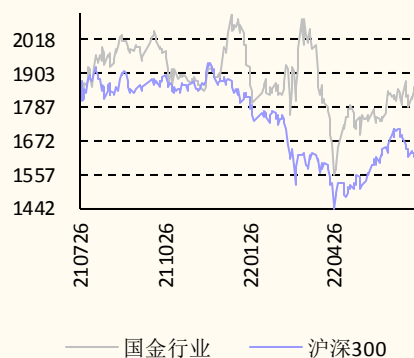


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金医药流通指数	1826
沪深300指数	4238
上证指数	3270
深证成指	12394
中小板综指	12744



相关报告

1. 《DTP 药房行业-创新药产业链延伸新阵地, DTP 药房》, 2022.4.6

药店：专业化和多元化趋势提升行业确定性

行业观点

- 药店行业经过多年的发展, 已被资本市场熟知, 一直以来, 行业集中度提升、处方药外流和老龄化之下需求的提升为公认的行业发展三大逻辑, 然而在新冠疫情以及行业整合波动等因素的驱动之下, 药店行业未来仍有较多机会与可能值得探索, 本篇报告力图对药店行业发展予以简单探讨, 以探索未来行业的发展。
- **专业化：处方药外流长期趋势明朗, 中短期看好双通道药品带来增量。**看趋势：政策加码推动处方药外流, 但市场释放仍需一定时间；看空间：参考日本处方外流史, 我国院外处方药空间潜力较大；看终端：参考美国处方药市场格局, 头部药房将是显著获利方。在企业层面, 我们看到药房专业化能力进一步提升, 各企业积极行动承接处方外流。
- **多元化：多种模式多品类探索, 药店未来发展更加多元化。**从短期来看, “四类药品”管控更为灵活, 短期扰动因素弱化, 药店增速确定性强。中药产品毛利率相对较高, 未来市场增量空间较大, 各公司积极拓展中药品类, 进一步提高盈利能力。在互联网医疗方面, 线下药店与 B2C 错位竞争, 积极拥抱 O2O 拓展新零售。横向拓展便利店业务, 打破药店客流困境, 药店正探索多元化“大健康药店”经营。

投资建议

- 从长期来看, 药房作为连接药品和患者的第三终端, 其作用存在不可替代性。随着人口老龄化的进展以及国民健康意识的提高, 药店所发挥的健康与服务属性日益重要。我们认为药店是长期价值突出的确定性赛道。
- 从短期来看, 尽管受到市场波动及行业短期因素影响, 我们认为药店行业未来发展路径较为清晰, 看好药房“专业化”与“多元化”结合的发展趋势：1) “专业化”：随着医改政策进一步推动, 处方外流趋势确定性提高, 零售药店“专业类”药品市场空间有望显著增长, 药房专业化作用日益凸显；2) “多元化”：各药房积极布局中药等多品类产品并探索 O2O 和便利店等多种模式, 以应对行业客流量减缓和毛利率下降等潜在风险, 我们认为行业发展不确定性进一步降低。
- **推荐标的：**在承接处方药外流的过程中, 龙头企业凭借规模效应在品种议价能力、销售渠道方面更具备优势, 有望获得超出均值的边际效益；同时龙头公司有实力和资本积极进行“多元化”布局, 我们建议重点关注益丰药房、大参林、老百姓、一心堂等。

风险提示

- 政策风险、竞争加剧风险、处方外流进度不及预期、消费者购药习惯改变风险、新冠病毒变异影响线下门店经营风险

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002

(8621)60230221

yuan_wei@gjzq.com.cn

内容目录

拆药店收入组成：客单+客流+外延扩张速度是业绩增长三要素	4
处方药外流长期趋势明朗，中短期看好双通道药品带来增量	7
看趋势：政策加码推动处方药外流，但市场释放仍需一定时间	7
看空间：参考日本处方外流史，我国院外处方药空间潜力较大	9
看终端：参考美国处方药市场格局，头部药房将是显著获利方	10
药房专业化能力进一步提升，积极行动承接处方外流	11
多种模式多品类探索，药店未来发展更加多元化	12
“四类药品”管控更为灵活，短期扰动因素弱化	12
积极拓展中药品类，提高公司盈利能力	13
与 B2C 错位竞争，积极拥抱 O2O 拓展新零售	15
横向拓展便利店业务，打破药店客流困境	16
投资建议	17
风险提示	17

图表目录

图表 1：药店收入增长框架分析	4
图表 2：益丰药房收入构成	5
图表 3：大参林收入构成	5
图表 4：老百姓收入构成	5
图表 5：一心堂收入构成	5
图表 6：健之佳收入构成	5
图表 7：漱玉平民收入构成	5
图表 8：益丰药房门店情况	6
图表 9：大参林门店情况	6
图表 10：老百姓门店情况	6
图表 11：一心堂门店情况	6
图表 12：漱玉平民门店情况	7
图表 13：健之佳门店情况	7
图表 14：处方药外流行业政策梳理	7
图表 15：近五年三大终端市场及药房市场规模变化情况	8
图表 16：零售药店在三大终端中份额	8
图表 17：全国零售药品市场情况	9
图表 18：日本医药分业率	9
图表 19：中国 DTP 药房市场销售额	10
图表 20：2021 年美国处方药市场份额排名	10
图表 21：近三年不同选址类型的药店数量占比情况	11
图表 22：医保定点药店率近五年变化情况	11

图表 23: 上市连锁药房直营门店中医保门店数占比.....	12
图表 24: 益丰药房 2021 年各类专业药房情况.....	12
图表 25: 大参林专业药房情况.....	12
图表 26: 老百姓专业药房情况.....	12
图表 27: “四大类药品”销售规定调整情况	13
图表 28: 各省中药饮片药店销售规则梳理.....	13
图表 29: 近五年中药饮片类销售及利润贡献情况.....	14
图表 30: 中国医药电商市场规模及增速.....	15
图表 31: B2C 市场品类结构 Top10.....	15
图表 32: 全国零售药店-药品及非药品销售额及占比趋势.....	15
图表 33: 2021 年头部药房互联网业务发展情况.....	16
图表 34: 药店+模式拓展情况.....	16

- 药店行业经过多年的发展被资本市场熟知，一直以来，行业集中度提升、处方药外流和老龄化之下需求的提升为公认的行业发展三大逻辑，然而在新冠疫情以及行业整合波动等因素的驱动之下，药店行业未来仍有较多机会与可能值得探索，本篇报告力图对药店行业发展予以简单探讨，以探索未来行业的发展。本报告将主要聚焦以下两大问题：

