

零售药店：门诊统筹等政策利好，集中度提升及处方外流长期逻辑明确 增持（维持）

2023 年 08 月 31 日

分析师
芮雯

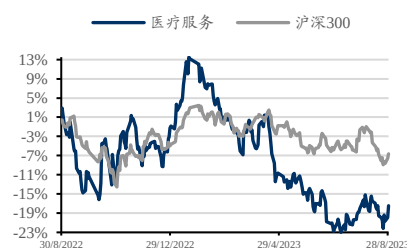
(852) 3982 3217

ruiraven@dwzq.com.hk

投资要点

- **集中度提升+处方外流行业逻辑明确，投资收益确定性高。**从行业集中度看，目前药店集中度及连锁化率低，2022 年，中国药店 CR3 的市占率仅为 12%，低于同期日本 31%、美国 85%，未来存在较大空间。从处方外流趋势看，根据中康开思数据，2022 年等级医院及零售终端的药品总规模为 11660 亿元，其中零售终端处方药规模达 2349.56 亿元，仅占 20.84%，相较于 2017 年的 15.65%，处方药在零售终端的销售占比逐步提升。对比海外，日本历时 30 余年将处方外流比例从 1998 年的 30.50% 提升至 70% 以上，医药高度分离。我们认为，药品集采、零加成等多项政策能够从处方外流动力、来源、通道、承接模式及医保统筹等方面解决外流过程中的障碍，从而加速处方外流的进程。
- **门诊统筹深化实施，打开零售药店销售空间。**2023 年 2 月 15 日，国家医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》，作为国务院办公厅 2021 年 4 月发布的门诊共济政策的配套管理文件和措施出台，对于中国的医药分家改革具有重要意义。对于药店龙头而言，从规范性角度更易获得统筹资格，将在医保个人账户的基础上新增医保统筹资金的支付方，以及承接更多处方外流，在慢病处方药、新药、肿瘤药等场景有望更多布局。纳入门诊统筹后，将有望为药店带来显著客流增长。另一方面，非处方药品的高毛利产品占比提升，有望抵消处方产品带来的毛利率下降影响。
- **药店板块业绩企稳，股价处于估值低位。**复盘药店历史股价，2018-2019 年由于带量采购及互联网医疗的影响，整体股价有所回调；2020 年由于防疫物资支出带来业绩增厚，板块呈现整体上涨行情；2021 年疫情影响逐步出清，并叠加疫情管制的负面因素，股价随着业绩下跌；2022 年由于基数低、疫情防控放开的增量，实现业绩的高增长和股价上涨。站在当前时点，我们认为 2023 上半年药店中报业绩依然不错，门诊统筹政策并未完全体现负面/正面影响，当前估值仍然处于低位。
- **推荐：**老百姓、益丰药房、大参林。**建议关注：**健之佳、漱玉平民。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险，门店扩张或不及预期的风险，业务增长不及预期的风险。

