

强于大市

零售药店行业深度报告

公司名称	股票代码	股价	评级
老百姓	603883.SH	人民币 18.95	买入
益丰药房	603939.SH	人民币 24.99	买入
健之佳	605266.SH	人民币 26.75	买入

资料来源: Wind, 中银证券

以2024年7月2日当地货币收市价为标准

行业仍然存在整合空间, 处方外流环境有望逐步发生变化

过去, 部分投资者认为药店行业的增长已经出现瓶颈, 收入及利润增速放缓。一方面, 随着连锁率的不断提高, 外延并购的模式难度逐渐增加; 另一方面, 处方外流给药店带来的增量也相对有限。

但从近三年药店的营业收入复合增速来看, 药店行业依然保持了稳定的增速。一方面, 其增长受益于新冠及近两年呼吸道感染疾病用药带来的增量, 但这也一定程度上体现出了药店渠道的重要性; 另一方面, 我们认为市场在药店行业的整合空间方面仍然存在较大的预期差, 我们认为: 中国连锁药房的平均规模较小仍然存在行业整合空间, 头部药店即便是在深耕的优势地区门店数量占比也存在提升空间; 而处方外流的流转机制和报销问题均在逐步改善, 进程有望加速。

支撑评级的要点

- 头部零售药店收入增长表现稳健, 近年新增门店逐步进入成熟期。医药零售行业保持稳健增长, 中国药品零售市场销售额在2018年至2022年年均复合增速为8.5%。中国头部零售药店企业的收入在2021年-2023年期间保持稳健增长, 2022年呼吸道感染疾病用药带来的高基数的压力在2023年及2024年一季度已经得到消化。零售药店行业面临一定的毛利率压力, 但是头部公司凭借专业化能力和规模效益可以实现经营效率的提升, 净利率基本持平。头部药店在2022年-2023年发生了大量的门店新增, 这些门店预期在经历1-2年内的收入爬坡时期后, 可以在2024年-2025年期间达到较好的运营水平, 从而提升单店收入及盈利水平。此外, 伴随着头部零售药店覆盖地域的扩展, 加盟的方式有望使公司在已进入的地区中提高拓展的速度。加盟的拓展方式不会对公司带来资产负债, 且头部药店凭借优秀的管理能力和供应链管理水水平可以对加盟商进行把控。
- 头部公司新进入地区及优势地区均存在市占率提升空间。中国零售药店的连锁率和市场集中度和海外相比仍然存在提升空间。2022年中国平均连锁药店的规模为53家, 行业中仍然存在着大量中小连锁。头部连锁药店虽然近年已经进行大量的门店扩张, 但是在细分地区门店数量占比仍然存在提升空间。在进入时间较短的地区中, 头部药店数量占比存在大幅提升的空间: 根据公司披露的门店数量及国家药品监督管理局的药品经营企业统计数据计算, 2022年头部药店在弱势地区中门店数量的市占率甚至低于3%。即便在优势地区中, 头部公司在很多地区的数量占比也低于10%, 同样存在市占率提升的空间。
- 处方外流正在发生实质变化, 流转机制和报销问题均在逐步改善。从长期看, 处方外流是“医药分家”的重要方向, 零售渠道在处方药销售中仍然占比较低。“药品加成”在2017年已经取消, 2023年统一的电子处方流转平台已经建立, 零售药店也在2023年被纳入统筹医保体系。未来处方是否能流向零售药店主要取决于药店能否解决处方来源和报销问题: 从处方来源来看, 短期互联网处方有望带来实质增量, 而长期来看医院处方外配机制有望逐步完善; 从报销的角度来看, 零售药店已经纳入统筹医保支付体系, 且在大部分地区报销待遇与基层医疗机构持平。零售药店纳入门诊统筹体系首先意味着更严格的监管, 且处方药销售对药店的专业能力要求较高, 头部零售药店有望通过专业化经营能力承接处方外流增量。

投资建议

- 头部零售药店收入保持稳健增长, 且未来仍然存在行业整合空间, 并有望凭借专业性承接处方外流带来的增量。
- 推荐标的: 老百姓、益丰药房、健之佳

评级面临的主要风险

- 医保支付政策变动风险, 处方外流进度不及预期风险, 头部药店扩张不及预期风险, 新增门店整合培育不及预期风险。

相关研究报告

《原料药行业动态点评》20240702

《医药生物板块2023年年报及2024年一季报总结》20240506

《医药生物行业点评》20240329

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物

证券分析师: 梁端玉

duanyu.liang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523090003

证券分析师: 刘恩阳

enyang.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523090004

目录

1 头部零售药店收入及利润表现稳健凸显渠道价值	6
1.1 行业保持稳健增长，零售终端占比逐步提升	6
1.2 头部公司稳健增长，营收高基数已经逐步得到消化	6
1.3 渠道价值凸显，头部公司优势明显	9
2 市场仍存在预期差：头部公司市占率依旧具备提升空间	11
2.1 中国零售药店已经进入加速整合期	11
2.2 头部药店仍然存在市场份额扩张空间	12
3 处方外流环境有望逐步发生变化	15
3.1 处方药零售渠道销售存在提升空间	15
3.2 处方来源方面：转机制逐步完善	16
3.3 医保方面：大部分地区零售药店统筹医保报销待遇与基层医疗机构持平	17
3.4 承接方面：头部零售药店有望通过专业化经营能力承接处方外流增量	18
风险提示	20
附录：医保统筹政策梳理	21
老百姓	27
益丰药房	35
健之佳	43

图表目录

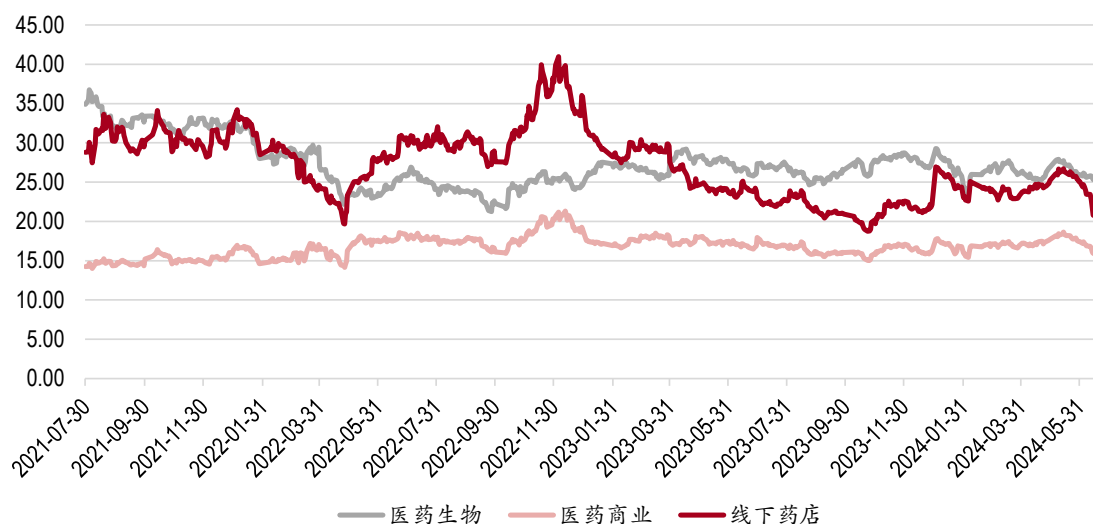
图表 1. 线下药店板块市盈率情况 (倍)	5
图表 2. 药品流通市场销售总额	6
图表 3. 终端销售额分类	6
图表 4. 头部零售药店营业收入同比增速	6
图表 5. 头部零售药店归母净利润同比增速	7
图表 6. 零售药店企业 2023Q1-3 业绩情况 (单位: 百万元)	8
图表 7. 头部零售药店门店数量 (家)	9
图表 8. 2021-2024Q1 主要零售药店公司费用率情况	10
图表 9. 2021-2024Q1 主要零售药店现金流情况	10
图表 10. 中国 2018 年-2022 年药店数量 (万家)	11
图表 11. 中国药店连锁率	11
图表 12. 头部零售药店门店数量 (家)	12
图表 13. 中国零售药店行业集中度	12
图表 14. 2022 年美中日零售药店行业集中度比较	12
图表 15. 中国 (不含港澳台地区) 2022 年各地连锁药店平均门店数 (家)	13
图表 16. 2022 年头部零售药店主要地区门店占比情况	14
图表 17. 2023 年头部零售药店加盟门店占比情况	14
图表 18. 中国处方药规模 (单位: 万亿元)	15
图表 19. 处方外流平台及流转机制示意	16
图表 20. 各地门诊统筹药店报销待遇	17
图表 21. 各地门诊统筹药店价格管理及支付标准情况	18
图表 22. 中国门诊统筹定点零售药店相关政策及公告情况	21
续图表 22. 中国门诊统筹定点零售药店相关政策及公告情况	22
续图表 22. 中国门诊统筹定点零售药店相关政策及公告情况	23
图表 23. 中国处方外流相关政策及公告情况	24
续图表 23. 中国处方外流相关政策及公告情况	25
图表 24. 药店统筹认可互联网医院处方的相关政策及公告情况	26
图表 25. 老百姓医药产业生态圈	28
图表 26. 老百姓发展历程	28
图表 27. 老百姓营业收入情况 (单位: 百万元)	29
图表 28. 老百姓分行业营收情况 (单位: 百万元)	29
图表 29. 老百姓各地区营收情况 (单位: 百万元)	29
图表 30. 老百姓毛利率及费用率情况	30
图表 31. 老百姓归母净利润情况 (单位: 百万元)	30
图表 32. 公司 2022 年股权激励计划首次授予的限制性股票的业绩考核情况	30
图表 33. 老百姓门店数量 (家)	31

图表 34. 老百姓各区域直营门店门店数 (家)	31
图表 35. 盈利预期 (单位: 百万元)	32
图表 36. 盈利预期及估值	33
图表 37. 益丰药房发展历程	36
图表 38. 益丰药房营业收入情况 (单位: 百万元)	37
图表 39. 益丰药房分行业营收情况 (单位: 百万元)	37
图表 40. 益丰药房各地区营收情况 (单位: 百万元)	37
图表 41. 益丰药房毛利率及费用率情况	38
图表 42. 益丰药房归母净利润情况 (单位: 百万元)	38
图表 43. 益丰药房门店数量 (家)	38
图表 44. 益丰药房门店数量 (家)	39
图表 45. 益丰各地区门店数 (家)	39
图表 46. 盈利预期 (单位: 百万元)	41
图表 47. 盈利预期及估值	41
图表 48. 健之佳发展历程	44
图表 49. 健之佳营业收入情况 (单位: 百万元)	45
图表 50. 健之佳各地区营收情况 (单位: 百万元)	45
图表 51. 健之佳毛利率及费用率情况	46
图表 52. 健之佳归母净利润情况 (百万元)	46
图表 53. 健之佳门店数量 (家)	46
图表 54. 各区域健之佳门店数 (家)	47
图表 55. 盈利预期 (单位: 百万元)	48
图表 56. 盈利预期及估值	48

过去几年，药店行业经过了头部连锁化率快速提升的过程。行业整合发展到一定阶段后，部分投资者担心，随着小连锁药店逐步被兼并，头部药店连锁化率继续提升的空间逐步变小，这也使药店行业估值开始逐步下行。

但是从近两年的结果上来看，药店行业并没有出现收入大幅下滑的情况，反而稳健增长，我们不禁进一步思考，药店行业的发展是否真正到达瓶颈，行业集中度是否还存在进一步提高的空间？乃至药店的渠道价值应该如何看待。

图表 1. 线下药店板块市盈率情况（倍）



资料来源: iFind, 中银证券

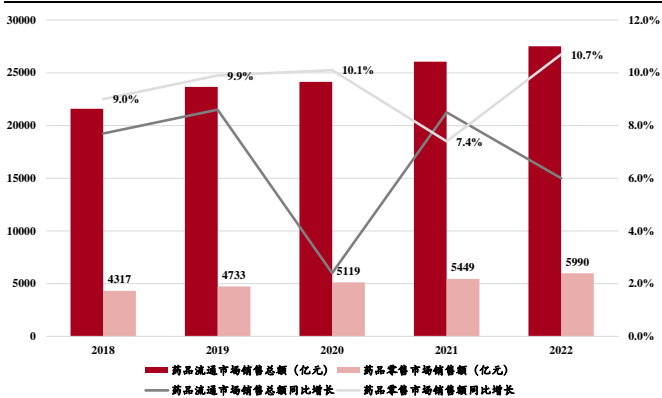
1 头部零售药店收入及利润表现稳健凸显渠道价值

1.1 行业保持稳健增长，零售终端占比逐步提升

从行业层面看，近年来医药商业行业规模依旧保持稳健增长。根据商务部数据，全国药品流通市场销售总额由 2018 年的 21586 亿元增至 2022 年的 27516 亿元，2018 年-2022 年年均复合增长率为 6.3%。其中，药品零售市场销售额由 2018 年的 4317 亿元增至 2022 年的 5990 亿元，2018 年-2022 年年均复合增长率为 8.5%。

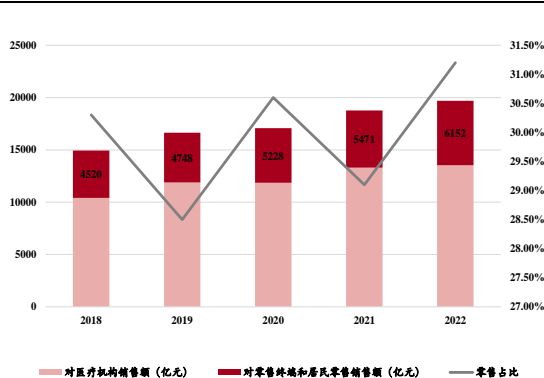
具体渠道方面，零售终端销售占比依然逐渐提升。根据商务部数据，2022 年零售终端和居民零售的销售额达到 6152 亿元，在终端销售额占比为 31.2%，与 2018 年相比提高了 0.9 个百分点。

图表 2. 药品流通市场销售总额



资料来源：商务部，中银证券

图表 3. 终端销售额分类



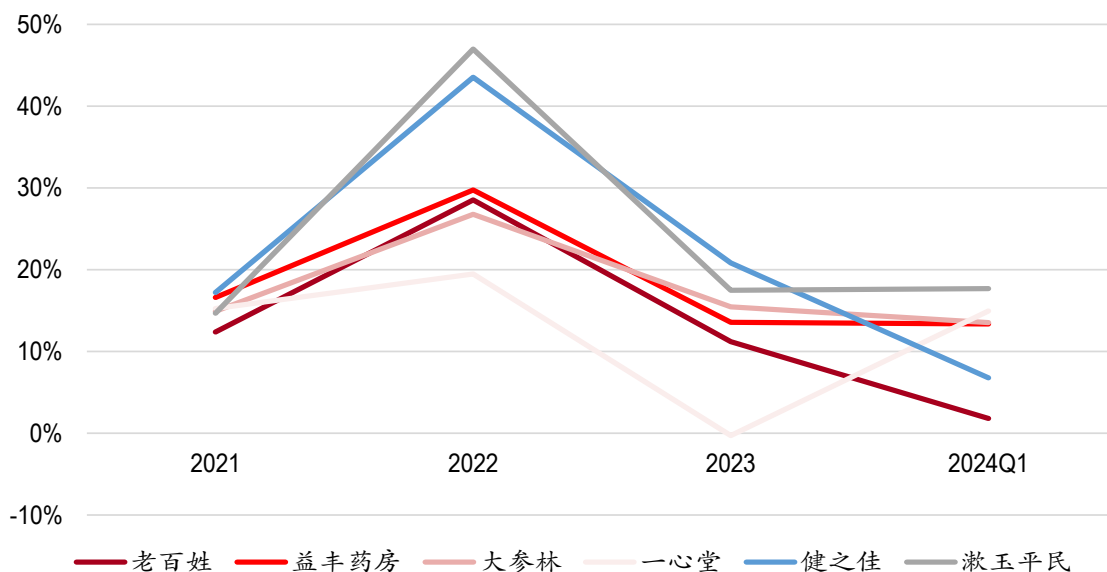
资料来源：商务部，中银证券

1.2 头部公司稳健增长，营收高基数已经逐步得到消化

1.2.1 2022 年的高基数已经逐步得到消化

头部零售药店企业的营业收入在 2021 年-2023 年期间保持稳健增长。其中，益丰药房、老百姓及大参林营业收入在 2020 年-2023 年的年均复合增速均在 15% 以上，而健之佳和漱玉平民由于规模较小，2020 年-2023 年年均复合在 25% 以上。

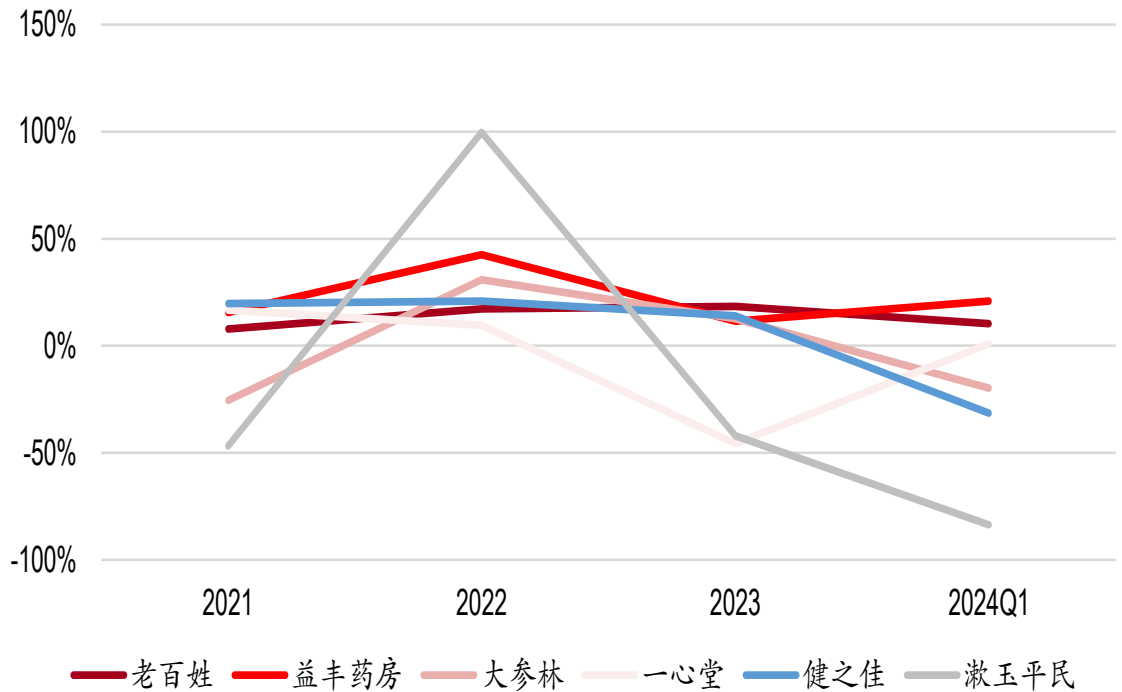
图表 4. 头部零售药店营业收入同比增速



资料来源：iFind，中银证券

在利润端方面，老百姓及益丰药房的归母净利润增速比较稳健，2022 年和 2023 年均保持在 10% 以上。其中，益丰药房在 2020 年-2023 的归母净利润年均复合增速达到 22%。

图表 5. 头部零售药店归母净利润同比增速



资料来源: iFind, 中银证券

其中，2022 年底，由于呼吸道感染相关药物的需求增加，尤其是 2022 年四季度退烧、止咳药物等的需求增加，推高零售药店全年收入，且相关需求持续到 2023 年一季度，2023 年一季度老百姓、益丰药房、大参林的营业收入同比增速均超过 25%。

从 2023 年全年收入及利润来看，2022 年的高基数已经逐步得到消化，头部药店增速回归稳健水平。老百姓、益丰药房和大参林 2023 年的利润端与收入端同比增速均保持在 10% 以上。2024 年一季度，益丰药房与大参林的收入端增速均在 13% 以上，老百姓收入端基于高基数压力有所放缓但是利润端仍然保持 10% 的同比增长。

图表 6. 零售药店企业 2023Q1-3 业绩情况 (单位: 百万元)

	营业收入				
	2021	2022	2023	2023Q1	2024Q1
老百姓	15,696	20,176	22,437	4,238	4,244
YoY (%)	12	29	11	31	2
益丰药房	15,326	19,886	22,588	4,517	5,214
YoY (%)	17	30	14	27	13
大参林	16,759	21,248	24,531	5,745	6,567
YoY (%)	15	27	15	27	14
一心堂	14,587	17,432	17,380	5,463	6,283
YoY (%)	15	19	0	11	15
健之佳	5,235	7,514	9,081	1,721	2,332
YoY (%)	17	44	21	49	7
漱玉平民	5,322	7,823	9,191	1,505	1,965
YoY (%)	15	47	17	31	18
	归母净利润				
	2021	2022	2023	2023Q1	2024Q1
老百姓	669	785	929	291	321
YoY (%)	8	17	18	20	10
益丰药房	888	1,266	1,412	336	407
YoY (%)	16	43	12	24	21
大参林	791	1,036	1,166	497	398
YoY (%)	(26)	31	13	29	(20)
一心堂	922	1,010	549	239	242
YoY (%)	17	10	(46)	33	1
健之佳	301	363	414	76	52
YoY (%)	20	21	14	160	(32)
漱玉平民	115	229	133	65	11
YoY (%)	(47)	100	(42)	30	(84)

资料来源: iFinD, 中银证券

1.2.2 从新增门店上来看, 后续头部药店有望继续保持平稳增长

2021 年-2023 年期间是头部零售药店快速扩张的时期, 老百姓、大参林及益丰药房在这三年期间每年门店净增均超过 1800 家, 其中老百姓及益丰药房的当年净增门店数量甚至超过了总门店数的 20%。门店的快速扩张会为平均单店收入及整体利润带来一定的压力: 一方面, 头部药店老店多位于优势区域或核心区域, 而一些新店位于新进入地区或者处于深耕考虑在地级市或县级市, 相比老店会有一些的劣势; 另一方面, 新门店需要经历一定的收入爬坡周期, 自建的新开门店需要一定的收入及盈利爬坡周期, 而并购的门店也需要进行整合。

一般零售药店新门店的盈利周期为 14 个月左右, 在 1-2 年内均处于收入爬坡状态。因此, 当年新增的门店预计在次年提高收入水平并开始贡献利润, 并在第三年继续增加对于收入和利润的贡献。头部药店在 2022 年-2023 年新增的大量门店预计在 2024 年-2025 年期间达到较好的运营水平, 单店收入及盈利水平有望有所提升从而增加对公司收入及利润的贡献。

