

证券研究报告 / 行业深度报告

饮片联采影响有限，线上中医增长迅速

——中医连锁行业深度报告

优于大势

上次评级:优于大势

报告摘要:

中医馆行业——2021 明显复苏，异地扩张能力决定发展空间。我们估计 2021 年中医医疗服务行业规模超 6000 亿元，较 2020 年增长约 17%。其中中医门诊市场行业规模约 2700 亿元，民营中医门诊规模超 400 亿元。我国中医主要发达地区为东部沿海及广东、四川，中医诊疗的前十大省及直辖市合计占总诊疗人次的 62%。诊疗集中于头部的二三级中医医院与中西医结合医院。国家层面政策全面支持中医药行业，尤为重视中医药人才发展与发挥中医特色优势；地方层面政策因地制宜，细化落实国家政策。对于民营中医连锁，地区性中医连锁发展空间有限，跨地区扩张能力保障增长空间。

饮片供应链——公立民营加价结构差别显著，联采影响有限。中药饮片加工行业规模超 2000 亿元，近 90%都由医疗机构提供给患者。传统饮片加工行业高度分散且利润率较低。经公立医疗机构的饮片加价主要存在于“饮片厂-医疗机构”环节，而经民营中医馆的饮片加价主要存在于“中医馆-患者”环节。本次联采重视“优质优价”，预计对民营中医连锁的利润率影响较小。

线上中医——规模小增速快，活跃医师为决定性因素。我们预计线上中医医疗行业 2022 年行业规模为 15-20 亿元，2025 年有望达到 40 亿元。行业集中度较高，CR4 超 50%。中医师上线率已处于较高水平，但活跃医师占比较低且贡献大部分业绩，活跃医师以副主任医师为主。狭义的异地复诊患者为主要线上客群，配方颗粒使用多于传统饮片。线上平均诊金较低，药费与线下相仿。

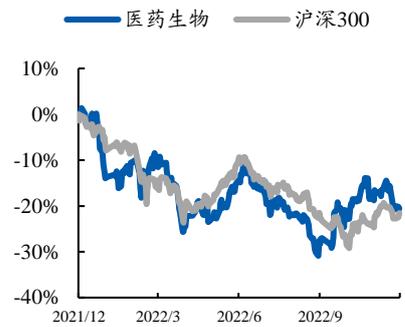
固生堂近况——医师数高速增长，外延扩张有序落地。在聚集医师方面，固生堂近半年医师数增长约 10%，总出诊时长增长约 12%。在外延扩张方面，公司继 6 月的 2 家北京门店并购后，于 10-11 月又并购了杭州 2 家门店与上海 1 家门店。郑州、温州的自建店预期于年底前开业，2022 年新增 8 家门店的预期有望达成。

风险提示：中医政策风险、消费恢复不及预期、外延并购不及预期、业绩预测和估值判断不达预期等

重点公司主要财务数据

重点公司	现价 (港元)	EPS			PE			评级
		2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
固生堂	49.50	-2.20	0.80	1.12	-	55.0	39.6	买入

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-3%	10%	-20%
相对收益	-6%	10%	1%

行业数据

成分股数量 (只)	359
总市值 (亿)	57116
流通市值 (亿)	27379
市盈率 (倍)	30.68
市净率 (倍)	3.10
成分股总营收 (亿)	21373
成分股总净利润 (亿)	1963
成分股资产负债率 (%)	41.82

相关报告

- 《多地优化防疫措施，医药再迎配置良机》
--20221214
- 《风物长宜放眼量，静待医药板块价值回归》
--20221117
- 《东北医药行业周报：多项目集采结果优于预期，医药板块价值回归》
--20221017

证券分析师：刘宇腾

执业证书编号：S0550521080003
010-63210890 liuyt@nescn

研究助理：高皓天

执业证书编号：S0550122070065
18217383557 gaoht@nescn

目 录

1.线下中医馆行业：2021 明显复苏，异地扩张能力决定发展空间.....	5
1.1 中医医疗行业现况：2021 年明显复苏，民营中医门诊规模超 400 亿.....	5
1.2 中医医疗行业特点：地区间差异显著，诊疗集中于头部机构.....	6
1.3 中医医疗行业政策：国家政策持续利好，地方政策细化落实.....	8
1.4 民营中医馆竞争格局：固生堂发展空间更广阔，医师资源更丰富.....	10
2.中药饮片供应链：公立民营加价结构差别显著，联采影响有限.....	11
2.1 中药饮片及其供应链概述：中药饮片加工行业规模超 2000 亿元.....	11
2.2 供应链上游：“种植基地+农户”模式，政策支持中药材种植业发展.....	13
2.3 供应链中游：饮片加工行业高度分散，利润率较低.....	14
2.4 供应链下游：公立与民营加价结构差别显著，药房以滋补品为主.....	15
2.5 中药饮片联合采购：“保质、提级、稳供”为核心，预计价格降幅有限.....	17
3.线上中医医疗行业：规模小增速快，活跃医师为决定性因素.....	19
3.1 线上中医行业现况：规模小增速快的细分市场，行业集中度较高.....	19
3.2 线上中医医师分析：活跃医师为决定性因素，副主任医师为主要供给.....	20
3.3 线上中医患者分析：异地复诊患者为主要客群，配方颗粒使用较多.....	22
4.固生堂近况更新：医师数高速增长，外延扩张有序落地.....	24
4.1 固生堂医师近况：半年医师数增长约 10%，总出诊时长增长约 12%.....	24
4.2 固生堂医馆近况：新并购杭州上海 3 家门店，拓店预期有望达成.....	25

图表目录

图 1: 中医医疗服务行业规模 (亿元)	5
图 2: 2021 年中医医疗服务行业规模 (按门诊住院, 亿元)	6
图 3: 2021 年各地区中医诊疗人次 (百万人次)	6
图 4: 2021 年各地区中医诊疗人次占比	7
图 5: 2021 年各地区中医执业医师数 (万人)	7
图 6: 2021 年中医医疗服务行业结构 (按单机构诊疗人次排序)	7
图 7: 中药饮片使用量构成	11
图 8: 中药饮片供应链示意图	12
图 9: 中药饮片加工行业规模 (亿元)	12
图 10: 中药饮片常见炮制流程	14
图 11: “饮片厂-公立机构-患者”加价结构	15
图 12: 医疗机构中药饮片使用情况 (按品种)	16
图 13: 中国城市零售药房中药饮片销售规模 (亿元)	16
图 14: 零售药房中药饮片销售情况 (按品种)	17
图 15: 线上中医医疗行业规模 (亿元)	19
图 16: 线上中医医疗行业竞争格局 (按 2021 年营业收入)	20
图 17: 小鹿中医医师情况 (按职称, 万人)	21
图 18: 2021 年线上中医患者疾病构成	22
图 19: 线上中医患者药品构成	23
图 20: 固生堂各地区医师总出诊时长占比	24
图 21: 固生堂各地区资深医师出诊时长占比	24
表 1: 2022 年以来中医重点地区政策	9
表 2: 固生堂与圣爱中医馆线下医师情况对比	10
表 3: 国家层面及中药材种植大省对中药材种植的支持政策	13

投资聚焦

报告主题

本报告为中医连锁相关报告的第二篇，我们发布的第一篇报告《固生堂深度报告：中医连锁龙头，聚医能力卓越》主要将视角集中于中医连锁行业唯一的上市公司固生堂及线下中医馆业务。本报告主要从行业端视角进一步分析中医医疗服务行业的规模、结构、相关政策与竞争格局，并进一步详细阐述对于中医连锁行业至关重要的中药饮片供应链与线上中医医疗。

投资逻辑

在我们的第一篇报告中，我们提出聚医能力与异地扩张能力是固生堂的核心能力，对应医师、医馆、患者三个视角看公司内生增长与外延扩张的前两个视角。患者的增长由医师供给端的增长与医馆的扩张所致，可作为验证性指标。

在行业端，我们认为行业增速与政策最值得关注。我们预计线下中医医疗服务的行业规模在未来 5-10 年 CAGR 达 10%，民营中医门诊的行业规模 CAGR 超 15%。对于行业增速，我们提出观察“中医门诊规模”与“民营中医门诊规模”以对中医连锁进行更准确的分析。对于中医政策，我们认为在重视国家层面政策的同时应当关注中医发达地区地方政策的细化落实情况。在民营竞争格局方面，固生堂市占率仅约 3%，同时在发展空间与医师资源方面具有优势。

中药饮片供应链决定了中医连锁大部分的利润来源。中药饮片是民营中医连锁最重要的收入与利润来源，一般中医馆的中药饮片收入占其总收入的 50%以上，毛利占其总毛利的 60%以上。我们认为中药饮片的各流通环节及加价率情况对理解中医连锁的饮片利润来源及判断后续联采趋势非常重要。由于中药饮片工业端利润率低，流通环节加价率不高，饮片联采重视“优质优价”，我们预计联采对民营中医连锁的利润率影响较小。

线上中医医疗近年来增长迅速，未来有望为中医连锁贡献显著增量。我们预计 2022 年线上中医医疗行业规模为 15-20 亿元，2025 年有望达到 40 亿元，未来 5-10 年 CAGR 达 30%。我们认为线上中医业务在短期可以有效对冲线下医馆客流不足的风险，降低疫情对中医连锁的负面影响；在长期可以成为线下业务的有力补充，给予患者便利的同时高效利用医师的零散时间。