1) 未来药店“专业化”发展趋势分析

- 处方药外流速度如何？对药店收益的影响程度？
- 集中带量采购与基药目录对药店端的影响如何？
- 药店专业化部分收入提升如何？有何布局？

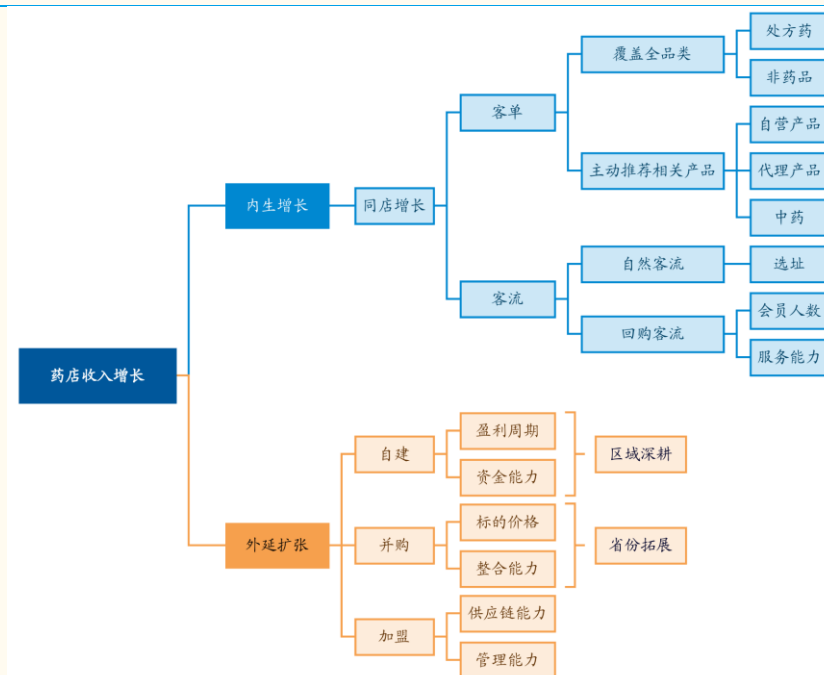
2) 未来药店“多元化”模式发展分析。

- 医药电商：O2O、B2C 模式对药店冲击？
- 客单：如何提高扩充高毛利品类？中药产品未来发展？
- 客流：便利店和药店模式能否融合？未来发展趋势？

拆药店收入组成：客单+客流+外延扩张速度是业绩增长三要素

- 开篇本部分对药店收入构成进行拆分与简要分析，以进一步提炼出行业发展的关键要素，从而把握未来发展方向。

图表 1：药店收入增长框架分析



来源：国金证券研究所

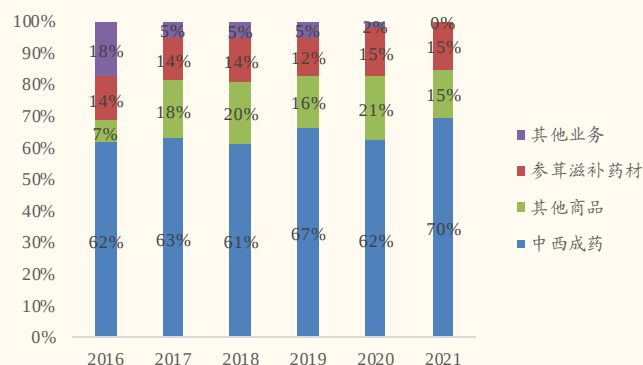
- 药店收入主要有内生增长和外延扩张两部分组成，其中内生增长主要来自于老店同店增长；外延扩张由自建、并购和加盟三种模式组成。
- 在内生增长中，单店收入=客单×客流，要想实现同店较快增长，需要在客单和客流两方面发力，其中客单主要受公司产品品类结构的影响，目前在六大上市连锁药房中中西成药均占比 60%以上。而影响客流量的因素较为复杂，一方面，门店客流量受到天然因素的影响，如门店选址；另一方面，门店客流量也取决于回购客流情况；此外，门店客流量也受到疫情管控政策的直接影响。

图表 2：益丰药房收入构成



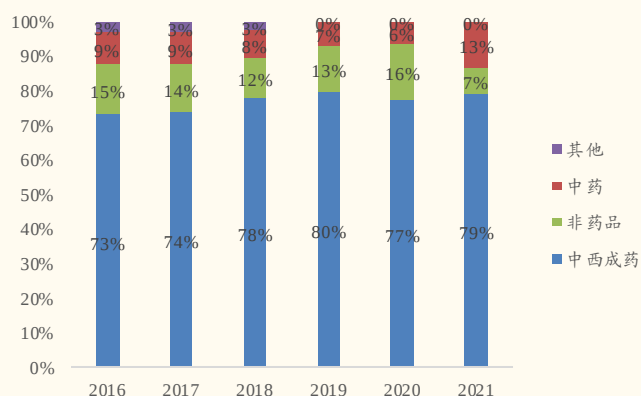
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 3：大参林收入构成



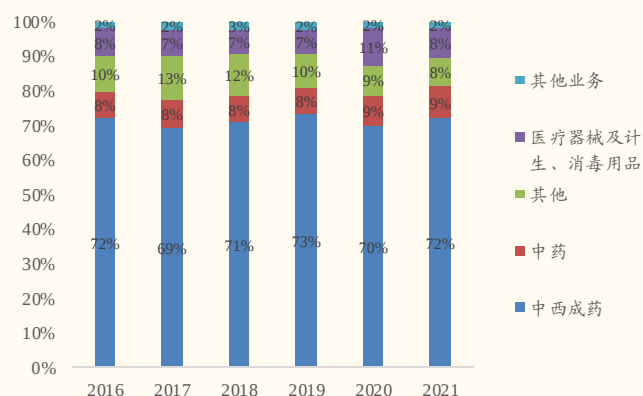
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：老百姓收入构成



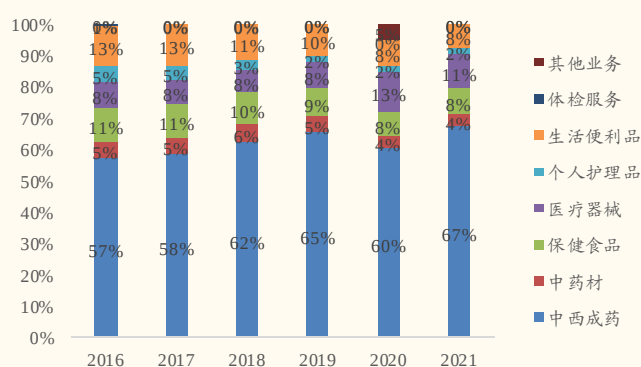
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：一心堂收入构成



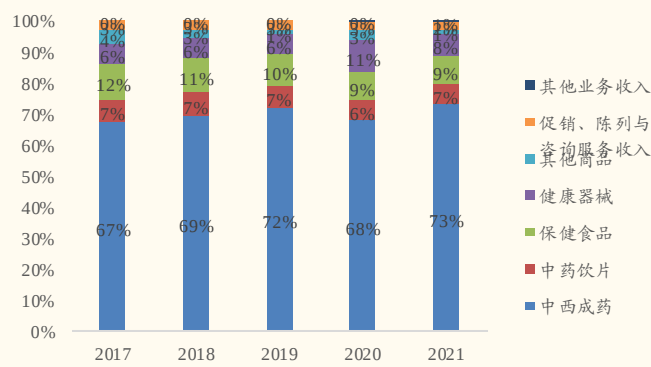
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：健之佳收入构成



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 7：漱玉平民收入构成

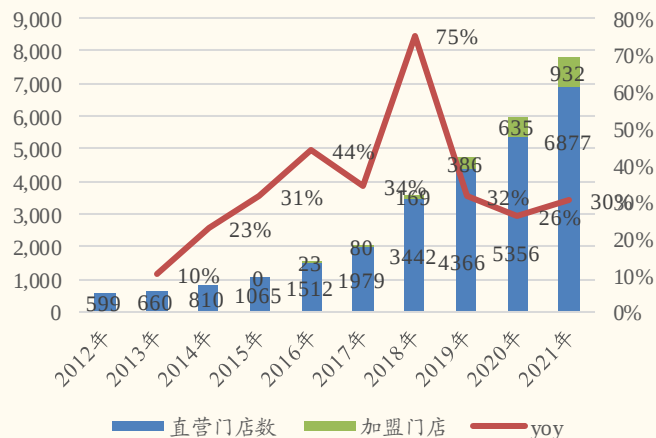


来源：公司公告，国金证券研究所

- 在外扩张中，不同的扩张模式需要考虑不同的影响指标。对自建店而言，最关键的影响因素是盈亏平衡周期，即单店从开始营业到盈亏平衡所需的时间。

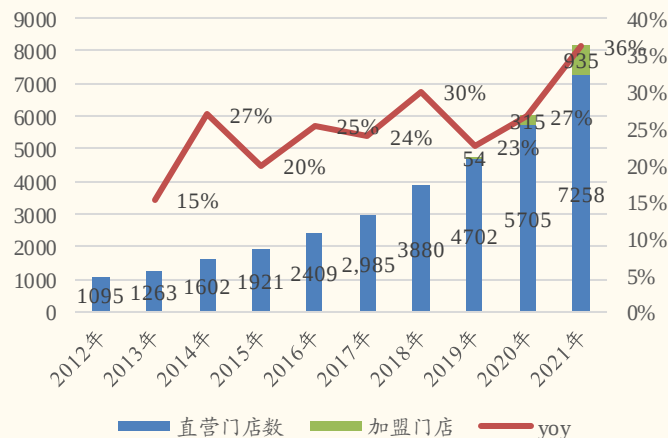
- 对并购店而言，盈利能力主要受两方面指标的影响：行业指标-标的价格和公司指标-标的整合能力，标的价格受到市场行情的影响，不同年份价格变动加大；公司整合能力主要取决于管理能力。
- 对加盟店而言，公司一般仅提供药品配送等服务，是与并购相比较为浅层的参与方式，主要考虑公司整体供应链管控能力。

