

药店：门诊统筹等政策利好，集中度提升及处方外流长期逻辑明确

证券分析师：朱国广
执业证书编号：S0600520070004
联系邮箱：zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师：冉胜男
执业证书编号：S0600522090008
联系邮箱：ranshn@dwzq.com.cn

2023年8月25日



一、长期逻辑明确：行业集中+处方外流

二、药店行业投资框架

三、相关标的

四、风险提示

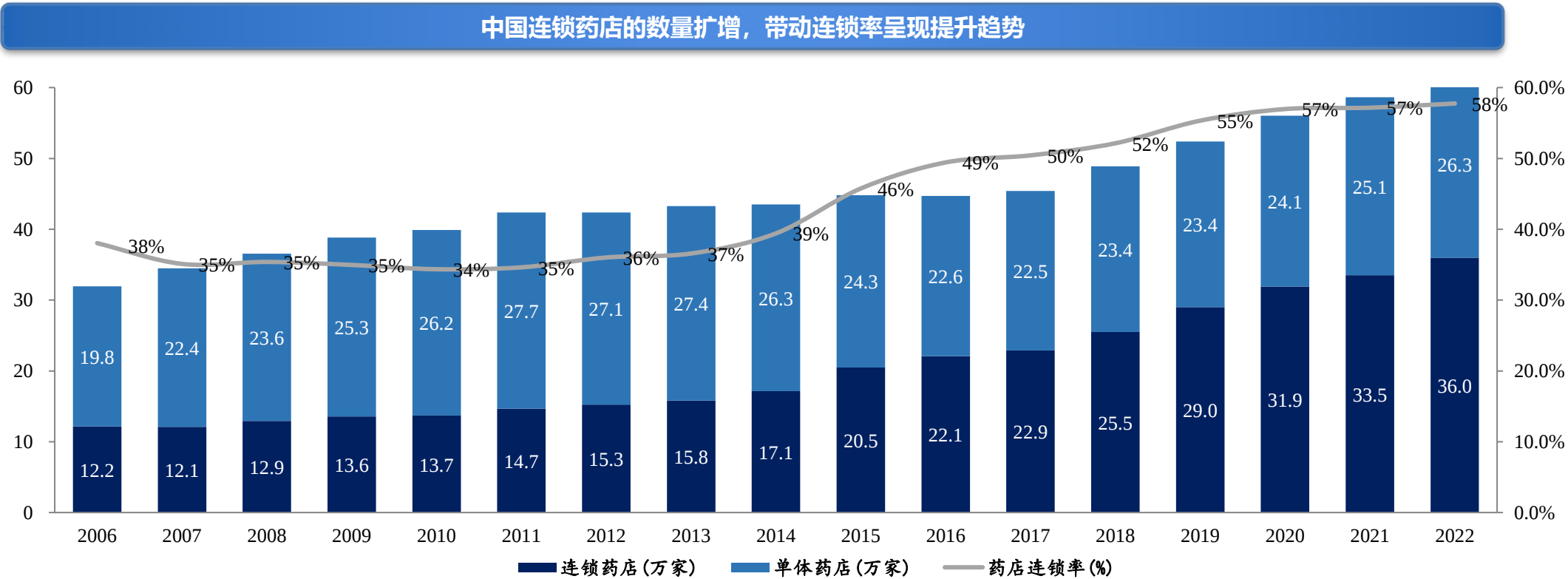
- **集中度提升+处方外流行业逻辑明确，投资收益确定性高。**从行业集中度看，目前药店集中度及连锁化率低，2022年，中国药店CR3的市占率仅为12%，低于同期日本31%、美国85%，未来存在较大空间。**从处方外流趋势看**，根据中康开思数据，2022年等级医院及零售终端的药品总规模为11660亿元，其中零售终端处方药规模达2349.56亿元，仅占20.84%，相较于2017年的15.65%，处方药在零售终端的销售占比逐步提升。对比海外，日本历时30余年将处方外流比例从1998年的30.50%提升至70%以上，医药高度分离。我们认为，药品集采、零加成等多项政策能够从处方外流动力、来源、通道、承接模式及医保统筹等方面解决外流过程中的障碍，从而加速处方外流的进程。
- **门诊统筹深化实施，打开零售药店销售空间。**2023年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》，作为国务院办公厅2021年4月发布的门诊共济政策的配套管理文件和措施出台，对于中国的医药分家改革具有重要意义。对于药店龙头而言，从规范性角度更易获得统筹资格，将在医保个人账户的基础上新增医保统筹资金的支付方，以及承接更多处方外流，在慢病处方药、新药、肿瘤药等场景有望更多布局。纳入门诊统筹后，将有望为药店带来显著客流增长。另一方面，非处方药品的高毛利产品占比提升，有望抵消处方产品带来的毛利率下降影响。
- **药店板块业绩企稳，股价处于估值低位。**复盘药店历史股价，2018-2019年由于带量采购及互联网医疗的影响，整体股价有所回调；2020年由于防疫物资支出带来业绩增厚，板块呈现整体上涨行情；2021年疫情影响逐步出清，并叠加疫情管制的负面因素，股价随着业绩下跌；2022年由于基数低、疫情防控放开的增量，实现业绩的高增长和股价上涨。站在当前时点，我们认为2023上半年药店中报业绩依然不错，门诊统筹政策并未完全体现负面/正面影响，当前估值仍然处于低位。
- **推荐：**老百姓、益丰药房、大参林。**建议关注：**健之佳、漱玉平民。
- **风险提示：**行业政策变化的风险、市场竞争加剧风险、门店扩张不及预期风险、人力资源风险。

一、长期逻辑明确：行业集中+处方外流

集中度提升：国内现状，药店连锁率及集中度提升空间大

■ 中国连锁药店的数量扩增，带动连锁率呈现提升趋势

- 国家药监局发布《药品监督管理统计年度数据（2022年）》：截至2022年底，全国共有《药品经营许可证》持证企业64.4万家。其中，批发企业1.4万家，零售连锁总部0.67万家，零售连锁门店36.0万家，单体药店26.3万家。连锁药店的数量从2017年的22.9万家提升至2022年的36.0万家，5年CAGR为9.47%。
- 过去10年药店总数的发展主要由连锁药店的发展带动，在2017年实现了连锁药店数量对单体药店数量的反超，至今2022年连锁药店比单体药店数量高出9.7万家，连锁率达58%。



数据来源：《药品监督管理统计年度数据（2022年）》，新康界，东吴证券研究所

集中度提升：国内现状，药店连锁率及集中度提升空间大

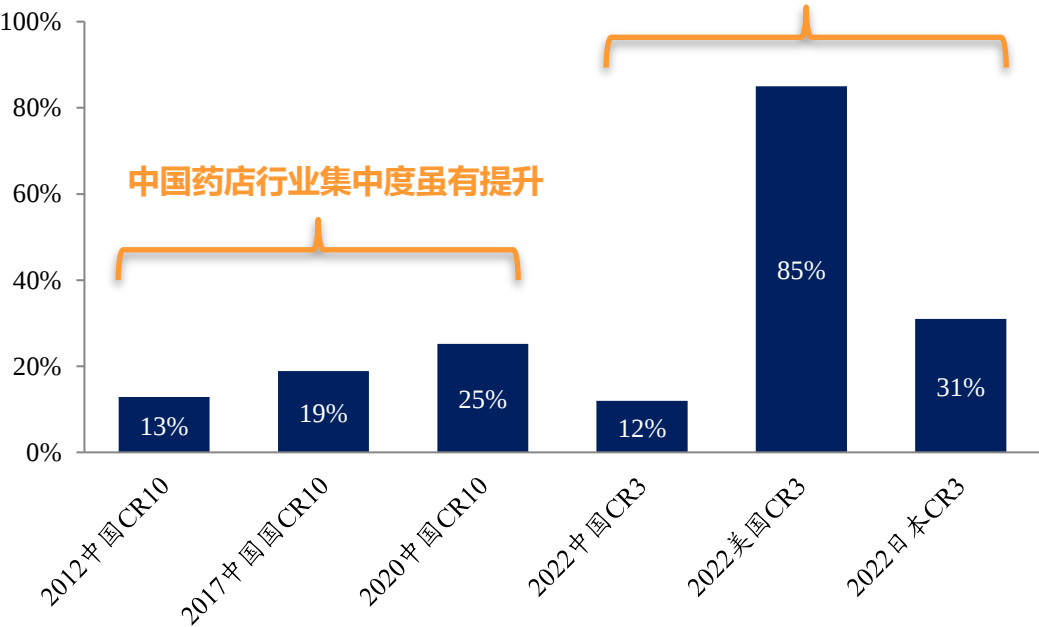
中国药店的行业集中度，相较美日仍旧较低

- 美国：作为连锁药店的发源地，美国零售药店市场经过多年发展呈现出三大连锁巨头的格局。美国国内连锁药店通过大规模的整合和收购，市场份额不断扩大，行业整体连锁率获得不断提高，连锁率从1990年的不到40%提高到2019年的87%，2019年TOP3连锁药店CR3为77.1%。
- 日本：2020年日本连锁药店TOP3 企业的市场份额达 32.18%，近三年的日本连锁药店CR10高达70%。
- 中国：2022年中国连锁零售药店行业CR3为12%，2020年CR10的市占率仅为25.2%。