风险提示：中医政策风险、消费恢复不及预期、外延并购不及预期、业绩预测和估值判断不达预期等

1. 线下中医馆行业：2021 明显复苏，异地扩张能力决定发展空间

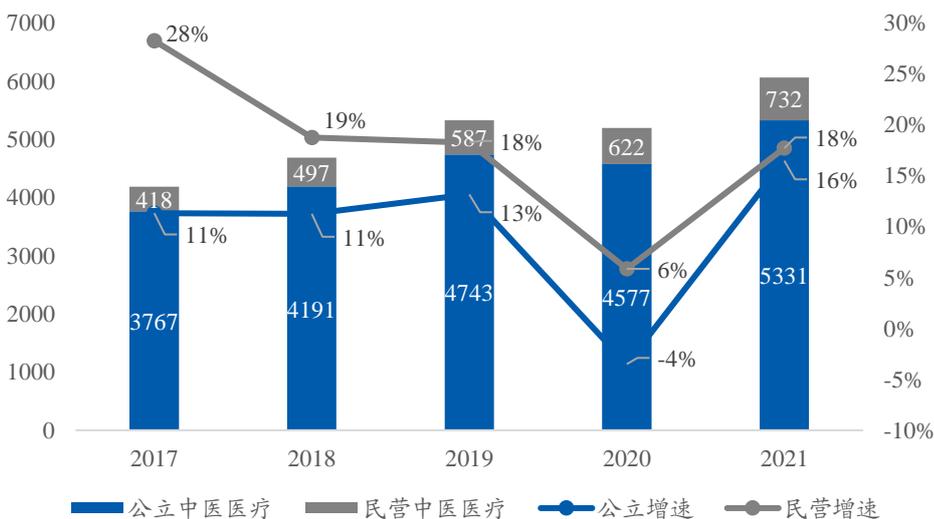
在我们发布的报告《固生堂深度报告：中医连锁龙头，聚医能力卓越》（后文简称“前一篇报告”）的第一部分中，我们已对线下中医馆行业进行了一定的分析。本部分旨在结合新发布的信息（如《2022 中国卫生健康统计年鉴》），对线下中医医疗服务行业的规模、结构、相关政策、竞争格局等内容进行进一步的分析。

我们的核心结论与前一篇报告一致。我们预计线下中医医疗服务的行业规模在未来 5-10 年 CAGR 达 10%，民营中医门诊的行业规模 CAGR 超 15%。行业规模在 2020 年出现一定下滑后，2021 年呈明显复苏态势，我们认为 2022 年的疫情对未来行业 5-10 年的增长影响较小。中医行业迅速发展的主要原因包括国家层面利好政策的持续出台与地方层面利好政策的细化落地、亚健康状态的普遍化与消费能力的提升。竞争格局方面，按民营中医门诊计，头部民营中医连锁市占率仅约 3%，跨地区扩张能力决定公司发展空间。

1.1 中医医疗行业现况：2021 年明显复苏，民营中医门诊规模超 400 亿

根据 2022 中国卫生健康统计年鉴，我们估计 2021 年中医医疗服务行业规模超 6000 亿元，2016-2021 年 CAGR 约 10%。其中民营中医医疗行业规模超 700 亿元，2016-2021 年 CAGR 约 18%；公立中医医疗行业规模超 5300 亿元，2016-2021 年 CAGR 约 9.5%。2021 年中医医疗服务行业呈明显复苏态势，民营、公立增速分别回升至 18% 与 16%。民营中医医疗行业增速显著更快，行业收入占比由 2016 年的 8.8% 提升至 2021 年的 12.1%。

图 1：中医医疗服务行业规模（亿元）

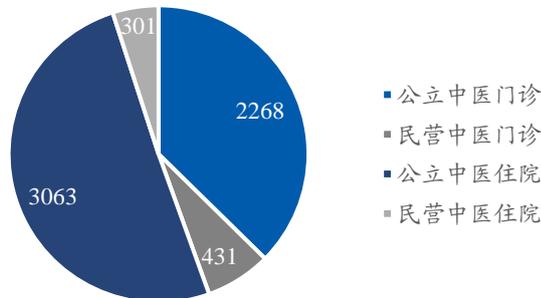


数据来源：中国卫生统计年鉴，东北证券估计

由于线下中医馆以中医门诊为主要业务，我们进一步将中医医疗服务行业拆分为门诊市场与住院市场，2021 年中医门诊市场行业规模约 2700 亿元，其中民营中医门诊规模超 400 亿元。虽然中医门诊人次约为住院人次的 20 倍，但门诊的平均医疗

支出仅约为住院的 1/25，故中医门诊整体行业规模略小于中医住院，占中医医疗服务行业的约 45%。民营中医门诊占中医门诊市场规模的约 16%。

图 2：2021 年中医医疗服务行业规模（按门诊住院，亿元）

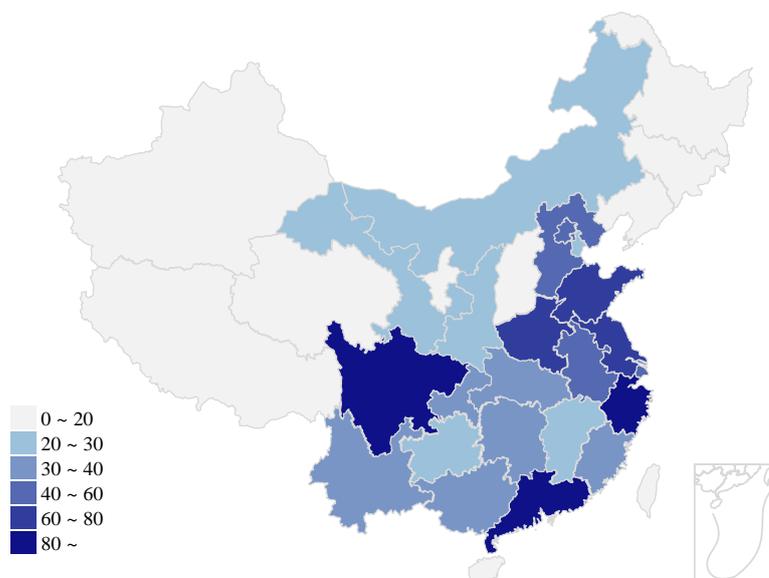


数据来源：中国卫生统计年鉴，东北证券估计

民营中医馆虽然包含中医医院、中医门诊部与中医诊所三个业态，但较少涉及中医住院业务。其原因包括：中医住院业务较门诊业务更重视中西医结合，需要更多更复杂的检验检查项目与设备投入；中医住院业务在坪效与利润率方面不及中医门诊，对民营吸引力较弱；民营中医馆以基层医疗机构为主，基于分级诊疗制度对需要住院治疗的病人向上转诊，利于医疗资源高效分配。我们认为未来线下中医连锁的发展将以中医门诊作为主要业务。

1.2 中医医疗行业特点：地区间差异显著，诊疗集中于头部机构

图 3：2021 年各地区中医诊疗人次（百万人次）

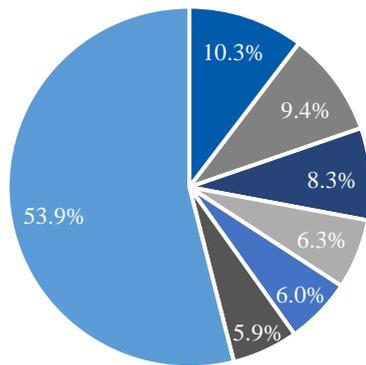


数据来源：中国卫生统计年鉴，东北证券

中医医疗服务行业存在明显的地区间差异，主要发达地区为东部沿海及广东、四川。

我国 2021 年中医总诊疗人次约 12 亿，诊疗人次最多的省份为广东、浙江、四川，均有接近或超过 1 亿人次。中医诊疗的前五大省份合计占中医总诊疗人次的 40%，前十大省及直辖市合计占总诊疗人次的 62%。从医师资源来看，我国 2021 年执业（助理）中医师约 73 万人。中医师资源最丰富的五大省份合计占中医师总数的 37%，前十大省及直辖市合计占中医师总数的 58%。中医诊疗人次最多的省份与中医师数最多的省份基本重合。目前，中医连锁行业龙头固生堂已在广东、浙江、江苏、北京、上海有所布局，未来也将进入河南等地。

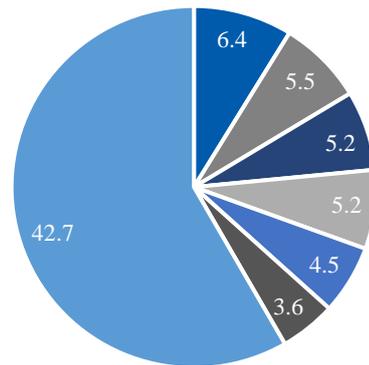
图 4：2021 年各地区中医诊疗人次占比



■广东 ■浙江 ■四川 ■江苏 ■山东 ■河南 ■其他地区

数据来源：中国卫生统计年鉴，东北证券

图 5：2021 年各地区中医执业医师数（万人）

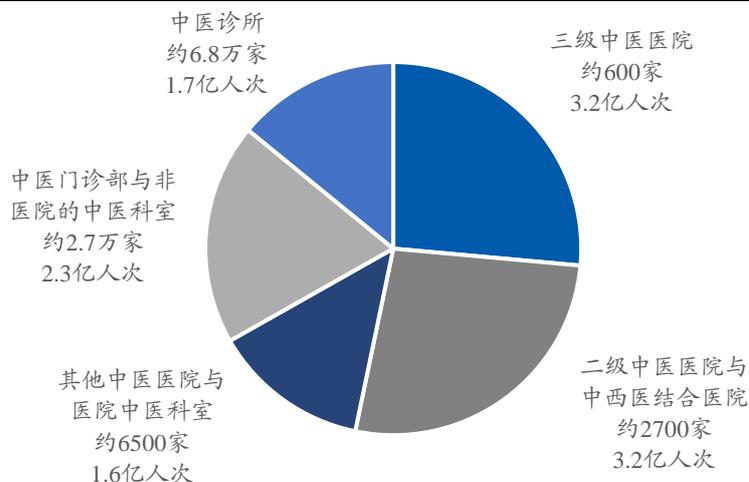


■四川 ■山东 ■广东 ■河南 ■河北 ■江苏 ■其他地区

数据来源：中国卫生统计年鉴，东北证券

中医医疗服务行业的诊疗人次高度集中于头部，单机构平均诊疗人次差距显著。600 家三级中医医院的机构数占比仅约 0.5%，却贡献了超 1/4 的诊疗人次，单机构平均诊疗人次超 50 万；2700 家二级中医医院与中西医结合医院的机构数占比仅约 2.5%，也贡献了超 1/4 的诊疗人次，单机构平均诊疗人次超 10 万。

