



2015.11.17

改革加速，医药电商再出发

评级: **增持**

上次评级: 增持

细分行业评级

医药商业 **增持**

| | | |
|---|-------------------|--------------------|
|  | 丁丹 (分析师) | 杨松 (研究助理) |
|  | 0755-23976735 | 010-23976065 |
|  | dingdan@gtjas.com | yangsong@gtjas.com |
| 证书编号 | S0880514030001 | S0880114080037 |

本报告导读:

近期药监部门注册领域改革强力推进表明,药监改革已开始加速,作为改革领域之一,处方药网上销售政策放开或将加快,医药电商有望迎来政策红利期。

摘要:

- **改革加速，医药电商有望进入政策红利期。**近期国家食药总局在药品注册审评审批领域的系列改革举措表明，药监改革的进展有望加速，处方药网上销售放开作为改革重点领域之一，相关政策进展或也将加速，而随着医药电商三大约束“可以卖、有得卖、能报销”走出第一步，预计药监部门还将陆续出台销售目录、第三方物流配送标准等相关政策，医药电商有望迎来政策红利期，有望再次成为市场聚焦的主题投资板块。
- **医药电商潜在市场空间 1500 亿，双十一已验证巨大爆发力。**2015 年双十一，在处方药没有放开的前提下，主要依托于天猫医药馆的医药电商相关公司依旧展现出惊人的爆发力（只用 7 分钟，七乐康大药房天猫旗舰店销售额突破 100 万），太安堂旗下康爱多全网销售额达到历史性的 6254 万，从医药电商绝对市场空间看，2014 年整体市场规模不到 100 亿，未来如果处方药网上销售放开，医药电商将迎来零售药店和医院门诊转换形成的近 1500 亿潜在市场空间。
- **主题投资风云再起，三大维度筛选核心标的。**2014 年年底，我们发布行业首篇医药电商深度专题研究报告《政策风起，群雄逐鹿》，并创造性提出国君医药电商组合“三堂一通”（嘉事堂、一心堂、太安堂、九州通），获得市场高度认可关注。医药电商产业已结束前期的拓荒期，行业各方参与者在商业模式和业务推进上开始出现分化，我们从业务布局、业务弹性、潜在市场空间几大维度筛选标的：太安堂、嘉事堂、一心堂、老百姓、康恩贝（均为增持评级），受益标的为益丰药房
- **风险提示：**政策推进进度低于预期

相关报告

医药：《干细胞安全性待提升，政策规范产业发展》

2015.11.12

医药：《推动医养结合，试点范围扩大》

2015.11.12

医药：《预期再次收敛，构筑来年基础》

2015.11.02

医药：《生命之光照耀蓝海市场》

2015.10.25

医药：《市场预期收敛，延续分化》

2015.10.15

目 录

| | |
|-----------------------------------|---|
| 1. 改革加速，政策或将变化，电商主题投资启动在即 | 3 |
| 2. 双十一验证医药电商爆发力，未来尚有巨大空间 | 4 |
| 3. 医药电商核心投资标的 | 5 |
| 3.1. 太安堂：康爱多进入爆发期 | 5 |
| 3.2. 嘉事堂：商业模式创造先锋，电商业务拭目以待 | 6 |
| 3.3. 一心堂：大手笔电商投入，门店是核心竞争力 | 6 |
| 3.4. 康恩贝：资本平台+优秀基因，加快医药电商发展 | 6 |

1. 改革加速，政策或将变化，电商主题投资启动在即

因 2015 年初国家食药总局换任新局长，导致药品监管改革整体进度略有放缓，经过近 1 年的磨合缓冲，改革有望重回快车道，从近期药品注册相关改革推进情况看，国家药监部门改革力度超市场预期，尤其是进入 11 月份后，相关重磅注册改革政策和文件陆续出台。我们认为处方药网上销售作为改革推进的领域之一，未来政策推进力度也有望加快。