图表 8：益丰药房门店情况



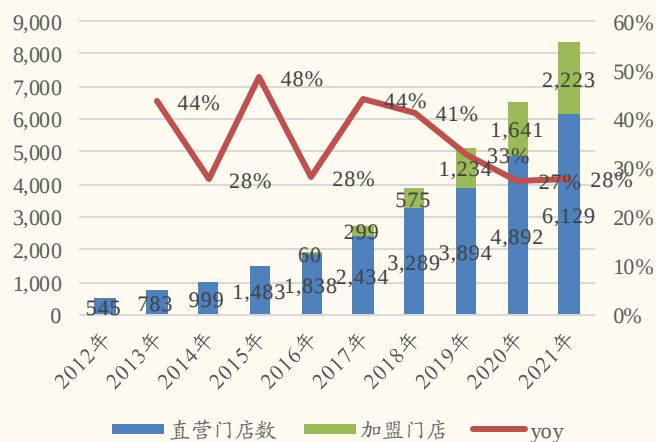
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：大参林门店情况



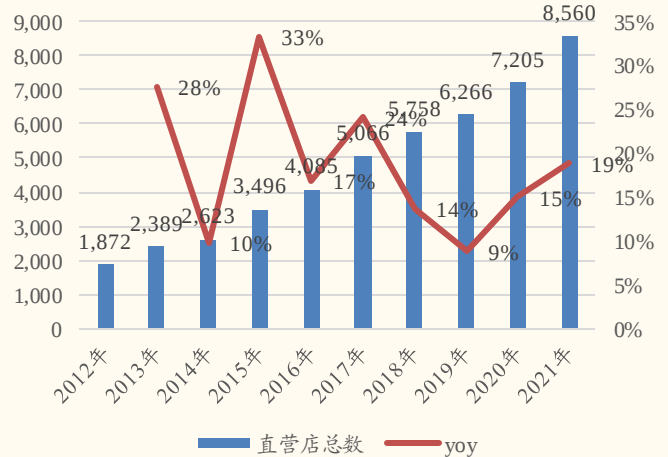
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：老百姓门店情况



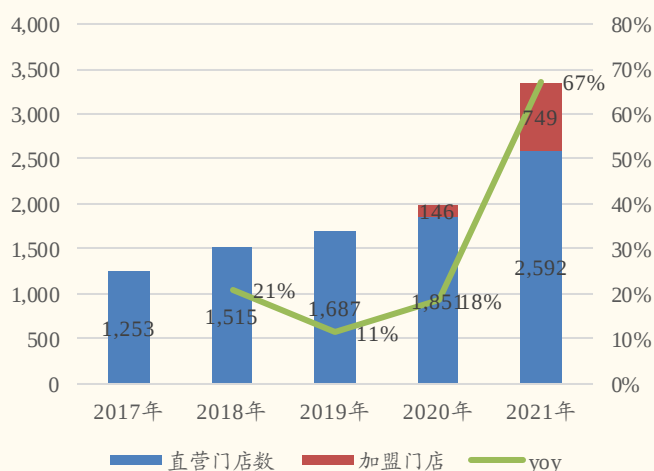
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：一心堂门店情况



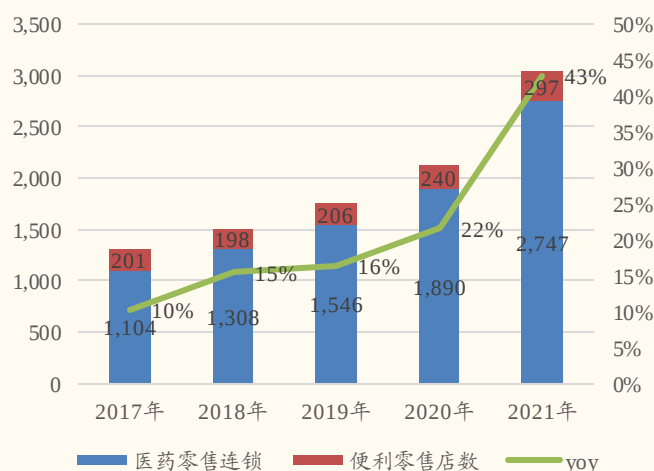
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：漱玉平民门店情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13：健之佳门店情况



来源：公司公告，国金证券研究所

处方药外流长期趋势明朗，中短期看好双通道药品带来增量

看趋势：政策加码推动处方药外流，但市场释放仍需一定时间

- 医改政策不断加码，处方药外流确定性强。国家卫健委、医保局接连出台政策，扎实推进“双通道”管理（“双通道”是指通过定点医疗机构和定点零售药店两个渠道，满足国谈药品供应保障、临床使用等方面的合理需求，并同步纳入医保支付的机制），建立处方流转中心，并从国家层面将定点零售药房纳入医保药品供应保障范围，未来医药分家、处方药外流确定性强。

图表 14：处方药外流行业政策梳理

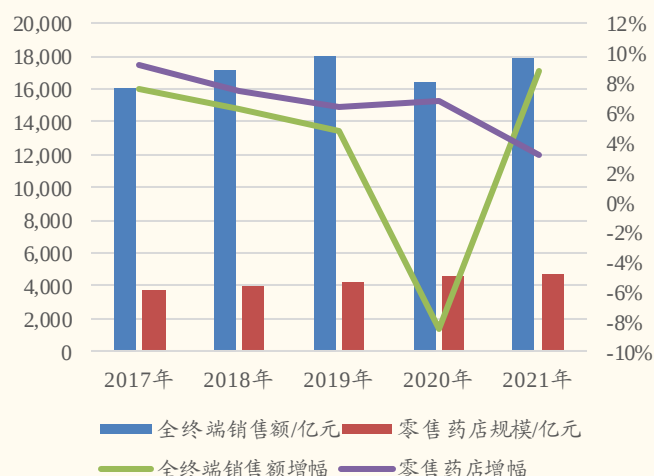
文件	时间	部门	主要内容
《全省医保民生实事工作推进会暨新闻通气会》	2022.05	江苏省医保局	第5项实事：建设全省统一入口的处方流转平台，实现处方药，尤其是国谈药“双通道”管理药品处方流转、费用结算等全流程线上办理、全流程跟踪管理，参保患者在定点零售药店与定点医疗机构购药待遇相同。同时，开通异地国谈药定点零售药店直接结算服务，实现异地就医人员在省内备案地定点医药机构购买使用国谈药“双通道”管理药品直接刷卡结算。 第6项实事：通过在乡镇（街道）遴选定点零售药店，建设“医保便民药店”，设置集采药品和国家谈判药品专柜，实施“零差价”销售，让基层群众用得上质优价廉的好药。年内实现医保便民药店首先在省、市“15分钟服务圈示范点”全覆盖。
《关于加强定点医疗机构国家医保谈判药品配备完善“双通道”管理机制的通知》	2021.10	河南省医保局、卫健委	各地要将谈判药品“双通道”供应保障情况纳入定点医药机构协议管理范围，明确药品供应主体和责任，定点零售药店要按供应能力和协议要求规范配备，并严格执行谈判药品医保支付标准。2021年10月底前，要实现每个统筹区至少有1家符合条件的“双通道”定点零售药店，并能够提供相应的药品供应保障服务。

《关于适应国家医保谈判常态化持续做好谈判药品落地工作的通知》	2021.09	医保局 卫健委	扎实推进“双通道”管理。各地医保部门要按照加强管理、保障供应、规范使用、严格监管的原则，建立处方流转中心，并对纳入“双通道”管理的药品在定点零售药店和定点医疗机构施行统一的报销政策。具备条件的地区要积极探索完善谈判药品单独支付政策，逐步将更多谈判药品纳入单独支付范围。要细化完善定点药店遴选准入、患者认定、处方流转、直接结算和基金监管等措施，切实提升谈判药品的供应保障水平。原则上2021年10月底前，各省份要确定本省份纳入“双通道”管理的药品名单并向社会公布。2021年11月底前，各省份要实现每个地级市（州、盟）至少有1家符合条件的“双通道”零售药店，并能够提供相应的药品供应保障服务。要明确定点医疗机构和定点零售药店的责任，满足患者合理的用药需求。
《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的指导意见》	2021年4月	医保局 卫健委	“双通道”机制的建立，将原来药品院内管理的一部分职能转移至院外，这是首次从国家层面，将定点零售药店纳入医保药品供应保障范围，并实行与医疗机构统一的支付政策。与普通定点零售药店相比，对符合纳入“双通道”管理的定点零售药店提出了更高的要求。一是信息化方面。定点零售药店要与医保信息平台、电子处方流转平台等对接，确保药品、医保支付等方面信息全面、准确、及时沟通。二是药品管理方面。部分谈判药品对储存有特殊要求，定点零售药店需建立符合要求的储存、配送体系，确保药品质量安全。同时，配备专业人才对患者合理用药进行指导，确保临床用药安全。三是医保基金监管方面。定点零售药店应采取更加严格的措施，对患者身份进行核实，确保“处方患者”和“实际用药患者”一致，堵塞“欺诈骗保”漏洞，确保基金安全。

