加盟店 52 家，关闭门店 37 家，净增门店 456 家。

（招商银行各部如需公司业绩简评，请以文末联系方式联系招商银行研究院。）

表 4：大参林 2020H1 主要指标

营业收入-分产品	营业收入（亿元）	YoY(%)	占营业收入比重
中西成药	42.41	24.89%	61.11%
参茸滋补药材	9.17	18.72%	13.21%
非药品	16.42	70.10%	23.65%
其他业务	1.41	-	2.03%
合计	69.40	32.14%	100.00%
营业收入-分地区	营业收入（亿元）	YoY(%)	占营业收入比重
华南地区	57.44	27.72%	82.79%
华中地区	5.06	27.35%	7.28%
华东地区	3.48	65.49%	5.01%
东北华北及西北地区	2.02	605.12%	2.91%
其他业务	1.41	-	2.03%
合计	69.40	32.14%	100.00%
费用率	本期发生额（亿元）	本期费用率（%）	费用率同比增减
销售费用	15.36	22.13%	-3.25%
管理费用	2.83	4.08%	+0.03%
财务费用	-0.02	-	-0.30%
门店数量-分地区	新增门店（较 2019 期末）	关闭门店（较 2019 期末）	本期末门店数量
华南地区	402（含 43 加盟）	22	4195
华中地区	35	4	370
华东地区	41（含 9 加盟）	6	467
东北华北及西北地区	15	5	180
合计	493	37	5212
门店经营（较 2019 期末）	门店数量（家）	门店面积（万平方米）	日均坪效（含税，元/平方米）
华南地区	4195（+380）	35.13（+2.87）	96.09（+5.23）
华中地区	370（+31）	3.62（+0.39）	58.26（-1.01）
华东地区	467（+35）	4.22（+0.06）	70.79（+7.76）
东北华北及西北地区	180（+10）	2.15（-0.02）	59.85（-18.39）
合计	5212（+456）	45.10（+3.29）	88.93（+2.96）

资料来源：公司公告、wind、招商银行研究院

2.4 益丰药房：扩张资金充裕，与爱尔合作有望实现流量融合

公司 2020H1 实现收入、净利润、扣非净利润 62.93 亿元、4.12 亿元、3.98 亿元，同比增速为+24.65%、+33.84%、+31.20%。公司 2020Q2 实现收入、净利润、扣非净利润 32.45 亿元、2.21 亿元、2.14 亿元，同比增速为+25.83%、+37.65%、+33.21%。

公司 2020H1 新增门店 422 家，其中新建直营门店 269 家，并购门店 45 家，加盟店 108 家，搬迁门店 64 家，关闭门店 37 家，净增门店 385 家。

（招商银行各部如需公司业绩简评，请以文末联系方式联系招商银行研究院。）

表 5：益丰药房 2020H1 主要指标

营业收入-分产品	营业收入（亿元）	YoY(%)	占营业收入比重
医药零售	58.80	-	93.43%
医药批发	18.19	-	28.91%
其他业务	1.65	14.20%	2.62%
分部间抵销	-15.71	-	-24.96%
合计	62.93	24.65%	100.00%
费用率	本期发生额（亿元）	本期费用率（%）	费用率同比增减
销售费用	14.84	23.59%	-1.29%
管理费用	2.52	4.00%	-0.20%
财务费用	0.34	0.54%	-0.15%
门店数量-分地区	新增门店数量	关闭门店数量	期末门店数量
中南地区	229	18	2370
华东地区	169	18	2186
华北地区	24	1	581
合计	422	37	5137
门店经营（直营，较 2019 期末）	门店数量（家）	门店面积（万平方米）	日均坪效（含税，元/平方米）
旗舰店	22（不变）	1.56（不变）	142.46（-8.30）
区域中心店	85（+12）	2.97（+0.42）	53.82（-2.72）
中型社区店	642（+34）	12.02（+0.41）	63.73（+1.69）
小型社区店	3895（+232）	38.28（+1.87）	66.68（+8.17）
合计	4644（+278）	54.83（+2.70）	66.40（+6.97）

注：中南地区包括湖南省、湖北省、广东省；华东地区包括江苏省、上海市、浙江省、江西省；华北地区包括河北省、北京市；

资料来源：公司公告、wind、招商银行研究院

3. 行业近期政策与并购动态点评

3.1 行业政策点评

政策 1：互联网+医保政策加速处方外流速度

7 月 21 日，国务院办公厅发布《关于进一步优化营商环境更好服务市场主体的实施意见》（下称《意见》）。《意见》提出将在保证医疗安全和质量前提下，进一步放宽互联网诊疗范围，将符合条件的互联网医疗服务纳入医保报销范围，制定公布全国统一的互联网医疗审批标准，加快创新型医疗器械审评审批并推进临床应用。