其中, 老百姓和益丰药房在 2024 年-2025 年期间的前年净增数量均超过 2400 家, 大参林 2025 年的前年净增门店数量超过 4000 家。一心堂的门店新增在 2022 年有所放缓, 但是 2023 年门店净增回到 1000 家以上的水平, 预计在 2024 年及 2025 年带来收入及利润增量贡献。

图表 7. 头部零售药店门店数量 (家)

门店数量	2021	2022	2023	2024	2025
老百姓	8352	10783	13574	-	-
当年净增	1819	2431	2791	-	-
上年净增	1405	1819	2431	2791	-
前年净增	1264	1405	1819	2431	2791
益丰药房	7809	10268	13250	-	-
当年净增	1818	2459	2982	-	-
上年净增	1239	1818	2459	2982	-
前年净增	1310	1239	1818	2459	2982
大参林	8193	10045	14074	-	-
当年净增	2173	1852	4029	-	-
上年净增	1264	2173	1852	4029	-
前年净增	876	1264	2173	1852	4029
一心堂	8560	9206	10255	-	-
当年净增	1355	646	1049	-	-
上年净增	939	1355	646	1049	-
前年净增	508	939	1355	646	1049
健之佳	3044	4055	5116	-	-
当年净增	914	1011	1061	-	-
上年净增	591	914	1011	1061	-
前年净增	238	591	914	1011	1061

资料来源：公司公告，中银证券

1.3 渠道价值凸显，头部公司优势明显

虽然新冠和流感给药店带来的收入及利润增量偏一次性，但这也进一步体现出了药店的渠道价值。药店是药品销售的重要终端：

一方面，随着集采的不断深入，越来越多的药企开始逐步重视药店的渠道价值，尤其是头部的连锁药店，在品种方面优势突出；

另一方面，头部药店的经营效率依旧稳定，无论是净利率还是现金流等均保持良好的水平，这有望进一步促进行业集中度提升的趋势。

1.3.1 净利率保持平稳水平

零售药店头部企业面临着毛利率下滑的挑战，但是费用率表现向好。在 2021 年-2023 年期间，益丰药房、大参林、一心堂均面临毛利率下降的压力，其中大参林和益丰药房两年内毛利率的总降幅可达 2pct，一心堂毛利率总降幅达 4pct。老百姓虽然 2023 年毛利率高于 2021 年，但是公司的毛利率水平仍然低于同业规模相近的公司。

预期伴随着处方外流带来的处方药销售增量，零售药店行业仍然将面临毛利率下行的挑战，但是头部药店有望通过更加精细化的管理经营实现各项费用率的优化。

在净利率方面，2023 年益丰药房和大参林的净利率和 2021 年相比均有所提升，老百姓的净利率也保持平稳的状态。2023 年益丰药房、大参林及一心堂的销售费用率和 2021 年相比均有所下降，管理费用率也和 2021 年相比有所下降。

伴随头部零售药店规模扩张带来的市占率提升，零售药店有望掌握对上游更强的议价权，并通过品类优化等方式平衡处方药销售增加带来的毛利率压力。同时，零售药店规模扩张后有望带来规模效益，并通过精细化管理等方式提升经营效率。

图表 8. 2021-2024Q1 主要零售药店公司费用率情况

	毛利率(%)				销售费用率(%)			
	2021	2022	2023	2024Q1	2021	2022	2023	2024Q1
老百姓	32.13	31.88	32.55	35.20	20.81	19.32	20.35	21.61
益丰药房	40.35	39.53	38.21	39.25	26.49	24.53	24.29	24.40
大参林	38.15	37.80	35.90	35.46	25.46	24.28	22.92	21.75
一心堂	36.96	35.05	33.00	30.36	25.37	23.36	24.36	21.41
健之佳	35.83	36.14	35.88	34.36	25.59	25.43	26.32	27.79
漱玉平民	28.51	28.59	28.33	27.27	22.02	20.52	21.34	21.48
	管理费用率(%)				净利率(%)			
	2021	2022	2023	2024Q1	2021	2022	2023	2024Q1
老百姓	4.61	5.49	5.29	4.46	5.01	4.84	5.01	6.61
益丰药房	4.29	4.55	4.26	4.17	6.46	7.18	7.00	7.47
大参林	5.49	5.22	4.83	4.17	4.80	5.08	5.02	6.72
一心堂	2.74	2.53	2.46	2.08	6.29	5.81	3.22	4.83
健之佳	2.64	2.79	2.17	2.30	5.72	4.84	4.56	2.24
漱玉平民	2.98	2.65	3.23	3.02	2.15	2.98	1.52	0.47

资料来源: iFinD, 中银证券

1.3.2 头部零售药店现金流表现稳健

头部零售药店的现金流整体表现稳健, 老百姓和益丰药房的经营性净现金流在 2021 年至 2023 年期间均保持稳健增长。一心堂 2023 年归母净利润出现较大幅度的同比下降, 净利润率也出现大幅同比下降, 但是盈余现金保障倍数在 2023 年较上年有所上升, 经营性现金流同比降低的幅度低于归母净利润同比降幅。

截至 2024 年一季度末, 头部零售药店货币资金充裕。其中, 益丰药房与大参林截至 2024 年一季度期末, 货币资金均超过 50 亿元人民币。

图表 9. 2021-2024Q1 主要零售药店现金流情况

	经营性净现金流 (单位: 百万元)				盈余现金保障倍数 (倍)			
	2021	2022	2023	2024Q1	2021	2022	2023	2024Q1
老百姓	2,298	2,314	2,730	417	2.92	2.37	2.43	1.14
益丰药房	2,150	3,920	4,624	650	2.17	2.75	2.92	1.46
大参林	1,555	3,757	3,174	1,226	1.93	3.48	2.58	2.70
一心堂	1,792	2,497	2,115	521	1.95	2.47	3.77	2.12
健之佳	744	1,191	1,024	101	2.49	3.28	2.47	1.95
漱玉平民	238	148	143	75	2.08	0.64	1.02	6.61
	货币资金 (单位: 百万元)				投资性现金流 (单位: 百万元)			
	2021	2022	2023	2024Q1	2021	2022	2023	2024Q1
老百姓	1,409	2,411	1,975	2,018	(2,002)	(1,457)	(761)	(90)
益丰药房	2,921	4,113	3,566	5,370	(567)	(1,274)	(2,980)	(162)
大参林	2,792	4,493	4,416	5,361	(968)	(1,294)	(2,303)	(459)
一心堂	2,235	3,512	3,676	3,906	132	(222)	(539)	30
健之佳	983	933	858	780	(724)	(2,499)	(523)	(20)
漱玉平民	622	1,860	1,397	1,505	(766)	(285)	(966)	19

资料来源: iFinD, 中银证券

2 市场仍存在预期差：头部公司市占率依旧具备提升空间

中国零售药店已经进入了高速整合期，行业连锁率持续提升，头部公司的门店数量和地域覆盖都已经显著提升。部分投资者对于行业发展的关键在于：经过头部药店的大规模自建和并购，市场中是否还存在整合的空间？头部公司是否还能继续提高市占率？

我们认为，中国连锁零售药店的平均规模仍然较小，行业中仍然存在着大量中小连锁。头部连锁药店在进入时间较短的地区中数量占比较低，而即便在优势地区中头部公司在很多地区的门店数量占比也低于 10%，同样存在市占率提升的空间。

2.1 中国零售药店已经进入加速整合期

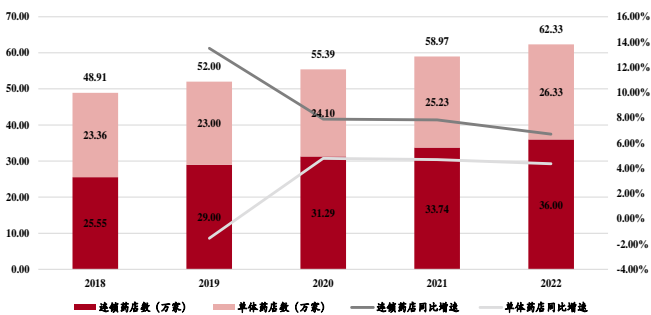
2.1.1 零售药店连锁率提升显著

近年中国零售药店处于加速整合阶段，头部公司通过自建、并购、加盟等方式积极进行门店拓展。大型连锁药店在经营上具有一定的优势：首先，大型连锁面对上游供应厂商话语权更强，一方面议价能力强，降低采购成本。同时，头部连锁药店可打造市场优势更大的丰富产品矩阵，从而实现客流和客单价的增长。此外，大型连锁药店服务水平更有竞争力，人员培训和会员管理均更加精细，数据赋能可以助力精准营销。

连锁药店的数量增速高于单体药店：单体药店从 2018 年的 23.36 万家增至 2022 年的 26.33 万家，2018 年-2022 年年均复合增长率为 3.04%；连锁药店从 2018 年的 25.55 万家增至 2022 年的 36.00 万家，2018 年-2022 年年均复合增长率为 8.95%。

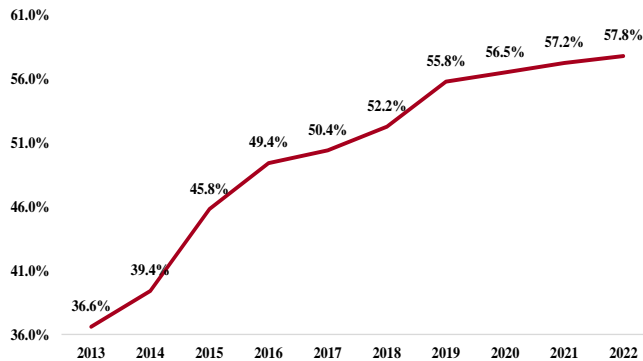
从连锁率来看，中国的零售药店近年经过整合已经有了大幅提升：根据商务部数据中国零售药店连锁率由 2013 年的 36.6% 提升至 2022 年的 57.8%。

图表 10. 中国 2018 年-2022 年药店数量（万家）



资料来源：商务部，中银证券

图表 11. 中国药店连锁率



资料来源：商务部，中银证券

2.1.2 头部药店积极通过“内生增长+外延并购”提升门店数量

近年，零售药店头部公司持续进行门店拓展与地域拓展，拓展的方式包括自建、并购和加盟。近年，加盟门店的扩张方式在零售药店规模拓展中起到越来越重要的作用。自建门店的拓展方式自主可控，但是建设周期往往也相对较长，往往应用于公司门店较多的优势地区。

并购的扩张方式可帮助零售药店迅速进入新的区域，相比自建的方式可以实现更快的拓展速度。但并购的扩张方式往往涉及较高的金额，同时带来商誉的压力。根据中国药店数据，2020 年 3 月-2023 年 4 月期间 8 家上市公司收购项目的 PS 平均值为 1.07 倍。

加盟方式在药店扩张中起到越来越重要的作用，对于公司的统一管理能力和对加盟商的把控能力具有较高的要求。加盟的扩张方式中，零售药店向加盟商收取加盟费、药品购销差价及配送费，需要对加盟商进行统一的商品供应。加盟的拓展方式不会对公司带来资产负债，且不需要进行大规模融资或其他方式的资金投入。但是为了把控加盟商的服务质量，零售药店需要对加盟商进行统一管理，这要求零售药店具备较强的供应链管理能力和对加盟商的把控能力。

图表 12. 头部零售药店门店数量（家）

门店数量	2020	2021	2022	2023
一心堂	7205	8560	9206	10255
老百姓	6533	8352	10783	13574
大参林	6020	8193	10045	14074
益丰药房	5991	7809	10268	13250
健之佳	2130	3044	4055	5116

资料来源：公司公告，中银证券

在 2020 年-2023 年期间，头部零售药店门店数量实现迅速增长。截至 2023 年末，一心堂、老百姓、大参林及益丰药房的门店数量均已超过 10000 家。2023 年，大参林门店在高基数基础上新增超过 4000 家。老百姓的门店数量在 2023 年末已经超过了 13500 家，在 2022 年末的高基数基础上仍然在 2023 年新增 2791 家门店。

健之佳门店数量规模相对较小，但是也表现出较高的增长速度。健之佳在 2023 年末门店数量达到 5116 家，门店数量和 2020 年期末相比翻倍增长。

2.2 头部药店仍然存在市场份额扩张空间

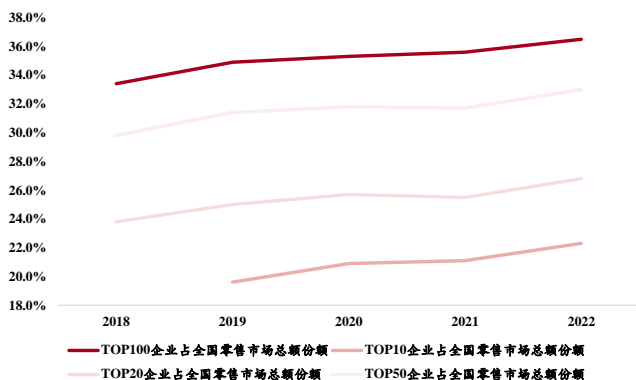
2.2.1 中国零售药店连锁率及市场集中度仍低于海外

虽然国内连锁药店的实际情况与海外存在一定的差异，但海外的集中度水平仍对我国药店行业具备一定的借鉴意义。

伴随着零售药店头部企业近年在行业中的扩张及收购，中国零售药店的行业的集中度呈现出上升趋势。在 2022 年，中国零售药店行业 Top100 的企业占全国零售市场总额的比重达到了 36.5%，和 2018 年相比提高了 3.1 个百分点。前 10 位销售总额在 2022 年占全国零售市场总额的 22.3%，与 2019 年比较提高 2.7 个百分点。

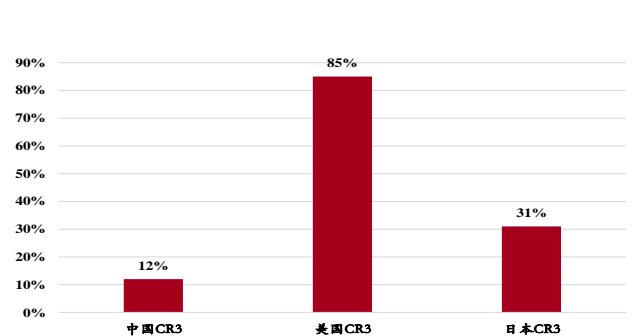
从连锁率的角度看，中国零售药店的连锁率和海外相比仍然存在提升空间——根据 IQVIA 数据，美国药店的连锁化率从 1990 年的不到 40% 增长至 2021 年的 90%，TOP3 连锁门店数量占据了全美药店数量的近 37%。

图表 13. 中国零售药店行业集中度



资料来源：商务部，中银证券

图表 14. 2022 年美中日零售药店行业集中度比较



资料来源：运联研究，中银证券

中国零售药店行业虽然行业集中度呈现上升趋势，但是相比于美国、日本等发达国家仍有较大提升空间。根据运联智库数据，2022 年美国零售药店三家头部企业 CVS、Walgreens Boots Alliance 和 Rite Aid 在美国零售药店市场份额总和达 85%，日本前三家零售药店的市场占有率已达到 31%。2022 年，中国前三家零售药店的市场占有率之和仅有 12%，和海外仍有较大差距。目前行业中头部公司均为区域性龙头企业，同时行业中存在大量的中小型连锁竞争者。

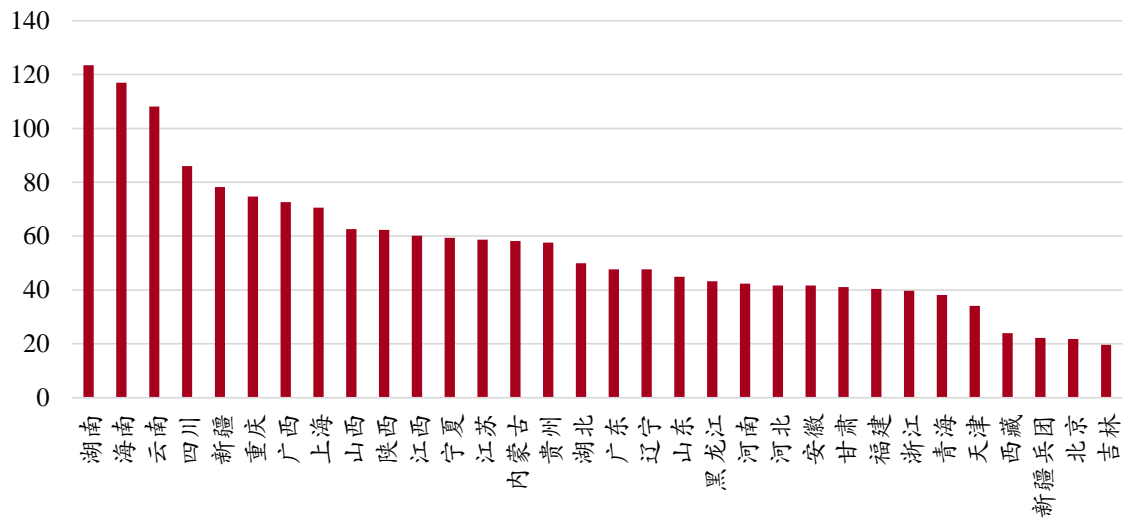
2021 年 10 月，商务部发布《关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》。意见指出到 2025 年，药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额 65% 以上，药品零售连锁率接近 70%。我国零售药品企业尚未达到此标准。

2.2.2 行业中仍然存在大量中小型连锁药店

目前，中国零售药店行业中仍然存在大量的中小连锁。根据国家药品监督管理局数据，截至 2022 年中国（不含港澳台地区）连锁药店总部合计 6650 家，连锁药店门店总数为 360023 家，平均连锁药店的规模为 53 家。而从地区数据来看，湖南、海南和云南地区由于头部零售连锁药店的多年深耕，连锁药店平均规模超过了 100 家，而在中国（不含港澳台地区）40%的地区连锁零售药店的平均规模小于 45 家。

中国（不含港澳台地区）连锁药店的平均规模仍然较小，仍然存在大量的中小型连锁，仍然存在整合空间。

图表 15. 中国（不含港澳台地区）2022 年各地连锁药店平均门店数（家）



资料来源：国家药品监督管理局，中银证券

2.2.3 头部连锁药店细分地区门店数量占比仍然较低

目前中国头部连锁药店多具备一定的区域性，例如：大参林深耕两广地区，老百姓深耕中华和华中地区，益丰药房深耕中南和华东地区，一心堂深耕云南省。从过去几年头部零售药店的发展上来看，其拓展工作主要分为两个方向：

第一，进行横向拓展，进入新的地区，新进入地区往往为相对弱势地区；

第二，在优势区域进行纵向网络布局提高覆盖率。

从门店数量的市场占有率来看：头部药店在弱势地区的门店占比较低，在优势地区同样存在占比提升的空间。

在弱势地区中，根据公司披露的门店数量及国家药品监督管理局的药品经营企业统计数据计算，2022 年头部药店在弱势地区中门店数量占比甚至低于 3%：例如，大参林在华东地区门店数量占比仅为 0.7%，益丰药房在华北地区门店数量占比仅为 2.5%，而一心堂在四川、重庆、贵州和河南的门店数量市占率均低于 3%。

在优势地区中，大参林多年深耕华南地区，但是 2022 年公司在当地的门店总数量占比仍然低于 8%，门店数量在所有连锁药店中的占比也依然低于 15%，仍然存在进一步提升市场份额的空间。广西地区 2022 年的平均连锁规模不到 80 家，而广东地区 2022 年的平均连锁规模不到 50 家，行业中仍然存在大量中小型连锁。

益丰药房在中南地区和华东地区进行了多年深耕布局的，但是公司 2022 年在这两个地区总门店数中的占比甚至不到 5.5%，在连锁药店门店中的占比低于 10%——仍然存在进一步提升的空间。湖北、江苏、浙江地区 2022 年的平均连锁规模均不到 60 家，各地区中仍然存在大量中小型连锁。

一心堂在云南地区多年进行深耕细作，在核心地区坚持高密度布局，已经形成城乡一体化的门店网络布局结构。2022 年，公司门店在云南省连锁门店中的数量占比达到了 38.9%，然而在云南省总门店数量中的占比仍然低于 25%。

新进入的地区中，头部零售药店的占比仍然较低，有望通过自建、并购、加盟等方式进行快速扩张。头部零售药店相对深耕的区域中，其实同样存在大量单体门店和中小连锁，仍然存在进一步提高市场占有率的空间。

图表 16. 2022 年头部零售药店主要地区门店占比情况

	所在地区	公司门店数 (家)	当地药店 总数 (家)	当地连锁药 店总数 (家)	总门店占比(%)	连锁门店 中占比 (%)
老百姓 (直营)	华中: 湖南、湖北、江西、河南	2,816	94033	54453	3.0	5.2
	华南: 广东、广西;	461	85989	44919	0.5	1.0
	华北: 天津、内蒙古、山西	1,189	37123	17561	3.2	6.8
	华东: 浙江、上海、安徽、江苏、山东、福建	2,117	120385	74491	1.8	2.8
	西北: 陕西、甘肃、宁夏、四川、贵州	1,066	100062	64330	1.1	1.7
益丰药房	中南: 湖南、湖北、广东;	5,414	110126	58680	4.9	9.2
	华东: 江苏、上海、浙江、江西;	3,795	74696	41999	5.1	9.0
大参林	华北: 河北、北京、天津	1,059	42270	23623	2.5	4.5
	华南: 广东、广西、海南;	7,000	91500	48811	7.7	14.3
	华东: 江西、浙江、福建、江苏、山东	857	129798	77509	0.7	1.1
	华中: 河南、湖北	1,206	54470	29004	2.2	4.2
	其他: 河北、黑龙江、陕西、四川、重庆、辽宁	982	167228	104254	0.6	0.9
一心堂	云南省	5224	23117	13417	22.6	38.9
	四川省	1269	49876	42973	2.5	3.0
	重庆市	339	18484	8326	1.8	4.1
	广西省	864	23792	16637	3.6	5.2
	山西省	634	14832	6546	4.3	9.7
	贵州省	429	17888	7093	2.4	6.0
	海南省	389	5511	3892	7.1	10.0
	河南省	34	32340	17030	0.1	0.2

资料来源: 公司公告, 国家药品监督管理局, 中银证券 (老百姓门店数量为直营门店数量, 一心堂未列天津和上海门店, 数量均低于 15 家)