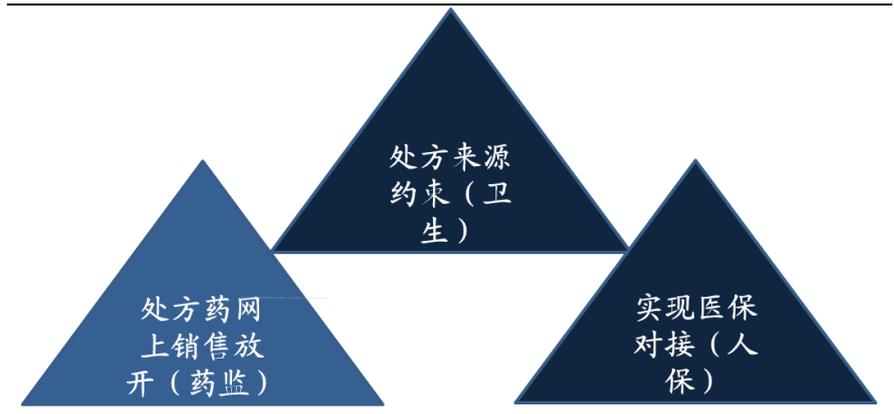
表 1: 药品注册改革近期明显加快

| 时间 | 事项 | 目的 |
|------------------|--|--|
| 2015 年 7 月 22 日 | 国家食品药品监督管理总局关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告（2015 年第 117 号） | 对部分已申报生产或进口的待审药品注册申请开展药物临床试验数据核查 |
| 2015 年 8 月 18 日 | 国务院印发《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》 | 推进药品医疗器械审评审批制度改革 |
| 2015 年 8 月 19 日 | 国家食品药品监督管理总局关于进一步做好药物临床试验数据自查核查工作有关事宜的公告（2015 年第 166 号） | 进一步推进临床试验数据自查和核查工作 |
| 2015 年 8 月 28 日 | 国家食品药品监督管理总局关于药物临床试验数据自查情况的公告（2015 年第 169 号） | 公布自查结果 |
| 2015 年 11 月 11 日 | 国家食品药品监督管理总局关于药品注册审评审批若干政策的公告（2015 年第 230 号） | 为解决药品注册申请积压问题，提高药品审评审批质量和效率，提出 10 项药品注册审评审批政策。 |
| 2015 年 11 月 11 日 | 国家食品药品监督管理总局关于 8 家企业 11 个药品注册申请不予批准的公告（2015 年第 229 号） | 对部分抽查结果进行公告 |
| 2015 年 11 月 13 日 | 国家食品药品监督管理总局关于征求《关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见（征求意见稿）》意见的公告（2015 年第 227 号） | 加强药品注册管理，解决当前药品注册申请积压的矛盾，充分利用审评资源，加快具有临床价值的新药和临床急需仿制药的研发上市 |

数据来源：CFDA，国泰君安证券研究。

而随着处方药网上销售放开，医药电商三大约束“可以卖、有得卖、能报销”走出第一步，预计药监部门还将陆续出台销售目录、第三方物流配送标准等相关政策，而国家和各地发改委、卫计委、人保部将会就电子处方、引导处方外流、医保报销对接等一系列问题出台相关的配套措施。

图 1: 医药电商三大约束，第一步或将迈出



数据来源：国泰君安证券研究

如网上销售政策放开，医药电商政策有望进入政策红利期，或将成为市场持续关注的热点，医药电商主题投资启动在即。

2. 双十一验证医药电商爆发力，未来尚有巨大空间

2015 年双十一，在处方药没有放开的前提下，主要依托于天猫医药馆的医药电商相关公司依旧展现出惊人的爆发力，无论是传统药店康爱多和七乐康（只用 7 分钟，七乐康大药房天猫旗舰店销售额突破 100 万），还是后起之秀叮当快药都取得了可喜的成绩（叮当快药双十一全国销售总金额为 1167 万元，总订单量达 8.7 万单），各家公司都充分利用互联网平台或者 O2O 平台实现业务的迅猛拓展。