图 6：2021 年中医医疗服务行业结构（按单机构诊疗人次排序）



数据来源：中国卫生统计年鉴，东北证券

1.3 中医医疗行业政策：国家政策持续利好，地方政策细化落实

国家层面政策全面支持中医药行业，尤为重视中医药人才发展。2022 年国家层面发布的中医专项政策包括 3 月国务院发布的《“十四五”中医药发展规划》、6 月国家中医药局等四部门发布的《加强新时代中医药人才工作的意见》、9 月国家中医药局等三部门发布的《健康中国行动中医药健康促进专项活动实施方案》及 10 月国家中医药局发布的《“十四五”中医药人才发展规划》。

行业整体利好政策推动中医行业规模迅速增长，中医认可度提升；名医堂工程直接利好中医连锁。对于中医药行业整体，政策延续近年来的全方位支持，详细布置了十方面重点工作，其中与中医连锁相关性较强的包括中医服务体系、中医服务能力、中医人才、中药产业、中医药文化等内容，并提出十余项预期性指标。

人才发展政策从供给端推动中医行业迅速发展；中医连锁优质医师的稀缺现状有望得到改善。在中医药人才方面，政策从高层次人才、基层人才、专业人才、其他重点领域人才、人才发展平台、人才培养体系六方面做了详尽规划。在人才总量方面，规划预期至 2025 年，每千人口中医类别执业（助理）医师数由 0.48 人提升至 0.62 人。在人才培养方面，规划预期新建设一批国医大师、全国名中医及全国名老中医药专家传承工作室。规划再次强调传承工作室的重要性，强调师承教育，部分中医连锁已在此方面有所探索。

发挥中医优势，推动中医在妇幼、老年、慢病、未病领域的发展。在中医特色领域方面，政策提出若干预期性指标：到 2025 年，妇幼保健院开展中医药专科服务的比例达到 70%；儿童、65 岁以上老年人中医药健康管理率达到 85%、75%。政策还鼓励中医师通过家庭医生的形式提供中医药健康服务，推进中医适宜技术防控青少年近视、肥胖、脊柱侧弯等问题。

地方层面政策因地制宜，细化落实国家政策。2022 年以来，大部分省/直辖市已发布 1-2 项中医专项政策，落实国家政策要求的同时发挥地方特色优势。政策类型涵盖国家中医药综合改革示范区建设方案、地方“十四五”中医药规划、医保支持中医药发展等。下表按中医诊疗人次顺序总结提取了中医较发达地区 2022 年政策的特色内容。

我们认为相当一部分地方层面的中医利好政策未来有望大范围落地。在社会办中医馆方面，地方政策支持中医连锁高质量发展，与公立机构享有同等权利，也对医疗机构加强监管，显著利好头部中医连锁。在医保方面，中西医同病同效同价有望显著提升中医治疗价格，政策也推动中医外治价格适度提升，将中药制剂与“互联网+”中医医疗服务纳入医保。我们认为在某一地区收效较好的中医政策并不会局限于该地区，而会在未来被更多的地区所采用。

表 1: 2022 年以来中医重点地区政策

时间	政策	部门	地方特色内容
2022-6-30	《广东省建设国家中医药综合改革示范区实施方案》	广东省政府 办公厅	开展 20 个以上“县（区）—乡镇（街道）—村（社区）”三级一体化中医医共体、医联体建设试点，加快提升各区域各层级中医医疗同质化水平。完善“治未病”服务网络，所有二级以上中医医院设置治未病科（中心）。优化推广《职场高压状态人群治未病调养指南》等 20 个“治未病”方案或服务包。
2022-9-23	《浙江省国家中医药综合改革示范区建设方案》	浙江省政府 办公厅	落实中医医疗服务价格动态调整机制。将具有疗效和成本优势的中医医疗服务项目、医疗机构中药制剂和“互联网+”中医药服务项目纳入医保支付范围。推进中医药数字化平台建设。依托“健康大脑”，以“中医处方一件事”改革为切入口，率先打造中医处方、中药饮片、门诊病历数字化标准体系。
2022-4-1	《提升中医药服务能力 推进中医药事业优质均衡发展发展的若干意见》	浙江省卫健委、中医药局等五部门	集结名医资源，推进线上线下浙派名医堂建设。鼓励和支持有经验的社会力量兴办连锁经营的名医堂，突出特色和品牌，提供高质量中医药服务。整理遴选 1000 个以上中药协定处方；鼓励名中医经验方开发成医疗机构中药制剂，支持医疗机构研发注册或备案 100 个以上中药制剂。
2022-8-22	《四川省建设国家中医药综合改革示范区实施方案》	四川省政府	构建均衡可及的服务格局。开办中医惠民诊所 7500 家，建设 20—30 个省重大疾病中医药防治中心和中医经典传承中心，到 2025 年中医药年诊疗量上升 40%。建成人才高地。到 2025 年，中医药高层次人才增加 40%，全省年培养中医药全日制专科、本科、研究生等人才超过 6000 名。
2022-5-31	《医保支持中医药传承创新发展的实施意见》	江苏省医保局	及时将符合条件的中医医疗机构纳入医保定点管理、异地就医直接结算范围。将依托中医医疗机构开设的互联网医院提供的“互联网+”中医药服务纳入医保。优先调整技术水平和传承价值高、疗效确切、优势明显的适宜技术的中医服务项目，合理拉开技术等级差价，推动中医与西医医疗服务价值趋同。
2022-6-28	《山东省国家中医药综合改革示范区建设方案》	山东省政府 办公厅	建设高水平中医药服务体系。针对视力低下、脊柱侧弯等青少年常见病，依托中医防控防治中心，打造齐鲁青少年健康服务品牌。鼓励基层医疗机构推广使用中医适宜技术，参保患者在乡镇卫生院和社区卫生服务中心住院使用中医药治疗，合规医疗费用医保报销比例不低于 85%。
2022-9-14	《河南省“十四五”中医药发展规划》	河南省政府 办公厅	鼓励社会力量举办中医医疗机构，社会力量举办的中医医疗机构在准入、执业、基本医疗保险、科研教学、医务人员职称评定等方面与公立机构享有同等权利。每千人口中医类别执业医师数由 2020 年的 0.42 人提升至 2025 年的 0.62；90% 以上市级中医医院达三级甲等水平，90% 以上县级中医医院达二级甲等以上水平。
2022-7-13	《北京市“十四五”中医护理发展规划》	北京市中医管理局	打造 20 个中医护理特色旗舰医院，设立 50 个示范中医护理门诊；培养一千名中西医结合专科护士，一万名普惠型中医护理人才。
2022-8-18	《开展中医优势病种按疗效价值付费试点工作》	上海市医保局、中医药局等四部门	首批确定 22 个中医优势病种开展按疗效价值付费试点，确定本市 22 家二、三级中医、中西医结合医院为首批试点医疗机构。
2022-7-28	《上海市国家中医药综合改革示范区建设方案》	上海市政府 办公厅	健全中西医协同发展机制，实施中西医协同高质量发展工程。围绕临床重大疑难疾病开展中西医协作联合攻关，形成一批中西医结合诊疗方案和技术。推进中医药科技创新。按照三级医院标准，在五个新城建设医教研专科诊疗中心，聚焦肿瘤康复、针灸、皮肤美容、中医外治法诊疗等领域。

1.4 民营中医馆竞争格局：固生堂发展空间更广阔，医师资源更丰富

民营中医连锁以深耕一个地区居多，跨地区扩张能力稀缺。在头部的民营中医连锁中，仅固生堂在广东、浙江、江苏、北京、上海等多地进行了较为均衡的布局，其余中医馆则具有较强的地区性，如圣爱中医馆主要布局云南省及昆明市，和顺堂主要布局广东省及深圳市。

地区性中医连锁发展空间有限，跨地区扩张能力保障增长空间。根据各地区诊疗人次与中医门诊行业规模及增速测算，至 2025 年中医最发达地区（如广东、浙江、四川）的中医门诊规模约为 300-400 亿元，而中医较发达地区（如江苏、北京、上海）的中医门诊规模约为 200-300 亿元。由此，我们认为当一家中医连锁在一个省或直辖市的收入规模达到 15-30 亿元（根据地区中医发达程度有所不同）时，可能会达到渗透率的天花板，导致该地区的收入增速降低至与行业增速一致的 10-15%。若一家中医连锁仅专注一个省的若干个城市，则该收入天花板会进一步降低。固生堂 2021 年广东地区收入约 6 亿元，江苏、上海收入约 2 亿元，浙江、北京收入约 1 亿元，其未来增长空间显著大于其他以一省或几个城市为主要收入来源的中医连锁。

表 2：固生堂与圣爱中医馆线下医师情况对比

中医馆	医师职称	人数占比	平均诊金（元）	每周看诊天数	看诊时长占比
固生堂	主任医师	35%	150	1	20%
	副主任医师	20%	60	1.5	17%
	其他医师	45%	35	2.5	63%
圣爱中医馆	主任医师	20%	25	1.7	14%
	副主任医师	25%	15	2.3	23%
	其他医师	55%	10	2.8	63%