- **点评：**2020 年上半年药监局、医保局、卫健委均发布互联网+医保相关政策，本次国办《意见》的发布是互联网+医保政策快速推进的再次体现。互联网+医保的落地预计将极大推动电子处方的加速应用和普及，也将大大加速医院市场的处方外流和医药分家的真正到来，医药零售行业有望加快承接处方外流增量市场。

政策 2：执业医师差异化配备要求是结合国情的过渡性政策

8 月 17 日，国家药品监督管理局发布《关于规范药品零售企业配备使用执业药师的通知（征求意见稿）》。《征求意见稿》提出，针对当前部分地区执业药师不够用、配备难的实际情况，各省药品监督管理部门在不降低现有执业药师整体配备比例前提下，可制定实施差异化配备使用执业药师的政策，并设置过渡期。过渡期内，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。

- **点评：**国家药监局执业药师资格认证中心去年 11 月发布的数据显示，注册于零售药店执业药师人数仅 46 万余人。业内专家估算，现有执业药师数量仅能满足药品零售企业 7 成需求，这也意味着我们执业药师缺口还非常大。药品零售企业是实现执业药师自身专业价值的平台和载体，转型升级已经迫在眉睫。执业药师差异化配备使用政策是结合我国目前执业药师总体数量不足、分布不均衡的国情提出的过渡性政策，前提是坚持执业药师配备使用的政策导向，最终达到执业药师全部配备。

政策 3：药品零售连锁新附录规范行业发展，连锁化有望加速

8 月 19 日，国家药监局综合司公开征求《药品经营质量管理规范》药品零售连锁附录（征求意见稿）的意见，拟加强连锁药店管理。根据征求意见稿，

连锁企业是由企业总部、配送中心（仓库）和若干家药品零售门店构成，三者是一个完整的有机整体。连锁企业应当在企业总部统一领导下，建立覆盖包括总部各管理部门、企业物流配送机构以及全部连锁门店的质量管理体系，实施统一企业标识、统一管理制度、统一计算机系统、统一人员培训、统一采购配送、统一票据管理、统一药学服务规范，对连锁门店的经营活动履行管理责任，实现规模化、集团化管理经营。

- **点评：**目前广东、陕西、山东等省份也相继发布管理办法，鼓励药品零售连锁经营。此次《征求意见稿》下发，对连锁药店的人员配备、经营管理、药品配送等作出规范性要求，预计将加速药品零售连锁化和规范化，增强零售药店渠道对处方外流承接能力。

政策 4：医保个人账户改革，慢病支付范围有望扩大

8 月 26 日，国家医保局公布《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）》。《指导意见》主要在两方面提出措施，第一是建立完善普通门诊医疗费用统筹保障机制，第二是改进个人账户计入办法，规范个人账户使用范围并加强管理。

- **点评：**未来医保基金或将以家庭共享等方式增强共济属性，特慢病支付水平有望显著上升。门诊统筹有望代替个人医保账户，打开处方外流长期增长空间，拥有特慢病药房布局和药事服务能力强的连锁药店有望率先承接门诊统筹。此外，根据国盛证券测算，在假设支出结构不变的情况下，现有个人医保账户结余能维持 4 年左右的过渡期。

（评论员：张晏铭）

3.2 并购动态点评

动态 1：并购价格降温，建议关注新一轮热潮下并购融资业务机会

零售药店行业在 2016-2017 年间随着高瓴资本、基石资本进入市场大量“扫货”进入了一轮收购高潮，并购估值一度推高，部分交易 P/S 估值高达 2 倍。2018-2019 年，市场逐渐回归理性，行业龙头将大部分精力转向为内部整合及经营提升。目前，一级市场平均并购价格 PS 从 2018 年的 1.0-1.5 倍回归至 2020 年的 0.5-1 倍，PE 从 2018 年的 20-25 倍下降至 2020 年的 15-20 倍，当前一级市场并购环境更利好龙头药房加速并购整合。