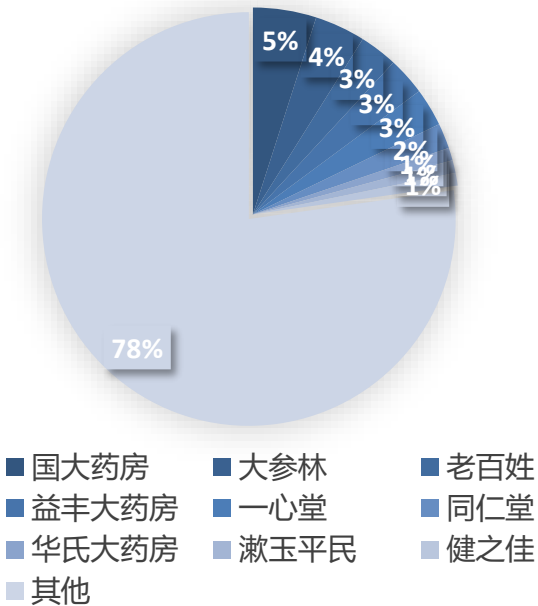
中国药店行业集中度仍有较大提升空间

美、日药店现状为行业集中度较高

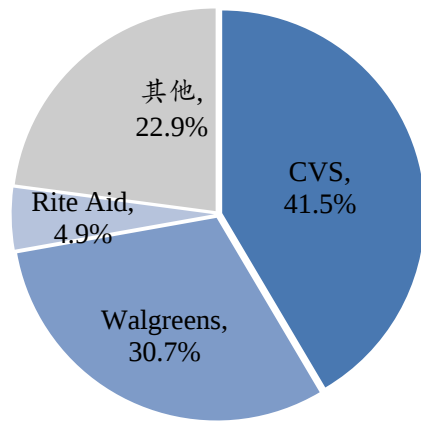
中国药店行业集中度相比美、日仍旧较低



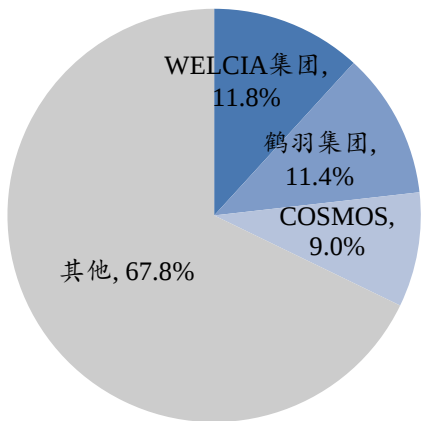
2022年中国连锁药店竞争格局



2019年美国连锁药店竞争格局



2020年日本连锁药店竞争格局



集中度提升：国家政策整顿小店乱象、利好规范性大型连锁

■ 政策推动中国药店的行业集中度提升 – 分级分类

- 商务部《全国零售药店分类分级管理指导意见（征求意见稿）》于2018年11月发布，将药店分为三类三级（共7种）。一类不分级，二、三类药店由低到高划分为A、AA、AAA三个等级。
- 分级分类1) 提高了药店的经营门槛，级别不够不得销售处方药；2) 强化执业药师配置；3) 服务环境设施以及信息化管理系统建设。高评级药店经营范围广、优惠政策多，低评级药店经营范围受限，非规范化药店将被淘汰。

■ 政策推动中国药店的行业集中度提升 – “挂证”清查

- 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》于2019年发布，全国范围内开展为期6个月的药品零售企业执业药师“挂证”行为整治专项活动；“挂证”药店将撤销GSP证书，执业药师配置监管趋严。

■ 政策推动中国药店的行业集中度提升 – 新版GSP

- 新版《药品经营质量管理规范》（简称GSP）于2013年6月正式实施，并于2016年更新。对药店的影响主要在于：1) 药品零售企业法定代表人或者负责人应当具备执业药师资格，并按照国家有关规定配备执业药师；提升药师配置等开店门槛，**无执业药师的将禁开药店**。2) 提高对信息化管理、冷链管理等方面要求，包括**计划采购、进购验收、设备设施、进货、仓储、售后服务**等规范化；将增加行业整体的资金投入，对于行业内中小型药店企业而言，由于其自身基础薄弱、资金实力不足，或将面临被市场淘汰的风险。

零售药店分级分类管理，大型连锁有资质评定优势

	一类药店	二类药店	三类药店
经营类别	乙类非处方药	非处方药、处方药（不包括禁止类、限制类药品）、 中药饮片	非处方药、处方药（不包括禁止类药品）、中药饮片
人员配备	1名药师，人员配备与门店经营范围、经营规模相适应。	1名执业药师和1名 药师 以上职称的药学技术人员。经营中药饮片的还应配备至少1名 执业中药师 。	至少2名执业药师，和2名药师 及以上职称的药学技术人员。实行网上集中审方的药品零售连锁企业门店，可视为配有1名执业药师。

集中度提升：国家政策整顿小店乱象、利好规范性大型连锁

■ 政策推动中国药店的行业集中度提升 – 两票制

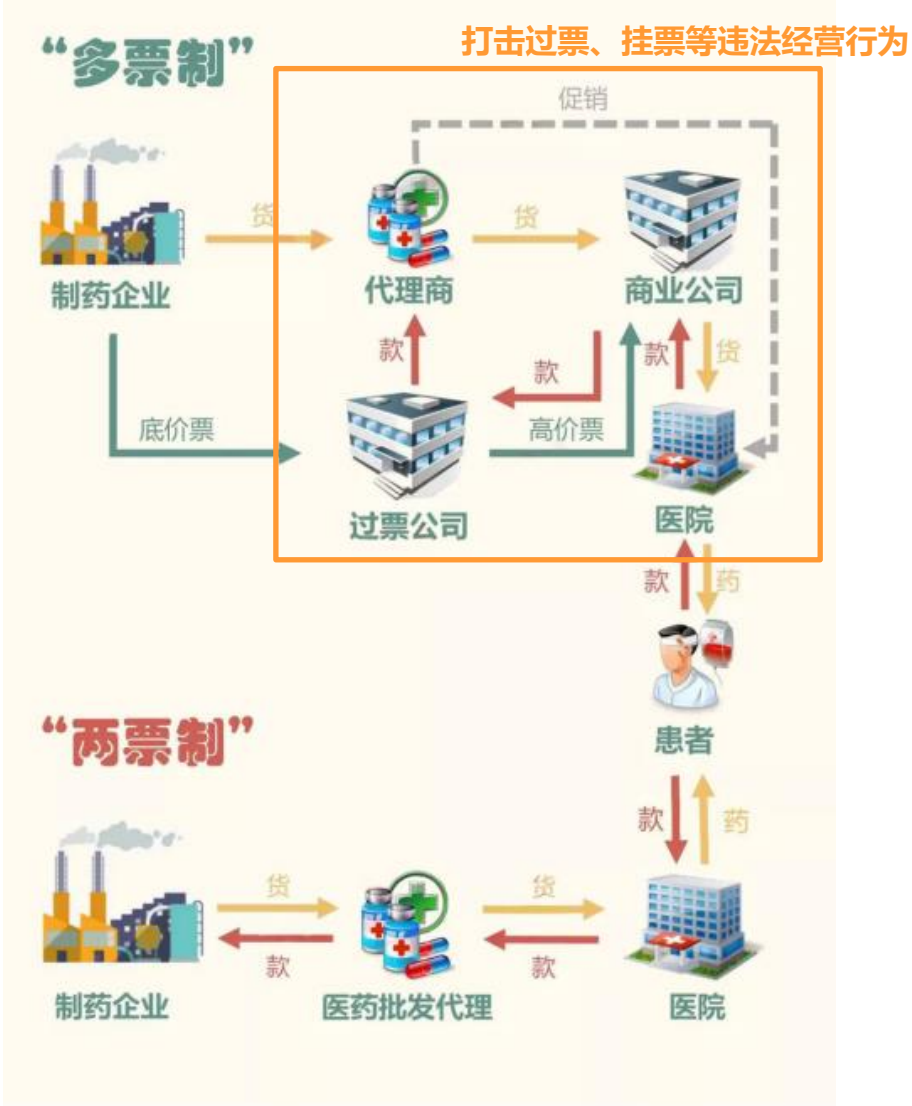
- “两票制”指2017年1月，国务院医改办会同国家卫生计生委等8部门联合下发的一份通知明确：药品从药厂卖到一级经销商开一次发票，经销商卖到医院再开一次发票，以“两票”替代之前常见的七票、八票，减少流通环节的层层盘剥，并且每个品种的一级经销商不得超过2个。
- 连锁药店依靠两票制，与药企广泛合作，发挥连锁化经营优势，巩固市场地位。

■ 政策推动中国药店的行业集中度提升 – 营改增

- 营业税改征增值税（简称营改增）于2016年5月实施，对药店而言：打压了利用“药品回购”或不开票低价采购的不合规现象的一些单体药店，使得部分单体药店无法以不开票的形式低价采购，更利于医药零售企业在相对公平的市场环境下充分竞争，也更利于龙头企业的资源整合。
- 增加税控机动车销售统一发票、出口货物转内销证明、取得固定资产、邮政费和快递费等增值税抵扣项目，降低了连锁药店的税负。