来源：政府官网，国金证券研究所

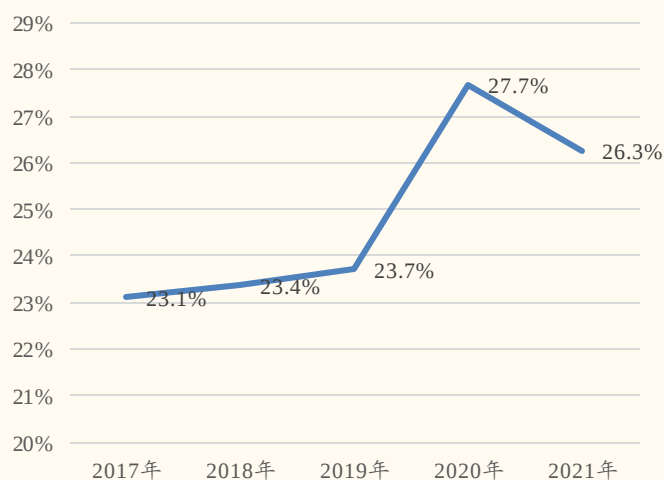
- 药房市场规模增速高于全终端，处方外流进行中仍需较长过程。从目前终端市场规模变化来看，2017年-2020年零售药店规模增幅均高于全终端增幅，药店在三大终端中的份额由2017年的23.1%提升至2021年的26.3%，提高了3.1个百分点，这一过程中处方外流扮演了重要的作用。然而，尽管药店的终端销售角色进一步强化，但目前零售药店占比仍处于较低水平，处方药外流速度不够显著，未来还有较长发展过程。（本报告中三大终端指：第一终端，公立医院市场，包括城市公立医院和县医院；第二终端，药店市场，包括实体药店和线上药店；第三终端，公立基层医疗机构，包括社区卫生服务中心和乡镇卫生院。）

图表 15：近五年三大终端市场及药房市场规模变化情况



来源：中国药店，国金证券研究所

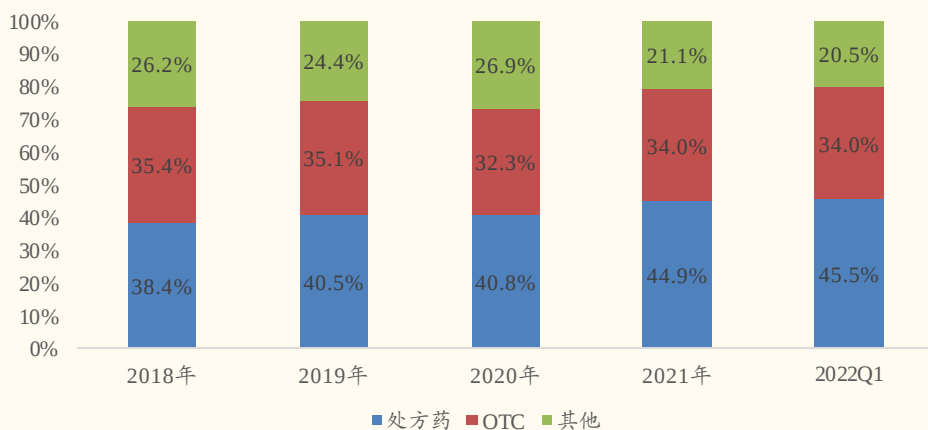
图表 16：零售药店在三大终端中份额



来源：中国药店，国金证券研究所

- 另一方面，从零售药品市场来看，处方药占比不断小幅提升。从现存全国零售药品市场情况来看，处方药占比呈现逐年提升态势：2018 年处方药在全国零售药品市场销售额占比 38.4%，截至 2022 年 Q1，该占比已提升至 45.5%，提升了 7.1 个百分点。OTC 在 2018-1Q22 期间保持较为稳定，一直维持在 34-35% 左右水平。以上数据进一步表明，处方药外流为行业发展大趋势，但目前流出速度仍处于低位。

图表 17：全国零售药品市场情况

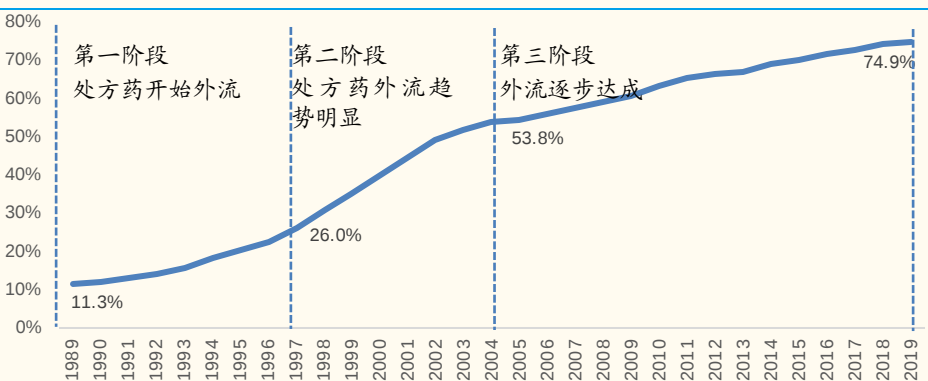


来源：中康 CMH，国金证券研究所

看空间：参考日本处方外流史，我国院外处方药空间潜力较大

- 日本处方药外流史具备参考价值，我国处方药院外市场有望逐步推进。中日医改趋势相近，日本处方药外流史具备参考价值：日本历经 30 年时间，将医药分业率从 11.3% 提升至 74.9%：第一阶段（1997 年以前），处方药开始外流，年外流率约为 1%-1.5%；第二阶段（1997 年-2004 年），政策及环境友好，处方药外流速度加快，年外流率约为 3%-5%；第三阶段（2004 年以来），处方药外流逐步达成，年外流速度减缓。与此对比，2018 年我国目前处方药院内市场占比为 72%，处方药外流仍有较大空间，将在未来 3-10 年逐步释放。

图表 18：日本医药分业率

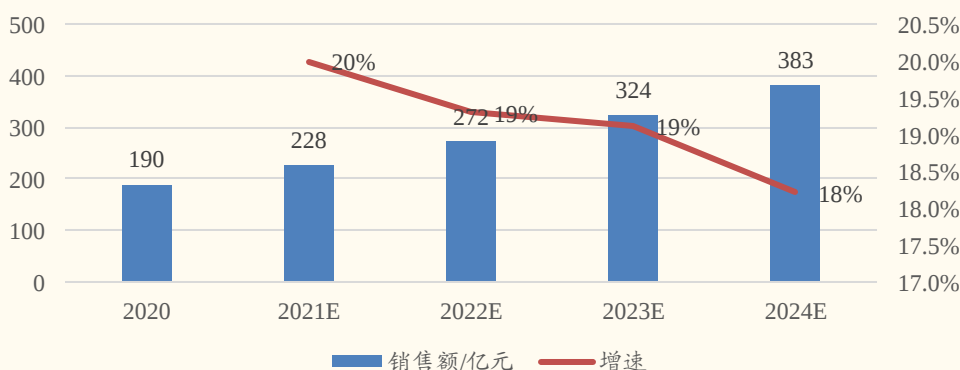


来源：日本厚生劳动省，国金证券研究所

- 双通道和 DTP（Direct to Patient，直接面向病人）药房将成为处方药外流的先行军。从 2018 年开始，各省级单位积极搭建处方流转平台，推动处方外流，但这一过程中牵涉的因素较多，多利益相互影响。而双通道和 DTP 药房将成为处方药外流的先行军。据中国医药物资协会 DTP 委员会

预测，2020 年我国 DTP 及专业药房的市场规模约 750 亿，预计到 2025 年将达到 2200 亿；据头豹研究院预测，DTP 药房未来将以 19.2%的复合增速发展。