伴随着头部零售药店的门店扩张，地域覆盖也有所增加。截至 2023 年，老百姓的覆盖省份已经达到 18 个，而大参林的覆盖省份也达到了 19 个。在进入新区域后，头部零售药店需要在当地进行深耕布局，提高在当地的渗透率，加盟的方式有望帮助加快在当地进行门店覆盖的节奏。

在 2020 年-2023 年期间，大参林、益丰药房和老百姓的加盟门店占比均呈现上升趋势。其中，益丰药房加盟门店的占比 2020 年至 2023 年从 11% 增长至 23%，实现翻倍增长。大参林 2023 年加盟门店的占比为 30%，是 2020 年加盟店占比的 6 倍。

图表 17. 2023 年头部零售药店加盟门店占比情况

门店数量	所在地区	2020	2021	2022	2023
老百姓	自营总门店数 (家)	4892	6129	7649	9180
	加盟门店总数 (家)	1641	2223	3134	4394
	加盟门店占比(%)	25	27	29	32
益丰药房	自营总门店数 (家)	5356	6877	8306	10264
	加盟门店总数 (家)	635	932	1,962	2986
	加盟门店占比(%)	11	12	19	23
大参林	自营总门店数 (家)	5705	7258	8038	9909
	加盟门店总数 (家)	315	935	2007	4165
	加盟门店占比(%)	5	11	20	30

资料来源: 公司公告, 中银证券

3 处方外流环境有望逐步发生变化

处方外流长期有望为零售药店行业带来较大的增量市场，但是此前处方外流的进程发展较慢，因此投资人普遍担忧处方外流是否会带来实质影响。

我们认为：此前处方外流进展较慢的原因在于，流转机制不通畅因此处方很难实质性流转至药店，且患者在药店购药无法享受和在医疗机构同等的报销待遇因此没有动力在药店购药——目前这两个问题都有望得到解决。

从处方来源来看，短期互联网处方有望带来实质增量，而长期来看医院处方外配机制有望逐步完善。从报销的角度来看，零售药店已经纳入统筹医保支付体系，且在大部分地区报销待遇与基层医疗机构持平。在处方来源和报销问题均在改善的情况下，处方外流进程有望加速。

3.1 处方药零售渠道销售存在提升空间

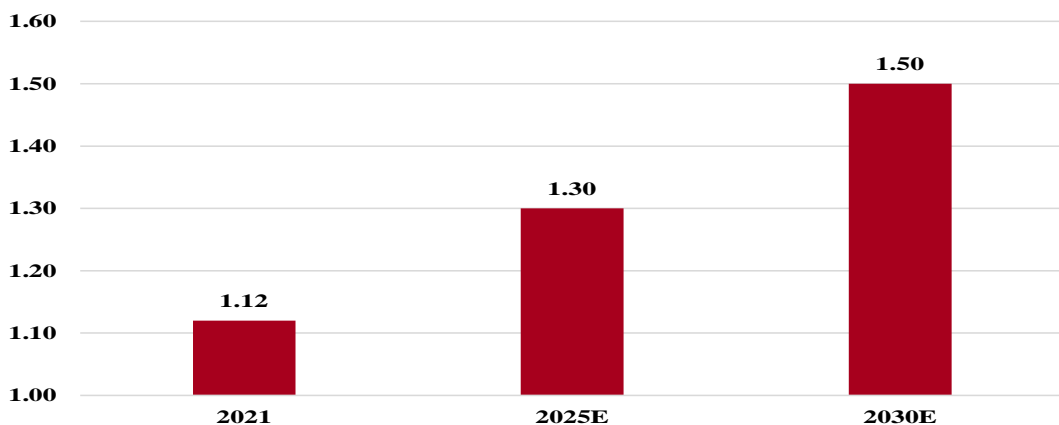
从长期看，“医药分家”是中国医疗体系改革的重要方向，而处方外流也是“医药分家”的重要方向。零售渠道在处方药销售中仍然占比较低，存在提升的空间。目前，部分投资者对处方外流的担心在于此前处方外流的进程一直比较慢，未来是否会出现实质性变化。

从医疗资源配置的角度处方外流有利于缓解医院现场接诊和取药的压力。开药在三级医院占用了一定的医疗资源，三级医院有动力将部分患者疏导到基层医疗机构。但是，根据卫健委要求基层医疗机构的基药配比要达到 90%，基层医疗机构的药品配置种类有限且同通用名药物品种也较为单一，因此很多患者在基层医疗机构无法获得需要的药品。处方外流有望为消费者提供更便利和多样化的选择，有望降低基层医院的库存配备种类压力，同时有望对三级医院的部分患者进行分流。

中国处方药的销售渠道仍然以医疗机构为主，中国处方药零售渠道占比仍然存在提升空间。伴随着“医药分家”的逐步推进，中国处方药在院外渠道销售占比提升是长期趋势。从用药种类来看，部分家庭用药和急症用药处方由于应用场景更容易流向零售药店渠道。慢性病用药等由于需要多次定期购买，在零售药店进行购买对于消费者更加方便，具备流向零售渠道的潜力。

处方外流一方面有望为零售药店带来处方药销售的增量：根据观研天下数据，2021 年我国处方药市场规模为 1.12 万亿元，预计 2030 年将达到 1.50 万亿元，2025 年-2030 年年均复合增长率为 3.64%。另一方面，处方外流有望为零售药店带来增量客流，从而带动药店其他药品或相关产品的销售。

图表 18. 中国处方药规模（单位：万亿元）



资料来源：观研天下，中银证券

此前处方外流的难点在于：1、在“药品加成”取消之前，“以药养医”的现象普遍，处方从医院渠道流出存在障碍。2、缺乏统一的处方流向零售药店的管理平台，因此处方流转的路径很难统一。3、在零售药店纳入统筹医保支付前，消费者在药店只能使用个人医保支付，在支付意愿方面存在一定的劣势。

“药品加成”在 2017 年已经取消，2023 年统一的电子处方流转平台已经建立，零售药店也在 2023 年被纳入统筹医保体系。未来处方外流能否为零售药店带来增量主要取决于几个环节：

- 1、处方来源如何解决？
- 2、医保基金按照什么标准及额度对药店进行支付？
- 3、零售药店是否有能力对外流的处方进行承接？

——前两个环节主要取决于医保支付的政策环境，而最后一个环节则取决于药店专业经营能力。

3.2 处方来源方面：转机制逐步完善

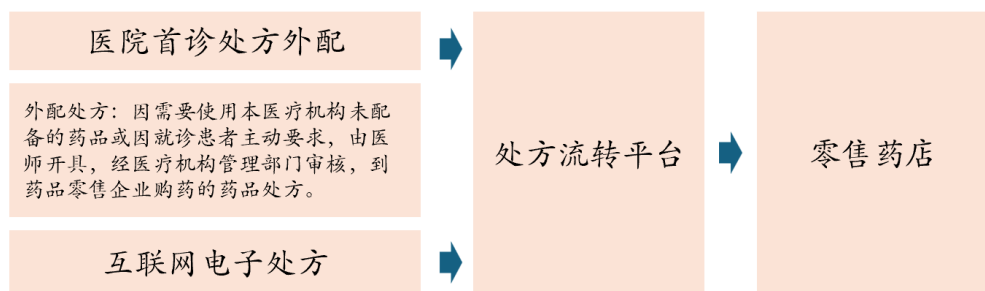
3.2.1 统一的电子处方管理平台已建立

2023 年多个省份发布文件，强调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。

患者在医疗机构开具处方后，医疗机构需要将处方上传至统一的电子处方流转平台，患者方可到零售药店凭借流转平台的处方信息进行购药，统筹医保基金按照相应政策规定进行支付。目前，首诊处方权仍然掌握在实体医疗机构手中，实体医疗机构针对患者院外购药的需求开具“外配处方”，并将电子外配处方上传至处方流转平台。

互联网医疗平台具备复诊开具处方的权力，部分地区接受具备资质的互联网医疗平台也可以将处方上传至统一的处方流转平台，患者可凭借来自互联网医疗机构的处方到零售药店购药并进行统筹医保报销。

图表 19. 处方外流平台及流转机制示意



资料来源：中国药店，中银证券

截至 2023 年 12 月，全国所有省份均已启动医保电子处方中心部署工作，但是仅有近 20 个省份正式上线应用。部分地区的处方外流进展较慢：例如，山东某市，在上千家大小医院诊所中仅 50 家医院在使用处方流转平台，在 2023 年 1-9 月全市通过处方流转结算的医保费用约 2000 万元出头，且主要用于“双通道”药店而非“统筹药店”。

部分地区处方外流进展目前较慢的原因主要在一些地区的统筹医保报销仍然只认定来自实体医疗机构或者依托于实体医疗机构的线上医疗平台，而目前实体医疗机构的处方外流机制在实操中仍需要改善。

3.2.2 短期内互联网复诊处方有望为药店带来增量

互联网复诊处方对于药店的增量主要来自于两方面：1、统筹支付带给患者的经济性；2、线上诊疗带来的便利性。

从经济性的角度：互联网医疗平台具备复诊处方权，但是目前互联网药店仍然不在统筹医保支付体系内，患者线上平台购药无法选择统筹医保支付。实体零售药店不具备处方权，但是患者可以进行医保报销，因此处方有动力从互联网医疗平台流向具备统筹支付资质的实体药店。

目前部分地区政策允许患者使用来自互联网医院的处方，安徽、湖南、广州、广西、海南、上海、山西、西藏、贵州等地均明确纳入医保定点管理的互联网医院开具的处方可以由统筹基金支付。例如：上海《关于做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》明确规定：各定点医药机构要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（包括互联网医院）电子处方顺畅流转至门诊统筹药店。

从便利性的角度：互联网医疗机构对于需要定期进行复诊的患者例如慢性病患者提供了便利。

复诊患者可以不用前往线下医疗机构进行诊疗开药，而是可以通过线上的方式进行处方开具，并选择临近的零售药店进行购药，对于患者更具便利性。互联网医疗机构的开药品种限制少于线下医疗机构，可开具处方的药品范围广泛，可以满足患者的需求。

部分地区允许患者进行“医保在线支付”——患者不需要前往药店进行支付和取药，而是由药店进行配送，进一步提高了患者购药的便利性，为处方流向零售药店提供了更强的动力。

部分地区要求开具处方的互联网医院必须依托实体医院，即便是在这些要求较为严格的地区，患者也不需要前往实体医院进行诊疗，出于便利性考虑仍然有动机在临近的零售药店进行购药。

3.2.3 医院外配处方机制有望逐步改善

目前在实际操作中，医院可开具外配处方的药品范围相对有限。从医院的角度，外配处方很难为医院带来增益，反而会为医院带来额外的风险和压力，因此进行处方外配的动力不足。

在处方外流之前，处方审核和药品把控都在院内，对于医院风险较为可控。处方外流后，用药安全和处方安全的责任认定为医院带来了不确定性，因此医院对于处方外流仍然存在顾虑。同时，虽然药品加成的取消结束了“以药补医”的时代，但是医院仍然承担国谈药品配备的责任。一些医院的部分集采药品不能外配，集采药品外配后医院会面临完不成集采任务的风险。

在实践中，医院会对可开具外配处方的药物范围进行划定，或者进行不外配药品的“负面清单”的划定。范围的划定和更新都需要经过严格的审批和管理流程，每纳入一个药品都要涉及安全用药和医师开具权限等问题。且范围的划定存在一定的滞后性，更新迭代的药物可能来不及被纳入可开药范围中。因此，很多医院的可外配药物有限，无法满足患者的外配需要。

部分地区拟将“外配处方管理”纳入考核：例如，2023年10月20日，浙江省卫健委发布《省卫生健康委办公室关于进一步加强公立医疗机构外配处方管理的通知》，拟将外配处方管理纳入2024年度医疗质控内容。医院在考核压力下有动力完善外配处方管理的机制，例如：规范药物外配的范围划定、及时对划定范围进行更新等。

3.3 医保方面：大部分地区零售药店统筹医保报销待遇与基层医疗机构持平

2023年2月国家医保局发布《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》，零售要点被纳入统筹医保体系，在国家医药健康保障体系中的地位明显提升。

购药报销待遇方面，零售药店与基层医疗机构持平，根据《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》：“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。”在具体操作方面，大部分地区的要求是与当地一级医疗机构相同的报销待遇，部分地区统筹药店的报销标准与处方开具的医疗机构一致。

图表 20. 各地门诊统筹药店报销待遇

	典型地区
与一级医疗机构相同	江西、湖南、甘肃、山西、吉林、西安、广西、海南、西藏及新疆生产建设兵团等
与二级医疗机构相同	四川、杭州、贵州、武汉等
单独制定报销比例	内蒙古等
与出具处方定点医疗机构相同	安徽、北京、宁波、广州、天津、苏州、河南、上海等

资料来源：中国卫生政策研究 2023, Vol.16 Issue (12):26-32 《定点零售药店纳入医保门诊统筹管理实践比较分析》，中银证券

而在支付标准方面，目前各地对于谈判药的规定为门诊统筹药店的价格不高于全国统一的医保支付标准，而对于非谈判或集采的药品在支付标准和价格管理方面目前仍然存在差异。目前各地的支付标准和价格管理政策仍然在探索当中，主要分为三种模式：其中，山西、西安、北京等地的支付政策最为友好，医保基金直接按照市场实际价格对药店进行支付。这类政策对于零售药店较为友善，但是市场价格往往高于医疗机构的药品价格，可能会对医保统筹基金造成压力。

图表 21. 各地门诊统筹药店价格管理及支付标准情况

价格形成	支付标准	典型地区
市场形成价格	医保统筹基金按照销售价格对药店支付	山西、西安、北京等
市场形成价格	医保参考医疗机构支付标准，医保统筹基金按照销售价格按照不超过医疗机构支付标准或按照不超过医疗机构支付标准的 115% 对药店进行支付	江西、新疆、天津、西藏、浙江、苏州等
限定价格加成	在医保与药店签订的服务协议中，协商约定药店药品价格不超过采购平台价格或采购平台价格的 115%，医保统筹基金按照实际销售价格进行支付	四川、湖南、上海、湖北、广州等

资料来源：中国卫生政策研究 2023, Vol.16 Issue (12):26-32 《定点零售药店纳入医保门诊统筹管理实践比较分析》，中银证券

零售药店的统筹预算管理也仍然在探索当中，零售药店纳入统筹医保体系的时间较短，缺乏历史统计数据。《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》提出“探索建立定点零售药店门诊统筹总额预算管理，充分发挥医保基金的激励约束作用”。

在门诊共济改革前期已开通药店门诊统筹的地区中，总额预算管理主要包括两种模式，一种是对每个门诊统筹药店实施机构总额预算，另一种是对开具处方医疗机构实施机构总额预算，在总额预算下按项目付费。

3.4 承接方面：头部零售药店有望通过专业化经营能力承接处方外流增量

门诊统筹政策有望为零售药店客流量及收入带来增量，同时也对门店的专业性等提出了更高要求。

零售药店纳入门诊统筹体系首先意味着更严格的监管：一方面处方外流意味着更多的处方流向药店，从处方药用药安全方面监管会更加严格。原先处方和取药的环节都在院内发生，监管只涉及院内场景，而当处方药流向院外也意味着监管也会涉及院外场景。另一方面，从医保资金安全的角度，监管也会对于统筹医保资金在零售药店的使用进行严格的监管。

零售药店纳入统筹医保支付后面临的监管对于零售药店的合规经营提出了更高要求。部分财务管理、药品管理混乱的药店若取得统筹医保门店资格，则可能成为飞行检查的重点对象，无法获得相应的增益。头部的大型连锁药店尤其是上市公司合规经营的能力往往更强，可以适应更加严格的监管环境。

处方药销售对药店的专业能力要求较高，例如需要配备相应的药师人员。尤其是慢性病相关的处方药，更涉及专业水平和服务能力。慢病患者往往需要定期购药，头部连锁药店有望凭借专业化的服务能力及配套服务提高患者的粘性。此外，统筹医保的支付及结算均涉及较为复杂的政策细节，例如统筹支付范围内商品种类及报销比例等。头部药店有望通过统一培训的方式使门店工作人员掌握相关信息，提升结算效率并提高消费者购药体验。

老百姓

老百姓在 2023 年重点推进门诊统筹门店资质落地，并积极探索统筹业务模式。第一，公司对统筹门店运营标准进行升级，按政策要求配备执业药师，为顾客提供更专业的购药指导与服务。第二，公司加强医保业务合规建设。第三，公司不断提高统筹结算效率，提高顾客统筹购药便捷性。第四，公司积极推动互联网医院处方体系搭建和布局，以“自建+合作”的模式来确保处方供给。

在专业药房建设方面，公司高标准建设的院边店继续发挥资源优势，积极承接处方外流。公司通过“线上+线下”的体系进行培训，激励员工考取执业药师和药师资格，强化药店专业服务能力。此外，公司运用“智能荐药”等数字化工具为店员赋能，从而为客户提供高质量的药事服务。

在慢病管理方面，公司为用户提供全面、科学、持续的深度慢病管理服务，利用数字化工具满足用户需求、强化用户互动，并依托服务提升用户粘性。第一，公司通过智能系统与数据平台，实现个性化慢病会员管理，执行标准化流程协助顾客进行健康监测及合理用药。第二，公司积极提升员工专业服务能力，为顾客提供更优的疾病解决建议。第三，公司加强考核与监督，通过服务评价反馈机制，提升专业服务质量和顾客的满意度。截至 2023 年年末，公司慢病管理服务累计建档 1,200+ 万人，慢病建档会员近 90 天复购率为 75.2%，较公司普通会员增长 13.4 个百分点。

2023 年全年老百姓共 4,262 家门店落地门诊统筹资质，占比 31.40%，纳入门诊统筹医保管理且可使用互联网处方的门店达到 3,059 家，其中直营门店 2,756 家，直营门店可互可刷占比 30.02%。公司可使用互联网处方的门店在来客数和销售额方面均有较为明显的提升。

益丰药房

在承接处方外流方面，公司积极“线上+线下”的全渠道新模式。

在线下方面：公司以院边店为依托，积极布局 DTP 专业药房、“双通道”医保定点药房、特慢病医保药房和门诊统筹药房。公司通过深化与相关厂商的合作，积极引进国家医保谈判品种。截至 2023 年年末，公司拥有院边店 675 家，DTP 专业药房 305 家，其中已开通双通道医保门店 246 家，开通门诊统筹医保药房 4,200 多家。在品类方面，公司经营国家医保协议谈判药品超 250 个，医院处方外流品种 800 多个，并与 150 多家专业处方药供应商建立了深度合作伙伴关系。

在线上方面：公司积极布局电子处方流转业务，通过数字化处方服务平台及履约配送体系，连接卫健、医保、医院及全国头部第三方互联网医院平台。同时，公司依托现有院边店及中心仓，构建服务慢病患者的医患药险闭环服务体系。截至 2023 年年末，公司对接省市级医保、卫健处方流转平台 10 余家，直接或者间接承接 100 余家三级医院及互联网医院处方流转业务。

健之佳

在专业化方面，公司依托会员服务体系、药师专业服务体系、辅助的信息系统及延伸的医药服务能力为会员提供服务，针对单病种深入研发专科解决方案，建设专科化门店体系。同时，公司通过对接医院处方流转平台、规范服务门诊统筹患者，与互联网医院及第三方平台合作等方式，在合规基础上及时响应和满足顾客远程问诊、处方流转、自有及第三方平台远程审方、执业药师药学服务等需求。

在慢病管理方面，公司截至 2023 年年末慢病服务累计建档 250 万人，同比增长 66%。公司慢病管理大数据项目持续推进，长期坚持为顾客提供及时的健康自测、用药指导等服务，依托数据帮助顾客提高服药顺从度、监控并改善慢病指标。此外，公司持续打造皮肤病、眼科、呼吸疾病、糖尿病等专科药房。2023 年年末，公司专科药房达 1,135 家，占药店总数 23.76%。公司针对单病种积极研发全方位药学照顾的专科化解决方案，通过“强化员工专业+厂商专业患教、促销资源”，围绕主要治疗药物、辅助治疗药物、改善症状药物、危险因素控制、调理保健等全方位的专业顾客管理体系。公司依托会员服务体系、药师专业服务体系、CRM 系统会员营销，提供免费的“四高”慢病指标数据监控服务，提升顾客服药依从性，从而提升门店效能。

风险提示

医保支付政策变动风险：零售药店的部分收入来自医保统筹支付和医保个人账户支付，若支付政策发生变动，会对行业造成一定的影响。

处方外流速度不及预期风险：目前外流处方主要来自于互联网处方，院内处方外流仍然处于较早期阶段。若互联网处方流向其他渠道，且院内处方外流实际推进速度不及预期，会对行业造成一定影响。

门店拓展不及预期风险：行业内公司通过自建和并购的方式进行门店拓展，门店并购涉及标的寻找、谈判和收购，若并购过程失败会对相应公司门店拓展造成不利影响。

新店培育及整合不及预期风险：新增门店需要进行培育或整合，需要经历一定的收入爬坡，若培育或整合过程不顺利，则会对相应公司收入增长造成负面影响，并对利润端造成一定压力。

