

零售药店行业深度报告： 供给端集中度提升，支付端门诊统筹发力

评级：推荐(首次覆盖)

周小刚(证券分析师)
S0350521090002
zhouxg@ghzq.com.cn

年庆功(联系人)
S0350122030007
nianqg@ghzq.com.cn

最近一年走势



沪深300表现

表现	1M	3M	12M
医药商业	2.7%	-3.3%	9.2%
沪深300	-2.1%	-4.0%	-8.6%

重点公司代码	股票名称	2023/08/16	EPS			PE			投资评级
		股价	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
000028.SZ	国药一致	34.23	3.47	3.11	3.60	9.47	11.01	9.52	未评级
002727.SZ	一心堂	24.50	1.69	2.03	2.40	18.60	12.09	10.22	未评级
301017.SZ	漱玉平民	21.55	0.57			31.78			未评级
603233.SH	大参林	29.00	1.09	1.17	1.48	36.29	24.71	19.65	未评级
603883.SH	老百姓	28.38	1.34	1.64	2.00	30.16	17.35	14.20	未评级
603939.SH	益丰药房	39.11	1.75	1.50	1.86	36.40	26.10	21.03	未评级
605266.SH	健之佳	57.51	3.66	3.33	4.20	21.85	17.26	13.70	未评级

资料来源：Wind资讯，国海证券研究所（未评级公司盈利预测来自万得一致预期）

- ◆ **连锁化率持续提升，头部连锁企业规模有望快速扩张：**截至2022年底，全国共有零售药店62.3万家，其中连锁药店36.0万家，连锁化率57.8%。据中康CMH数据，2021年百强连锁市场份额为51.4%。2021年商务部《关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》提出，到2025年药品零售连锁率接近70%、百强连锁市场份额65%以上。头部连锁企业门店管理质量优秀、上市融资渠道畅通，有望持续快速扩张。
- ◆ **医保门诊统筹持续推进，统筹基金支付药店费用政策拐点：**2021年国务院印发《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》，允许职工医保个人账户资金用于家庭成员在零售药店购药。2023年国务院印发《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》，将零售药店纳入统筹基金支付范畴。随着相关政策逐步落地，零售药店医保支付力度将得到显著提升。
- ◆ **医药分离政策逐渐落地，处方院外流转条件逐步成熟：**2017年药品零加成、2018年国家级药品集中采购，推动院内医药分离。为方便患者购药，国家医保局要求，2023年12月31日前，各省份要依托全国统一的医保信息平台电子处方中心，建立健全全省统一、高效运转、标准规范的处方流转机制，实现省域内“双通道”处方流转电子化。同时零售药店开设专业药房、升级软硬件系统，积极承接处方院外流转。
- ◆ **重点关注公司：**头部企业扩张能力优秀、管理水平较高，如益丰药房、大参林、老百姓、一心堂；区域小龙头扩张潜力大，如漱玉平民、健之佳；国企改革提升经营效率，如国药一致。
- ◆ **行业评级及投资建议：**推荐。医保门诊统筹和院外处方流转不断落地，头部连锁市场份额不断提升。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ◆ **风险提示：**门诊统筹政策落地速度和执行力度不及预期，院外处方流转落地速度不及预期，连锁企业门店扩张速度不及预期，连锁药店医保管理风险，连锁药店零售价格受政策限制风险，加盟药店管理风险，重点关注公司业绩不及预期

01 零售药店连锁化持续提升

零售药店：提供丰富的药事服务

- **零售药店**：主要从事药品、保健品、医疗器械以及健康相关的日用便利品等零售业务。按经营药品类型可分为一类、二类和三类。二类和三类根据经营服务能力可划分为A、AA、AAA三个等级。零售药店为医疗机构提供有益补充：一方面，提高药品可及性，药店一般离居住地更近、购药流程较医院更方便；另一方面，零售药店的药品销售和轻问诊主要针对常见病或严重程度不高的疾病，患者自身或店员具有一定应对经验。

图表：头部连锁药店企业



图表：连锁药店分类

药店分类	可经营药品类型
一类	乙类非处方药
二类	非处方药、处方药(不包括禁止类、限制类药品)、中药饮片
三类	非处方药、处方药(不包括禁止类药品)、中药饮片

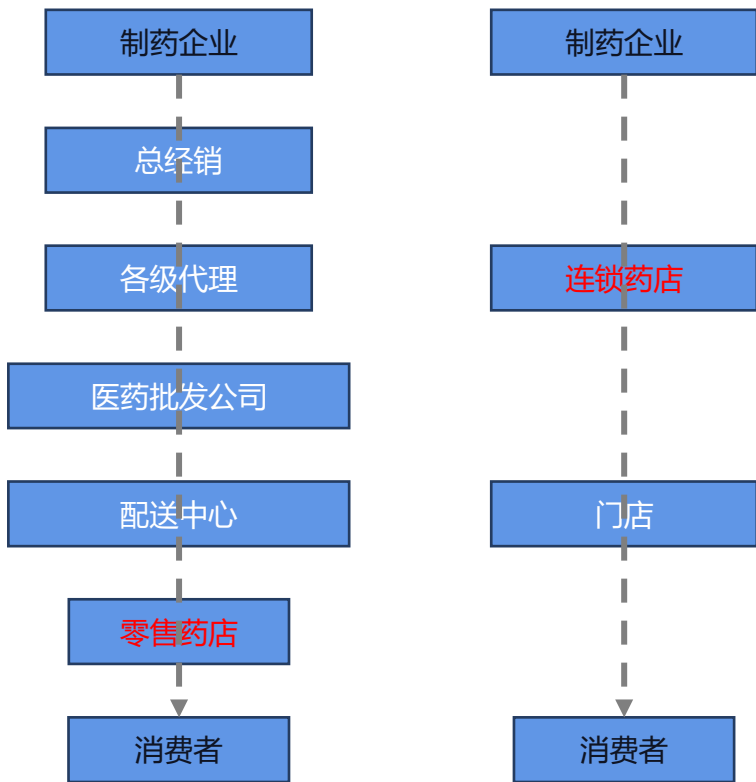
连锁药店：规模经济推动连锁化不断深入

- **连锁药店**：通过集中采购、统一配送和标准化服务，连锁药店相较于单体药店具有显著规模优势：对上游供应商能够依靠采购规模进行议价，对内能够集中管理降本增效，对下游消费者能够建立品牌形象。

图表：头部连锁药店行业发展历史

年份	事件
1995年	深圳中联广深医药股份有限公司成立深圳中联大药房，开启我国连锁药店新时期。
1998年	深圳中联大药房在武汉开班湖北六渡桥门店，成为国内第一家跨地区发展的连锁药店。
1999年	全国连锁药店有约7万家门店。
2000年	全国药品零售连锁经营监督管理工作会议，鼓励企业通过兼并、重组、整合等做大做强，首批确立了41家准许跨省连锁经营的药品零售连锁经营企业。
2001年	湖南老百姓大药房在长沙的湘雅店隆重开张，平价药店。
2002年	北京金象大药房给出优厚的特许加盟条件。
2003年	连锁药店增加至16万家。
2005年	海王星辰连锁药店首次大规模采用OEM的方式上架自有商标药品。
2007年	海王星辰在纽交所上市。
2014年	云南一心堂药业在A股上市。
2015年	益丰药房、老百姓在A股上市。
2017年	高瓴成立瓴创（北京）科技有限公司，创立高济医疗。

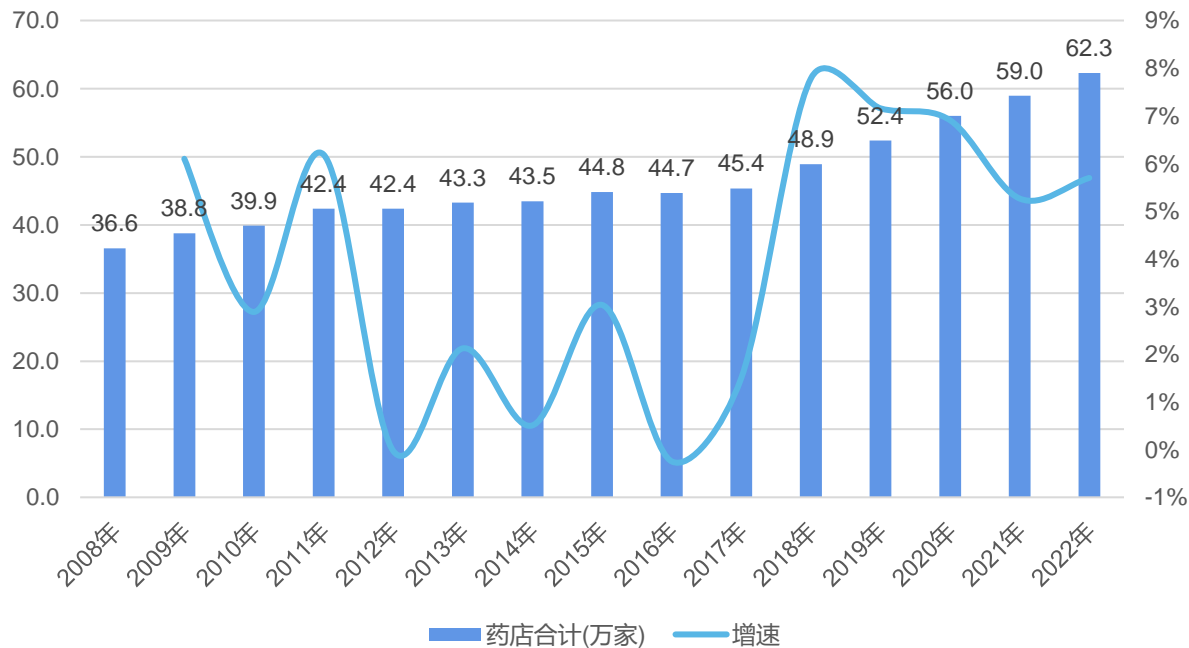
图表：连锁药店改变零售药店渠道结构



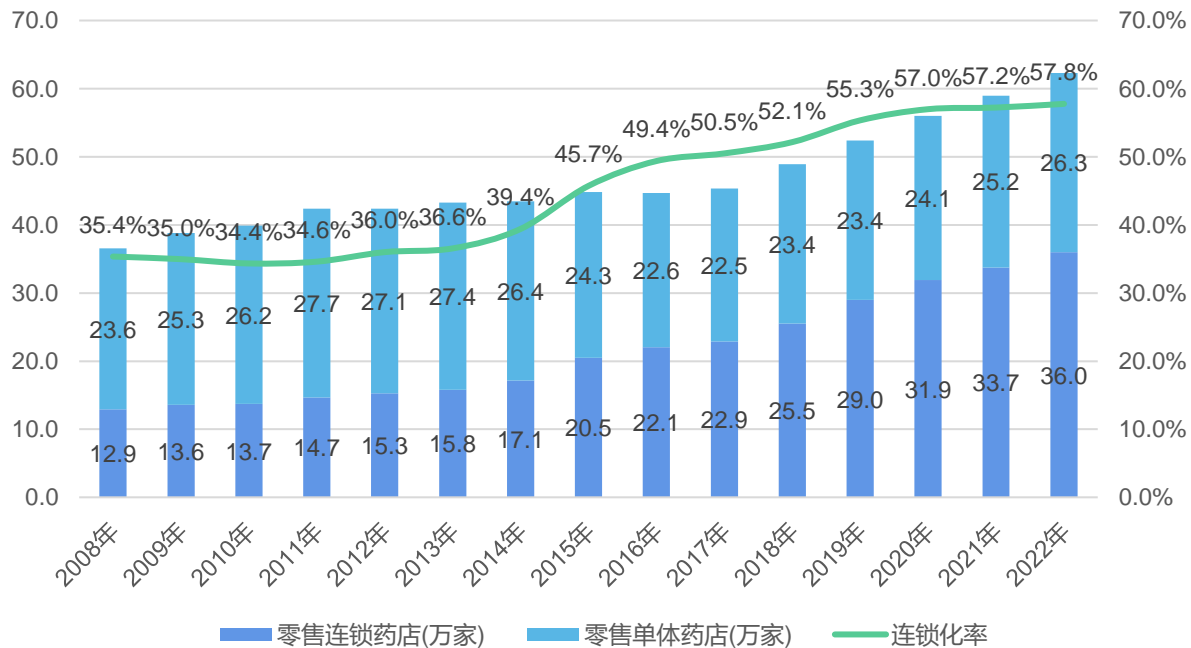
药店连锁化率稳步提升

- **药店数量稳健扩张：**2012-2017年全国药店数量保持平稳，2018年后药店数量增速提升至5%以上。2022年全国零售药店为62.3万家。
- **连锁化率稳步提升：**2008-2013年全国药店连锁化率保持在35%左右，2014年后快速提升，2022年达到57.8%。2021年商务部《关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》提出，2025年药品零售连锁率接近70%。

图表：全国零售药店数量和增速

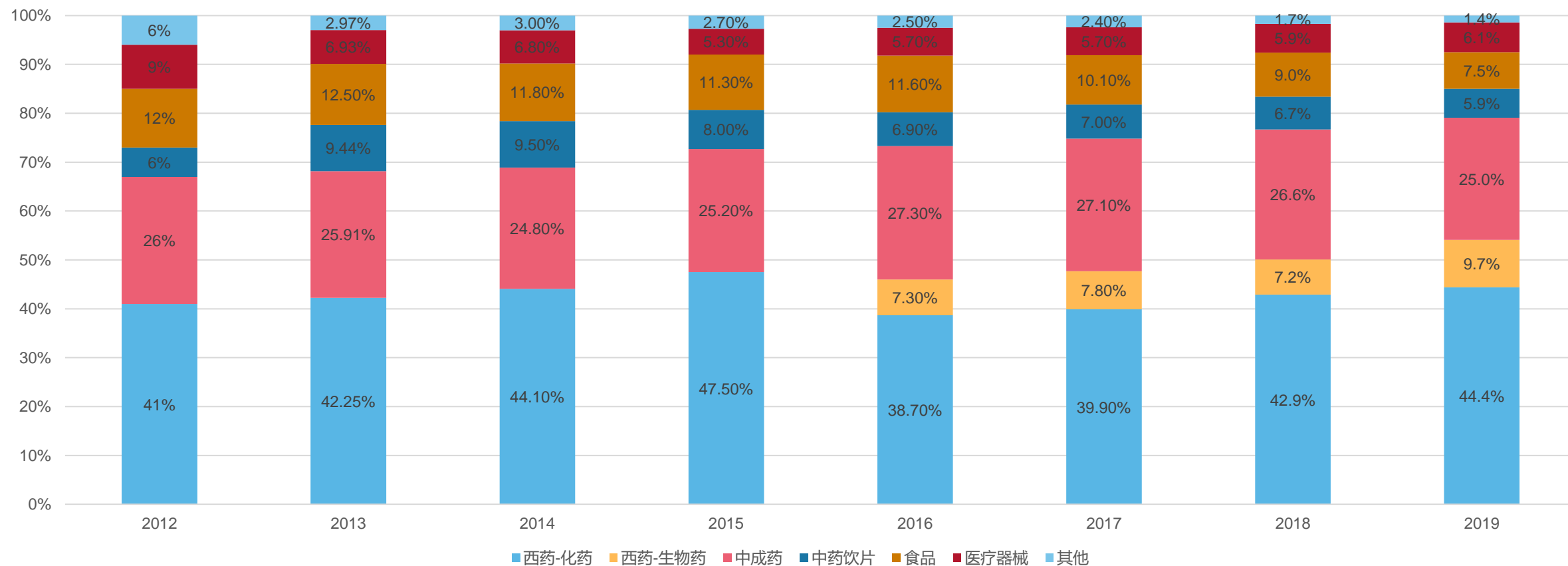


图表：全国零售药店结构和连锁化率



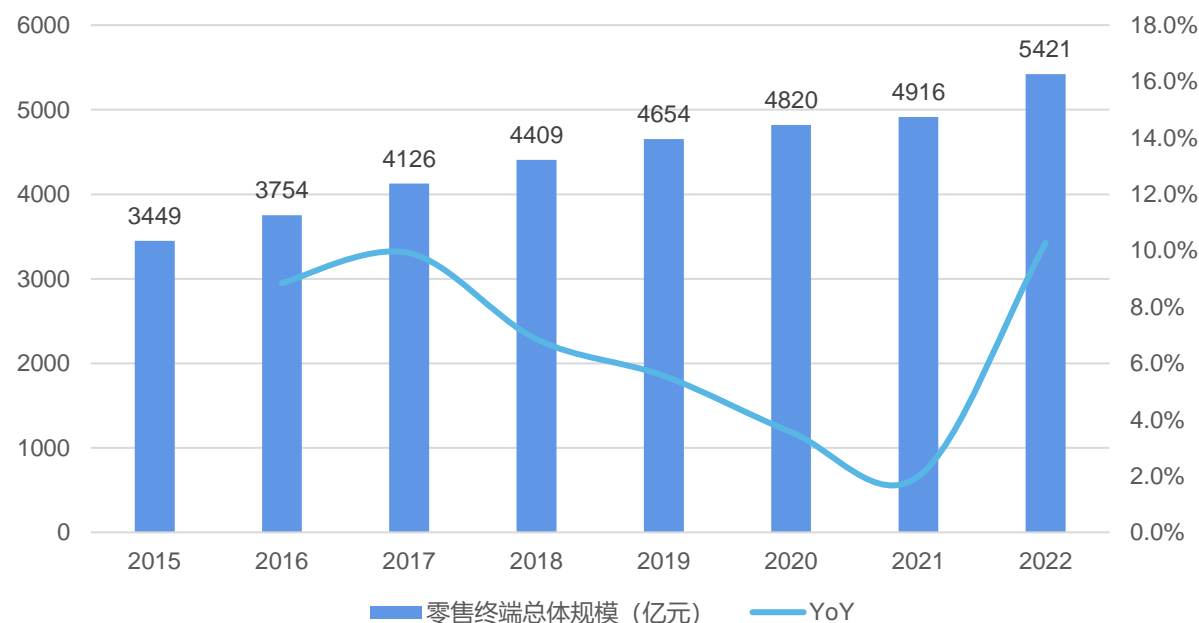
- **化药占比提升，中成药占比保持稳定：**据《药品流通行业运行统计分析报告》和《药品流通蓝皮书》，2012-2019年典型样本城市零售药店品类销售额中，西药占比由41%提升至54.1%，其中化药占比44.4%，生物药占比9.7%。中成药占比保持相对稳定，在26%左右波动。

图表：零售药店销售品类结构

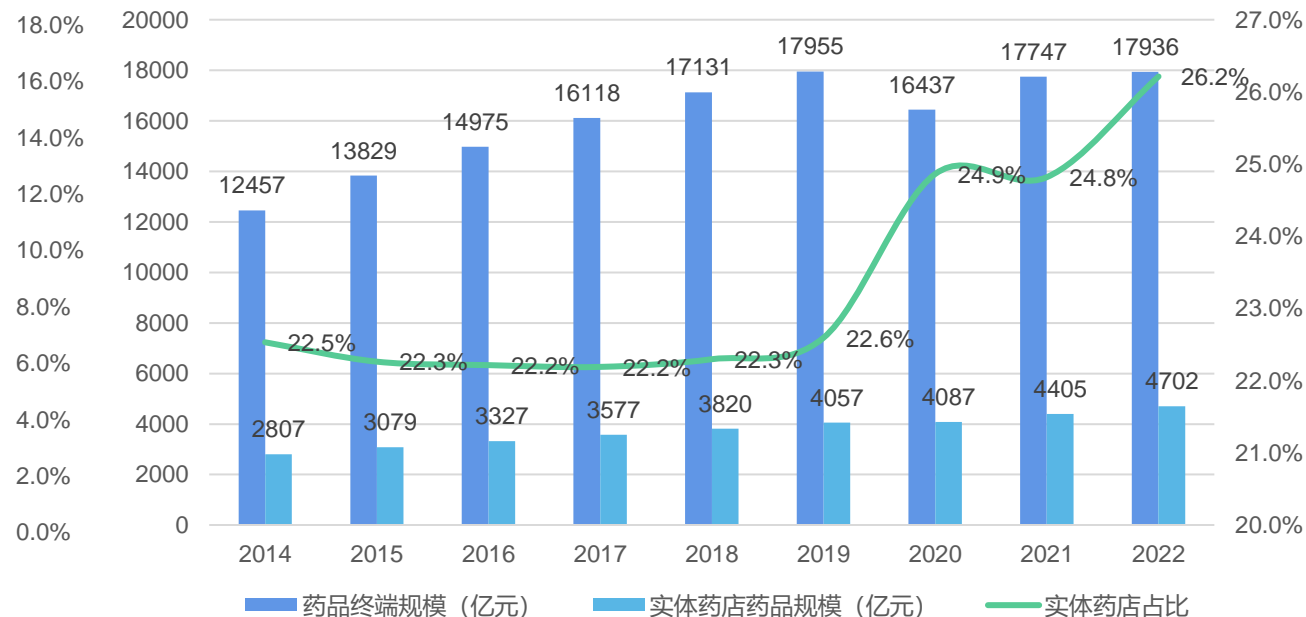


- **零售药店总体销售规模突破5000亿元：**根据中康CMH数据，2015-2022年全国零售药店总体销售规模保持稳健增长。2022年销售规模达5421亿元。
- **实体药店药品销售占比显著提升：**2018年后国家药品集采持续开展，压缩整体药品市场规模。同时，院内未中标产品转向院外渠道。2020年后实体药店药品销售占比显著提升。