图表 19：中国 DTP 药房市场销售额

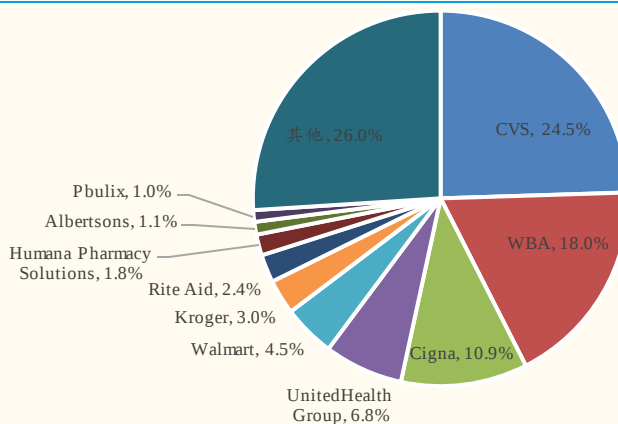


来源：头豹研究院，国金证券研究所

看终端：参考美国处方药市场格局，头部药房将是显著获利方

- 美国处方药市场集中度较高。根据 Statista 数据，美国处方药市场市占率前三名分别为 CVS（24.5%）、WBA（18.0%）和 Cigna（10.9%）。CR3=53.4%，CR10=74%。

图表 20：2021 年美国处方药市场份额排名



来源：statista，国金证券研究所

- 我们认为要实现处方药外流关键有两方面：第一，医院端处方实现流转，近年来各省陆续搭建处方流转平台，目前国谈药及双通道管理药品流转推进进度较快，有望在短期内为药店带来收入增量；第二，药房端能够保证相关药品的供应，需要与药企端达成良性合作，在这一过程中连锁药房等大型药企相对优势明显。
- 带量采购驱动药企与药店达成合作，头部药房显著获利。随着带量采购的逐步落地，上游工业的终端资源更愿意聚焦于有规模优势的少数企业，越来越多医药品种落标的企业加强了与零售药店的合作，许多处方药厂商在与零售药店进行中标品种合作时，会附带了非中标品种和 OTC 产品。头部连锁的规模优势主要体现在两点：一方面，头部连锁能帮助药企中标品种快速提升销售量与销售额；另一方面，对于其他附加非中标产品，规模连锁药房的终端推动能力以及产品的售后服务能力等均远远超过小单体药店

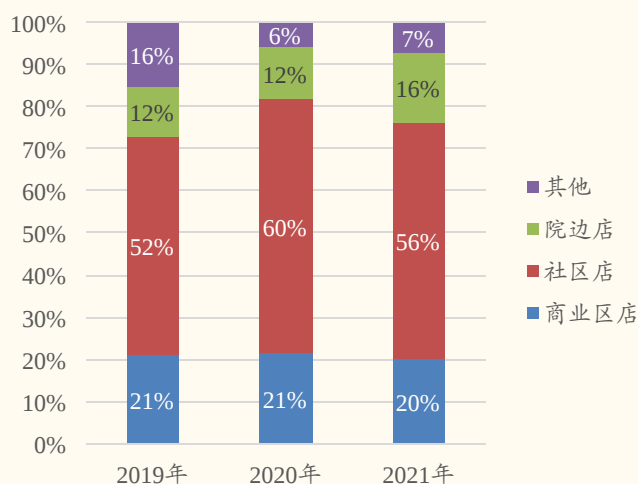
和小型连锁。因此，头部连锁药房得以拿到更多的中标品种，从而形成更完整的产业链和更立体的服务体系，进而形成良性循环。

- **供应链条缩短，药店采购成本端受益。** 药店处方药采购模式在逐步转变，处方药供应由流通商逐步向药企转变，药店相关采购成本将呈现降低态势。此外，龙头连锁药店拥有较强的供应链把控能力和强大的终端覆盖网络，有利于与药企达成战略合作协议，这将进一步降低采购价格。

药房专业化能力进一步提升，积极行动承接处方外流

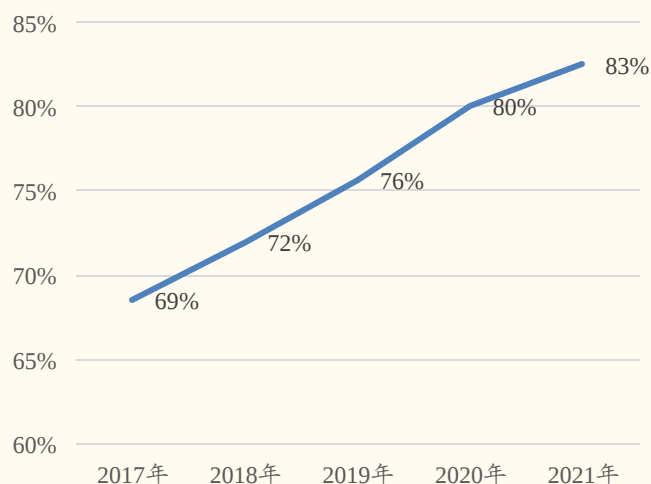
- **行业角度：院边店占比持续提高，药店专业化能力不断加强。** 根据中国药店价值榜样本企业有效数据的统计与分析，院边店药房占比由 2019 年的 12% 提升至 2021 年的 15%，院边店的比重的持续提升表明其价值地位的进一步提高，反映了处方药市场、发展专业药房的时代大势。此外，**医保定点药店率五年来持续提升**，一方面，药店持续加强传统的普惠式的医保定点资质配制；另一方面，随着政策的推进，门慢、门特、“双通道”等医保统筹资质也逐步增加，药店在承接处方药外流方面的专业化配制逐步得到强化。

图表 21：近三年不同选址类型的药店数量占比情况



来源：《中国药店》，国金证券研究所

图表 22：医保定点药店率近五年变化情况



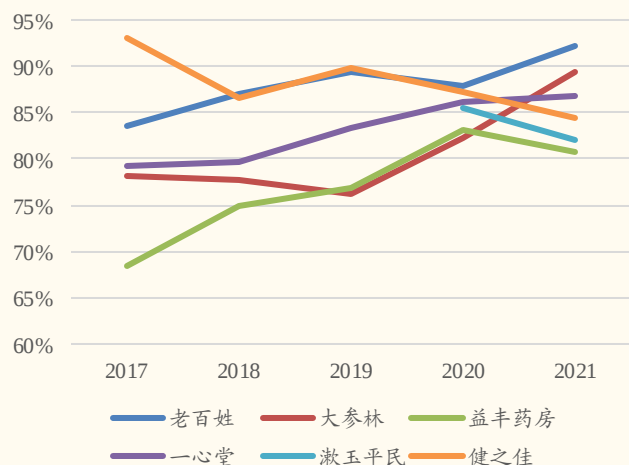
来源：《中国药店》，国金证券研究所

- **头部公司角度：处方药销售占比缓慢提升，各公司积极部署行动。** 在医保方面，上市的六大连锁药房（益丰药房、大参林、老百姓、一心堂、健之佳和漱玉平民）医保门店数量占比均超过 80%。此外，头部连锁药房积极布局应对未来行业处方药外流趋势。
- **益丰药房：成立处方药相关部门，积极承接药品增量。** 根据 2021 年年报披露，为承接医院处方外流，益丰药房成立了处方外流战略领导小组和专业处方药事业部，线上线下全渠道承接处方外流。**在线下领域**，益丰药房以各类专业药房为依托，深化与相关厂商的合作，目前经营国家医保协议谈判药品 200 个，医院处方外流品种近 650 个，并与超过 150 家供应商建立了深度合作伙伴关系。**在线上领域**，益丰药房布局电子处方业务，目前，作为第一批接入湖南省处方流转平台的上市公司，已成功完成了电子处方流转自身门店的落地工作。
- **大参林：积极拓展院边店，开发处方药厂商合作。** 大参林积极拓展院边店、DTP、门慢门特等专业化的药房，截至 2021 年年报，院边店达到 760 家，比去年在数量上增长 28%。此外，2021 年大参林开发