合规经营风险：零售药店行业面临严格的监管，尤其是涉及医保支付的部分会涉及严格的检查。若行业内公司违反相应规定，会面临相应的处罚。

附录：医保统筹政策梳理

图表 22. 中国门诊统筹定点零售药店相关政策及公告情况

政策或公告	地方	时间	内容
《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》	国家医保局	2023/2/15	明确门诊统筹基金支付范围：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 ；明确定点零售药店纳入门诊统筹的配套政策：加强药品价格协同，加强处方流转管理
《自治区已將定点零售药店纳入门诊统筹管理》	新疆	2023/2/28	报销比例执行与一级医疗机构相同的医保待遇。
《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	江西	2023/3/14	执行江西省定点基层医疗机构相同的医保待遇政策
《河北省医疗保障局关于将符合条件的定点零售药店纳入门诊保障范围的通知》	河北	2022/5/18	医保目录内药品销售价格协商谈判确定；医保目录外药品销售价格参照市场定价。执行与统筹区内定点医疗机构相同的医保待遇政策。实际销售价格超支付自付。 (1) 谈判药品、医保支付标准试点药品执行医保支付标准。谈判药品同通用名药品实际销售价格更低，以实际销售价格为标准；(2) 集采药品（包括同一通用名下的原研药、参比制剂、通过一致性评价的仿制药），以中选价格作为标准。集中采购同通用名药品实际销售价格更低，以实际价格作为标准；(3) 医保目录内其他药品加价率不超过实际采购价格的 15%，药品最小零售包装实际采购价格高于 500 元的，以最高加价额不超过 75 元；中药饮片加价率不超过实际采购价格的 25%。医疗器械、医用耗材不纳入门诊保障定点药店门诊保障范围。
《广州市医疗保障局关于定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	广州	2023/5/4	协商约定医保结算药品的价格加成率、加成限额。统筹基金按开具外配处方定点医疗机构的普通门诊支付比例支付，并纳入参保人员普通门诊年度最高支付限额
《关于做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	齐齐哈尔市	2023/5/9	集中带量采购中选产品协商确定销售价格或加价率等方式。执行与我市定点基层医疗机构相同的医保待遇政策。执行医保支付标准，实际销售价格低于医保支付标准的，以实际销售价格作为标准
《关于定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	湖南	2023/5/18	医保目录内药品由医保部门参考挂网价与药店谈判约定，倡导参考挂网价销售。可省内异地结算，门诊统筹费用纳入全省集中清算。报销比例 70%。
《关于进一步做好定点零售药店纳入职工医保普通门诊统筹管理的通知》	常州	2023/2/17	国谈、带量采购等药品，按医保支付标准执行；其他江苏省药品（医用耗材）阳光采购和综合监管平台挂网药品，以平台价格为医保支付上限。统筹基金支付比例参照二级定点医疗机构执行，支付限额 3000 元。
《安徽省医疗保障局关于做好定点零售药店纳入门诊统筹管理工作的通知》	安徽	2023/4/28	保障待遇按职工门诊就诊定点医疗机构的级别执行。已确定医保支付标准的医保目录内药品，按医保支付标准进行医保结算。药品实际销售价格超出医保支付标准的部分，由参保人员承担；未确定医保支付标准的目录内药品，按实际销售价格进行医保结算。
《关于印发〈自治区基本医疗保险门诊统筹（含门诊慢性病）定点零售药店遴选规程（试行）〉的通知》	新疆	2023/7/3	符合条件的定点零售药店，可自愿申请，统筹地区按照定点药店申报流程遴选确定。门诊慢性病药店遴选资料审核、协议管理、监督考核等，参照《零售药店医疗保障定点管理暂行办法》执行。各统筹地区要落实“遴选规程”，加强协议管理，确保纳入定点管理药店医保服务质量。

资料来源：国家医疗保障局，各地医疗保障局，中银证券

续图表 22.中国门诊统筹定点零售药店相关政策及公告情况

政策或公告	地方	时间	内容
《关于印发〈本市医保进一步支持社区卫生服务能力提升的若干举措〉的通知》	上海	2023/9/26	参保人员凭社区卫生服务中心电子处方在定点零售药店购买医保目录内药品的费用，纳入门诊统筹报销范围，执行开具处方医疗机构相同的门诊待遇，进一步拓宽患者配药渠道。
《关于做好药店纳入门诊统筹管理和定点医药机构管理办法政策衔接有关事项的通知》	江西	2023/9/22	我省职工医保参保人员凭江西省医保定点医疗机构符合条件的医师为其开具的处方（纸质或电子处方），到我省门诊统筹定点零售药店，购买医保目录内药品发生的费用，可由医保基金按规定予以支付。门诊统筹定点零售药店根据参保人员需要可提供配送服务，配送费用不纳入医保支付范围。门诊统筹定点零售药店，要建立健全与医保基金使用相关的内部管理制度。
《关于部分定点零售药店纳入省直基本医保门诊统筹管理的通知》	安徽	2023/9/28	根据省直医保和合肥市医保“同城同策”原则要求，决定逐步将合肥市市区已纳入医保门诊统筹管理的定点零售药店（含其控股公司开通省直结算服务的定点零售药店）逐步纳入省直基本医保门诊统筹管理。
《省医疗保障局关于规范职工医保门诊统筹定点零售药店医保服务协议管理的通知》	武汉	2023/10/18	符合条件的定点零售药店，可按自愿原则向统筹地区医保经办机构提交申请，经评估后，符合条件的纳入门诊统筹管理范围，并签订承诺书和补充协议。各地医疗保障部门要将定点零售药店门诊统筹费用纳入医保基金常态化监管的重点内容， 常态化开展定点零售药店门诊统筹费用的重点监管 ，严肃查处定点零售药店违法违规使用门诊统筹基金行为。
《关于支持定点零售药店在浙江省“智慧医保”招采子系统采购的通知》	浙江	2023/10/19	根据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》、国家价采中心《关于做好定点零售药店在省级医药集中采购平台采购相关工作的通知》要求，为进一步服务医药机构，支持定点零售药店通过浙江省“智慧医保”招采子系统采购药品。
《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	福建	2023/12/6	按照“稳妥推进、逐步扩展”的原则，先将福建药耗招采子系统挂网的职工医保、居民医保门诊特殊病种的医保目录内药品纳入定点零售药店门诊统筹，待条件具备、医保信息系统进一步完善后再逐步扩大范围。

资料来源：国家医疗保障局，各地医疗保障局，中银证券

续图表 22.中国门诊统筹定点零售药店相关政策及公告情况

政策	地方	时间	起付标准	报销比例	报销限额	备注
《昌吉州 44 家定点零售药店纳入门诊统筹结算范围》	昌吉			在职职工：70%； 退休人员：75%	3000 元	
《山西省医疗保障局办公室关于转发《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》的通知》	山西	2023/2/20	30 元/次	在职职工 60%， 退休人员 65%		门诊统筹药品执行全省统一的医保支付标准，超支费用自付。暂未制定支付标准的药品，按实际销售价格按比例报销
《重要发布：咸阳市 1068 家定点零售药店全部纳入职工门诊统筹服务范围》	咸阳	2023/3/4	累计 260 元	在职职工：70%； 退休职工：75%	在职职工：1500 元； 退休职工：1700 元	
《全省首个！我市定点零售药店开通职工医保门诊统筹结算》	西安	2023/3/2	累计 200 元	在职职工：70%， 退休人员：75%	在职职工：2000 元； 退休人员：2500 元	
《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	包头	2023/2/24	累计 1000 元	在职职工：60%； 退休人员：65%	2000 元	
《关于做好职工基本医疗保险门诊统筹定点零售药店有关工作的通知》	呼和浩特	2022/10/7	同基本医疗保险政策普通门诊医疗费用起付标准	在职人员：60%； 退休人员：70%	2000 元	
《关于进一步明确定点医药机构开通职工医保普通门诊统筹服务等有关事项的通知》	常州	2023/4/12		在职人员：70%； 退休人员：75%	3000 元	
《徐州市职工基本医疗保险门诊共济保障机制实施细则》	徐州	2022/10/28	累计 700 元	在职职工：75%； 退休人员：85%	7000 元	
《苏州市职工基本医疗保险门诊共济保障机制实施细则（试行）》	苏州	2023/1/13	在职职工：累计 600 元； 退休职工：累计 400 元	报销比例与外配处方的定点医疗机构一致	3000 元	
《方便！辽阳市首批 6 家零售药店开通医保门诊统筹结算服务》	辽阳			在职人员：70%； 退休人员：75%	3000 元	参照一级定点医疗机构起付标准、支付限额和支付比例进行报销
《市医保局关于明确贵阳贵安定点零售药店职工医保普通门诊统筹待遇标准等有关问题的通知（试行）》	贵阳	2023/2/19	累计 150 元	在职人员：70%； 退休人员：75%	2000 元	药品处方、药品目录及价格等执行国家、省、市相关管理规定

资料来源：国家医疗保障局，各地医疗保障局，中银证券

图表 23. 中国处方外流相关政策及公告情况

政策或公告	地方	时间	内容
《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（2023年）>的通知》	国家医保局	2023/12/13	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，进一步推动“双通道”处方流转电子化。
《关于做好2023年城乡居民基本医疗保障工作的通知》	国家医保局	2023/7/28	进一步完善和规范谈判药品“双通道”管理，2023年12月31日前，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，推动省域内“双通道”处方流转电子化，提升谈判药品供应保障水平。
《关于执行2023年药品目录谈判药品和竞价药品分类结果的通知》	甘肃	2023/12/26	鼓励线上应用谈判药品电子处方，有序将谈判药品定点零售药店全部接入省医保电子处方流转平台，进一步推动“双通道”处方流转电子化。
《关于切实做好<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2023年）>落地执行工作的通知》	湖南	2023/12/29	各地要积极依托全省统一的医保电子处方流转平台，建立健全高效运转、标准规范的处方流转机制。
《关于执行<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2023年）>的通知》	山东	2023/12/27	要利用全省统一部署的医疗保障信息平台电子处方中心，组织定点医药机构做好技术对接工作，加强处方审核，推进医保移动支付落地应用，实现基于医保电子凭证或者身份证的电子处方流转和医保“一键式”结算。
《关于执行<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2023年）>有关事项的通知》	安徽	2023/12/27	依托全国统一的医保信息平台电子处方中心，进一步推动“双通道”处方流转电子化。
《关于做好药店纳入门诊统筹管理和定点医药机构管理办法政策衔接有关事项的通知》	江西	2023/9/22	加快医保电子处方应用。各设区市医保部门要抓紧督促指导辖区内“定点医药机构”，加快本机构结算系统及电子处方流转接口改造，依托国家统一的医保信息平台，实现医保电子处方应用。
《医疗机构申请医保定点办事指南》	黑龙江	2023/12/1	医疗机构申请医保定点需要在测试环境下，通过 HIS 软件商向省医保平台上传“进销存”数据、实现电子处方流转，并按要求安装实名认证设备。
《关于执行<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2023年）>的通知》	江苏	2023/12/29	要依托全国统一的医保信息平台电子处方中心，建立健全处方流转机制，推动“双通道药品”处方流转电子化。
《关于印发<上海市基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2023年）>的通知》	上海	2023/12/29	依托全国统一信息平台，加快“双通道”处方流转。
《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	福建	2023/12/25	定点医疗机构根据相关接口规范要求，完成医疗机构电子处方流转接口改造后，向所在医保经办机构提出申请及相关材料→当地医保经办机构受理→医保经办机构10个工作日内审核材料并现场核验→符合条件的，由医保经办机构10个工作日内予以开通处方流转权限并签订补充协议；不符合条件的应在5个工作日内反馈申请医疗机构并一次性告知需补充材料、系统改造要求。
《广东省深化医药卫生体制改革近期重点工作任务》	广东	2023/11/6	丰富医保电子凭证应用场景建设，为医保移动支付、电子处方流转等应用提供支撑。做好国家谈判药品落地工作，将协议期内国家谈判药品全部纳入“双通道”药品范围，推动医保处方流转平台建设。
《省医保局关于开展“互联网+”医疗服务医保支付工作的通知》	贵州	2023/12/8	在线开具的处方在本院购药或流转定点零售药店购药的，必须有医师电子签名，并经药师审核后按规定上传医保结算系统。支持“互联网+”处方流转，本统筹区定点零售药店外配处方的药品费用，应由医保基金支付部分，由统筹区医保经办机构直接与定点零售药店结算。
《关于做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	重庆	2023/12/13	加强处方管理。依托全国统一的医保信息平台电子处方流转功能，实现定点医疗机构电子处方顺畅流转到开通门诊统筹服务的定点零售药店使用，保障参保人用药权益。改革初期，在开通门诊统筹服务的定点零售药店购药实行电子处方和纸质处方并行，同步推进信息化建设，逐步取消纸质处方。
《关于执行<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2023年）>的通知》	陕西	2023/12/26	推动药品目录管理政策与支付方式改革、电子处方流转等政策协同推进机制。建立健全全省统一、高效运转、标准规范的处方流转机制，推动“特殊药品”和门诊慢特病等处方流转电子化。

资料来源：国家医疗保障局，各地医疗保障局，中银证券

续图表 23. 中国处方外流相关政策及公告情况

政策或公告	地方	时间	内容
《关于印发<宁夏回族自治区基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2023年)>的通知》	宁夏	2023/12/31	各地医保部门要按照处方流转机制的相关要求, 指导辖区内各“双通道”定点医药机构及时进行系统改造并接入电子处方中心, 实现全区“双通道”处方流转电子化。
《关于进一步完善医疗保险特殊药品保障政策的通知》	青海	2023/12/28	省级医保部门、卫生健康部门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, 进一步推动“双通道”处方流转电子化。
《关于印发<自治区基本医疗保险门诊统筹(含门诊慢性病)定点零售药店遴选规程(试行)> <自治区国家医保谈判药品“双通道”定点零售药店遴选规程(试行)>的通知》	新疆	2023/7/3	按照《国家医疗保障信息平台医保电子处方中心定点医药机构接入规范》要求, 完善电子处方流转信息系统建设, 能够实现与定点医疗机构电子处方顺畅流转
《关于执行国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2023年)的通知》	内蒙古	2023/12/25	各地要进一步加强医保信息平台电子处方中心应用, 推动“双通道”处方流转电子化。
《吉林省医疗保障局关于进一步优化“双通道药品”管理工作的通知》	吉林	2023/8/31	做细做实“双通道药品”电子处方流转, 落实“定机构、定医师、可追溯”等要求, 实现患者用药行为全过程监管。
《关于征求<辽宁省医疗保障定点医疗机构基金监管信用评价实施细则(征求意见稿)>意见的通知》	辽宁	2023/11/21	严格执行门诊处方外配制度, 参保人员要求到定点零售药店购药时, 按有关规定及时为患者办理必要的门诊处方外配手续。满足上述要求, 得20分; 未按规定执行, 得0分。
《关于执行国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2023年)相关工作的通知》	天津	2023/12/28	提升“双通道”工作管理的规范化、精细化水平, 依托全国统一的医保信息平台电子处方中心, 建立健全全市统一、高效运转、标准规范的处方流转机制, 进一步推动“双通道”处方流转电子化, 提升“双通道”药店的覆盖率。
《关于落实<国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2023年)>有关问题的通知》	北京	2023/12/28	对于暂时无法配备的药品, 要建立健全处方流转机制, 提升药品可及性。
《关于开展“互联网+”医药服务医保支付(试行)工作的通知》	山西	2023/11/15	互联网医院线上复诊医保处方应当全部进入处方平台, 定点医药机构通过参保人员医保电子凭证直接从处方平台下载处方, 为参保人员提供售药服务。通过互联网医院及处方流转平台开展互联网购药医保移动支付的零售药店, 应当具备一定的条件。
《关于进一步做好基本医疗保险工作的通知》	河南	2023/9/7	进一步完善和规范谈判药品“双通道”管理, 推动省域内“双通道”处方流转电子化, 提升谈判药品供应保障水平。

资料来源: 国家医疗保障局, 各地医疗保障局, 中银证券

图表 24. 药店统筹认可互联网医院处方的相关政策及公告情况

政策或公告	地方	时间	内容
《关于做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	上海	2023/6/25	各定点医药机构要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（包括互联网医院）电子处方顺畅流转至门诊统筹药店。
《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	福建	2023/12/15	医疗机构及其互联网医院提供流转电子处方按门诊诊查费收费政策执行，参保人员享受相应待遇政策。
《关于印发〈河北省互联网医院管理办法实施细则〉的通知》	河北	2024/2/18	经药师审核合格带有电子签名的处方，不得限制处方流转，如处方流转到零售药店、医保信息平台等。符合药品配送条件的互联网医院可自行配送，也可委托符合条件的第三方机构配送。
《关于开展“互联网+”医药服务医保支付（试行）工作的通知》	山西	2023/10/13	互联网医院线上复诊医保处方应当全部进入处方平台，定点医药机构通过参保人员医保电子凭证直接从处方平台下载处方，为参保人员提供售药服务。参保人员可 自主选择在互联网医院或定点零售药店通过线上或在实体门店购药。
《关于将定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知（试行）》	淮安	2023/4/25	参保人员凭本市范围内有住院资质的定点医疗机构处方（含省内实体依托的互联网医院处方）在门诊统筹定点零售药店发生的医保政策范围内合规医疗费用（以下简称“合规费用”），统筹基金支付比例参照三级医疗机构的支付比例执行。
《关于印发推进医保电子处方流转应用工作实施方案的通知》	安徽	2023/5/6	参保人员选择互联网定点医院复诊的，医保医师在线开具处方、药师在线审方、同步向省互联网医疗服务监管平台、省医保电子处方中心上传处方，参保人员自主选择药店，与医保电子处方中心联网的定点零售药店在线调取患者处方，药师在线审核后，药店提供配药和医保结算服务。
《江西省医疗保障局办公室关于做好药店纳入门诊统筹管理和定点医药机构管理办法政策衔接有关事项的通知》	江西	2023/9/20	经我省卫生健康行业主管部门批准获得互联网医院资质，依托我省实体定点医疗机构，签订医保协议后，成为我省医保定点互联网医院。在接入省医保电子处方流转平台之后，职工医保参保人员凭其符合条件的医师开具的电子处方，到门诊统筹定点零售药店，购买医保目录内药品发生的费用，可由医保基金按规定予以支付。
《〈湖北省职工医保门诊统筹定点零售药店管理暂行办法（征求意见稿）〉起草说明》	湖北	2023/7/11	参保人员必须凭符合规定的定点医疗机构外配处方或互联网医院电子处方，在职工医保门诊统筹定点零售药店，购买医保目录内药品发生的费用，可由统筹基金按规定予以支付。互联网医院电子处方必须为省卫生健康行政部门审批的省内实体定点医疗机构举办的互联网医院开具的电子处方。
《关于定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	湖南	2023/5/18	参保人员凭医保定点医药机构处方或纳入协议管理的本省卫生健康行政部门审批的互联网医院电子处方（有关协议管理规定另行制定），在定点零售药店购买医保目录内药品且符合支付范围的费用可由统筹基金按规定予以支付，在定点零售药店实行直接结算，参保人员只需支付个人负担费用。
《深圳市医疗保障局关于定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	深圳	2023/9/28	参保人凭选定的普通门诊统筹就医定点医疗机构（含互联网医院）通过医保电子处方中心流转的外配处方，在开通普通门诊统筹结算服务的定点零售药店（以下简称普通门诊统筹定点药店）购买基本医疗保险目录内药品发生的基本医疗费用，统筹基金按开具外配处方的定点医疗机构的普通门诊支付比例支付，纳入参保人普通门诊年度支付限额计算。
《海南省医疗保障局关于做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	海南	2023/6/28	依托我省医保信息平台及医保电子处方中心，按照医保电子处方中心接口规范完成接口改造，实现医保定点医疗机构（含医保定点互联网医院）电子处方顺畅流转至定点零售药店。
《广东省深化医药卫生体制改革近期重点工作任务》	四川	2023/3/1	鼓励定点零售药店与定点医疗机构（含依托实体定点医疗机构的互联网医院）合作，扩展处方流转途径。
《省医保局关于推进定点零售药店纳入职工医保门诊统筹管理的通知》	贵州	2023/8/24	本省基本医疗保险定点医疗机构院内及其开展的“互联网+”诊疗服务处方，通过医保电子处方平台流转至定点零售药店的所有医保目录内药品，均纳入门诊统筹药品保障范围。
《关于做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	广西	2023/6/2	参保人员凭定点医药机构（含已依托实体定点医疗机构签订医保服务协议的互联网医院）处方，自主选择到门诊统筹定点零售药店购药。
《关于进一步做好定点零售药店纳入职工医保门诊统筹管理的通知》	西藏	2023/7/26	鼓励定点零售药店与定点医疗机构（含依托实体定点医疗机构的互联网医院）合作，扩展处方流转途径。
《关于做好医保电子处方流转有关工作的通知》	重庆	2023/11/28	参保人在定点医疗机构就诊后，医师根据病情开具电子处方（包括互联网医院开具的电子处方），处方由医疗机构上传至医保电子处方流转平台。定点零售药店凭患者电子医保凭证或社会保障卡查询并下载电子处方，由执业药师审核电子处方，审核通过后按照电子处方进行结算、配药。

资料来源：各地医疗保障局，中银证券

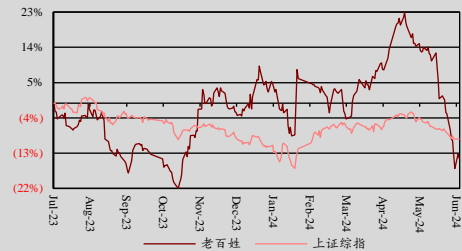
603883.SH

买入

市场价格:人民币 18.95

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(39.3)	(43.6)	(38.5)	(36.5)
相对上证综指	(38.7)	(39.0)	(34.3)	(28.5)

发行股数(百万)	760.23
流通股(百万)	757.92
总市值(人民币 百万)	14,406.38
3个月日均交易额(人民币 百万)	140.66
主要股东	
老百姓医药集团有限公司	26.11

资料来源:公司公告, Wind, 中银证券
以2024年7月2日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 医药商业

证券分析师: 梁端玉

duanyu.liang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523090003

证券分析师: 刘恩阳

enyang.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523090004

老百姓

收入及利润增长稳健, “四驾马车”助力门店扩张

老百姓收入端与利润端均保持稳健增长, 盈利能力稳定。公司凭借“自建、并购、加盟、联盟”四驾马车并驾齐驱的方式进行地域拓展及深耕, 门店数量持续增长。公司有望持续推进门店拓展, 并凭借专业化承接处方外流增量。首次覆盖, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- 稳步向前, 成为国内领先药品零售企业。老百姓大药房是国内规模领先的药品零售连锁企业之一, 公司主营药品零售, 兼营药品批发与制造(主要为中成药及中药饮片制造)。公司旗下现拥有老百姓健康药房(加盟)、药简单(联盟)、名裕龙行(批发)、百杏堂名医馆、丰沃达物流等子公司, 形成了完整的医药产业生态圈。
- 收入及利润保持稳健增长。2019年-2023年公司营业收入由116.63亿元增长至224.37亿元, 2019年-2023年年均复合增长率为17.8%。2024年一季度, 公司实现营业收入55.39亿元, 同比增长1.8%, 保持增长态势。利润端方面, 老百姓归母净利润也表现出稳健增长, 在2019年-2023年期间由5.09亿元增长至9.29亿元, 年复合增长率达到16.2%。在2024年一季度, 公司收入端增速由于高基数的情况有所降低, 但是利润端仍然保持稳健增长, 实现归母净利润3.21亿元, 同比增长10.3%。
- 老百姓采取“自建、并购、加盟、联盟”四驾马车并驾齐驱的方式, 精细化深耕下沉市场, 推动公司以内生发展和外延扩展双轮驱动快速拓展。在2019年-2023年期间, 公司门店数量由5128家增加至13574家, 年复合增长率达到28%。公司加盟业务持续加速, 2023年年末加盟门店达到4394家。公司在已完成全国市场广覆盖的基础上, 聚焦拓展11个优势省份, 重点加深加密优势市场的门店网络, 并积极开拓下沉市场。

