

连锁化，多元化，处方外流加速

连锁药店行业深度报告

2023年4月19日

分析师：杜永宏

执业证书编号：S0630522040001

联系方式：dyh@longone.com.cn

分析师：伍可心

执业证书编号：S0630522120001

联系方式：wqx@longone.com.cn

核心观点：

- **连锁化率提升，销售品类多元化，行业空间进一步打开。**2021年，我国零售药店市场总规模约为5938亿元，2015-2021年CAGR为10.6%；药店连锁化率由2012年的34.6%提升至2021年的55.3%，连锁化率持续提升；药店销售品类日益多元化，非药品类客单价高、毛利率高，盈利能力不断提升，市场空间进一步打开。
- **多项利好政策相继落地，处方外流加速推进。**近年来，国家陆续出台了一系列政策措施，支持处方外流，推动了零售药店的发展。从药品零加成、双通道，到医保账户的调整、以及今年年初出台的《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》等政策，都将有力推动门诊处方的加速外流。我们认为，长期来看，零售药店逐步承接院内药品市场，医药分业将是大势所趋。
- **他山之石，日本模式更具借鉴意义。**美国医药分业主要为政策推动下的自然演绎；日本政府则通过三条途径实现医药分业：1) 提高医生薪酬；2) 降低药价；3) 强制公立医院处方外流。竞争格局方面，2021年美国连锁药店CR3约为77%，日本连锁药店CR10约为68%；同时，美、日药房经营都更加多元化。
- **上市公司：快速发展，各有特色。**我们统计的已上市6家连锁药店公司，除了深耕各自优势区域外，上市以来，都通过多种途径实现了门店的快速扩张，收入规模的快速增长，盈利能力的不断提升；6家企业在具体经营方面都各有优势和特色。当前已上市连锁药店企业市占率仍较低，仍有很大的发展空间。

核心观点：

- **投资建议：**我们认为，随着零售药店连锁化率的持续提升、经营品类的日益多元化、处方外流的加速推进等，零售药店行业未来仍有很大的发展空间。当前板块估值处于相对低位，成长确定性相对较高，具有很大的投资价值。建议关注：老百姓、益丰药房等。
- **风险提示：**门店扩张速度不及预期的风险；行业竞争加剧的风险；门店合规经营带来的品牌风险等。

CONTENTS

目录

01

连锁化率不断提升，品类日益多元化

02

政策多途径推动，处方外流持续兑现

03

它山之石：日本模式更具借鉴意义

04

上市公司多维度比较分析

05

重点上市公司简介

终端市场稳步增长，药店销售占比逐年提升

东海证券
DONGHAI SECURITIES

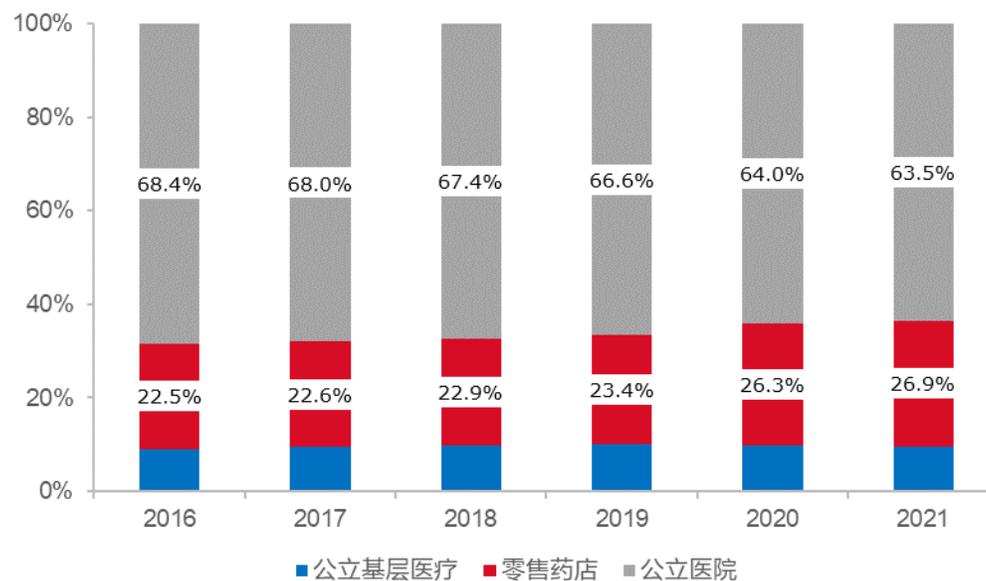
- 全国药品终端市场稳步增长，2021年已达到1.7万亿元。患者购药的主要场景有公立医院、药店、基层医疗机构，2021年全国药品终端市场规模为17,747亿元，剔除疫情影响，2016-2019年药品终端市场CAGR为6.24%。
- 药店销售占比逐年提升，2021年接近27%。2016-2019年零售药店销售占比从22.5%提升至23.4%；2020年起，受疫情影响，患者购药习惯改变等，零售药店销售占比较2019年提升近3个百分点。

全国药品终端市场规模



资料来源：米内网，东海证券研究所

全国药品终端渠道占比

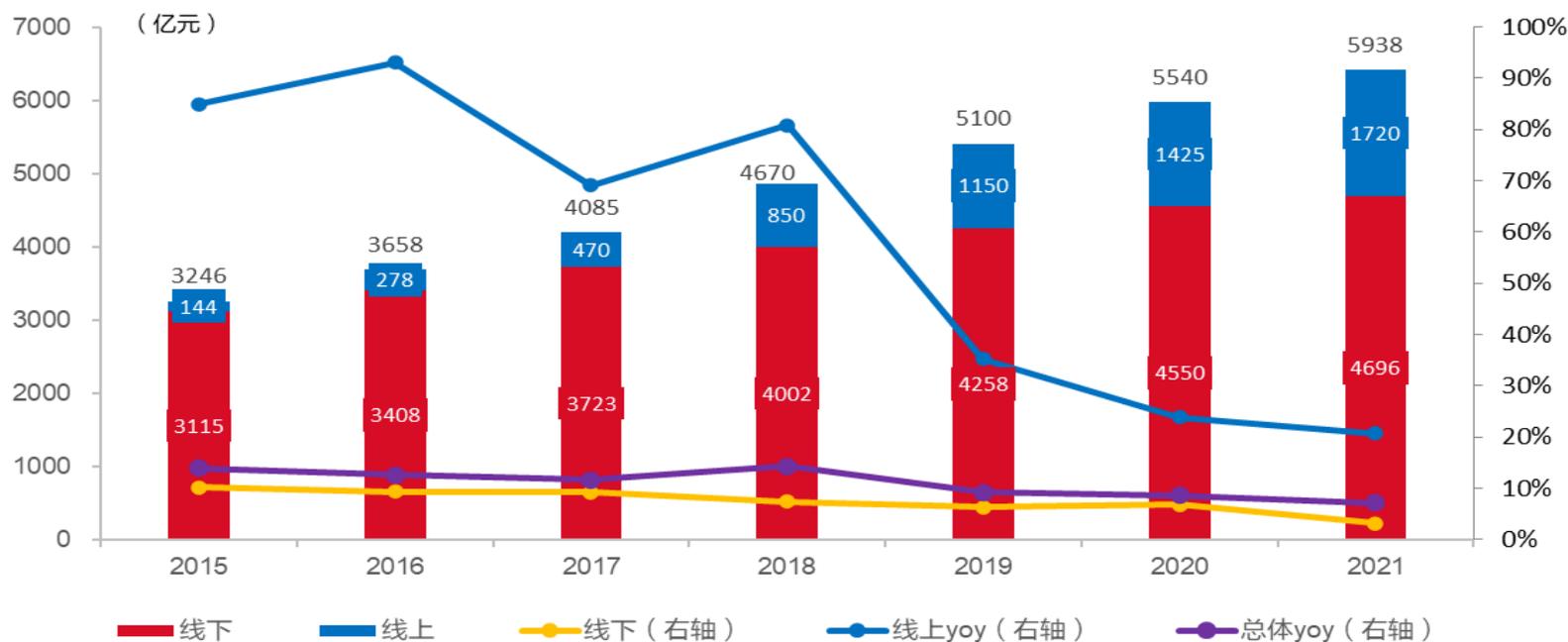


资料来源：米内网，东海证券研究所

药品特殊性决定实体药店为购药首选场景

- 实体店可即买即用，为首要购药途径。2021年药店市场总体规模约为5938亿元(yoy为7.2%)，2015-2021年CAGR为10.6%；其中，实体药店市场规模约为4696亿元(yoy+3.2%)，占市场总体规模71%，2015-2021年CAGR为7.1%。我们认为不同于普通消费品，患者出现对于药品的需求时，通常忍耐力较低、急迫程度较高，因此在正常时期，更倾向于前往实体药店即买即用的消费模式。

近十年全国药店市场（线上+线下）市场规模变化情况

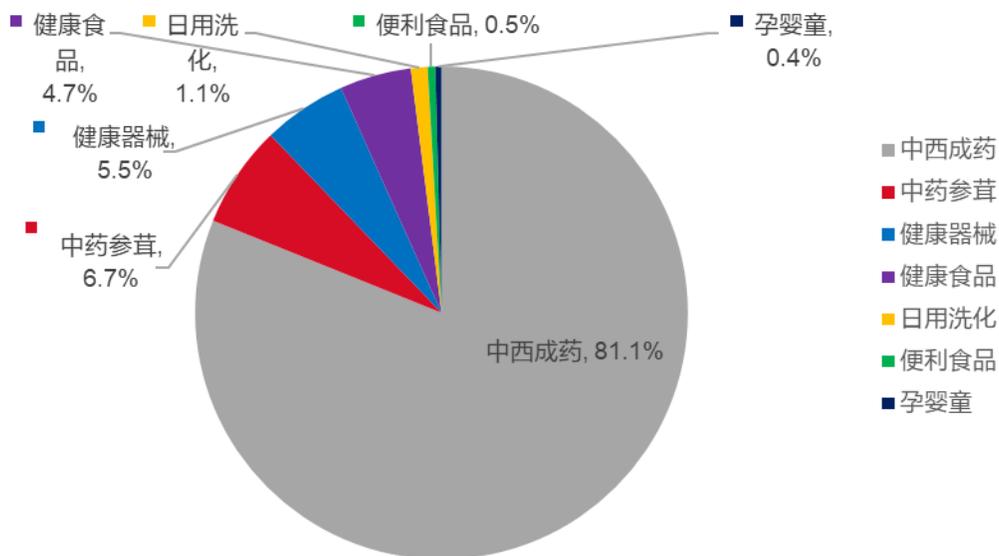


资料来源：中国药店，东海证券研究所

品类多元化打开药店行业天花板

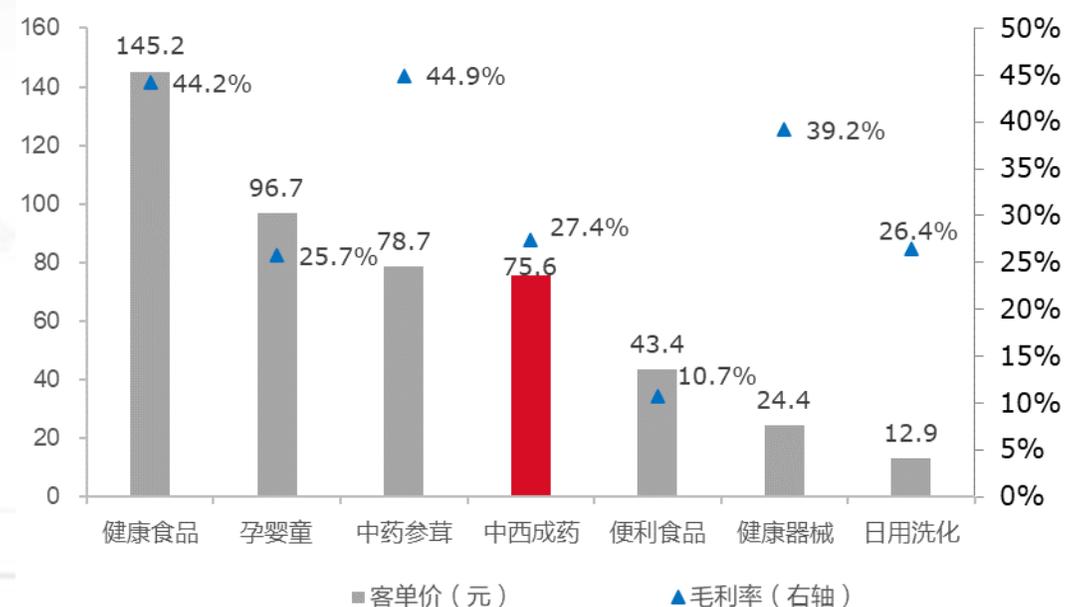
- **药店销售品类多元化。**药店销售的主要品类有7种：中西成药(81.1%)、中药参茸(6.7%)、健康器械(5.5%)、健康食品(4.7%)、日用洗化(1.1%)、便利食品(0.5%)、孕婴童(0.4%)。
- **非药品类客单价高、毛利率高。**客单价前三的品类有健康食品(145.2元)、孕婴童(96.7元)、中药参茸(78.7元)；毛利率前三的品类有中药参茸(44.9%)、健康食品(44.2%)、健康器械(39.2%)。

2021年样本药店销售结构



资料来源：中国药店，东海证券研究所

2021年样本药店各大类品类客单价及毛利率情况

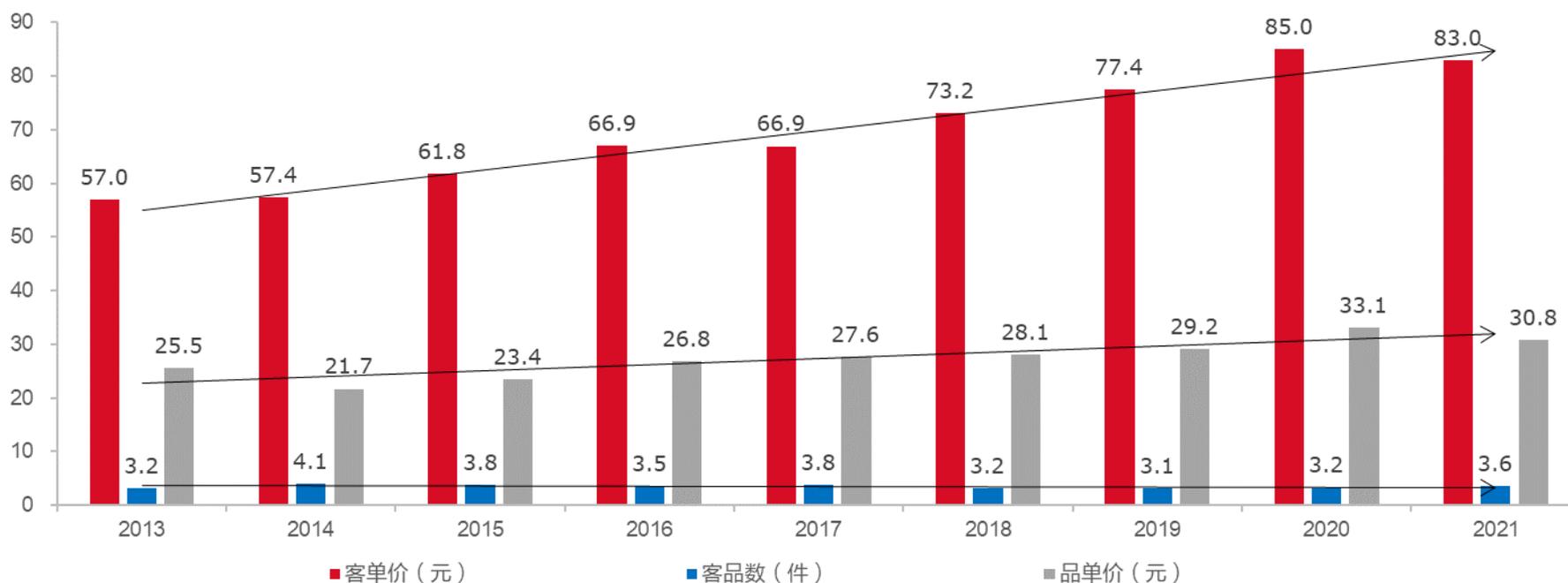


资料来源：中国药店，东海证券研究所

品单价、客单价逐年提高

- 近几年零售药店的品单价、客单价逐年提高。品单价从2013年的25.5元增长至2021年的30.8元，增幅为21%；客单价从2013年的57.0元增长至2021年的83.0元，增幅为46%；客品数基本保持稳定，从2013年的人均3.2件增长至2021年的3.6件。

客单价、客品数、品单价情况

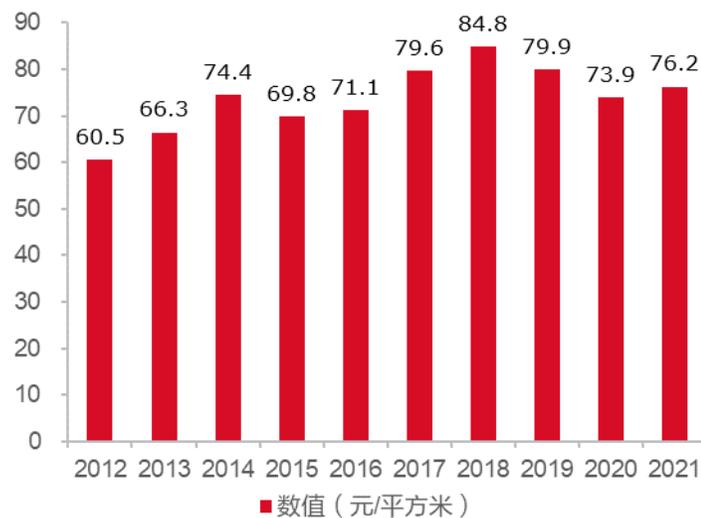


资料来源：中国药店，东海证券研究所

坪效、人效指标稳步提升

- 近年来药店行业坪效、人效均呈稳健增长态势；2012-2021年，行业日均坪效从60.5元/㎡增长至76.2元/㎡，增幅为26%；行业日均人效（平均每个员工每日销售额）从1203元/人增长至1456元/人，增幅为21%；人均守备率总体呈小幅波动态势，2021年为25.3平方米/人。

日均坪效近十年变化情况



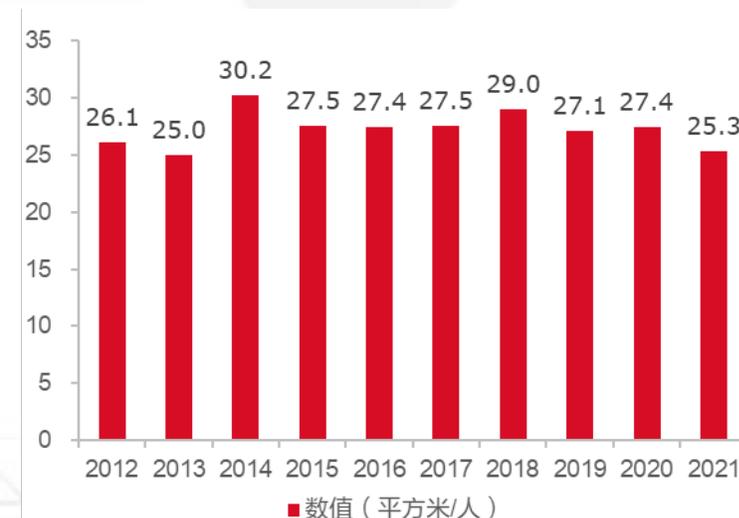
资料来源：中国药店，东海证券研究所

日均人效近十年变化情况



资料来源：中国药店，东海证券研究所

人均守备率近十年变化情况

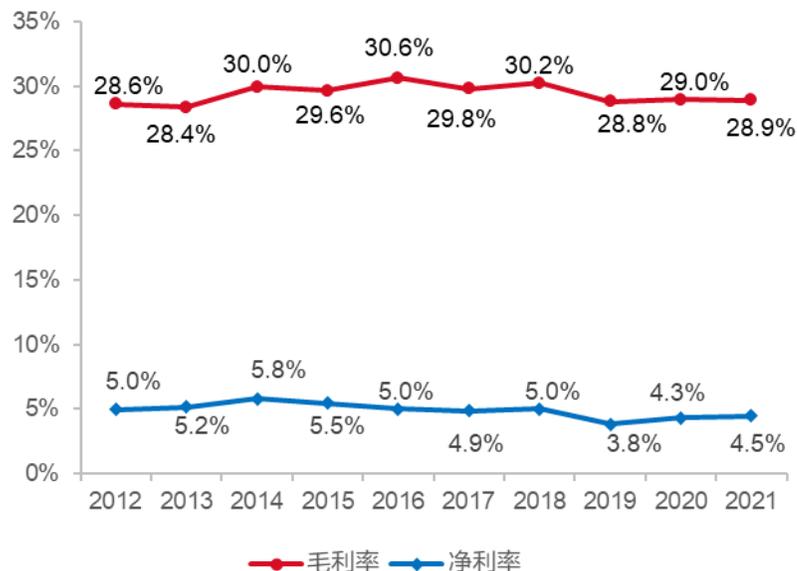


资料来源：中国药店，东海证券研究所

盈利能力：行业整体稳定，内部结构分化

过去几年零售药店行业整体毛利率和净利率水平相对稳定，2021年平均毛利率为28.9%、净利率为4.5%。2021年，从毛利率区间分布来看，门店毛利率在35%以上的占比25.44%，在25%-35%区间的占比54.44%，在15%-25%区间的占比7.69%，在15%以下的占比12.43%；从净利率区间分布来看，门店净利率在10%以上的占比3.28%，在5%-10%区间的占比28.69%，在1-5%区间占比有51.64%，在1%以下的占比16.39%。