3956 个新品种，其中处方品种 2005 个，DTP 品种 1134 个，集团总 SKU 数超十万种，进一步丰富公司产品资源，满足患者相关需求。

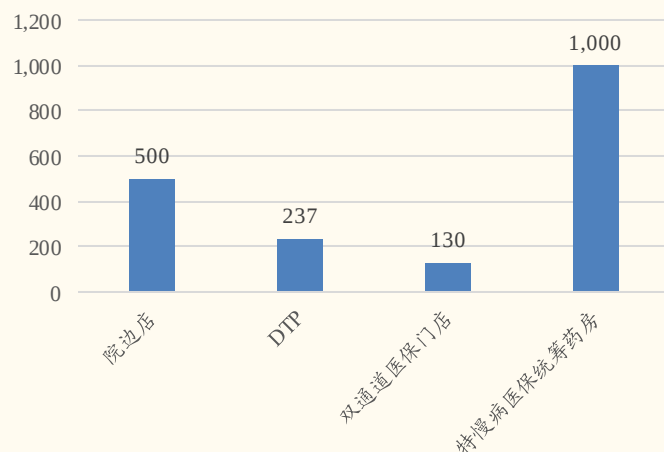
- **老百姓：处方类药品销售占比持续提升。**老百姓重视医院周边布局，高标准建设的院边店以及丰富的上游合作厂家资源使公司在“双通道”政策下拥有更多竞争优势。截至 2021 年年报，公司有双通道资格的门店达 149 家，院边店 613 家，拥有特殊门诊 452 个，DTP 药房 145 家。公司 2021 年 DTP 销售占比约 10%，处方药销售占比约 36%，居行业较高水平。

图表 23：上市连锁药房直营门店中医保门店数占比



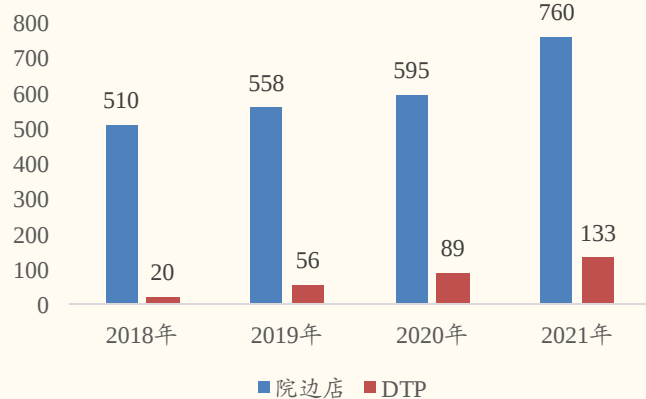
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 24：益丰药房 2021 年各类专业药房情况



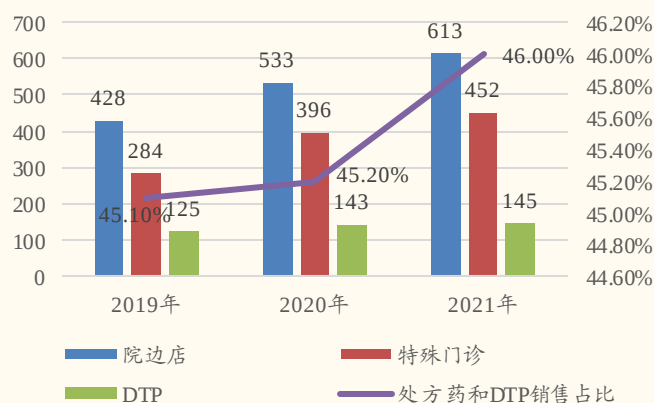
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 25：大参林专业药房情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 26：老百姓专业药房情况



来源：公司公告，国金证券研究所

多种模式多品类探索，药店未来发展更加多元化

“四类药品”管控更为灵活，短期扰动因素弱化

- **短期扰动因素弱化，药店增速确定性强。**“四类药品”管控更为灵活，下半年药店行业增速确定性提高。“四类药品”（退热、止咳、抗病毒、抗菌类）管控措施更加精准。5 月以来，江苏、安徽、湖南、广东等省份部分地区陆续恢复四类药品销售，部分地区要求不得随意下架或提供书式台账，药店业绩波动性因素进一步弱化。

图表 27：“四大类药品”销售规定调整情况

文件/通知	时间	部门	主要内容
《浙江宁波零售药店转入常态化疫情监测警戒》	2022.07.08	宁波市市场监管局	即日起全市零售药店转入常态化疫情监测警戒，可于线上线下正常销售退热、止咳、抗病毒、抗生素等四大类药品，无需再进行实名登记。一旦所在区出现本土疫情，实行四大类和感冒药品 实名登记销售 。
《广东省零售药店哨点监测工作规范指引（2022 年第二版）》	2022.07.05	广东药监局	1) 常态化防控期间，销售《疫情期间需实名登记报告药品目录》药品 无需实名登记报告 。2) 出现本土疫情辖区内零售药店应当立即启动自动响应和购买《目录》药品人员 实名登记报告机制 ，对进店顾客开展“三查验”； 中、高风险区域内零售药店应当暂停销售《目录》药品 ，直至解除风险管理
《浙江温州零售药店转入常态化疫情监测警戒》	2022.07.08	温州市市场监管局	7 月 8 日起，全市零售药店转入常态化疫情监测警戒，本县（市、区）无本土疫情情况下，可于线上线下正常销售退烧、止咳、抗病毒、抗生素等四大类药品，无需再进行实名登记。一旦所在县出现本土疫情，实行四大类和感冒药品 实名登记销售 。
《药品医疗器械经营企业疫情防控工作指引》	2022.06.22	北京市药监局	药品零售企业销售“四类药品”的，应当通过“京药通”平台 登记购买 人员信息后方可销售，不得迟报、瞒报、漏报、错报。对于封控、管控区域所在地区应当提级管理，应当要求购买人员先进行新冠抗原检测，结果阴性时，方可向其销售“四类药品”。
《苏州市疫情防控 2022 年第 125 号通告》	2022.05.06	苏州市人民政府	零售药店 恢复 退热、止咳、抗病毒和抗生素等“四类药品”，严格 实名制登记购买 。
《关于恢复连云港市药品零售企业销售“四类药品”的通告》	2022.04.30	连云港市人民政府	全市零售药店 恢复退热、止咳、抗病毒、抗生素“四类”药品销售 ，实行 实名登记和上报制度 。

来源：政府官网，国金证券研究所

积极拓展中药品类，提高公司盈利能力

- **中药产品毛利率相对较高，未来市场增量空间较大。**近年来，多地发文，放开零售药店中药饮片商品销售，此外随着人口老龄化发展以及居民健康意识的进一步提升，中药产品的销售市场有望进一步打开。中药品类在零售药店中处于毛利较高水平，根据《中国药店》统计数据，中药饮片类利润贡献率持续高于销售贡献力。随着中药品类的持续拓展，规模化优势有望为药店进一步贡献利润。