估值

- 预期公司2024年、2025年和2026年归母净利润分别为11.08亿元、13.49亿元和16.15亿元, EPS分别为1.46元、1.77元和2.12元。根据2024年7月2日收盘价, 2024年、2025年和2026年预期市盈率分别为13.0倍、10.7倍和8.9倍。首次覆盖, 给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 医保支付政策变动风险, 处方外流进度不及预期风险, 头部药店扩张不及预期风险, 新增门店整合培育不及预期风险

投资摘要

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	20,176	22,437	26,022	31,310	36,825
增长率(%)	28.5	11.2	16.0	20.3	17.6
EBITDA(人民币 百万)	2,680	2,901	3,596	4,371	4,192
归母净利润(人民币 百万)	785	929	1,108	1,349	1,615
增长率(%)	17.3	18.4	19.3	21.7	19.7
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.03	1.22	1.46	1.77	2.12
市盈率(倍)	18.4	15.5	13.0	10.7	8.9
市净率(倍)	2.2	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA(倍)	10.0	7.1	3.7	2.7	1.7
每股股息(人民币)	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
股息率(%)	1.2	1.7	2.4	2.9	3.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

稳步向前成为国内领先药品零售企业

老百姓大药房是国内规模领先的药品零售连锁企业之一，公司主营药品零售，兼营药品批发与制造（主要为中成药及中药饮片制造）。公司旗下现拥有老百姓健康药房（加盟）、药简单（联盟）、名裕龙行（批发）、百杏堂名医馆、丰沃达物流等子公司，形成了完整的医药产业生态圈。

图表 25. 老百姓医药产业生态圈



资料来源：公司官网，中银证券

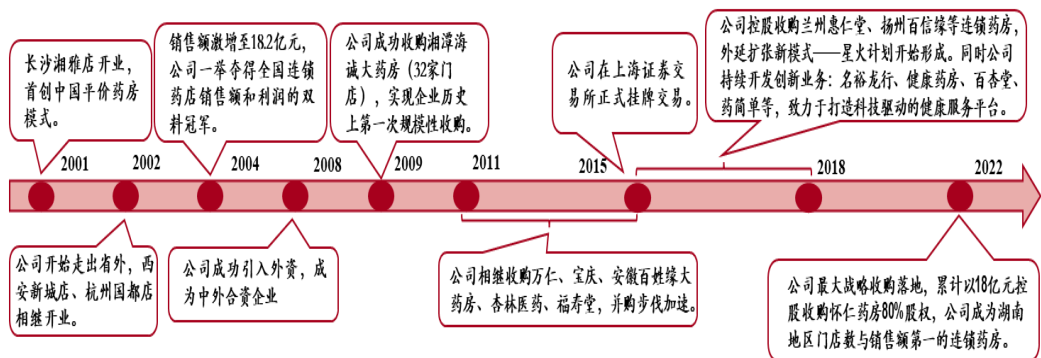
发展历史：

成立初期（2001-2008）：2001年10月，长沙湘雅店开业，首创中国平价药房模式。2002年，公司开始走出省外，西安新城店、杭州国都店相继开业。2004年，销售额激增至18.2亿元，公司一举夺得全国连锁药店销售额和利润的双料冠军。

引入外资，初步扩张（2008-2015）：2008年，公司成功引入外资，成为中外合资企业。2009年，公司成功收购湘潭海诚大药房（32家门店），实现企业历史上第一次规模性收购。2011-2015年公司相继收购万仁、宝庆、安徽百姓缘大药房、杏林医药、福寿堂，并购步伐加速。

成功上市，继续扩张（2015至今）：2015年，公司在上海证券交易所正式挂牌交易。2015-2018年公司控股收购兰州惠仁堂、扬州百信缘等连锁药房，外延扩张新模式——星火计划开始形成。同时公司持续开发创新业务：名裕龙行、健康药房、百杏堂、药简单等，致力于打造科技驱动的健康服务平台。2022年，公司最大战略收购落地，累计以18亿元控股收购怀仁药房80%股权，公司成为湖南地区门店数与销售额第一的连锁药房。

图表 26. 老百姓发展历程



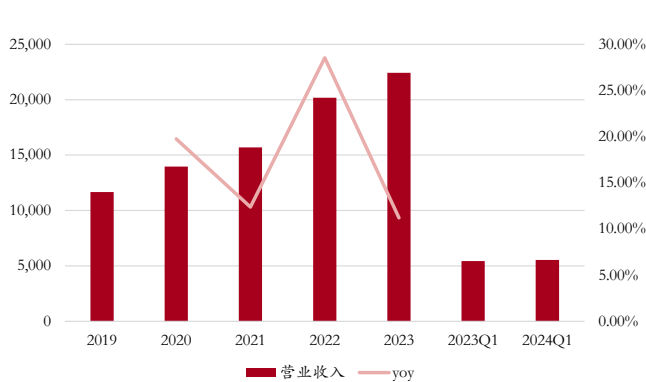
资料来源：公司官网，中银证券

公司营业收入持续增长

2019年-2023年公司营业收入由116.63亿元增长至224.37亿元，2019年-2023年年均复合增长率为17.8%，保持稳健增长。公司在2019年-2023年期间通过“自建+并购+加盟”的三家马车持续进行门店扩张，助力营业收入稳步增长。2024年一季度，公司实现营业收入55.39亿元，同比增长1.8%，保持增长态势。

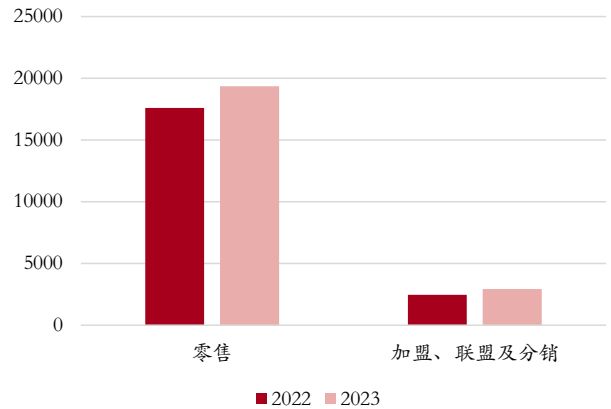
分行业来看，公司零售、加盟联盟及分销业务均在2023年实现稳健增长。公司2023年零售业务实现营业收入193.5亿元，同比增长9.96%，表现出稳健增长。加盟联盟及分销业务在2023年实现营业收入29.3亿元，同比增长19.62%，伴随着加盟联盟门店拓展进程的加快，加盟联盟及分销业务实现高速增长。

图表 27. 老百姓营业收入情况（单位：百万元）



资料来源: iFinD, 中银证券

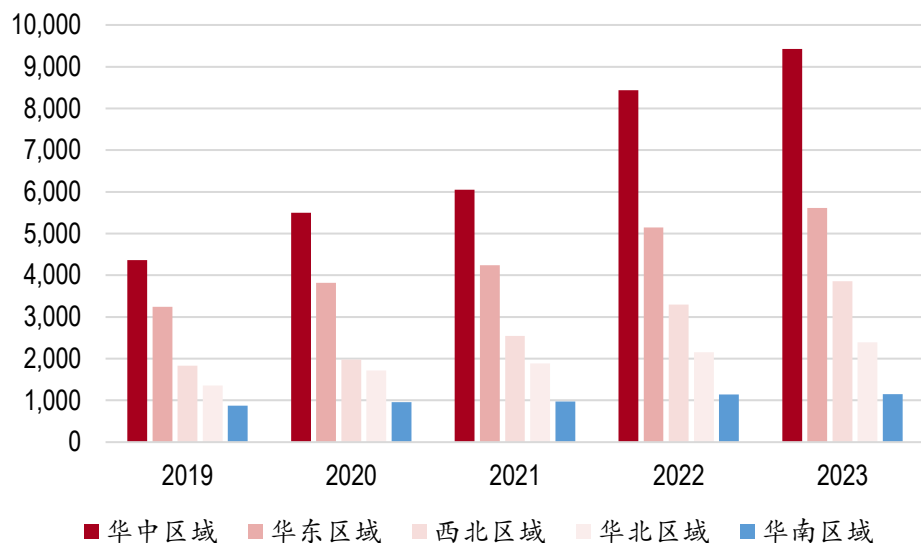
图表 28. 老百姓分行业营收情况（单位：百万元）



资料来源: iFinD, 中银证券

分地区来看，老百姓在2019年-2023年期间各地区收入均保持稳健增长，华中和华东地区作为优势区域仍然保持稳健增长。其中，华中地区和西北地区的年均复合增长率均在20%以上，华东和华北地区的年均复合增长率均为15%，优势地区和新进入地区均衡发展。

图表 29. 老百姓各地区营收情况（单位：百万元）



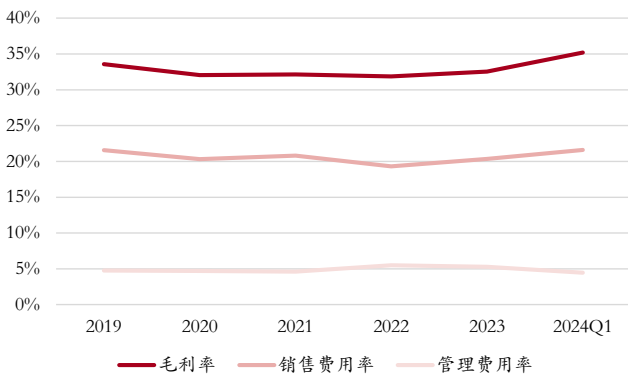
资料来源: iFinD, 中银证券

盈利能力相对稳定

毛利率方面，2019年-2022年期间公司毛利率由34%降至32%，主要在于原因在于低毛利率的加盟业务、处方药（含DTP）占比逐渐上升，一定程度上拉低了公司毛利率。伴随公司规模效益的提升，毛利率在2023年有所回升，达到33%。2024年一季度，公司毛利率保持向上趋势，达到35%。公司费用率表现较为稳定，2019年至2023年期间销售费用率由22%下降至20%，而管理费用率均保持在4%-5%左右。

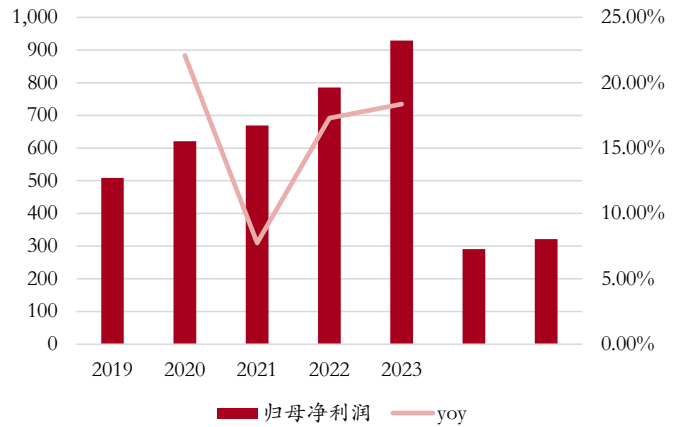
利润端方面，老百姓归母净利润也表现出稳健增长，在2019年-2023年期间由5.09亿元增长至9.29亿元，年复合增长率达到16.2%。在2024年一季度，公司收入端增速由于高基数的情况有所降低，但是利润端仍然保持稳健增长，实现归母净利润3.21亿元，同比增长10.3%。

图表 30. 老百姓毛利率及费用率情况



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 31. 老百姓归母净利润情况 (单位: 百万元)



资料来源: iFinD, 中银证券

股权激励提高公司高管及核心员工积极性

公司确定2022年8月30日为首次授予日，计划以16.78元/股的授予价格向312名激励对象授予263.64万股限制性股票。激励对象为公司高级管理人员、中层管理人员及核心骨干。同时公司也设置了业绩考核标准，考核年度为2022-2024年三个会计年度，每个会计年度考核一次。对应目标为以2021年归母净利润为基数，公司2022-2024年归母净利润增长率分别不低于15%、40%和65%。（“归母净利润”以剔除公司全部在有效期内的股权激励计划所涉及的股份支付费用影响的数值作为计算依据。）

图表 32. 公司2022年股权激励计划首次授予的限制性股票的业绩考核情况

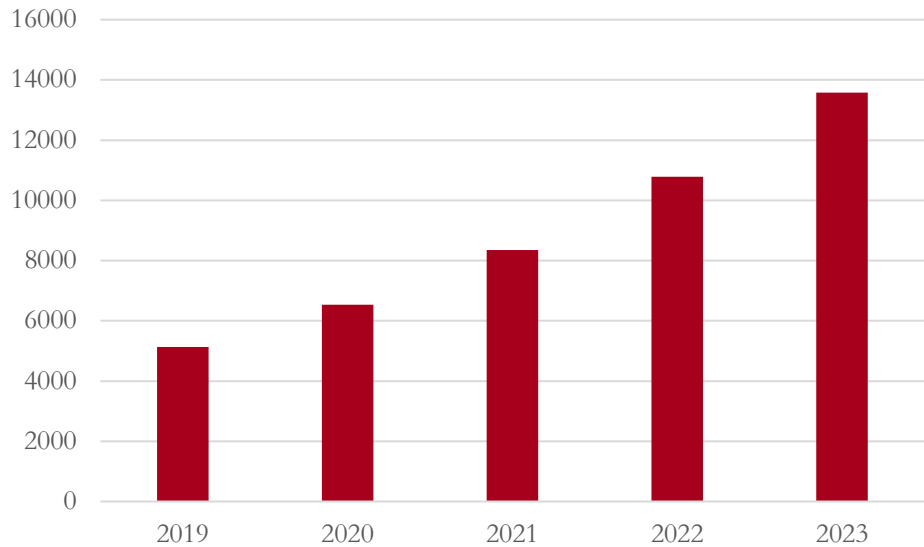
解除限售安排	业绩考核目标
第一个解除限售期	以2021年归母净利润为基数，2022年归母净利润增长率不低于15%；
第二个解除限售期	以2021年归母净利润为基数，2023年归母净利润增长率不低于40%；
第三个解除限售期	以2021年归母净利润为基数，2024年归母净利润增长率不低于65%。

资料来源: 老百姓2022年限制性股票激励计划公告, 中银证券

四驾马车推动内生发展和外延扩展

老百姓采取“自建、并购、加盟、联盟”四驾马车并驾齐驱的方式，精细化深耕下沉市场，推动公司以内生发展和外延扩展双轮驱动快速拓展。在2019年-2023年期间，公司门店数量由5128家增加至13574家，年复合增长率达到28%。其中，公司加盟业务持续加速，2023年年末加盟门店达到4394家。

图表 33. 老百姓门店数量 (家)



资料来源: iFinD, 中银证券

公司聚焦优势省份市场, 积极拓展下沉市场。公司在已完成全国市场广覆盖的基础上, 聚焦拓展 11 个优势省份, 重点加深加密优势市场的门店网络, 并积极开拓下沉市场。2023 年公司门店网络覆盖 18 个省, 150 余个地级市, 其中市占率第一的省份达到 4 个, 市占率前三的省份 11 个。

2023 年, 老百姓在传统优势区域及新进入区域的直营门店数量均保持稳健增长, 其中, 华东地区和华中地区均为公司优势地区, 但是门店数量仍然表现出稳健增长。2023 年年末, 公司华东区域直营门店数量超过 3600 家, 而华中区域直营门店数量超过 2600 家。

图表 34. 老百姓各区域直营门店门店数 (家)

区域	2022	2023	YoY(%)
华中区域	2,816	3,290	17
华南区域	461	521	13
华北区域	1,189	1,384	16
华东区域	2,117	2,689	27
西北区域	1,066	1,296	22

资料来源: 公司年报, 中银证券

在联盟业务方面, 药简单平台作为公司旗下第三方综合赋能服务平台, 以医药零售市场运营服务及商品输出为业务主体, 向中小连锁药房提供管理咨询和供应链整合服务。2023 年药简单联盟业务创新参股合作模式, 截至 2023 年年末公司联盟业务覆盖 20 个省市, 其中重点深耕 12 个省市, 联盟门店数达到 12,000 家以上。收入方面, 2023 年公司联盟业务实现配送销售额约 2.4 亿元, 同比增长 25%。

持续推进数字化和信息化转型

公司从 2019 年开始快速推行数字化转型战略, 利用数字化技术优化业务布局、组织架构。首先, 公司利用数字化管理工具加强对业务业绩综合管理的透明度和精细度, 提升公司经营管理水平和效率。第二, 公司通过数字化采购进行降本增效, 实现续签合同在线管控、实时预警, 为供应商结算、订货履约提供坚实的数据基础。第三, 公司积极建设数字化赋能的供应链、物流和仓储系统, 推动物流体系可视化和智能化。第四, 公司通过管控营销活动的投入产出比, 优化营销效率。

2023 年公司通过数字继续深化供应链赋能。一方面, 公司提高数据质量, 加强数据安全管控措施。另一方面, 公司继续深化供应链赋能: 第一, 建立供应链“监控-预警-分析-策略-执行”体系, 借助智能机器人自动定位业务原因, 自动诊断业务现状, 全面提升供应链体系效率; 第二, 公司积极优化智能请货体系, 通过精细化请货策略降低断货率; 第三, 公司通过采购数字化提升供应商精细化管理, 实现在线闭环管控。

信息化方面，公司 2023 年在新零售、营运、财务、供应链各业务领域进行信息化能力升级。在新零售方面：公司进行了会员管理系统、算法的优化和库存匹配算法的优化，提升用户体验和经营效率。在供应链信息化方面，公司对供应商协同系统进行了升级，实现供应链开放平台与战略供应商的系统级数据互通。

盈利预期

医药零售行业呈现出稳健增长趋势，处方外流有望为行业带来增量。公司作为零售药店行业头部公司，有望凭借专业化的经营能力获取处方外流带来的增量空间。行业内仍然存在连锁药店的整合空间，公司在深耕及地域拓展方面均存在空间。公司的拓展方式相对丰富，有望持续拓展门店数量，在已进入地区持续深耕。

伴随着公司的自营门店拓展和近两年内的新增门店逐渐成熟，公司零售业务预期将保持稳健增长，预期 2024 年、2025 年和 2026 年营业收入分别为 221.32 亿元、256.48 亿元和 293.25 亿元。伴随公司在各地区的深耕，毛利率仍然存在提升空间，预期 2024 年、2025 年和 2026 年公司零售业务毛利率分别为 35.8%、36.2% 和 36.4%。

公司批发业务规模相对零售业务仍然较小，而批发业务（加盟）采用“轻资产”拓展方式，有望实现收入的快速增长。我们预期公司 2024 年、2025 年和 2026 年批发业务收入分别为 37.21 亿元，54.79 亿元和 73.02 亿元。批发业务毛利率预期表现较为平稳，2024 年、2025 年和 2026 年批发业务毛利分别为 3.91 亿元、5.75 亿元和 7.67 亿元。

在费用率方面，公司在各地的深耕有望带来规模效益，提升经营效率。预期公司的销售费用率和管理费用率在 2024 年-2026 年均呈下行趋势：预期 2024 年、2025 年和 2026 年公司销售费用率分别为 20.0%、19.5% 和 19.3%，管理费用率分别为 5.3%、5.3% 和 5.1%。

预期公司 2024 年、2025 年和 2026 年归母净利润分别为 11.08 亿元、13.49 亿元和 16.15 亿元，EPS 分别为 1.46 元、1.77 元和 2.12 元。

图表 35. 盈利预期（单位：百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	20176	22437	26022	31310	36825
零售业务收入	17597	19350	22132	25648	29325
YoY (%)		10.0	14.4	15.9	14.3
零售业务毛利			7923	9284	10674
零售业务毛利率			35.8	36.2	36.4
批发业务收入	2450	2931	3721	5479	7302
YoY (%)		19.6	26.9	47.3	33.3
批发业务毛利			391	575	767
批发业务毛利率			10.50	10.50	10.50
其他收入	128	157	170	183	198
其他业务毛利			59	64	69
毛利率 (%)	31.9	32.5	32.2	31.7	31.3
销售费用率 (%)	19.3	20.4	20.0	19.5	19.3
管理费用率 (%)	5.5	5.3	5.3	5.3	5.1
归母净利润	785	929	1108	1349	1615

资料来源：iFind，中银证券

根据 2024 年 7 月 2 日股价，公司预期 2026 年市盈率仅为 8.92 倍，基于 2023 年市盈率的 PEG 仅为 0.77 倍。零售药店同业平均预期 2026 年市盈率为 8.05 倍，基于 2023 年市盈率的 PEG 为 0.65 倍。公司预期市盈率及 PEG 虽然高于同业平均水平，但是公司作为头部零售药店，各地门店拓展及处方外流承接前景可期，估值仍然存在提升空间。首次覆盖，给予买入评级。

图表 36. 盈利预期及估值

公司名称	EPS (元)				市盈率 (倍)			PEG (倍)	
	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E		
一心堂	0.92	1.66	1.95	2.29	16.69	9.24	7.90	6.71	0.47
大参林	1.02	1.25	1.52	1.86	14.32	11.74	9.63	7.89	0.65
健之佳	2.68	3.00	3.71	4.45	9.98	8.91	7.20	6.01	0.54
益丰药房	1.16	1.43	1.74	2.16	21.46	17.53	14.37	11.59	0.94
同业平均					15.61	11.86	9.78	8.05	0.65
老百姓	1.22	1.46	1.77	2.12	15.51	13.00	10.68	8.92	0.77

资料来源: iFind, 中银证券 (大参林及一心堂预期EPS 预测来自 iFind 一致预期, 健之佳、老百姓和益丰药房预期EPS 来自中银证券预测, 市盈率股价依据为 2024 年 7 月 2 日收盘价)

风险提示

医保支付政策变动风险: 零售药店的部分收入来自医保统筹支付和医保个人账户支付, 若支付政策发生变动, 会对公司业绩造成一定的影响。

处方外流速度不及预期风险: 目前外流处方主要来自于互联网处方, 院内处方外流仍然处于较早期阶段。若互联网处方流向其他渠道, 且院内处方外流实际推进速度不及预期, 会有公司业绩造成一定影响。