随着带量采购等政策的进一步推动，零售药店在售价端和成本端进一步承压，疫情之下不同门店规模的药店客流出现分化，中小连锁药店生存困境突

显，2020 年又迎来了新的一轮并购热潮，与此前资本驱动不同的是，这一次的热潮更直接的驱动力来自于政策与疫情因素。

- *招商银行各部关注业务机会请联系招商银行投资银行部*

表 6：2020H1 药店行业已公开的重大并购案例

投资方 \ 详情	并购标的	并购详情
美尔雅（600107.SZ）	甘肃众友 50%股权	总对价 15 亿元人民币，其中现金支付 8.5 亿元，换股部分对应 6.5 亿元
国药一致（000028.SZ）	成大方圆 100%股权	18.6 亿元对价

资料来源：公开资料整理，招商银行投资银行部、招商银行研究院

动态 2：上市潮隐现，建议关注财务顾问或募集资金营销业务机会

零售药店行业发展的“两条腿”是“管理”和“资本”，薄利行业需要精细化的管理提升盈利能力，也需要资本助力下不断释放规模效应。因此，当区域龙头在某个省份发展相对成熟，达到一定的门店和销售规模后，往往会通过上市借助资本力量进入下一阶段的内部渗透叠加对外扩张。

目前的四家上市公司集中在 2015 年左右上市，五年过去，山东、云南、贵州等省份相继出现了相对成熟的“绝对龙头”，也孕育了行业内的第二轮“上市潮”。

- *招商银行各部关注业务机会请联系招商银行投资银行部*

表 7：拟上市地方龙头连锁药店基本情况

企业 \ 情况	直营门店（家）	加盟门店（家）	营业收入（亿元）	毛利率（%）	净利率（%）	重点发展区域
漱玉平民	1687	-	34.67	33.27%	3.13%	鲁
养天和	182	745	10.78	19.77%	4.80%	湘琼
健之佳	1539	-	35.28	35.15%	4.72%	滇川渝桂
达嘉维康	30	-	24.53	11.81%	3.57%	湘

注：统计截止时间为 2020 年 8 月 30 日，仅统计已交表企业

资料来源：公开资料整理、招商银行投资银行部、招商银行研究院

（评论员：许南兰）

风险提示

药品降价大于预期风险

在医保控费、药品带量采购等政策背景下，国内整体药价可能逐步下降，压缩医药流通渠道的利润空间。如果未来部分药品降价幅度较大，公司需及时降低经营成本和调整商品经营组合，以应对药品零售价格下降给公司带来的经营业绩的影响。

处方外流速度不达预期

2019 年国内公立医院、零售药房、公立基层医疗的处方销售占比分别为 72.20%、12.30%、15.50%，目前公立医院仍为药品销售主要渠道。处方持续外流为零售药房带来重要销售增量。如果处方外流推进低于预期，有可能对药店销售增长造成一定影响。

门店饱和加剧行业竞争

截止 2019 年末，国内药店数量高达 52.4 万家，零售药店行业企业众多、市场集中度较低，行业竞争较为激烈。零售药房企业需强化门店规模、运营管理、信息技术、物流配送、人才队伍等多方面竞争优势，以应对行业竞争加剧对公司盈利能力带来的冲击。

附录 12019-2020 年度中国药店直营连锁 30 强

序号	企业名称	直营（家）	加盟（家）	总门店（家）	医保店（家）	总销售	直营销售	主要分布地区
1	一心堂药业集团股份有限公司	6266	0	6266	5221	115.27 亿	108.83 亿	云南 3820 家，广西 590 家，四川 756 家，山西 363 家，贵州 242 家，海南 252 家，重庆 210 家，上海 9 家，天津 8 家，河南 16 家
2	大参林医药集团股份有限公司	4707	43	4750	2250	123.50 亿	121.40 亿	广东，江西，广西，河南，福建，浙江等
3	益丰大药房连锁股份有限公司	4366	386	4752	3354	113.04 亿	105.48 亿	湖南，湖北，江西，上海，江苏，浙江，河北，北京，广东等
4	老百姓大药店连锁股份有限公司	3900	1200	5100	3400	128.14 亿	112.85 亿	湖南，湖北，江西，河南，广东，广西，北京，天津，河北，内蒙古，山西，陕西，甘肃，宁夏，浙江，上海，安徽，江苏，山东
5	国药控股国大药店有限公司	3744	1277	5021	--	140.29 亿	115.84 亿	安徽，北京，福建，广东，广西，河北，河南，湖南，江苏，辽宁，内蒙古，宁夏，山东，山西，上海，天津，新疆，浙江，吉林，云南，湖北
6	甘肃众友健康医药股份有限公司	3475	0	3475	3288	61.00 亿	61.00 亿	陕西，甘肃，浙江，北京，安徽，湖北，宁夏，青海，新疆等
7	中国海王星辰连锁药店有限公司	3000	0	3000	--	--	--	全国 74 个城市
8	苏州全亿健康药房连锁有限公司	2153	0	2153	1427	70.56 亿	73.68 亿	江苏省常州、苏州、镇江、淮安、南通，四川省成都、巴中、宜宾，浙江省温州，河北省廊坊
9	云南健之佳健康连锁店股份有限公司	1800	0	1800	1100	38.00 亿	38.00 亿	云南，四川，重庆，广西
10	漱玉平民大药店连锁股份有限公司	1687	0	1687	1210	39.50 亿	39.50 亿	山东省济南、东营、聊城、泰安、青岛、烟台、临沂、淄博、济宁、潍坊、枣庄、德州、滨州、日照、菏泽