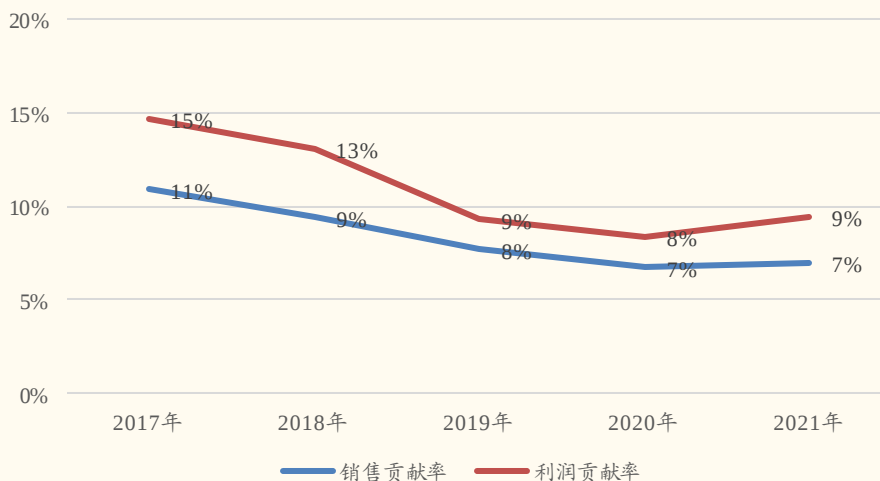
图表 28：各省中药饮片药店销售规则梳理

文件	时间	部门	主要内容
《关于促进和引导药品经营企业快速规范发展的通知》	2022.06.14	江西省药监局	便利零售药店定型包装中药饮片销售。 零售药店仅销售食药同源类的定型包装中药饮片，且不进行处方饮片调配的，经县级以上药品监管部门同意，在过渡期（2025 年底前）， 可暂不配备执业中药师和中药饮片药柜 ，但应配备中药学技术人员，其经营范围标注为“仅限定型包装中药饮片。”如销售非食药同源类中药饮片的，或需要开展中药饮片调配的，则仍按省药监局现行相关政策继续执行。
《湖北省社会药房监督管理办法（试行）》	2021.11.22	湖北省药监局	只经营定型包装中药饮片或药食同源类饮片， 可以不专门配备中药执业药师及其他中药学技术人员。
《漳州市支持和鼓励药品零售企业创新发展和便民服务的意见（试行）》	2020.07.28	漳州市市场监管局 漳州市医保局	支持药食同源产品开架销售。 允许零售药店或子公司经营进入药食同源目录、滋补中药材以及地方习用的精包装中药饮片， 可不凭处方开架销售 ，但门店应配备一名中药师以上专业技术人员或执业中药师从事药学咨询和质量管理工作，非城乡镇以下的门店或子公司可以是中药学中专毕业以上或中药士以上的药学技术人员从事药学咨询和质量管理工作。
《关于支持和鼓励药品零售连锁企业创新发展的意见（试行）》	2020.04.22	福州市市场监管局、医保局	对经营少量药食同源等单味中药饮片企业， 允许开架销售，并可不设中药斗柜 ，促进监管措施更加合理。
《关于促进药品零售企业创新发展和	2020.03.20	甘肃省药监局	支持药食同源产品开架销售。允许进入药食同源目录的 精包装中药饮片可不凭处方开架销售。

便民服务的意见》			
《山东省药品零售企业分级分类管理办法》	2019.11.27	山东省药监局	二类店经营范围限定为非处方药、处方药（麻醉药品、放射性药品、第一类精神药品等禁止类药品除外；医疗用毒性药品、第二类精神药品、含麻醉药品的复方口服溶液等限制类药品除外；生物制品（微生物活菌制品除外）、 中药饮片、罂粟壳等除外 ）。仅经营 药食同源类或可用于保健食品的精制包装中药饮片 ，且不拆零销售的二类店、三类店，可不增加“ 中药饮片 ”经营范围。
《关于中药饮片销售有关问题的公告》	2019.07.24	陕西省药监局	外省药品生产企业在省销售符合国家药品标准规定的中药饮片(含片、粉)，或销售符合当地省炮制规范并在国家药品监督管理部门备案的中药饮片(含片、粉)， 无须在我省备案，可以直接销售。

来源：政府官网，国金证券研究所

图表 29：近五年中药饮片类销售及利润贡献情况



来源：《中国药店》，国金证券研究所

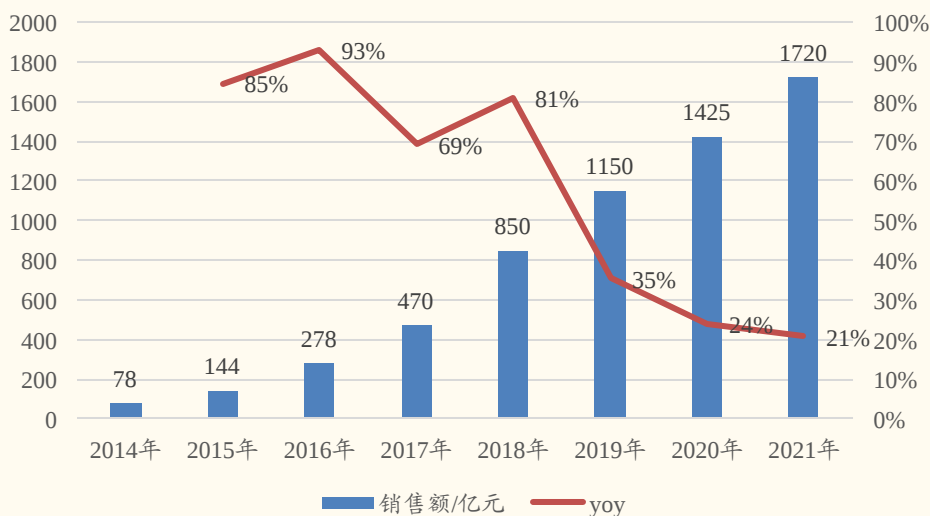
■ 头部药房乘政策红利，积极拓展中药品类业务。

- **益丰药房：投资恒修堂+收购湖南九芝堂，加大中药产品布局。**益丰药房于 2019 年投资设立恒修堂药业有限公司，开展中药饮片的研发、生产和销售业务，产品主要包括养生中药饮片、配方中药饮片、参茸贵细药材等系列产品，实现年产值 20 亿元。此外，公司收购湖南九芝堂 51% 股权，以九芝堂品牌为依托，公司与九芝堂在中药品种生产和销售上进行深度合作，双赢合作提高盈利能力。
- **大参林：依托区域文化优势，进一步发展中药品类。**公司拥有子公司中药科技、广州紫云轩和广西紫云轩进行中药材初加工等业务。公司在参茸滋补药材具有良好的消费者口碑和品牌基础，通过加大自营中药饮片产能，强化质优价廉的品牌形象，结合养生讲座，持续培育参茸药材的忠实用户，逐步实现“做强大品类，做大小品类”的经营目标。
- **老百姓：依托百杏堂、药圣堂，提高中医类销售占比。**公司 2017 年成立百杏堂，目前已在全国 6 省市布局连锁中医名医馆，公司可合理利用老百姓百杏堂名医馆相关资质，提升中药饮片和医保销售占比、布局中医医疗服务项目。此外，公司 2018 年设立湖南药圣堂，专业生产传统配方饮片、精致包装饮片、贵细中药饮片、直接口服饮片和毒性饮片及食品等，进一步降低生产成本，提高盈利能力。
- **一心堂：发展中药配方颗粒业务，完善中药产业链。**一心堂旗下子公司云南鸿翔中药科技公司、鸿翔中药科技公司、云中药业有限公司专注于中药研究、种苗培育、中药材收储、饮片加工、配方颗粒的生产业务，具备中药种植、初加工、精加工及配方颗粒的生产能力。近年来公司中药板块产能不断扩张，产业链逐渐完善。

与 B2C 错位竞争，积极拥抱 O2O 拓展新零售

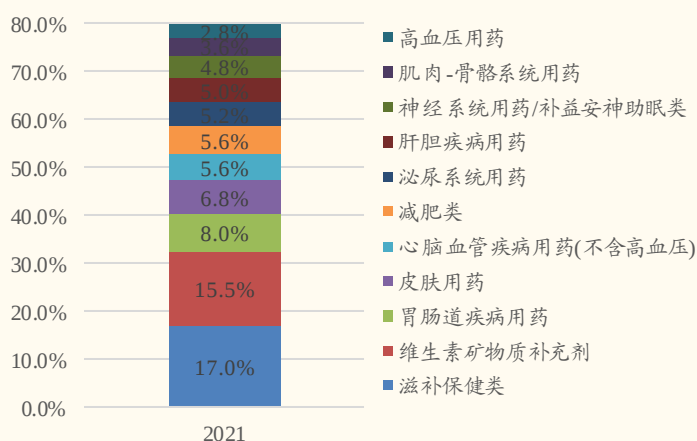
- **医药电商迅猛发展，与线下药店错位竞争。**随着互联网行业的发展，医药电商业务迅猛发展。据《中国药店》统计数据，中国医药电商市场规模已由 2014 年的 78 亿元，增长至 2021 年的 1720 亿元，年复合增长率高达 56%。然而，医药电商与线下药店展开差异化竞争，主要体现在两方面：1) 从品类结构来看，医药电商销售以滋补维矿类为主，且该品类线上占比已经逐步趋于稳定，对线下药店影响已经弱化；2) 从销售模式来看，医药电商主打便利性与性价比，但不能满足及时性与服务型需求，而线下药店在销售药品时会提供简单的咨询服务，满足轻症患者的初级用药需求；同时线下互动能够增强患者认同感与消费粘性。综上所述，我们认为线下药店与医药电商（B2C）为错位竞争，未来线下药店市场份额将不会受其负面影响。