门店拓展不及预期风险: 公司通过自建和并购的方式进行门店拓展, 门店并购涉及标的寻找、谈判和收购, 若并购过程失败会对公司门店拓展造成不利影响。

新店培育及整合不及预期风险: 新增门店需要进行培育或整合, 需要经历一定的收入爬坡, 若培育或整合过程不顺利, 则会对公司收入增长造成负面影响, 并对利润端造成一定压力。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	20,176	22,437	26,022	31,310	36,825
营业收入	20,176	22,437	26,022	31,310	36,825
营业成本	13,744	15,134	17,649	21,386	25,314
营业税金及附加	55	79	86	103	122
销售费用	3,898	4,566	5,204	6,105	7,107
管理费用	1,107	1,187	1,366	1,644	1,878
研发费用	2	3	3	4	4
财务费用	232	177	135	104	72
其他收益	56	70	46	27	57
资产减值损失	(7)	(23)	0	0	0
信用减值损失	(7)	(10)	(7)	(8)	(7)
资产处置收益	1	6	9	9	9
公允价值变动收益	6	(2)	0	0	0
投资收益	21	66	17	17	17
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,207	1,398	1,644	2,008	2,404
营业外收入	16	18	19	15	15
营业外支出	16	8	14	16	16
利润总额	1,208	1,408	1,649	2,007	2,403
所得税	231	284	328	399	478
净利润	976	1,124	1,321	1,608	1,925
少数股东损益	191	195	213	259	310
归母净利润	785	929	1,108	1,349	1,615
EBITDA	2,680	2,901	3,596	4,371	4,192
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.03	1.22	1.46	1.77	2.12

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,463	9,130	14,063	18,480	23,982
货币资金	2,411	1,975	6,469	8,338	13,230
应收账款	2,078	2,224	1,969	3,075	2,857
应收票据	104	80	133	124	178
存货	3,949	4,152	4,329	5,948	6,217
预付账款	656	183	795	390	1,013
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	266	516	368	605	486
非流动资产	11,934	12,101	11,216	9,925	9,232
长期投资	470	111	111	111	111
固定资产	1,099	1,341	1,245	1,129	1,004
无形资产	600	747	697	648	598
其他长期资产	9,765	9,902	9,163	8,037	7,520
资产合计	21,397	21,231	25,279	28,405	33,214
流动负债	10,846	11,155	14,102	15,849	19,089
短期借款	766	800	1,000	1,200	1,400
应付账款	2,367	2,209	3,128	3,339	4,315
其他流动负债	7,713	8,146	9,974	11,310	13,374
非流动负债	3,453	2,787	2,917	3,113	3,265
长期借款	1,578	1,378	1,500	1,700	1,850
其他长期负债	1,875	1,409	1,417	1,413	1,415
负债合计	14,300	13,942	17,018	18,961	22,354
股本	585	585	760	760	760
少数股东权益	568	588	801	1,060	1,369
归属母公司股东权益	6,530	6,701	7,460	8,385	9,491
负债和股东权益合计	21,397	21,231	25,279	28,405	33,214

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	976	1,124	1,321	1,608	1,925
折旧摊销	1,325	1,465	1,889	2,311	1,800
营运资金变动	467	(20)	2,402	(1,049)	2,455
其他	(454)	161	127	69	50
经营活动现金流	2,314	2,730	5,740	2,940	6,230
资本支出	(308)	(621)	(1,015)	(1,015)	(1,110)
投资变动	182	369	9	9	9
其他	(1,330)	(509)	17	17	17
投资活动现金流	(1,457)	(761)	(989)	(989)	(1,084)
银行借款	(147)	(166)	322	400	350
股权融资	669	(1,824)	(349)	(425)	(508)
其他	(665)	(437)	(230)	(57)	(95)
筹资活动现金流	(143)	(2,428)	(257)	(81)	(254)
净现金流	715	(459)	4,494	1,869	4,892

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	28.5	11.2	16.0	20.3	17.6
营业利润增长率(%)	26.2	15.9	17.6	22.2	19.7
归属于母公司净利润增长率(%)	17.3	18.4	19.3	21.7	19.7
息税前利润增长率(%)	36.2	6.0	18.9	20.7	16.1
息税折旧前利润增长率(%)	21.3	8.3	24.0	21.6	(4.1)
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	17.3	18.4	19.3	21.7	19.7
获利能力					
息税前利润率(%)	6.7	6.4	6.6	6.6	6.5
营业利润率(%)	6.0	6.2	6.3	6.4	6.5
毛利率(%)	31.9	32.5	32.2	31.7	31.3
归母净利润率(%)	3.9	4.1	4.3	4.3	4.4
ROE(%)	12.0	13.9	14.9	16.1	17.0
ROIC(%)	8.7	9.3	10.1	10.9	11.3
偿债能力					
资产负债率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
净负债权益比	0.4	0.4	(0.1)	(0.3)	(0.7)
流动比率	0.9	0.8	1.0	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	11.7	10.4	12.4	12.4	12.4
应付账款周转率	9.8	9.8	9.8	9.7	9.6
费用率					
销售费用率(%)	19.3	20.4	20.0	19.5	19.3
管理费用率(%)	5.5	5.3	5.3	5.3	5.1
研发费用率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用率(%)	1.2	0.8	0.5	0.3	0.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.0	1.2	1.5	1.8	2.1
每股经营现金流(最新摊薄)	3.0	3.6	7.5	3.9	8.2
每股净资产(最新摊薄)	8.6	8.8	9.8	11.0	12.5
每股股息	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
估值比率					
P/E(最新摊薄)	18.4	15.5	13.0	10.7	8.9
P/B(最新摊薄)	2.2	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	10.0	7.1	3.7	2.7	1.7
价格/现金流(倍)	6.2	5.3	2.5	4.9	2.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

603939.SH

买入

市场价格:人民币 24.99

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(40.8)	(44.5)	(37.9)	(32.5)
相对上证综指	(40.2)	(40.0)	(33.7)	(24.5)

发行股数(百万)	1,212.45
流通股(百万)	1,209.74
总市值(人民币 百万)	30,299.20
3个月日均交易额(人民币 百万)	260.65
主要股东	
宁波梅山保税港区厚信创业投资合伙企业(有限合伙)	21.65

资料来源:公司公告, Wind, 中银证券
以2024年7月2日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 医药商业

证券分析师: 梁端玉

duanyu.liang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523090003

证券分析师: 刘恩阳

enyang.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523090004

益丰药房

利润端表现优秀, 加盟业务加速

益丰药房收入端与利润端均保持稳健增长, 虽然由于加盟业务扩张毛利有所降低, 但是销售费用率也有所降低。公司门店数量增长稳健, 尤其是加盟业务加速, 后续门店数量有望在高基数基础上保持持续增长。首次覆盖, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- 中国零售药店行业的领军者, 打造大健康业态。益丰大药房, 专注医药零售行业 20 余年, 先后布局医药零售、医药批发、中药饮片生产销售、慢病管理、互联网医院、医疗项目投资和医疗科技开发等大健康业态。
- 收入持续稳健增长, 利润增长表现优秀。公司在 2019 年-2023 年期间营业收入由 103 亿元增长至 226 亿元, 年均复合增长率达到 21.80%。在上年高基数的基础上, 公司 2024 年一季度仍然保持稳健增长, 实现营业收入 60 亿元, 同比增长 13.40%。毛利率方面, 2023 年公司毛利率下降至 38%, 主要由于批发业务的扩大所致。在费用率方面, 公司在 2019 年-2023 年销售费用率由 26% 下降至 24%, 而管理费用率整体表现较为稳健。利润端方面, 公司在 2019 年-2023 年期间归母净利润由 5.44 亿元增长至 14.12 亿元, 年复合增长率达到 27%。2024 年一季度, 公司归母净利润仍然保持稳健增长, 实现归母净利润 4.07 亿元, 同比增长 21%, 增速高于收入端。
- “新开+并购+加盟”战略有效提升门店覆盖。公司在确保新店质量的前提下, 持续提升门店网络覆盖的广度和深度。在 2019 年-2023 年期间, 益丰药房门店数量由 4752 家增长至 13250 家, 年复合增长率高达 29%。2022 年开始, 公司的加盟门店业务明显加速。2023 年, 公司的加盟门店已经达到 2986 家, 同比增长 52%。加盟门店在整体门店中的占比在 2023 年已经达到 23%。加盟的扩张方式属于“轻资产”, 往往可以达到高于自建或并购的扩张速度。伴随着公司在加盟业务方面的加速, 后续门店数量有望保持高基数基础上的高速增长。

估值

- 预期公司 2024 年、2025 年和 2026 年归母净利润分别为 17.28 亿元、21.09 亿元和 26.15 亿元, EPS 分别为 1.43 元、1.74 元和 2.16 元。根据 2024 年 7 月 2 日收盘价, 2024 年、2025 年和 2026 年预期市盈率分别为 17.5 倍、14.4 倍和 11.6 倍。首次覆盖, 给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 医保支付政策变动风险, 处方外流进度不及预期风险, 头部药店扩张不及预期风险, 新增门店整合培育不及预期风险

投资摘要

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	19,886	22,588	27,653	33,544	40,312
增长率(%)	29.8	13.6	22.4	21.3	20.2
EBITDA(人民币 百万)	3,503	3,812	4,243	4,909	5,390
归母净利润(人民币 百万)	1,266	1,412	1,728	2,109	2,615
增长率(%)	42.5	11.6	22.4	22.0	24.0
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.04	1.16	1.43	1.74	2.16
市盈率(倍)	23.9	21.5	17.5	14.4	11.6
市净率(倍)	3.5	3.1	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA(倍)	13.0	10.7	6.4	5.0	3.9
每股股息(人民币)	0.4	0.5	0.5	0.6	0.8
股息率(%)	0.6	1.2	2.0	2.5	3.1

资料来源:公司公告, 中银证券预测

聚焦区域发展战略，中国零售药店行业的领军者

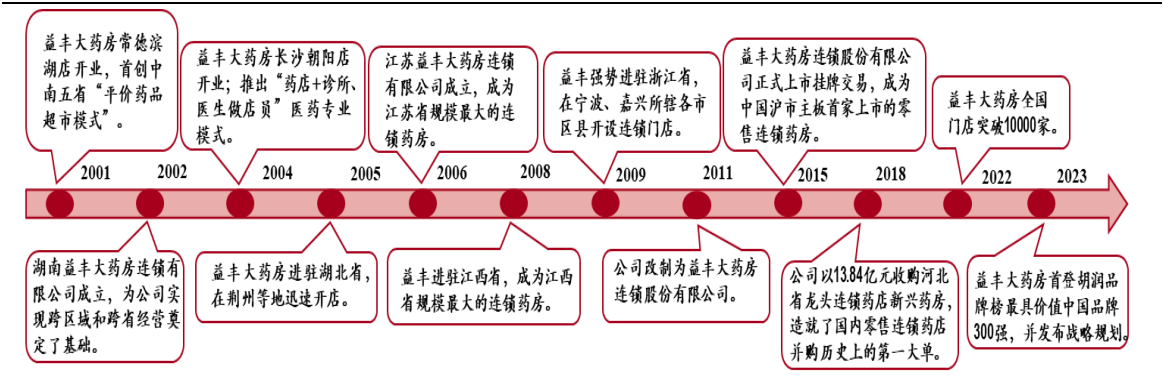
益丰大药房连锁股份有限公司是全国大型药品零售连锁企业，专注医药零售行业 20 余年，被评为中国上市公司 500 强企业。益丰大药房于 2001 年 6 月创立，先后布局医药零售、医药批发、中药饮片生产销售、慢病管理、互联网医院、医疗项目投资和医疗科技开发等大健康业态。

创立初期(2001-2004)：2001 年，益丰大药房常德滨湖店开业，首创中南五省“平价药品超市模式”。2002 年，湖南益丰大药房连锁有限公司成立，为公司实现跨区域和跨省经营奠定了基础。2004 年，益丰大药房长沙朝阳店开业，标志着从湘北到全省，成功实现跨地区经营。同年，公司推出“药店+诊所、医生做店员”医药专业模式，推动了星城药店的二次革命。

跨省扩张阶段(2005-2014)：2005 年，公司进驻湖北省，在荆州等地迅速开店。2006 年，江苏益丰大药房连锁有限公司成立，成为江苏省规模最大的连锁药房。2008 年，公司进驻江西省，成为江西省规模最大的连锁药房。2009 年，公司强势进驻浙江省，在宁波、嘉兴所辖各市区县开设连锁门店。2011 年，公司改制为益丰大药房连锁股份有限公司，并投资 3000 万元实施国际领先的大型信息系统(SAP/ERP)和物流管理系统(WMS)。

成功上市，继续扩张(2015 至今)：2015 年，益丰大药房连锁股份有限公司正式上市挂牌交易，成为中国沪市主板首家上市的零售连锁药房。2018 年，公司以 13.84 亿元收购河北省龙头连锁药店新兴药房，造就了国内零售连锁药店并购历史上的第一大单。2022 年，益丰大药房全国门店突破 10000 家。2023 年，益丰大药房首登胡润品牌榜最具价值中国品牌 300 强，并发布战略规划。

图表 37. 益丰药房发展历程



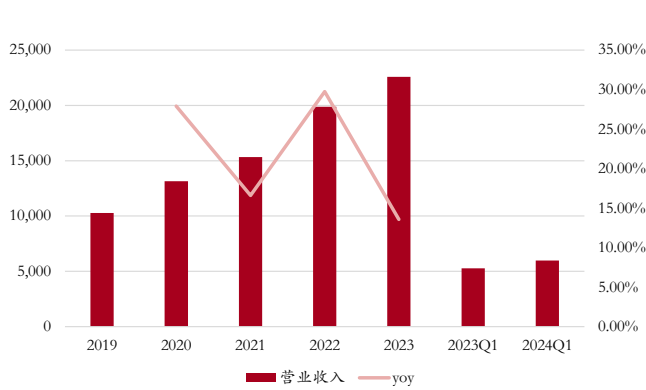
资料来源：公司官网，中银证券

收入及利润持续稳健增长，加盟业务加速

益丰药房收入及利润保持稳健增长，公司在 2019 年-2023 年期间营业收入由 103 亿元增长至 226 亿元，年均复合增长率达到 21.80%。在上年高基数的基础上，公司 2024 年一季度仍然保持稳健增长，实现营业收入 60 亿元，同比增长 13.40%。

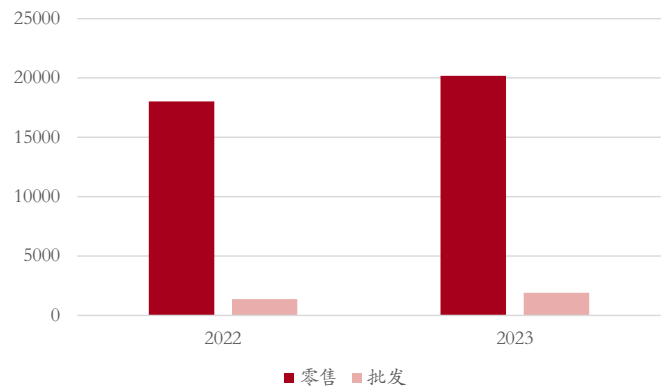
从行业细分来看，公司零售业务在 2023 年持续稳健增长，实现营业收入 202 亿元，同比增长 12%。而伴随着公司加盟业务的加速，批发业务表现出高速增长。公司 2023 年批发业务实现营业收入 19 亿元，同比增长 39%。

图表 38. 益丰药房营业收入情况 (单位: 百万元)



资料来源: iFinD, 中银证券

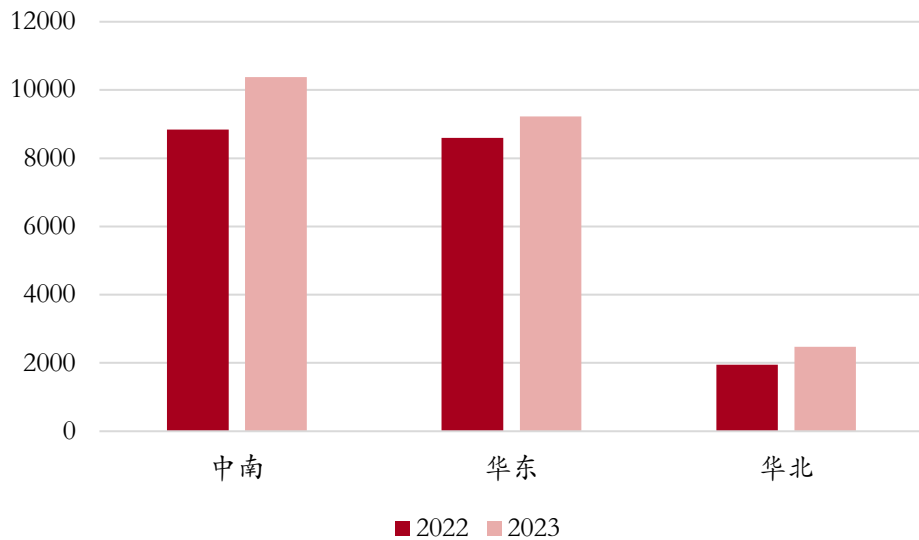
图表 39. 益丰药房分行业营收情况 (单位: 百万元)



资料来源: iFinD, 中银证券

从地区来看, 益丰药房在相对优势的中南地区, 仍然保持着较为稳健的增速。公司 2023 年中南地区收入达到 103.80 亿元, 同比增长 17%。而在相对低基数的华北地区, 公司 2023 年实现营业收入 24.70 亿元, 同比增长 27%。公司 2023 年在华东地区实现营业收入 92.28 亿元, 同比增长 7%。

图表 40. 益丰药房各地区营收情况 (单位: 百万元)



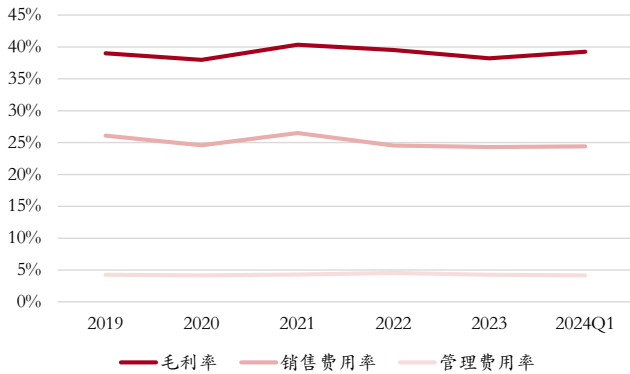
资料来源: iFinD, 中银证券

盈利能力相对稳定, 利润端持续增长

毛利率方面, 2019 年-2022 年公司毛利率相对稳定, 2020 年受疫情因素影响有所下降。2023 年公司毛利率下降至 38%, 主要由于批发业务的扩大所致。在费用率方面, 公司在 2019 年-2023 年销售费用率由 26% 下降至 24%, 经营效率提升, 而管理费用率整体表现较为稳健。

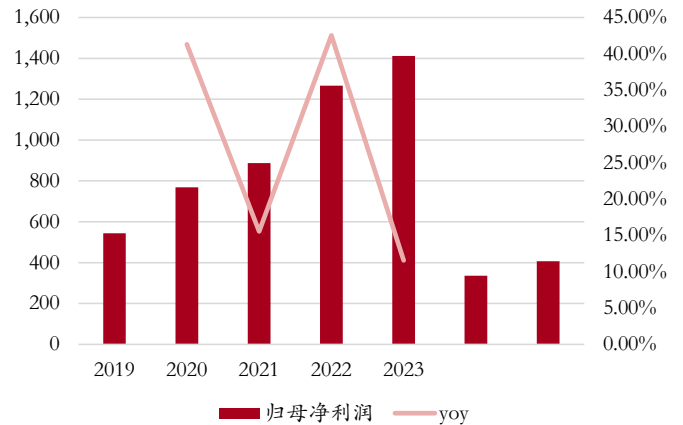
利润端方面, 公司在 2019 年-2023 年期间归母净利润由 5.44 亿元增长至 14.12 亿元, 年复合增长率达到 27%。2024 年一季度, 公司归母净利润仍然保持稳健增长, 实现归母净利润 4.07 亿元, 同比增长 21%, 增速高于收入端。

图表 41. 益丰药房毛利率及费用率情况



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 42. 益丰药房归母净利润情况 (单位: 百万元)

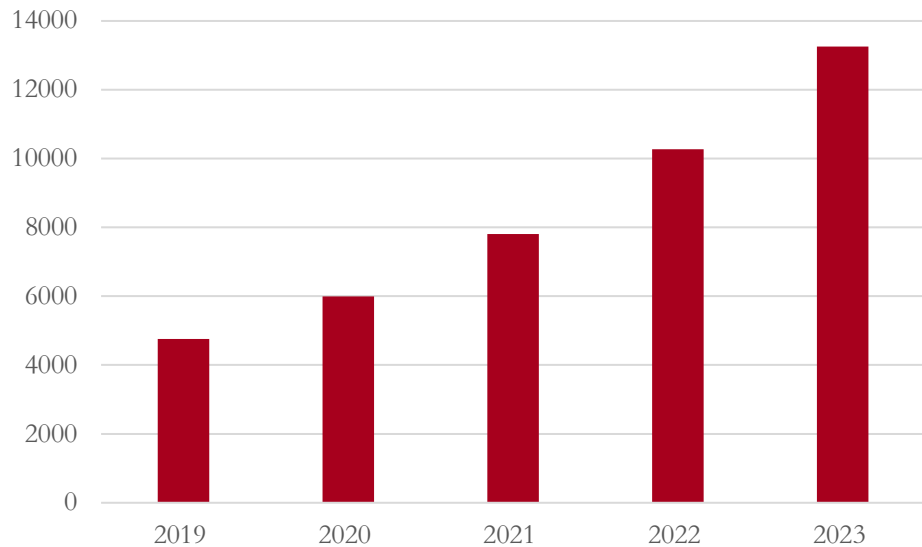


资料来源: iFinD, 中银证券

“新开+并购+加盟”战略有效提升门店覆盖

在行业并购整合的大趋势下,益丰制定了“新开+并购+加盟”的拓展战略,在确保新店质量的前提下,持续提升门店网络覆盖的广度和深度。在 2019 年-2023 年期间,益丰药房门店数量由 4752 家增长至 13250 家,年复合增长率高达 29%。

