

行业研究 | 行业深度研究 | 医药生物

处方外流持续推进，零售药店集中度提升



| 报告要点

在门诊统筹等政策支持下，我国处方外流工作持续推进，零售药店行业有望充分受益，市场规模预计仍有较大提升空间。头部零售药店具备显著的规模效应和更加严格的内控体系，在合规趋严的背景下，有望实现收入增长和市场份额提升。

| 分析师及联系人



郑薇

SAC: S0590521070002

医药生物

处方外流持续推进，零售药店集中度提升

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

相对大盘走势



相关报告

- 1、《医药生物：供需共振驱动血制品行业快速发展》2024.08.13
- 2、《医药生物：肿瘤免疫赛道谁能延续大单品传奇？》2024.08.08



扫码查看更多

投资看点

➤ 处方外流打开药店行业千亿市场空间

零售药店行业是中国药品消费市场的第二大终端，根据米内网数据，2016-2023年中国零售药店药品销售额由3,375亿元增长至5,533亿元，终端占比由22.5%提升至29.3%。近年来在医药改革政策的驱动下处方药逐渐流向院外市场，我们预计零售药店药品销售额有望由2023年5,533亿元增长至2030年8,887亿元，CAGR为7.0%，销售占比有望由2023年29.3%提升至2030年37.4%。

➤ 行业监管趋严推动市场集中度持续提升

根据商务部数据，2016-2022年中国药店百强企业市占率由29.1%提升至36.5%，药品零售连锁率由49.4%提升至57.8%，行业集中度仍有较大提升空间。近年来中国陆续出台各项政策文件强化对药店行业的规范和监管，我们认为经营能力不足的单体药店或将面临严峻挑战，而大型连锁药店在经营管理能力、品牌和信息化等方面优势突出，有望带动行业集中度进一步提升。此外，随着监管对于药店经营范围逐步放宽，我们看好未来药店的多元化经营模式与全产业链布局。

➤ 参考日本药店史，中国药店仍有较大发展空间

根据日本药剂师会数据，1986-2023年日本处方外流率由9.7%提升至80.3%，我们判断中国处方外流率接近1997年之前的日本，未来仍有较大发展空间。近年来中国持续推进医药制度改革，以三明医改为代表的中国式医疗保障制度有望改变公立医疗机构旧制度，扭转医务人员激励机制，进而持续推动医药分业和处方外流。参考日本前十大药妆店市占率超70%，中国药店的市場集中度仍有较大提升空间，非药业务有望打造中国药店第二成长曲线。

➤ 建议关注兼具成长性和合规性的头部药店

随着门诊统筹逐步向零售药店放开，近期医保局多次发文以加强对于定点零售药店医保基金使用管理，有望促进市场份额向合规意识更强的药店集中。头部药店内控体系更加完善，通过自建、收购与加盟等方式快速扩店，市占率有望持续提升。相关企业包括益丰药房、老百姓、大参林、一心堂、健之佳等。

风险提示：处方外流不及预期；盈利能力下滑；政策变动风险；市场竞争加剧；门店扩张不及预期。

投资聚焦

核心逻辑

零售药店作为药品流通的三大终端渠道之一，能够满足顾客在不同场景下的用药需求，为有健康需求的顾客提供多元化的便利服务。在门诊统筹等政策支持下，中国处方外流工作持续推进，零售药店行业有望充分受益，市场规模预计仍有较大提升空间。头部零售药店在合规意识、收入体量、门店数量、商品种类、会员服务等方面优势显著，有望实现收入增长和市场份额提升。

投资看点

(1) 医药分业政策推动药品销售终端结构性调整，药店行业仍有较大增长空间。据我们测算，中国零售药店药品销售额有望由2023年5,533亿元增长至2030年8,887亿元，CAGR为7.0%，终端销售占比有望由2023年29.3%提升至2030年37.4%，而公立医院终端销售占比有望由61.2%下降至53.2%，处方外流进度有望持续推进。