药店行业近十年毛利率与净利率变化情况



资料来源：中国药店，东海证券研究所

行业毛利率与净利率区间分布占比年度对比

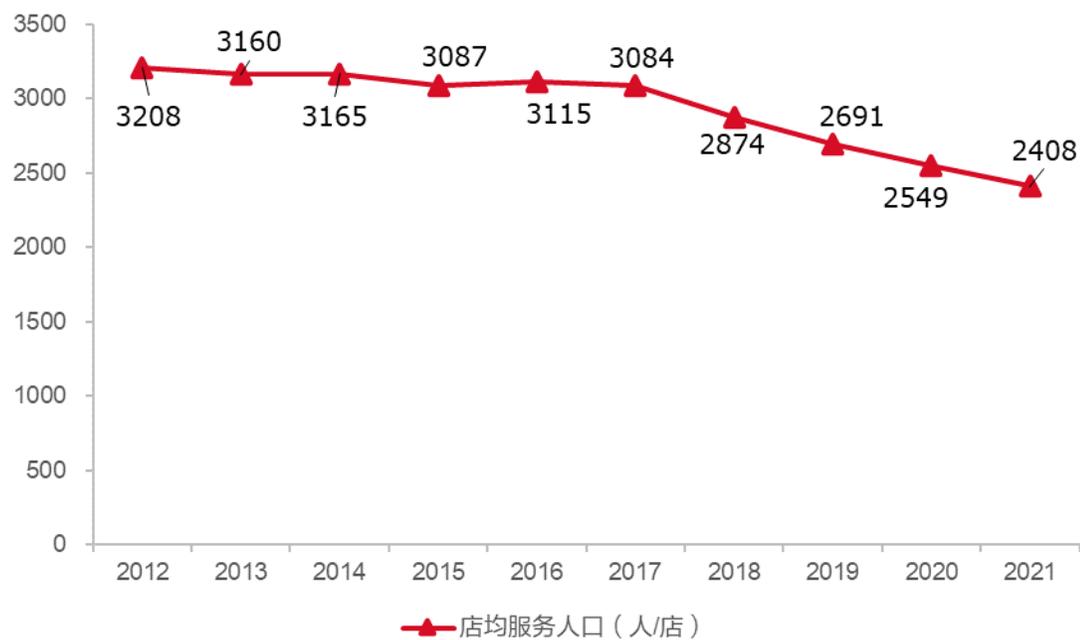
		毛利率区间分布占比年度对比									
毛利率		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
35%以上		18.06%	18.39%	25.00%	21.78%	31.25%	23.08%	35.29%	32.26%	25.76%	25.44%
25%-35%		58.33%	54.03%	54.00%	58.41%	53.12%	50.55%	44.45%	47.58%	43.94%	54.44%
15%-25%		20.84%	25.28%	15.00%	14.85%	12.50%	13.18%	14.38%	9.68%	16.67%	7.69%
15%以下		2.77%	2.30%	6.00%	4.96%	3.13%	13.19%	5.88%	10.48%	13.64%	12.43%
		净利率区间分布占比年度对比									
净利率		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
10%以上		9.86%	10.29%	10.58%	6.68%	3.84%	4.94%	4.67%	4.21%	2.22%	3.28%
5%~10%		38.03%	36.76%	47.06%	42.22%	42.31%	29.63%	41.12%	32.63%	31.11%	28.69%
1%~5%		43.66%	45.59%	37.65%	46.66%	46.16%	49.39%	41.12%	42.10%	57.78%	51.64%
1%以下		8.45%	7.36%	4.71%	4.44%	7.69%	16.04%	13.08%	21.05%	8.89%	16.39%

资料来源：中国药店，东海证券研究所

会员粘性持续提升

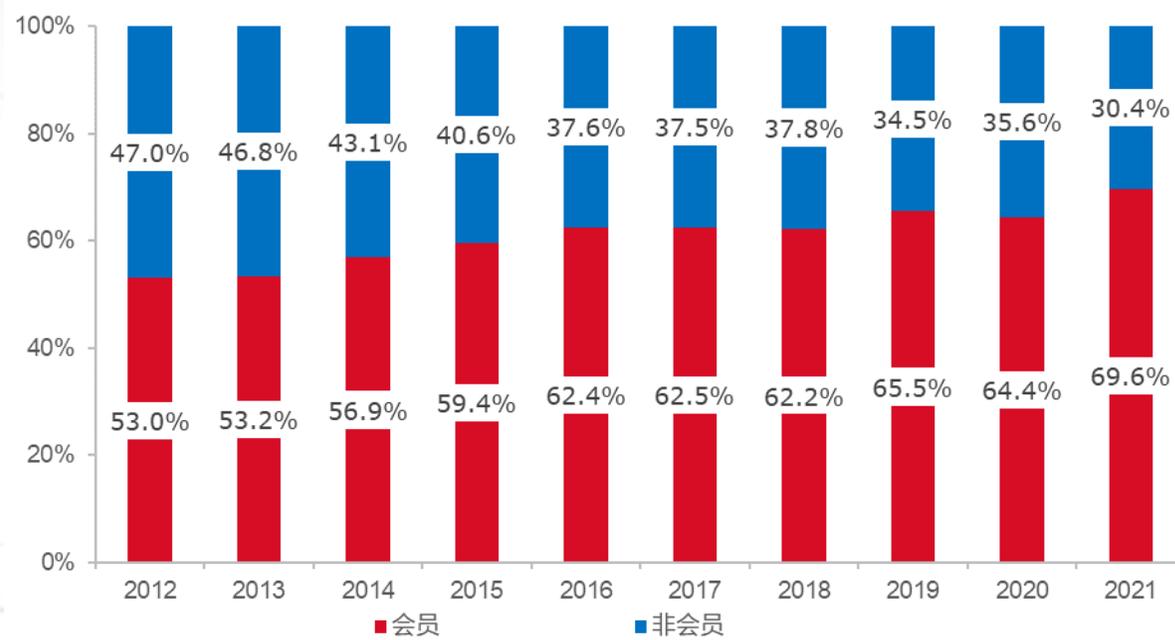
- 会员消费占比有望随着客户粘性持续提升。随着药店数量持续扩张，店均服务人口数量持续下降，2021年店均服务人口为2408人，较2012年减少25%，门店可更好的对消费者提供服务管理。2021年，全国零售药店平均会员消费占比为69.6%，较2012年提升16.6个百分点，随着连锁化率持续提升，会员消费占比仍有进一步提升的空间。

近十年店均服务人口变化情况



资料来源：中国药店，东海证券研究所

会员消费占比情况

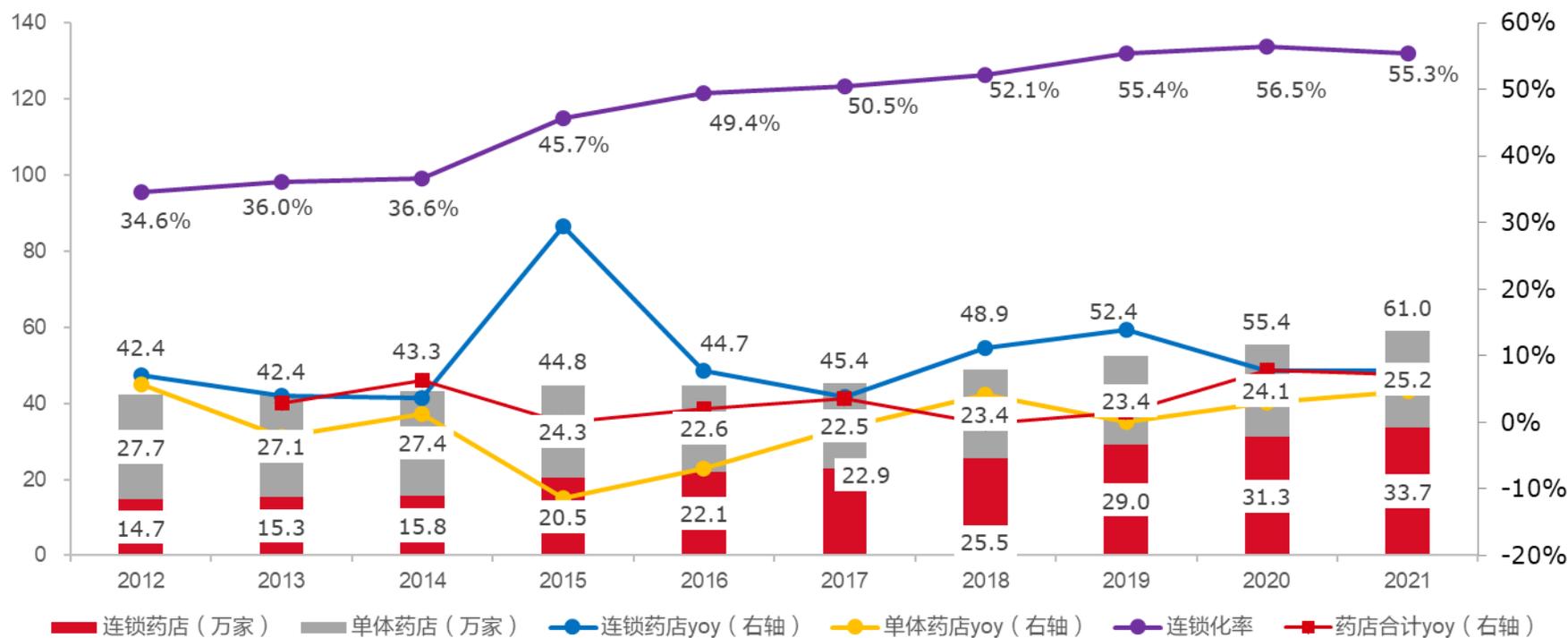


资料来源：公司公告，东海证券研究所

药店数量持续增长，连锁化率显著提升

- 近10年连锁药店数量快速增长。2012-2021年，零售药店总数量从42.4万家增加至61.0万家，增幅为43.9%；其中，连锁药店数量从14.7万家增加至33.7万家，增幅为130.0%，连锁化率从2012年的34.6%提升至2021年的55.3%；而单体药店数量则呈小幅下降态势，由27.7万家降至25.2万家。

近十年全国零售药店数量

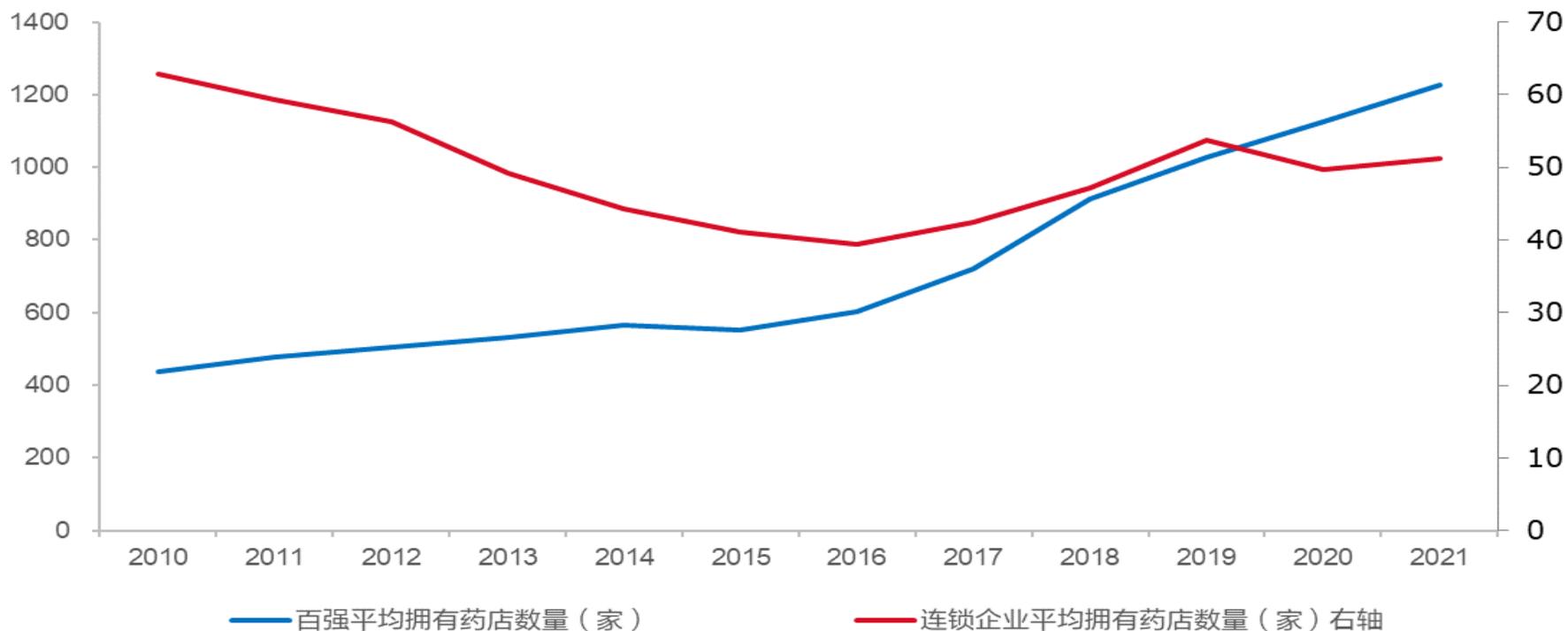


资料来源：商务部，中国药店，东海证券研究所

百强药店平均拥有门店数量大幅增加

- **百强企业持续扩张。**2021年，国内连锁企业平均拥有门店 51.2家，而百强连锁企业则平均拥有门店数量超1228家，约为行业平均的 24 倍，百强企业平均拥有门店数量已接近欧美行业成熟的平均连锁规模。

2010-2021年百强连锁药店企业及连锁企业平均拥有门店数量

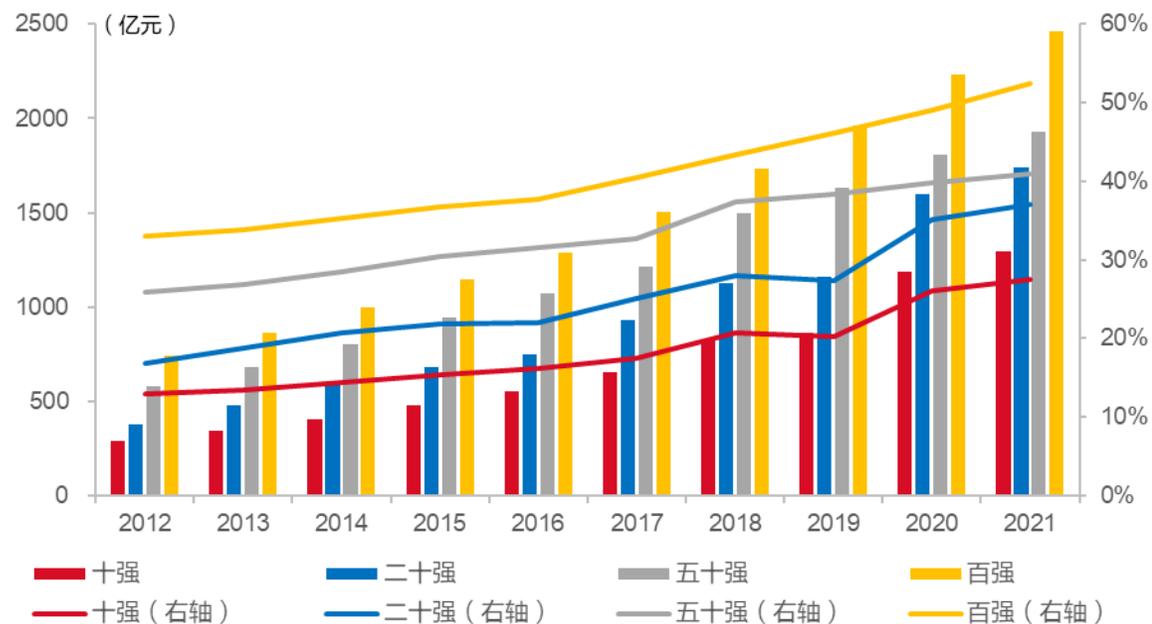


资料来源：商务部，中国药店，东海证券研究所

百强药店市占率有望进一步提升

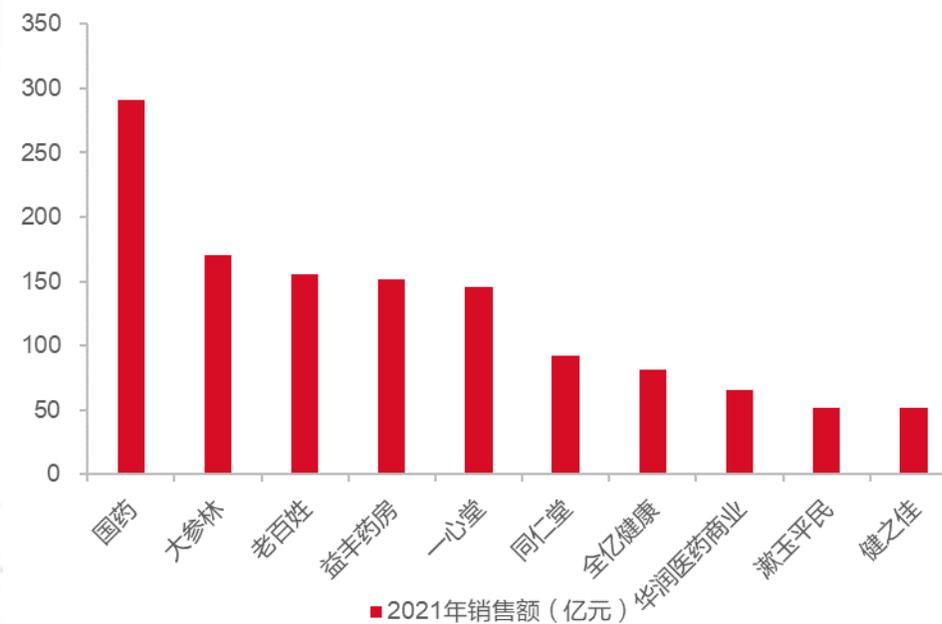
□ 2021年，药店十强企业收入合计为1292亿元，市占率为27.51%，其中位居第一的国药收入规模为290.6亿元；二十强企业收入合计为1740亿元，市占率为37.05%；五十强企业收入合计为1926亿元，市占率为41.01%；百强企业收入合计为4696亿元，市占率为52.45%。

2012-2021年十强、二十强、五十强、百强药店销售额及占比变化



资料来源：中国药店，东海证券研究所

十强药店企业2021年销售额



资料来源：iFind，中国药店，东海证券研究所

对照“十四五”目标，空间广阔

- 我国药店行业进入连锁化提速深水区，头部企业有望加速受益。《“十四五”药品流通行业高质量发展的指导意见》提出，到2025年，培育形成5-10家超500亿元的药品零售连锁企业，药店百强企业市占率超65%，药店连锁率接近70%，药店行业仍有很大发展空间。

“十四五”药品零售行业目标规划

指标名称	目标	现状（2021年）
药品零售连锁企业	到2025年，5-10家超五百亿元	50-300亿元
药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额	65%以上	52.5%
药品零售连锁率	接近70%	55.3%

资料来源：商务部官网，东海证券研究所

CONTENTS

目录

01

连锁化率不断提升，品类日益多元化

02

政策多途径推动，处方外流持续兑现

03

它山之石：日本模式更具借鉴意义

04

上市公司多维度比较分析

05

重点上市公司简介

医药分业，处方外流打开药店发展空间

- 我国医药分业改革主要经历了3个阶段：**探索期**：允许处方外流，所有县级公立医院推进医药分开，取消药品加成；**推进期**：探索医院门诊患者多渠道购药，使零售药店逐步成为患者购药的重要渠道，探索将门诊药房剥离。**深化改革期**：患者可凭长期处方在零售药店购药，双通道药品可在符合条件的定点药店统一使用医保支付、报销政策，符合条件的定点药店可纳入统筹。

医药分业与处方外流的相关政策变化

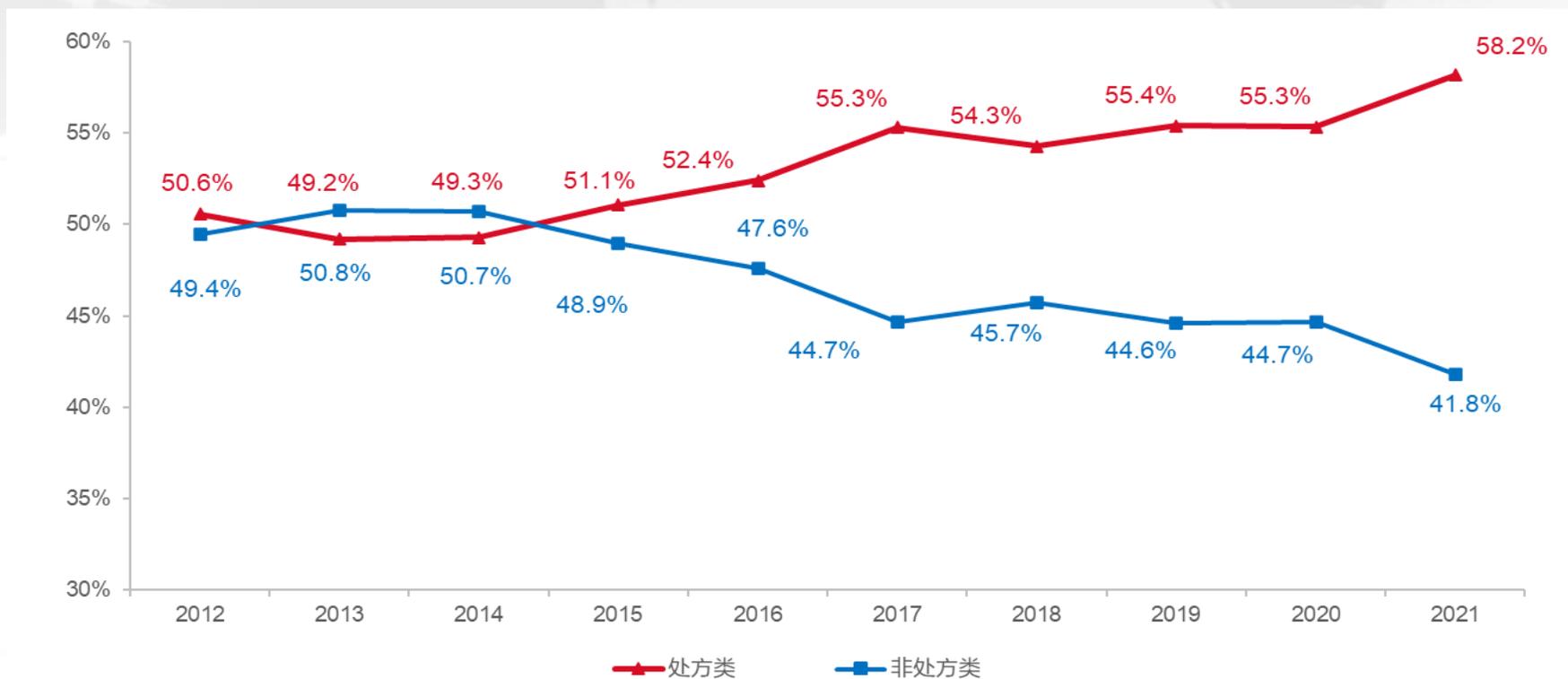


资料来源：中国政府网，中国药店，东海证券研究所

处方药销售占比持续提升

- 伴随系列政策持续落地，从零售药店药品销售结构数据来看，处方药占比持续提升，2021年药店销售的处方药占药品规模比重为58.2%，较2012年提升7.6个百分点。