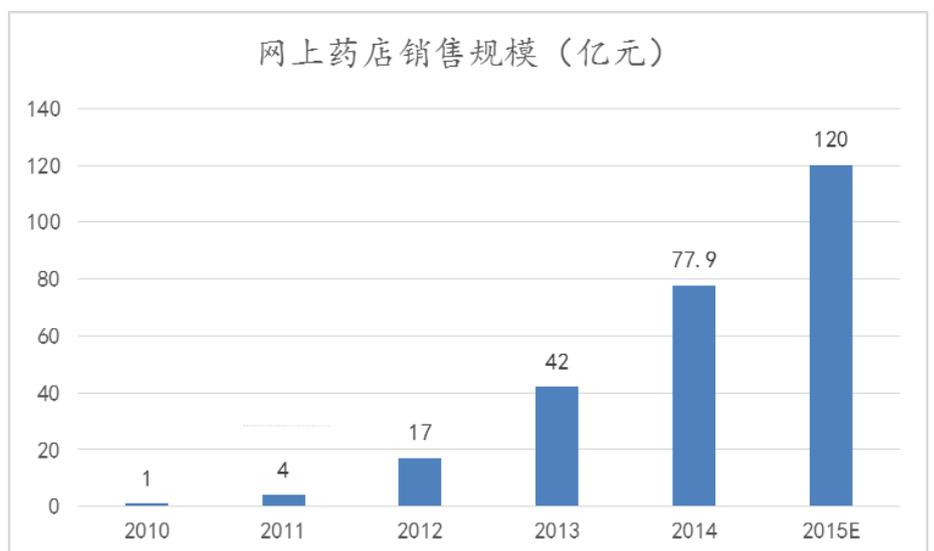
表 2：2015 年双十一部分公司销售情况

| 公司 | 天猫销售额 | 自建平台销售额 | 全网销售额 | 增速 |
|-------|-----------|----------|----------|---------------|
| 康爱多 | 突破 3053 万 | 超 3100 万 | 超 6253 万 | 全网销售增速 150% |
| 可得网 | 突破 3100 万 | | 超 4300 万 | 全网销售增速超过 190% |
| 壹药网 | 约 2500 万 | 约 1200 万 | 超 3700 万 | 自建平台销售增速 17 倍 |
| 七乐康 | 1327 万 | | 超 3000 万 | |
| 德开大药房 | 2000 万 | | 超 2600 万 | |

数据来源：易观国际，天猫医药馆，国泰君安证券研究

从医药电商绝对市场空间看，2014 年整体市场规模依旧不到 100 亿，在潜在市场空间上，医药 B2C 潜在市场包括原有零售药店 3000 亿元市场+医药分开形成的约 3000 亿元门诊药品市场，潜在市场空间约 1500 亿，尚有较大空间。

图 2：医药电商市场呈蓬勃爆发之势



数据来源：中国药店医药电商研究中心，国泰君安证券研究

表 3：2014 年网上药店排名，整体格局分散，依旧处于快速拓展期

| 公司 | 网站 | 2014 销售额 (亿元) |
|----------------------|----------------------|---------------|
| 广州七乐康药业连锁有限公司 | 七乐康网上药店 | 7.71 |
| 广东健客医药有限公司 | 健客网 | 6.50 |
| 上海健一网大药房连锁经营有限公司 | 健一网 | 5.18 |
| 广东康爱多连锁药店有限公司 | 康爱多网上药店 (太安堂) | 5.17 |
| 广州百济新特药业连锁有限公司 | 百济新特药房网 | 5.00 |
| 上海百秀大药房有限公司 | 可得网 (康恩贝) | 4.56 |
| 北京好药师大药房连锁有限公司 | 好药师网上药店 | 4.20 |
| 北京京卫元华医药科技有限公司 | 药房网 | 3.16 |
| 广东壹号大药房连锁有限公司 | 壹药网 | 2.73 |
| 深圳海王星辰电子商务有限公司 | 海王星辰网上药店 | 2.50 |

数据来源：中国药店医药电商研究中心，CFDA，国泰君安证券研究，注释：此数据不包括实体门店数据，交易证书编号为首次获得时的编号。

3. 医药电商核心投资标的

2014 年年底，我们发布行业首篇医药电商深度专题研究报告《国泰君安_行业专题研究_政策风起，群雄逐鹿》，并创造性提出国君医药电商组合“三堂一通”（嘉事堂、一心堂、太安堂、九州通），获得市场高度认可关注。

医药电商产业已结束前期的拓荒期，行业各方参与者在商业模式和业务推进上开始出现分化，我们从业务布局、业务弹性、潜在市场空间几大维度筛选标的：太安堂、嘉事堂、一心堂、老百姓、康恩贝（均为增持评级），受益标的为益丰药房。

表 4：相关公司盈利预测

| 代码 | 公司 | 股价 | 2015E | 2016E | 2017E | 对应 2016PE | 评级 |
|--------|-----|-------|-------|-------|-------|--------------|----|
| 002462 | 嘉事堂 | 44.18 | 0.75 | 1.05 | 1.43 | 42 | 增持 |
| 002727 | 一心堂 | 60.28 | 1.31 | 1.59 | 1.89 | 38 | 增持 |
| 002433 | 太安堂 | 14.80 | 0.31 | 0.38 | 0.46 | 39 | 增持 |
| 603883 | 老百姓 | 50.45 | 0.95 | 1.16 | 1.38 | 43 | 增持 |
| 600572 | 康恩贝 | 14.12 | 0.51 | 0.60 | 0.67 | 24 | 增持 |