(2) 药店行业集中度有望进一步提升。商务部《关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》指出，要建设5-10家超五百亿元的药品零售连锁企业；百强企业市占率达65%以上；药品零售连锁率接近70%。2022年中国药店百强企业市占率约36.5%，药品零售连锁率约57.8%，行业集中度仍有较大提升空间。

(3) 深耕药品零售业务，积极打造第二成长曲线。随着全国医保基金监管智能化，过去基于保护医保合规使用而对药店销售非药商品的限制逐步放开，为零售药店发展多元业务提供新动能。因此，在快速布局全国门店的同时，连锁药店企业也在不断谋新变革，从传统的药品零售逐步向专业药房、网上药店、大健康药房等多元化以及更高顾客黏性的业态转变，并积极推进慢病服务和线上诊疗服务，推动老店的内生增长。

正文目录

1. 处方外流有望带动行业规模提升	7
1.1 人口老龄化带动医疗需求持续增加	8
1.2 政策推动处方外流，药店行业有望扩容	9
2. 强化合规管理，行业集中度有望提升	16
2.1 合规管理利好行业集中度提升	16
2.2 经营管理能力是药店核心竞争力	19
2.3 多元化经营是未来发展趋势	23
3. 他山之石：日本药店行业发展的启示	26
3.1 医药分业是日本药店发展的基石	26
3.2 日本药店逐步形成多样化业态	30
3.3 Welcia：内生外延并举成就药店龙头	35
3.4 日本药店发展对中国药店的启示	38
4. 投资建议：关注兼具成长性和合规性的头部药店	39
4.1 国大药房：强化专业能力抢占处方药市场	39
4.2 益丰药房：精细化管理能力助力高质量发展	41
4.3 大参林：深耕最大药品零售市场获得快速发展	42
4.4 老百姓：供应链优势铸造加盟业务领先地位	44
4.5 一心堂：门店立体化布局稳固云南药店龙头地位	46
4.6 健之佳：云南后起之秀扩张提速	47
5. 风险提示	49

图表目录

图表 1：零售药店所处产业链	7
图表 2：零售药店行业的历史发展阶段	8
图表 3：1990-2022 年中国 65 岁人口数量和占比（万人）	8
图表 4：中国各年龄段人口的年均医疗费用情况	9
图表 5：2013-2023 年中国居民人均消费支出结构构成	9
图表 6：2023 年中国居民人均消费支出结构构成	9
图表 7：医院处方外流相关政策梳理	10
图表 8：处方外流相关政策	10
图表 9：门诊统筹政策对于职工医保个人及统筹账户的影响	11
图表 10：各省市门诊统筹药店数量	12
图表 11：各地门诊统筹起付线统计	12
图表 12：各地门诊统筹支付限额统计	12
图表 13：各地区药店门诊统筹报销比例统计	13
图表 14：医保定点药店与门诊统筹药店政策对比	14
图表 15：2016-2023 年我国零售药店药品销售额（亿元）	15
图表 16：2016-2023 年我国药品终端销售结构	15
图表 17：2023-2030E 我国零售药店药品销售收入（亿元）	15
图表 18：2023-2030E 我国药品终端销售结构	15
图表 19：2016-2030E 我国处方外流市场规模（亿元）	16
图表 20：推动零售药店行业连锁发展的相关政策文件	17