图表：全国零售药店总体销售规模

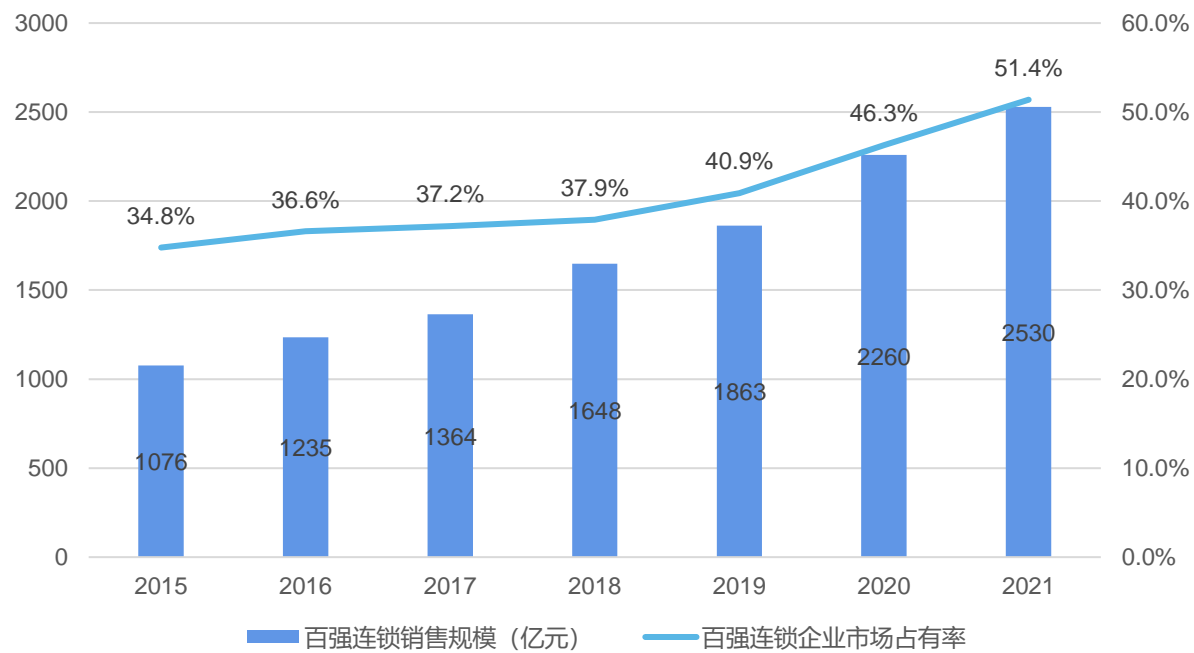


图表：实体药店药物市场占比



- **百强连锁市场份额持续提升**：2015-2021年百强连锁市场份额从34.8%提升至51.4%。2021年商务部《关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》提出，2025年药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额65%以上。

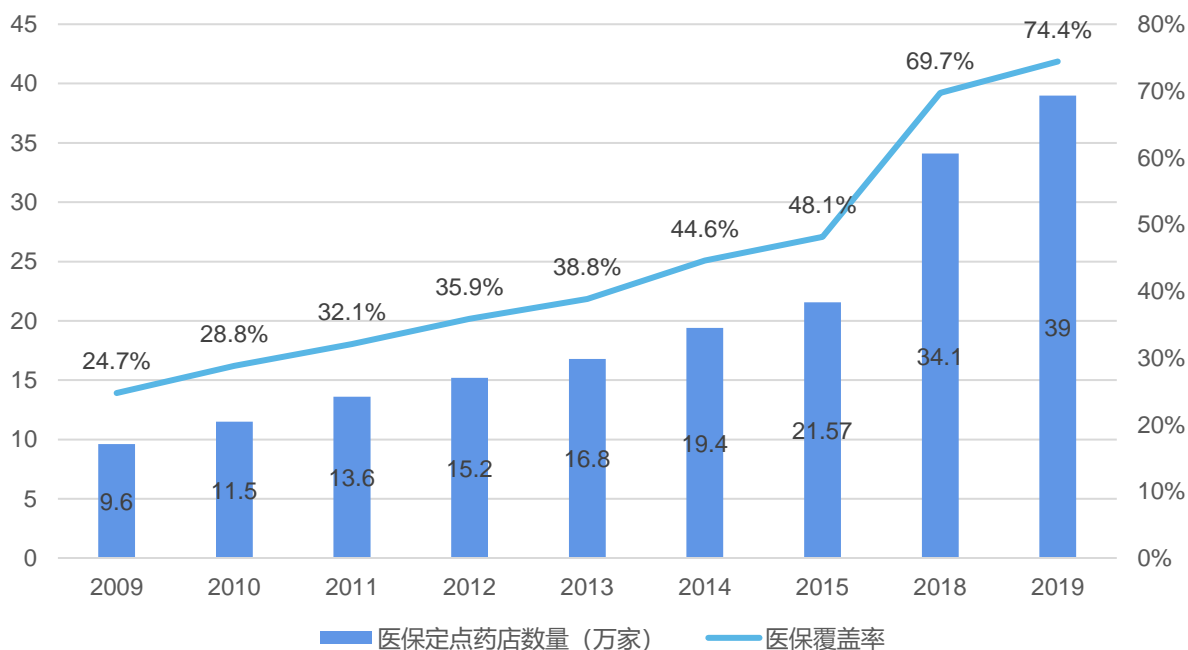
图表：百强连锁市场份额变化



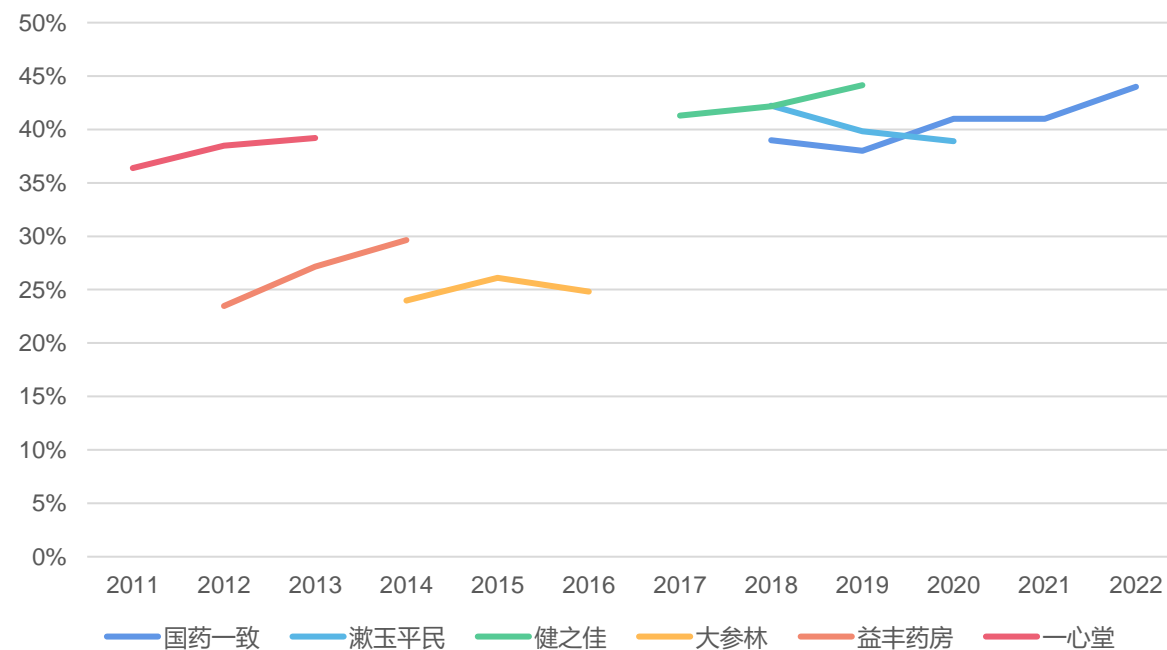
零售药店医保覆盖率持续提升，支付占比趋势向上

- **医保覆盖率持续提升**：全国纳入医保定点的零售药店数量从2009年9.6万家提升至2019年39万家，覆盖率从24.7%提升至74.4%。2015年原人力资源和社会保障部发文，取消零售药店医保定点资格审查。
- **连锁药店医保支付占比趋势向上**：根据连锁药店企业招股说明书和年报信息，不同企业间医保支付占比有所不同，但整体趋势向上。

图表：医保定点药店覆盖率

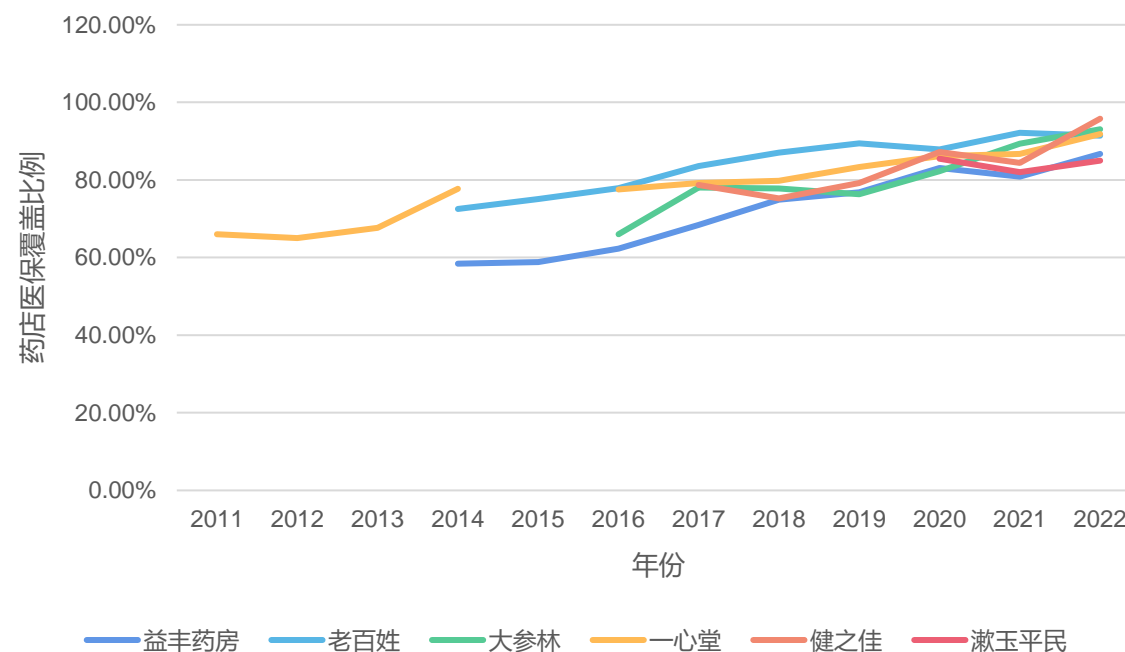


图表：连锁药店企业医保支付占比



- 头部连锁企业医保覆盖率稳步提升：2011-2022年连锁药店医保覆盖率从60%左右提升至90%左右。

图表：上市连锁药店企业门店医保覆盖率



全国连锁药店企业前十概况

企业名称	2021年销售额 (亿元)	2022年门店数量 (家)	门店分布	布局省份
国药控股国大药房	241.56	9313	北部(5694)、华东(1706)、华南(720)、华中(466)、西北(381)、西南(346)	辽宁、山西、内蒙古、北京、天津、河北、吉林、上海、江苏、安徽、山东、福建、浙江、广东、广西、河南、湖南、宁夏、新疆、云南
大参林	174.85	10045	华南(7000)、华东(857)、华中(1206)、东北华北西北及西南地区(982)	广东、广西、江西、河南、河北、福建、浙江、江苏、陕西、黑龙江、湖北、四川、海南、山东、重庆、辽宁
老百姓	158.18	10783	华中(3122)、华南(434)、华北(1099)、华东(1947)、西北(1047)	湖南、湖北、江西、河南、广东省、广西省、天津市、内蒙古、山西、浙江、上海、安徽、江苏、山东、福建、陕西、甘肃、宁夏、四川、贵州
益丰药房	156.93	10268	中南(5414)、华东(3795)、华北(1059)	湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江、广东、河北、北京、天津
一心堂	133.50	9206	西南(7261)、华南(1253)、华北(645)、华东(12)、华中(35)	云南、四川、重庆、贵州、广西、海南、山西、天津、上海、河南
北京同仁堂	83.13	942	华北(394)、华东(218)、华南(124)、其他地区(206)	
华氏大药房	50.55			
漱玉平民	50.15	5456	山东(3116)、辽宁(49)、福建(153)、河南(7)	山东、辽宁、福建、河南等
健之佳	50.00	4055	云南(2686)、四川(185)、广西(191)、重庆(316)、河北(381)、辽宁(296)	云南、四川、广西、重庆、河北、辽宁
甘肃众友	48.45			

- **平均每人每年拜访药店超9次：**截至2022年底，全国零售药店数量62.3万家。根据《全国药品流通行业发展规划（2016-2020年）》，零售药店年度客流量约130亿人次。根据第七次全国人口普查，截至2020年11月，我国人口为14亿人。可计算，平均每个药店服务2300人，平均每人每年拜访药店9.3次。
- **客流量和客单价是单药店运营的核心参数。**

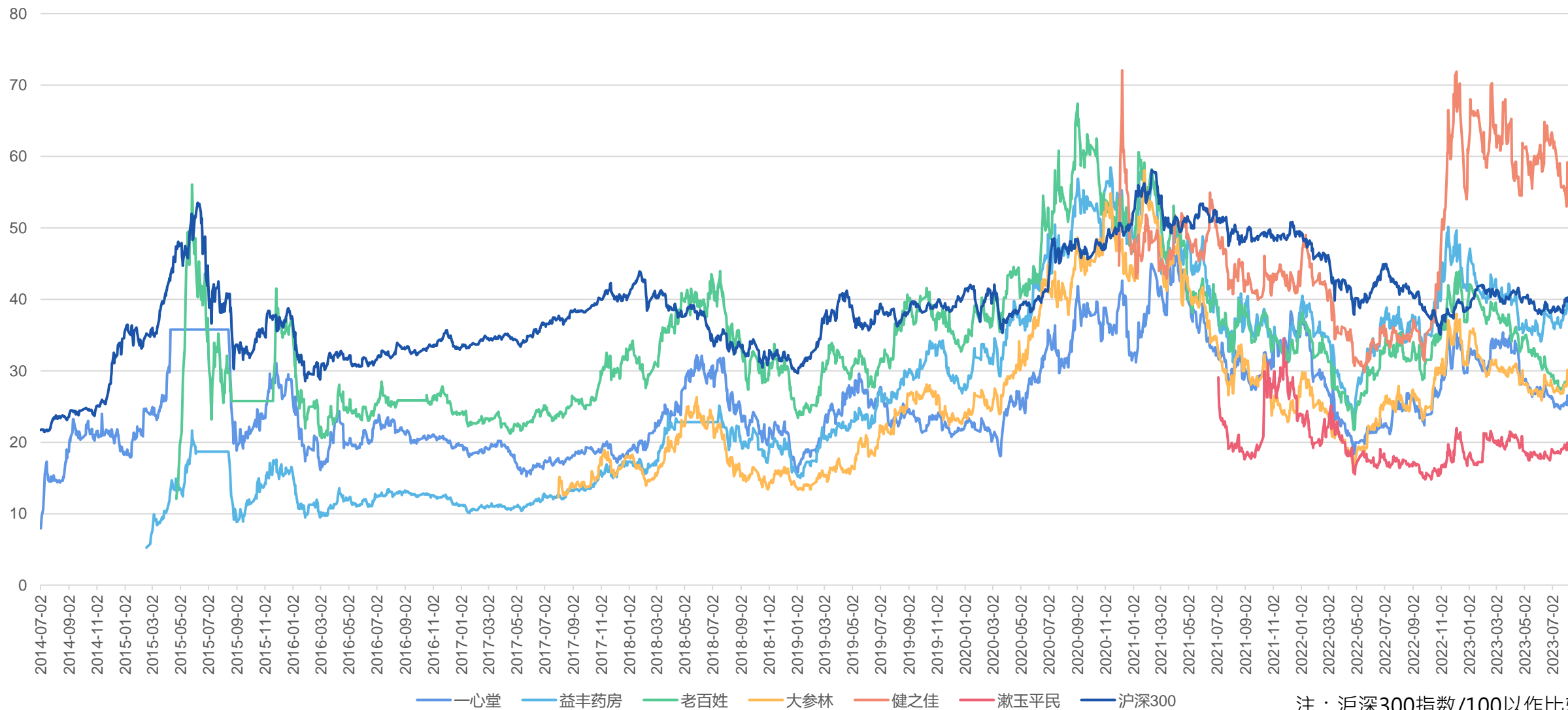
图表：零售药店单店模型

项目	公式	数值
面积 (平方米)	A	110
装修单价 (元/平方米)	B	600
装修费用 (万元)	$C=A*B$	6.6
硬件+软件购置 (万元)	D	5
折旧年限 (年)	E	4
月均折旧 (万元/月)	$F=(D+C)/E/12$	0.24
租金 (元/日平)	G	6
月租金 (元/月)	$H=A*G*30$	1.98
人员薪酬 (万元/月)	I	2
其他费用 (万元/月)	J	1
日均客流量 (人次/天)	K	80
客单价 (元/人次)	L	70
日均收入 (万元/天)	$M=K*L$	0.56
坪效 (元/平)	$N=M/A$	50.9
月均收入 (万元/月)	$O=M*30$	16.8
年收入 (万元)	$P=O*12$	201.6
毛利率	Q	35%
月毛利 (万元/月)	$R=O*Q$	5.88
月均净利 (万元/月·扣折旧)	$S=R-I-H-F-I$	0.66
年净利 (万元/年·扣折旧)	$T=S*12$	7.9
月均净利 (万元/月)	$U=R-I-H-I$	0.9
年净利 (万元/年)	$V=U*12$	10.8

资料来源：国家药监局、各公司公告、品牌视线、《新零售背景下SRYY公司单体药店经营能力提升研究》胡美英、中国会计网、福建省商务厅、《国务院第七次人口普查》、国海证券研究所

上市连锁药店历史股价回顾

图表：上市连锁药店企业股价（元/股）（20140702-20230807）



02 政策推动医保门诊统筹和处方外流

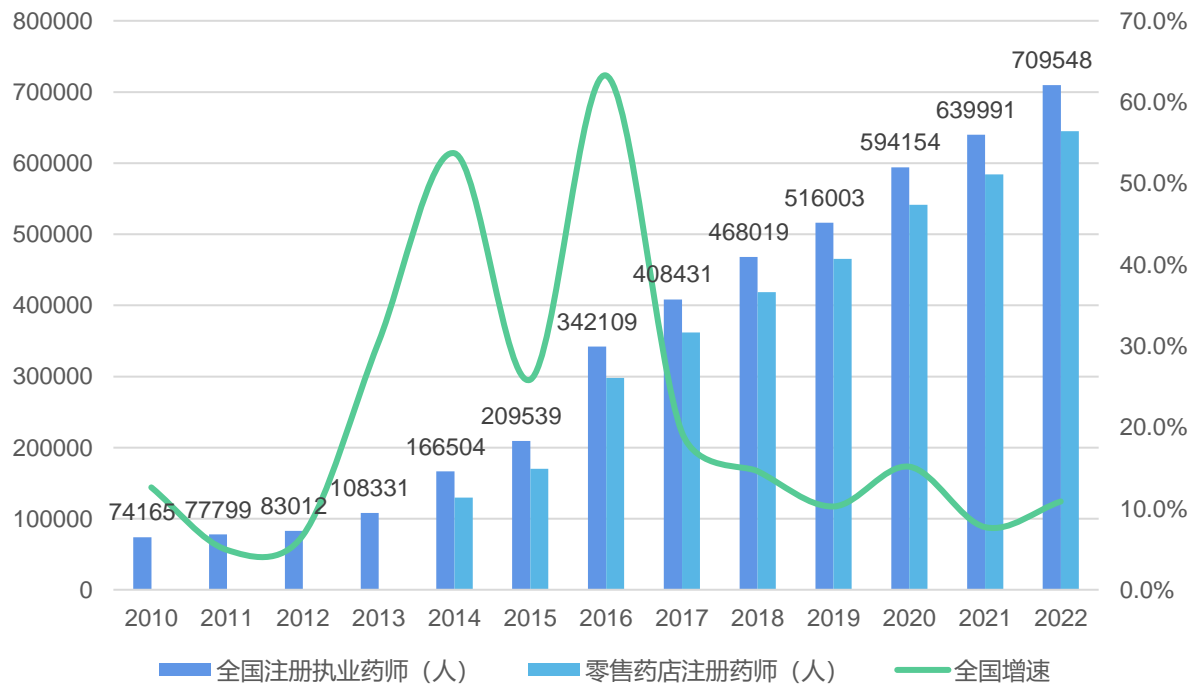
药店经营规范程度持续提升

- **政策规范药店经营质量：**为规范药店发展，2004年国家食品药品监督管理局发布《药品经营许可证管理办法》，2019年国家药监局取消GSP认证，2020年国家药监局发布《关于规范药品零售企业配备使用执业药师的通知》。
- **药师配备是药店质量关键：**经营处方药、甲类非处方药的药品零售企业，应当配备执业药师；只经营乙类非处方药的药品零售企业，应当配备经过药品监督管理部门组织考核合格的业务人员。2025年之前在特定地区还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。

图表：零售药店具体项目监管要求示例

项目	要求	示例
场地	面积、位置等	<ul style="list-style-type: none"> 广东：非珠三角地区经营处方药、甲类非处方药的药品零售企业营业场所使用面积不少于40平方米（珠三角等地区地级以上市药品监督管理部门可结合辖区和企业经营实际需要适当调整，但应不小于60平方米）。 北京（2021年）：营业场所药品经营使用面积不少于70平方米。在农村乡镇以下地区开办药品零售企业的，营业场所药品经营使用面积不少于40平方米。开办仅经营非处方药的药品零售企业，营业场所药品经营使用面积不少于20平方米。 北京（2017年）：新开办药品零售企业应与已有药品零售企业之间具备350米以上的可行进距离。
人员	执业药师、质量负责人、中药师等	<ul style="list-style-type: none"> 广东：企业申请经营甲类非处方药、处方药的，应当至少配备1名执业药师。 北京：经营处方药、甲类非处方药的药品零售企业，应当配备至少1名执业药师及2名具备相当于药师或以上职称的药学技术人员；质量负责人应为执业药师，并应有1年以上药品经营质量管理工作经验；
设备	展示设备、冷藏设备、标识设备等	<ul style="list-style-type: none"> 广东：配置与经营范围、经营规模相适应的符合药品包装标示贮藏要求的存放和陈列药品的设施设备（货架、柜台、阴凉柜、阴凉区、冷藏柜、冷藏箱等）。
信息系统	计算机、软件系统等	<ul style="list-style-type: none"> 广东：企业应当建立符合经营和质量管理要求的计算机系统，能满足药品追溯的要求，其经营信息应按要求上传至广东省药品电子监管信息系统。
质量体系	管理制度等	<ul style="list-style-type: none"> 广东：企业应制定具有保证所经营药品质量的管理制度。