近十年药店处方药与非处方药品销售占比



资料来源：中国药店，东海证券研究所

集采为药店引流增收

- 2019年，集采扩围意见提出，医保定点药店可自愿参加集采，且允许其适当加价，超出医保支付标准的部分由患者自付。2021年，《“十四五”全民医疗保障规划》明确鼓励定点药店参与集采。
- **集采落标品种及原研药销售成为连锁药店增收引流利器：**1) 药店购药品种更齐全。医院在集采实施后，基本只提供集采品种。院外零售药店市场成为未中标品种主要销售渠道，比如原来医院销售规模较大的落标品种和外资原研药都能给零售药房带来较大机会。2) 连锁药店采购议价能力强，集采品种定位为引流品种。3) 同价且更高可及性。连锁药店可及性远高于医院，且不需要挂号费和长时间排队，购药更便捷。

鼓励药店参与集采的相关政策

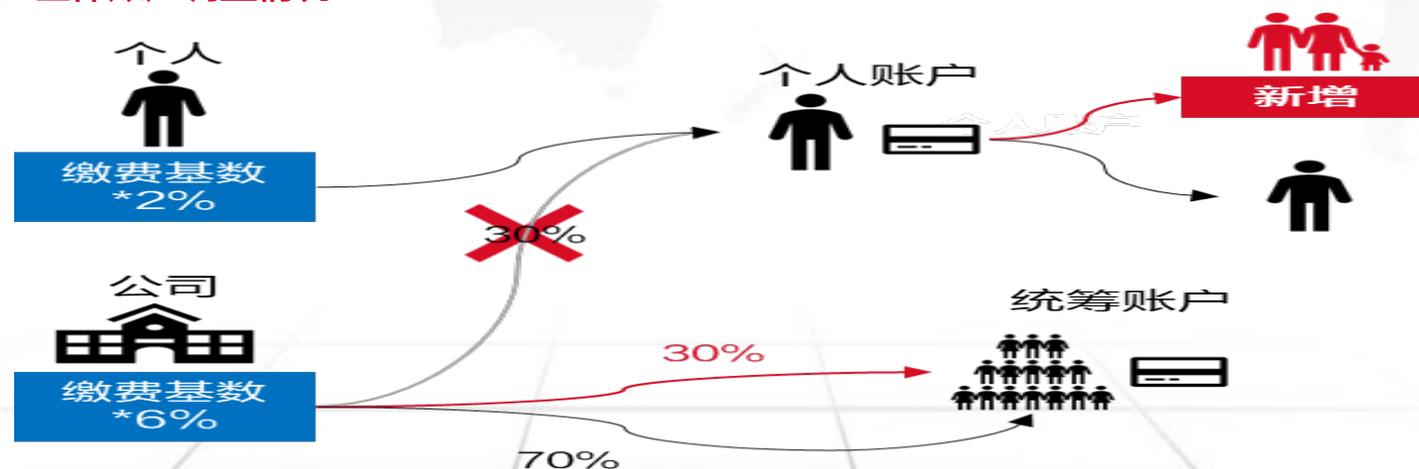
政策名称	机构	时间	主要内容
《“十四五”全民医疗保障规划》	国务院办公厅	2021年	明确鼓励定点零售药店参与集中带量采购
《关于国家组织药品集中采购和使用试点扩大区域范围的实施意见》	医保局等多部委	2019年	自愿参加集采扩围试点的医保定点零售药店药品用量可以参与带量采购、以量换价，允许适当加价，超出支付标准的部分由患者自付，其余由医保按规定报销

资料来源：中国政府网，东海证券研究所

医保账户结构调整，支付范围逐步扩充

- 2021年，《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》对职工医保账户进行调整，个人账户规模收缩，原在职职工单位缴纳的2%不再计入个人账户而全部计入统筹账户。各省级政府在2021年12月底前出台实施办法，指导各统筹地区推进落实，可设置3年左右的过渡期，逐步实现改革目标。
- **调整后：个人账户：**可实行家庭共济以支付直系亲属的医疗、医药及医保费用。新的制度功能转换，达到了共济保障、代际保障、提升管理效能的制度结果。**统筹账户：**逐步将门诊里多发病、常见病、慢性病、特病纳入支付范围；定点药店购入处方药，符合规定的纳入支付范围。
- 同年，《医保定点暂行办法》中在此明确统筹账户的对接，进一步促进了处方外流到药店。

医保账户调整情况



资料来源：《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》，东海证券研究所

双通道机制完善，药店医保品种扩围

- 2021年5月，《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理制度的指导意见》出台，明确医保谈判药品可在符合条件的药店购买并享受与医院相同的医保报销模式，细则由省级医保确定。零售端医保报销药品的扩容将给药房带来更大的市场空间，尚未进院的药品可在药店享受医保报销。同时，药店也可通过“双通道”承接国谈药品，进一步推动处方外流。“双通道”要求更严格的药店管控体系，对药店的医保管理、仓储冷链等提出了更高的要求，提高经营成本，头部连锁药店企业有望持续受益。

部分省市双通道政策情况

省市	发布时间	关键节点	药品收纳情况
安徽省	2021年6月	6月30日前，合肥在内的6个市；9月30日前，全省国谈药品“双通道”管理机制全面建立	收纳188种不同规格国家谈判药品
江苏省	2021年6月	-	收纳100种不同规格国家谈判药品
湖南省	2021年8月	本办法自2021年9月1日起施行，有效期五年	“双通道”单行支付目录共收录药品通用名180个，包括西药168个、中成药12个，共有药品商品名品种258个
山西省	2021年8月	各市要在8月底之前，将特药定点医药机构名单报省医保局备案	特药共139个，国家谈判药品中的36个药品纳入门诊慢特病用药范围，其他国家谈判药品按普通乙类药品管理
广东省	2021年9月	各地要于2022年1月1日前制定出台实施细则	收纳221种不同规格国家谈判药品
湖北省	2021年10月	自2021年11月20日起执行	包括罕见病、抗癌药等121个品种
河北省	2021年10月	2021年11月底前，各统筹区至少要按程序遴选确定1家“双通道”定点零售药店	收纳211种不同规格国家谈判药品
浙江省	2021年10月	11月底前，确保县（市、区）域内至少有1家“双通道”药店	中成药59种，西药162种，共221种
上海市	2021年11月	自2021年12月1日起执行	收纳96种不同规格国家谈判药品
云南省	2021年12月	自2022年3月起实行，6月底前，确保每个县（市、区）域内至少有1家“双通道”药店	明确国谈药品全部纳入“双通道”保障药品范围并动态调整。国谈品种数量增加至275个，收纳275种
山东省	2021年10月	各市在2022年5月底前将协议期内的谈判药品全部纳入“双通道”管理	将协议期内的275种国家医保谈判药品全部纳入

资料来源：各省医保局官网，东海证券研究所

定点药店纳入门诊统筹，处方加速外流

- 2023年2月，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》，积极支持定点零售药店开通门诊统筹服务，完善基金支付、结算与监管等相关规定，是继医保账户调整后进一步落实扩大统筹基金支付范围的举措，统筹对接推进超预期。本次鼓励药店开通统筹服务，明确定点医药机构可开具最长12周的长期处方，有望进一步加快处方外流。

关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知

大类	细项	主要内容
支持定点零售药店开通门诊统筹服务	符合条件的定点零售药店可	申请开通门诊统筹服务
定点零售药店门诊统筹支付政策	支付范围	确定起付标准、支付比例和最高支付限额等
	总额预算管理	探索建立定点零售药店门诊统筹总额预算管理
	强化管理	实行“有进有出”的动态管理
	费用审核结算	收到定点零售药店结算申请之日起30个工作日内完成医保结算
定点零售药店门诊统筹配套政策	加强药价协同	支持定点零售药店通过省级医药采购平台采购药品 鼓励自愿参与药品集中带量采购 倡导参考省级医药采购平台价格销售医保药品
	加强处方流转管理	定点医药机构可为符合条件的患者开具长期处方，最长可开具12周

资料来源：国家医保局，东海证券研究所

专业化增值服务凸显院外渠道价值

- **专业药房提供专业化增值服务，增加客户粘性，持续引流。**特药药房是特药及药剂师服务提供商，与顶尖药企、商保等机构合作，部分DTP还承担SMO职责。特药是高价值的处方药，通常是针对癌症及自身免疫性疾病等重疾的创新药。在特药的给药过程中，专业和可及的药剂师服务，如用药指导、随访评估、AE咨询及患者教育通常是确保用药依从性的必要手段。专业化服务提升患者的长期合作粘性，也为门店持续引流，带动普通药品的销售。
- **医改持续推动特药院外渠道需求增加。**伴随“零加成”、集采、医保谈判等医改政策持续推进，公立医院逐步降低药品费用在医疗总支出中的比重，部分高价值创新药未成功入院，高价值创新药物的处方越来越多地流入院外特药药房。

特药房服务价值链



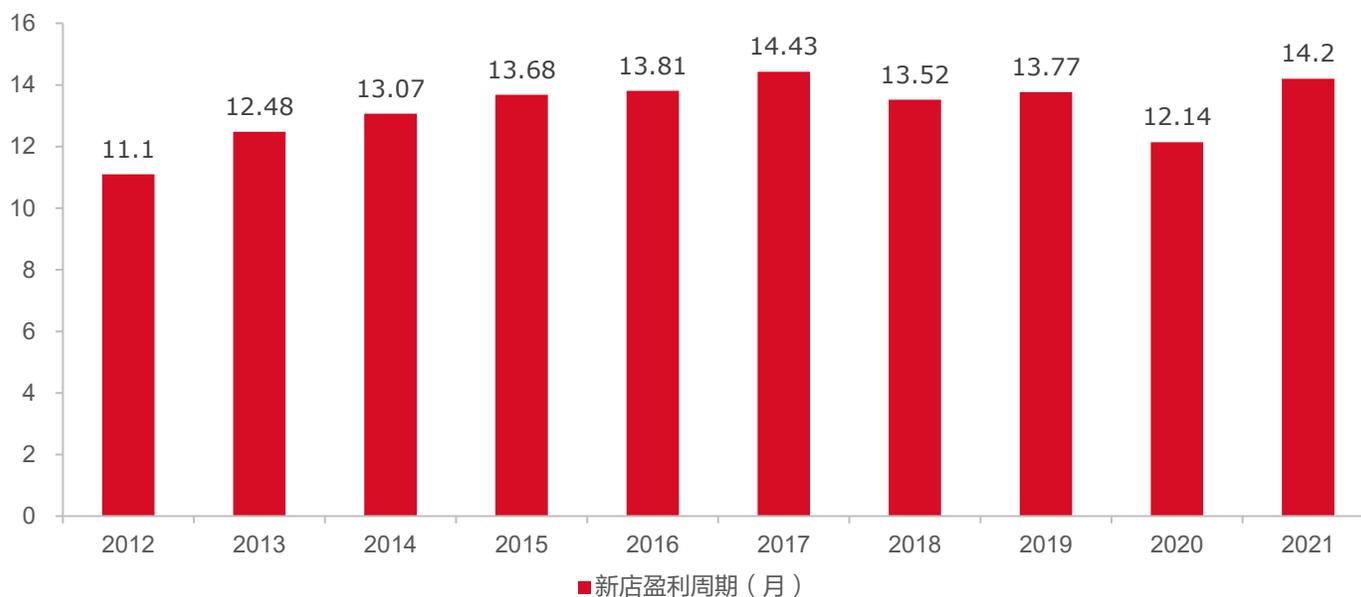
资料来源：思派健康招股说明书，圆心科技招股说明书，东海证券研究所

医保资质获取周期缩短，新开店或加快扭亏



- 2021年1月，《零售药店医疗保障定点管理暂行办法》发布，其中明确缩短新开药店获得医保的周期：“新开药店经营3个月即可申请医保定点；自受理申请材料之日起，评估时间不超过3个月”。此前，新开门店获得医保定点资格的周期多在1年以上，与新店盈利周期基本一致。药店拥有医保资质可获得更多药剂销售收入，获取医保资质为新开门店首要的目的之一，伴随医保资质获取周期缩短，缩短了新开门店的盈亏平衡周期，提高了公司资金效率，降低了自建门店对公司整体利润的影响。

新店盈利周期近十年变化



资料来源：中国药店，东海证券研究所

增值税普调，次新门店相应增利

- 特药特税。**为鼓励罕见病制药产业发展，降低患者用药成本，多部委颁布罕见病药品增值税政策；一般纳税人生产销售和批发、零售罕见病药品，可选择按照简易办法依照3%征收率计算缴纳增值税；对进口罕见病药品，减按3%征收进口环节增值税。
- 增值税普调，次新门店相应增利。**2023年，《关于明确增值税小规模纳税人免征增值税政策的公告》发布，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。新开药店及次新开药店基本符合上述条件享受上述免缴增值税政策。

相关税收减免政策

政策标签	政策名称	发布机构	时间	主要内容
罕见病与抗癌药品增值税减免	《关于罕见病药品增值税政策的通知》	财政部 海关总署 税务总局 药监局	2019年2月	首批21个罕见病药品和4个原料药，国内环节可选择按简易办法3%征收率计算缴纳增值税，进口环节按3%增收增值税
	《关于发布第二批适用增值税政策的抗癌药品和罕见病药品清单的公告》		2020年9月	发布第二批适用2019年增值税政策的罕见病与抗癌药品名单
	《关于发布第三批适用增值税政策的抗癌药品和罕见病药品清单的公告》		2022年11月	发布第三批适用2019年增值税政策的罕见病与抗癌药品名单
小规模纳税人减免增值税	《关于增值税小规模纳税人减免增值税等政策有关征管事项的公告》	税务总局	2023年1月	小规模纳税人发生增值税应税销售行为，合计月销售额未超过10万元的，免征增值税

资料来源：中国政府网，东海证券研究所

CONTENTS

目录

01

连锁化率不断提升，品类日益多元化

02

政策多途径推动，处方外流持续兑现

03

它山之石：日本模式更具借鉴意义

04

上市公司多维度比较分析

05

重点上市公司简介

美国：行业发展成熟，医药分业为自然演进

东海证券
DONGHAI SECURITIES

- **行业已发展成熟。**上世纪90年代，美国连锁药店企业之间、连锁药店与独立药店之间开始大规模的兼并活动，形成了多家跨地区的全国性药品连锁企业。目前，美国已是世界上最发达的药品零售市场。
- **美国医药分业为自然演进，药房为购药首选渠道。**美国与部分西方国家一致，在卫生体系建立之初，医师和药师就有各自的专业范围和业务内容。随着社会经济发展和科学进步，医学和药学专业人才向各自细分领域发展，形成医药分业的局面。由于实行医药分业的医疗体制，医院设住院药房而不设门诊药房，医院药师主要开展临床药学服务，门诊患者须到药店购药。药店药师会对处方先进行评价，形成到处方的监督机制。

美国药店行业发展历程简述

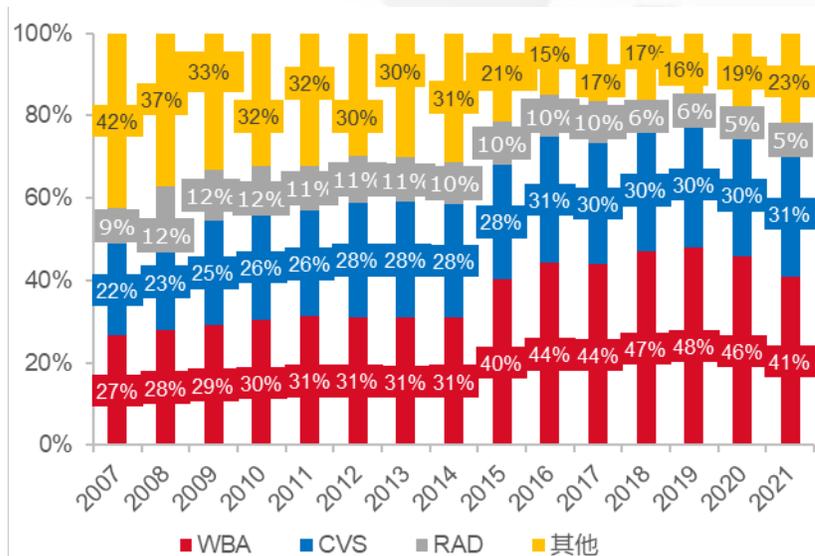


资料来源：健康界，东海证券研究所

美国：行业寡头垄断，CR3 ≈ 77%

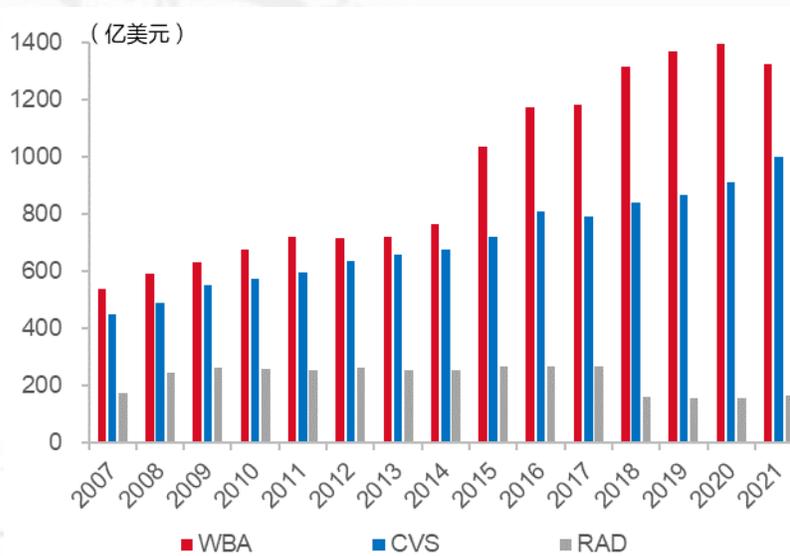
□ 2021年，美国连锁药店行业CR3达77%，市场高度集中下，药店在医药零售产业链中占据主导地位，对上游议价能力强。前三大连锁药店门店数量合计超过21,000家，前两大巨头零售收入均过千亿美元，其中最大的连锁药店公司CVS拥有9,740家门店。

美国连锁药店行业竞争格局演变



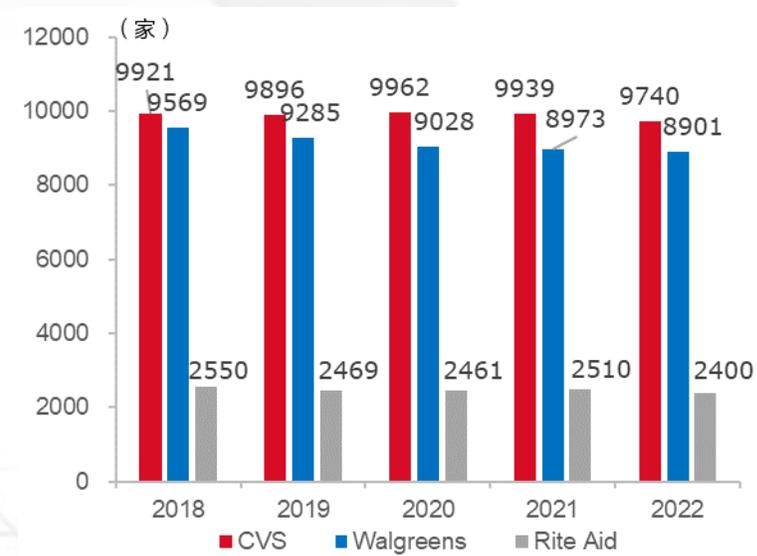
资料来源：Wind, statista, 东海证券研究所

美国药店三巨头零售收入



资料来源：Wind, 东海证券研究所

美国药店三巨头拥有药店数量



资料来源：公司公告, 东海证券研究所

美国：两大药房龙头经营情况概览

- 2022年，CVS、Walgreens两家美国药房龙头营业收入分别为3224.67、1327.03亿美元，毛利率分别为16.84%、21.30%，净利率分别为1.29%、3.06%。截至2023年4月18日，两家公司市值分别为977.72、306.98亿美元。

美国两大连锁药房企业情况概览

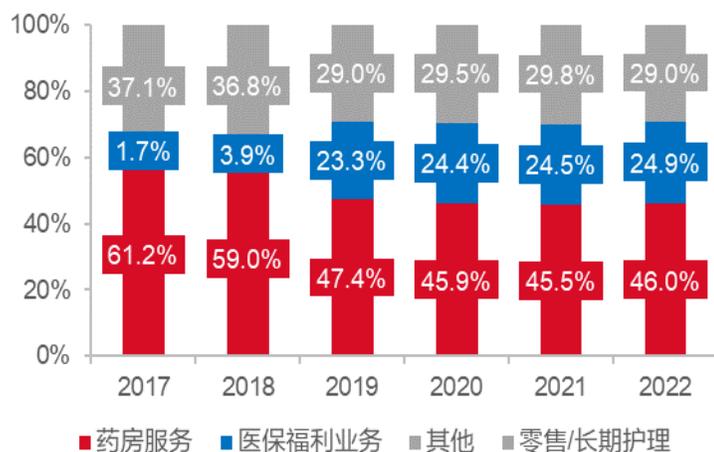
	CVS	Walgreen
证券代码	CVS.N	WBA.O
市值（亿美元）	977.72	306.98
营业收入（亿美元）	3,224.67	1,327.03
营业收入同比增长率	10.39%	0.15%
毛利（亿美元）	542.94	282.66
净利润（亿美元）	41.65	40.65
归属于母公司股东的净利润（亿美元）	41.49	43.37
归属于母公司股东的净利润同比增长率	-47.55%	70.61%
销售毛利率	16.84%	21.30%
销售净利率	1.29%	3.06%
净资产收益率-摊薄	5.84%	17.16%

资料来源：Wind，公司公告，东海证券研究所（市值统计截至2023年4月18日收盘价）

美国：药房业务、品类多元化

- 美国连锁药店基本都采取多元化经营模式。以CVS为例，2022年实现收入3224.67亿美元，其中药房服务、零售/长期护理、医保福利三大业务板块收入占比分别为46.0%、29.0%、24.9%。三大业务主要内容为：**药房服务**：提供全方位的药房福利管理（“PBM”）解决方案，并提供专科药房和输液服务、临床服务、疾病管理服务、医疗支出管理以及药房和/或其他行政服务。**零售/长期护理业务**：销售处方药、各种健康产品和日用百货，通过其MinuteClinic®无预约医疗诊所提供医疗保健服务，如医疗诊断测试、疫苗接种、长期护理、分发处方药，并为长期护理机构和其他护理机构提供咨询和辅助服务。**医保福利业务**：是美国领先的多元化医保福利提供商之一，提供医疗保险产品和服务。