11	重庆桐君阁大药店连锁有限责任公司	1543	9062	10605	3689	87.00 亿	25.00 亿	重庆、四川
12	西安怡康医药连锁有限责任公司	1521	0	1521	1292	35.91 亿	35.91 亿	陕西省西安、咸阳、渭南、宝鸡、汉中、延安、安康、商洛、银川、铜川、榆林、杨凌，河北省石家庄
13	山东立健药店连锁有限公司	1460	0	1460	--	25.00 亿	25.00 亿	山东
14	江西昌盛大药房有限公司	1407	162	1569	--	--	--	江西，湖北，浙江，广东，四川，福建，广西，安徽
15	河南张仲景大药店股份有限公司	1390	0	1390	785	28.10 亿	28.10 亿	河南省郑州、驻马店、信阳、漯河、周口、平顶山、许昌、南昌、安阳、鹤壁、濮阳、新乡、焦作、济源、三门峡、商丘、洛阳、开封、黑龙江、海南
16	辽宁成大方圆医药连锁投资有限公司	1361	146	1507	1300	36.30 亿	36.30 亿	辽宁省全部 14 个地级市，内蒙古赤峰，吉林省，河北省秦皇岛，山东省青岛
17	修正堂连锁集团	1348	830	2178	1169	9.57 亿	5.62 亿	湖北，吉林，山东，辽宁，黑龙江，江苏，安徽，浙江，四川，重庆，福建，广西
18	吉林大药房药业股份有限公司	1132	0	1132	943	35.81 亿	35.81 亿	吉林省长春、吉林、白城、辽源、延边、通化、白山、松原、四平，河北省
19	贵州一树连锁药业有限公司	1100	0	1100	1021	23.00 亿	23.00 亿	贵州、江苏等
20	四川正和祥健康药房连锁有限公司	999	13	1012	--	19.50 亿	19.50 亿	程度、重庆、贵阳、绵阳、广安、达州、泸州、遵义、遂宁、六盘水、德阳、凉山、资阳、南充、乐山、黔东南
21	江西洪兴大药房连锁有限公司	922	0	922	540	--	--	江西省南昌、九江、抚州、宜春、吉安、永修、鹰潭、赣州
22	河北神威大药房连锁有限公司	871	0	871	674	18.54 亿	18.54 亿	河北

23	北京同仁堂商业投资集团有限公司	852	0	852	627	84.40 亿	84.40 亿	全国
24	大健康国际集团控股有限公司	850	0	850	--	12.00 亿	12.00 亿	黑龙江 654 家，吉林 67 家，辽宁 128 家，香港 1 家
25	湖北天济大药房连锁有限公司	799	0	799	673	18.67 亿	18.67 亿	湖北省襄阳、武汉、随州、荆门等
26	浙江瑞人堂医药连锁有限公司	795	55	850	365	28.00 亿	27.32 亿	浙江省台州、温州等
27	甘肃德生堂医药科技集团有限公司	769	51	820	636	20.10 亿	19.62 亿	北京，陕西省西安、宝鸡、渭南，甘肃省全覆盖，陕西省长治，宁夏中卫，内蒙古
28	山东燕喜空医药连锁有限公司	720	0	720	708	13.32 亿	13.32 亿	山东省威海市 394 家，烟台市 302 家，高密 24 家
28	哈尔滨宝丰医药连锁有限公司	665	0	665	--	--	--	黑龙江
30	安徽国胜大药房连锁有限公司	621	0	621	--	17.15 亿	11.75 亿	安徽

注：直营销售额含网上药店销售，数据为企业自行申报数据

资料来源：中国药店杂志社、招商银行研究院

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-83195702

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085

更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