图表：注册执业药师数量变化



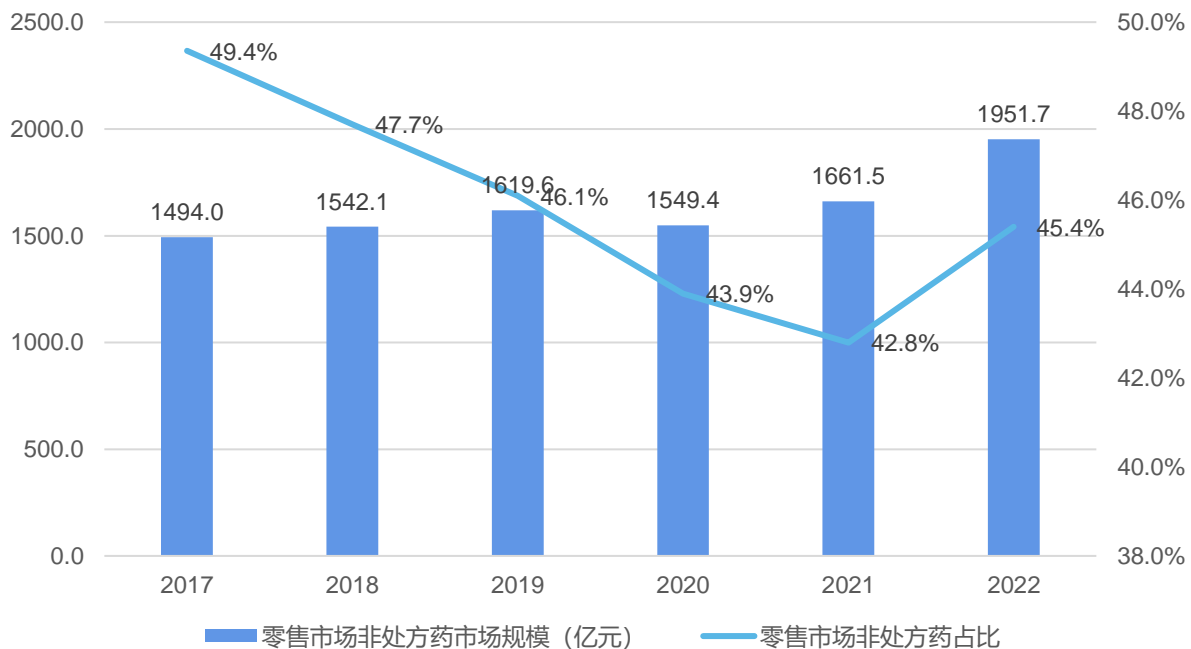
处方药和非处方药分类管理

- **处方药和非处方药分类管理**：1999年原国家药品监督管理局发布《处方药与非处方药分类管理办法（试行）》，规定：处方药必须凭执业医师或执业助理医师处方才可调配、购买和使用；非处方药不需要凭执业医师或执业助理医师处方即可自行判断、购买和使用。
- **非处方药市场规模保持增长**：根据中康CMH数据，零售市场非处方药2022年规模为1951.7亿元，占零售市场药品比例为45.4%。除2020年略有下滑外，非处方药规模其他年份均保持正增长。

图表：各类药品零售要求

药品类别	零售要求
麻醉药品、第一类精神药品、第一类易制毒化学品药品单方制剂	禁止零售
处方药、甲类非处方药	必须配有执业药师或者其他依法经过资格认定的药学技术人员。质量负责人应有一年以上（含一年）药品经营质量管理工作经验。
乙类非处方药	应当配备经设区的市级药品监督管理机构或者省、自治区、直辖市人民政府药品监督管理部门直接设置的县级药品监督管理机构组织考核合格的业务人员。

图表：零售市场非处方药规模和占比

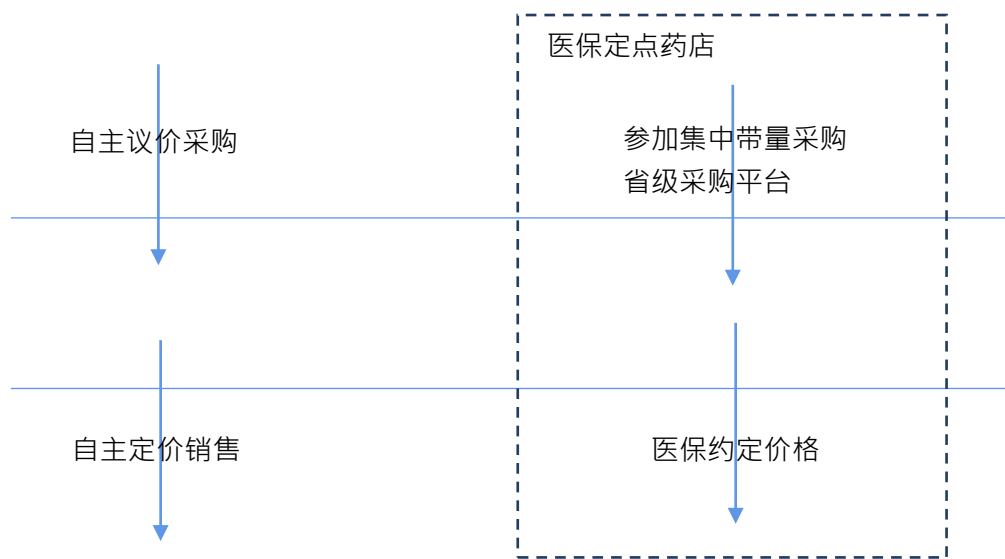


- **一品双规：**2007年原卫生部发布《处方管理办法》要求，同一通用名称药品的品种，注射剂型和口服剂型各不得超过2种，处方组成类同的复方制剂1-2种。
- **数量限制：**2011年版《三级综合医院评审标准实施细则》要求，800床以上的医院总药品数量不超过1500个。2020年版《三级医院评审标准》不再对药品数量进行要求。
- **药占比限制：**2015年国家卫计委等部委发文《关于印发控制公立医院医疗费用不合理增长的若干意见的通知》，要求公立医院药品收入占医疗收入比重逐年下降，力争到2017年试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体下降到30%左右。
- **零加成：**2017年国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革2017年重点工作任务》明确，2017年9月底，所有公立医院全部取消药品加成（中药饮片除外）。
- **集采未中标：**2018年国家开始推行药品集采，未中选产品的使用受到限制。医疗机构可以在保证中选品种用量的前提下继续采购并使用未中选药品，但数量按比例关系折算后不得超过中选品种。
- **监控目录：**2019年和2023年国家卫健委发布两批重点监控合理用药目录，要求医疗机构重点监控目录内药品的临床使用。
- **退出省级医保：**2019年国家医保局要求，各省级药品目录内按规定调增的乙类药品，应在3年内逐步消化。退出省级医保目录的产品，临床使用医保不再支付。

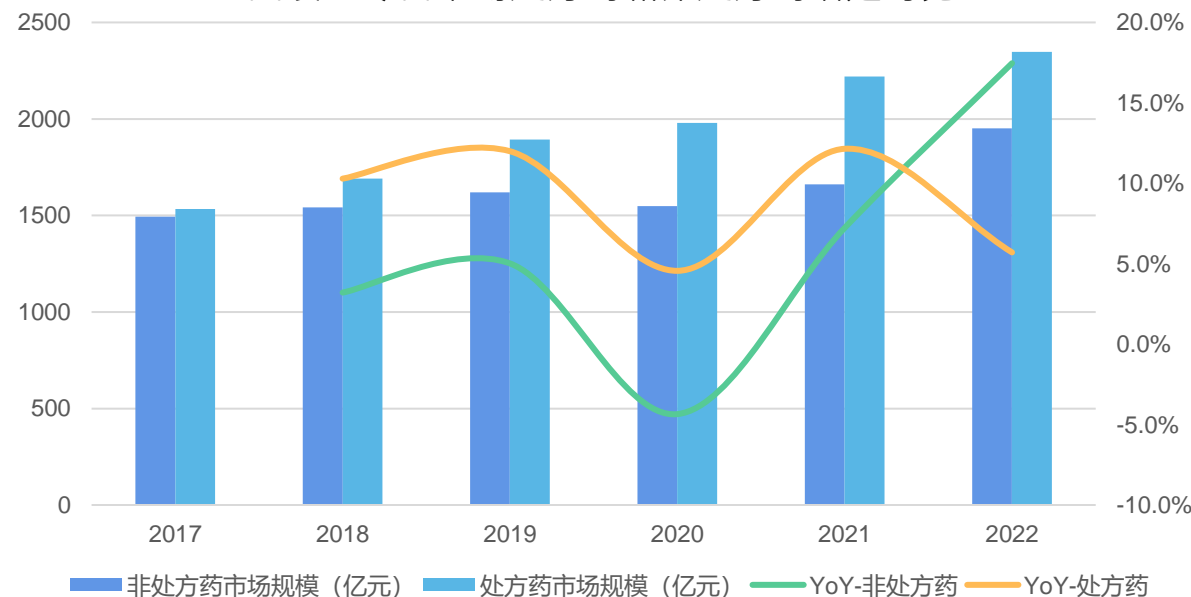
● 国家逐步调整院内和院外药品销售价格的相关政策：

- 2009年8月，国家建立基药目录制度，要求：基本药物实行省级集中网上公开招标采购、统一配送，基层医疗卫生机构全部配备使用基本药物并实现零差率销售，发改委制定基本药物零售指导价。
- 2009年9月，国家发改委发布《关于公布国家基本药物零售指导价的通知》。
- 2015年5月，发改委等多部委发文，从2015年6月1日起，除麻醉药品和第一类精神药品外，取消原政府制定的药品价格。
- 2017年2月，国务院发布《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》，要求“统筹推进取消药品加成”、“鼓励到零售药店购药”。
- 2018年12月，国家医保局组织4+7城市药品集中采购，中标产品价格平均降幅52%。

图表：零售药店采购和销售药品定价方式



图表：零售市场处方药和非处方药增速对比



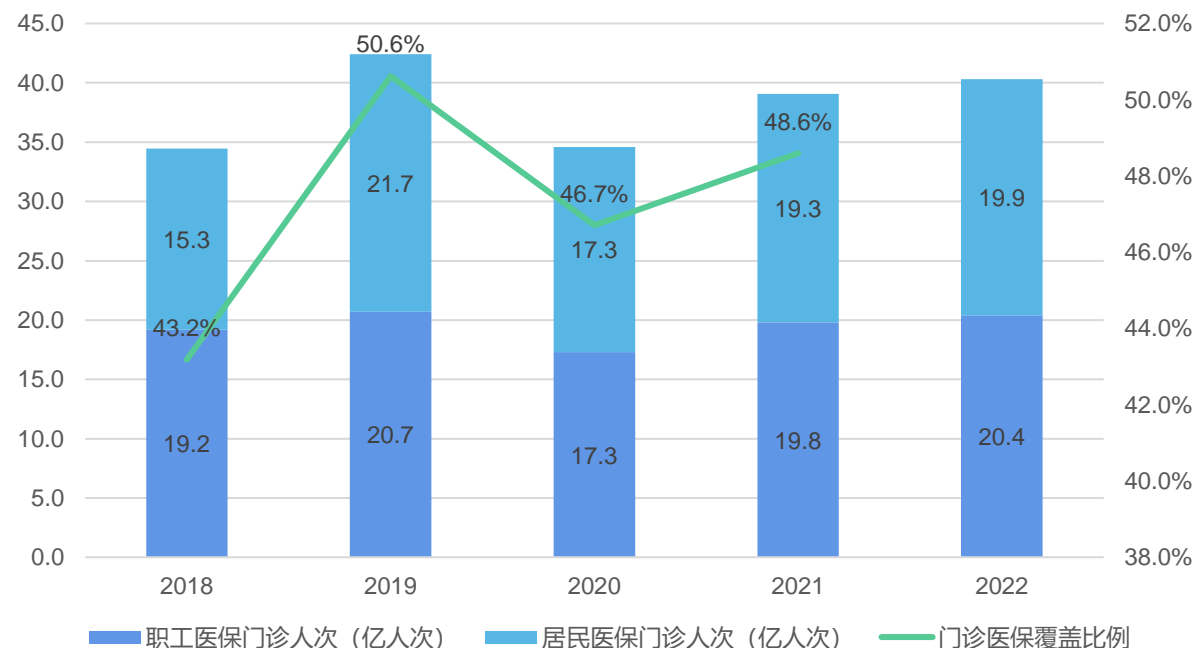
医保门诊统筹和药店纳入统筹的政策变迁

时间	部门	文件	相关内容
1993年	劳动部	《关于职工医疗保险制度改革试点意见的通知》	个人账户 主要用于职工患病时按规定应由个人开支的医疗费用。
2004年	劳动和社会保障部	《关于印发国家基本医疗保险和工伤保险药品目录的通知》	对《药品目录》中的 非处方药品 ，要允许基本医疗保险参保人员不用医师处方直接到定点零售药店购买， 费用由个人账户支付 。
2009年	人力资源和社会保障部	《关于印发国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录的通知》	对于《药品目录》内可用于自我药疗的药品，原则上规定为，参保人员住院使用时由基本医疗保险统筹基金支付； 门诊使用时限个人账户支付 。
2015年	人力资源和社会保障部	《关于完善基本医疗保险定点医药机构协议管理的指导意见》	按照简政放权的精神，国务院决定 取消两定资格审查 。
2019年	国家医保局	关于政协十三届全国委员会第二次会议第2374号（社会管理类第176号）提案答复的函	职工医保在通过个人账户保障门诊小病的基础上，部分地区结合个人账户改革，探索开展普通门诊统筹。居民医保普遍建立了 普通门诊统筹 ，依托基层医疗机构，主要保障常见病、多发病门诊医疗费用，支付比例在50%左右。各地纳入统筹基金支付范围的病种范围和认定标准也有所不同，多的地方有六十余种，少的地方有十余种。
2019年	国家医保局等多部委	《关于完善城乡居民高血压糖尿病门诊用药保障机制的指导意见》	参加城乡居民基本医疗保险并采取药物治疗的“两病”患者，在二级及以下定点基层医疗机构就医， 门诊发生的降血压、降血糖药品费用由统筹基金支付 ，政策范围内支付比例要达到50%以上。
2020年	国家医保局	《基本医疗保险用药管理暂行办法》	由 统筹基金支付的药品费用 ，应当凭医生处方或住院医嘱。
2021年	国家医保局	《零售药店医疗保障定点管理暂行办法》	定点零售药店应当凭处方销售医保目录内处方药，药师应当对处方进行审核、签字后调剂配发药品。外配处方必须由定点医疗机构医师开具，有医师签章。 定点零售药店可凭定点医疗机构开具的电子外配处方销售药品 。
2021年	国务院	《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》	普通门诊统筹覆盖职工医保全体参保人员，政策范围内支付比例从50%起步。将符合条件的定点零售药店提供的用药保障服务纳入门诊保障范围，支持外配处方在定点零售药店结算和配药。 个人账户可以用于支付参保人员本人及其配偶、父母、子女在定点医疗机构就医发生的由个人负担的医疗费用 ，以及在定点零售药店购买药品、医疗器械、医用耗材发生的由个人负担的费用。
2021年	国家医保局、国家卫健委	《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》	各地医保部门要坚持“公开、公平、公正”的原则，确定遴选标准和程序，将资质合规、管理规范、信誉良好、布局合理，并且满足对所售药品已实现电子追溯等条件的定点零售药店纳入“ 双通道 ”管理，及时主动向社会公开。对纳入“双通道”管理的药品，在定点医疗机构和定点零售药店施行统一的支付政策。
2021年	国家医保局、财政部	《关于建立医疗保障待遇清单制度的意见》	普通门诊：对于起付标准以上、最高支付限额以下的政策范围内的费用， 居民医保门诊统筹支付比例不低于50% 。
2023年	国家医保局	《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	参保人员凭定点医药机构处方在 定点零售药店购买医保目录内药品发生的费用可由统筹基金按规定支付 。定点零售药店门诊统筹的起付标准、支付比例和最高支付限额等，可执行与本统筹地区定点基层医疗机构相同的医保待遇政策。依托全国统一的医保信息平台，加快医保电子处方中心落地应用，实现定点医疗机构电子处方顺畅流转至定点零售药店。

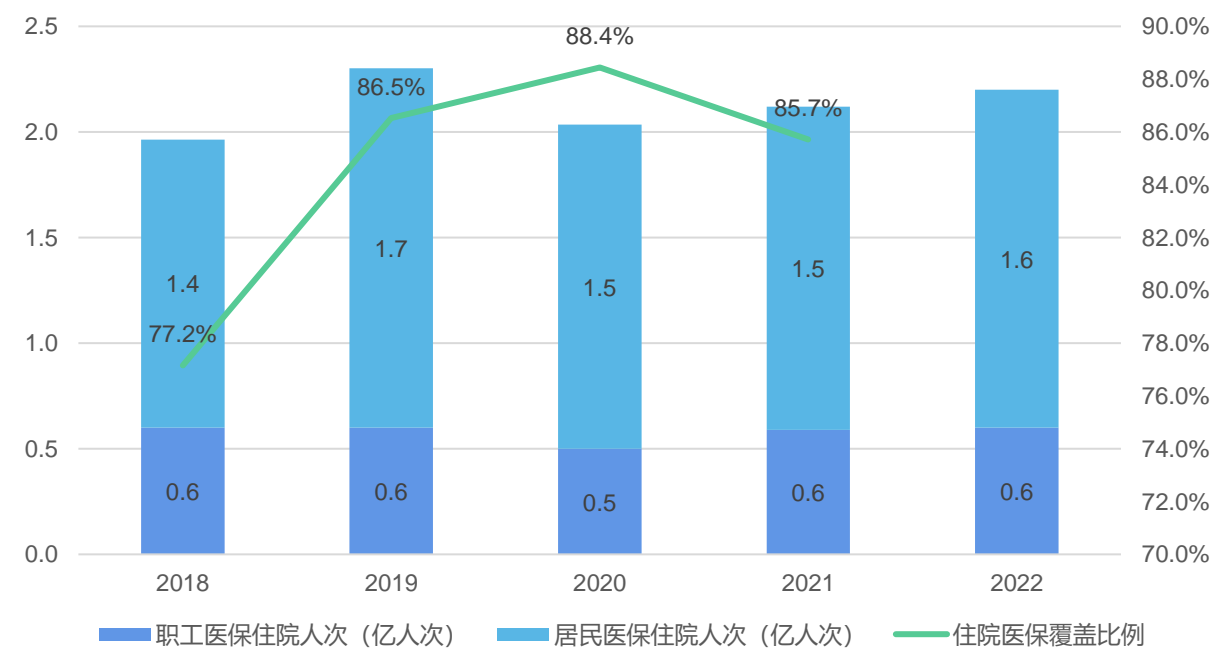
医保统筹资金结余充足，门诊统筹比例有望持续提升

- **国家基本医保结余超4万亿：**截止2022年底，全国基本医疗保险参保人数13.46亿人。2022年全国基本医疗保险（含生育保险）基金总收入3.09万亿元、支出2.46万亿元，当期结余6325亿元，累计结余4.27万亿元。
- **门诊统筹不断提升覆盖率：**根据《卫生统计年鉴》，2021年医疗卫生机构入院人次为2.5亿人次。根据国家医保局数据，2021年城镇职工医保参保人员享受住院医保报销0.6亿人次，居民医保参保人员享受住院报销1.6亿人次。全国基本医保覆盖住院人次比例超过80%，覆盖门诊人次比例不到50%。基本医保制度建设完善过程中，在做好住院待遇保障的同时，不断加强门诊待遇保障。门诊覆盖人次有望持续提升。