CVS收入构成



资料来源：公司公告，东海证券研究所

CVS门店业务、品类多元化，如药品、日用品、护肤品等

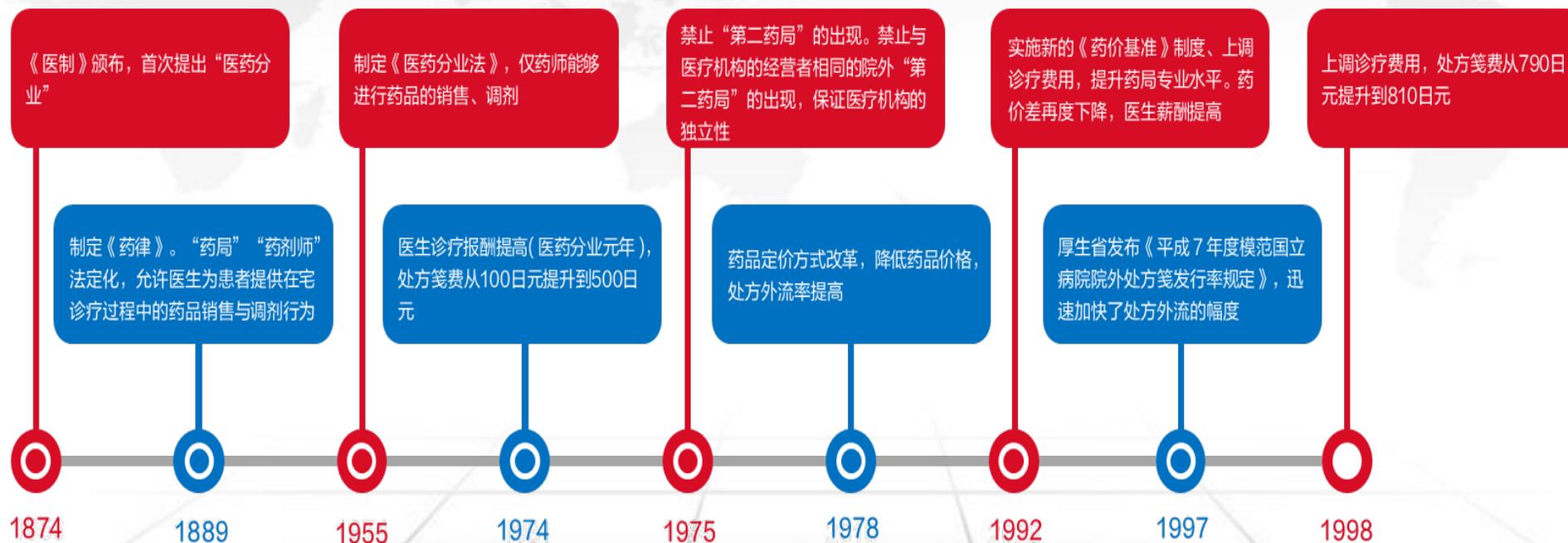


资料来源：公司公告，Google图片，东海证券研究所

日本：三管齐下实现医药分业

- 通过数十年时间实现了医药分业。日本自1874年开始数次立法要求医药分业未果。1974年起，日本政府通过三条途径实现医药分业：1) **提高医生薪酬**：1974-1998年三次提升医生诊疗费用与处方笺费；2) **降低药价**：1978-2000年八次限制药价增长幅度。3) **强制公立医院处方外流**：1997年，厚生省发文要求37家公立医院处方外流率达70%，处方外流显著提速。经过数十年渐进式改革，日本医药分业率由1974年的1%发展至2017年的72.2%。

日本推进医药分业改革之路

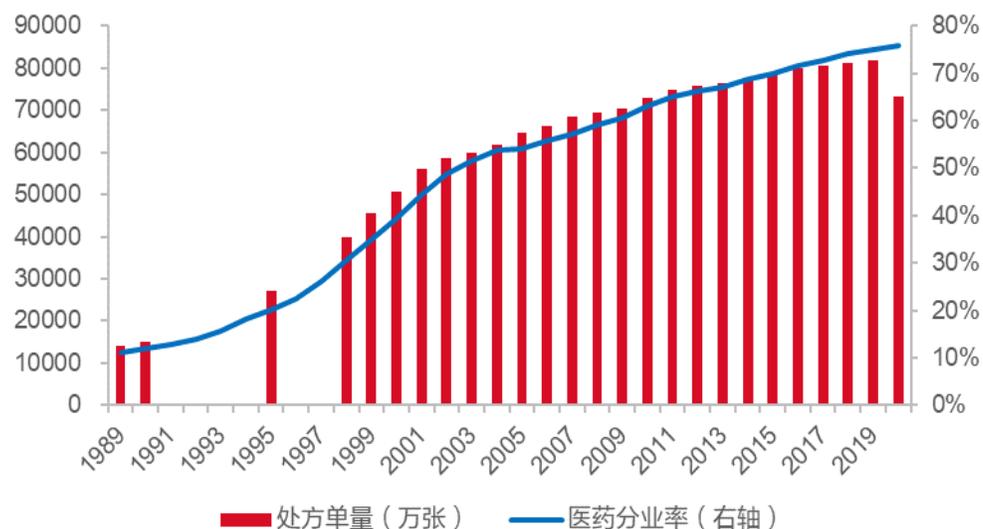


资料来源：《中国卫生经济》，东海证券研究所

日本：医药分业拉动处方药销售

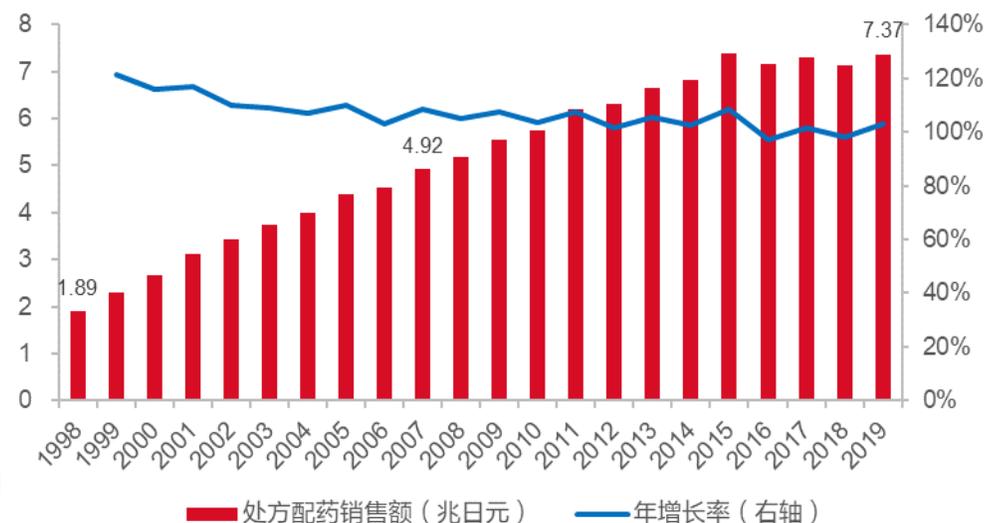
- 1997年，厚生劳动省向37家国立示范医院发出“达到70%以上的完全分业率”指导性方针，当年医药分业率为26.04%；次年医药分业率突破30%，医疗机构向院外发出的处方单为4亿张，处方药销售额为1.89兆日元。2007年，医药分业率达到57.02%，处方单量达到6.8亿张，处方药销售额为4.92兆日元；10年间(1998-2007)医药分业率提升82.95%，处方单量增长70.94%，处方药销售额增长160.32%。2019年，医药分业率达到74.90%，处方单量达到7.3亿张，处方药销售额为7.37兆日元；21年间（1998-2019），医药分业率与处方单量分别增长145.57%、104.51%。

日本处方外流率



资料来源：《中国卫生经济》，中国药店，东海证券研究所

日本处方配药销售情况

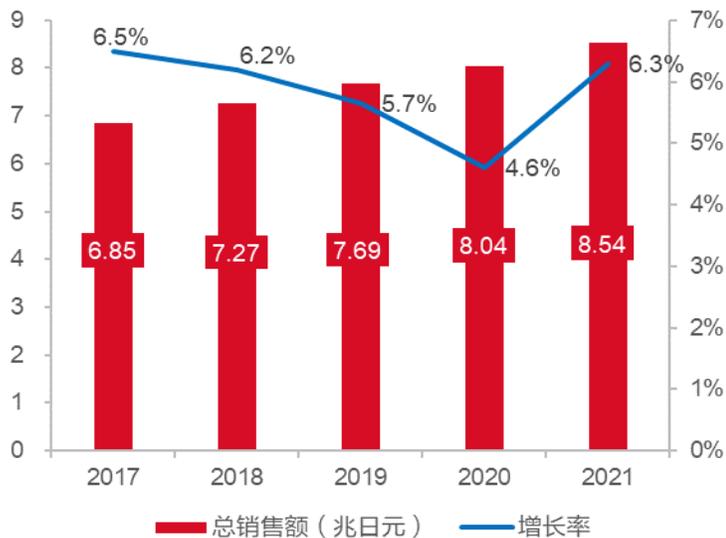


资料来源：中国药店，东海证券研究所

日本：行业趋近于寡头垄断，CR10 ≈ 68%

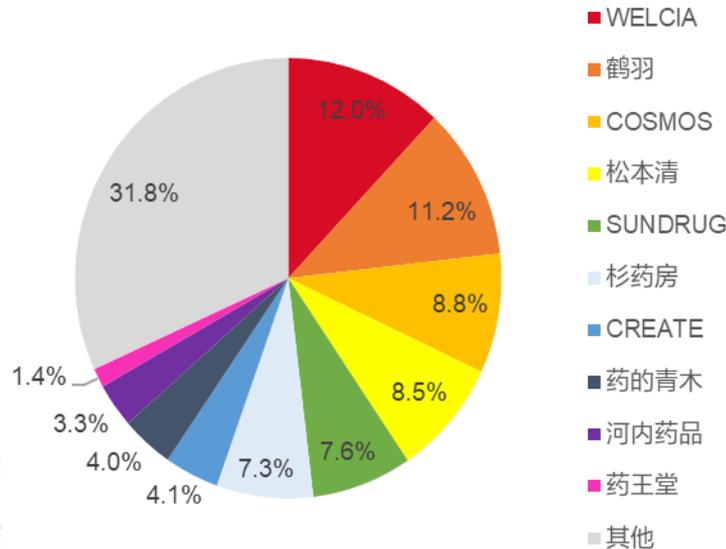
日本连锁药店行业趋近于寡头垄断，整体销售规模稳健增长。2017-2021年，日本药店行业总销售额从6.85兆日元增长至8.54兆日元，CAGR为5.7%。按销售额口径来看，2021年，日本Top 10连锁药店企业瓜分68.2%的市场份额；其中Top 1的WELCIA销售额为1.03兆日元，占据日本药店行业市场份额约12.0%。

近五年日本药店行业总销售额情况



资料来源：中国药店，东海证券研究所

2021年日本药店行业竞争格局（销售额口径）



资料来源：中国药店，东海证券研究所

2021年日本Top10药店销售额

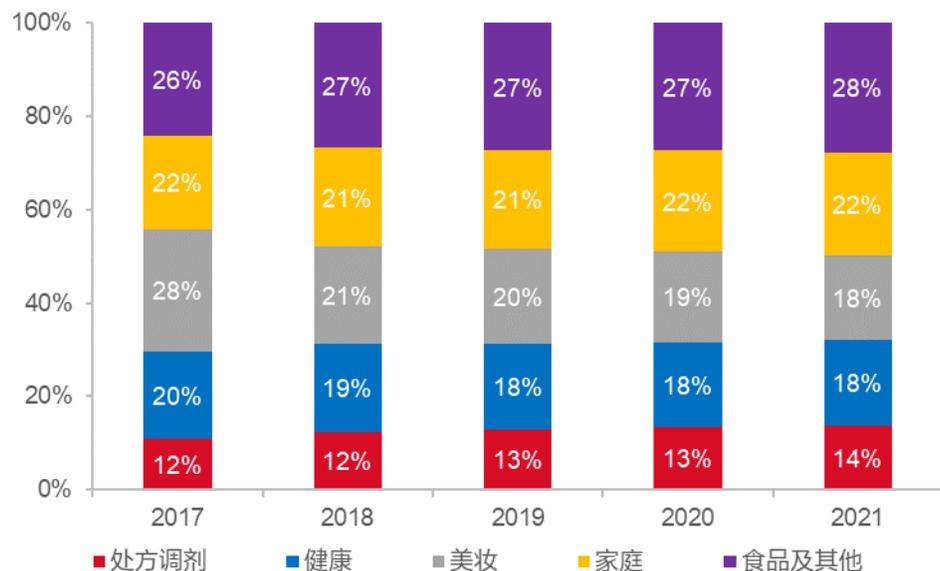


资料来源：中国药店，东海证券研究所

日本：药店≈小百货，行业天花板打开

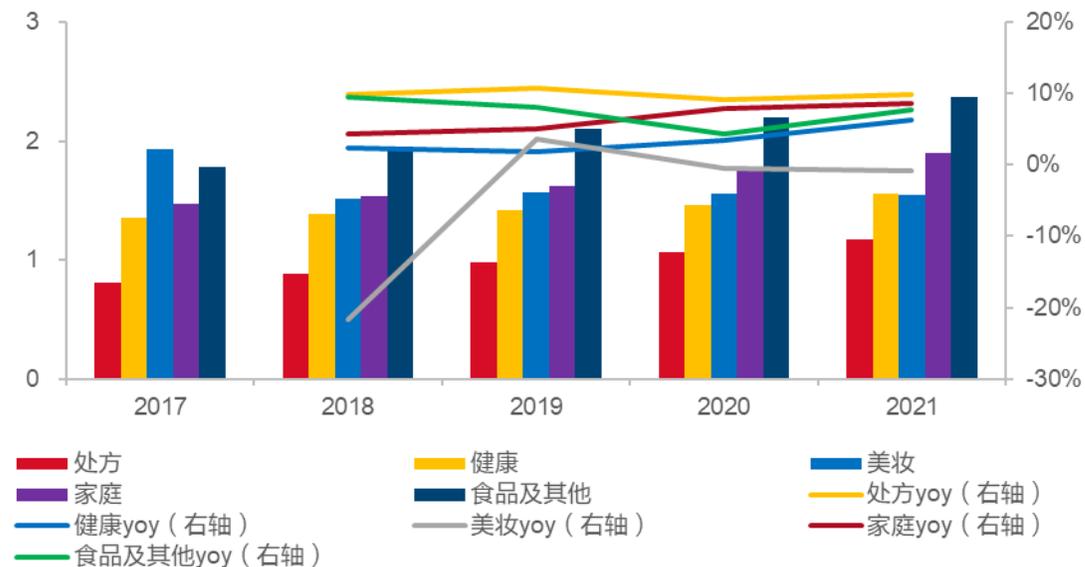
□ 日本医疗重心从治疗向预防转变以及日本国民的自我预防意识增强，医药零售业已从疾病产业转向健康产业，药店经营品类已涵盖药品、健康产品、化妆品及家庭用品等。2021年，在日本零售药店的商品类别销售构成中，处方调剂与健康产品合计仅占据32%的份额，美妆占据18%的份额，日用杂货和其他产品合计占据50%的份额。相较日本，我国药店销售品类相对单一，结构仍可优化，行业天花板仍有不断向上打开的空间。

近五年日本药店行业总销售额情况



资料来源：中国药店，东海证券研究所

近五年日本药店行业总销售额情况



资料来源：中国药店，东海证券研究所

CONTENTS

目录

01

连锁化率不断提升，品类日益多元化

02

政策多途径推动，处方外流持续兑现

03

它山之石：日本模式更具借鉴意义

04

上市公司多维度比较分析

05

重点上市公司简介

上市公司主要数据一览

□ 目前上市公司市占率仍然较低，竞争格局分散。2021年，大参林、益丰药房、老百姓、一心堂、健之佳、漱玉平民的市场份额分别为3.25%、3.00%、2.94%、2.63%、1.04%、1.01%。随着“十四五”目标持续推进，六大民营连锁药店上市公司有望凭借更强的品牌效应及资金优势持续扩张，进一步提升自身市场份额。

六家民营连锁药店上市公司主要数据一览

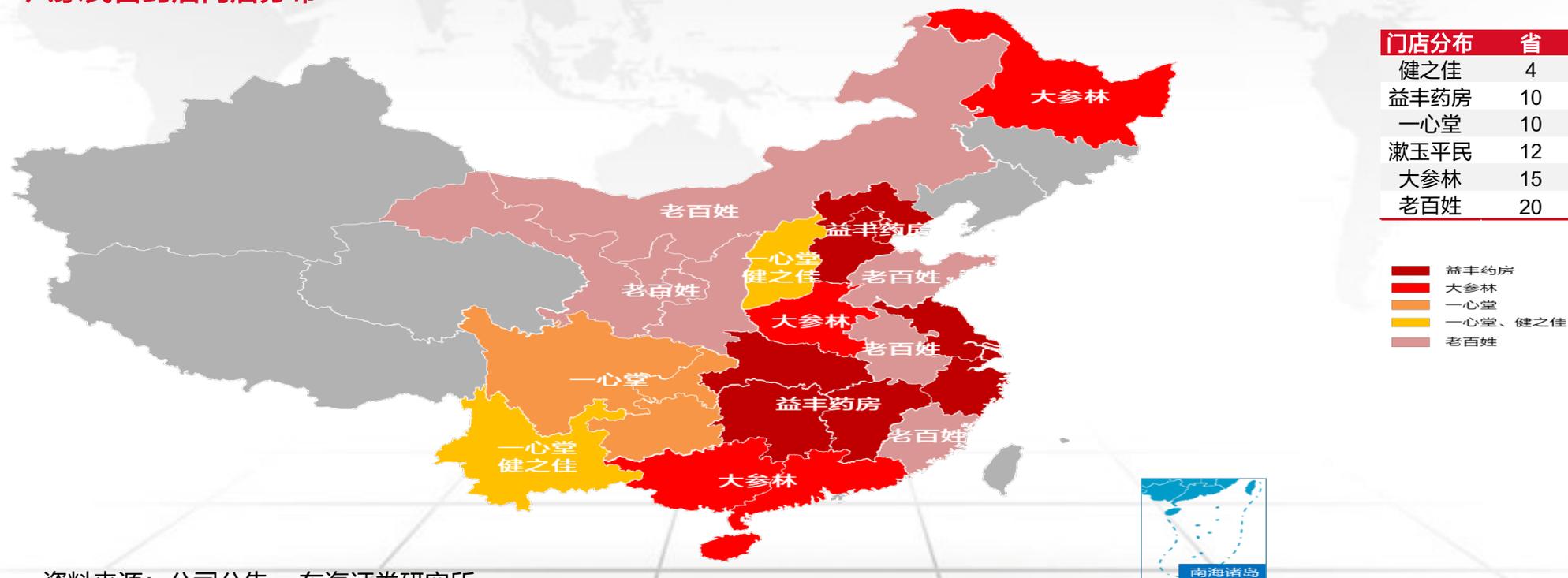
	益丰药房	大参林	老百姓	一心堂	健之佳	漱玉平民
上市时间	2015年2月	2017年7月	2015年4月	2014年7月	2020年12月	2021年7月
总市值（亿元）	370.60	341.10	202.32	191.56	73.14	81.03
营业收入（亿元）	153.26	167.59	156.96	195.61	52.35	53.22
零售收入（亿元）	140.87	152.85	137.91	123.51	48.63	47.53
市占率（%）	3.00%	3.25%	2.94%	2.63%	1.04%	1.01%
直营店数（家）	6877	7258	6129	8560	3044	2592
加盟店数（家）	932	935	2223	-	-	749
单店收入（万元）	246.59	248.25	224.68	155.65	159.72	216.48
单店毛利额（万元）	89.92	88.09	82.28	62.98	61.62	58.53
年坪效（万元/平方米）	2.15	2.85	2.15	1.49	1.45	1.86
毛利率	38.46%	36.41%	32.13%	36.96%	35.83%	28.51%
销售费用率	26.49%	25.46%	20.81%	25.37%	25.59%	22.02%
管理费用率	4.29%	5.49%	4.61%	2.74%	2.64%	2.98%
财务费用率	0.75%	1.02%	1.18%	0.69%	0.92%	0.54%
净利率	6.46%	4.80%	5.01%	6.29%	5.72%	2.15%
ROE	13.03%	14.61%	15.72%	15.04%	16.67%	6.71%

资料来源：公司公告，Wind，东海证券研究所（除总市值为2023年4月19日收盘数据，其余数据时间节点均为2021年）

上市公司深耕各自优势区域

- 六大民营药店上市公司新增门店主要以优势区域持续加密为主：大参林在华南具显著优势，截至2022年H1拥有直营门店合计6311家，市占率为7.5%；老百姓深耕华中、华东，均衡布局华北、西北；益丰药房深耕中南、华东，截至2022年H1分别拥有直营门店4810、3517家，两地市占率均接近5%；一心堂、健之佳深耕云南走向全国，截至22H1两家企业在云南省市占率分别为24.2%、12.4%；漱玉平民持续强化山东省内优势，截至2022年H1省内市占率为5.6%。