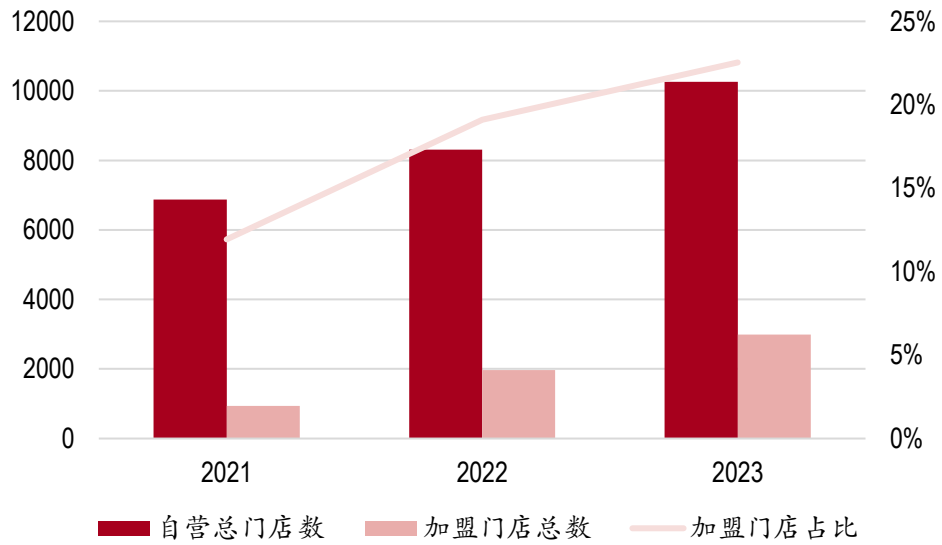
图表 43. 益丰药房门店数量 (家)



资料来源: 公司年报, 中银证券

2022 年开始,公司的加盟门店业务明显加速。2023 年,公司的加盟门店已经达到 2986 家,同比增长 52%。加盟门店在整体门店中的占比在 2023 年已经达到 23%,与 2021 年的 12%相比大幅提高。加盟的扩张方式属于“轻资产”,往往可以达到高于自建或并购的扩张速度。伴随着公司在加盟业务方面的加速,后续门店数量有望保持高基数基础上的高速增长。

图表 44. 益丰药房门店数量（家）



资料来源：公司年报，中银证券

在地域方面，公司区域拓展以“巩固中南华东华北，拓展全国市场”为发展目标，立足于中南华东华北市场。公司在上述区域密集开店，形成旗舰店、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，深耕区域市场。同时，公司通过门店网络广度和深度扩展以及公司品牌渗透，逐步取得市场领先优势。

2023年，公司的优势地区和弱势地区门店数量均表现出优秀的增长。华东地区和中南地区的门店数量增速均在20%以上，其中公司华东地区门店数量超过4700家，而公司传统优势的中南地区门店数量超过6700家。在华北地区，公司门店数量基数较低，在2023年实现高达69%的同比增长。

图表 45. 益丰各地区门店数（家）

	2022	2023	YoY(%)
中南地区	5,414	6,736	24
华东地区	3,795	4,722	24
华北地区	1,059	1,792	69

资料来源：公司年报，中银证券

积极承接医院处方外流

2023年，伴随全国处方流转平台的建立和零售药店纳入统筹医保体系，处方外流加速。益丰药房通过线上线下相结合的方式，积极承接外流处方。

在线下领域，公司以院边店为依托，积极布局DTP专业药房、“双通道”医保定点以及特慢病医保和门诊统筹药房。2023年末，公司拥有院边店675家、DTP专业药房305家，其中已开通双通道医保门店246家，开通门诊统筹医保药房4,200多家。在品类方面，公司深化与相关厂商的合作，积极引进国家医保谈判品种。公司截至2023年末，经营国家医保协议谈判药品超250个，医院处方外流品种800多个，并与150多家专业处方药供应商建立了深度合作伙伴关系。

在线上领域，公司布局电子处方流转业务，通过数字化处方服务平台及履约配送体系，链接卫健、医保、医院及全国头部第三方互联网医院平台，打通上下游药品生产、批发及物流企业。公司依托现有院边店及中心仓，构建服务慢病患者的医患药险闭环服务体系。截至2023年末，公司对接省市级医保、卫健处方流转平台10余家，直接或者间接承接100余家三级医院及互联网医院处方流转业务。

持续推进数字化转型

公司在 2023 年继续推进数字化转型，建立从顾客到工业，全渠道人、货、场的全面数字化链接，逐步实现企业由经营商品向经营顾客的价值转移。

会员数字化：公司通过精细化会员运营、渠道建设、活动精准营销，积极推进慢病服务和线上诊疗服务，提升用户复购率。同时，公司通过结合用户画像，有效增强用户对益丰的价值认同与专业依赖。

营运数字化：公司通过新技术与数据能力重塑营运，深度耕耘区域市场，提升门店顾客体验和运营管理效率。公司通过员工在线小程序赋能一线员工，实现员工店务、营销、数据、薪酬绩效全面在线化，精准为会员带去问药、慢病、检测等专业服务。

商品数字化：公司聚焦建设行业最高效、最敏捷的商品数字化体系，实现商品中心业务全面在线化、数字化、智能化改造，推动商品满足率、库存周转效率取得显著改善。

新零售数字化：公司坚持一体化建设，全面支撑“新零售+心零售”的战略升级，打造了一系列贴合新零售业务场景的数字化产品，助力公司零售数字化转型。2023 年，公司线上市占率快速提升，拣货时效、配送时效、订单满足率和人效均处于行业领先水平。

物流数字化：公司通过以数据透明化指导仓库明确改善节点，完善物流线数字化框架体系为基础，实现仓库全面在线管理。同时，公司自研 TMS 系统，涵盖调度管理、运费计算、温湿度监控、周转箱管理等多项功能，成功实现物流信息的全流程闭环管理。

盈利预期

医药零售行业呈现出稳健增长趋势，处方外流有望为行业带来增量。公司作为零售药店行业头部公司，有望凭借专业化的经营能力获取处方外流带来的增量空间。行业内仍然存在连锁药店的整合空间，公司在深耕及地域拓展方面均存在空间。

零售业务方面，公司门店拓展持续推进，近两年内新增门店逐渐成熟，预期公司零售业务保持稳增长，2024 年、2025 年和 2026 年营业收入分别为 249.03 亿元、301.94 亿元和 361.28 亿元。在利润端方面，处方外流带来的增量预期将对公司毛利率造成一定的压力，但是伴随着公司规模的提升，有望实现规模效益。伴随公司在已进入地区的深耕，公司对上游企业的议价能力有望提升，平衡毛利率压力。我们预期公司 2024 年、2025 年和 2026 年零售业务毛利率分别为 38.5%、38.5%和 38.6%。

公司的加盟业务明显加速，加盟作为轻资产的扩张方式，有望帮助公司门店数量保持稳健增长。我们预期公司 2024 年、2025 年和 2026 年批发业务收入分别为 22.00 亿元、27.50 亿元和 35.34 亿元。毛利方面，预期公司批发业务毛利率整体较为稳定，2024 年、2025 年和 2026 年毛利率分别为 9.3%、9.5%和 9.5%。

此外，伴随公司规模扩大和精细化管理，公司有望提升经营效率，降低销售和管理费用率。批发业务的占比提高也对毛利率产生了一定的下行影响，但是批发业务的销售费用率低于零售，有望助力销售费用率的向下。预期公司 2024 年、2025 年和 2026 年销售费用率分别为 24.1%、24.1%和 23.8%，管理费用率分别为 4.2%、4.1%和 4.1%。

在利润端方面，预期公司 2024 年、2025 年和 2026 年归母净利润分别为 17.28 亿元、21.09 亿元和 26.15 亿元，EPS 分别为 1.43 元、1.74 元和 2.16 元。

图表 46. 盈利预期 (单位: 百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	19886	22588	27653	33544	40312
零售业务收入	18022	20185	24903	30194	36128
YoY (%)			23.4	21.2	19.7
零售业务毛利			9588	11625	13945
零售业务毛利率 (%)			38.5	38.5	38.6
批发业务收入	1359	1892	2200	2750	3534
YoY (%)			16.2	25.0	28.5
批发业务毛利			205	261	336
批发业务毛利率 (%)			9.3	9.5	9.5
其他收入	505	511	550	600	650
毛利率 (%)	39.5	38.2	37.2	37.0	36.9
销售费用率 (%)	24.5	24.3	24.1	24.1	23.8
管理费用率 (%)	4.5	4.3	4.2	4.1	4.1
归母净利润	1266	1412	1728	2109	2615

资料来源: iFind, 中银证券

根据 2024 年 7 月 2 日收盘价, 公司 2026 年预期市盈率仅为 11.59 倍, 基于 2023 年市盈率的 PEG 仅为 0.94 倍。零售药店同业平均预期 2026 年市盈率为 7.39 倍, 基于 2023 年市盈率的 PEG 为 0.61 倍。公司虽然预期市盈率高于同业水平, 但是公司作为头部零售药店, 各地门店拓展及处方外流承接前景可期, 估值仍然存在提升空间。首次覆盖, 给予买入评级。

图表 47. 盈利预期及估值

公司名称	EPS (元)				市盈率				PEG (倍)
	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
一心堂	0.92	1.66	1.95	2.29	16.69	9.24	7.90	6.71	0.47
大参林	1.02	1.25	1.52	1.86	14.32	11.74	9.63	7.89	0.65
健之佳	2.68	3.00	3.71	4.45	9.98	8.91	7.20	6.01	0.54
老百姓	1.22	1.46	1.77	2.12	15.51	13.00	10.68	8.92	0.77
同业平均					14.13	10.72	8.85	7.39	0.61
益丰药房	1.16	1.43	1.74	2.16	21.46	17.53	14.37	11.59	0.94

资料来源: iFind, 中银证券 (大参林及一心堂预期 EPS 预测来自 iFind 一致预期, 健之佳、老百姓和益丰药房预期 EPS 来自中银证券预测, 市盈率股价依据为 2024 年 7 月 2 日收盘价)

风险提示

医保支付政策变动风险: 零售药店的部分收入来自医保统筹支付和医保个人账户支付, 若支付政策发生变动, 会对公司业绩造成一定的影响。

处方外流速度不及预期风险: 目前外流处方主要来自于互联网处方, 院内处方外流仍然处于较早期阶段。若互联网处方流向其他渠道, 且院内处方外流实际推进速度不及预期, 会有公司业绩造成一定影响。

门店拓展不及预期风险: 公司通过自建和并购的方式进行门店拓展, 门店并购涉及标的寻找、谈判和收购, 若并购过程失败会对公司门店拓展造成不利影响。

新店培育及整合不及预期风险: 新增门店需要进行培育或整合, 需要经历一定的收入爬坡, 若培育或整合过程不顺利, 则会对公司收入增长造成负面影响, 并对利润端造成一定压力。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	19,886	22,588	27,653	33,544	40,312
营业收入	19,886	22,588	27,653	33,544	40,312
营业成本	12,026	13,958	17,366	21,118	25,446
营业税金及附加	70	89	109	133	160
销售费用	4,878	5,487	6,664	8,084	9,594
管理费用	904	962	1,148	1,375	1,633
研发费用	25	34	28	34	40
财务费用	105	86	109	85	63
其他收益	44	76	88	95	104
资产减值损失	(56)	(73)	(82)	(69)	(78)
信用减值损失	(10)	(5)	(2)	(3)	(2)
资产处置收益	23	42	37	28	32
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	7	42	27	35	41
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,886	2,055	2,298	2,801	3,474
营业外收入	12	13	11	8	8
营业外支出	20	30	12	7	7
利润总额	1,877	2,038	2,297	2,802	3,475
所得税	450	457	515	628	779
净利润	1,427	1,581	1,782	2,174	2,696
少数股东损益	162	169	53	65	81
归母净利润	1,266	1,412	1,728	2,109	2,615
EBITDA	3,503	3,812	4,243	4,909	5,390
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.04	1.16	1.43	1.74	2.16

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	10,578	12,129	17,325	22,226	28,201
货币资金	4,113	3,566	6,913	10,033	13,982
应收账款	1,844	2,138	1,871	3,067	2,868
应收票据	0	0	0	0	0
存货	3,615	3,808	5,647	6,203	8,075
预付账款	225	141	360	250	485
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	782	2,475	2,533	2,673	2,791
非流动资产	10,461	12,008	10,941	10,039	9,747
长期投资	334	593	593	593	593
固定资产	1,219	1,524	1,912	2,512	3,425
无形资产	478	471	500	532	563
其他长期资产	8,430	9,420	7,936	6,402	5,166
资产合计	21,039	24,137	28,266	32,265	37,947
流动负债	9,659	11,269	14,277	16,356	20,178
短期借款	0	0	101	250	350
应付账款	1,678	1,956	2,565	2,932	3,691
其他流动负债	7,982	9,314	11,611	13,173	16,137
非流动负债	2,258	2,420	2,380	2,880	2,980
长期借款	229	134	200	700	800
其他长期负债	2,029	2,286	2,180	2,180	2,180
负债合计	11,917	13,689	16,656	19,236	23,158
股本	722	1,011	1,212	1,212	1,212
少数股东权益	565	643	696	761	842
归属母公司股东权益	8,556	9,804	10,914	12,268	13,947
负债和股东权益合计	21,039	24,137	28,266	32,265	37,947

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,427	1,581	1,782	2,174	2,696
折旧摊销	1,586	1,832	1,989	2,181	2,031
营运资金变动	999	913	1,148	103	1,719
其他	(93)	298	137	86	70
经营活动现金流	3,920	4,624	5,056	4,544	6,516
资本支出	(588)	(740)	(1,020)	(1,340)	(1,820)
投资变动	(225)	(1,840)	0	0	0
其他	(461)	(401)	64	63	73
投资活动现金流	(1,274)	(2,980)	(956)	(1,277)	(1,747)
银行借款	(137)	(95)	167	649	200
股权融资	(1,690)	(2,339)	(619)	(755)	(936)
其他	172	342	(301)	(42)	(84)
筹资活动现金流	(1,655)	(2,093)	(753)	(148)	(820)
净现金流	991	(450)	3,347	3,120	3,949

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	29.8	13.6	22.4	21.3	20.2
营业利润增长率(%)	40.8	9.0	11.8	21.9	24.0
归属于母公司净利润增长率(%)	42.5	11.6	22.4	22.0	24.0
息税前利润增长率(%)	41.9	3.3	13.8	21.0	23.1
息税折旧前利润增长率(%)	31.7	8.8	11.3	15.7	9.8
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	42.5	11.6	22.4	22.0	24.0
获利能力					
息税前利润率(%)	9.6	8.8	8.2	8.1	8.3
营业利润率(%)	9.5	9.1	8.3	8.3	8.6
毛利率(%)	39.5	38.2	37.2	37.0	36.9
归母净利润率(%)	6.4	6.3	6.3	6.3	6.5
ROE(%)	14.8	14.4	15.8	17.2	18.8
ROIC(%)	11.6	10.8	11.4	12.1	13.4
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
净负债权益比	(0.1)	0.0	(0.3)	(0.4)	(0.6)
流动比率	1.1	1.1	1.2	1.4	1.4
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	13.6	11.3	13.8	13.6	13.6
应付账款周转率	13.5	12.4	12.2	12.2	12.2
费用率					
销售费用率(%)	24.5	24.3	24.1	24.1	23.8
管理费用率(%)	4.5	4.3	4.2	4.1	4.1
研发费用率(%)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
财务费用率(%)	0.5	0.4	0.4	0.3	0.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.0	1.2	1.4	1.7	2.2
每股经营现金流(最新摊薄)	3.2	3.8	4.2	3.7	5.4
每股净资产(最新摊薄)	7.1	8.1	9.0	10.1	11.5
每股股息	0.4	0.5	0.5	0.6	0.8
估值比率					
P/E(最新摊薄)	23.9	21.5	17.5	14.4	11.6
P/B(最新摊薄)	3.5	3.1	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	13.0	10.7	6.4	5.0	3.9
价格/现金流(倍)	7.7	6.6	6.0	6.7	4.6

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

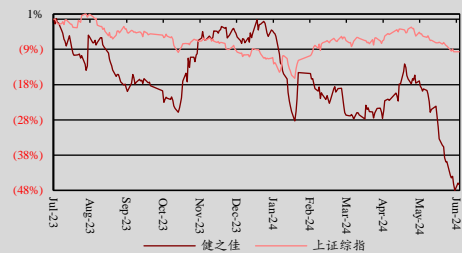
605266.SH

买入

市场价格:人民币 26.75

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(56.8)	(46.3)	(41.3)	(68.1)
相对上证综指	(56.2)	(41.7)	(37.1)	(60.1)

发行股数 (百万)	154.62
流通股 (百万)	140.72
总市值 (人民币 百万)	4,136.05
3个月日均交易额 (人民币 百万)	42.48
主要股东	
深圳市畅思行实业发展有限公司	15.16

资料来源:公司公告, Wind, 中银证券
以2024年7月2日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物: 医药商业

证券分析师: 梁端玉

duanyu.liang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523090003

证券分析师: 刘恩阳

enyang.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300523090004

健之佳

深耕云南, 全国拓展进程持续推进

公司立足云南, 向全国其他地区拓展。公司持续巩固现有6个省市, 以自建为主、收购为辅的发展策略进一步提升区域门店覆盖率, 巩固云南、河北龙头优势地位, 川渝桂辽规模实现快速增长, 品牌影响力逐步形成。公司地域拓展和专业化建设持续推进, 门店数量及收入规模有望保持稳健增长。首次覆盖, 给予买入评级。

支撑评级的要点

- 收入端增长表现稳健, 利润端短期承压。相比四家头部药店, 健之佳的规模仍然相对较小。在2019年-2023年期间, 健之佳的营业收入由35亿元增长至91亿元, 年均复合增速达到27%。公司2024年一季度实现营业收入23.14亿元, 同比增长6.8%。公司2019年-2023年归母净利润由1.68亿元, 增长至4.14亿元, 年均复合增速达到25.3%。2024年一季度公司利润端短期承压。公司2024年一季度较上年年末净增1,071家, 增幅达25.6%, 且基本为新店和正在整合的收购门店, 新店对收入和毛利的贡献较低, 无法覆盖门店增长带来的期间费用刚性增长。2024年一季度公司实现归母净利润0.52亿元, 在上年的高基数基础上同比下降31.5%。
- 立足云南, 逐渐向全国其他地区拓展。健之佳品牌创立于1998年, 在立足云南、深耕西南的基础上向全国发展。从分地区收入来看, 云南省仍然是收入主要来源地区。健之佳持续巩固现有6个省市, 以自建为主、收购为辅的发展策略进一步提升区域门店覆盖率。云南、河北龙头优势地位巩固, 川渝桂辽规模快速增长, 品牌影响力逐步形成。公司门店数量在2019年-2023年由1539家增长至5116家, 年均复合增长率达到35%。
- 积极打造慢病管理和专业服务。公司持续完善慢病会员建档, 为会员提供从慢病会员消费者教育、“四高”监测数据提示、用药指导到风险提示等全周期慢病管理服务。2023年年末已有2,152家门店部署分钟诊所的“四高”检测设备, 累计检测四高为650万人次。公司持续打造皮肤病、眼科、呼吸疾病、糖尿病等专科药房, 设置全方位的专业顾客管理体系, 2023年年末, 专科药房达1,135家, 占药店总数24%。

估值

- 预期公司2024年、2025年和2026年归母净利润分别为4.64亿元、5.74亿元和6.88亿元, EPS分别为3.00元、3.71元和4.45元。根据2024年7月2日收盘价, 公司2024年、2025年和2026年预期市盈率分别为8.9倍、7.2倍和6.0倍。首次覆盖, 给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 医保支付政策变动风险, 处方外流进度不及预期风险, 头部药店扩张不及预期风险, 新增门店整合培育不及预期风险

投资摘要

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	7,514	9,081	11,262	13,570	16,291
增长率(%)	43.5	20.8	24.0	20.5	20.1
EBITDA(人民币 百万)	1,245	1,488	1,635	1,849	1,612
归母净利润(人民币 百万)	363	414	464	574	688
增长率(%)	20.9	14.1	12.0	23.7	19.7
最新股本摊薄每股收益(人民币)	2.35	2.68	3.00	3.71	4.45
市盈率(倍)	11.4	10.0	8.9	7.2	6.0
市净率(倍)	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA(倍)	8.0	7.1	3.3	2.8	2.7
每股股息(人民币)	1.5	1.3	1.2	1.5	1.8
股息率(%)	1.8	2.2	4.5	5.5	6.6

资料来源:公司公告, 中银证券预测

立足云南、深耕西南，逐渐向全国其他地区拓展

健之佳品牌创立于1998年，公司始终将提供医药零售、便利零售及相关的服务作为公司的主业，在立足云南、深耕西南的基础上向全国发展。

发展历史

1998年，健之佳第一家门店在云南昆明诞生。

1999年-2003年，健之佳在昆明初步形成连锁药店格局，以发展药店连锁为主。

2004年-2008年，健之佳完善昆明地区的连锁药店布局，进入云南地州地区，连锁药店扩展至四川、重庆、广西。健之佳初步形成药店、便利店、药妆、健康广场等多种健康连锁店，并开设了中医馆、诊所、体检中心等多种业态的健康连锁店。

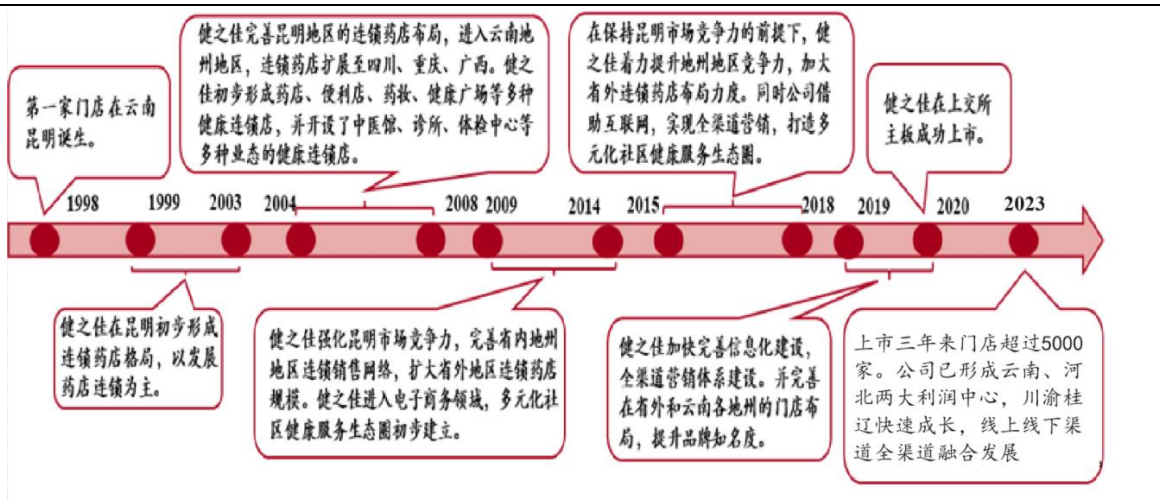
2009年-2014年，健之佳强化昆明市场竞争力，完善省内地州地区连锁销售网络，扩大省外地区连锁药店规模。健之佳进入电子商务领域，多元化社区健康服务生态圈初步建立。