图表：全国门诊医保覆盖情况



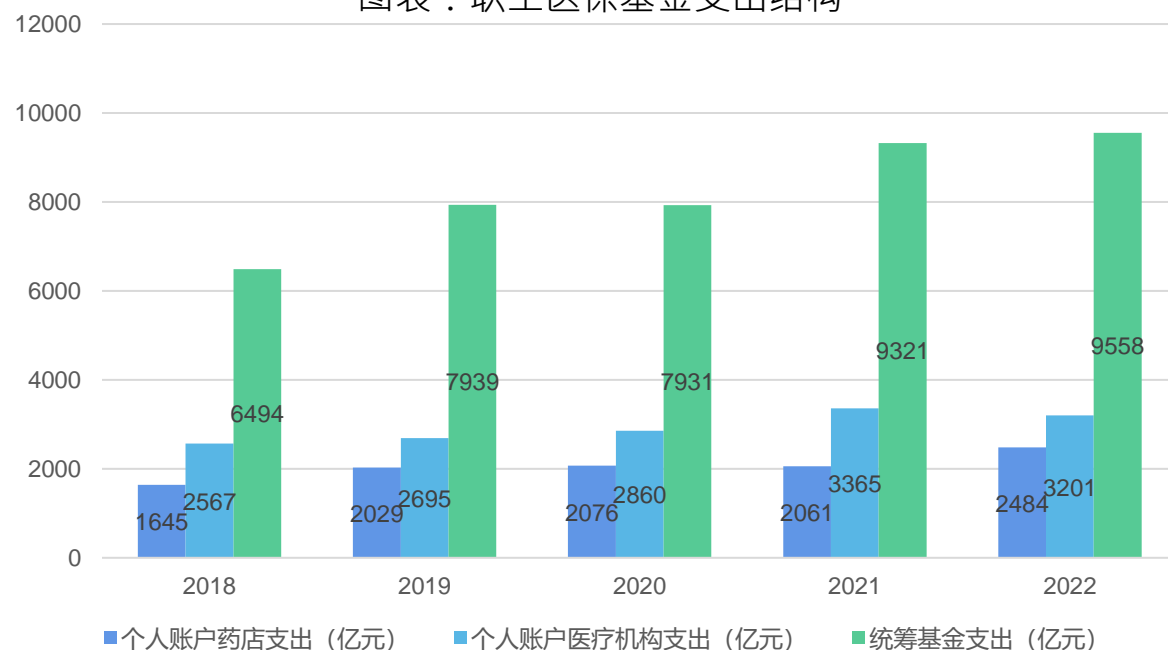
图表：全国住院医保覆盖情况



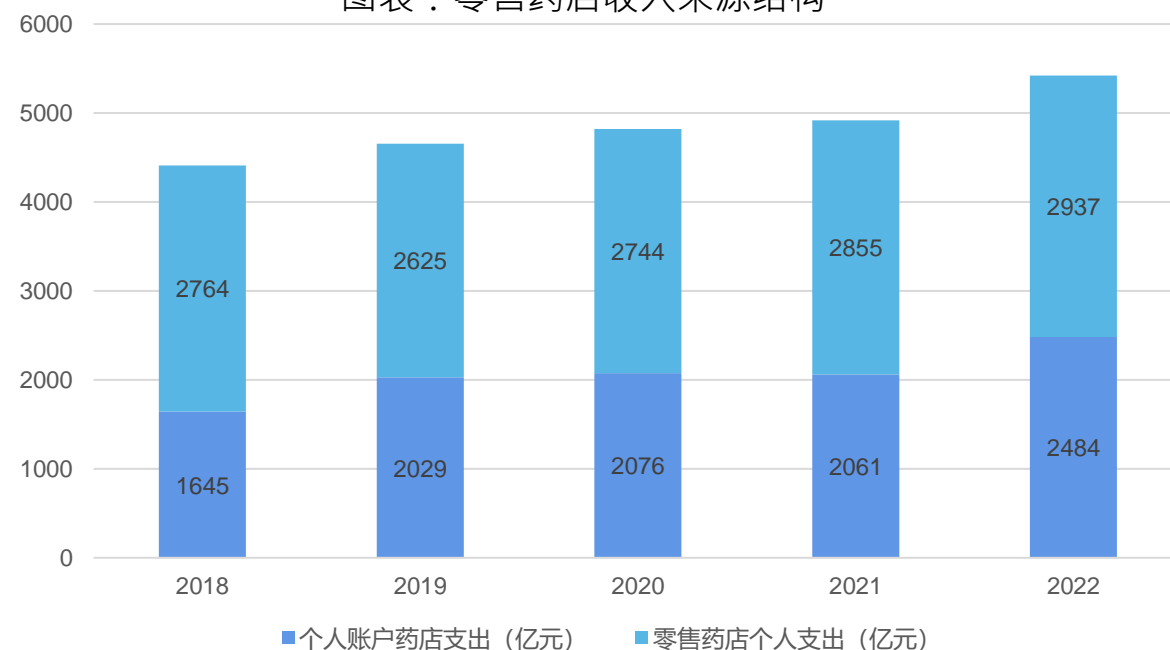
职工医保门诊统筹机制逐步建立，药店纳入门诊统筹有望展开

- **职工医保统筹机制逐步建立**：居民基本医保包括职工医保和城乡居民医保。城乡居民医保依托基层医疗机构普遍建立门诊统筹。2021年国务院办公厅发布《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》推动职工医保门诊统筹机制建立。
- **药店医保统筹有望展开**：药店门诊统筹之前，仅职工医保个人账户可支付药店费用。据中康CMH数据，2022年零售药店收入5421亿元。其中2484亿为职工医保个人账户支出。2023年国家医保局印发《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》，推动零售药店纳入门诊统筹。

图表：职工医保基金支出结构



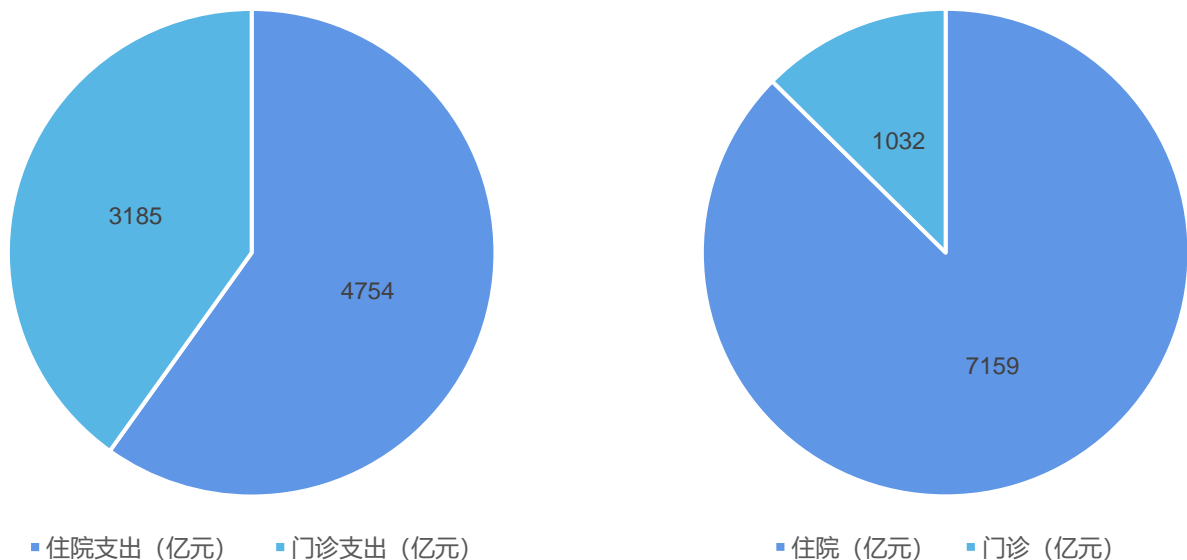
图表：零售药店收入来源结构



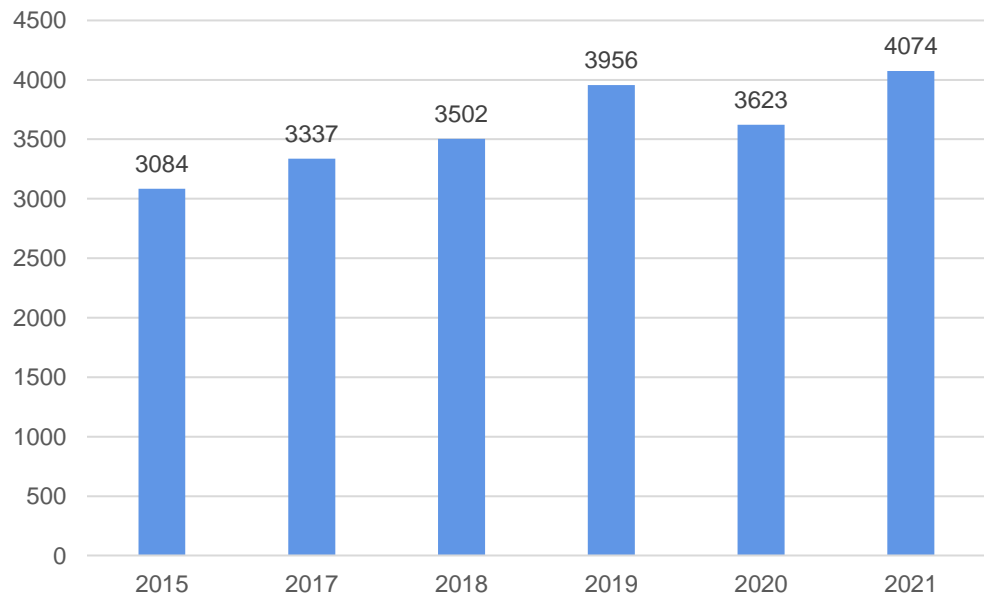
基本医保支付门诊费用超4000亿元

- **基本医疗保险支付门诊费用超4000亿元**：据国家医保局数据测算，2019年职工医保支付门诊费用超3000亿元，城乡居民医保支付门诊费用超1000亿元。
- **公立医院门诊药品收入超4000亿元**：据卫生健康年鉴数据，2021年公立医院门诊药品收入超4000亿元。较公立医院，基层医疗机构和零售药店购药更为便捷，是公立医院门诊处方外流的主要方向。

图表：2019年职工医保基金统筹账户支付方向 图表：2019年城乡居民医保基金支付方向



图表：公立医院门诊药品收入 (亿元)



- 连锁药店积极承接处方外流：连锁企业建设DTP药房，申办特慢病统筹定点药店和双通道药房，方便消费者购药。
- 特慢病药物零售毛利率低于中西药毛利率：据漱玉平民招股说明书，心脑血管疾病、抗肿瘤及其他DTP相关慢病处方药毛利率约10%左右，大幅低于中西药中其他非处方药毛利率。

图表：2022年上市连锁药店企业专业药房建设情况

企业名称	门店数量 (2022年)	专业药房建设情况 (2022年)
益丰药房	10268	院边店 (二甲及以上医院直线距离100米范围内) 560多家，DTP专业药房253家，其中已开通双通道医保门店197家，特慢病医保统筹药房1,300多家。
大参林	10045	公司双通道门店457家，拥有门诊统筹资格门店747家，DTP专业药房174家。
老百姓	10783	公司共计1,053家门店获得“门诊慢特病”定点资格，双通道资格的门店达227家，拥有DTP药房162家。
一心堂	9206	公司二级及以上院边店门店数为712家。慢病门店数达到1093家，特病门店数达到279家，双通道门店数达到221家。
健之佳	4055	慢病门店630家、特病门店98家、双通道资格门店124家、门诊统筹药房62家
漱玉平民	3326	67家大病定点特药药房、310家院边店、达标药房8家
国药一致	7730	双通道门店309家
华人健康	993	DTP药房11家 (2022年11月4日)

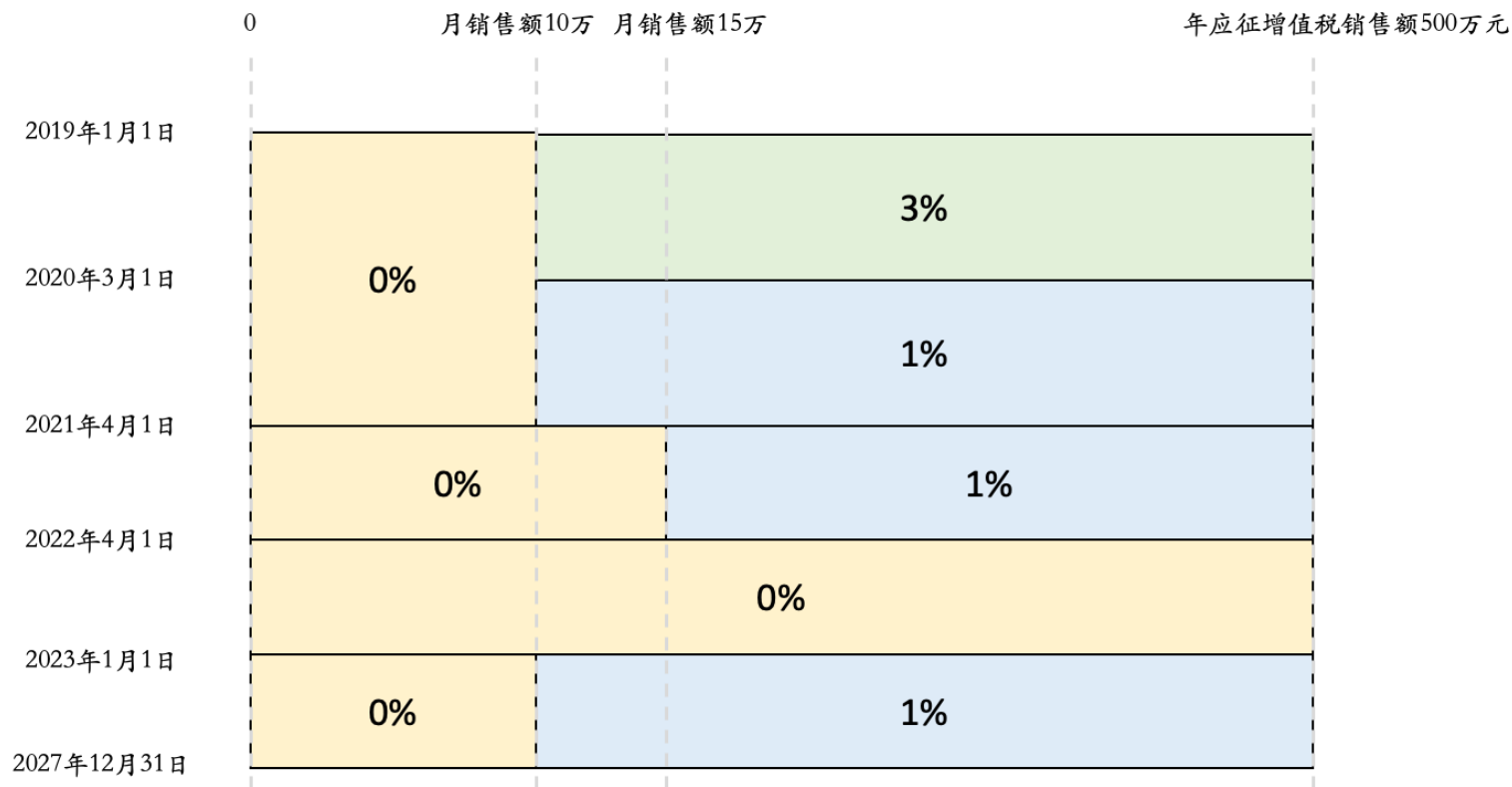
- **零售药店处方来源：**零售药店纳入门诊统筹，处方来自定点医疗机构纸质处方、医保信息平台的电子处方流转平台、互联网医院的电子处方。
- **互联网医院加速处方流转：**2020年国家医保局印发《关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见》，支持“互联网+”医疗复诊处方流转。探索定点医疗机构外购处方信息与定点零售药店互联互通，有条件的统筹地区可以依托全国统一医保信息平台，加快推进外购处方流转相关功能模块应用，便于“互联网+”医疗服务复诊处方流转。
- **电子处方中心推动院内处方流转：**国家医保局印发2022年医保药品目录，要求2023年12月31日前，各省份要依托全国统一的医保信息平台电子处方中心，建立健全全省统一、高效运转、标准规范的处方流转机制，实现省域内“双通道”处方流转电子化。

图表：2022年上市连锁药店线上业务开展情况

企业名称	2022年收入（亿元）	2022年门店数量（家）	线上业务（2022年）
益丰药房	198.87	10268	O2O 上线直营门店超过 7,000 家，24 小时营业配送门店 600 多家。B2C 和 O2O 业务全年实现销售收入17.5亿元(不含税)。
大参林	212.48	10045	在O2O业务上，建立以用户为中心，30分钟到家的24小时送药服务。与此同时，公司也开展B2C业务，利用中央仓+省仓+地区仓的发货模式，覆盖全国。并于报告期内，在美团的全中国药店销售额排名该平台第三，并在多个省市排名第一。
老百姓	201.76	10783	2022 年线上渠道销售额达 17 亿(含并购)。其中，私域收入超过 9,000 万元，订单达 60 万单。公司 O2O 外卖服务门店达 7,876 家，24 小时门店达500家。
一心堂	174.32	9206	公司线上业务销售额突破 6 亿元。
健之佳	75.14	4055	公司线上业务合计14.0亿，其中B2C业务5.3亿、第三方O2O平台4.5亿、自营平台4.2亿。
漱玉平民	78.23	3326	-
国药一致	734.43（零售229.53）	7730	2022 年电商无税销售 13.1 亿元，其中第三方 O2O 无税销售 9.8 亿元、自营平台 O2O 无税销售额 0.6 亿元、B2C 无税销售 2.7 亿元。
华人健康	32.62	993	2022 年公司实现线上销售5.56 亿元，其中O2O销售1.74 亿元、O2O 线上直营门店935 家。

- **小规模纳税人持续受益税收减免政策**：年应征增值税销售额500万元及以下的企业为增值税小规模纳税人。为支持小微企业发展和帮助企业纾困发展，2019年起财政部和税务总局持续推行小规模纳税人增值税减免。2023年8月1日财政部和税务总局将相关减免政策延续至2027年底。

图表：小规模纳税人增值税减免政策变化



03 上市连锁药店企业比较

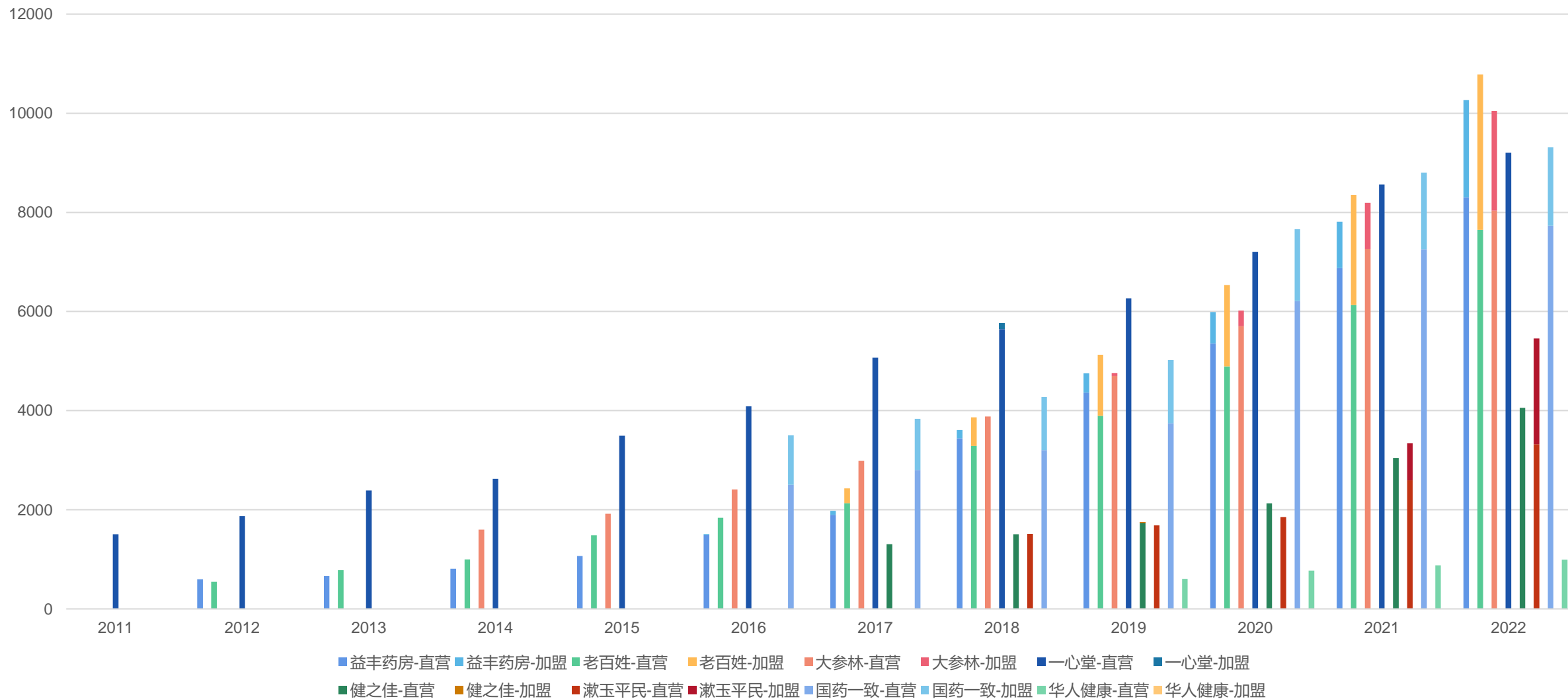
2014年后多家连锁药店企业上市

- 连锁药店上市融资加快连锁网络拓展：2014年云南一心堂上市，2016年国药一致通过定增购买国大药房100%股权。截至2023年，共8家连锁药店企业上市。

图表：上市连锁药店企业基本情况

企业名称	所在城市	上市年份	2022年收入（亿元）	2022年归母净利润（亿元）	2022年门店数量（家）	主要区域
益丰药房	湖南 长沙	2015年	198.87	12.66	10268	中南、华东、华北
大参林	广东 广州	2017年	212.48	10.36	10045	华南、华东、华中、东北、华北、西北、西南
老百姓	湖南 长沙	2015年	201.76	7.85	10783	华北、华东、西北
一心堂	云南 昆明	2014年	174.32	10.10	9206	西南、华南、华北、华东、华中
国药一致	广东 深圳	1993年	734.43（零售229.53）	14.87（国大药房3.50）	7730	北部、华东、华南、华中、西北、西南
健之佳	云南 昆明	2020年	75.14	3.63	4055	云南、四川、广西、重庆、河北、辽宁
漱玉平民	山东 济南	2021年	78.23	2.29	3326	山东、辽宁、福建、河南
华人健康	安徽 合肥	2023年	32.62	1.61	993	安徽、江苏、河南