六家民营药店门店分布

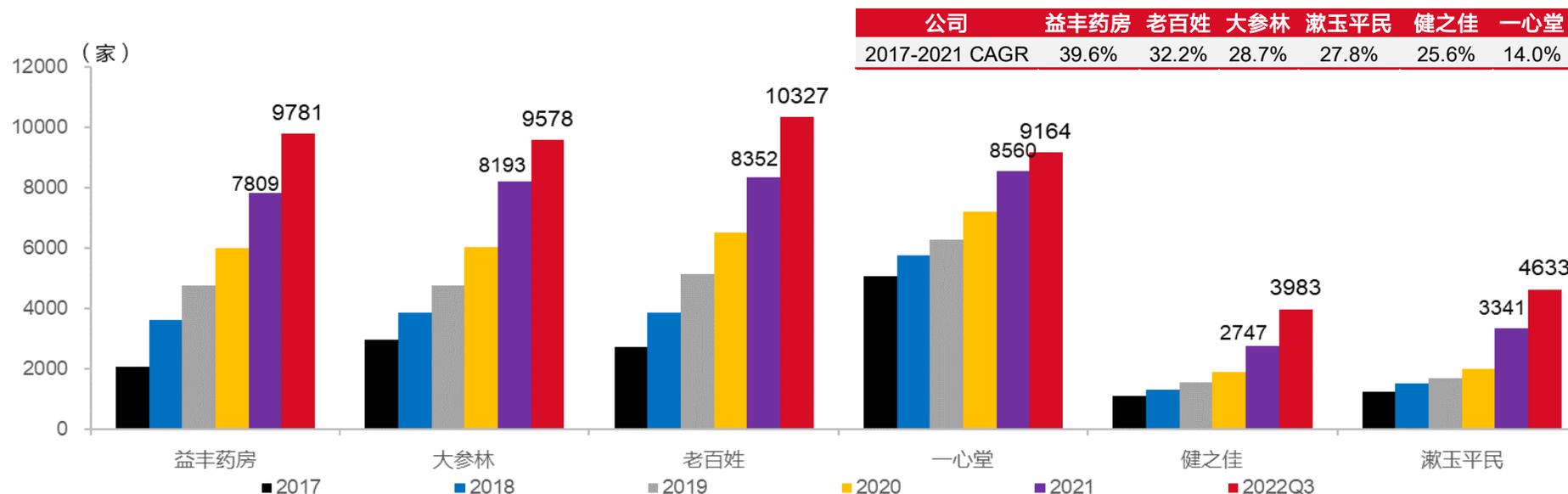


资料来源：公司公告，东海证券研究所

上市公司门店数量持续扩张

- 上市时间较早，投融资能力及品牌效应更强，四家公司拥有门店数量均超9000家。按照2022Q3门店数量排序分别为老百姓(10327家)、益丰药房(9781家)、大参林(9578家)、一心堂(9164家)；近年上市的漱玉平民与健之佳拥有门店数量相对较少，分别为4633家、3983家。
- 近5年六家上市公司持续扩张，益丰药房复合增速领先。2017-2021年，六家上市公司门店数量复合增速依序分别为益丰药房(39.6%)、老百姓(32.2%)、大参林(28.7%)、漱玉平民(27.8%)、健之佳(25.6%)、一心堂(14.0%)。

六家药店上市公司门店规模持续扩张

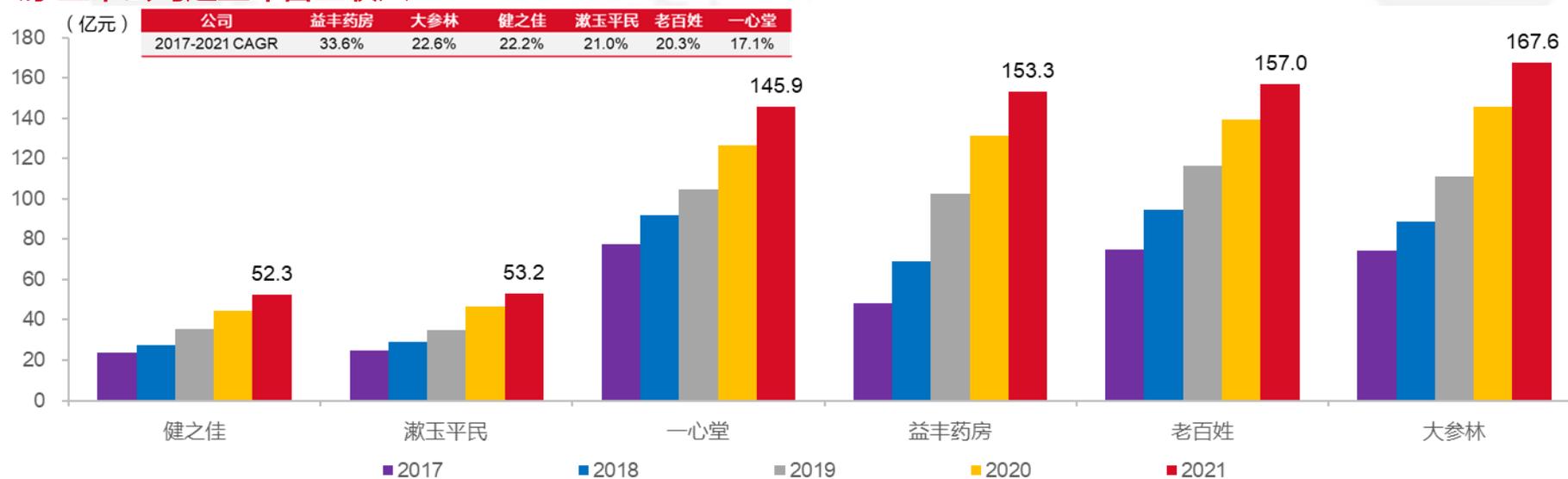


资料来源：公司公告，东海证券研究所

上市公司收入规模快速增长

- 收入规模持续扩张，四家连锁药店龙头年收入已超百亿。大参林(167.6亿元)、老百姓(157.0亿元)、益丰药房(153.3亿元)、一心堂(145.9亿元)，公司间营收差距较小；拥有门店数量较少的的健之佳与漱玉平民营收体量相对较小，2021年突破50亿元。
- 近5年六家上市公司营业收入快速增长，益丰药房复合增速领先。2017-2021年营业收入复合增速最高的为益丰药房(33.6%)，其次是大参林(22.6%)、健之佳(22.2%)、漱玉平民(21.0%)、老百姓(20.3%)，增速最低的为一心堂(17.1%)。

六家上市公司近五年营业收入



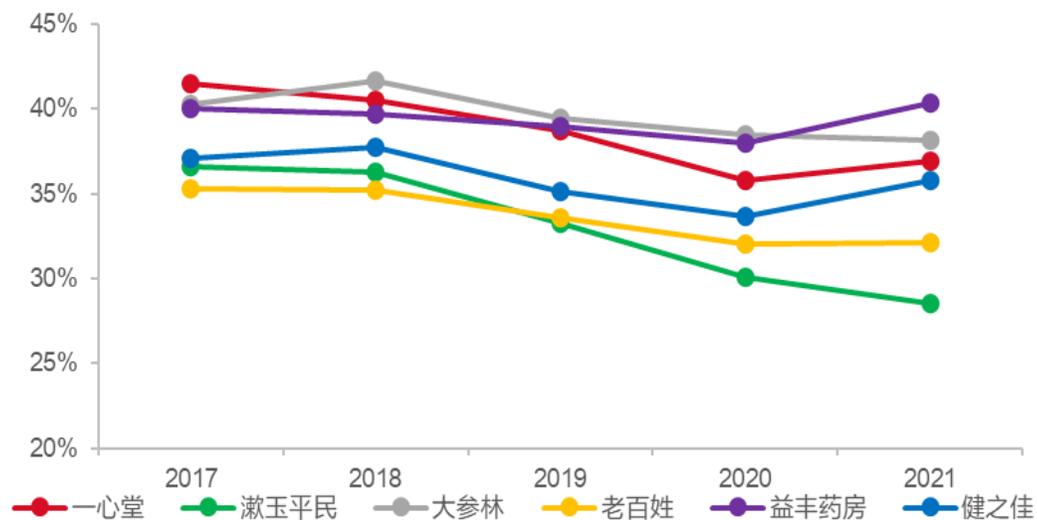
资料来源：Wind，东海证券研究所

盈利能力整体平稳，龙头相对较强

□ 大参林、益丰药房、一心堂盈利能力相对较强。近5年六家上市公司按平均毛利率排序：大参林(39.6%)、益丰药房(39.4%)、一心堂(38.7%)、健之佳(35.9%)、老百姓(33.7%)、漱玉平民(33.0%)；按平均净利率排序分别为益丰药房(6.4%)、大参林(6.2%)、一心堂(5.9%)、老百姓(5.3%)、健之佳(5.0%)、漱玉平民(3.7%)。

六家上市公司近五年毛利率情况

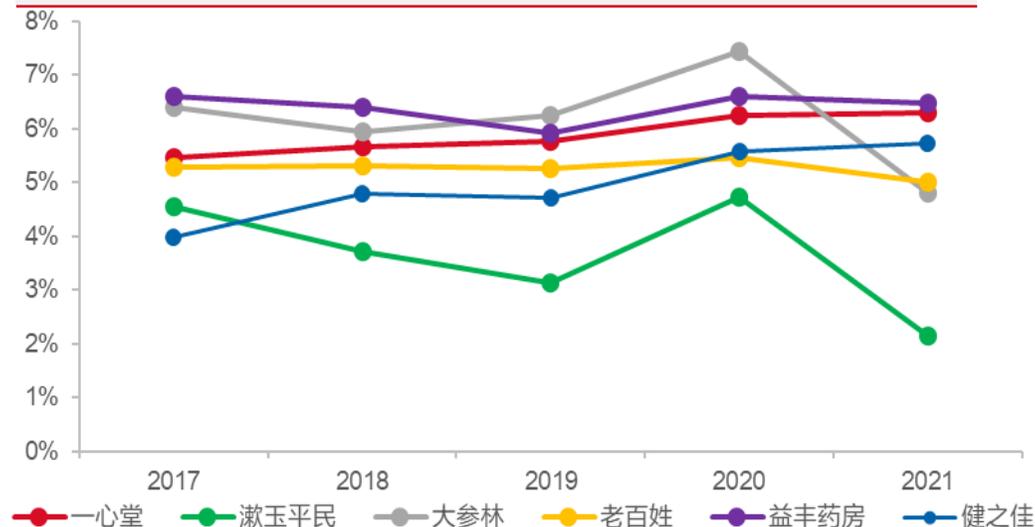
公司	大参林	益丰药房	一心堂	健之佳	老百姓	漱玉平民
平均毛利率	39.6%	39.4%	38.7%	35.9%	33.7%	33.0%



资料来源：Wind，东海证券研究所

六家上市公司近五年净利率情况

公司	益丰药房	大参林	一心堂	老百姓	健之佳	漱玉平民
平均净利率	6.4%	6.2%	5.9%	5.3%	5.0%	3.7%



资料来源：Wind，东海证券研究所

上市公司扩张优势—正循环实现强者恒强

- 上市公司具备多重优势实现正循环，强者恒强：1) 门店越多，收入与品牌效应越高，当地市占率越高，仓储、物流利用率更高；2) 门店越多，集团采购量越大，对上游的议价能力越强；3) 新增门店可直接复制集团内部标准化运营模式，有效降低试错成本，更快更稳的实现盈利。

连锁药店扩张优势分析

正反馈，螺旋上升，强者恒强



资料来源：东海证券研究所整理绘制

三种主要扩张模式的多维度分析

- **自建**：自建模式下需要集团自行做选址、可行性分析、收入利润测算、资金与人力投入等前期准备工作，且存在一般约14个月的扭亏周期，对集团的利润会造成一定的短期拖累；资金投入方面，通常在50万以下，相对并购模式前期投入节省近半；更适合在集团已有优势的地区，可凭借高效、专业、可复制的运营管理体系及品牌效应拓客引流、降低成本，并缩短扭亏周期。
- **并购**：被收购门店由于已存在一定存续期，较自建省去前期时间、金钱、人力成本，且由于地理位置具备收购价值，因此大多在收购完成后即产生收益，对集团带来的利润负面影响较小，适合新进入地区或尚未存在显著优势的地区。
- **加盟**：加盟店通常仅需要集团的品牌及药品分销支持，可管控力度最低，但对于集团基本无资金需求，且当期即产生收益，扩张速度最快，试用范围更广。

连锁药店扩张模式分析

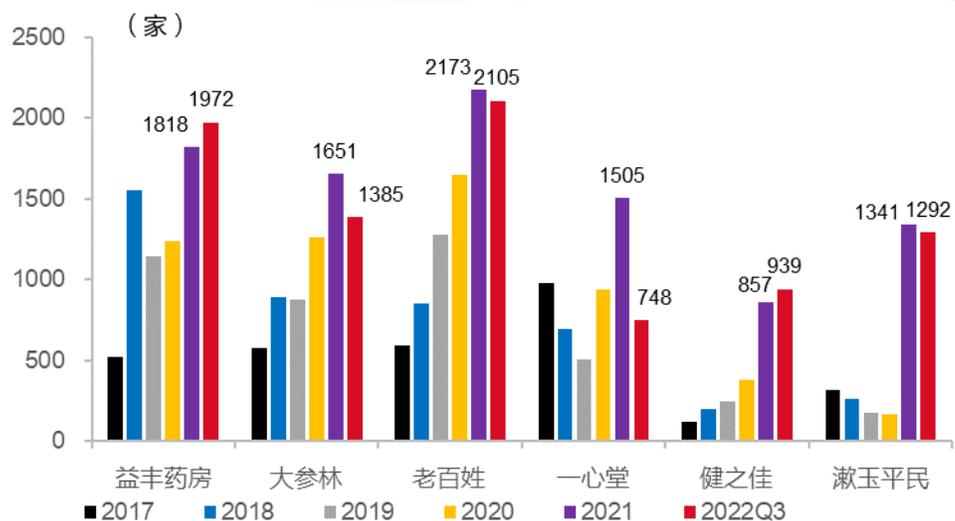
	自建	并购	加盟
资金需求	少，50万左右	多，100万左右	无
扭亏时间	亏损1.5年左右	大多数当期产生收益	当期产生收益
人力需求	强	中	较弱
总部管控能力	强	中	较弱
扩张速度	慢	中	快
适合区域	已有优势地区	新进入地区或尚未存在显著优势地区	适用范围较并购模式更广

资料来源：公司公告，东海证券研究所整理绘制

龙头扩张步伐领先，新上市企业加速发力

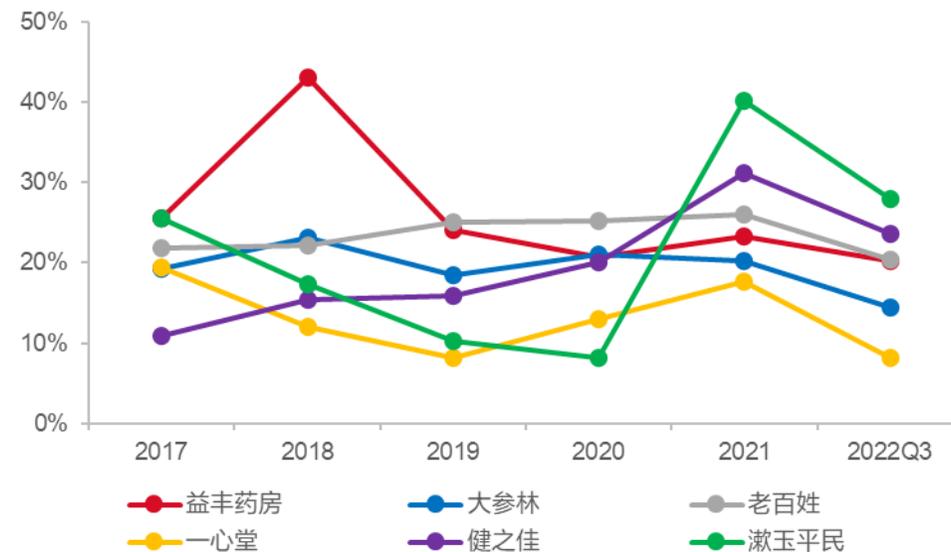
- 龙头扩张步伐领先，新上市企业加速发力。**六家上市公司每年净新增门店（含加盟、并购）数量加速增长，其中四家老牌上市公司扩张步伐领先，新上市的健之佳和漱玉平民在上市后显著加快扩张步伐。2021年老百姓、益丰药房、大参林、一心堂、漱玉平民、健之佳新增门店分别为2173、1818、1651、1505、1341、857家。
- 净新增门店占比加速提升，业绩增厚可期。**从2021年净新增门店占当期期末店数比例来看，健之佳、漱玉平民比例最高，分别为31%、40%；老百姓、益丰、大参林、一心堂的净新增比例分别为26%、23%、20%、18%。

六家上市公司近五年净新增门店数量加速增长



资料来源：公司公告，东海证券研究所

六家上市公司净新增门店占当期期末店数比例持续提升

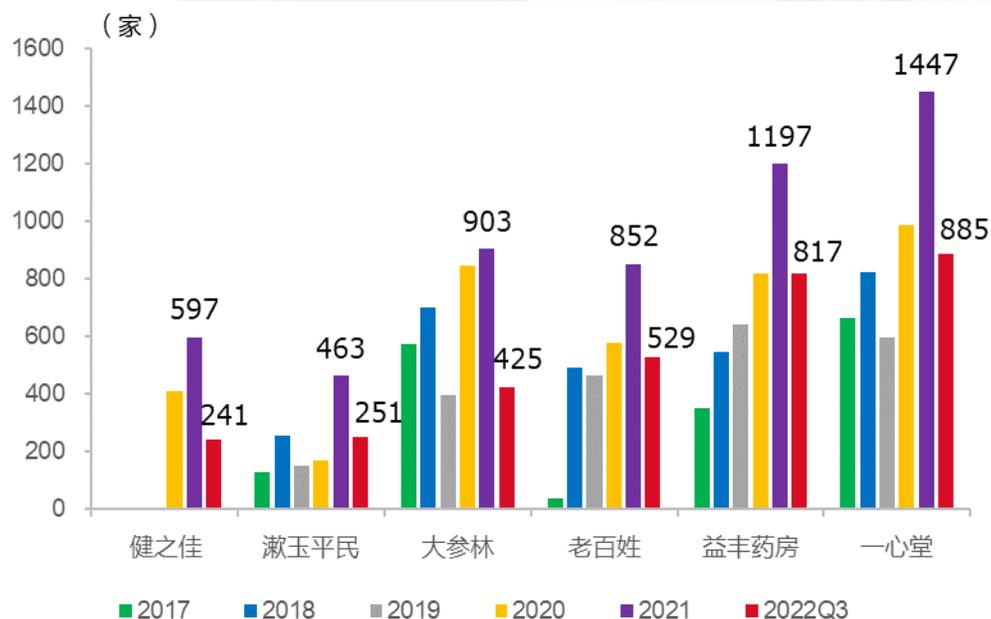


资料来源：公司公告，东海证券研究所

自建：直营店扩张的主要模式

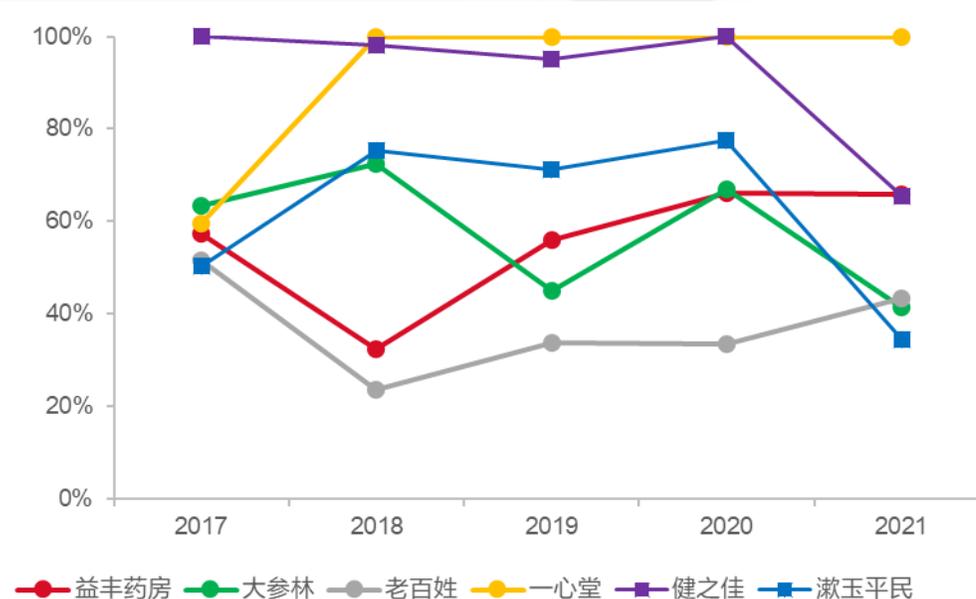
□ 一心堂专注直营，近几年的新增门店全部为自建；漱玉平民新增门店的自建比例相对最低。2021年自建门店数量排序分别为：一心堂(1447家)、益丰药房(1197家)、大参林(903家)、老百姓(852家)、健之佳(597家)、漱玉平民(463家)；2021年新增门店的自建比例排序分别为：一心堂(100%)、益丰药房(62%)、健之佳(56%)、大参林(40%)、老百姓(39%)、漱玉平民(34%)。

六家民营药房上市公司近五年新增自建门店数量



资料来源：公司公告，东海证券研究所

六家民营药房上市公司自建门店数占当期新增门店数比重

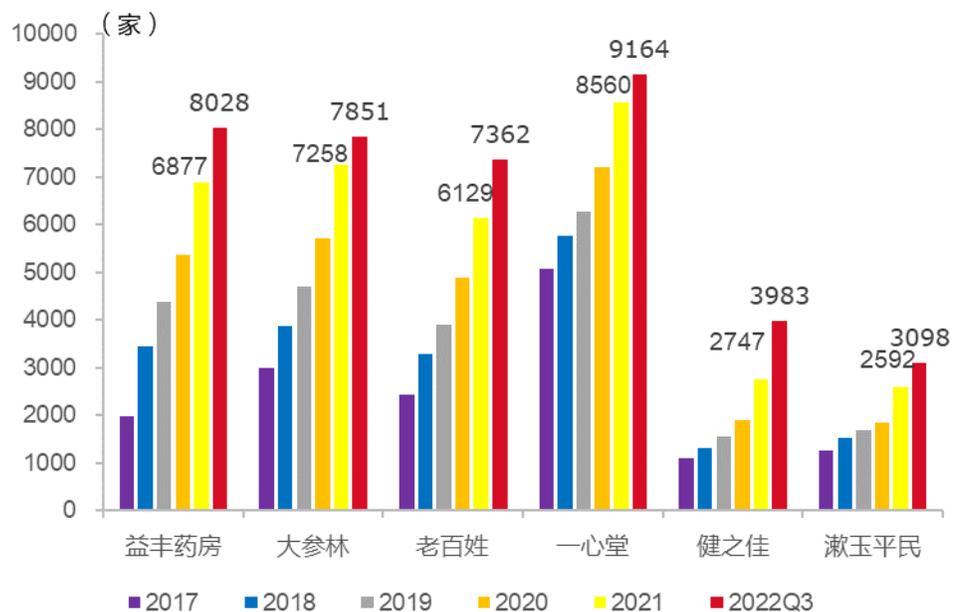


资料来源：公司公告，东海证券研究所

直营店持续增长，医保门店占比稳步提升

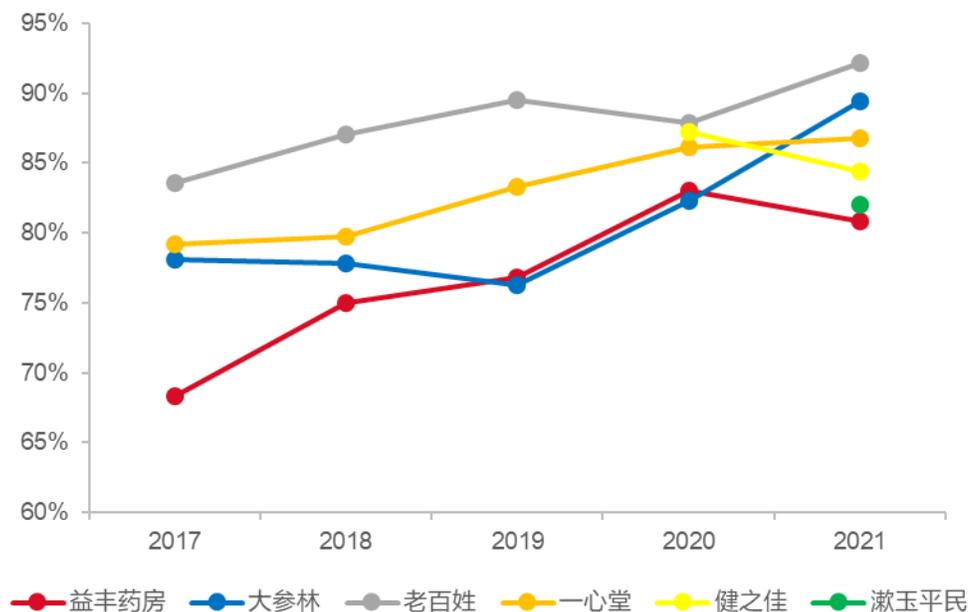
□ 六家上市公司直营店数量稳步增长，医保资质门店占比加速提升。截至2022Q3，一心堂、益丰药房、大参林、老百姓、健之佳、漱玉平民分别拥有直营店9164、8028、7851、7362、3983、3098家。2021年，按直营店获得医保资质门店占比排序分别为：老百姓(92%)、大参林(89%)、一心堂(87%)、健之佳(84%)、漱玉平民(82%)、益丰药房(81%)。