数据来源：草根调研，东北证券估计

在医师数量方面，固生堂馆均医师数更多。根据草根调研，圣爱中医馆在剔除以理疗为主，配备中医师较少的养生堂后，有 30 家中医馆与约 650 名中医师，平均一个医馆配置中医师 22 名。而固生堂同期有 42 家中医馆与约 1400 名中医师，平均一个医馆配置中医师 33 名，在数量上约为圣爱中医馆的 1.5 倍。

在医师结构方面，固生堂资深中医师数量占比更高，但看诊时长占比相近。固生堂在资深中医师，特别是主任中医师方面的人数占比显著高于圣爱中医馆。但由于圣爱中医馆的资深中医师出诊频次较固生堂高 50% 以上，两者的看诊时长占比接近。这也说明固生堂的资深医师看诊频率有较大的提升空间。

在医师收费方面，固生堂医师的挂号费显著更高。相比传统的低诊金、高饮片提成模式，固生堂将更多的收入通过诊金的方式给予医师，同时大幅降低医师的药品提成。这一模式明确通过诊金为医师的知识技术付费，同时避免医师以增加收入为动机进行的过度开方行为。

2. 中药饮片供应链：公立民营加价结构差别显著，联采影响有限

中药饮片是民营中医连锁最重要的收入与利润来源，一般中医馆的中药饮片收入占其总收入的 50%以上，毛利占其总毛利的 60%以上。我们认为中药饮片的各流通环节及加价率情况对理解中医连锁的饮片利润来源及判断后续联采趋势非常重要。

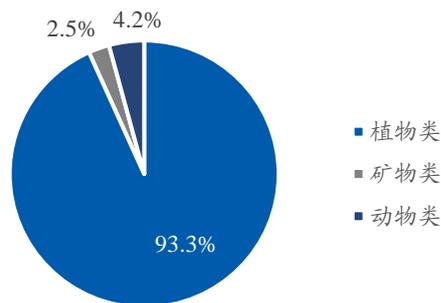
中药饮片加工行业规模超 2000 亿元，近 90%都由医疗机构提供给患者。传统饮片加工行业高度分散且利润率较低。经公立医疗机构的饮片加价主要存在于“饮片厂-医疗机构”环节，而经民营中医馆的饮片加价主要存在于“中医馆-患者”环节。本次联采重视“优质优价”，预计对民营中医连锁的利润率影响较小。

2.1 中药饮片及其供应链概述：中药饮片加工行业规模超 2000 亿元

根据 2020 版《中华人民共和国药典》，中药饮片指“药材经过炮制后可直接用于中医临床或制剂生产使用的药品”。在中医药理论的指导下，中药饮片被广泛应用于中医诊疗，既包括以片、块、丝等形态为主的传统饮片，也包括中药配方颗粒等非传统饮片。其中传统饮片在线下中医医疗中仍占据主要地位。中医师通过对不同品类饮片的组合进行辨证施治，基于患者不同的体质、病情而个性化开具药方，达到调养身体、防病治病等作用。

中药饮片以植物类饮片为主。中药饮片可以分为植物类、矿物类与动物类。根据《中医诊疗机构中药饮片使用及野生动物入药情况调研报告》对 700 余家中医门诊 6 年近 1300 万个处方的统计，在 7500 余吨的饮片中，植物类用药总量达 7087 吨，占比为 93.3%，矿物类与动物类用药总量分别为 190 吨、321 吨，仅占 2.5%、4.2%。

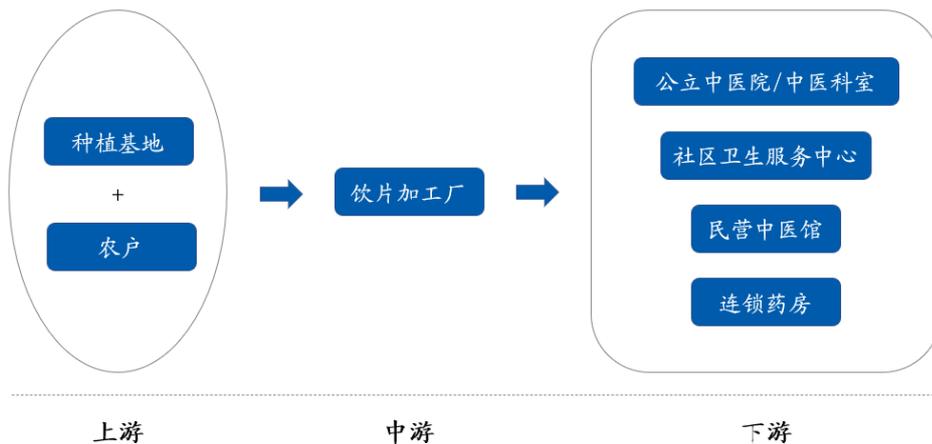
图 7：中药饮片使用量构成



数据来源：中医诊疗机构中药饮片使用及野生动物入药情况调研报告，东北证券估计

中药饮片流通流程为种植基地/农户——饮片加工厂——医疗机构/药房——消费者。中药饮片供应链上游以中药材种植基地与农户为主体，中药材具备农产品属性。饮片供应链中游以饮片加工企业为主体，通过不同的炮制工艺对中药材进行加工，生产中药饮片。饮片供应链下游以医疗机构与药房为主体，将中药饮片提供给消费者。据我们测算，近 90%的中药饮片最终通过医疗机构提供给消费者。

图 8：中药饮片供应链示意图



数据来源：东北证券

根据《中国医药工业经济运行报告》，2021 年我国中药饮片加工行业规模达 2057 亿元。我们预计随着中医诊疗需求的增加，饮片加工行业规模有望持续增长。中药饮片加工行业大致可分为三个发展阶段：2012-2017 年行业处于快速发展期，行业规模迅速增长，由 2012 年的 990 亿元增长至 2017 年的 2165 亿元，CAGR 达 17%。2018-2020 年行业进入监管整治期，国家药品监督管理局于 2018 年 8 月与 2020 年 2 月分别出台《中药饮片质量集中整治工作方案》与《中药饮片专项整治工作方案》，在全国范围内开展了饮片质量整治工作，监管力度的加强导致了饮片加工行业规模在 2018-2020 年出现负增长，2017-2020 年 CAGR 为 -6%。2021 年行业增速达 15%，规模已接近历史最高水平。

图 9：中药饮片加工行业规模（亿元）



数据来源：中国医药工业经济运行报告，东北证券

2.2 供应链上游：“种植基地+农户”模式，政策支持中药材种植业发展

中药材是由传统中医药理论界定的未经加工的原生药材，既可以作为中药饮片与中成药的原料进一步加工，也存在部分药食同源的药材可直接食用。

当前中药材的生产方式以“种植基地+农户”模式为主。由专门从事中药材种植的企业建立种植基地，吸引农户参与种植工作，有效整合农村劳动力资源。种植基地主要为农户提供种植技术指导与集中销售服务。相比传统的散户经营，该模式不仅可以提升药材质量与亩产效益，也可以为农户提供更稳定的销售渠道。从经济效益来看，中药材种植的亩均收益一般在2500元以上，而2021年我国种粮亩均收益为824元。中药材亩均收益普遍为粮食的3倍以上，农户有一定动力种植中药材。

国家及地方政策支持中药材种植业规范化、规模化发展。中药材作为中药饮片的原料，药材质量、道地与否直接影响中医内治的疗效。高质量的中药材种植业是高质量中医医疗服务的先决条件。同时中药材作为经济效益较高的第一产业，在部分地区对帮助农民脱贫致富也有一定帮助。国家层面政策大力支持道地药材种植，云南、四川、贵州、陕西、甘肃等中药材种植大省也都对中药材种植业提出了一定目标。

表 3: 国家层面及中药材种植大省对中药材种植的支持政策

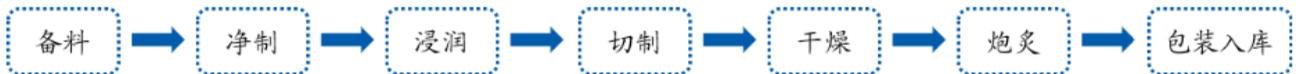
时间	政策	部门	政策内容
2018-12-18	《全国道地药材生产基地建设规划(2018-2025年)》	农业农村部、国家药监局、国家中医药局	提升标准化生产水平。引导构建“龙头企业+合作社(种植大户)+基地”的生产经营模式，鼓励社会资本参与道地药材生产，支持开展强强联合、共建共享。2018-2025年，每年在全国建设道地药材生产基地300万亩以上。到2025年，全国建成道地药材生产基地总面积2500万亩以上。
2022-9-7	《云南省“十四五”中医药发展规划》	云南省政府办公厅	推进道地药材种植，鼓励中药材产业化、商品化和适度规模化发展。围绕云南“十大名药材”重点品种，推广一批以稳定提升中药材质量为目的的绿色生产技术和种植模式，促进林下中药材产业发展。
2021-12-16	《四川省“十四五”中医药高质量发展规划》	四川省政府办公厅	大力提升中药材质量，提升中药材产业集聚化水平。建设10个高质量中药材种子种苗繁育基地，新建、改建50万亩规范化中药材种植基地，完成32个重点县中药材溯源体系建设。
2022-6-8	《贵州省“十四五”中医药发展规划》	贵州省中医药工作联席会议	构建均衡优质中药材供应能力。建设道地药材原产地保护区5个，加快发展林下中药材生态种植、野生抚育、仿野生栽培，建设重点单品产地加工示范基地50个，10万亩以上中药材种植大县核心产地加工能力达到产量的45%以上。着力推动重点单品产业链建设，力争每个道地药材单品形成百亿级产业。
2021-12-30	《甘肃省“十四五”中医药发展规划》	甘肃省卫健委等部门	中药材标准化种植率由2020年的42.6%提升至2025年的60%。创建一批国家、省级中药材特优区，建成当归等11个大宗道地药材绿色有机示范基地。建成集中连片规模化、绿色化、标准化示范基地30个。建成中药材种植面积30万亩以上种植大县6个、10万亩以上10个、5万亩以上12个。
2022-10-31	《陕西省“十四五”中医药发展规划》	陕西省中医药管理局	建设10-15个“秦药”大宗道地、区域优势中草药品种种子种苗繁育基地，20-30个规范化种植(养殖)基地、科技推广示范基地。植物药种植面积稳定在500万亩，动物药养殖稳定在3万头(只)。