■ 政策推动中国药店的行业集中度提升 – CFDA号文

- 94号文：要求医药流通企业自查，强调落实货票同行，打击过票行为。
- 90号文：对城乡结合部和农村地区药店、诊所开展集中整治，着力规范零售药店和诊所药品进货渠道。

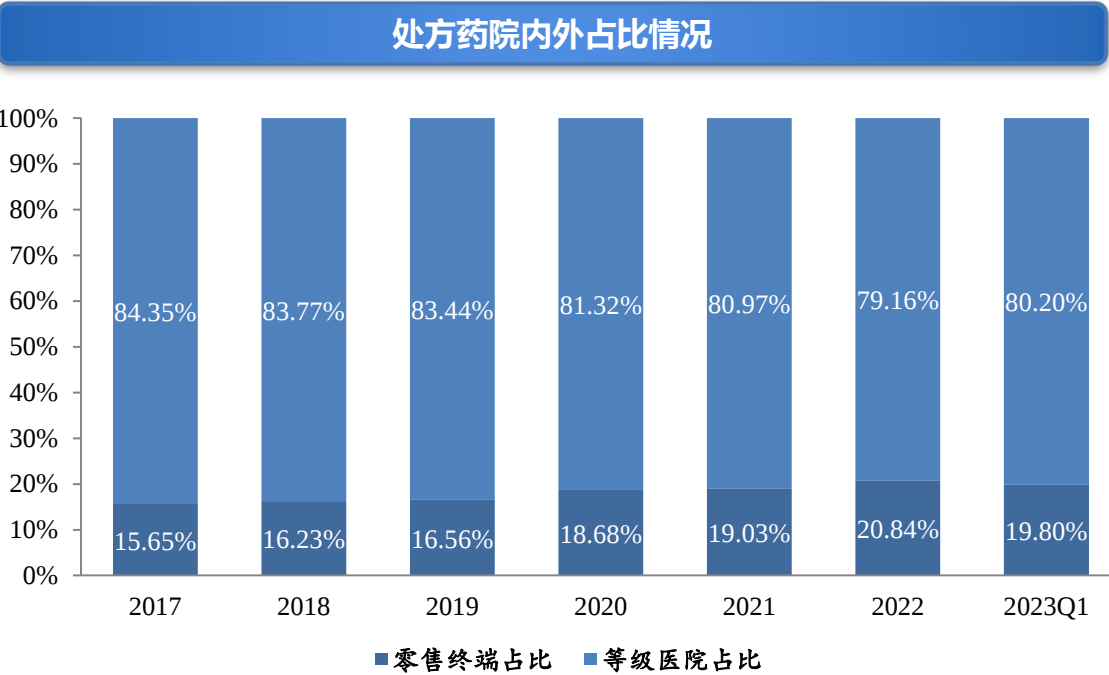


- **市场竞争推动：在竞争愈发激烈的情况下，各药店实施以自建+并购的自营为主，加盟为辅的连锁扩张模式：**6大连锁药店均公布了2023年拓店计划，合计新开药店将超16200家，其中自建和并购约6500家。
 - **一心堂：**2023年，公司计划**拓店1900家**，其中自建、并购各1000家左右。2023H1连续发布3则收购公告，拟在**四川收购66家药店**资产，地区位于凉山彝族自治州、成都简阳市和达州市，涉及资金5942万元，平均单店交易价90万元。
 - **老百姓：**2023年，公司计划**开店3000家**，其中直营和并购1500家，加盟1500家。
 - **大参林：**4月公布计划募资30.25亿元，其中16.38亿元用于医药连锁门店建设。将在重庆、黑龙江、广东、广西、河南、江苏、陕西等重点地区**扩充3600家门店**（2023年建设门店1100家），项目投资总额24.93亿元，建设周期为3年。
 - **益丰：**2023年，公司计划**新增3500家门店**，其中直营门店2000家（自建1300-1400家，并购600-700家），加盟门店1500家。
 - **漱玉平民：**2023年3月发布公告，拟通过支付现金方式购买天津天士力医药商业有限公司持有的济南平嘉60%的股权、辽宁天士力90%的股权及其下属子公司股权。辽宁天士力，在辽宁全省拥有**约500家门店及分支存续机构**；而济南平嘉则为**济南当地第二大连锁药店**。
 - **健之佳：**2023年，公司力争新增直营和加盟药店约**1000家**。

	门店数(千家)				并购门店(千家)		加盟门店(千家)			2023拓店计划(千家)	多元化建设（门店数量：家）
	2022H1	2022	2022H1净增	2021净增	2022H1	2021	总数	2022净增	2021净增		
一心堂	9.0	8.6	0.4	1.4	/	/	/	/	/	1.9	药妆店（近300）、中医馆（28）、养生堂（11）
老百姓	10.0	8.4	1.7	2.2	0.8	0.5	3.1	1.1	0.8	3.0	中医诊所（3）、社区诊所（3）、体检中心（1）
大参林	8.9	8.2	0.7	2.3	0.1	0.7	2.0	1.1	0.6	3.6	中医诊所（34）、中医坐堂医诊所（13）
益丰药房	9.2	7.8	1.4	1.8	0.5	0.4	2.0	1.0	0.3	3.5	中医诊所（30+）
漱玉平民	4.0	3.3	0.7	1.3	/	0.3	2.1	1.4	0.6	/	中医馆（8）
健之佳	3.3	3.0	0.2	0.9	0.7	0.4	/	/	/	1.0	中医诊所

处方外流：零售终端处方药占比逐步提升，国内处方外流为中长期趋势

- 院内仍为处方药主要销售渠道，零售终端处方药占比逐步提升。**根据中康开思数据，2022年等级医院及零售终端的药品总规模为11660亿元，其中零售终端处方药规模达2349.56亿元，仅占20.84%，相较于2017年的15.65%，处方药在零售终端的销售占比逐步提升。具体从零售终端来看，2017年处方药占比50.80%，2021年处方药占比提升至57.15%，2022年由于感冒药、呼吸系统等otc产品在药店的销售量增长较快，处方药在零售终端的占比有所下滑，2023年Q1已恢复上升趋势。
- 中长期处方药外流带来药店规模的扩容，当前我国处方药外流仍存在较大空间。**日本历时30余年将医药分业率（即处方外流比例）从1998年的30.50%提升至70%以上，医药高度分开。对比日本的政策，国内政策具有较高的相似之处，均经历了“医药分开”——开始药品加成限制——药店加成限制稳定的过程。考虑到国内以公立医院为主体，行政命令执行速度高；药品加成比例调节至零；集采背景下药价下降加速，我们认为国内处方外流比例会逐步提升。



处方外流：多方因素助推，零售药店规模有望扩容

- 多项政策加速处方外流的进程，从处方外流动力、处方来源及外流通道、处方承接模式、医保统筹等方面解决处方外流过程中的障碍。
- 外流动力：（1）药品零加成，公立医院不在药品批发价格基础上进行加成，解决以药养医；医保支付方式改革，推行按病种付费，医疗机构的药品费用从利润中心变成成本中心，医院和医生更愿意参与医药分离，推动处方外流；
- （2）药品集采政策进一步推动药品价格下降，制药企业更加重视院外终端市场的开拓，零售企业较此前具有更高的议价权，且大型连锁终端有望凭实力获取更多的处方药品种资源。

处方来源及外流通道

- 处方来源包括长处方、电子处方流转平台、互联网医院、第三方APP等渠道；
- “双通道”、“电子处方”等政策陆续出台；
- 全国各地试点的处方流转平台的商业模式逐渐成熟，药店对接要求逐步完善，未来更多符合要求的院外终端有望接入到处方流转平台承接医院外流的电子处方。

处方承接模式

- 各大药房积极布局院边店、DTP药房、门特门慢药房等特殊门店；
- 医药电商的发展：电子处方的出台，新冠疫情下互联网医疗对线下医疗资源起到了有效补充，医药电商使得处方外流之路更加通畅

医保支付层面

- 政策加速定点零售药店纳入门诊统筹；
- 医保基金改革，逐步取消个人账户，扩大统筹基金范围：一方面，虽然个人账户整体减少，但个账共济提高个人账户的利用率；另一方面，统筹账户总盘子变大，纳入门诊统筹的药店将有望受益
- 医保支付更加信息化、便捷化：医保支付信息化有利于推进搭建处方共享平台和统筹进店的进程；患者便捷化支付有望增加院外购买的意愿

处方外流规模测算

- 借鉴日本的发展和我国情况，我们对处方外流的空间进行测算
- 核心假设：（1）预计2022-2032年我国公立医院药品市场规模以1-5%的增速增长；（2）假设院内处方每年外流比例1-5%进入到零售终端
- 根据中性假设，假设2022-2023年公立医院药品市场规模以2%增速增长，其中每年3%的处方外流至零售终端，则2022-2032年处方外流带来的零售终端扩容规模达3430亿元，增量显著。