六家上市公司近五年直营门店数量



资料来源：公司公告，东海证券研究所

六家上市公司直营店中获得医保资质门店占比

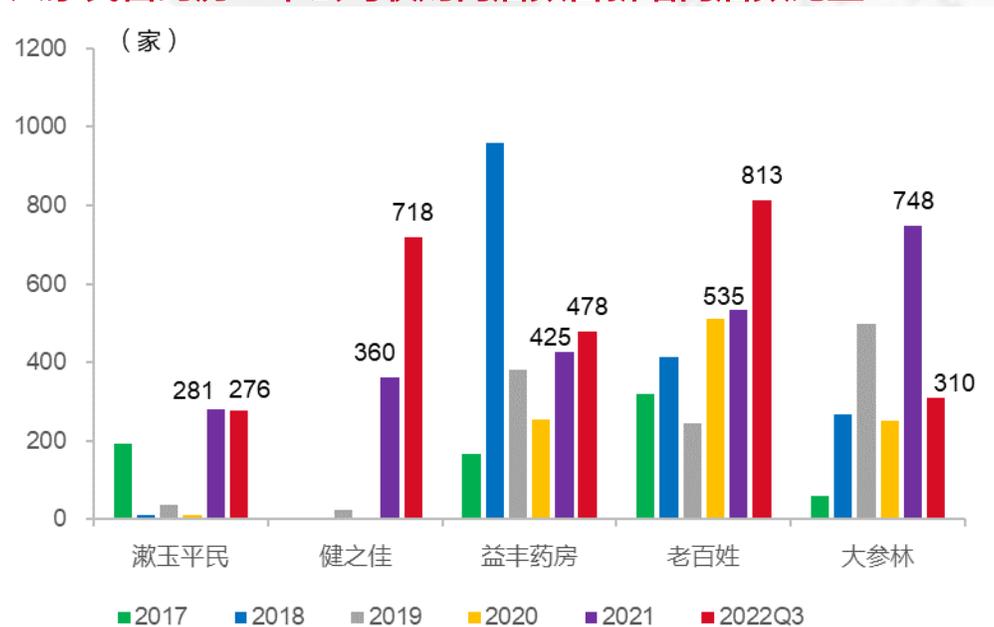


资料来源：公司公告，东海证券研究所

并购：快速占领非优势区域

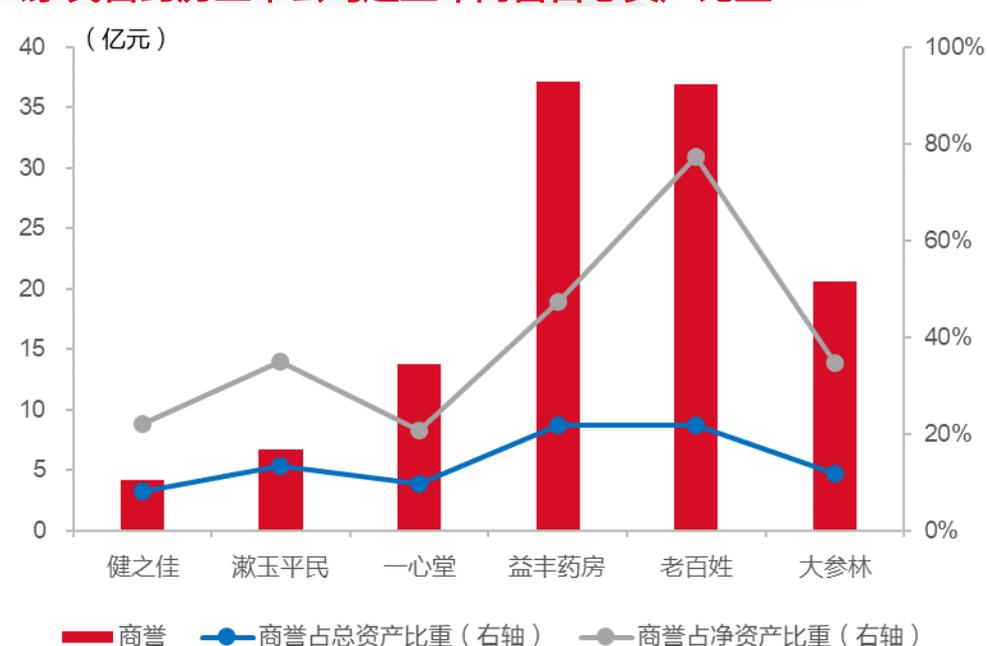
□ 并购模式可快速提升非优势区域的市占率，且基本当期实现盈利，但商誉也会快速实现增长。2017-2022Q3期间，老百姓、益丰药房、大参林累计并购门店数量最多，分别为2832、2664、2130家；商誉分别为37.0、37.2、20.6亿元，商誉占净资产比重分别为77.3%、47.3%、34.7%。截至2022年Q3老百姓、健之佳、益丰药房、大参林、漱玉平民分别并购门店813、718、478、310、276家。

六家民营药房上市公司收购门店数占新增门店数比重



资料来源：公司公告，东海证券研究所

六家民营药房上市公司近五年商誉占总资产比重

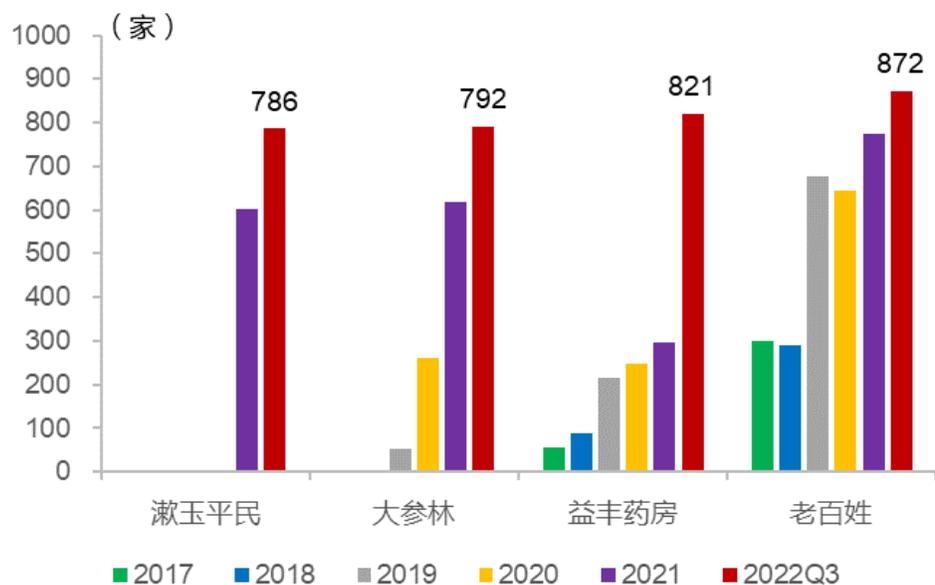


资料来源：Wind，东海证券研究所

加盟：四家公司开启加盟模式

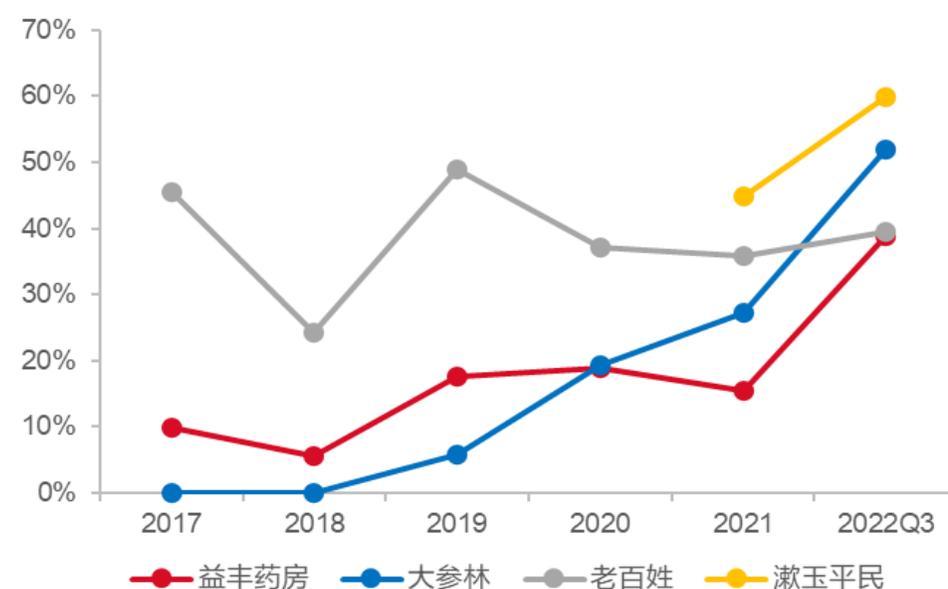
老百姓、益丰药房、大参林、漱玉平民均开启了加盟模式，加盟店在当期新增门店占比均呈抬升态势。2022年Q3老百姓、益丰药房、大参林、漱玉平民的加盟店分别为872、821、792、786家，加盟店在当期新增门店占比分别为39%、39%、52%、60%。发展加盟业务有助于集团实现快速扩张，提升品牌知名度，提高优势区域的市场占有率，尤其是下沉市场；但弊端则是难以掌控。

四家上市公司加盟门店数量逐年提升



资料来源：公司公告，东海证券研究所

四家上市公司加盟门店占新增门店数比重

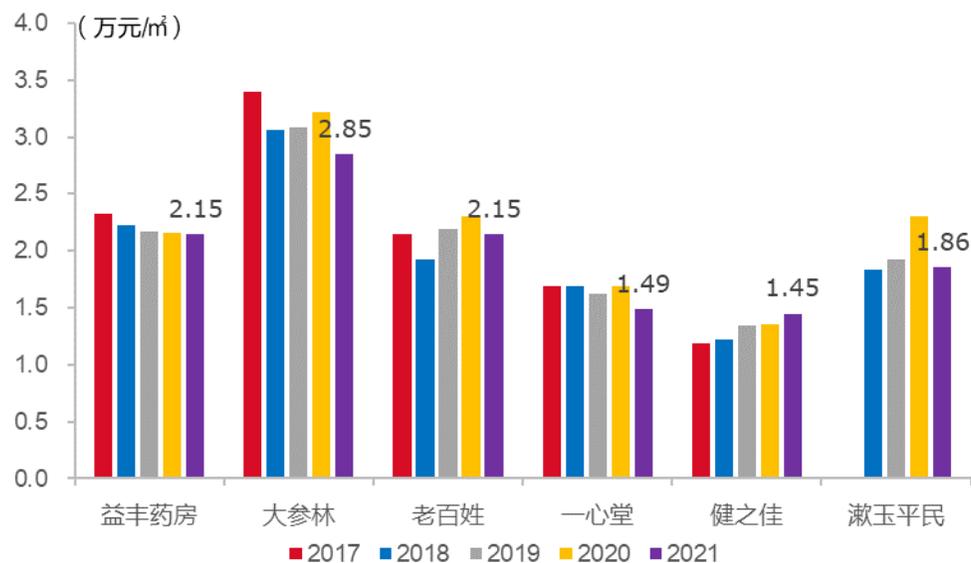


资料来源：公司公告，东海证券研究所

坪效相对平稳，人效稳步提升

- 近5年六家上市公司年坪效基本保持稳定，大参林稳居第一。2021年六家公司按年坪效排序分别为：大参林、老百姓、益丰药房、漱玉平民、一心堂、健之佳，每平方米销售收入分别为2.85、2.15、2.15、1.86、1.49、1.45万元。其中，大参林的坪效最高，我们预计主要与广东省区域经济发达且当地对高毛利的中药材偏好有关。
- 近5年六家药房人效稳步增长，老百姓居行业领先。2021年六家公司按人效排序分别为：老百姓、益丰药房、健之佳、大参林、漱玉平民、一心堂，每人每年销售额分别为59.0、50.1、48.3、48.1、46.0、43.2万元。

六家上市公司近五年坪效情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

六家上市公司近五年年均人效情况

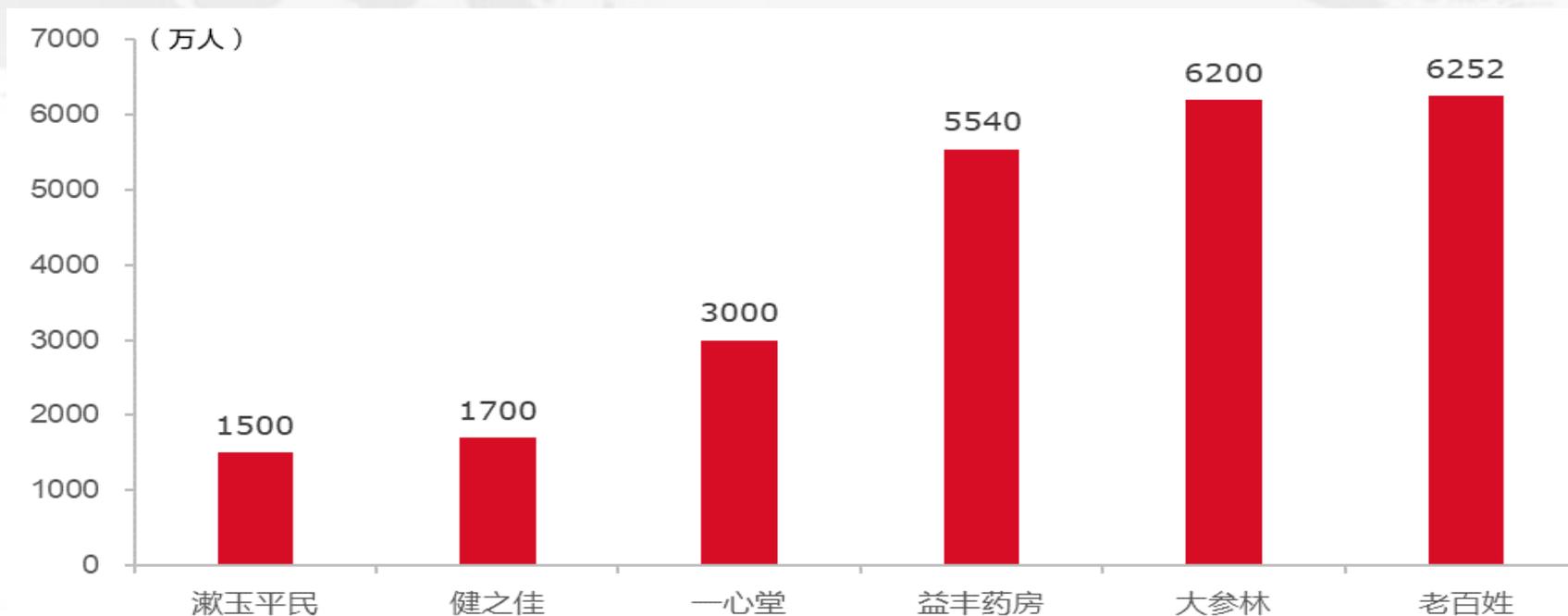


资料来源：公司公告，东海证券研究所

注重客户粘性，会员人数千万级

- 会员制有利于提升患者粘性，六家上市公司合计拥有会员近2.42亿人次。随着上市公司的门店数量增长、门店功能性提升，上市公司相继实施会员管理，品牌及规模效应持续体现。2021年，六家上市公司按拥有会员数排序分别为：老百姓、大参林、益丰药房、一心堂、健之佳、漱玉平民，分别拥有6252、6200、5540、3000、1700、1500万会员。

六家上市公司2021年会员人数

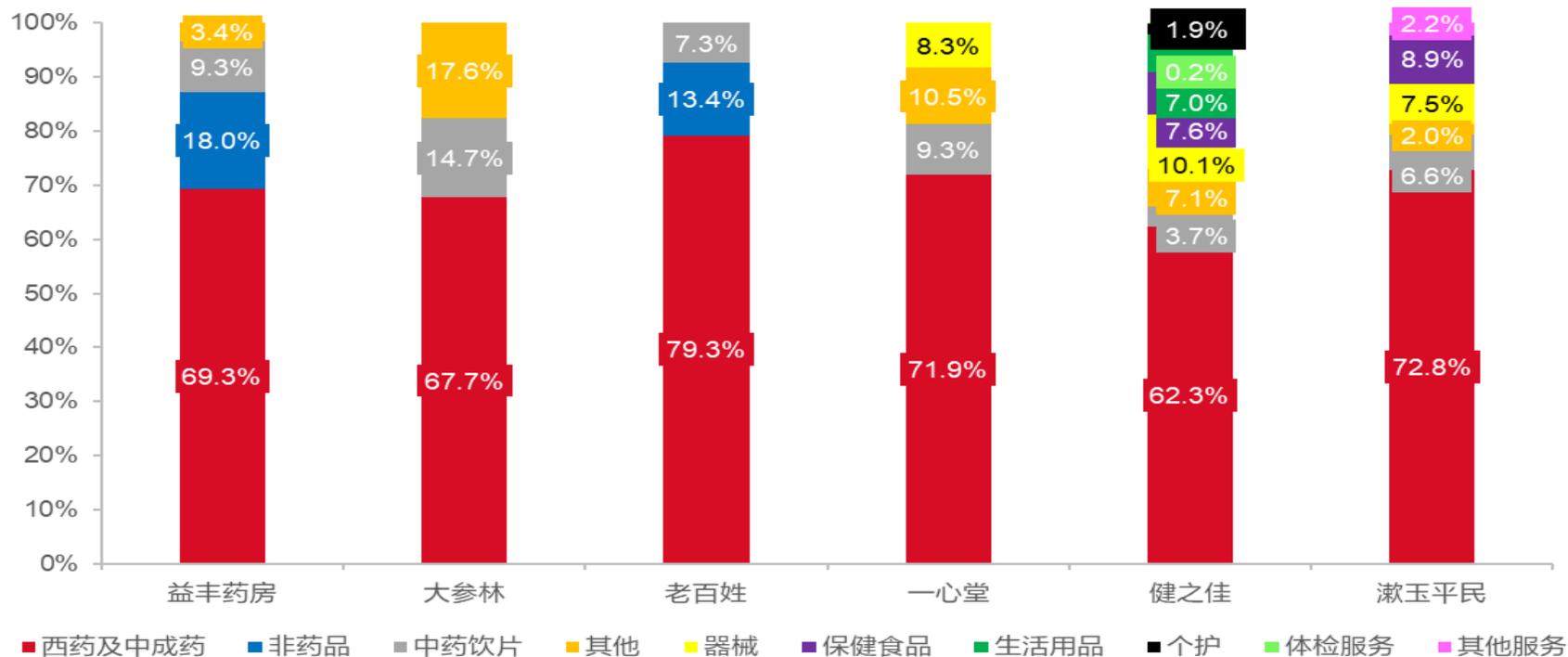


资料来源：公司公告，东海证券研究所

销售品类持续多元化

□ 上市公司销售品类多元化，健之佳品类相对更丰富。中西成药是零售药店最重要的销售品种，基本占整体销售额的60%–80%；2021年六家上市公司按成药占销售收入比重排序分别为：老百姓、漱玉平民、一心堂、益丰药房、大参林、健之佳。根据上市公司年报口径统计，销售品类最多元化的为健之佳，销售品类达7种，分别为成药、中药饮片、器械、保健食品、生活用品、个护、体检服务等。