2.3 供应链中游：饮片加工行业高度分散，利润率较低

根据《全国中药饮片炮制规范》，中药饮片炮制是“按照中医药理论，根据临床用药需求和药材自身性质，所采取的一项独特的制药技术”。药材凡经“净制、切制或炮炙”等处理后，均称为“饮片”。

饮片的炮制工艺各异，难度不一。炮制流程一般可分为备料、净制、浸润、切制、干燥、炮炙与包装入库环节。一些中药饮片经过较为简单的净制、切制工艺后即可制成；另一些中药饮片在净制后，还需经过更复杂的工艺处理后方可制成，对生产设备有更高的要求。常见的复杂炮制工艺包括炙制、水飞等。具体而言，炙制是指将药材与液体辅料共同拌润并炒至一定程度，按液体辅料不同可分为蜜炙、醋炙与酒炙等；水飞是指将药材加水研磨，倾出混悬液，再将残渣继续研磨，经反复操作后合并混悬液，最终进行沉淀、干燥。

图 10：中药饮片常见炮制流程



数据来源：东北证券

传统饮片加工行业高度分散，头部企业市占率不足 1%。中药饮片加工行业可拆分为市场规模约 250 亿元的中药配方颗粒与规模约 1800 亿元的传统中药饮片。中药配方颗粒由于试点政策限制，目前具有先发优势的中国中药、红日药业、华润三九合计市占率近 80%。而线下中医使用更多的传统中药饮片的加工则高度分散。当前最大的传统中药饮片加工企业为中国中药，其 2021 年传统中药饮片营业收入为 14.7 亿元。香雪制药、太龙药业 2021 年传统中药饮片营业收入分别为 12.1、7.3 亿元。ST 康美、红日药业也有部分传统中药饮片业务。各公司市占率均低于 1%。

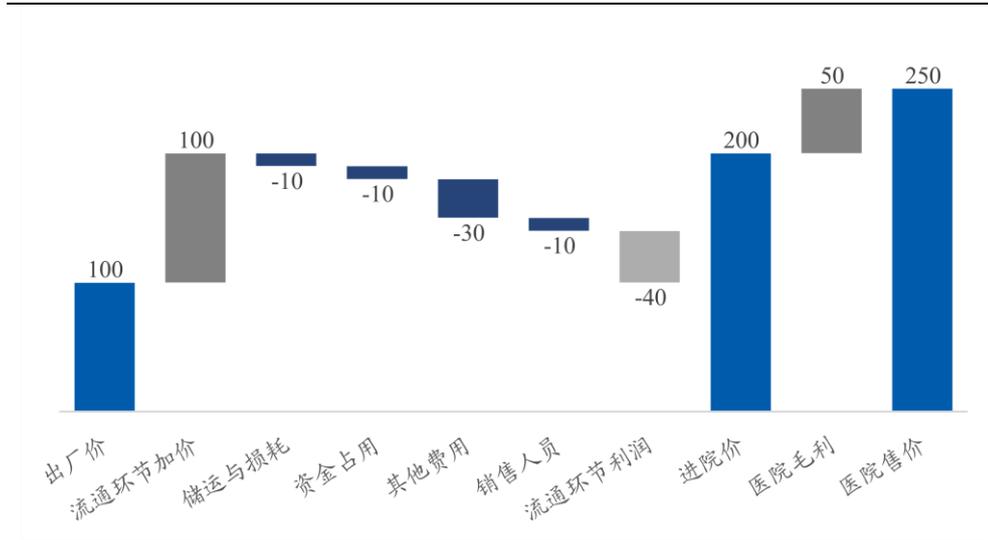
中小饮片厂投入门槛较低，饮片销售普遍就近绑定中医院，生存压力较小。小型饮片厂投资约 500 万元用于建设车间、购买设备，便可处理 100 余种中药饮片的生产加工。考虑到中药饮片的常用药在 100 味左右，药房常备药在 500 味左右，100 种饮片已可以满足相当一部分的医疗需求。同时，中小饮片厂一般深度绑定附近的公立中医院，一家或两家公立中医院的中药饮片需求即可消化中小饮片厂生产的大部分饮片。由于投资成本较低且存在稳定的销售渠道，尽管饮片厂加价率与净利率较低，其生存压力也较低。

饮片加工的工业端加价率与净利率都处于较低水平。一般来说，饮片工业端（从药材进厂到饮片出厂）的加价率约为 40-50%，对应药材成本占饮片出厂价的 65-70%。进一步扣除车间、设备、地租、人力等加工成本后，工业端净利率普遍为 8-10%。上市公司的中药饮片业务的毛利率也普遍处于较低水平，中国中药为 17%、香雪制药为 23%、太龙药业为 11%、ST 康美在 2018 年为 30%。

2.4 供应链下游：公立与民营加价结构差别显著，药房以滋补品为主

中药饮片一般通过医疗机构或零售药房流通至患者手中。医疗机构可进一步分类为公立中医医疗机构与民营中医馆，其中公立中医医疗机构包括中医医院、中西医结合医院、非中医医院的中医科室、以社区卫生服务中心为代表的公立基层医疗机构等。公立中医医疗机构与民营中医馆的中药饮片加价结构差别明显。

图 11：“饮片厂-公立机构-患者”加价结构



数据来源：草根调研，东北证券估计。假设饮片出厂价为 100。

当饮片厂供应公立中医医疗机构时，流通环节加价率一般为 100%，流通环节利润率约为 20%。大部分中药饮片由饮片厂直接供应公立医疗机构，少部分通过经销商销售。在 100% 的流通环节加价中，主要成本包括储运与损耗、资金占用、其他费用与销售人员的成本。储运与损耗成本约占加价额的 10%，中药饮片对储运条件有较高的要求，不同类型的饮片需要相应的仓储环境，如防潮、防虫、密封等，需要一定成本以维持饮片质量。资金占用成本约占加价额的 10%，公立医疗机构占据饮片下游市场的大部分份额，其采购药品时通常采用赊销方式，回款账期一般长达 8-10 个月，饮片厂为维持经营需支付一定的资金成本。其他费用约占加价额的 30%。进一步扣除约 10% 的销售人员成本后，流通环节利润率约为 20%。

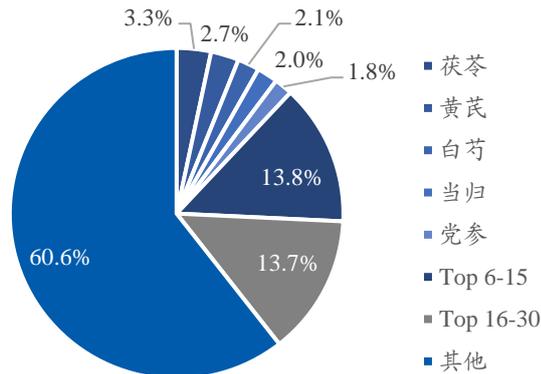
公立中医医疗机构普遍加价率为 25%，对应中药饮片毛利率 20%。中药饮片不受公立医疗机构“药品零加成”的政策限制，但仍需严格落实“中药饮片加价率不超过 25%”的政策规定，对应中药饮片毛利率约 20%。

当饮片厂供应民营中医馆时，流通环节加价率一般仅约 25%。当饮片厂向民营中医馆供货时，主要利润来源于工业端。其流通环节加价率显著低于对公立医疗机构供货时，仅能覆盖其储运损耗、资金占用及销售人员的成本。

民营中医馆普遍加价率较高。民营医馆加价率不受政策限制，但由于其看诊业务与公立医疗机构有一定竞争，其中药饮片售价受一定的“软约束”。对于饮片品质相同的同一副药方，民营医馆的售价一般与公立医疗机构持平或略高。因此，民营医馆注重压缩饮片厂的流通环节加价率，以提升自身毛利率水平。

头部民营中医连锁通过大规模采购、降低资金占用、降低医师提成等方式提升毛利率。对于一家饮片厂，当某客户一年饮片订单总量达几千万元时，通常愿意与该客户议价，给予 5-10% 的进院价优惠。若民营中医馆使用现款结算，则饮片厂不必承担资金占用成本，进院价可进一步下降 5-10%。头部民营中医连锁由于品牌效应强，患者客流充裕，其可以给予医师相对更低（如 10% 左右）的提成，从而提升医馆获得的实际毛利率。

图 12: 医疗机构中药饮片使用情况（按品种）



数据来源：中医医疗机构中药饮片使用及野生动物入药情况调查报告，东北证券

中医医疗机构为患者开具处方时所使用的中药饮片品种相对分散。由于中医重视辨证施治，个性化开具处方，而中药饮片的常用药多达 100 味，故单个品种饮片的使用量占比均处于较低水平。根据《中医医疗机构中药饮片使用及野生动物入药情况调查报告》对近 1300 万张处方的统计，使用量排名前 5 的中药饮片分别为茯苓、黄芪、白芍、当归与党参，其使用量在饮片总用量中的合计占比为 12%。使用量排名前 30 的中药饮片在饮片总用量中的占比不足 40%。