表：处方外流预计带来的零售市场增量测算（亿元）

院内药品市场 规模增速	处方外流速度	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2022-2032年 合计增加规模
1%	1%	94	95	96	97	98	99	100	101	102	103	104	1087
	2%	188	190	192	194	196	197	199	201	203	206	208	2173
	3%	282	285	288	290	293	296	299	302	305	308	311	3260
	4%	376	380	383	387	391	395	399	403	407	411	415	4347
	5%	470	484	498	513	529	545	561	578	595	613	631	6017
2%	1%	94	96	98	100	102	104	106	108	110	112	115	1143
	2%	188	192	195	199	203	207	212	216	220	225	229	2287
	3%	282	287	293	299	305	311	317	324	330	337	344	3430
	4%	376	383	391	399	407	415	423	432	440	449	458	4573
	5%	470	479	489	499	508	519	529	540	550	561	573	5716
3%	1%	94	97	100	103	106	109	112	116	119	123	126	1203
	2%	188	194	199	205	211	218	224	231	238	245	253	2407
	3%	282	290	299	308	317	327	337	347	357	368	379	3610
	4%	376	387	399	411	423	436	449	462	476	490	505	4813
	5%	470	484	498	513	529	545	561	578	595	613	631	6017

政策利好：多地医保局相继发文，加速药店纳入门诊统筹落地

- 2023年2月15日，国家医保局发布《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》，明确支持定点零售药店申请纳入门诊统筹管理，要求各地医保部门根据本省情况优化申请条件，及时为符合条件的定点药店开通门诊统筹服务。
- 随后多个地方医保局发布《关于做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》，其中着重提到按照“应纳尽纳”原则，鼓励符合条件的医保定点零售药店自愿申请开通门诊统筹服务；药店纳入门诊统筹后，零售药店与医疗机构享有同等的医保待遇政策，有利于提高零售药店的客户引流及消费。

地方鼓励药店纳入门诊统筹政策梳理（截至2023.8.7）

地区	发布时间	文件名称	主要内容
上海	2023/06/25	《关于做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	按照“应纳尽纳”原则，鼓励符合条件的本市医保定点零售药店自愿申请开通门诊统筹服务。
黑龙江	2023/05/06	《关于开展省本级职工基本医疗保险门诊统筹定点零售药店准入管理工作的通知》	有意愿为省本级参保群众提供就医购药的且符合准入条件的定点零售药店，自愿向黑龙江省医疗保障服务中心提出申请。
广东	2023/04/25	《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	扩大定点零售药店门诊统筹药品保障范围，明确定点零售药店门诊统筹支付政策，做好门诊统筹定点零售药店价格管理。
山东	2023/03/15	《关于做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	各统筹区医保部门要及时将符合条件的定点零售药店纳入门诊统筹定点零售药店管理。完善定点零售药店门诊统筹支付政策，加强门诊统筹药店购药管理与费用审核结算。
陕西	2023/03/02	《关于加强门诊统筹定点零售药店管理有关工作的通知》	各级医保部门要把好准入关，将符合条件的定点零售药店纳入门诊统筹保障范围，实施动态管理。
四川	2023/03/01	《关于做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	各地医保部门要采取有效措施，鼓励符合条件的定点零售药店申请开通门诊统筹服务，为参保人员提供门诊统筹用药保障。各地要优化定点零售药店开通门诊统筹服务的申请条件，对外公布申请条件及办理流程。
辽宁	2023/02/17	《关于做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	各统筹要采取有效措施，鼓励符合条件的定点零售药店申请开通门诊统筹服务。
江西	2023/03/14	《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	按照“应纳尽纳”原则，鼓励符合条件的全省医保定点零售药店自愿申请备案开通门诊统筹服务。
湖北	2023/02/13	《关于优化职工医保门诊统筹便民利民服务举措的通知》	将所有自愿申请并符合条件的定点医疗机构、定点零售药店纳入职工医保门诊统筹结算范围。
河北	2022/05/19	《关于将符合条件的定点零售药店纳入门诊保障范围的通知》	在试点的基础上，逐步将符合条件的定点零售药店经遴选确定为门诊保障定点药店，符合条件的定点零售药店可自愿向统筹区医保部门提出申请。

政策利好：调整增值税小规模纳税人标准，药店税务负担减轻

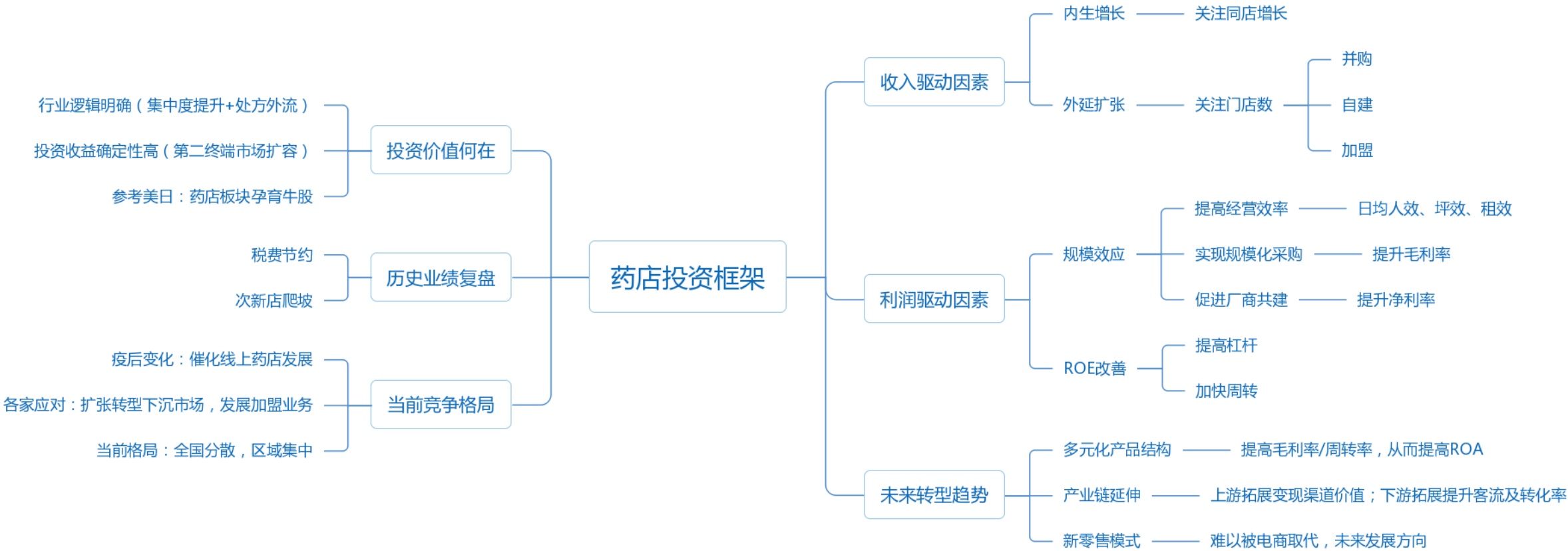
■ 国家税务总局、财政部连续多年发布减免小规模纳税人增值税的政策文件，利好药店

- 2023年8月1日，国家财政部、税务总局发布《关于增值税小规模纳税人减免增值税政策的公告》，明确为了进一步支持小微企业和个体工商户发展，将延续小规模纳税人增值税减免政策，对月销售额10万元以下的增值税小规模纳税人免征增值税。
- 国家税务局、财政部调整增值税小规模纳税人标准，使得绝大多数药店的门店已经符合小规模纳税人标准；多年持续下发文件减免小规模纳税人增值税，下调增值税率，减轻了药店的税务负担，提高其利润水平，对药店零售行业有一定的正面影响。

增值税小规模纳税人相关政策梳理（截至2023.8.7）

发布时间	文件名称	主要内容
2023/08/01	《关于增值税小规模纳税人减免增值税政策的公告》	对月销售额10万元以下的增值税小规模纳税人免征增值税。增值税小规模纳税人适用3%征收率的应税销售收入，减按1%征收率征收增值税；适用3%预征率的预缴增值税项目，减按1%预征率预缴增值税。执行至2027年12月31日。
2023/01/09	《关于明确增值税小规模纳税人减免增值税等政策的公告》	将小规模纳税人的增值税征收率降至1%，对月销售额10万元及以下小规模纳税人免征增值税。
2022/03/24	《关于对增值税小规模纳税人免征增值税的公告》	自2022年4月1日至2022年12月31日，增值税小规模纳税人适用3%征收率的应税销售收入，免征增值税；适用3%预征率的预缴增值税项目，暂停预缴增值税。
2021/03/31	《关于明确增值税小规模纳税人免征增值税政策的公告》	自2021年4月1日至2022年12月31日,对月销售额15万元以下（含本数）的增值税小规模纳税人，免征增值税。
2020/02/28	《关于支持个体工商户复工复产增值税政策的公告》	自2020年3月1日至5月31日，对湖北省增值税小规模纳税人免征增值税；其他省、自治区、直辖市的增值税小规模纳税人，减按1%征收率征收增值税。
2019/01/17	《关于实施小微企业普惠性税收减免政策的通知》	对月销售额10万元以下（含本数）的增值税小规模纳税人，免征增值税。
2018/04/04	《关于统一增值税小规模纳税人标准的通知》	增值税小规模纳税人标准为年应征增值税销售额500万元及以下。
2018/04/04	《关于调整增值税税率的通知》	纳税人发生增值税应税销售行为或者进口货物，原适用17%和11%税率的，税率分别调整为16%、10%。