图表：上市连锁药店企业门店扩张历程（家）



三种扩张方式并行：新开+并购+加盟

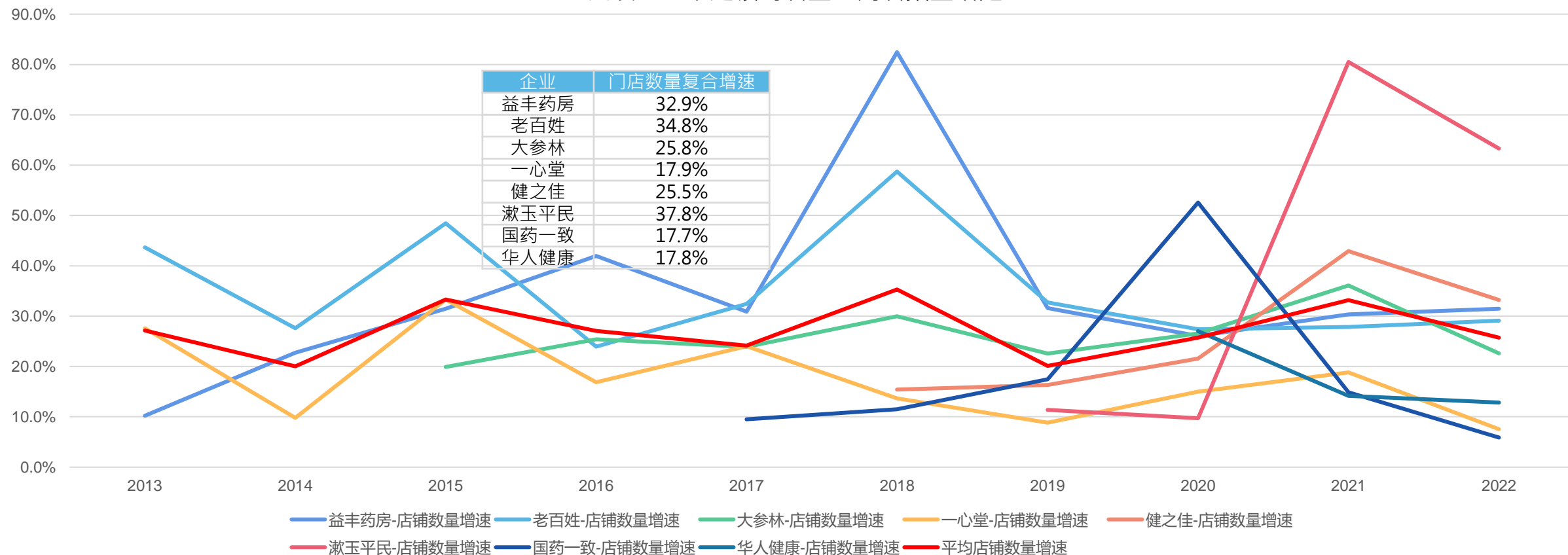
- **加盟连锁经营**：指主导企业将自己所拥有的商标、商号、经营模式等以加盟经营合同的形式授予加盟者使用。加盟者按合同规定，在主导企业统一的业务模式下从事经营活动，并向主导企业支付相应的费用。

图表：上市连锁药店直营和加盟店铺数量

	店铺类型	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
益丰药房	直营药店		599	660	810	1065	1489	1899	3442	4366	5356	6877	8306
益丰药房	加盟药店		0	0	0	0	23	80	169	386	635	932	1962
老百姓	直营药店		545	783	999	1483	1838	2135	3289	3894	4892	6129	7649
老百姓	加盟药店		0	0	0	0	0	299	575	1234	1641	2223	3134
大参林	直营药店				1602	1921	2409	2985	3880	4702	5705	7258	8038
大参林	加盟药店				0	0	0	0	0	54	315	935	2007
一心堂	直营药店	1505	1872	2389	2623	3496	4085	5066	5644	6266	7205	8560	9206
一心堂	加盟药店	0	0	0	0	0	0	0	114	0	0	0	0
健之佳	直营药店							1305	1506	1732	2130	3044	4055
健之佳	加盟药店							0	0	20	0	0	0
漱玉平民	直营药店								1515	1687	1851	2592	3325
漱玉平民	加盟药店								0	0	0	749	2131
国药一致	直营药店						2503	2801	3202	3744	6212	7257	7730
国药一致	加盟药店						999	1033	1073	1277	1448	1541	1583
华人健康	直营药店									607	771	880	993
华人健康	加盟药店												

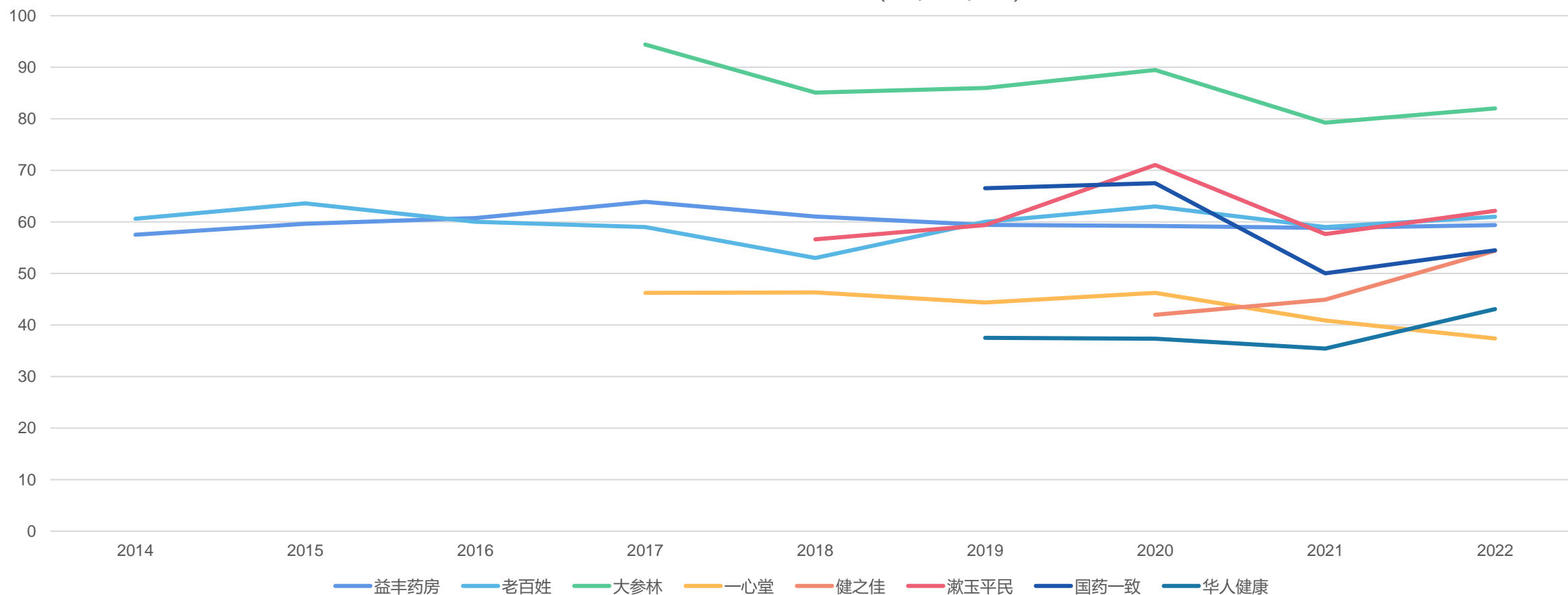
- 头部企业门店数量复合增速高于15%：头部连锁企业门店数量保持高速增长，益丰药房、老百姓和漱玉平民复合增速超过30%，其他企业高于15%。

图表：上市连锁药店企业门店数量增速



- 连锁药店坪效与公司所处地域相关：大参林门店主要在经济较为发达的广东省，且参茸贵细等高客单价产品销售占比相对较高，因此坪效较高。

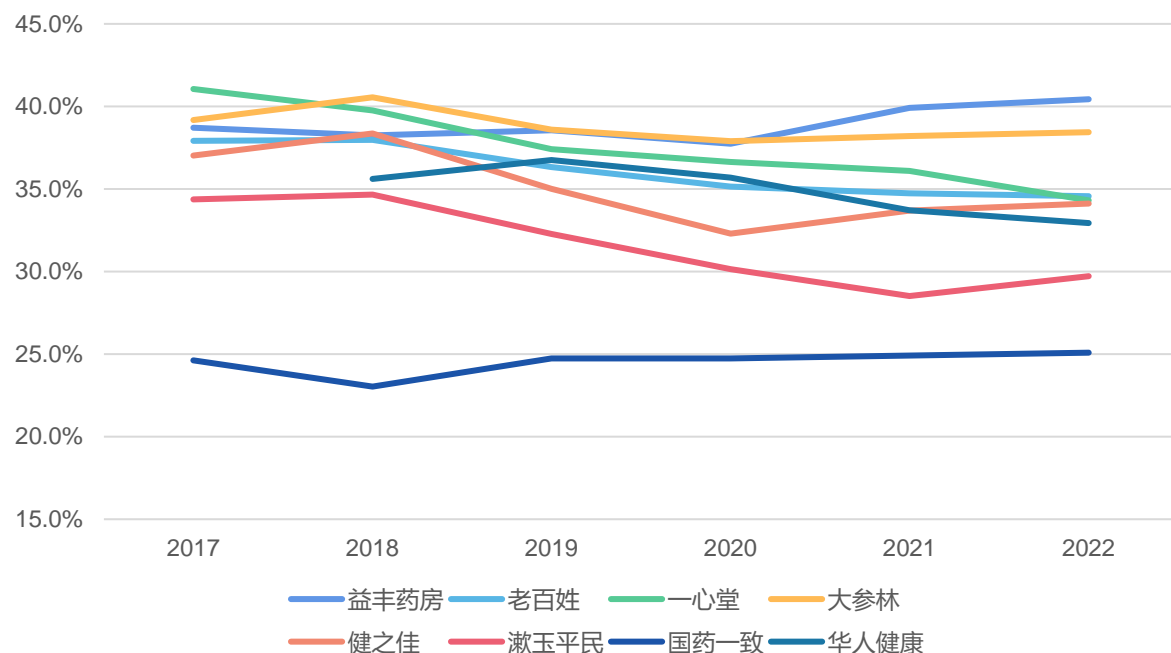
图表：上市连锁零售药店坪效（元/m²/天）



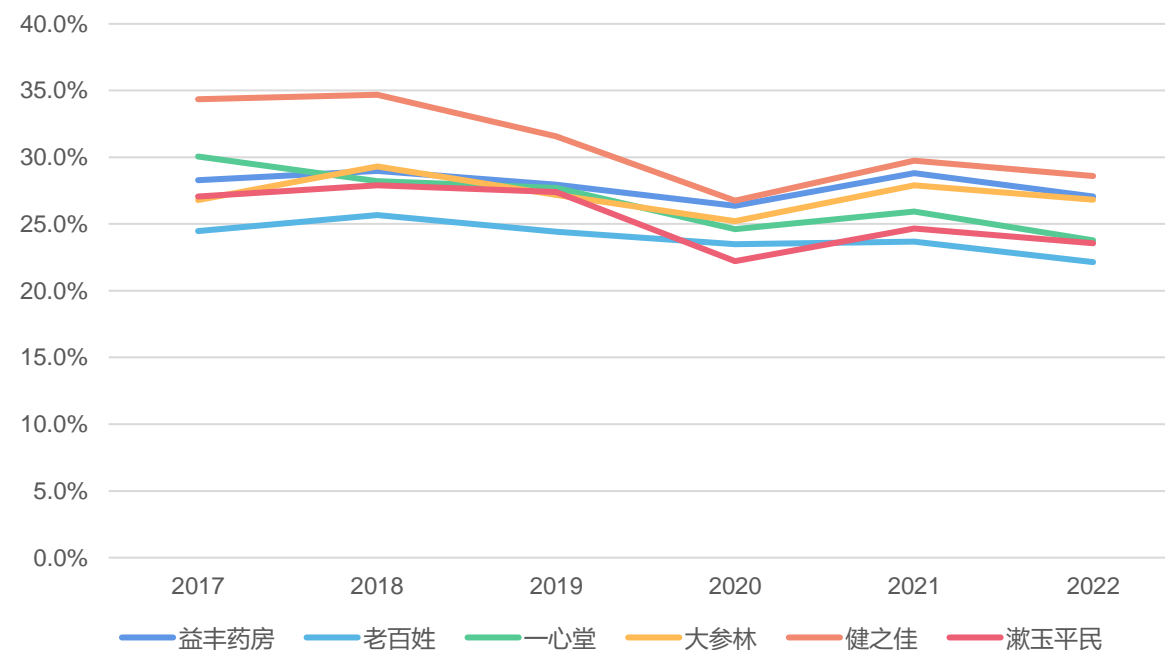
连锁药店毛利率和销售费用率略有下降

- 毛利率：2017-2022年头部公司平均毛利率从36.1%下降至33.7%。
- 销售费用率：2017-2022年头部公司平均销售费用率从28.5%下降至25.3%。

图表：上市连锁药店企业零售业务毛利率

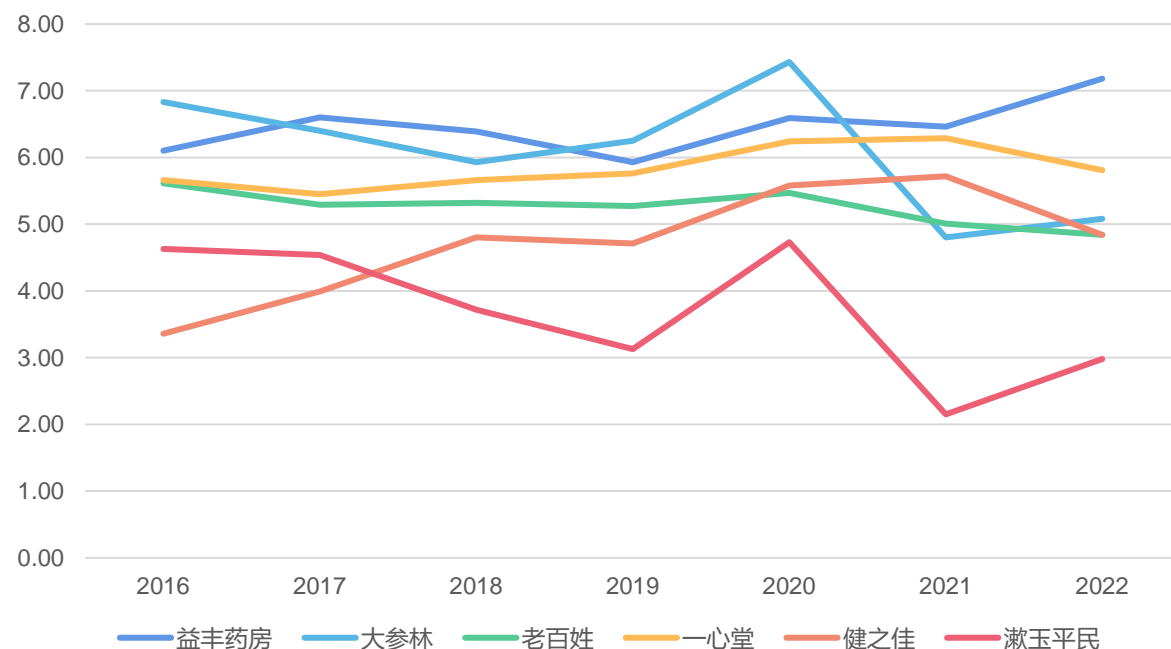


图表：上市连锁药店企业销售费用率



- 销售净利润率：2017-2022年头部企业平均销售净利润率保持5%以上。

图表：上市连锁药店企业销售净利润率（%）

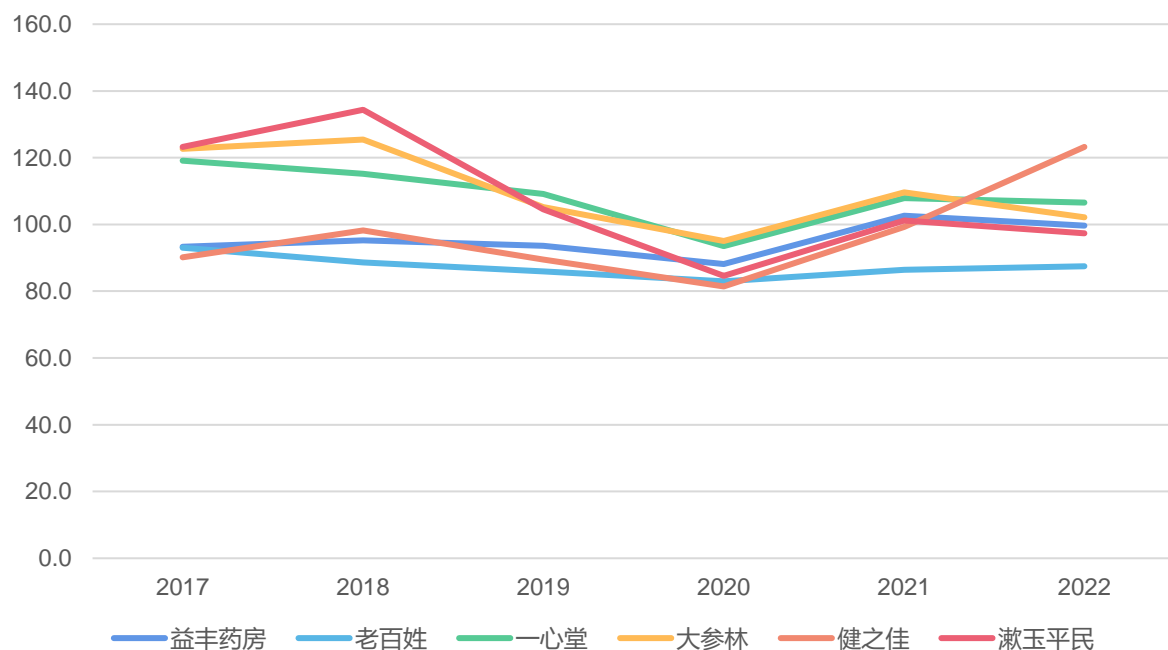


图表：上市连锁药店企业营业成本和主要费用占收入比（2022年）

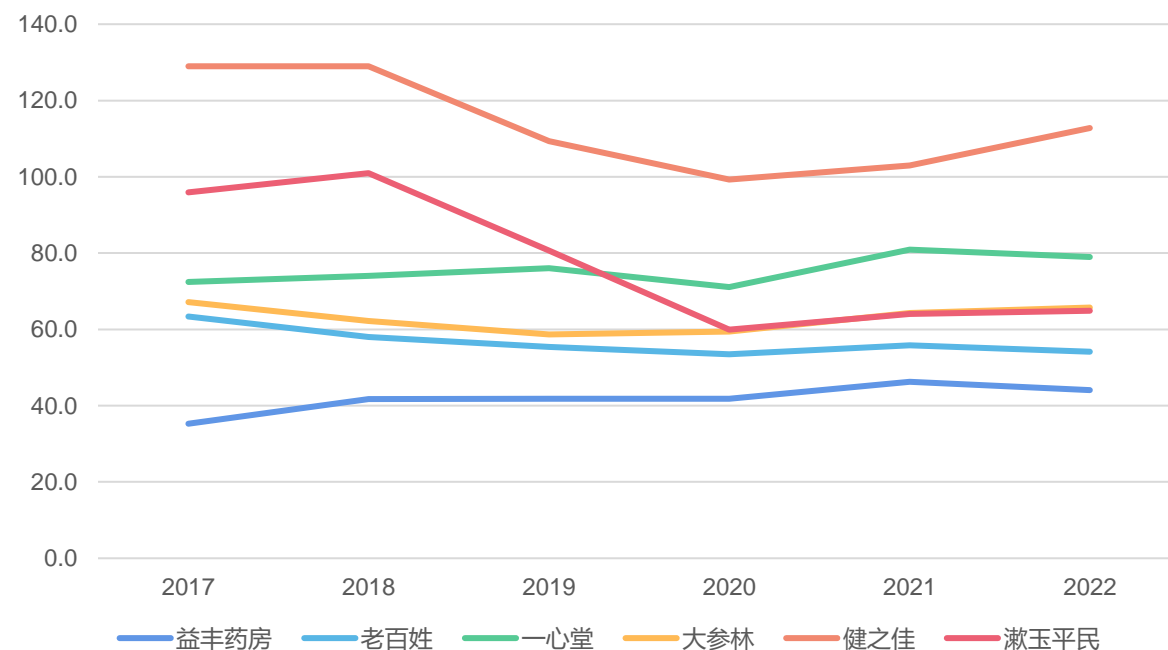
	益丰药房	大参林	老百姓	一心堂	健之佳	漱玉平民
营业成本	60.47%	62.20%	68.12%	64.95%	63.86%	71.41%
销售费用	24.53%	24.28%	19.32%	23.36%	25.43%	20.52%
管理费用	4.55%	5.22%	5.49%	2.53%	2.79%	2.65%
财务费用	0.53%	0.98%	1.15%	0.56%	1.35%	0.97%
合计	90.08%	92.68%	94.08%	91.40%	93.43%	95.55%