图 13: 中国城市零售药房中药饮片销售规模（亿元）



数据来源：米内网，wind，东北证券

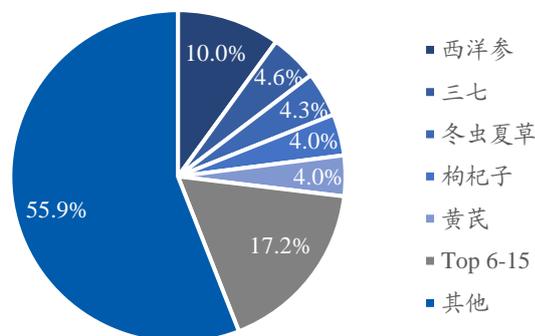
零售药房是中药饮片流通至消费者的第二渠道，2021 年销售规模约 250 亿元。根据

米内网数据，2017-2021 年中国城市零售药房的中药饮片销售额由 283 亿元下降至 253 亿元，CAGR 约为-3%。然而，规模最大的 4 家连锁药房（益丰药房、大参林、老百姓、一心堂）的中药饮片销售额持续增长，由 2017 年的 32 亿元增长至 2021 年的 64 亿元，CAGR 约 19%。行业集中度逐年提升，CR4 由 11%提升至 25%。从饮片加价率角度，四大上市连锁药房的中药饮片毛利率普遍为 40%-50%。我们认为由于大规模采购的成本优势及消费者信赖度等因素，未来中药饮片在药房渠道的集中度可能进一步提升。

零售药房销售的中药饮片品种相对集中，以滋补类饮片为主。根据米内网数据，2021 年城市零售药房销售额排名前 5 的中药饮片分别为西洋参、三七、冬虫夏草、枸杞子与黄芪，其销售额在饮片总销售额的合计约 27%。销售额排名前 15 的中药饮片在饮片总销售额中的占比达 44%。

医疗机构与零售药房销售的中药饮片品种区别较大。在两类机构销售最多的 15 种饮片中，只有黄芪（零售药房 4%，医疗机构 2.7%）、大枣（零售药房 1.5%，医疗机构 1%）、当归（零售药房 1.3%，医疗机构 2%）3 种重合。在医疗机构购买饮片的患者多数以治疗疾病为目的，而在连锁药店购买饮片的消费者一般以保健养生为目的，且往往不持有处方。故在连锁药店，滋补类、药食同源的饮片更易得到消费者青睐，其售卖的饮片种类也受消费者的认知限制而更为集中化。

图 14: 零售药房中药饮片销售情况（按品种）



数据来源：米内网，东北证券

2.5 中药饮片联合采购：“保质、提级、稳供”为核心，预计价格降幅有限

我国中药饮片长期存在质量不稳定的问题，且饮片价格与供应量波动较大。在生产环节，中药材具有农产品属性，其质量存在一定差异，而饮片加工行业高度分散，众多中小饮片厂规范程度不高。在流通环节，中药饮片的流通相对不透明，行业尚未建立有效的追溯体系。故饮片质量往往参差不齐，对中医处方疗效与中医药高质量发展产生了一定负面影响。常见质量问题包括农药超标、掺杂掺伪、染色造假、加工不规范、霉变虫蛀等。饮片质量不稳定是本次中药饮片联合采购的重要背景。

2022 年 11 月，《三明采购联盟省际中药（材）采购联盟中药饮片联合采购文件》正式公布，标志着中药饮片联合采购进入实质性发展阶段。中药饮片联采以三明采购

联盟省际中药（材）采购联盟（以下简称“联盟”）为主体。该联盟于2022年初由省际中药（材）采购联盟（2020年7月成立）加盟三明采购联盟而成的。2022年3月，联盟开展了部分中药饮片品种的相关数据填报工作。2022年10月，联盟公开征求关于首次中药饮片联采的意见。

本次中药饮片联合采购的品种为21个，其中包含大量常用饮片；覆盖地区为8个省与6个市，山东省采购量占比较高。在品种方面，21个品种各自被划分为选货与统货两个规格。医疗机构使用量前5中的4味饮片均被纳入联采，黄芪首年约定采购量超800吨，当归、党参、白芍的采购量均在400吨左右。医疗机构使用量排名6-30的饮片中也有7味被纳入联采，单品种采购量超200吨。在地区方面，联采覆盖山东、安徽、内蒙古、山西、新疆、宁夏、青海、西藏8省及6个其他地区的市县。这些地区中山东省与安徽省中医较为发达，山东省的饮片采购量普遍达到联盟整体采购量的40%左右。联采以1年为采购周期，首年约定采购量由参与本次联采的医药机构报送的预采购需求量80%累计确定。

本次中药饮片联合采购以“保质、提级、稳供”为核心理念，明确提出不以简单降价为目标，力求实现中药饮片“优质优价”良性发展。本次饮片联采的中选主要分为综合评审与竞价报价两个环节。综合评审环节通过多项指标的百分制评分确定入围企业。入围企业数为有效申报企业数的30%且不超过50家（若申报企业数超过19家），或6家（若申报企业数不足19家）。在评分指标方面，供应能力相关的分值达45分（申报品种供应能力20分，种植基地15分，联盟医药机构覆盖10分），供应覆盖本次采购所有区域另加10分。质控能力相关的分值达25分（追溯体系10分，质量控制能力15分）。首轮报价仅占15分，且计算公式为同组最低报价/首轮报价×15。即使某饮片厂报价为其他饮片厂的2/3，在报价项上也仅存在5分分差。因此，具有较强供应能力与质控能力的规模化饮片厂有望以较少的价格降幅入围。

本次中药饮片联合采购对降价的要求相对和缓。本次联采的首轮报价参考限价根据市场调研与历史数据确定，而非参考当前市场低价。参考限价普遍处于市场高位，为饮片优质优价留出较大空间，即相对于参考限价2次降价后所得的价格不一定低于当前市场价格。对于确定拟中选资格的竞价报价环节，降价要求也较为和缓。二轮报价较入围企业首轮平均报价降幅达20%，或报价低于二轮最低报价1.2倍且降幅不为最小的产品，均获得拟中选资格。由此计算，第二轮报价较首轮平均报价降幅有较大可能在5-20%。

我们认为本次中药饮片联合采购在短期内对民营中医连锁的利润水平不会产生实质性负面影响，在长期有利于提升中医诊疗的医疗与认可度。结合中药饮片经公立医疗机构销售的加价结构，我们倾向于认为本次联采的降价主要来源为公立医院进院价中约20%的“水分”。而考虑到本次联采还对饮片质量与供应稳定性有一定要求，我们认为最终饮片的入院价降幅有限。因此，公立医疗机构饮片售价的下降传导至民营医疗机构的影响也较为有限。此外，部分中小饮片厂将失去公立医疗机构的销售渠道，进而必须转向民营中医馆进行饮片销售，从而使民营中医馆获得更强的议价能力。从长期看，饮片联采对于在供应能力、质量控制等方面更具优势的饮片加工龙头企业有所利好，而生产不规范或较为低端的小型饮片厂将逐步退出市场。饮片加工行业集中度有望提升，更优质的饮片有助于提升下游中医医疗机构的疗效与患者认可度，长期利好中医行业发展。

3.线上中医医疗行业：规模小增速快，活跃医师为决定性因素

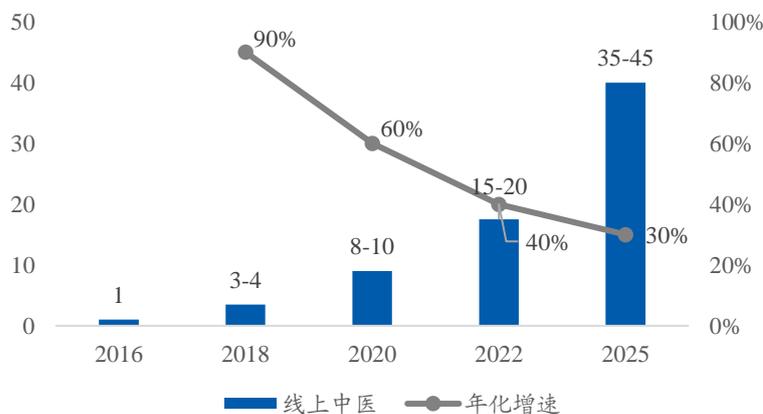
线上中医医疗行业为线上诊疗与中医诊疗的交叉领域，近年来增长迅速。我们认为线上中医业务在短期可以有效对冲线下医馆客流不足的风险，降低疫情对中医连锁的负面影响；在长期可以成为线下业务的有力补充，给予患者便利的同时高效利用医师的零散时间。未来线上业务有望为民营中医连锁贡献显著增量。

我们预计线上中医医疗行业 2022 年行业规模为 15-20 亿元，2025 年有望达到 40 亿元。行业集中度较高，CR4 超 50%。中医师上线率已处于较高水平，但活跃医师占比较低且贡献大部分业绩，活跃医师以副主任医师为主。狭义的异地复诊患者为主要线上客群，配方颗粒使用多于传统饮片。线上平均诊金较低，药费与线下相仿。

3.1 线上中医行业现况：规模小增速快的细分市场，行业集中度较高

我们预计 2022 年线上中医医疗行业规模为 15-20 亿元，2025 年有望达到 40 亿元，未来 5-10 年 CAGR 达 30%。线上中医作为线上诊疗的垂直品类，始于 2015 年，最早的线上中医诊疗公司包括小鹿中医、快问中医、甘草医生等，2016 年行业规模约 1 亿元。行业初创期的高速增长叠加 2020 年疫情对线上诊疗及中医诊疗的推动（管控导致线下诊疗可及性受显著影响，中医广泛介入新冠治疗普及中医认知），2020 年行业规模迅速增长至 8-10 亿元。受 2021 年末至 2022 年的疫情管控影响，线上中医规模仍保持高速增长，预计 2022 年达 15-20 亿元。