行业走势



相关研究

《眼科医疗服务专题：需求释放及技术创新促使眼科赛道长坡厚雪，一超多强共享行业红利》

2023-06-06

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢朱国广和冉胜男的指导。

1. 长期逻辑明确：行业集中+处方外流

1.1. 集中度提升：国内药店连锁率及集中度提升空间大，国家政策整顿小店乱象、利好规范性大型连锁

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

图1：中国药店行业集中度仍有较大提升空间

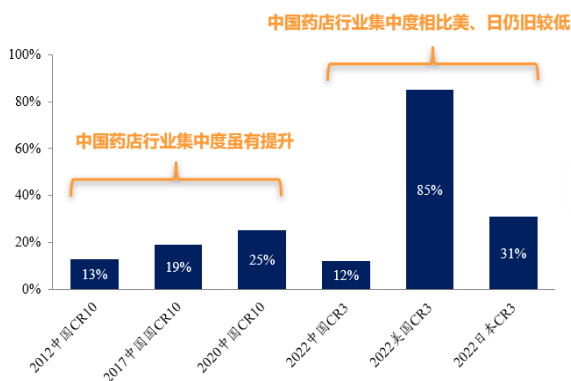
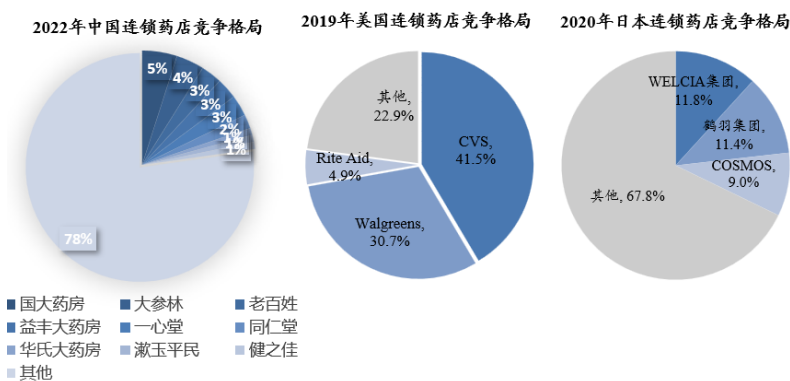


图2：美、日药店现状为行业集中度较高



数据来源：《中国药店》，《药品流通行业运营统计分析报告》，立鼎产业研究网，华经产业研究院，东吴证券（香港）

在竞争愈发激烈的情况下，各药店实施以自建+并购的自营为主，加盟为辅的连锁扩张模式。6大连锁药店均公布了2023年拓店计划，合计新开药店将超16200家，其中自建和并购约6500家。

1.2. 处方外流：零售终端处方药占比逐步提升，国内处方外流为中长期趋势

院内仍为处方药主要销售渠道，零售终端处方药占比逐步提升。根据中康开思数据，2022年等级医院及零售终端的药品总规模为11660亿元，其中零售终端处方药规模达2349.56亿元，仅占20.84%，相较于2017年的15.65%，处方药在零售终端的销售占比逐步提升。具体从零售终端来看，2017年处方药占比50.80%，2021年处方药占比提升至57.15%，2022年由于感冒药、呼吸系统等otc产品在药店的销售量增长较快，处方药在零售终端的占比有所下滑，2023年Q1已恢复上升趋势。

多项政策加速处方外流的进程，从处方外流动力、处方来源及外流通道、处方承接模式、医保统筹等方面解决处方外流过程中的障碍。借鉴日本的发展和我国情况，我们对处方外流的空间进行测算。核心假设：（1）预计2022-2032年我国公立医院药品市场

规模以 1-5% 的增速增长；（2）假设院内处方每年外流比例 1-5% 进入到零售终端。根据中性假设，假设 2022-2023 年公立医院药品市场规模以 2% 增速增长，其中每年 3% 的处方外流至零售终端，则 2022-2032 年处方外流带来的零售终端扩容规模达 3430 亿元，增量显著。