图表 30：中国医药电商市场规模及增速



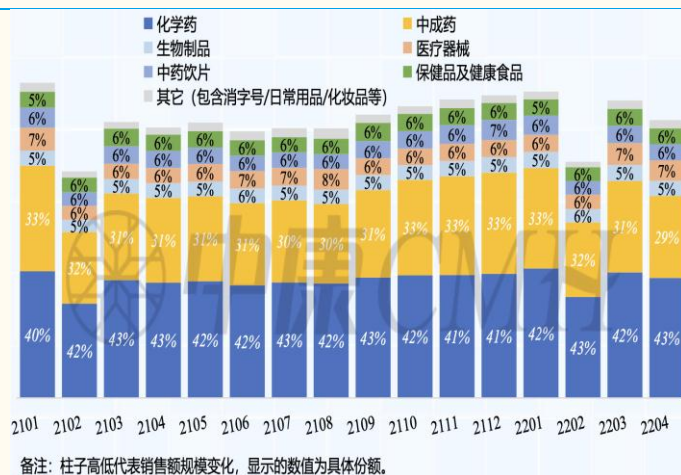
来源：《中国药店》，国金证券研究所

图表 31：B2C 市场品类结构 Top10



来源：中康 CMH，国金证券研究所

图表 32：全国零售药店-药品及非药品销售额及占比趋势



备注：柱子高低代表销售额规模变化，显示的数值为具体份额。

来源：中康 CMH，国金证券研究所

- **积极拥抱 O2O，拓展线上新零售。**各大药房凭借原有销售优势，以线下门店和会员为依托，持续推进基于会员、大数据、互联网医疗、健康管理等生态化的医药新零售体系建设。

图表 33：2021 年头部药房互联网业务发展情况

	互联网销售收入	O2O 销售收入	O2O 直营门店数量	覆盖范围
益丰药房	11.3 亿元	7.8 亿元	超过 6600 家	公司线下所有主要城市
大参林	新零售业务 (O2O+B2C) 销售同比增长 87%	-	7240 家	覆盖门店上线率达到 89%，进驻几乎所有头部 O2O 平台
老百姓	7 亿元	-	6581 家	公司和美团运力覆盖的城市达 86 个
一心堂	3.8 亿元	3.05 亿元	8291 家	覆盖率高达门店总数的 96.86%（遍布 10 个省份及直辖市）

来源：公司公告，国金证券研究所

横向拓展便利店业务，打破药店客流困境

- **多元化“大健康药店”经营，探索药店发展新模式。**根据健之佳招股说明书，2016 年，在日本零售药店的商品类别销售构成中，药品仅占据 32.2% 的份额，化妆品占据 21.1% 的份额，日用杂货和其他产品占据 46.8% 的份额。此外，以沃尔格林等为代表的美国连锁药店很早采取“药店加便利店、前端加后端”的多元化经营模式，从上世纪 80 年代开始，美国连锁药店以打造“健康美丽产品专卖店”为经营主旨，将其经营品类扩展至与健康、美丽相关的产品。
- **借鉴美日经验，我国连锁药房积极尝试大健康药店的新兴业态，**尝试健康食品、个人护理用品及与健康相关的日用便利品的经营，如一心堂拓展“一心便利”业务，老百姓在原有店铺中增设日用品展区。

图表 34：药店+模式拓展情况

知名药企跨界零售			
药企	时间	具体内容	亮点
一心堂	2021.05	一心堂控股子公司“一心便利”在昆明布局近百家店	“一心便利”以大健康为核心，倡导健康生活理念，未来将持续拓展大健康领域的业务。因此，大健康商品是一大特色，昆明人可在“一心便利”买到与健康相关的商品，如 0 卡 0 脂健康食品、药妆、代餐食品等。
同仁堂	2021.01	北京同仁堂健康旗下子公司北京零号健康管理中心有限公司管理的“知嘛健康”跨界进入咖啡赛道，售卖咖啡	以咖啡为名，快速获得都市年轻人的认同，进而推广核心健康产品，进军大健康
超市/便利店跨界售卖药物			
超市/便利店	时间	具体内容	亮点
京客隆	2018.12	京客隆迅速在工体东路开出了第一家京客隆便利店售药实体店，成为北京第一家可售药的便利店	在 2019 年，北京便利店售药试点高达 58 家，包括物美、京客隆、屈臣氏等连锁便利店企业在内的店铺可提供售药服务
永辉超市	2020.04	永辉超市经营范围变更，新增“西药销售、中药销售以及互联网药品交易服务”	
“超市/便利店/加油站/邮局+药店”新模式			
合作双方	时间	地点	亮点
华润万家+广东德信行大药房	2022.03	广东	主打应急品类，并选择惠氏、香雪制药、葵花药业、云南白药、雅培及其自有品牌药作为主打品种
美宜佳便利店+春悦林（广东）大药房	2022.03	广东	主打年轻消费者夜间用药需求，包括风寒风热感冒类、小儿退热及便秘类、肠胃消化类、清热解毒类、营养补充类等年轻人日常急需用药
全家便利店+同仁堂	2019.06	北京	全家与同仁堂合作‘药房+便利店’混搭门店
中国石化+一心堂	2020.08	海南	海南一心堂与中国石化达成战略合作，海南首家合作药店进驻中石化滨海大道加油站。该店的药品数量达 1000 余

			种, 涉及 597 种处方药、806 种畅销家庭常备药、54 种中药、202 种医疗器械。同时门店也配备了专业的执业药师, 可以为顾客提供专业的服务。下一步, 中国石化海南石油将继续在全省选取优质便捷店面, 与一心堂携手推广“加油站+药店”的服务模式, 借助两家企业的优势, 共同将加油站打造成为综合便民服务站, 为广大消费者提供更加多元化的服务。
石家庄邮政+石药集团	2020.08	河北石家庄	“邮政石药大药房旗舰店”是石家庄邮政与石药集团携手共同打造, 并推出了“邮政+”合作经营药店的模式, 打造邮政特色医药连锁零售新模式。

来源: 国金证券研究所整理

投资建议

- 从长期来看, 药房作为连接药品和患者的第三终端, 其作用存在不可替代性。随着人口老龄化的进展以及国民健康意识的提高, 药店所发挥的健康与服务属性日益重要。**我们认为药店是长期价值突出的确定性赛道。**
- 从短期来看, 尽管受到市场波动及行业短期因素影响, 我们认为药店行业未来发展路径较为清晰, **看好药房“专业化”与“多元化”结合的发展趋势**: 1) “专业化”: 随着医改政策进一步推动, 处方外流趋势确定性提高, 零售药店“专业类”药品市场空间有望显著增长, 药房专业化作用日益凸显; 2) “多元化”: 各药房积极布局中药等多品类产品并探索 O2O 和便利店等多种模式, 以应对行业客流量减缓和毛利率下降等潜在风险, 我们认为行业发展不确定性进一步降低。
- **推荐标的**: 在承接处方药外流的过程中, 龙头企业凭借规模效应在品种议价能力、销售渠道方面更具备优势, 有望获得超出均值的边际效益; 同时龙头公司有实力和资本积极进行“多元化”布局, **我们建议重点关注益丰药房、大参林、老百姓、一心堂等。**

风险提示

- **政策风险**: 行业监管政策变动可能导致药店门店无法获得医保定点资格, 药品价格水平出现大幅波动等情况, 对公司的经营产生不利的影响;
- **竞争加剧风险**: 一方面, 上市公司可运用资本市场优势展开并购重组和规模扩张, 随着行业内上市公司增加, 竞争或呈现愈演愈烈的态势; 另一方面, 高瓴资本(高济医疗)、全亿健康(基石资本)等均已投入大额资金进行连锁药店布局, 行业公司盈利能力或将受到负面影响。
- **处方外流进度不及预期**: 尽管我们看好行业处方药外流趋势, 但处方药外流落地实施需要多方因素叠加实现, 如出现其他不利政策或措施影响处方药外流速度, 将对市场情绪及公司经营带来不利影响;
- **消费者购药习惯改变风险**: 电子商务平台的普及和第三方配送服务的发展一定程度上改变了部分消费者的消费习惯, 医药电商销售快速增长, 如后期政策放开处方药的上销售, 将给予线下零售行业一定冲击。
- **新冠病毒变异影响线下门店经营风险**: 若新冠病毒在全球出现新的变异毒株, 将可能对国内疫情防控形成新的挑战, 进而对线下药店经营带来不利影响, 影响各公司业绩。

特别声明:

国金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。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402