图 15：线上中医医疗行业规模（亿元）



数据来源：东北证券估计

从渗透率视角看，线上中医诊疗在线上诊疗领域已有一定渗透率，但在中医诊疗领域的渗透率处于较低水平。我们预计线上诊疗 2022 年行业规模约为 150 亿元（线上诊疗仅指由线上问诊带来的问诊收入与药品收入，不包括其他的线上药品销售），未来 CAGR 约 25%，当前线上中医诊疗的占比为 10-15%。从民营中医门诊 2022 年近 500 亿元的市场规模看，线上中医诊疗的占比则仅为 3-4%。

在竞争格局方面，线上中医医疗行业集中度较高，头部公司与其他参与者差距明显。线上中医行业主要有四类参与者：其一为完全专注线上中医诊疗的公司，如规模最

大的小鹿中医（已被阿里健康收购），营收约亿元的快问中医、甘草医生，规模较小的药匣子等。其二为线下线上相结合即 OMO 模式的公司，如 2021 年线上营收 1.5 亿元的固生堂，规模较小的上医仁家。其三为全科线上诊疗公司的中医分部，如平安好医生、京东健康中的中医业务。其四为三甲公立中医院的互联网医院，尽管公立中医院医师资源充裕，但由于其拓展线上业务的动力有限，单体互联网医院的营收一般不足一千万元。行业集中度高，CR4 超 50%，行业前 4 公司的营业收入与其他参与者差距显著。同时由于线上中医地区性较弱，我们预期未来线上中医行业将存在一定马太效应，行业集中度将持续提升。

图 16：线上中医医疗行业竞争格局（按 2021 年营业收入）



数据来源：草根调研，东北证券估计

政策方面，当前线上中医纳入医保仍处于试点阶段，未来线上中医逐步纳入医保有望加速行业发展。《“十四五”中医药发展规划》明确“建设中医互联网医院，发展远程医疗和互联网诊疗。构建覆盖诊前、诊中、诊后的线上线下一体化中医医疗服务模式，让患者享有更加便捷、高效的中医药服务”。浙江省、江苏省、北京市等地均提出将“互联网+”中医药服务依托线下医疗机构纳入医保，更加利好 OMO 模式中医连锁的发展。然而，线上中医纳入医保普遍由公立医疗机构开始，民营机构的线上业务纳入医保尚需一定时间。

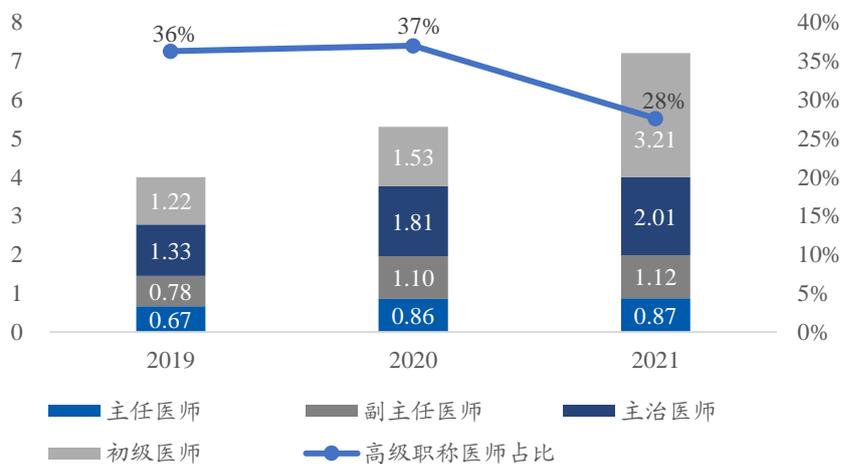
3.2 线上中医医师分析：活跃医师为决定性因素，副主任医师为主要供给

我国中医的上线率已处于较高水平，但活跃度普遍较低。根据 2022 中国卫生健康统计年鉴，2021 年我国共有中医类执业（助理）医师 73 万人，但其中仅 21 万人就职于中医医院或中西医结合医院，另有 16 万人就职于医院的中医科室，其余 36 万人均就职于非医院的医疗机构。同时，小鹿中医平台上医师超 8 万人，固生堂、快问中医平台上医师超 2 万人，甘草医生、上医仁家平台上医师超 5 万人。我国中医师已有相当一部分在线上平台执业。然而，大部分中医师仅是因为各线上平台的邀请而在线上挂名，在线上看诊频率较高的医师非常有限。

从全体线上中医师的职称看，资深医师的占比有所下降，但仍保持较高水平。根据互联网+中医医疗数据报告（基于小鹿中医数据编写），2021 年线上医师中具有高级职称的医师占比为 28%，较前两年的 37% 与 36% 有明显下降，2018 年这一比例为 46%。线上平台倾向于先邀请资深医师到平台上看诊，因为平台可以将资深医师带

来的患者流量引流到平台上，而无需由平台营销以吸引患者。因此，2021年资深医师占比的显著下降一定程度表明资深医师的引入已到达一定瓶颈。同时，根据弗若斯特沙利文，资深医师在全体中医医师的占比约为15%，故线上医师中资深医师的占比仍显著高于线下均值。

图 17: 小鹿中医医师情况 (按职称, 万人)



数据来源: 互联网+中医医疗数据报告, 东北证券

从线上中医医师的主要执业机构与科室看，三级医院与中医全科医师占比最高。2019-2021年，主要执业机构为三级医院的医师占比为49%、47%、44%，逐年下降但仍保持较高水平。其原因也是线上平台倾向于从大医院开始邀请医师上线。约70%的医师来源于一级以上医院，仅30%来源于其他医疗机构。在科室方面，2019-2021年中医全科医师占比为17%、23%、24%，占比保持第一且逐年上升，与患者疾病的多样性相一致。

活跃医师以副主任职称为主，医师间活跃度差距显著。根据草根调研数据，线上平台最活跃的5%医师一般能贡献超70%的诊疗人次。这批最活跃的医师以副主任医师为主，平均每月看诊达50次以上，相当于线下约1-1.5天的看诊量。同时，超70%的医师月均看诊不足5次，故医师活跃度对线上平台的重要性远高于医师数量。副主任医师的活跃可以从供给与需求两方面来看：在供给端，主任医师线下工作较为繁忙且收入水平较高，在线上看诊的时间与意愿都比较有限，而副主任医师相对有一定空闲，且更有动力通过线上问诊增加收入。在需求端，患者往往希望寻求较为权威的诊疗，而主任医师的挂号费较高（普遍在100以上，部分可达200-300），患者难以负荷，故挂号费一般在30-50元的副主任医师更受患者欢迎。

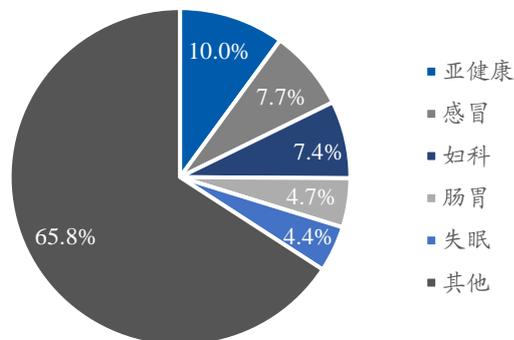
医师收入由诊金与药品提成构成，未来有望转向纯诊金模式。当前线上平台一般由医师自主确定诊金，且诊金80%以上归属医师，同时给予医师在中药饮片与中药配方颗粒方面约20%的提成。部分线上平台已逐步转向“100%诊金+0药品提成”的模式，这一模式更符合未来线上诊疗业务发展的要求。

3.3 线上中医患者分析：异地复诊患者为主要客群，配方颗粒使用较多

异地复诊患者（狭义）为线上中医诊疗的主要客群。“复诊”这一概念有广义与狭义之分，广义的复诊按 2022 年 2 月国家卫健委与中医药局发布的《互联网诊疗监管细则（试行）》所述，指患者具有明确诊断的病历资料，即患者在线下医疗机构曾对相同或相似病症进行治疗，而并不对患者线下的就诊时间或看诊医师有所限制。由于监管规定，所有的线上中医患者均属于广义复诊的范围。狭义的复诊指患者在线下由某医师看诊并开具处方后，在较短时间内向同一医师在线上再次问诊的行为。其主要原因在于中医的普遍治疗周期在 6-8 周，而医院由于处方管理的限制，对于普通疾病的处方用量一般为 1 周，对于慢性病的处方用量一般为 2 周。故患者为完成一个中医治疗周期，一般需进行复诊。医师也会在复诊时对处方进行一定调整，以适应患者的身体状况。而线下复诊对于异地患者的交通成本过高，故狭义的异地复诊患者构成了线上中医诊疗的主要客群。

线上中医患者的病症类别较为多样，主要病症与线下相仿。根据互联网+中医医疗数据报告，线上患者的前 20 大病症在所有病症中的总占比仅为 41%，其他病症在所有病症中的占比均不足 1%，这与患者对中医全科医师的需求相一致。占比最大的病症包括占 10%的亚健康（亚健康、虚劳、乏力、腰痛）、各占 7.5%左右的感冒（咳嗽、感冒、鼻炎、咽痛）与妇科（月经不调、不孕、痛经）、各占 4.5%左右的肠胃与失眠，主要病症与线下相仿。

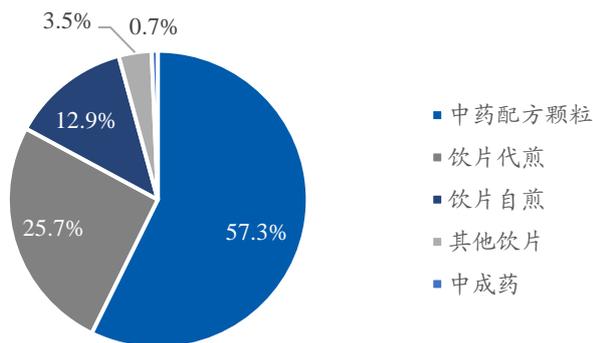
图 18：2021 年线上中医患者疾病构成



数据来源：互联网+中医医疗数据报告，东北证券

线上中医患者更为青睐便利性较高的中药配方颗粒。与线下中医诊疗更多使用传统中药饮片不同，线上中医诊疗的中药配方颗粒订单占比达 57%，而传统中药饮片占比仅 42%。同时中药饮片中约 3/5 使用饮片代煎服务，其余为饮片代配自煎，及膏方、制丸、打粉。中成药占比不足 1%。中药配方颗粒的客单价一般高于中药饮片 10%左右，这一定程度上由中药配方颗粒的高毛利所致。此外，中药配方颗粒的订单量占比也具有一定地域性，中医文化较为发达的地区一般更倾向传统饮片。如广东省的传统饮片订单占比近 60%，江苏省、北京市的传统饮片订单占比近 50%。