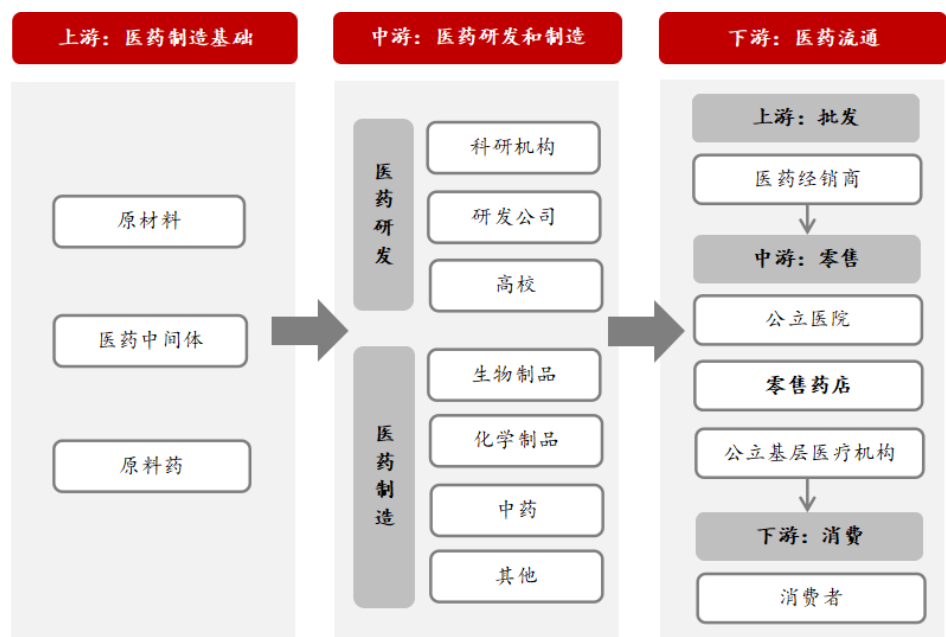
图表 21:	连锁药店的发展优势	18
图表 22:	2006-2022 年中国零售药店连锁化率	18
图表 23:	2016-2022 年中国百强药店销售市占率	18
图表 24:	2022 年我国零售药店市场竞争格局	19
图表 25:	2023 年连锁药店经营管理对比	19
图表 26:	2018-2023 年连锁药店门店数量 (家)	20
图表 27:	2018-2023 年连锁药店直营门店数量 (家)	20
图表 28:	2018-2023 年连锁药店加盟门店数量 (家)	20
图表 29:	2023 年连锁药店直营门店地域分布 (家)	21
图表 30:	2018-2024Q1 连锁药店营收 (亿元)	21
图表 31:	2018-2024Q1 连锁药店归母净利润 (亿元)	21
图表 32:	2018-2024Q1 连锁药店毛利率	22
图表 33:	2018-2024Q1 连锁药店归母净利率	22
图表 34:	2018-2023 年连锁药店中西成药业务占比	22
图表 35:	2018-2023 年连锁药店中西成药毛利率	22
图表 36:	2018-2023 年连锁药店中药材业务占比	23
图表 37:	2018-2023 年连锁药店中药材毛利率	23
图表 38:	2023 年连锁药店会员人数 (万人)	24
图表 39:	医药大健康产业链	25
图表 40:	2022 年日本美妆行业销售品类结构	25
图表 41:	2022 年中国医药流通行业销售品类结构	25
图表 42:	恒修堂介绍	26
图表 43:	1986-2023 年日本处方外流率	27
图表 44:	日本医药分业政策梳理	27
图表 45:	1974-2022 年日本诊疗报酬调整比例	28
图表 46:	日本医师院内处方和院外处方诊疗报酬点数比较	29
图表 47:	1967-2022 年日本药价调整比例 (以医疗费为基础)	29
图表 48:	1979-2020 年日本药剂费占国民医疗费比例	30
图表 49:	日本调剂药局与美妆店对比	30
图表 50:	1989-2023 年日本处方单量 (亿张)	31
图表 51:	2000-2022 年日本处方调剂销售额 (亿日元)	31
图表 52:	2000-2022 年日本调剂药局数量 (家)	31
图表 53:	日本调剂药局选址情况调查	32
图表 54:	2022 年日本调剂药局竞争格局 (按销售额)	32
图表 55:	2022 年日本调剂药局竞争格局 (按门店数)	32
图表 56:	2000-2023 年日本美妆店销售额 (亿日元)	33
图表 57:	2000-2023 年日本美妆店门店数量 (家)	33
图表 58:	2022 年日本美妆行业销售品类结构	33
图表 59:	2023 财年 Welcia 销售品类结构	33
图表 60:	2015-2023 年日本美妆店并设药局调剂额 (亿日元)	34
图表 61:	2022 年日本美妆店竞争格局 (按销售额)	34
图表 62:	2022 年日本美妆店竞争格局 (按门店数)	34
图表 63:	2016-2024 财年 Welcia 收入 (亿日元)	35
图表 64:	2016-2024 财年 Welcia 净利润 (亿日元)	35
图表 65:	2016-2024 财年 Welcia 调剂并设店铺数占比	36
图表 66:	2016-2024 财年 Welcia 主营业务构成	36
图表 67:	2016-2024 财年 Welcia 各业务毛利率	36
图表 68:	Welcia 发展历程	37