六家上市公司2021年销售品类占比



资料来源：公司公告，东海证券研究所

CONTENTS

目录

01

连锁化率不断提升，品类日益多元化

02

政策多途径推动，处方外流持续兑现

03

它山之石：日本模式更具借鉴意义

04

上市公司多维度比较分析

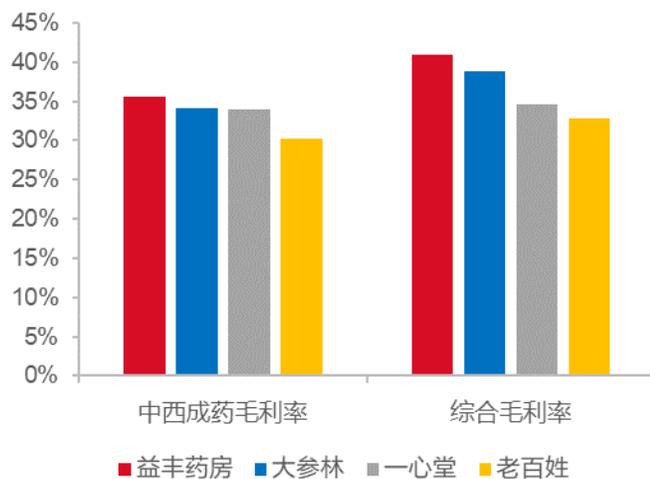
05

重点上市公司简介

益丰药房：精细化管理典范

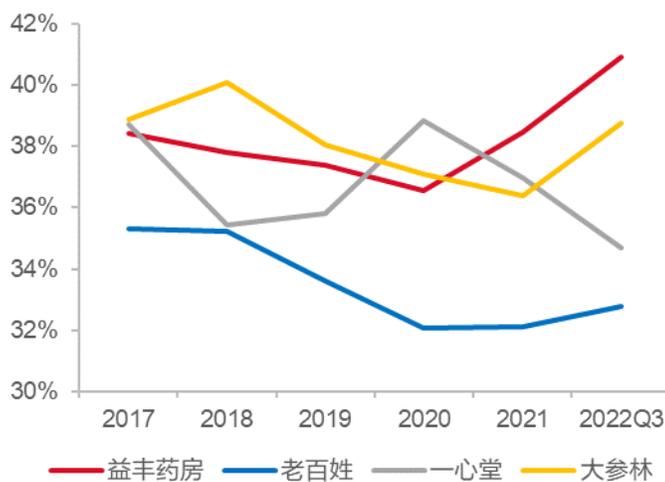
□ 公司是药店零售行业内的精细化管理典范。产品方面，公司中西成药毛利率远高于其他公司，拉动公司综合毛利率提升，截至2022Q3，公司中西成药、综合毛利率均为四家大型连锁药店最高。公司销售净利率高于老百姓、一心堂和大参林，截至2022Q3，公司净利率已达到6.87%。门店方面，公司建立了旗舰店、区域中心店、中型社区店和小型社区店的多层次门店网络布局，其中社区店6633家，占比86.32%，实现市场下沉。

2022Q3四大连锁药店产品毛利率



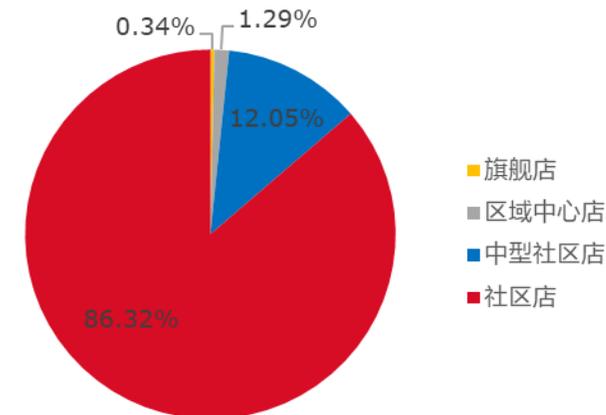
资料来源：各公司公告，东海证券研究所

2022Q3四大连锁药店销售净利率



资料来源：各公司公告，东海证券研究所

2022Q3公司直营门店情况

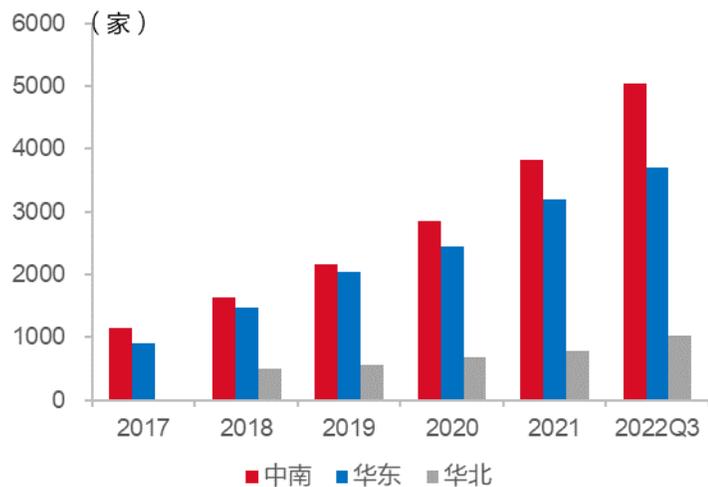


资料来源：公司公告，东海证券研究所

益丰药房：精细化管理典范

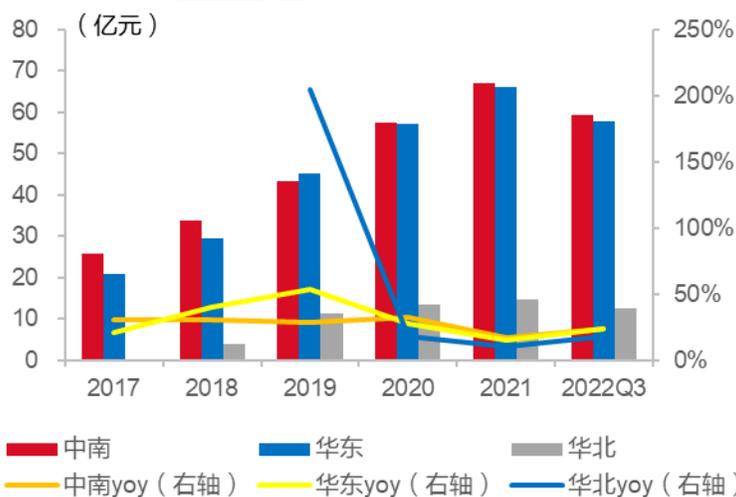
□ **深耕中南、华东区域。**公司专注于中南、华东区域发展，2017-2021年公司在中南、华东地区广泛布局，门店数量持续上升，截至2021年，中南、华东地区门店数量已达到7105家，营业收入占比达到86.96%，中南地区毛利率高于公司综合毛利率，是公司主要的收入来源地区。

2017-2022Q3公司分地区门店数量



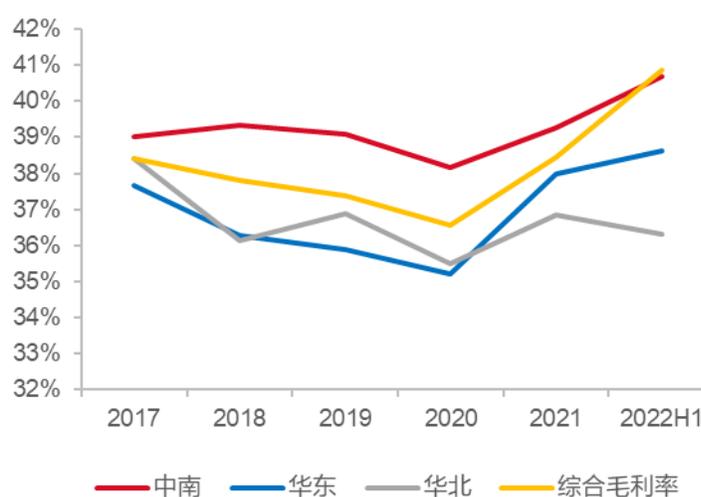
资料来源：公司公告，东海证券研究所

2017-2022Q3公司分地区营收



资料来源：公司公告，东海证券研究所

2017-2022Q3公司分地区毛利率

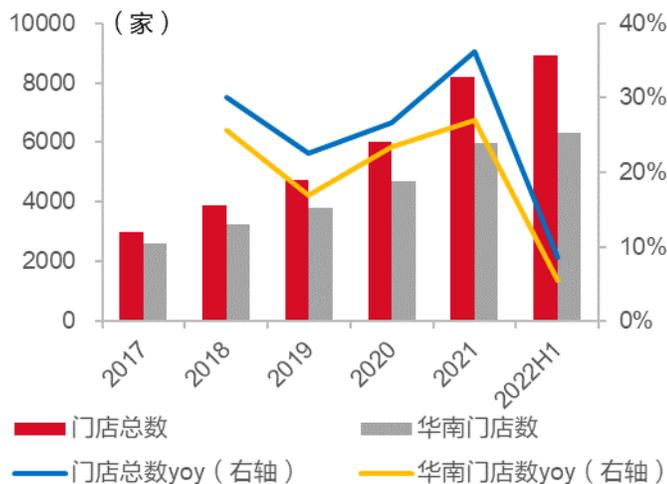


资料来源：公司公告，东海证券研究所

大参林：深耕华南，地利人和

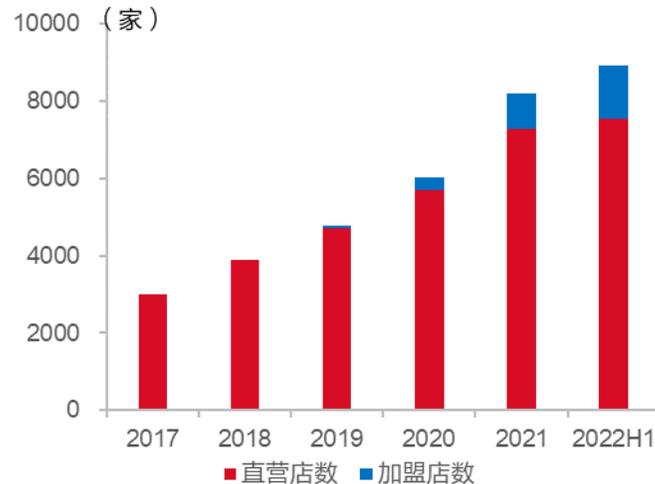
- 公司通过直营、加盟模式持续加密布局优势区域。公司自2020年起开展加盟业务，截至2022年上半年，公司拥有加盟门店1376家，直营门店7520家；其中，华南区域门店6311家，占全国门店70.9%。
- 华南区域贡献公司主要业绩。随着优势区域持续加密布局，华南地区收入和毛利率稳步增长，拉动公司整体收入与毛利率持续抬升。2021年，公司华南地区实现营业收入128.1亿元、毛利润48.6亿元，分别贡献公司整体营收及毛利润的76.4%、76.0%。

2017-2022H1公司门店数量情况



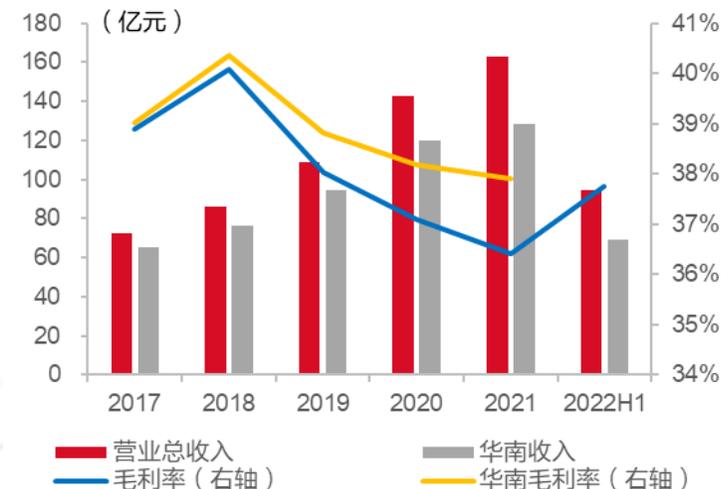
资料来源：公司公告，东海证券研究所

2017-2022H1公司直营门店数量情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

2017-2022H1公司营业收入及毛利率

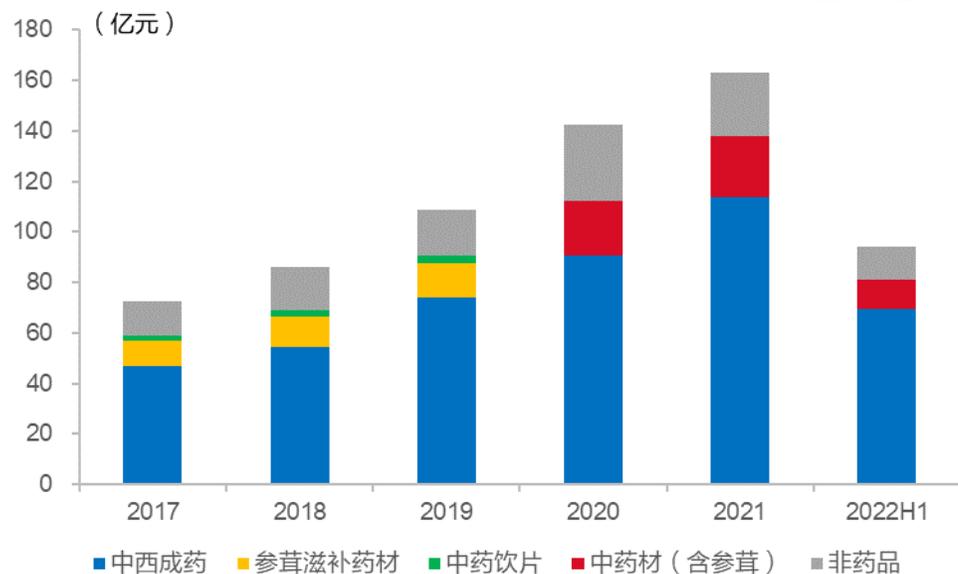


资料来源：公司公告，东海证券研究所

大参林：深耕华南，地利人和

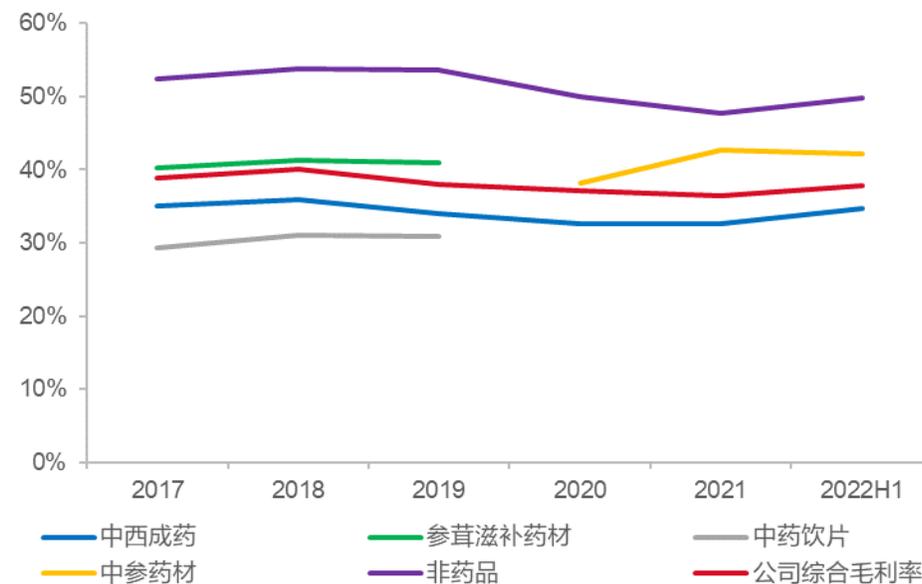
- **投其所好，大力发展参茸滋补产品。**公司在华南市场深耕多年，洞悉华南市场对于中药饮片、参茸滋补药材的消费倾向，打造一系列“紫云轩”为核心品牌的各类型滋补产品，实现了行业领先的参茸滋补药材差异化经营策略。截至2022H1，公司中药材（含参茸）的收入11.6亿元、毛利4.9亿元，占整体营收和毛利的比重分别为12.0%、12.8%。

2017-2022H1公司分产品营业收入情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

2017-2022H1公司分产品毛利率情况

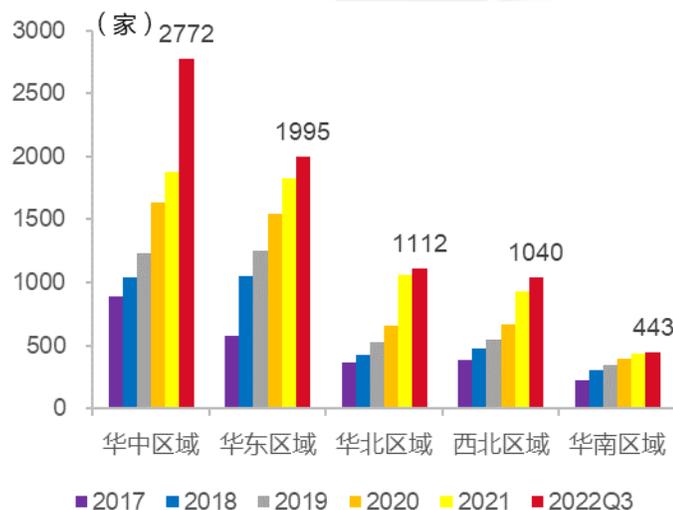


资料来源：公司公告，东海证券研究所

老百姓：全国扩张，虹吸加盟

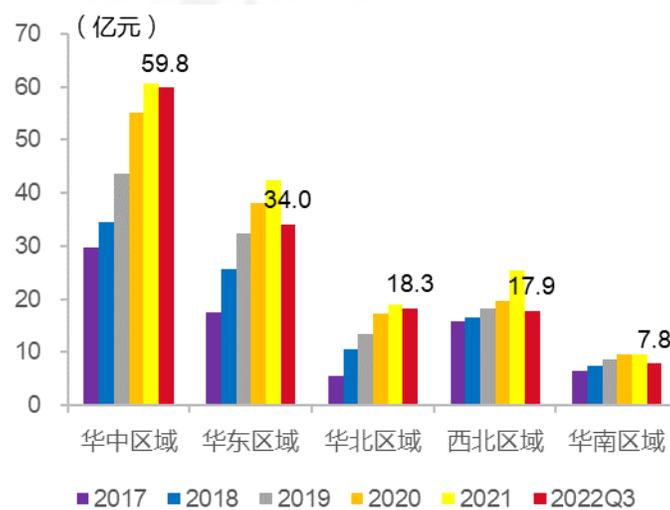
□ 直营门店全国性扩张，盈利能力仍有提升空间。截至2022年Q3，公司直营门店在全国20个省级市场实现覆盖，门店数量达到7362家，带动五大区域营收快速上升。从毛利率来看，公司毛利率为32.13%，而华北、华中毛利率分别为27.46%、31.26%，考虑到新开门店需要一年多的盈亏平衡期及公司的较强整合能力，我们认为各大区域毛利率仍有进一步提升空间。

2017-2022Q3公司分区域直营门店数量



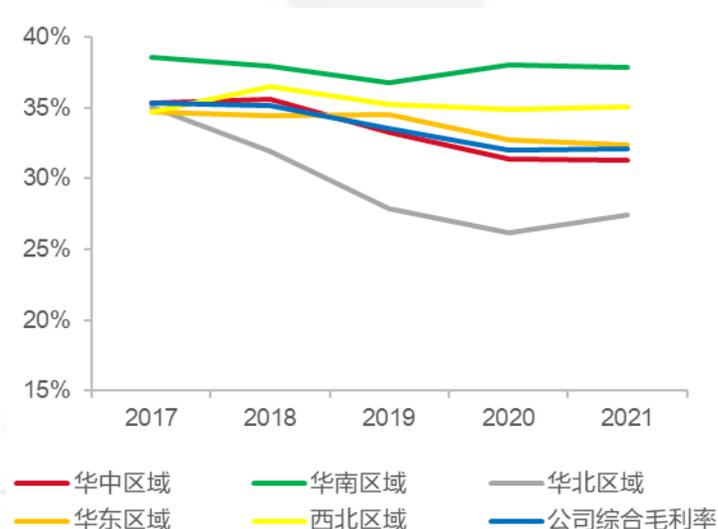
资料来源：公司公告，东海证券研究所

2017-2022Q3公司分区域营业收入



资料来源：公司公告，东海证券研究所

2017-2021年公司分区域毛利率

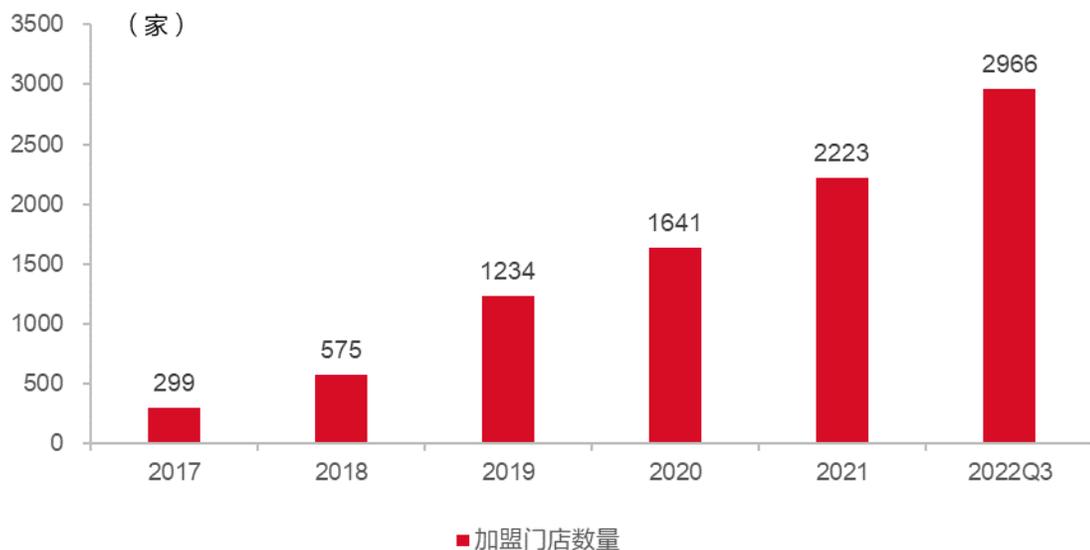


资料来源：公司公告，东海证券研究所

老百姓：全国扩张，虹吸加盟

- 品牌效应强大，物流圈辐射全国，吸引众多加盟商。公司已建立了行业领先的现代化医药物流服务体系，打造了以长沙为全国物流枢纽中心，西安、合肥、杭州、天津等地为区域物流中心，辐射周边20个省级配送中心和直配门店的高效物流网络。公司品牌效应叠加专业的运营管理能力，加盟业务稳步发展，截至2022年Q3，公司加盟门店2966家；“716直播招商”活动现场加盟商签约超600家，彰显出公司强大的品牌优势。