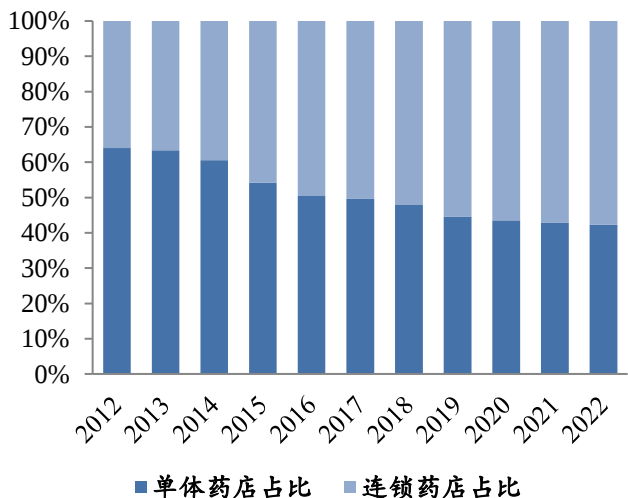
二、药店行业投资框架



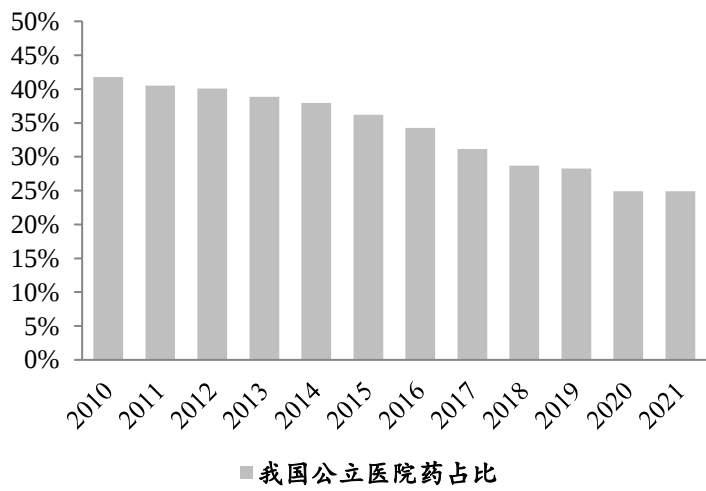
药店投资价值何在？处方外流与集中度提升逻辑明确，业绩增长确定性高

- **存量市场集中度提升、处方外流带来增量市场，连锁药店长期增长逻辑明确：**从存量看，目前药店集中度及连锁化率低，行业集中度提升是核心逻辑，无论自建还是并购均存在较大空间。从增量看，处方外流+品规品类拓展，打开零售药店市场天花板。
- **医疗反腐利好院外市场：**处方外流趋势明确。随着药品零加成+药占比考核等因素，处方外流已在进行。根据医米调研，医生在面对药占比考核时，主要通过减少辅助用药的使用（31%），而选择让患者院外购药的比例并不高（15%），医院仍可通过拖延账期等方式获取利润。随着医疗服务价格的深化改革及医疗高压反腐的推行，未来让患者院外购药的比例将持续提升，利好院外市场。
- **参考美日经验，药店是孕育牛股的摇篮：**美国 WBA、CVS 和日本 Welcia、Cosmos 均是十年十倍股的典型。WBA 是全美营收规模最大的连锁药店，股价 35 年上涨 440 倍，发展路径为并购驱动的多元化创新业务和自建驱动的门店扩张。Welcia 是日本最大的药妆连锁店，9 年上涨 9 倍，发展路径为持续并购+发展药妆业务。

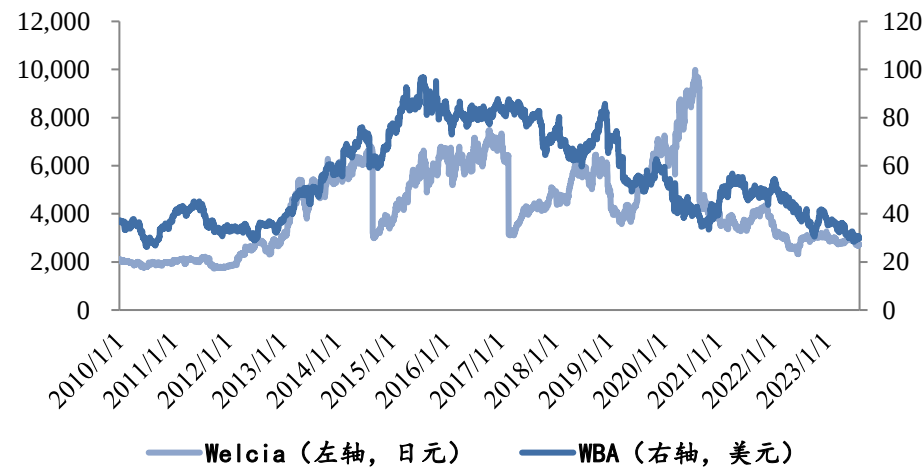
2012-2022年单体/连锁药店数量占比



我国公立医院药占比持续下降（2010-2021年）

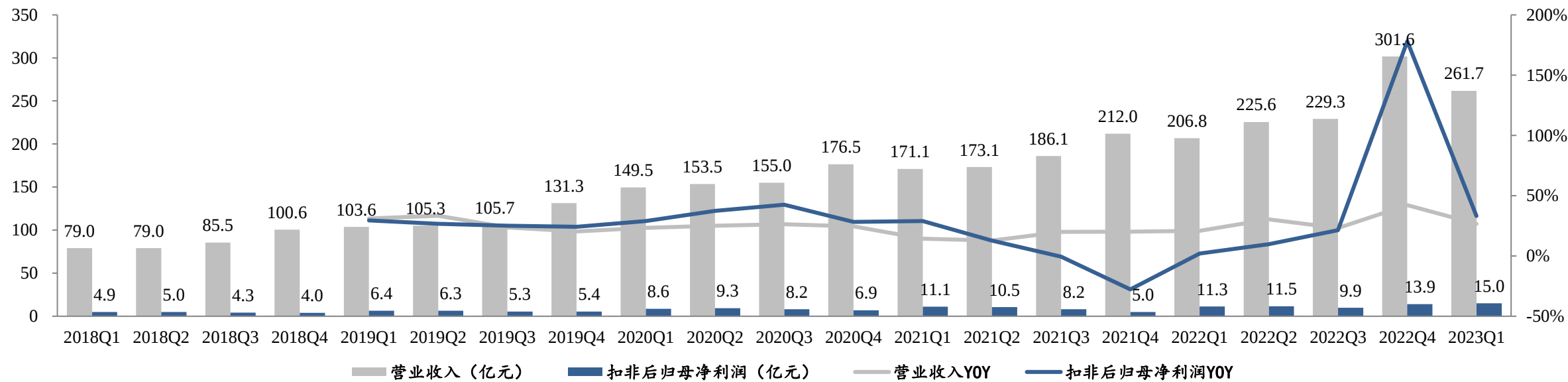


WBA及Welcia股价复盘



- **复盘A股药店板块业绩情况，营收增速取决于自建门店及品类拓展，利润增速取决于次新店爬坡及税费节约。** 19Q1收入提速明显，主要原因是竞争格局优化带来的内生增长加速；扣非归母净利润增速反转主要是税费节约利好和次新店爬坡带来的业绩贡献。19Q2收入继续提速，主要原因是内生增长提升，老店增长兑现预期；扣非归母净利润保持快速增长，主要原因仍是税费节约和次新店三年爬坡驱动。19Q3之后药店板块营收及扣非归母净利润一直保持平稳增长态势，21Q1、Q2受疫情影响整体业绩有所回落，21Q3又重新回到正常水准，22Q4疫情放开推进需求释放，营收达到301.6亿的峰值，同比19Q1营收已接近翻了三倍。
- 我们预计，随着小规模纳税政策的延续，税费节约将继续保持，叠加各家连锁龙头次新店持续爬坡，药店板块业绩增长确定性高。