- 存货周转天数：头部连锁药店企业存货周转天数约100天。
- 账款周转天数：头部连锁药店企业应付账款周转天数差异较大。

图表：上市连锁药店企业存货周转天数（天）



图表：上市连锁药店企业应付账款周转天数（天）



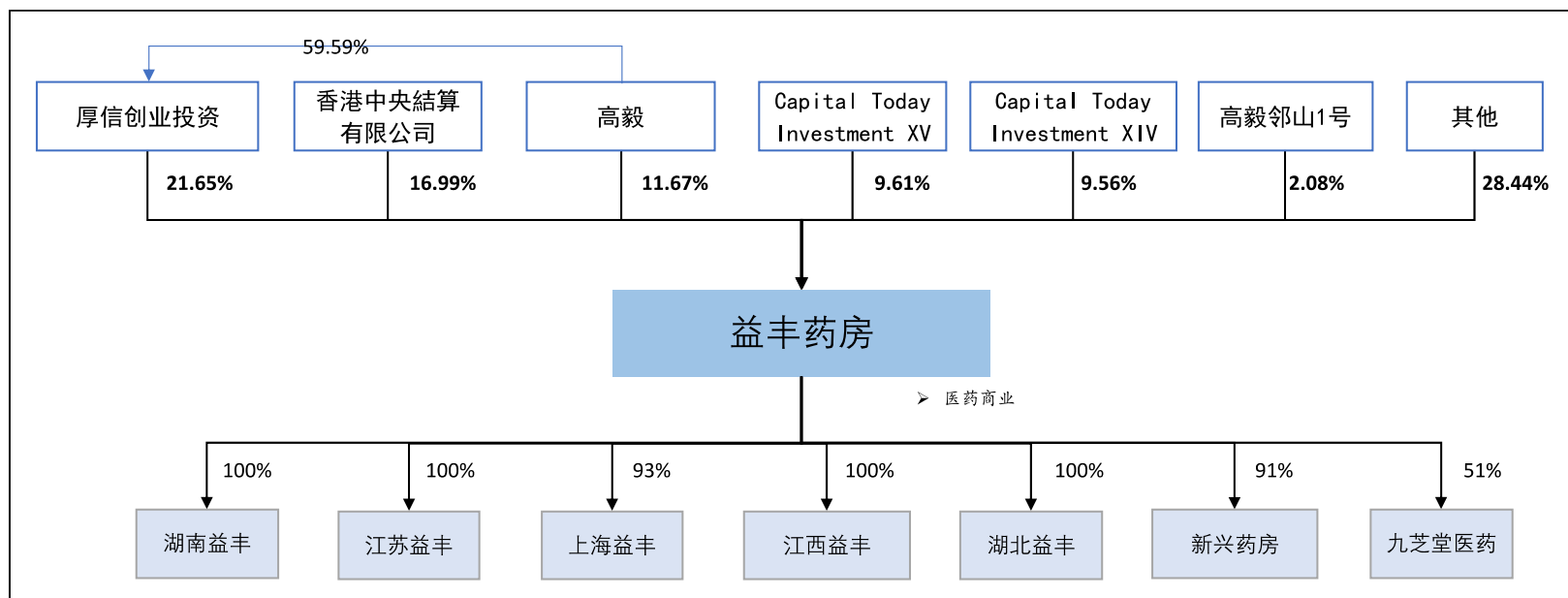
图表：上市连锁药店企业股权激励

企业	股权激励实施时间	股权激励考核条件
益丰药房	2022年9月17日	第一个解除限售期 以2021年净利润为基数，公司2022年净利润较2021年增长不低于20%。 第二个解除限售期 以2021年净利润为基数，公司2023年净利润较2021年增长不低于45%。
老百姓	2022年8月31日	首次授予的第一个解除限售期：以2021年归母净利润为基数，2022年归母净利润增长率不低于15%； 第二个解除限售期：以2021年归母净利润为基数，2023年归母净利润增长率不低于40%； 第三个解除限售期：以2021年归母净利润为基数，2024年归母净利润增长率不低于65%。
健之佳	2021年5月26日	第一个解除限售期：以2020年净利润为基数，2021年净利润增长率不低于20%； 第二个解除限售期：以2020年净利润为基数，2022年净利润增长率不低于40%； 第三个解除限售期：以2020年净利润为基数，2023年净利润增长率不低于65%。
漱玉平民	2023年3月2日	第一个归属期：2023年，净利润增长率（以2022年净利润为基数）：目标值（Am）：25%，触发值（An）：20%； 第二个归属期：2024年，净利润增长率（以2022年净利润为基数）：目标值（Am）：70%，触发值（An）：50%； 第三个归属期：2025年，净利润增长率（以2022年净利润为基数）：目标值（Am）：110%，触发值（An）：80%。

04 主要企业

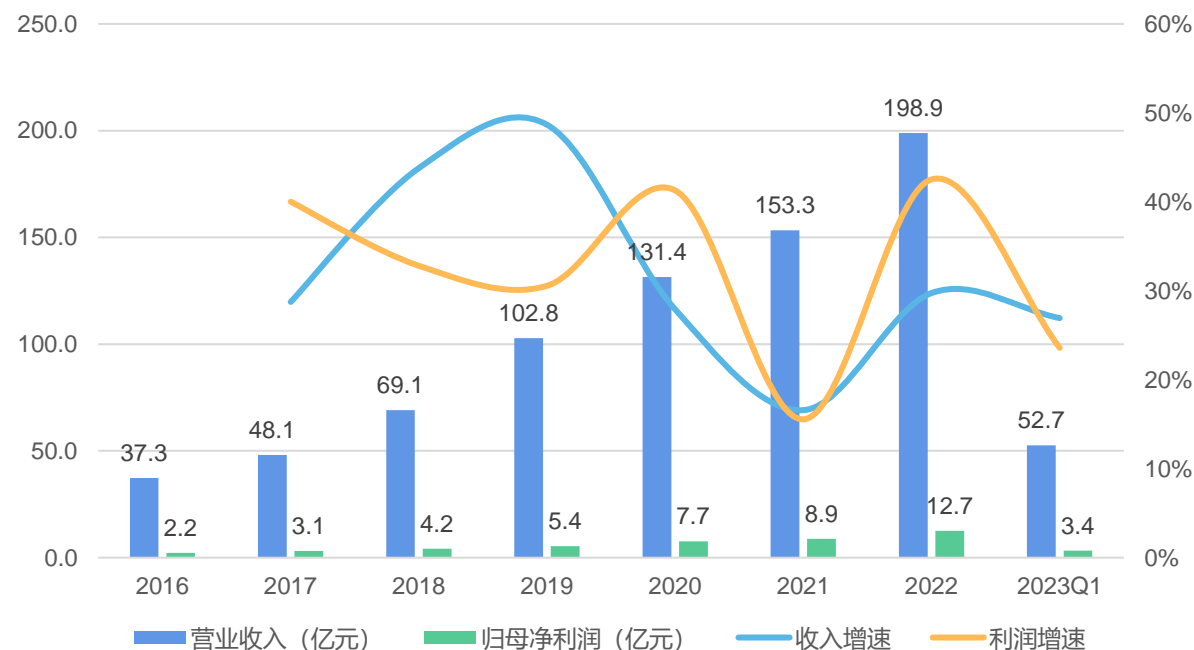
- **益丰药房**：公司创始人高毅从2001年开始经营医药零售业务，益丰药房2008年成立后，从创始人手中收购湖南益丰、上海益丰和江苏益丰。截止2022年底，益丰药房共有门店10268家，其中自营门店8306家。业务范围覆盖湖南、湖北、上海、江苏等十省市。
- **实际控制人**：截至2023年一季报，公司实际控制人高毅合计持有公司33.32%股份。

图表：益丰药房股权结构和公司架构（2023年一季报）

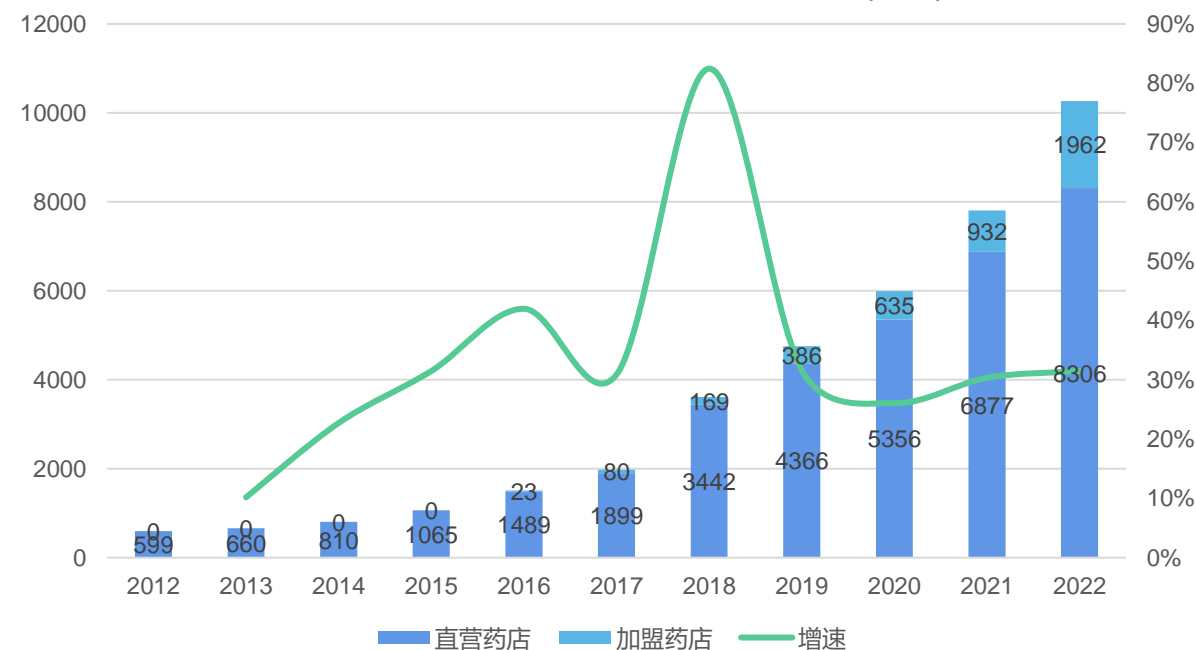


- **净利润率出众**：2022年益丰药房收入198.9亿元，归母净利润12.7亿元。2022年公司销售净利润率7.18%，高于其他上市连锁药店企业。
- **门店数量突破万家**：2015年公司上市后，扩张步伐加快，2022年店铺数量突破1万家。

图表：益丰药房营业收入和归母净利润变化

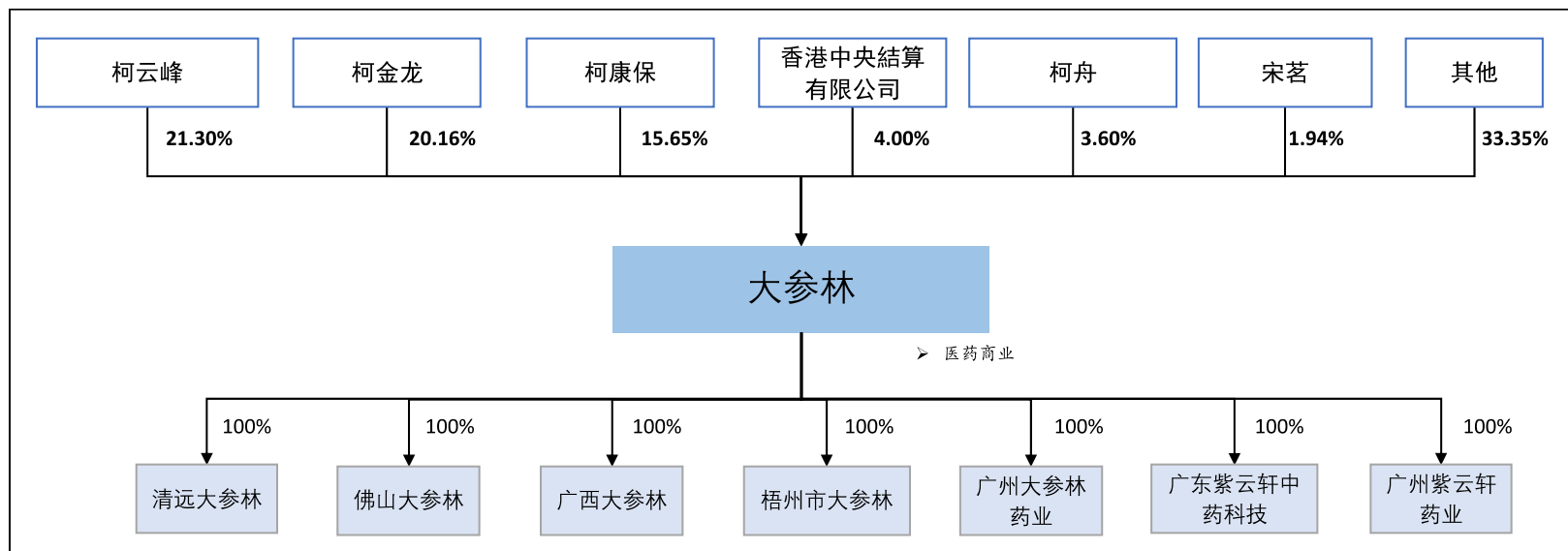


图表：益丰药房门店数量变化 (家)



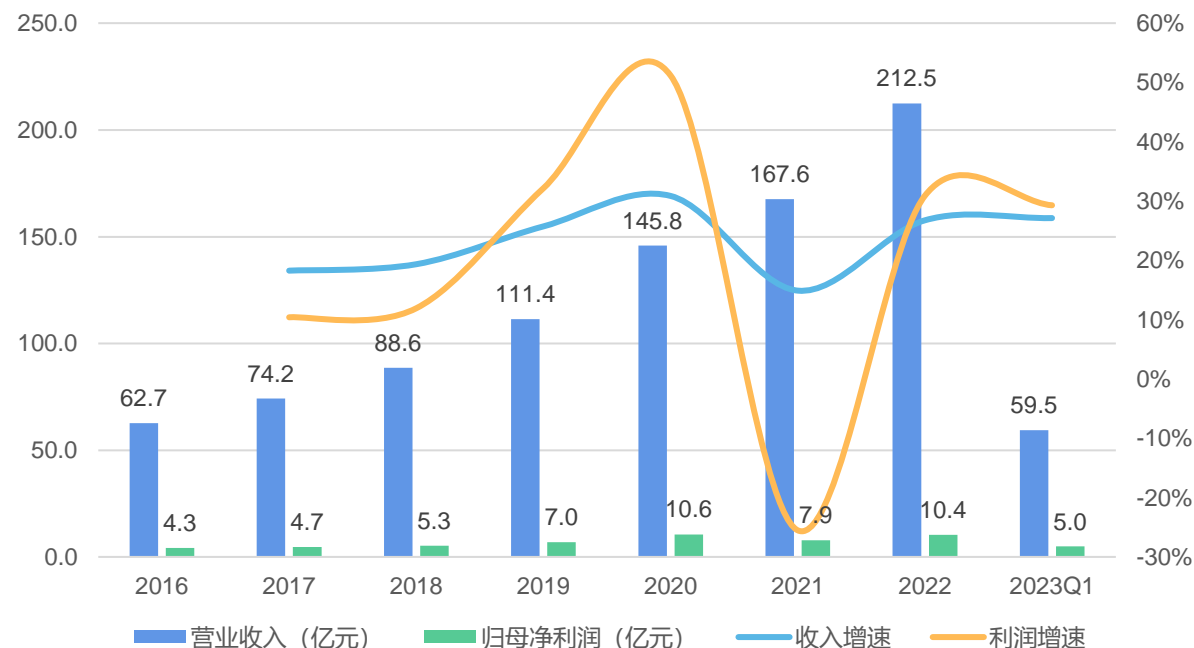
- **大参林**：大参林成立于1999年，2017年上市。公司深耕华南，截止2022年底共有门店10045家，其中自营门店8038家。业务范围覆盖广东、广西、河南和河北等16个省。
- **实际控制人**：截至2023年一季报，柯云峰、柯康保、柯金龙为一致行动人，合计持有公司57.11%股份。

图表：大参林股权结构和公司架构（2023年一季报）

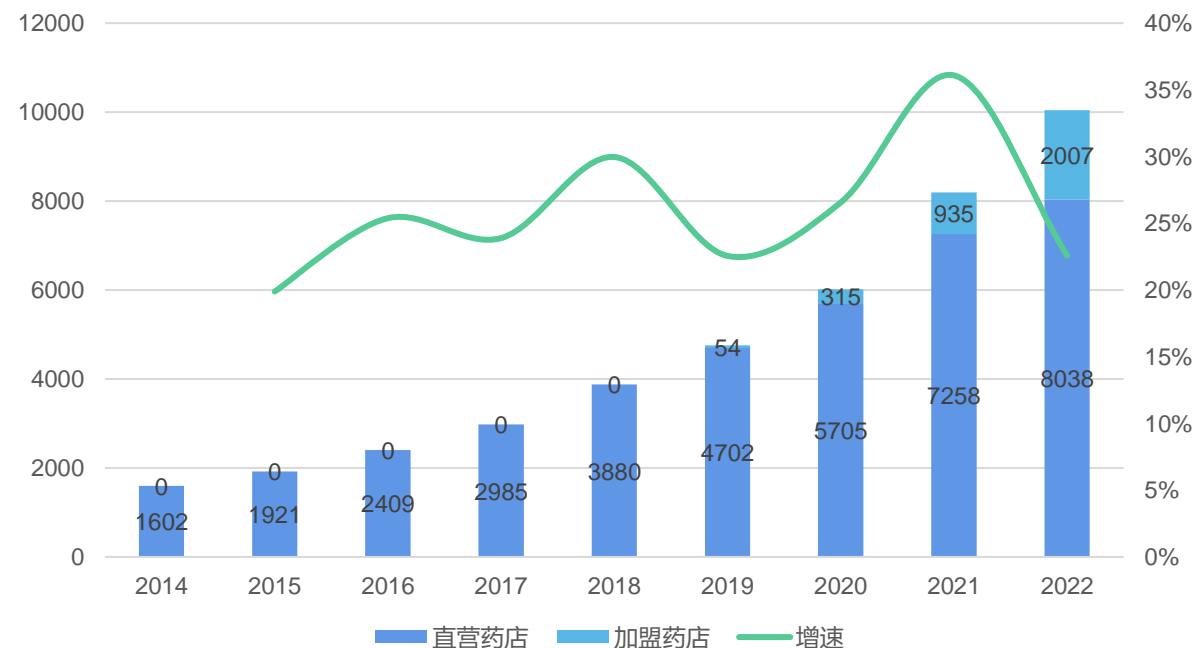


- **财务概况：**大参林2022年收入212.5亿元，归母净利润10.4亿元。
- **门店数量突破万家：**2015年后公司店铺数量增速保持20%以上，2022年店铺数量突破1万家。

图表：大参林营业收入和归母净利润变化

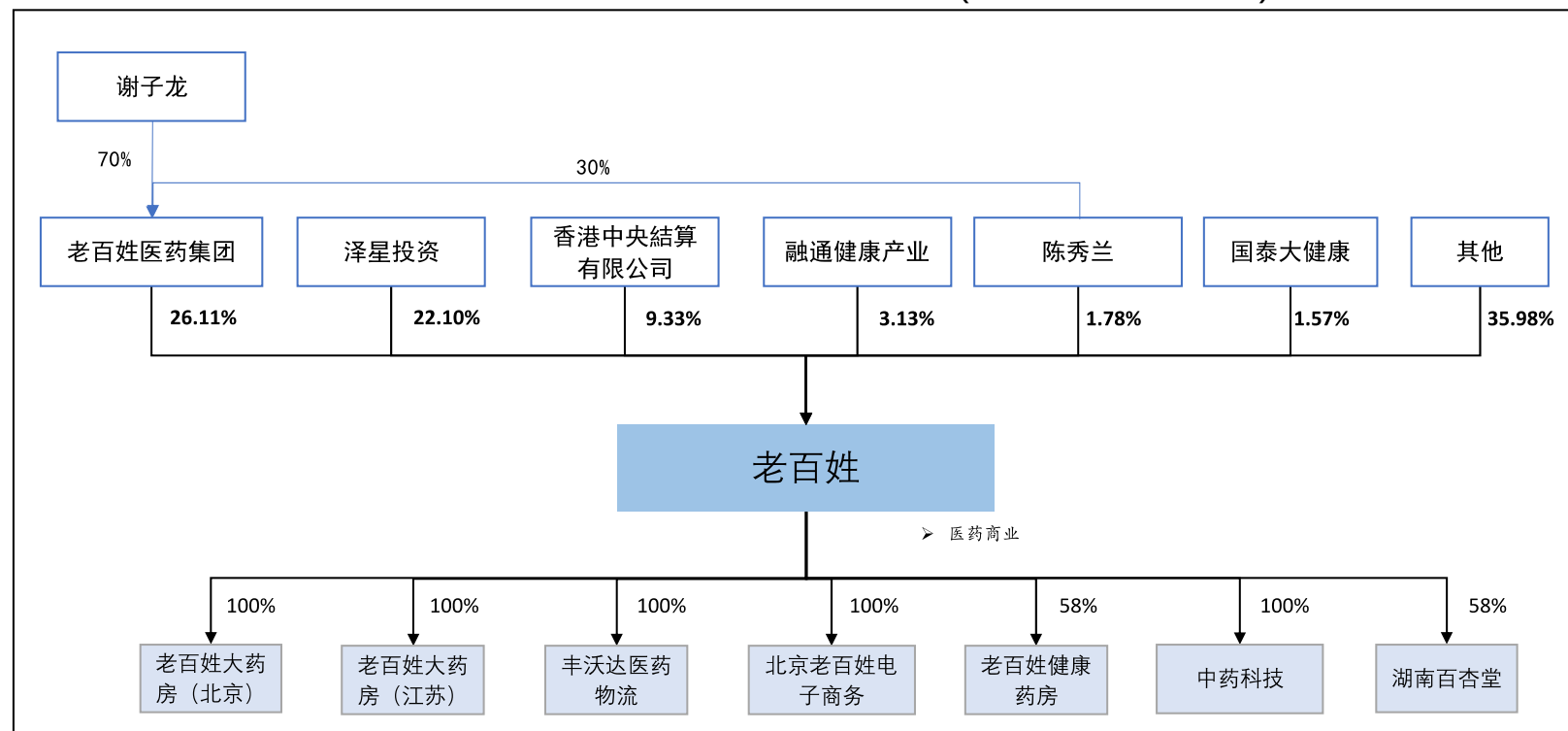


图表：大参林门店数量变化 (家)