2017-2022Q3公司加盟门店数量



资料来源：公司公告，东海证券研究所

公司专业物流圈辐射全国

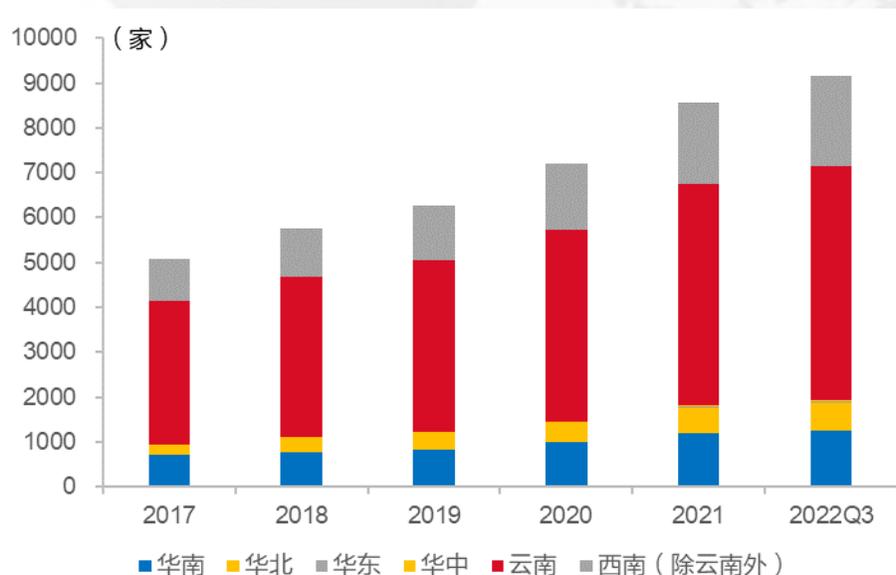


资料来源：公司官网，东海证券研究所

一心堂：直营连锁，区域深耕

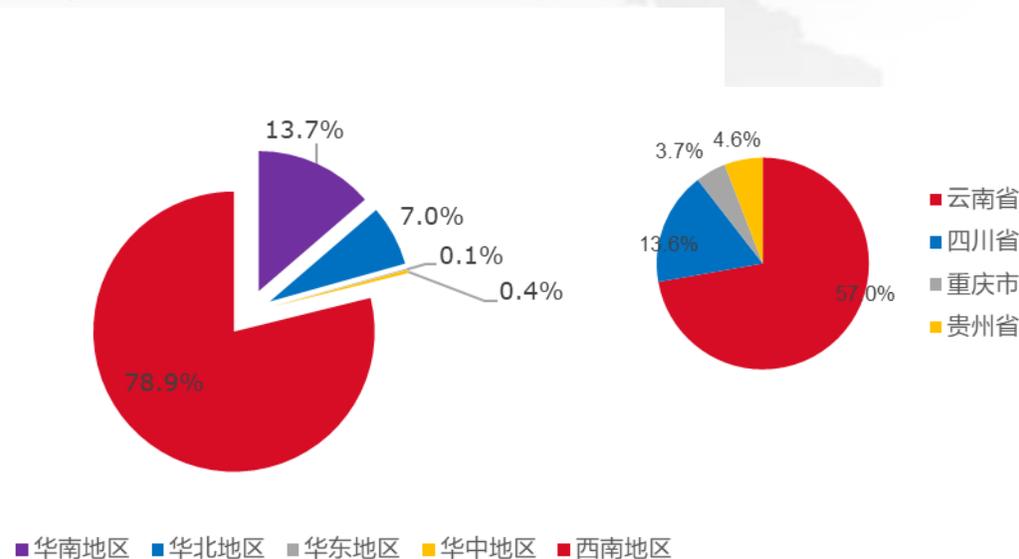
□ 持续加密核心区域门店布局，重点发展西南地区。2007-2022Q3，公司深耕西南地区，门店数量稳步扩张；截至2022Q3，公司在西南地区的门店数量达到了7228家，占比78.87%；其中，云南省门店数量5220家，四川省1249家，在西南地区合计占比占89.50%。

2017-2022Q3公司门店数量情况（分区域）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

2022Q3公司各区域省市门店数量占比

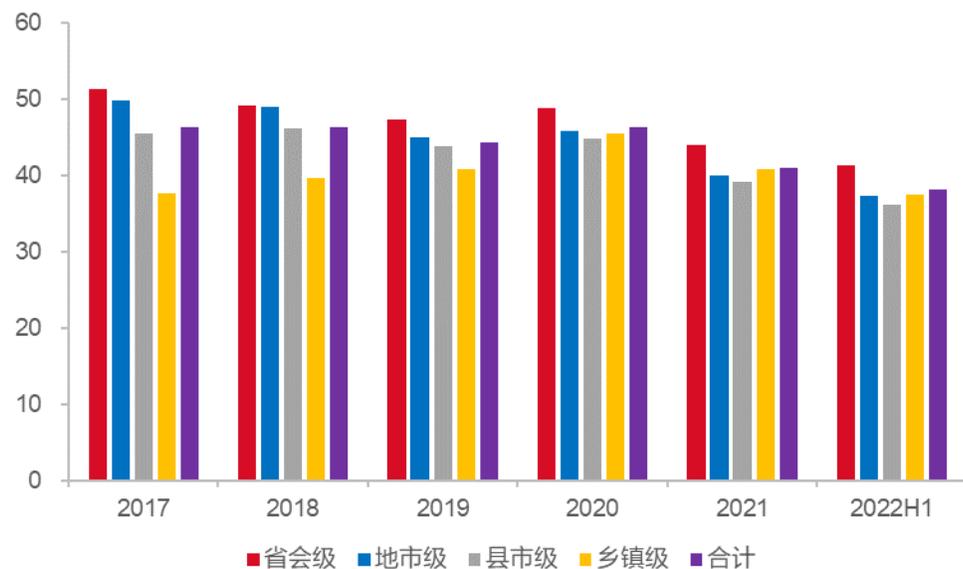


资料来源：公司公告，东海证券研究所

一心堂：直营连锁，区域深耕

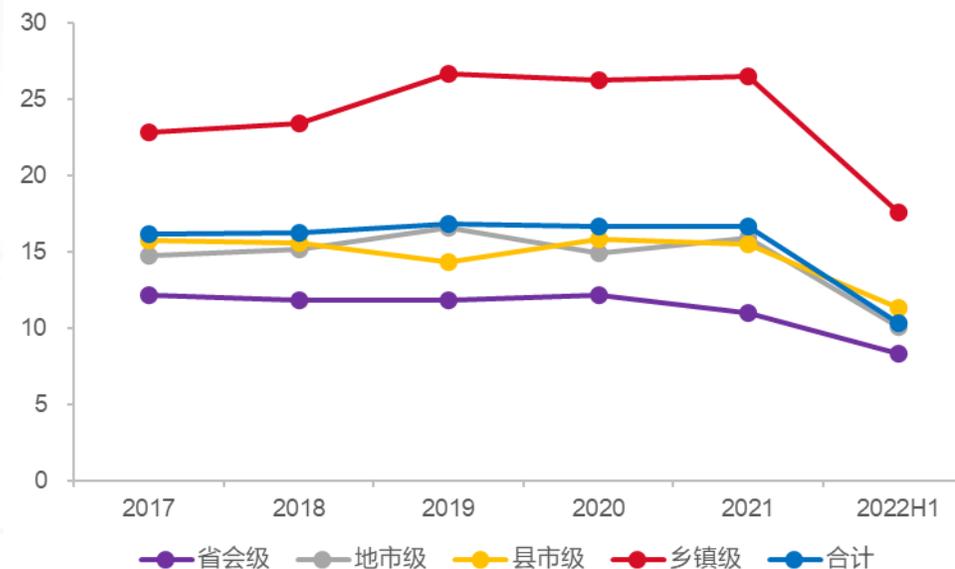
- 下沉市场经营效率高。日均坪效方面，截至2022年H1，公司地市级、县级、乡镇级的门店日均坪效分别为37.35、36.16、37.42元/平方米，乡镇级门店的日均坪效已经超过地市和县市。租金效率方面，截至2022年H1，公司省会级、地市级、县级、乡镇级的门店租金效率分别为8.27、10.02、11.3、17.59，乡镇级门店的租金效率最高。

2017-2022H1年各区域日均坪效对比（元/平方米）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

2017-2022H1年各区域租金效率对比（年销售额/租金）

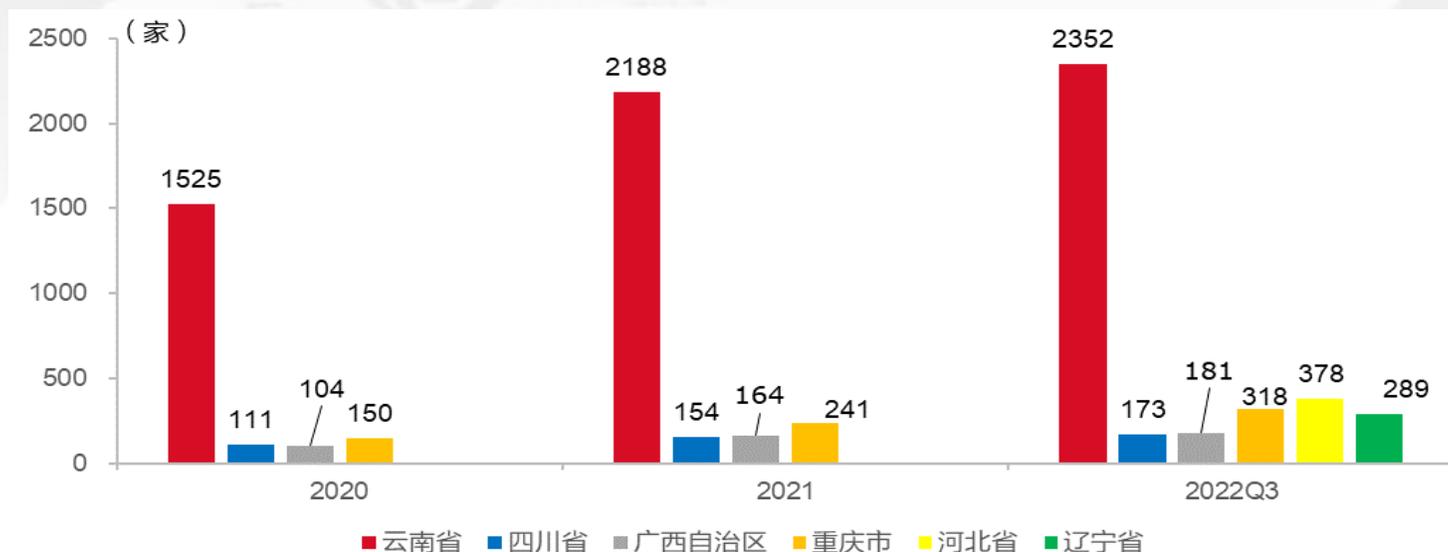


资料来源：公司公告，东海证券研究所

健之佳：积极扩张，多元推进

- 云南起家，深耕川渝桂，布局环渤海。截至2022年Q3，公司医药零售门店达3691家，增长率为34.36%，其中云南省门店数2352家，在云南省占据12.4%的市场份额（门店数口径），为云南省第二大连锁药房。公司在继续强化云南市场的基础上将拓展中心向川渝桂倾斜，进一步在京津冀地区布局，截至2022年Q3公司在川渝桂地区拥有医药零售门店672家，环渤海区域医药零售店667家。

2020-2022Q3公司医药零售门店数量



资料来源：Wind，东海证券研究所

健之佳：积极扩张，多元推进

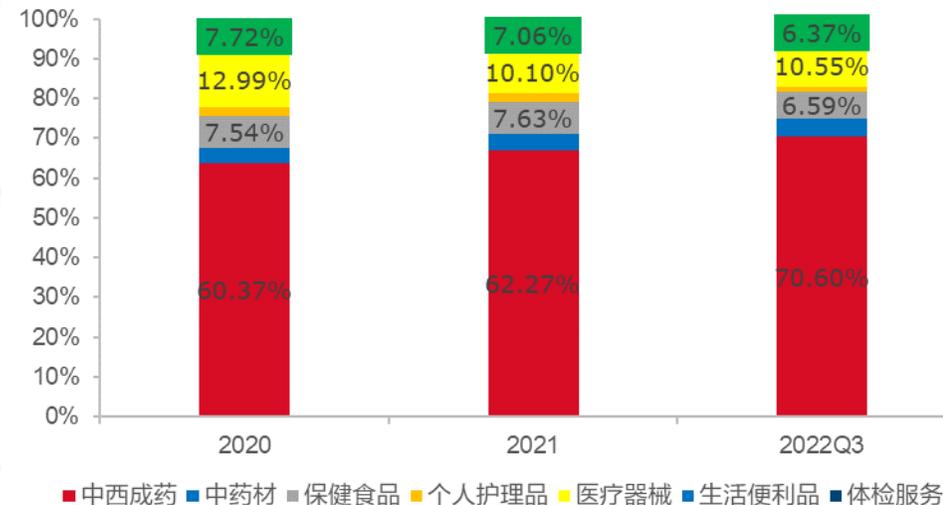
- **业态多元化**。公司在以医药零售为主要业态的基础上，开设便利店、中医诊所等多种店型，形成以中西成药为主，医疗器械、保健食品、体检服务等为辅的多元化业务，2022年Q3中西成药收入占比为70.60%。截至2022年Q3，公司拥有药房3691家，便利店282家，中医诊所3家，社区诊所3家，体检中心3家。

2019-2021公司多元化门店数量

	2019	2020	2021	2022Q3
社区专业便利药房（家）	1539	1883	2740	3691
便利店（家）	206	240	297	282
中医诊所（家）	4	4	3	3
社区诊所（家）	2	2	3	3
体检中心（家）	1	1	3	3

资料来源：公司公告，东海证券研究所

2020-2022Q3公司多元化业务收入占比

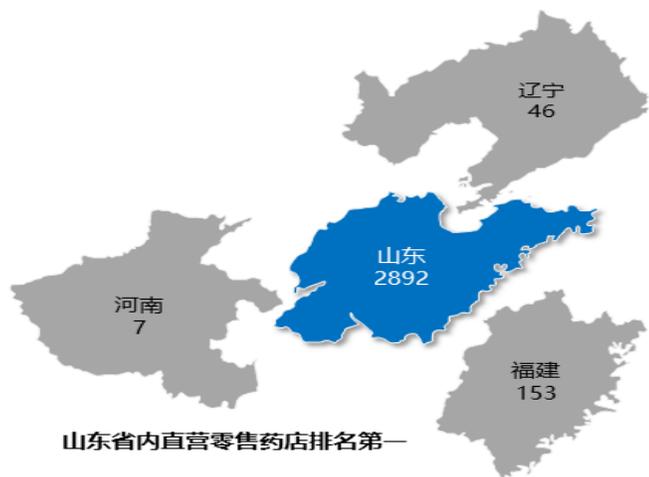


资料来源：公司公告，东海证券研究所

漱玉平民：深耕山东，推广自有品牌

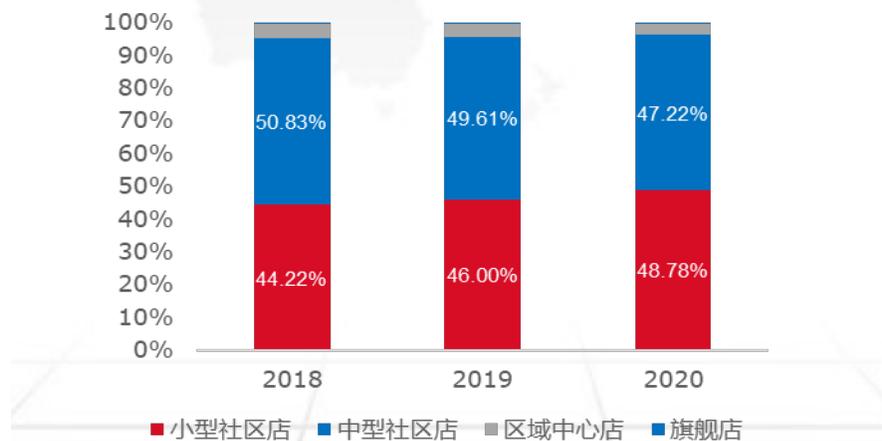
- 持续强化山东省内龙头优势，不断渗透下沉市场。公司以济南为核心布局省内门店网络，在主要城市和城区根据商圈密集布局，同时下沉县域市场，逐步打开农村市场，2020年小型和中型社区店已占到总店数的96%。截至2022年Q3，公司省内直营店合计2892家，在山东省内直营零售药店数量排名第一。
- 近两年来，公司逐步向省外扩张。公司对省外市场辐射较弱，近年来主要以并购、加盟的方式进行扩张。截至2022年Q3，公司在全国共拥有门店4633家，直营门店3098家，其中，在福建、辽宁、河南三省拥有206家；加盟门店1535家，其中2022前三季度新增加盟门店786家。

2022Q3公司直营门店分布



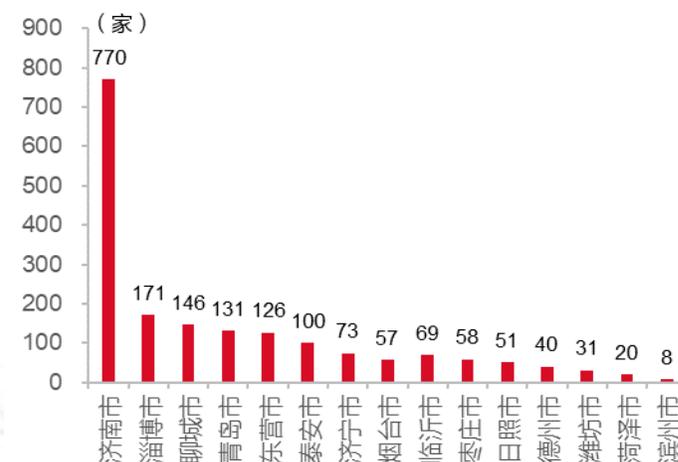
资料来源：公司公告，东海证券研究所

2018-2020年公司门店类型数量占比



资料来源：Wind，东海证券研究所

公司以济南为核心铺设门店网络

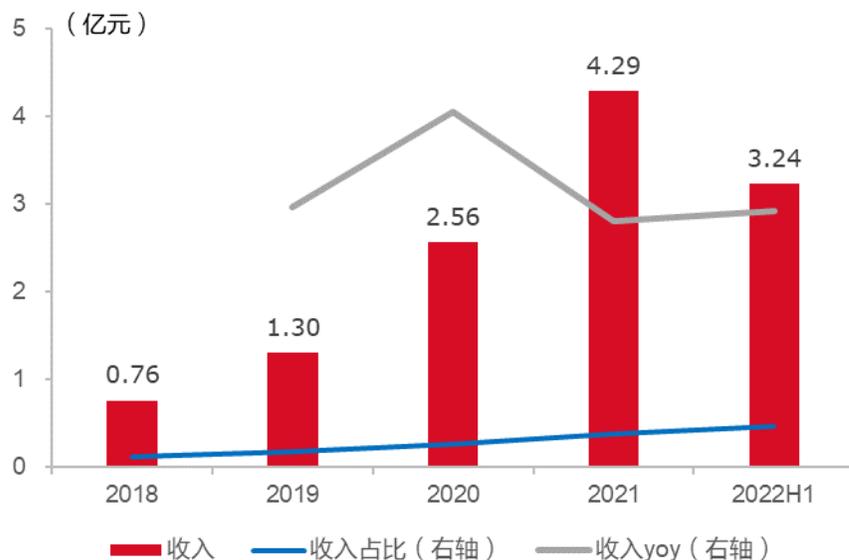


资料来源：Wind，东海证券研究所

漱玉平民：深耕山东，推广自有品牌

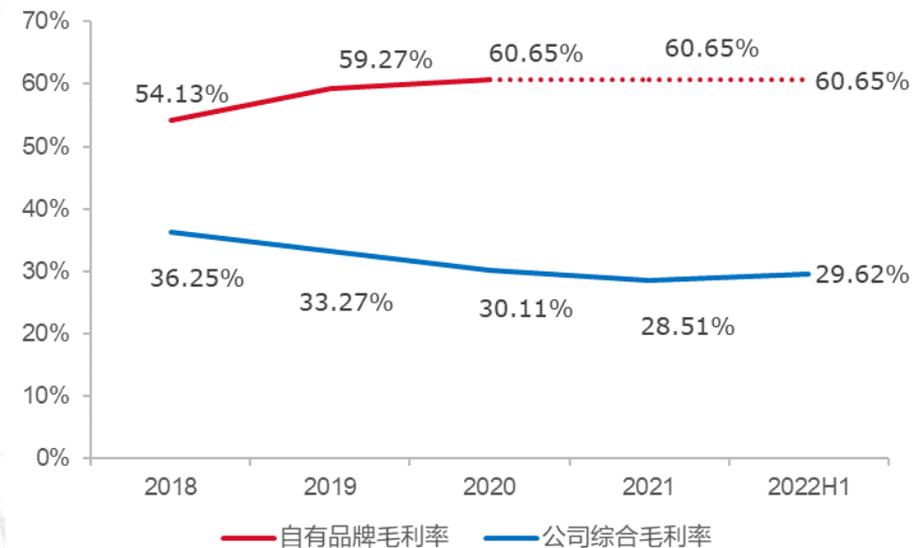
- 自有品牌收入增速、毛利率双高。公司积极打造自有商品的品牌力，自有品牌具有独家的采购渠道和品牌优势，产品毛利率达到60.65%，远高于综合毛利率，对提升整体盈利能力具有重要贡献。截至2022年上半年，公司自有商品共计近900个SKU，销售收入为3.24亿元，同比增长70%，占零售业务总销售额比例超过11%。

公司自有品牌收入占比逐年提升



资料来源：公司公告，东海证券研究所

自有品牌产品毛利率更高



资料来源：公司公告，东海证券研究所（虚线为预测值）

风险提示

- **门店扩张速度不及预期风险。**目前行业已形成一定规模的零售连锁药店均在积极扩张，提升市场份额的同时提升公司营收规模；若行业估值处于相对不合理区间或其他不确定性因素发生，将对并购进度造成影响，进而也会影响集团整体业绩增速。
- **行业竞争加剧风险。**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，凭借其资金、品牌和供应链管理等方面的优势逐步发展壮大，零售企业竞争日益加剧。同时，互联网和移动终端购物方式为主的消费群体正在逐步形成，市场竞争加剧。
- **门店合规经营带来的品牌风险。**伴随门店数量增加，集团对门店的日常规范管理难度也逐步加大；即使公司已建立了较健全的内部控制制度，但仍存在个别违规行为，公司存在因违规经营受到行政处罚而导致经营遭受损失的风险。此外，目前加盟已成为零售药店企业主要扩张模式之一，集团虽然不断规范品牌合作公司及下属门店运营管理，但由于合作公司通常拥有相对独立自主经营权，公司对其经营过程的监督和管控力低于直营门店，可能存在不合规经营情形，进而对公司品牌形象产生不利影响。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%

二、分析师声明

本报告署名分析师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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证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，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话：（8621）20333619

传真：（8621）50585608

邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话：（8610）59707105

传真：（8610）59707100

邮编：100089

务实、创新、规范、协同

PRAGMATIC、INNOVATIVE、DISCIPLINED、COLLABORATIVE



东海证券微信订阅号



东海研究微信订阅号

东海证券股份有限公司研究所
伍可心

wkx@longone.com.cn