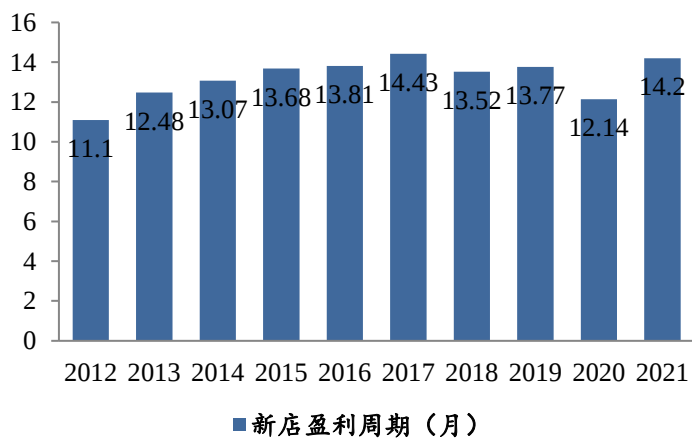
A股药店板块分季度营收及扣非归母净利润增速（2019Q1-2023Q1）



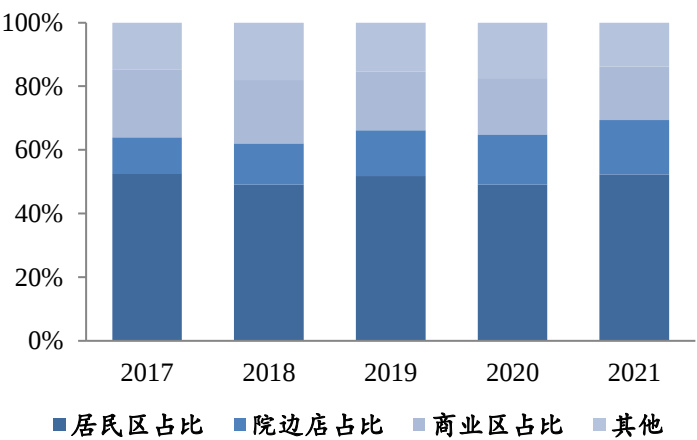
数据来源：wind，东吴证券研究所（药店板块选取大参林、益丰药房、老百姓、健之佳、一心堂、漱玉平民、华人健康）

- **疫后药店格局变化：疫情催化线上药店发展，部分电商涌入药店行业。**各大连锁药店采取相应措施应对：重视社区店和院边店的建设、开展O2O等新零售业务、布局DTP药房和双通道业务，从而建立以患者为中心的运营服务模式，提升单店盈利能力。观察到2021年院边药店占比为17.1%，同比显著提升1.3个百分点，同期各家连锁药店龙头均重点开展加盟业务，益丰药房及大参林加盟门店增长率同比达100%以上。
- **各家扩张转型下沉市场，同时发展加盟业务。**在一二线市场逐步饱和、政策端带量采购的实施及疫情带来的客流量下滑和新店盈利拉长的背景下，各龙头药店门店拓展思路转变为聚焦下沉市场+发展加盟业务。2021年药店新店盈利周期为14.2月，相较2020年提升约2个月，新店盈利拉长导致异地扩张放缓，但同时能够降低公司投资风险，提高盈利确定性，长期看，仍会加速异地扩张。
- **国内零售药店市场竞争格局较为分散，各家区域集中明显。**老百姓厚植华中地区，大参林在华南业务广泛等，核心龙头企业有望继续整合行业资源，做大做强。零售药房前六家门店增速较快，普遍达到20%左右，迅速下沉，多数坚持核心区域门店高密度布局，形成城乡一体化的门店网络布局结构，加强品牌效应与规模优势。

后疫情时代药店盈利周期变长



各类型门店数占比变化趋势



2022年各家连锁药店布局情况

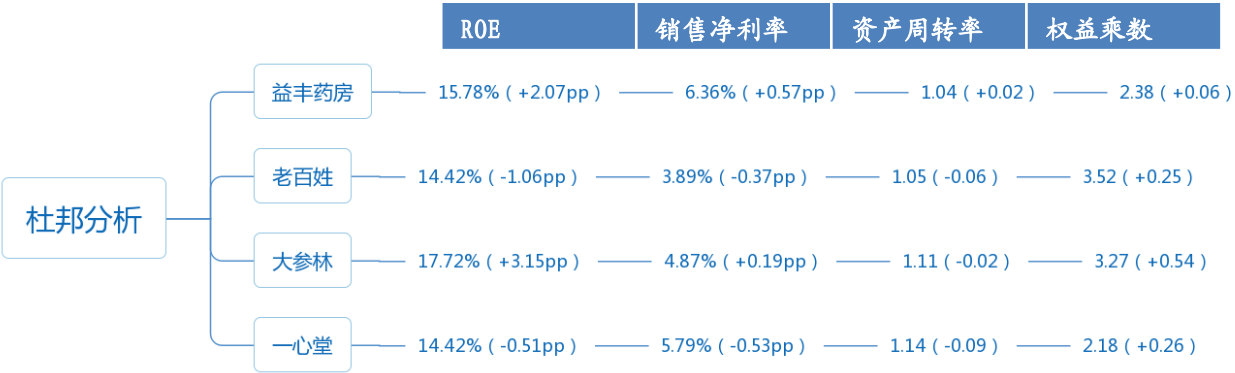


- **短期看，门店扩张对连锁药店市占率和收入提升至关重要。**一方面，连锁药店通过门店扩张占领新的市场，提升行业集中度，获取更多线下客流，从而提升收入水平；另一方面，提升市场占有率和影响力有助于企业增强上游议价能力，争取更多利润空间。
- **门店扩张方式包括自建、并购及加盟，上市药房在疫情三年间门店数量普遍翻倍。**
1. **自建：**连锁药店由于在优势区域品牌影响力较大，更多选择自建方式，缩短盈亏平衡期。
2. **并购：**连锁药店进入新区域时，通常采用并购当地门店的方式快速进驻新市场，快速提升市场份额。
3. **加盟：**药店普遍采取“直营式加盟”方式，保障加盟店运营质量，各公司每年加盟门店数保持高速增长，大参林、益丰药房、漱玉平民2022年均超过100%。我们认为，加盟店轻资产的特性有助于公司快速扩张，充分发挥规模效应，降低费用占比，有望成为连锁药店的第二增长曲线。

2022年	收入	市占率	净利率	门店数量	直营（加盟）门店数量增长率	近三年收入CAGR	近三年扣非归母净利润CAGR
大参林	212.48亿	3.96%	5.08%	10045家（其中直营店8038家，加盟店2007家）	10.75%（114.65%）	24.01%	13.51%
老百姓	201.76亿	3.76%	4.84%	10783家（其中直营店7649家，加盟店3134家）	28.47%（51.77%）	20.04%	15.47%
益丰药房	198.86亿	3.70%	7.18%	10268家（其中直营店8306家，加盟店1962家）	20.78%（153.22%）	24.62%	31.79%
一心堂	174.32亿	3.25%	5.81%	9206家（全部为直营门店）	7.55%	18.49%	18.86%
漱玉平民	78.23亿	1.46%	2.98%	5456家（其中直营店3325家，加盟店2131家）	28.28%（184.51%）	31.16%	29.06%
健之佳	75.14亿	1.40%	4.84%	4055家（其中3754家直营药房）	48.99%	28.66%	29.77%

- **规模效应：**药店龙头持续扩大市场份额背后的动因在于获得规模效应，进而提升盈利能力。药店龙头的规模效应体现为经营效率的提高，包括日均人效、坪效及租效等；规模化采购提升毛利率；厂商共建提升净利率，关键在于区域垄断和营销推广能力。
- **ROE提升：**取决于杠杆提高和周转加快，以及老店增长带来的期间费用率摊薄。

四大药店杜邦分析（2022年，括号内为同比变化）



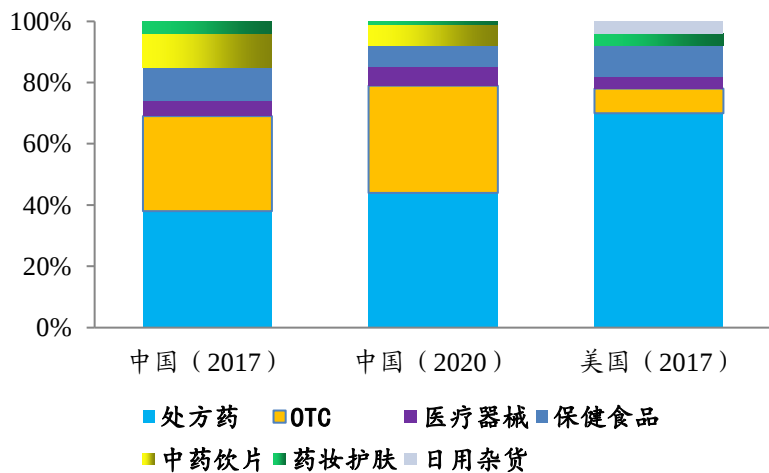
2022年四大药店利润指标拆解

	单店收入（万元）	日均坪效（元/㎡）	日均人效（元/人）	租效（收入/租费）	前五供应商采购额占年度采购总额比例	毛利率	ROE
益丰药房	193.67	59.37	1517.01	10.19	43.74%	38.27%	15.78%
大参林	206.87	80.40	1441.37	18.20	36.41%	38.33%	17.72%
老百姓	187.10	47.52	1552.33	—	13.19%	31.88%	14.42%
一心堂	189.35	37.37	1439.53	14.86	36.82	35.05%	14.42%