2015年-2018年，在保持昆明市场竞争力的前提下，健之佳着力提升地州地区竞争力，加大省外连锁药店布局力度。同时公司借助互联网，实现全渠道营销，打造多元化社区健康服务生态圈。

2019年-2020年，健之佳加快完善信息化建设，全渠道营销体系建设。并完善在省外和云南各地州的门店布局，提升品牌知名度。2020年12月1日，健之佳在上交所主板成功上市。

2020-2023年，公司上市后开启高速发展引擎，上市三年来门店超过5000家。公司已形成云南、河北两大利润中心，川渝桂辽快速成长，线上线下渠道全渠道融合发展的格局。

图表 48. 健之佳发展历程

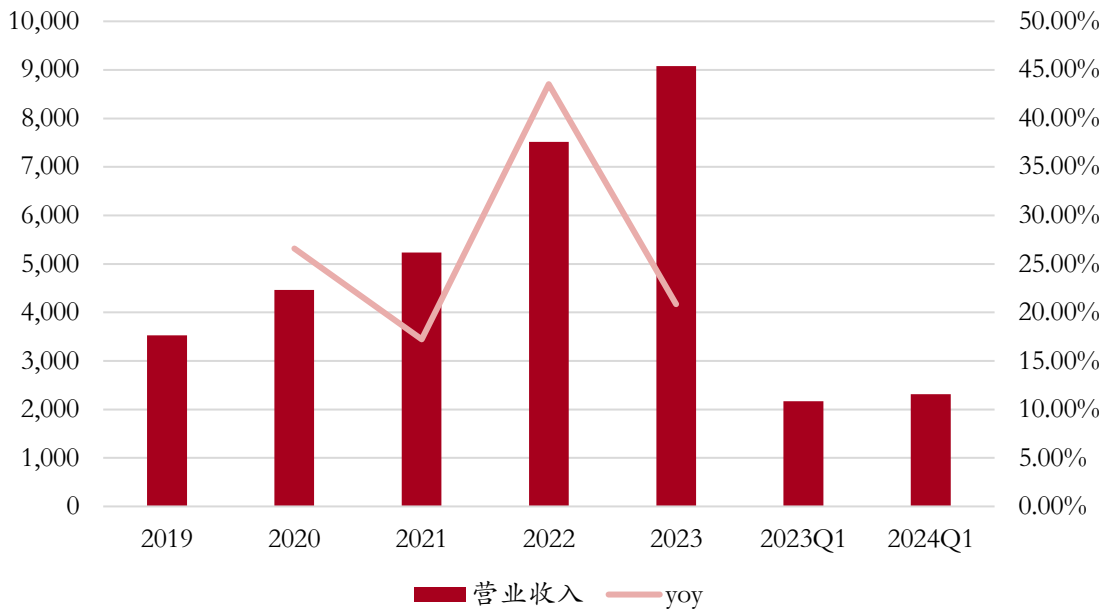


资料来源：公司官网，中银证券

收入端增长表现稳健

相比药店行业规模前四的上市公司，健之佳的规模仍然相对较小。在2019年-2023年期间，健之佳的营业收入由35亿元增长至91亿元，年均复合增速达到27%。公司2024年一季度实现营业收入23.14亿元，同比增长6.8%。

图表 49. 健之佳营业收入情况 (单位: 百万元)



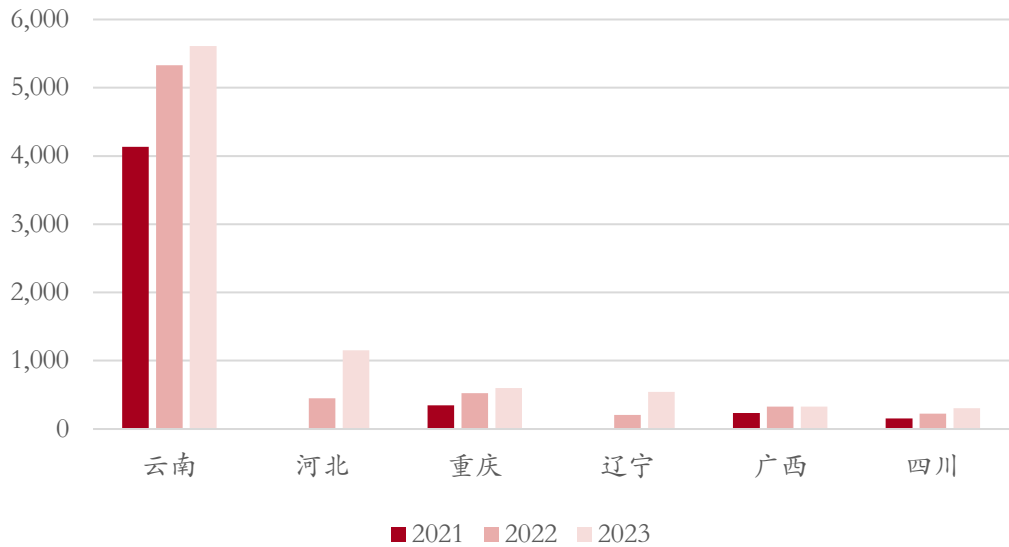
资料来源: iFinD, 中银证券

从分地区收入来看, 云南省仍然是收入主要来源地区。2021 年-2023 年公司在云南地区的营业收入保持稳健增长, 2023 年营业收入实现 56 亿元, 2021 年-2023 年年均复合增速达到 17%。

公司其他地区营业收入也表现出优秀的增速: 公司重庆地区收入在 2021 年-2023 年由 3.5 亿元增长至 6.0 亿元, 年均复合增速达到 32%; 公司在广西地区收入 2021 年-2023 年由 2.3 亿元增长至 3.3 亿元, 年均复合增速达到 19%; 公司四川地区收入在 2021 年-2023 年由 1.5 亿元增长至 3.1 亿元, 年均复合增速达到 41%。

2022 年公司深耕西南的同时, 通过收购唐人医药进入河北、辽宁市场, 逐渐走出西南、布局全国。2023 年公司河北省营业收入为 11.5 亿元, 同比增长 158%, 在辽宁省营业收入为 5.4 亿元, 同比增长 161%, 均实现翻倍增长。

图表 50. 健之佳各地区营收情况 (单位: 百万元)

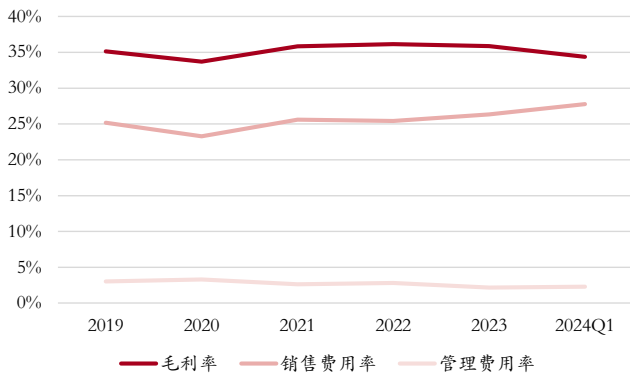


资料来源: iFinD, 中银证券

盈利能力相对稳健，短期利润端承压

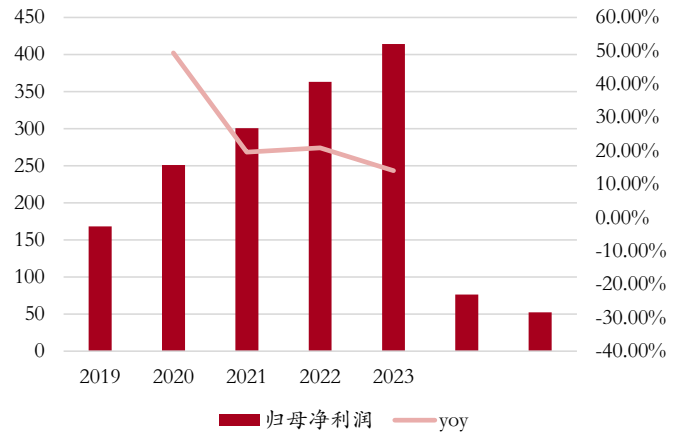
2020 年公司将国家给予企业的税收、社保减征政策红利用于发展、让利于消费者，积极降低毛利参与医药市场改革和竞争、扩大市场份额。因此公司在 2020 年毛利率由 2019 年的 35.15% 降至 33.69%，下降 1.46 个百分点。2021 年公司毛利率回升，在 2021 年-2023 年期间公司毛利率均保持在 36% 左右。

图表 51. 健之佳毛利率及费用率情况



资料来源: iFinD, 中银证券

图表 52. 健之佳归母净利润情况 (百万元)



资料来源: iFinD, 中银证券

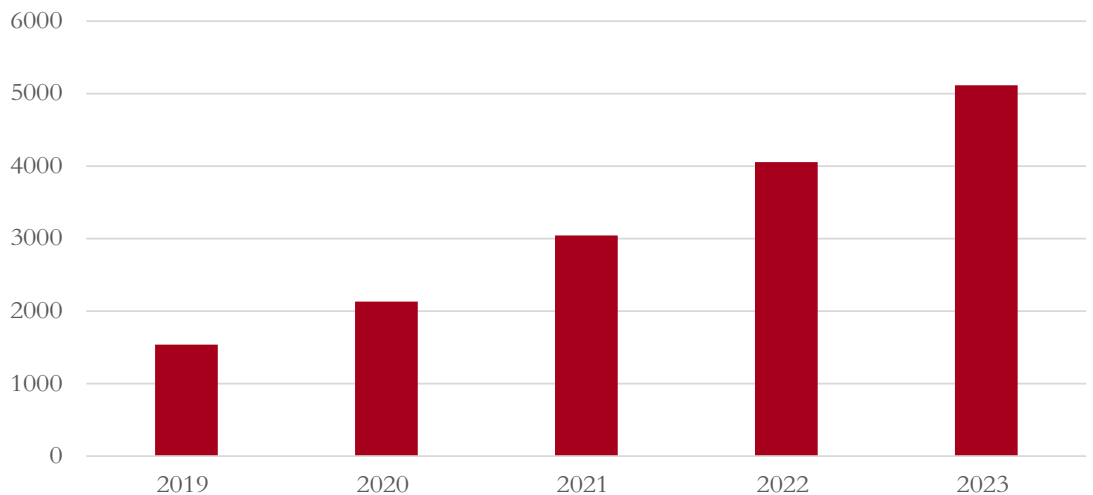
公司 2019 年-2023 年归母净利润由 1.68 亿元增长至 4.14 亿元，年均复合增速达到 25.3%。

2024 年一季度公司利润端短期承压。公司 2024 年一季度较上年年末净增 1,071 家，增幅达 25.6%，且基本为新店和正在整合的收购门店，新店对收入和毛利的贡献较低，无法覆盖门店增长带来的期间费用刚性增长。2024 年一季度公司实现归母净利润 0.52 亿元，在上年的高基数基础上同比下降 31.5%。

自建为主、收购为辅，快速实现地域拓展及深度覆盖

健之佳持续巩固现有 6 个省市，以自建为主、收购为辅的发展策略进一步提升区域门店覆盖率。云南、河北龙头优势地位巩固，川渝桂辽规模快速增长，品牌影响力逐步形成。公司门店数量在 2019 年-2023 年由 1539 家增长至 5116 家，年均复合增长率达到 35%。

图表 53. 健之佳门店数量 (家)



资料来源: 公司年报, 中银证券

公司目前地域拓展分为三个梯队：

第一梯队为云南、河北两大利润中心。云南以自建为主，持续密集布点、下沉地级、县级市场，提升优势地区门店覆盖率。2023年云南药房门店数达2,759家，保持持续、稳健的发展态势。河北采用“自建+收购”的方式，2023年年末门店数达到479家，店数较上年同期快速增长26%。

第二梯队为重庆和辽宁，公司通过“自建+收购”快速推进。2023年公司在重庆取得第一阶段突破，店数近600家，店数较上年同期增长88%，省地县市场持续渗透。公司2023年辽宁沈阳及5地市门店规模达到403家，同比增长36%，实现快速突破。

第三梯队为相对薄弱区域四川、广西，公司持续加密布点，通过“自建+收购”稳步发展。2023年，公司四川店数达281家，同比增长52%，广西期末店数达267家，同比增长37%。

图表 54. 各区域健之佳门店数（家）

	区域	2022	2023	YoY(%)
医药零售	云南省	2,394	2,759	15
	四川省	185	281	52
	广西壮族自治区	191	261	37
	重庆市	316	594	88
	河北省	381	479	26
	辽宁省	296	403	36
便利零售	云南省	292	339	16

资料来源：公司年报，中银证券

积极打造慢病管理和专业服务

公司持续完善慢病会员建档，为会员提供从慢病会员消费者教育、“四高”监测数据提示、用药指导到风险提示等全周期慢病管理服务。2023年年末已有2,152家门店部署分钟诊所的“四高”检测设备，累计检测四高为650万人次。

公司持续打造皮肤病、眼科、呼吸疾病、糖尿病等专科药房，设置全方位的专业顾客管理体系，2023年年末，专科药房达1,135家，占药店总数24%。公司积极研发从医学科普、患者教育、疾病筛查、疾病治疗用药、症状改善、营养支持、健康管理等全方位药学照顾专科化解决方案。公司通过对药师、店员的培训和专业指导，结合厂商专业患教和促销资源、专科药物配置陈列，依托会员服务体系，提升顾客服药依从性，增加顾客粘性。专科药房为慢病患者提供了闭环解决方案，效能远高于普通门店。

盈利预期

医药零售行业呈现出稳健增长趋势，处方外流有望为行业带来增量。公司作为零售药店行业头部公司，有望凭借专业化服务例如慢病管理体系获取处方外流带来的增量空间。行业内仍然存在连锁药店的整合空间。公司的业绩基数和门店数量基数相较于头部其他公司较小，近年云南省内的深耕及省外拓展持续推进，有望保持持续增长。预期公司2024年、2025年和2026年营业收入分别为112.62亿元、135.70亿元和162.91亿元。

在利润端方面，处方外流带来的增量预期将对公司毛利率造成一定的压力，但是伴随着公司规模提升，有望实现规模效益并提高对于上游企业的议价权，平衡部分毛利率压力。预期公司2024年、2025年和2026年毛利率分别为35.4%、35.2%和35.1%。

公司近1-2年内新增门店较多，部分门店仍然处于培育期，收入和利润均需要经过爬坡阶段。但是伴随公司规模扩大和精细化管理，公司有望提升经营效率，平衡新增门店带来的费用压力。预期公司2024年、2025年和2026年销售费用率和管理费用率表现较为平稳。

预期公司2024年、2025年和2026年归母净利润分别为4.64亿元、5.74亿元和6.88亿元，对应EPS分别为3.00元、3.71元和4.45元。

图表 55. 盈利预期 (单位: 百万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,514	9,081	11,262	13,570	16,291
毛利率 (%)	36.1	35.9	35.4	35.2	35.1
销售费用率 (%)	25.4	26.3	26.2	26.2	26.2
管理费用率 (%)	2.8	2.2	2.2	2.2	2.2
归母净利润	363	414	464	574	688

资料来源: iFind, 中银证券

根据 2024 年 7 月 2 日收盘价, 公司预期 2026 年市盈率仅为 6.01 倍, 基于 2023 年市盈率 PEG 仅为 0.54 倍, 低于同业水平, 存在提升空间。根据 2024 年 7 月 2 日收盘价, 零售药店同业平均预期 2026 年市盈率为 8.78 倍, 平均基于 2023 年市盈率 PEG 为 0.71 倍。公司市盈率及 PEG 均低于同业平均, 存在估值提升空间。预期公司门店拓展及新增门店逐渐成熟, 收入及利润均有望保持稳健增长。首次覆盖, 给予买入评级。

图表 56. 盈利预期及估值

公司名称	EPS (元)				市盈率 (倍)				PEG (倍)
	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
一心堂	0.92	1.66	1.95	2.29	16.69	9.24	7.90	6.71	0.47
大参林	1.02	1.25	1.52	1.86	14.32	11.74	9.63	7.89	0.65
老百姓	1.22	1.46	1.77	2.12	15.51	13.00	10.68	8.92	0.77
益丰药房	1.16	1.43	1.74	2.16	21.46	17.53	14.37	11.59	0.94
同业平均					17.00	12.88	10.64	8.78	0.71
健之佳	2.68	3.00	3.71	4.45	9.98	8.91	7.20	6.01	0.54

资料来源: iFind, 中银证券 (大参林及一心堂预期 EPS 预测来自 iFind 一致预期, 健之佳、老百姓和益丰药房预期 EPS 来自中银证券预测, 市盈率股价依据为 2024 年 7 月 2 日收盘价)

风险提示

医保支付政策变动风险: 零售药店的部分收入来自医保统筹支付和医保个人账户支付, 若支付政策发生变动, 会对公司业绩造成一定的影响。

处方外流速度不及预期风险: 目前外流处方主要来自于互联网处方, 院内处方外流仍然处于较早期阶段。若互联网处方流向其他渠道, 且院内处方外流实际推进速度不及预期, 会有公司业绩造成一定影响。

门店拓展不及预期风险: 公司通过自建和并购的方式进行门店拓展, 门店并购涉及标的寻找、谈判和收购, 若并购过程失败会对公司门店拓展造成不利影响。

新店培育及整合不及预期风险: 新增门店需要进行培育或整合, 需要经历一定的收入爬坡, 若培育或整合过程不顺利, 则会对公司收入增长造成负面影响, 并对利润端造成一定压力。

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,514	9,081	11,262	13,570	16,291
营业收入	7,514	9,081	11,262	13,570	16,291
营业成本	4,799	5,823	7,276	8,793	10,573
营业税金及附加	23	36	44	54	64
销售费用	1,911	2,390	2,951	3,549	4,260
管理费用	210	197	244	294	354
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	102	126	115	102	106
其他收益	14	37	28	26	23
资产减值损失	(35)	(27)	(35)	(37)	(39)
信用减值损失	(4)	1	(15)	(13)	(17)
资产处置收益	0	10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	(8)	0	0	0
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	445	522	611	754	901
营业外收入	6	6	6	6	6
营业外支出	11	6	14	14	14
利润总额	441	523	604	747	894
所得税	77	108	125	155	185
净利润	363	414	479	592	709
少数股东损益	0	0	14	18	21
归母净利润	363	414	464	574	688
EBITDA	1,245	1,488	1,635	1,849	1,612
EPS(最新股本摊薄, 元)	2.35	2.68	3.00	3.71	4.45

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,939	3,938	6,405	7,175	10,246
货币资金	933	858	1,874	2,589	3,926
应收账款	592	440	840	703	1,149
应收票据	0	0	0	0	0
存货	2,166	2,374	3,298	3,557	4,685
预付账款	131	44	175	90	229
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	118	222	218	237	258
非流动资产	5,446	6,011	5,397	5,099	5,189
长期投资	18	47	47	47	47
固定资产	905	919	1,135	1,501	1,817
无形资产	90	92	140	190	240
其他长期资产	4,432	4,953	4,075	3,360	3,085
资产合计	9,385	9,949	11,802	12,274	15,436
流动负债	4,225	4,860	6,367	6,414	8,922
短期借款	201	750	500	700	1,000
应付账款	1,983	1,754	2,915	2,728	4,057
其他流动负债	2,041	2,356	2,952	2,986	3,865
非流动负债	2,601	2,244	2,297	2,360	2,579
长期借款	1,192	1,022	1,000	1,100	1,300
其他长期负债	1,409	1,222	1,297	1,260	1,279
负债合计	6,826	7,104	8,665	8,774	11,501
股本	99	129	155	155	155
少数股东权益	(17)	(17)	(2)	16	37
归属母公司股东权益	2,576	2,861	3,140	3,485	3,898
负债和股东权益合计	9,385	9,949	11,802	12,274	15,436

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	363	414	479	592	709
折旧摊销	712	878	938	1,019	627
营运资金变动	(51)	(358)	514	(312)	525
其他	166	89	321	(1)	158
经营活动现金流	1,191	1,024	2,252	1,298	2,019
资本支出	(781)	(300)	(455)	(655)	(750)
投资变动	(12)	(76)	0	0	0
其他	(1,706)	(146)	0	0	0
投资活动现金流	(2,499)	(523)	(455)	(655)	(750)
银行借款	1,338	379	(272)	300	500
股权融资	(391)	(1,298)	(185)	(229)	(275)
其他	209	256	(324)	2	(159)
筹资活动现金流	1,156	(663)	(782)	73	67
净现金流	(152)	(161)	1,016	716	1,336

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入增长率(%)	43.5	20.8	24.0	20.5	20.1
营业利润增长率(%)	25.9	17.2	17.0	23.4	19.5
归属于母公司净利润增长率(%)	20.9	14.1	12.0	23.7	19.7
息税前利润增长率(%)	43.3	14.4	14.4	19.0	18.6
息税折旧前利润增长率(%)	35.5	19.5	9.9	13.1	(12.8)
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	20.9	14.1	12.0	23.7	19.7
获利能力					
息税前利润率(%)	7.1	6.7	6.2	6.1	6.0
营业利润率(%)	5.9	5.7	5.4	5.6	5.5
毛利率(%)	36.1	35.9	35.4	35.2	35.1
归母净利润率(%)	4.8	4.6	4.1	4.2	4.2
ROE(%)	14.1	14.5	14.8	16.5	17.6
ROIC(%)	8.0	7.4	8.7	9.2	9.8
偿债能力					
资产负债率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
净负债权益比	0.8	1.0	0.4	0.3	0.0
流动比率	0.9	0.8	1.0	1.1	1.1
营运能力					
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.1	1.2
应收账款周转率	18.3	17.6	17.6	17.6	17.6
应付账款周转率	5.0	4.9	4.8	4.8	4.8
费用率					
销售费用率(%)	25.4	26.3	26.2	26.2	26.2
管理费用率(%)	2.8	2.2	2.2	2.2	2.2
研发费用率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用率(%)	1.4	1.4	1.0	0.8	0.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.3	2.7	3.0	3.7	4.4
每股经营现金流(最新摊薄)	7.7	6.6	14.6	8.4	13.1
每股净资产(最新摊薄)	16.7	18.5	20.3	22.5	25.2
每股股息	1.5	1.3	1.2	1.5	1.8
估值比率					
P/E(最新摊薄)	11.4	10.0	8.9	7.2	6.0
P/B(最新摊薄)	1.6	1.4	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.0	7.1	3.3	2.8	2.7
价格/现金流(倍)	3.5	4.0	1.8	3.2	2.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371