图 19: 线上中医患者药品构成



数据来源: 互联网+中医医疗数据报告, 东北证券, 数据为 2020 年

在客单价方面, 线上平均诊金较低, 日均药费与线下相近。线上中医患者普遍支付的诊金在 30-100 元, 平均为 40-50 元。对比固生堂平均挂号费为 80-100 元, 线上患者支付的平均诊金较低。这主要是因为支付能力更强、向主任问诊的患者更倾向于线下复诊。线上复诊的患者普遍向副主任问诊, 故平均诊金较低。药费方面, 线上的日均药费一般为 25-35 元, 对应 14 日药费为 350-490 元, 基本与线下公立医疗机构的药费持平。但由于线上患者的平均处方时长大于线下患者, 故客单价视角的线上平均药费高于线下。线上医疗平台的药品毛利率一般在 40%左右。

4. 固生堂近况更新：医师数高速增长，外延扩张有序落地

固生堂作为民营中医连锁的唯一上市公司，具有卓越的聚医能力与异地扩张能力。2022 年公司受疫情影响，H1 营业收入 7.0 亿元 (+18%)，经调整净利润 0.64 亿元 (+40%)，预计全年营业收入 16.8 亿元 (+22%)，净利润 1.85 亿元。然而，疫情并不影响公司的核心能力，我们预计公司 2023-2025 年营业收入 CAGR 超 30%，净利润 CAGR 超 35%。由于中医连锁客单价在医疗服务公司中处于较低水平，我们认为如果看诊秩序恢复，则中医连锁有望较快迎来复苏。

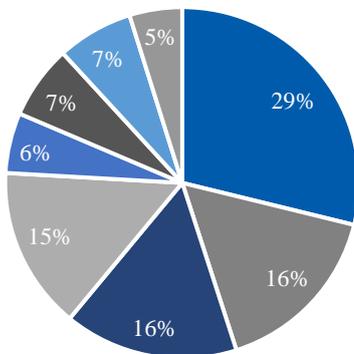
在聚集医师方面，固生堂近半年医师数增长约 10%，总出诊时长增长约 12%，医师数增长迅速。在外延扩张方面，公司继 6 月的 2 家北京门店并购后，于 10-11 月又并购了杭州 2 家门店与上海 1 家门店。郑州、温州的自建店预期于年底前开业，2022 年新增 8 家门店的预期有望达成。

4.1 固生堂医师近况：半年医师数增长约 10%，总出诊时长增长约 12%

固生堂近半年线下医师数与总出诊时长迅速增长。根据我们草根调研的数据，2022 年 9 月公司线下医师数约 1600 人，较 2022 年 3 月的约 1450 人增长约 10%。其中资深医师（副主任及以上）数约 870 人，较 3 月的约 800 人增长约 8%。医师线下出诊总时长约 2750 天，较 3 月的约 2450 天增长约 12%。资深医师线下出诊总时长约 960 天，较 3 月的 880 天增长约 9%。公司疫情下仍保持医师数的高速增长。

在医师资源分布方面，广州、深圳、上海、江苏为核心区域，北京地区增长迅速。广州、深圳为公司收入最高的两个地区，在总出诊时长上广州占比达 29%，在资深医师出诊时长上深圳占比达 27%。上海、江苏为公司收入次高的两个地区。公司在江苏省已布局苏州、南京、无锡。北京地区增长迅速，医师数半年增长约 17%，总出诊时长增长超 25%。此外，由于北京、上海客单价较高，地区实际收入占比较图中所示更高。

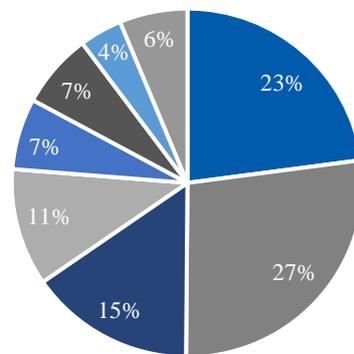
图 20：固生堂各地区医师总出诊时长占比



■ 广州 ■ 深圳 ■ 上海 ■ 江苏 ■ 北京 ■ 浙江 ■ 福州 ■ 佛中

数据来源：草根调研，东北证券

图 21：固生堂各地区资深医师出诊时长占比



■ 广州 ■ 深圳 ■ 上海 ■ 江苏 ■ 北京 ■ 浙江 ■ 福州 ■ 佛中

数据来源：草根调研，东北证券

股权激励框架出台，进一步提升聚医能力。公司于9月出台股权激励框架，将通过二级市场股份回购与限制性股份计划将公司股份授予资深中医师，以吸引优秀中医师将公司作为唯一的多点执业机构，或到公司全职出诊。公司未来的股权激励有望成为吸引资深医师并与其长期保持合作的重要工具。

固生堂医疗服务供给端的增长对公司营业收入增长有显著支撑。我们预期未来3-5年公司线下资深医师数年增长超15%，线下总医师数年增长超20%，医师平均看诊时间年增长约5%。结合客单价的增长与医师看诊时间利用率的提升，我们认为公司线下业务收入年增速可达25%以上。

4.2 固生堂医馆近况：新并购杭州上海3家门店，拓店预期有望达成

固生堂于10-11月并购了杭州2家门店与上海1家门店，截至2022年11月底已新增5家门店。杭州大同中医门诊部收购对价为8370万元（对应93%股权），2021年营业收入近7000万元。该店建筑面积约2000平方米，现有中医师80余名，其中含5名国家级、省级、市级名中医，门店已经营逾15年。杭州回元堂国药馆收购对价为1446万元，2021年营业收入超1000万元。该店前身为方回春堂萧山馆，建筑面积约1000平方米，已经营逾7年。上海千诚护理院收购对价为4200万元，2021年营业收入约3000万元。该店建筑面积超2000平方米，当前以住院业务为主，公司计划未来显著扩张其门诊业务。三家门店均具有定点医保资质。

固生堂预期于2022年新进入杭州、郑州、温州三城，新增门店8家预期有望达成。公司于10-11月并购2家门店进入杭州，布局继宁波后浙江省的第二个城市。郑州、温州的自建店预期于年底前开业，公司已与河南中医药大学第一附属医院及温州市中医院建立医联体合作，2022年新增8家门店的预期有望达成。并购门店对于公司获取新医师也能提供一定补充。我们预期公司未来将保持较快的外延扩张，门店数年增速约20%，2023年有望新增10家门店。

固生堂与苏州市中医院建立医联体合作，医联体布局持续推进。公司于11月与苏州市中医院签订医联体战略合作协议，推动分级诊疗，促进优质医疗资源下沉基层，显著利好公司在苏州市的多点执业医师开发。11月上海中医药大学将公司苏州同安门诊部纳入其非直属附属门诊部并举行揭牌仪式，利于公司苏州医馆提升品牌形象。此外，11月公司与磐安县政府、浙江金控、浙江中医药集团等多方签署框架协议，设立10亿元（首期5亿元）中医药产业投资基金。未来，公司拟在磐安县建设浙江区域总部，将其打造为长三角区域内最具规模与影响力的中医医疗服务运营平台。

研究团队简介:

刘宇腾: 中国人民大学经济学硕士。曾任职于华创证券研究所。2021 年加入东北证券。

高皓天: 清华大学金融硕士, 清华大学经济与金融本科。2022 年加入东北证券, 现任东北证券医药组研究助理。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 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, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

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, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 15%以上。	投资评级中所涉及的市场基准: A 股市场以沪深 300 指数为市场基准, 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)为市场基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准; 美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内, 股价涨幅超越市场基准 5%至 15%之间。	
	中性	未来 6 个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至 5%之间。	
	减持	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 5%至 15%之间。	
	卖出	未来 6 个月内, 股价涨幅落后市场基准 15%以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内, 行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
王一 (副总监)	021-61001802	13761867866	wangyi1@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
屠诚	021-61001986	13120615210	tucheng@nesc.cn
康杭	021-61001986	18815275517	kangh@nesc.cn
丁园	021-61001986	19514638854	dingyuan@nesc.cn
吴一凡	021-20361258	19821564226	wuyifan@nesc.cn
王若舟	021-61002073	17720152425	wangrz@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
吕奕伟	010-58034553	15533699982	lyyw@nesc.com
孙伟豪	010-58034553	18811582591	sunwh@nesc.cn
陈思	010-58034553	18388039903	chen_si@nesc.cn
徐鹏程	010-58034553	18210496816	xupc@nesc.cn
曲浩蕴	010-58034555	18810920858	quhy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
阳晶晶	0755-33975865	18565707197	yang_jj@nesc.cn
张楠淇	0755-33975865	13823218716	zhangnq@nesc.cn
钟云柯	0755-33975865	13923804000	zhongyk@nesc.cn
杨婧	010-63210892	18817867663	yangjing2@nesc.cn
梁家滢	0755-33975865	13242061327	liangjy@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn
曲林峰	021-61002151	18717828970	qulf@nesc.cn
华北地区机构销售			
温中朝 (副总监)	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
闫琳	010-58034555	17862705380	yanlin@nesc.cn
张煜苑	010-58034553	13701150680	zhangyy2@nesc.cn