药店的未来转型：多元化产品结构+产业链延伸+新零售模式

- **多元化产品结构：提升毛利率或周转率，从而提升ROA。**我国药店目前以销售药品为主，2020年处方药、OTC、医疗器械和中药饮片合计占比达92%，相比美国，中国药店处方药占比偏低；相比日本，中国药典非药品类占比低，其中药妆和日用品均为高周转品类。长期来看，受医保政策及处方外流影响，药占比有望逐步提升，多元化品类趋势将显现，如创新药、保健品、中药、药妆、诊疗服务等。
- **产业链延伸：向上游延伸变现渠道价值。**药店可通过自身的采购规模和区域市场垄断能力获得代理、OEM、自产等业务。以全球最大药店连锁WBA为例，其自有品牌包括Boots Pharmaceutical，化妆护肤品牌 No.7、SEVENTEEN、Botanics、Soap Glory、Soltan、Champneys等。**向下游延伸可提升客流量和转化率。**药店下游服务主要包括店内诊疗、慢病管理、中医增值服务、O2O等，以美国CVS的一分钟诊所为例，截至16年底已有1136家诊所，渗透率达11.7%，占全美药店诊所超过50%的市占率。
- **新零售模式：难以被电商取代，是药店未来的发展方向。**基于药品销售的强服务属性，我们认为，以顾客为中心，利用互联网和大数据技术强化药店服务的做法将是未来药店发展的主流，包括改造传统药店、接入互联网系统（在线预约、远程问诊、电子处方）等。

中美产品结构对比



产业链延伸：上下游



新零售模式：以互联网为核心

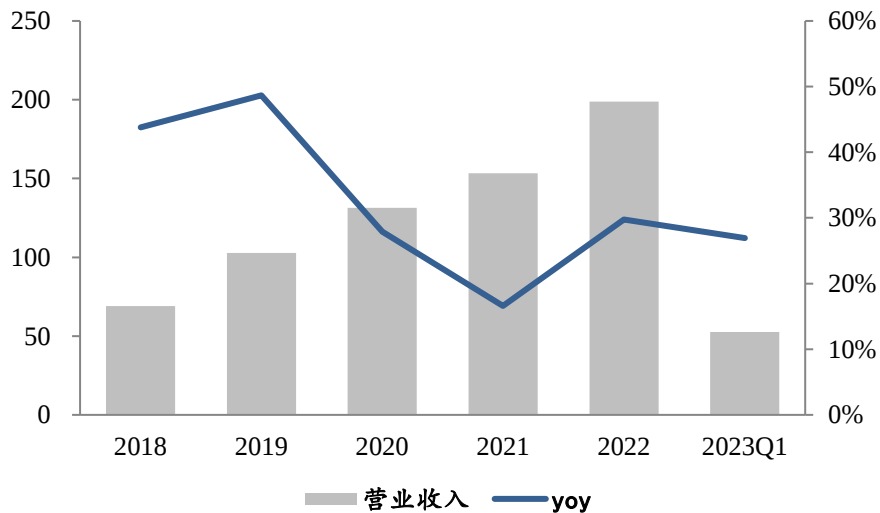


三、相关标的

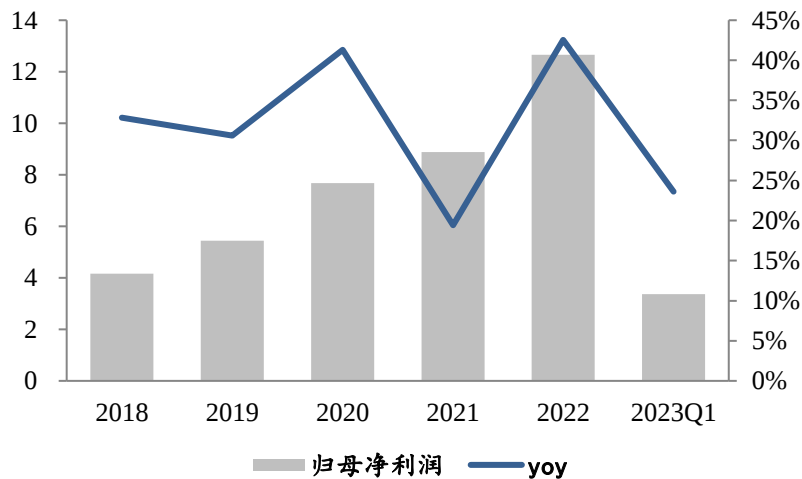
益丰药房：新建+并购+加盟拓店过万家，精细化管理龙头持续提升经营效率

- **门店数量突破一万家，连锁复制能力突出。**公司继续坚持“区域聚焦、稳健扩张”的发展战略，全年门店总数10268家（含加盟店1962家），同比净增2459家，2017-2022门店数量CAGR达37.90%，连锁复制和行业整合能力高效快速。
- **精细化管理龙头，经营效率占优。**1) 商品战略方面，通过厂商合作引入集采品种。2) 会员管理方面，结合用户画像增强用户粘性，提升用户复购率。3) 流通方面，物流仓储配送精细化管控提升效率，在拣货时效、配送时效、订单满足率和人效均处于行业领先水平。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险；快速拓展影响短期业绩的风险；并购门店经营不达预期的风险等。

益丰药房营业收入及增速（亿元）



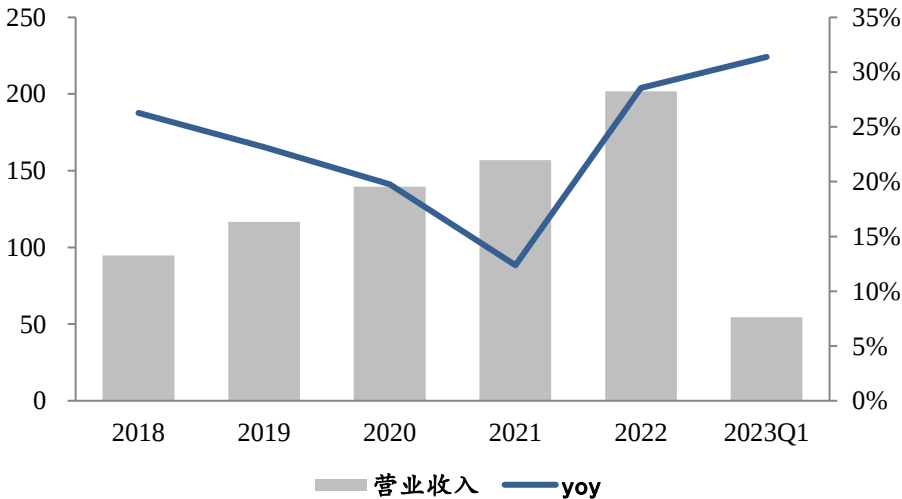
益丰药房归母净利润及增速（亿元）



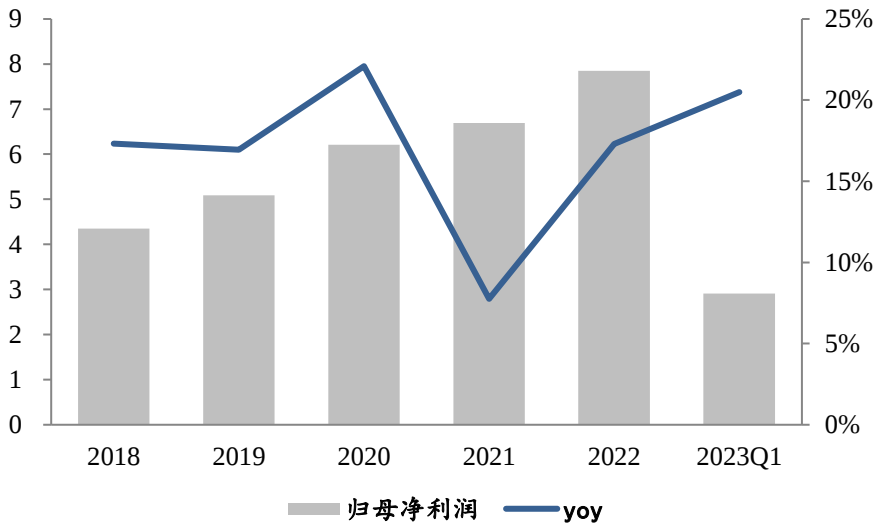
老百姓：直营+并购+加盟+联盟的立体深耕模式，由广到精

- **坚持“四驾马车”立体深耕模式，市场广覆盖。**2022年，公司坚持直营、并购、加盟、联盟的“四驾马车”深耕模式，截至2023Q1，门店总数已达11231家，其中自营门店7903家，加盟门店3328家，公司连锁网络（不含联盟）已覆盖全国 20 个省级市场、 140 余个地级市。
- **精进商品管理，提高统采占比发挥规模优势，自有品牌放量提升整体毛利。**公司在兼顾不同区域顾客产品偏好差异的同时持续提升全国统一采购占比，打造自有品牌占比从而提升整体毛利率。2022年，公司继续运用数字化工具，经营商品品规2.5万余种，同比下降7.3%；统采销售占比66%，同比上升2.9个百分点。自有品牌方面，销售额达到26.7亿元，同比增长34.8%，毛利额同比增长38.9%，自有品牌在集团内的销售占比超过18.7%，同比增长1.7个百分点。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险，门店扩张或不及预期的风险，加盟店发展或不及预期的风险。