数据来源：国泰君安证券研究，收盘价日期为 2015.11.16

3.1. 太安堂：康爱多进入爆发期

公司 2014 年以 3.5 亿元收购 2013 年十强医药电商康爱多连锁药房，快速切入电商领域。目前康爱多线上购买用户数超 1500 万，线下直营店 5 家（广州地区），旗舰店在天猫排名第一，领军优势明显。短期看，公

公司将依靠互联网成为高效药品零售流通企业；中期看，公司将打造成医药流通新生态的平台型企业；远期看，公司将充分利用移动互联网、高端医疗市场化、分级诊疗，打造成为大健康领域的大数据公司。

康爱多双十一迎来大爆发。康爱多“双十一”全网及线下门店合计销售额超过 6253 万元。其中，天猫医药馆销售额突破 3053 万元（天猫医药馆旗舰店冠军，并且是天猫医药馆 OTC 药品/医疗器械/计生用品唯一一家销售额过 3000 万的商家），自建平台，包括官网、康爱多掌上药店及 WAP 网站销售额合计超 3100 万元，京东及其他第三方旗舰店以及参与活动的线下 O2O 门店销售额合计超 100 万元。

3.2. 嘉事堂：商业模式创造先锋，电商业务拭目以待

嘉事堂长期耕耘北京市场，在北京地区拥有约 130 家零售门店，基本能够实现北京地区全覆盖；而公司 2013 年开始运行的 GPO 业务以及 2015 年开始布局的 PBM 业务已帮助公司积累起广阔品种资源，对上游工业企业有较强的谈判能力，能够在保证质量的前提下，获得成本采购优势，从而在终端竞争中占得先机。北京作为全国最大的医药市场之一，随着医药电商相关政策的放开，公司在医保、物流、服务上的区域性优势，可能会帮助公司成为医药电商的黑马。

3.3. 一心堂：大手笔电商投入，门店是核心竞争力

公司作为西南地区的连锁药店龙头企业，截止三季度，公司共有 3403 家门店，已初步完成海南、山西等地布局，未来有望成为跨区域连锁药店龙头。公司以官网为核心，已基本打通行业、区域、门店业务互联网化电商业务，在物流、服务、医保上有较强的竞争力，公司专门针对电商业务制定发展规划，明确电商业务发展的目标、基础架构和配套项目规划，并将设立电商事业部，投入 1.2 亿元推进电商项目，大手笔的电商业务平台投入将有力帮助公司拓展 O2O 业务。截至目前公司电商一期项目已经完成，10 月份正式版上线，前三季度电商业务累计收入超过 3000 万，其中三季度单季收入约 2000 万，预计 2016 年全年电商业务收入有望超过 2 亿元，公司未来将充分利用互联网技术，发挥门店布局的优势，实现线上和线上高效互动。

3.4. 康恩贝：资本平台+优秀基因，加快医药电商发展

公司 2014 年底以来通过两次收购累计持有珍诚医药 57.25% 股份，获得优秀的电商业务平台。珍诚医药是我国首批获得医药分销 B2B 资格的商业公司，具有互联网企业的基因和先发优势，其旗下“医药在线”平台拥有近 2.5 万家药店、诊所会员，预计未来还将构建全国性的医药电商平台，庞大的客户数量为公司未来进军 B2C 和 O2O 业务奠定基础。

定增将加速珍诚医药发展。公司近期公告定增方案，其中将投资近 2 亿元用于提升珍诚医药的物流仓储设施，提升珍诚医药的物流配送能力和效率。我们认为，上市公司的美好资本平台+珍诚医药的优秀电商基因将推动公司医药电商实现快速发展。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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。

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。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，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，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

| | 评级 | 说明 |
|---|------|--------------------------|
| 1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 增持 | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
| | 中性 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5% |
| | 减持 | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上 |
| 2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。 | 增持 | 明显强于沪深 300 指数 |
| | 中性 | 基本与沪深 300 指数持平 |
| | 减持 | 明显弱于沪深 300 指数 |

国泰君安证券研究

| | 上海 | 深圳 | 北京 |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址 | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编 | 200120 | 518026 | 100140 |
| 电话 | (021) 38676666 | (0755) 23976888 | (010) 59312799 |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com | | |