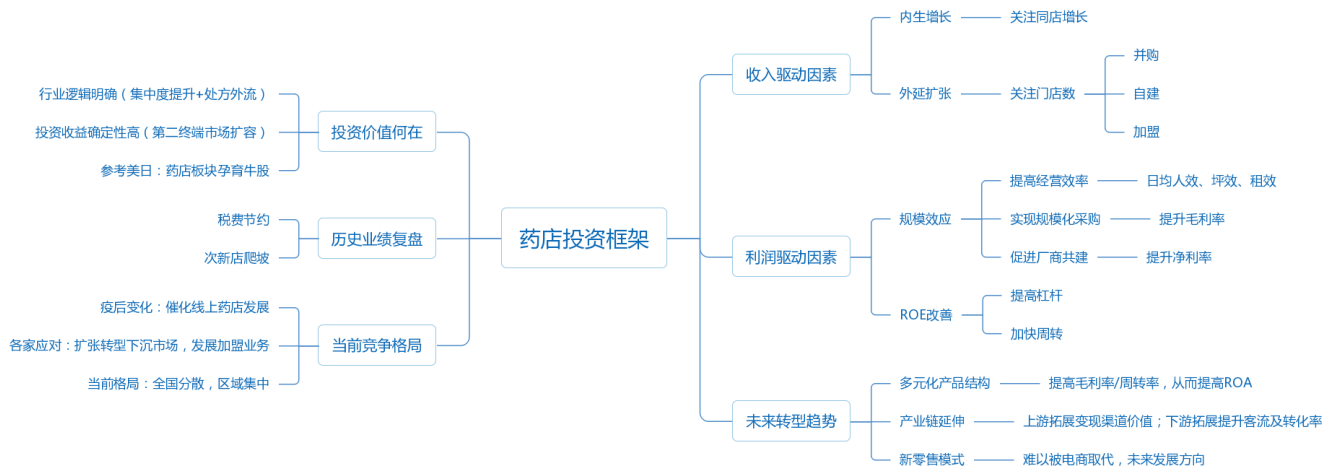
1.3. 政策利好

多地医保局相继发文，加速药店纳入门诊统筹落地。2023 年 2 月 15 日，国家医保局发布《国家医疗保障局办公室关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》，明确支持定点零售药店申请纳入门诊统筹管理，要求各地医保部门根据本省情况优化申请条件，及时为符合条件的定点药店开通门诊统筹服务。

调整增值税小规模纳税人标准，药店税务负担减轻。2023 年 8 月 1 日，国家财政部、税务总局发布《关于增值税小规模纳税人减免增值税政策的公告》，明确为了进一步支持小微企业和个体工商户发展，将延续小规模纳税人增值税减免政策，对月销售额 10 万元以下的增值税小规模纳税人免征增值税。

2. 药店行业投资框架

图3：药店行业投资框架



数据来源：东吴证券（香港）

2.1. 药店投资价值：处方外流与集中度提升逻辑明确，业绩增长确定性高

存量市场集中度提升、处方外流带来增量市场，连锁药店长期增长逻辑明确。医疗反腐利好院外市场。随着药品零加成+药占比考核等因素，处方外流已在进行。根据医米调研，医生在面对药占比考核时，主要通过减少辅助用药的使用（31%），而选择让患者院外购药的比例并不高（15%），医院仍可通过拖延账期等方式获取利润。参考美日经验，药店是孕育牛股的摇篮。

2.2. 药店竞争格局：全国分散+区域集中，疫后催化线上药店发展

疫后药店格局变化：疫情催化线上药店发展，部分电商涌入药店行业。各大连锁药店采取相应措施应对：重视社区店和院边店的建设、开展 O2O 等新零售业务、布局 DTP 药房和双通道业务，从而建立以患者为中心的运营服务模式，提升单店盈利能力。**各家扩张转型下沉市场，同时发展加盟业务。**2021 年药店新店盈利周期为 14.2 月，相较 2020 年提升约 2 个月，新店盈利拉长导致异地扩张放缓，但同时能够降低公司投资风险，提高盈利确定性，长期看，仍会加速异地扩张。

国内零售药店市场竞争格局较为分散，各家区域集中明显。老百姓厚植华中地区，大参林在华南业务广泛等，核心龙头企业有望继续整合行业资源，做大做强。零售药房前六家门店增速较快，普遍达到 20% 左右，迅速下沉，多数坚持核心区域门店高密度布局，形成城乡一体化的门店网络布局结构，加强品牌效应与规模优势。

2.3. 药店收入及利润增长

药店收入增长取决于内生增长及外延扩张。短期看，门店扩张对连锁药店市占率和收入提升至关重要。一方面，连锁药店通过门店扩张占领新的市场，提升行业集中度，获取更多线下客流，从而提升收入水平；另一方面，提升市场占有率和影响力有助于企业增强上游议价能力，争取更多利润空间。门店扩张方式包括自建、并购及加盟，上市药房在疫情三年间门店数量普遍翻倍。

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

3. 相关标的

益丰药房：新建+并购+加盟拓店过万家，精细化管理龙头持续提升经营效率。

老百姓：直营+并购+加盟+联盟的立体深耕模式，由广到精。

大参林：新建+并购+直营式加盟共同发力，中参药材为核心，优化商品结构。

健之佳：深耕西南，线上线下业务共进，打造全渠道营销网络。

4. 风险提示

- 1) 行业政策变化风险。
- 2) 市场竞争加剧的风险。
- 3) 门店扩张或不及预期的风险。
- 4) 人力资源风险。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1% 或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证（不论明示或默示），于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点, 本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密, 仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有, 未经本公司同意, 不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途, 任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任, 损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突, 请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: <http://www.dwzq.com.hk/>