老百姓营业收入及增速（亿元）



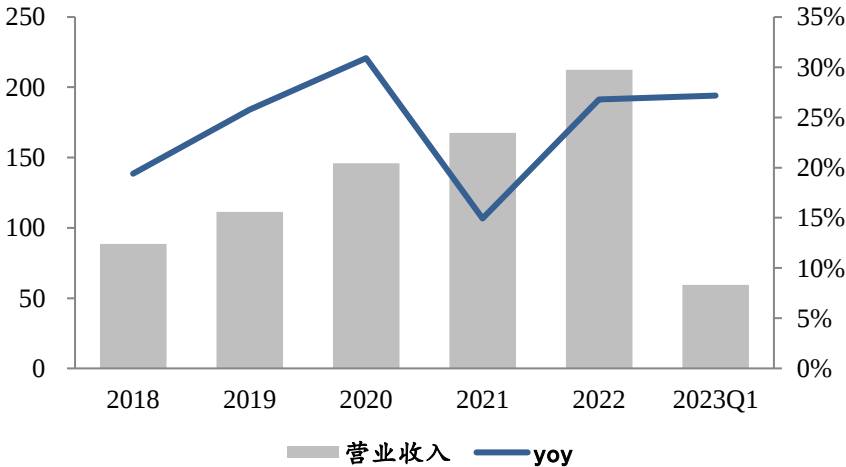
老百姓归母净利润及增速（亿元）



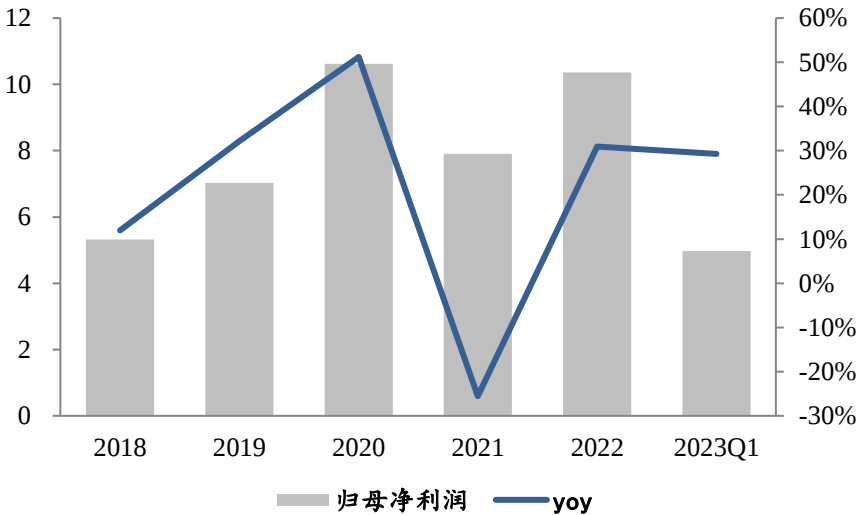
大参林：新建+并购+直营式加盟共同发力，中参药材为核心，优化商品结构

- **自建+并购+加盟共同发力，“直营式加盟”赋能连锁复制性。**2022年底，公司合计拥有10045家药店，净增门店1852家，新增自建门店689家，新开加盟店1072家，合计并购门店并表310家。
- **积极承接处方外流，持续优化商品结构。**一方面，公司核心业务为中西成药、参茸滋补药材及中药饮片，形成差异化经营策略。另一方面，公司顺应处方外流趋势，扩充院外渠道规模。全年双通道门店合计457家，拥有门诊统筹资格门店747家，DTP专业药房174家。此外，公司持续做商品的更新迭代，引入新品的同时淘汰不动销商品。预计随着处方外流及医药分离趋势的进一步加强，公司有望实现持续增长。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险，门店扩张或不及预期的风险，业务增长不及预期的风险。

大参林营业收入及增速（亿元）



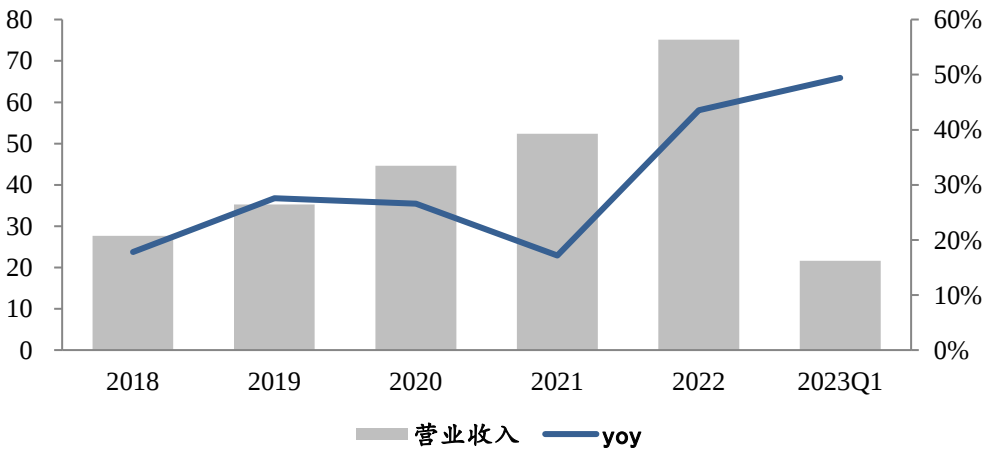
大参林归母净利润及增速（亿元）



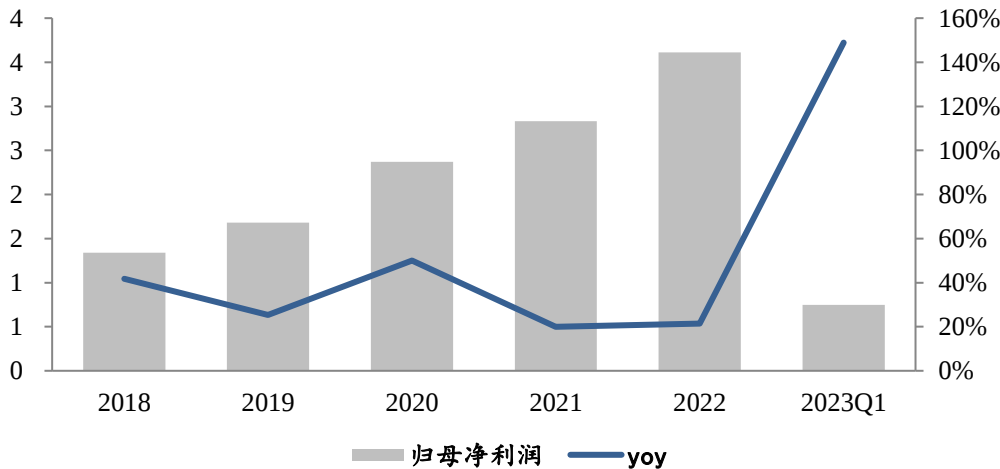
健之佳：深耕西南，线上线下业务共进，打造全渠道营销网络

- **公司自建为主，并购为辅，深耕西南，区域连锁转向全国连锁。**公司坚持“中心城市为核心向下渗透”，通过以自建为主、并购为辅的扩张方式，将云南地区的经营模式复制到重庆、广西、四川等地区。目前来看，两大“利润中心”：云南、河北已实现较好利润率，未来仍拥有较大拓展空间；两个“培育区域”：重庆、辽宁有望实现门店及营收高速增长。
- **店型多元化，线上线下业务共进，打造全渠道营销网络。**公司在以医药零售为主要业态的基础上，探索“药店+便利店”、“药店+诊所”、“药店+体检中心”的模式，开设便利店、中医诊所、社区诊所、体检中心等店型。2022年公司在B2C业务、第三方O2O平台业务、自营平台业务上分别实现5.3亿元，4.5亿元、4.2亿元收入，合计占比达到18.63%，较上年增长59.39%，增速远高于线下门店销售增长率。
- **政策迎来医药零售行业增量市场，公司依托门店专业服务能力，承接院内患者外流增量。**随着公立医院改革、医保控费、两票制、药品零差价、互联网+医疗、双通道、门诊统筹等政策加速落地实施，处方外流，医药分开的局面逐步形成，公司积极申请慢病、特病、双通道、门诊统筹药店资质。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险，门店扩张或不及预期的风险，业务增长不及预期的风险。

健之佳营业收入及增速（亿元）



健之佳归母净利润及增速（亿元）



四、风险提示

■ 行业政策变化风险。

- 医药零售行业的发展受到国家出台的各方面政策的规范和影响，随着我国药品零售行业管理标准逐年提升，对于企业经营提出了更高的要求。如果公司无法根据行业和政策的变化，及时调整经营模式和保障内部控制的有效执行，则有可能对药店公司带来一定的经营风险。

■ 市场竞争加剧风险。

- 随着行业集中度的提升，一些全国性和区域性的大型医药零售连锁企业逐步形成，其中不乏上市公司，其充分运用资本市场优势展开并购重组和规模扩张，且随着行业内全国性和区域性大型医药零售连锁企业数量的增加，并购重组态势愈演愈烈，各公司的市场占有率和盈利能力仍然面临着一定的挑战。

■ 门店扩张不及预期风险。

- 各公司通过自建+并购+加盟加速扩张布局，随着政策环境变化及市场竞争，有扩张不及预期带来盈利能力减弱的风险。

■ 人力资源风险。

- 人力资源风险优秀的人才团队是连锁经营模式持续、健康、高效运行的核心要素之一。如果各公司在人才引进和人才培养方面不能适应未来快速发展的需要，或者在人才任用、人才储备和人才管理方面出现失误导致人才流失，将对各公司未来的规模扩张和业务经营带来不利影响。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园