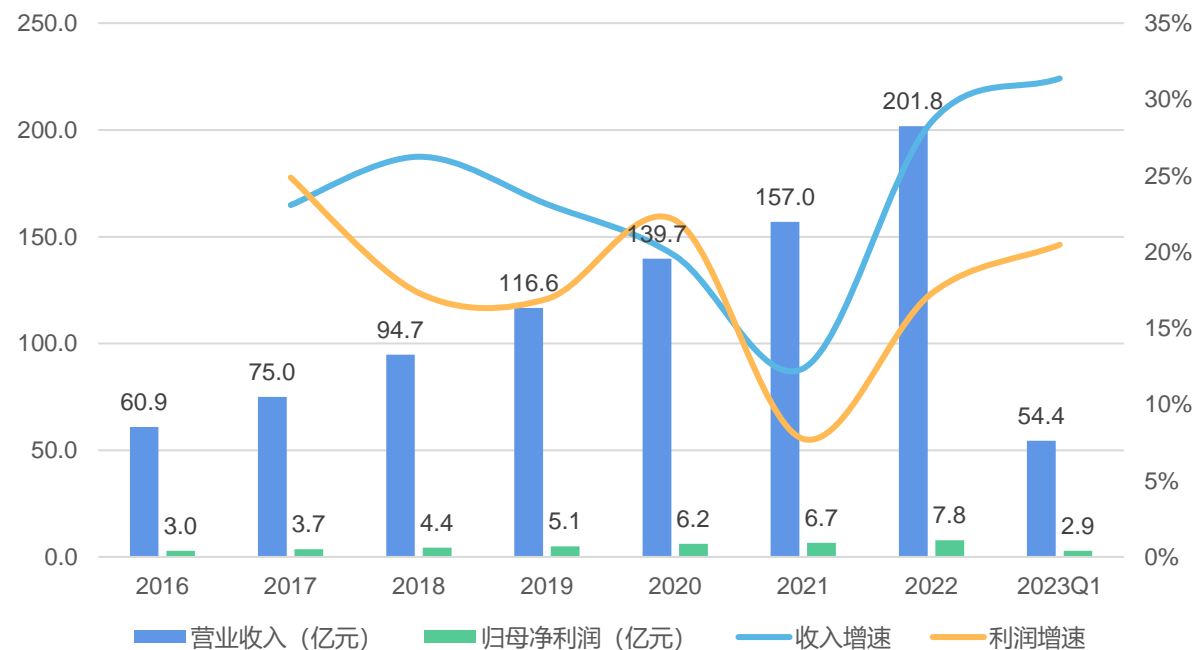
- **老百姓**：老百姓2005年成立后。截止2022年底，益丰药房共有门店10783家，其中自营门店7649家。业务范围覆盖湖南、湖北、江西和河南等20省市。
- **实际控制人**：截至2023年一季报，公司实际控制人谢子龙、陈秀兰夫妇合计持有公司股份27.89%。

图表：老百姓股权结构和公司架构（2023年一季报）

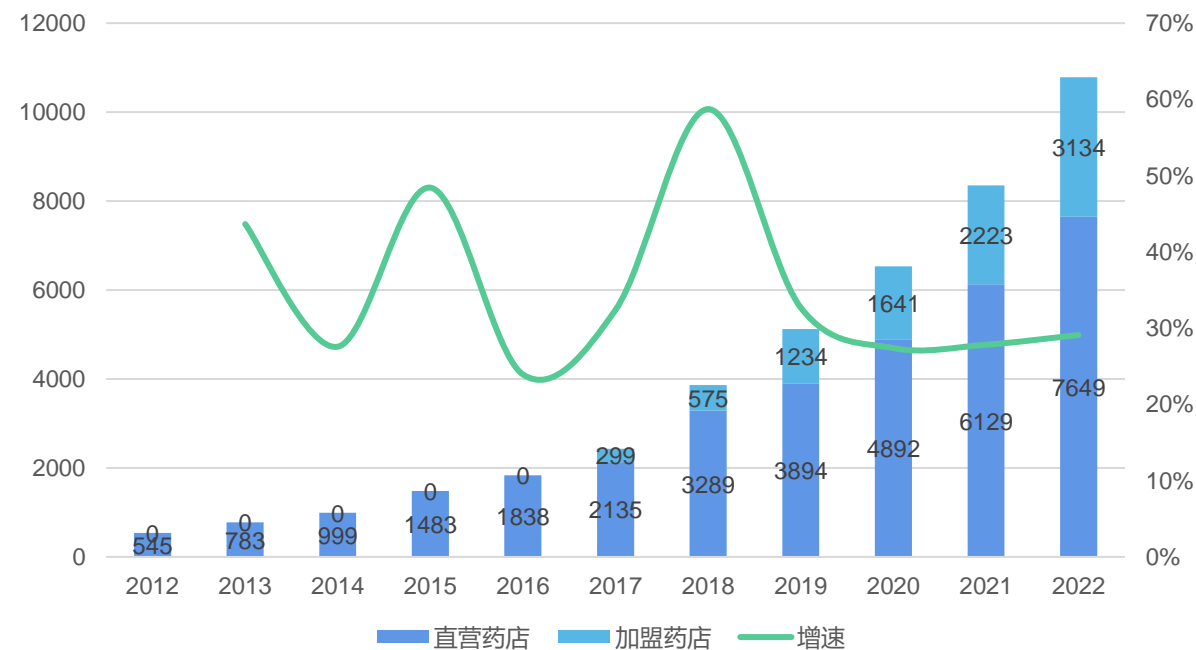


- **财务概况**：老百姓2022年收入201.8亿元，归母净利润7.8亿元。
- **门店数量突破万家**：2013年后公司店铺数量增速保持20%以上，2022年店铺数量突破1万家。

图表：老百姓营业收入和归母净利润变化

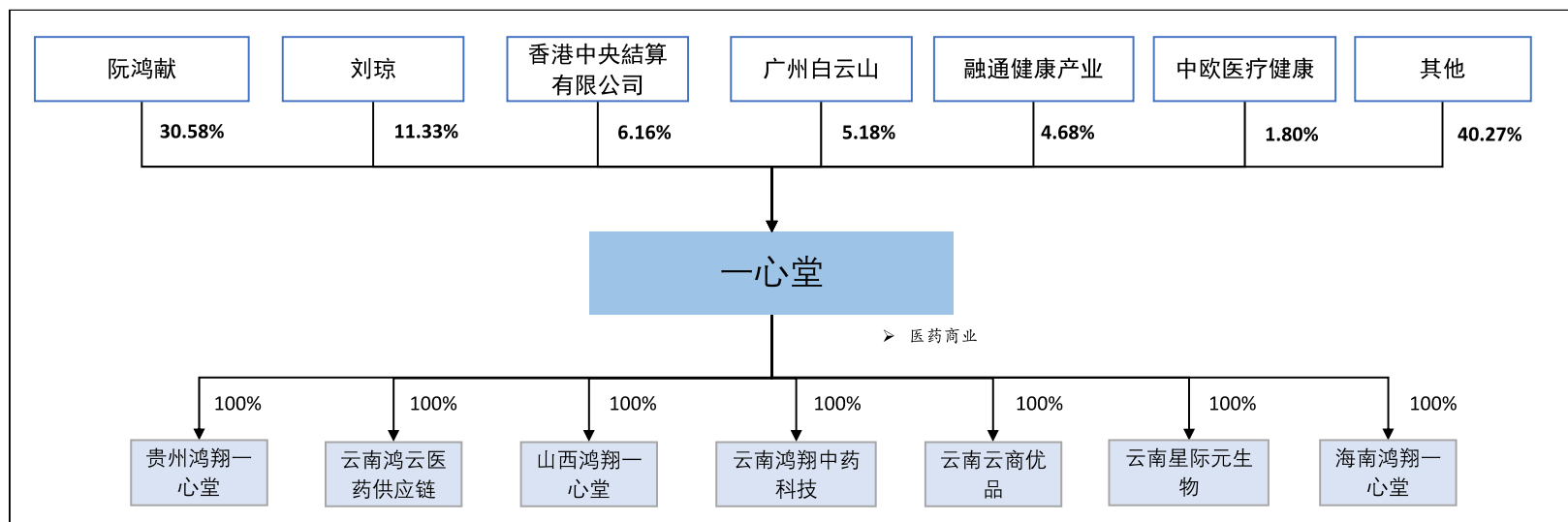


图表：老百姓门店数量变化 (家)



- 一心堂：一心堂成立于2000年。截止2022年底，一心堂共有门店9206家，均为直营店铺。业务范围覆盖云南、四川、重庆等十省市。
- 实际控制人：截至2023年一季报，公司实际控制人阮鸿献持有公司30.58%股份。

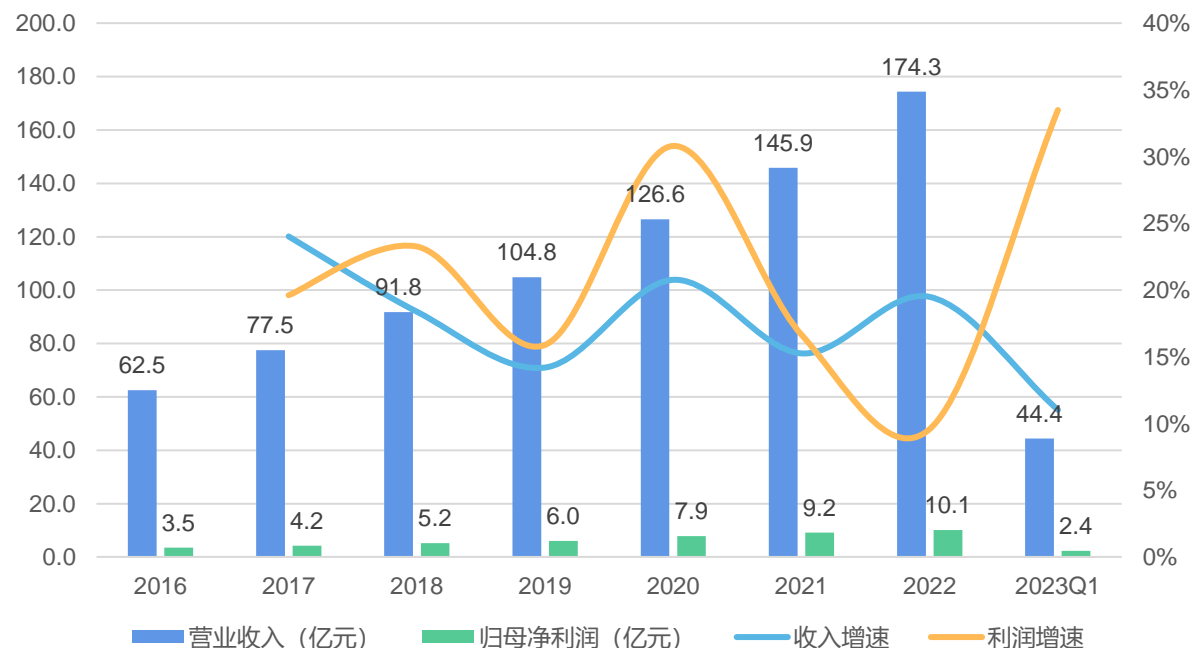
图表：一心堂股权结构和公司架构（2023年一季报）



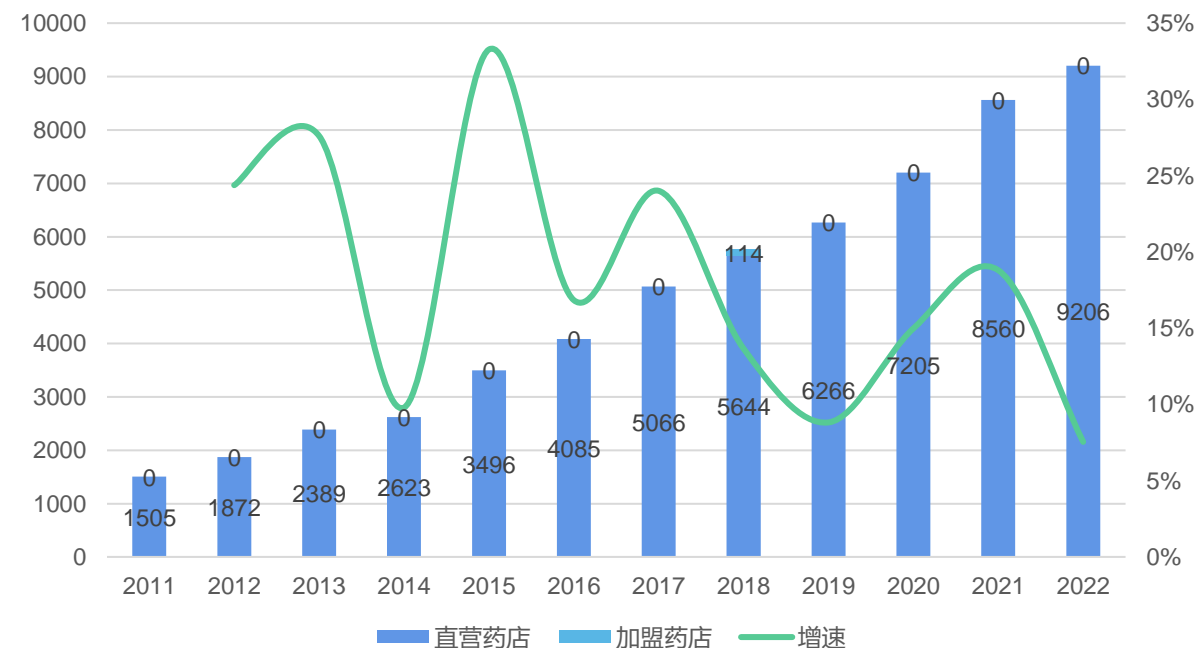
一心堂：深耕西南，差异化布局中药材

- **财务概况**：2022年一心堂收入174.3亿元，归母净利润10.1亿元。其中，中药材加工业务净利润1.5亿元。
- **门店数量近万家**：一心堂门店扩张主要采取新设和并购方式，2022年公司共有门店9206家。

图表：一心堂营业收入和归母净利润变化

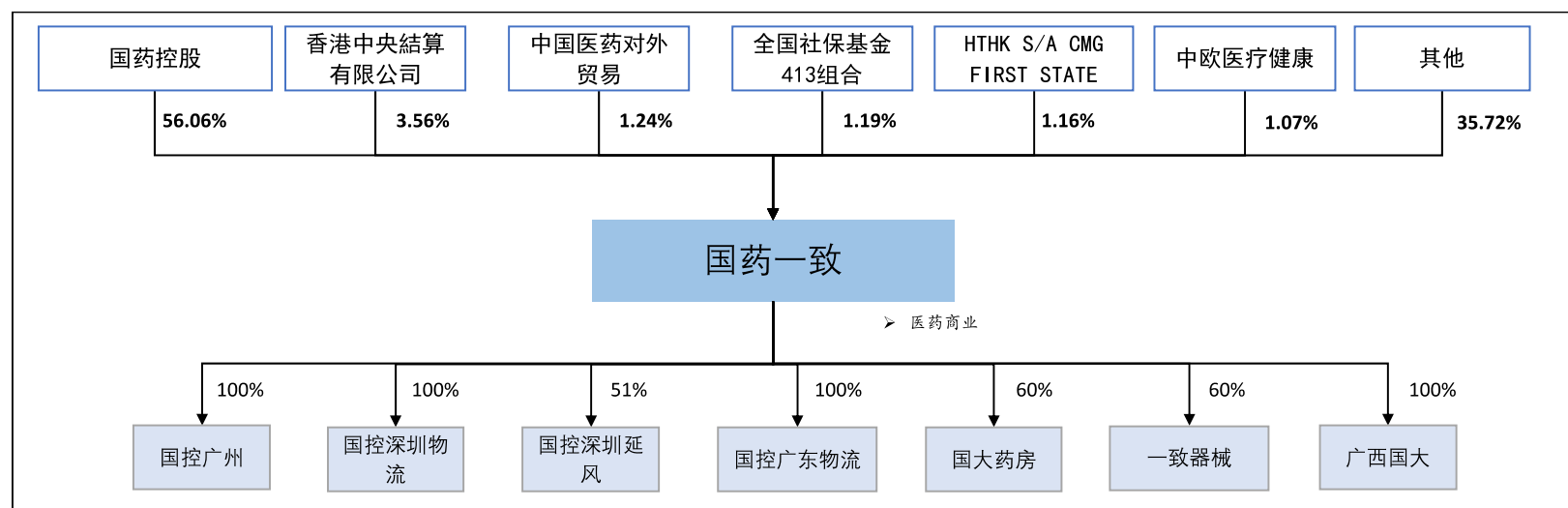


图表：一心堂门店数量变化（家）



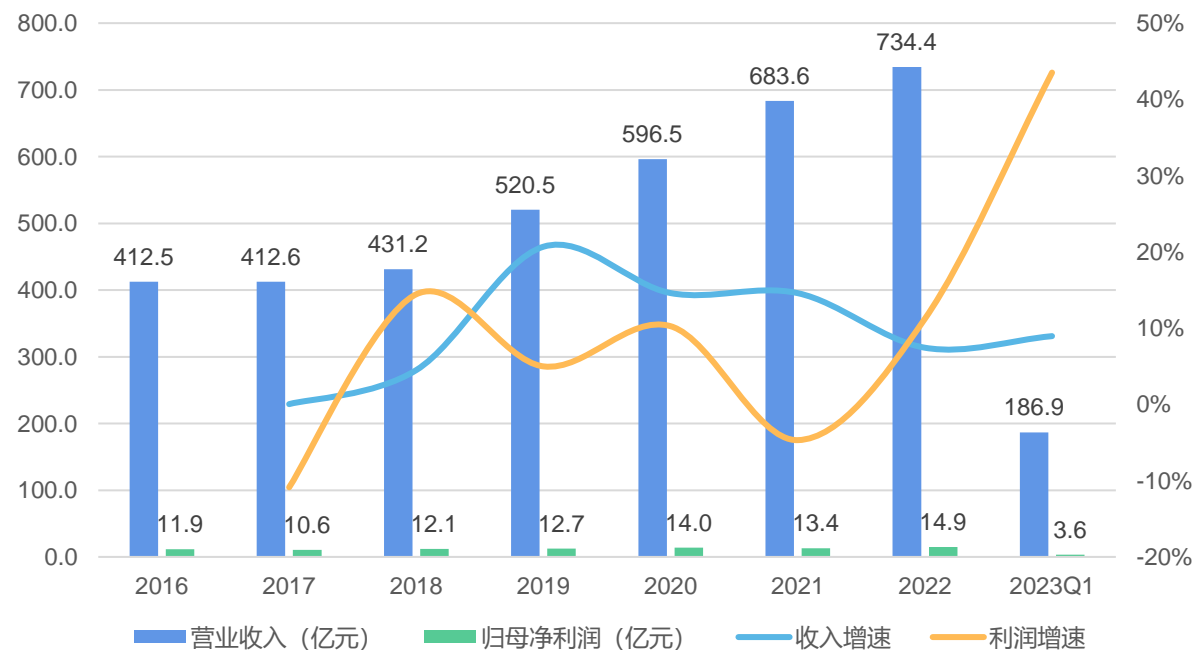
- **国药一致：** 国药一致1993年上市，2004年国药控股从深圳市投资管理公司收购公司控股权，2011年从“一致药业”更名为“国药一致”。公司主要从事医药分销和医药零售，医药分销主要集中在两广地区，医药零售覆盖全国20个省/自治区。2022年，公司总收入734.4亿元，其中医药批发业务500.3亿元、医药零售业务229.5亿元。
- **实际控制人：** 截至2023年一季报，公司实际控制人国药控股持有公司56.06%股份。

图表：国药一致股权结构和公司架构（2023年一季报）

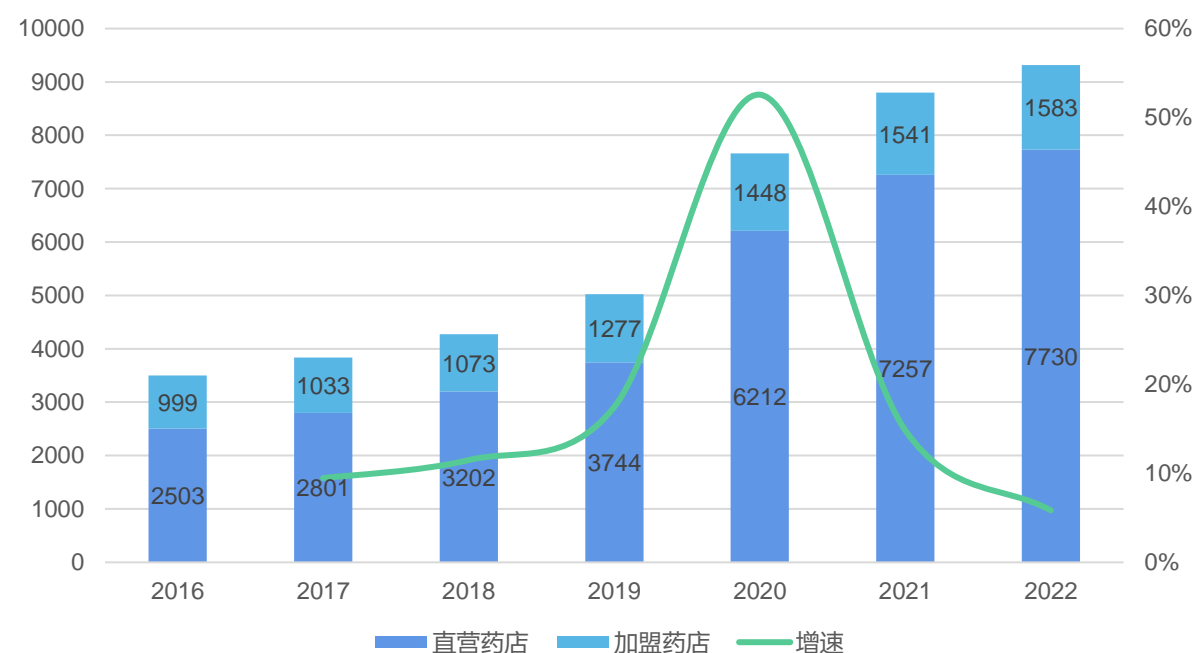


- **财务概况：**2022年国药一致收入734.4亿元，归母净利润14.9亿元。其中，主要从事零售业务的国大药房收入241.1亿元，净利润3.5亿元。
- **门店数量近万家：**2022年末，公司共有门店9313家，其中直营7730家、加盟1583家。

图表：国药一致营业收入和归母净利润变化



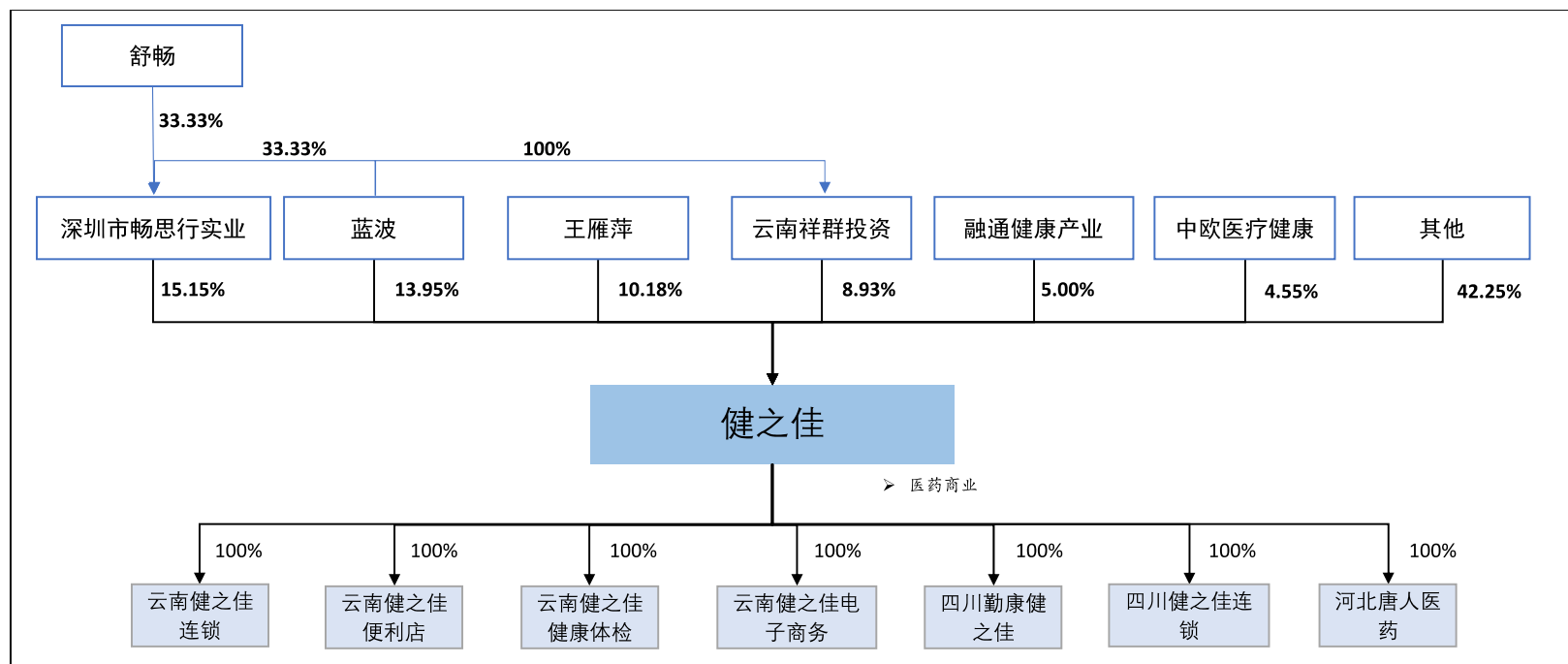
图表：国药一致门店数量变化 (家)



健之佳：“药店+便利店”模式先行者

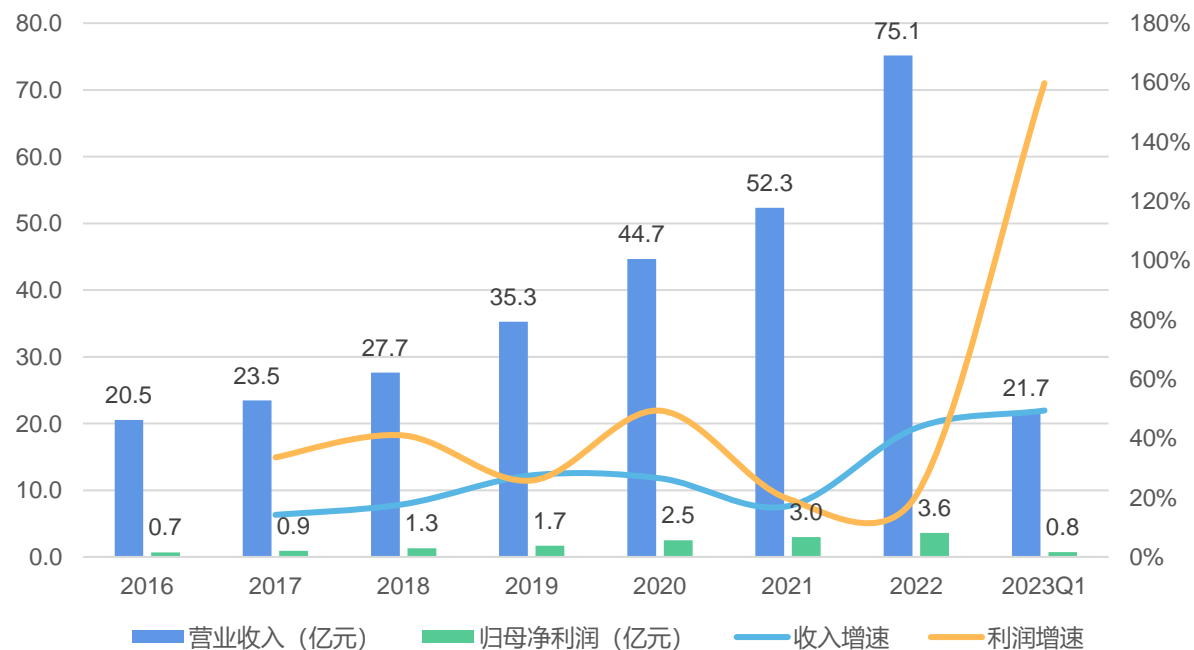
- **健之佳**：公司成立于2004年，2020年上市。截止2022年底，健之佳共有门店4055家，其中292家为便利店。业务范围覆盖云南、四川、广西等六省。
- **实际控制人**：截至2023年一季报，公司实际控制人蓝波、舒畅夫妇合计持有公司38.03%股份。

图表：健之佳股权结构和公司架构（2023年一季报）

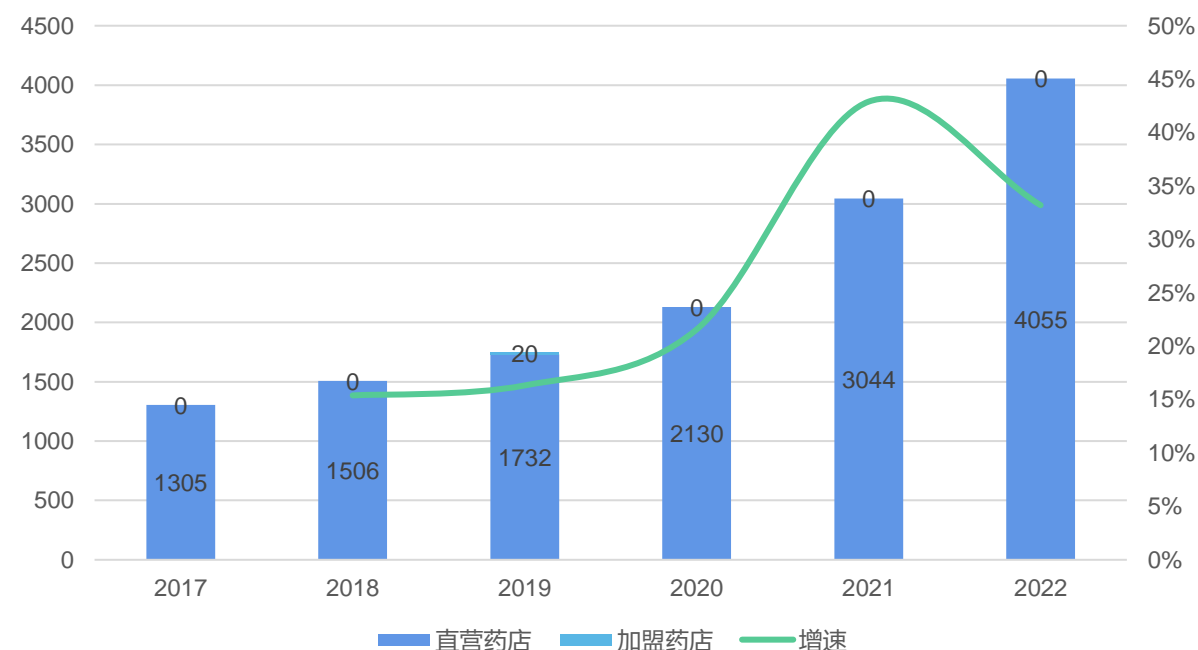


- **财务概况：**2022年健之佳收入75.1亿元，归母净利润3.6亿元。
- **直营门店为主：**健之佳以“自建+收购”模式扩张，2022年店铺数量为4055家，均为直营店铺。

图表：健之佳营业收入和归母净利润变化

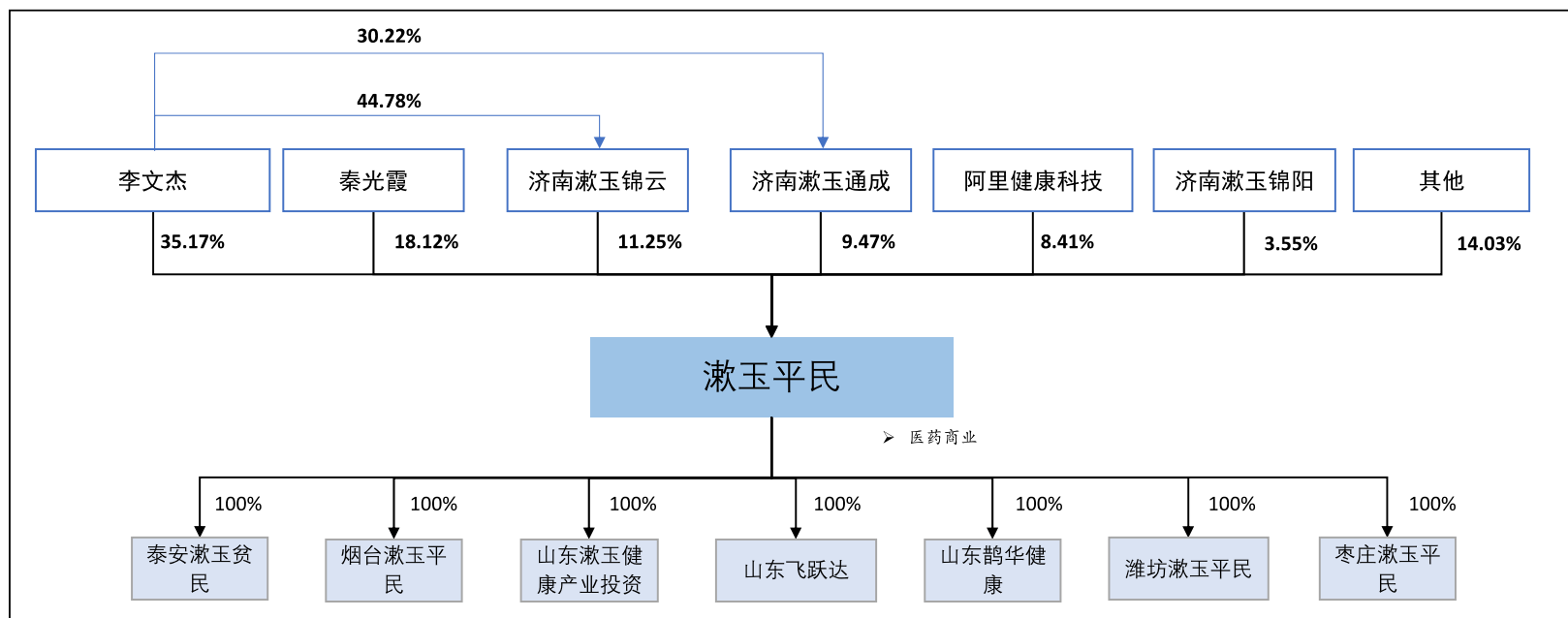


图表：健之佳门店数量变化 (家)



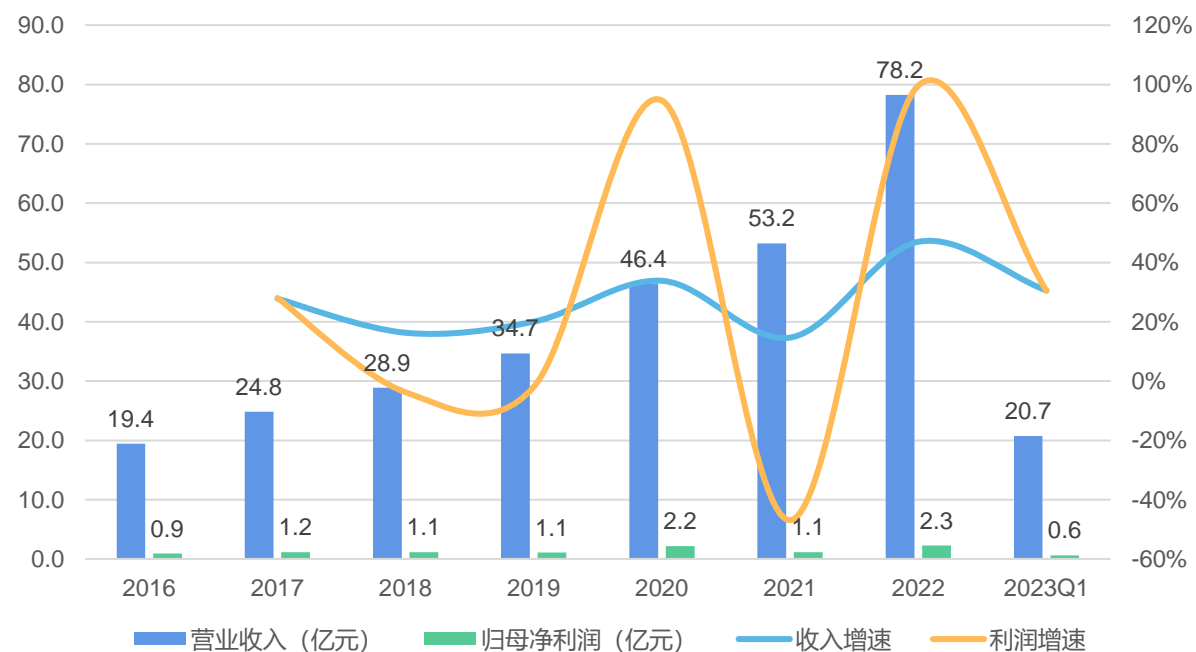
- **漱玉平民**：公司成立于1999年，2021年上市。截止2022年底，漱玉平民共有门店5456家，其中自营门店3325家。直营业务范围覆盖山东、辽宁、福建、河南四省。
- **实际控制人**：截至2023年一季报，公司实际控制人李文杰直接持有公司33.32%股份，通过一致行动人合计持有55.89%股份。

图表：漱玉平民股权结构和公司架构（2023年一季报）

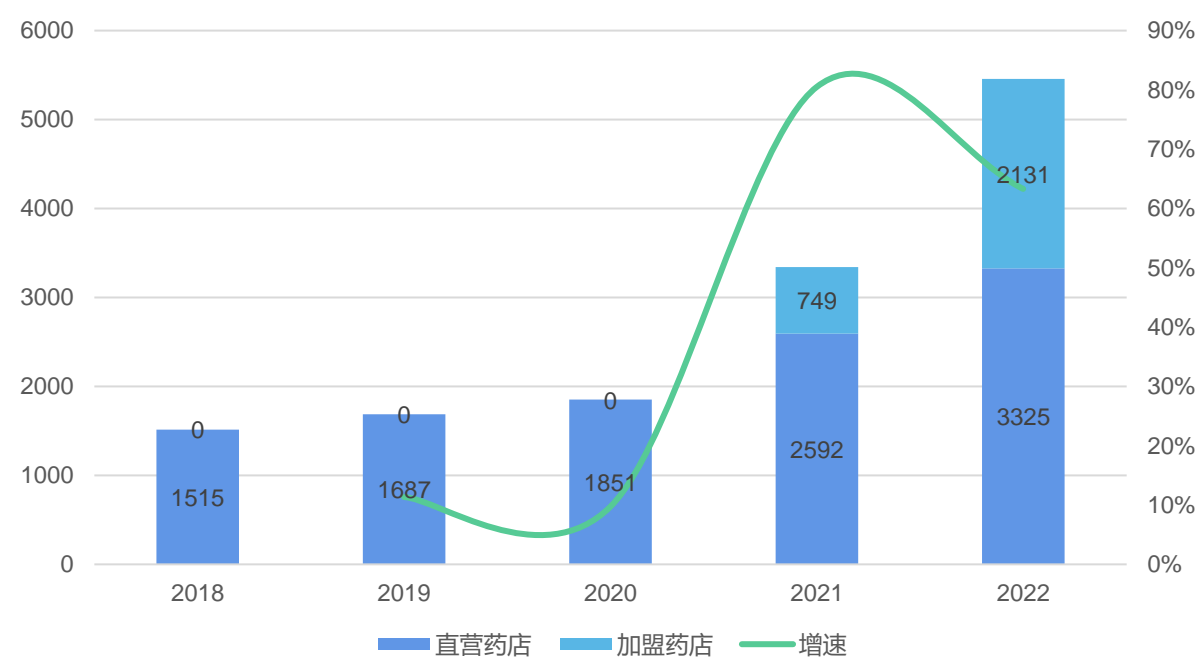


- **财务概况：**2022年漱玉平民收入78.2亿元，归母净利润2.3亿元。
- **门店快速扩张：**公司通过“自建+并购+加盟”的扩张方式，2021-2022年门店数量快速扩张，增速均高于50%。

图表：漱玉平民营业收入和归母净利润变化



图表：漱玉平民门店数量变化 (家)



05 行业评级与投资建议

- **行业评级及投资建议**：推荐。医保门诊统筹和院外处方流转不断落地，头部连锁市场份额不断提升。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **重点关注公司**：头部企业扩张能力优秀、管理水平较高，如益丰药房、大参林、老百姓、一心堂；区域小龙头扩张潜力大，如漱玉平民、健之佳；国企改革提升经营效率，如国药一致。

重点公司代码	股票名称	2023/08/16	EPS			PE			投资评级
		股价	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	
000028.SZ	国药一致	34.23	3.47	3.11	3.60	9.47	11.01	9.52	未评级
002727.SZ	一心堂	24.50	1.69	2.03	2.40	18.60	12.09	10.22	未评级
301017.SZ	漱玉平民	21.55	0.57			31.78			未评级
603233.SH	大参林	29.00	1.09	1.17	1.48	36.29	24.71	19.65	未评级
603883.SH	老百姓	28.38	1.34	1.64	2.00	30.16	17.35	14.20	未评级
603939.SH	益丰药房	39.11	1.75	1.50	1.86	36.40	26.10	21.03	未评级
605266.SH	健之佳	57.51	3.66	3.33	4.20	21.85	17.26	13.70	未评级

资料来源：Wind资讯，国海证券研究所（未评级公司盈利预测来自万得一致预期）

- **门诊统筹政策落地速度和执行力度不及预期：**门诊统筹由各地探索推进，落地速度和统筹力度不同。
- **院外处方流转落地速度不及预期：**处方流转受到平台建设、医生习惯和消费者习惯的影响。
- **连锁企业门店扩张速度不及预期：**连锁化率逐步提高，连锁企业扩张难度有可能提高。
- **连锁药店医保管理风险：**医保对医疗机构和连锁药店医保合规使用监管趋严。
- **连锁药店零售价格受政策限制风险：**门诊统筹介入后，医保保险产品的价格受到医保限制。
- **加盟药店管理风险：**连锁企业对加盟药店的管理力度有限，存在一定管理风险。
- **重点关注公司业绩不及预期：**需求端波动和价格变化等多种因素影响企业业绩。

医药小组介绍

周小刚，医药行业首席分析师，复旦大学经济学硕士、西安交通大学工学本科，具有5年医药实业工作经验、9年医药研究工作经验。

赵宁宁，分析师，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2020年加入国海证券，现从事医药行业研究，主要覆盖中药、生物药。

林羽茜，研究助理，悉尼大学数据分析硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械板块。

沈崇皓，研究助理，华东师范大学药化硕士，3年海外医药投研经验，2022年加入国海证券医药组，主要覆盖部分中药和生命科学上游产业链等板块。

万鹏辉，研究助理，中科院药物所药物化学硕士，3年医药二级市场投研经验，主要覆盖CXO及软镜等板块。

年庆功，研究助理，北京大学物理学本科，军事医学科学院微生物博士，2022年加入国海证券研究所医药组，主要覆盖疫苗、血制品板块和生命科学上游。

孔维崎，研究助理，北京大学药学院化学生物学硕士，四年半医药股权投资经验，主要覆盖创新药和CXO板块。

李畅，研究助理，北京大学药理学硕士，具有1年医疗实业工作经验，2022年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药等板块。

李明，研究助理，北京大学金融科技硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗服务、眼科产业板块。

郭磊，南开大学硕士，2023年加入国海证券。

分析师承诺

周小刚，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

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，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

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。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。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。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 医药研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597