图表 69:	2016-2024 财年 Welcia 门店数量变化 (家)	37
图表 70:	Welcia 中期计划 (2024Q2-2026Q2) 重点举措	38
图表 71:	2022 年中国医药流通行业销售品类结构	39
图表 72:	2018-2023 年国大药房收入 (亿元)	40
图表 73:	2018-2023 年国大药房净利润 (亿元)	40
图表 74:	2018-2023 年国大药房门店数量 (家)	40
图表 75:	2018-2023 年国大药房分地区门店数量 (家)	40
图表 76:	2018-2023 年益丰药房收入 (亿元)	41
图表 77:	2018-2023 年益丰药房归母净利润 (亿元)	41
图表 78:	2018-2023 年益丰药房新增门店数量 (家)	42
图表 79:	2018-2023 年益丰药房分地区门店数量 (家)	42
图表 80:	2018-2023 年连锁药店中西成药业务占比	42
图表 81:	2018-2023 年连锁药店中西成药毛利率	42
图表 82:	2018-2023 年大参林收入 (亿元)	43
图表 83:	2018-2023 年大参林归母净利润 (亿元)	43
图表 84:	2018-2023 年大参林分地区门店数量 (家)	43
图表 85:	2018-2023 年大参林新增加盟门店及新增并购门店数量 (家)	44
图表 86:	2018-2023 年大参林分产品毛利率	44
图表 87:	2018-2023 年大参林中参药材销售额 (百万元)	44
图表 88:	2018-2023 年老百姓收入 (亿元)	45
图表 89:	2018-2023 年老百姓归母净利润 (亿元)	45
图表 90:	2018-2023 年老百姓分地区门店数量 (家)	45
图表 91:	2018-2023 年老百姓不同类型直营门店数量 (家)	46
图表 92:	2018-2023 年老百姓加盟门店数 (家)	46
图表 93:	2018-2023 年连锁药店加盟和批发业务收入占比	46
图表 94:	2018-2023 年一心堂收入 (亿元)	47
图表 95:	2018-2023 年一心堂归母净利润 (亿元)	47
图表 96:	2018-2023 年公司各类门店数 (家) 及占比	47
图表 97:	2018-2023 年健之佳收入 (亿元)	48
图表 98:	2018-2023 年健之佳归母净利润 (亿元)	48
图表 99:	2018-2023 年公司分地区门店数 (家)	49
图表 100:	2023 年健之佳各类门店数 (家) 及占比	49

1. 处方外流有望带动行业规模提升

中国医药产业链主要包含医药制造基础、医药研发和制造与医药流通三大环节，其中零售药店作为药品流通的三大终端渠道之一，连接上游药品生产厂家与下游消费者，通过提供各类药品销售与专业用药咨询指导，满足顾客在不同场景下的用药需求，为有健康需求的顾客提供多元化的便利服务。

图表1：零售药店所处产业链



资料来源：华经产业研究院，国联证券研究所

中国零售药店行业的发展经历了三个阶段：

萌芽期：改革开放前由于药品的特殊性，中国严格控制药品的流通，患者通常在医院问诊购药，使得医院成为药品销售的主要终端，零售药店数量少分布散，发展缓慢；**快速发展期：**随着中国医药零售行业的严格管制开始松动，医疗制度改革开始全面实施，医药零售业开始快速发展，竞争日益激烈，平价药房开始异军突起，百姓用药消费从医院开始向药店分流；**变革期：**零售药店行业的监管逐渐增强，准入门槛逐渐提升，连锁模式逐渐占优，资本的介入进一步推动了连锁药店的快速扩张。

图表2：零售药店行业的历史发展阶段

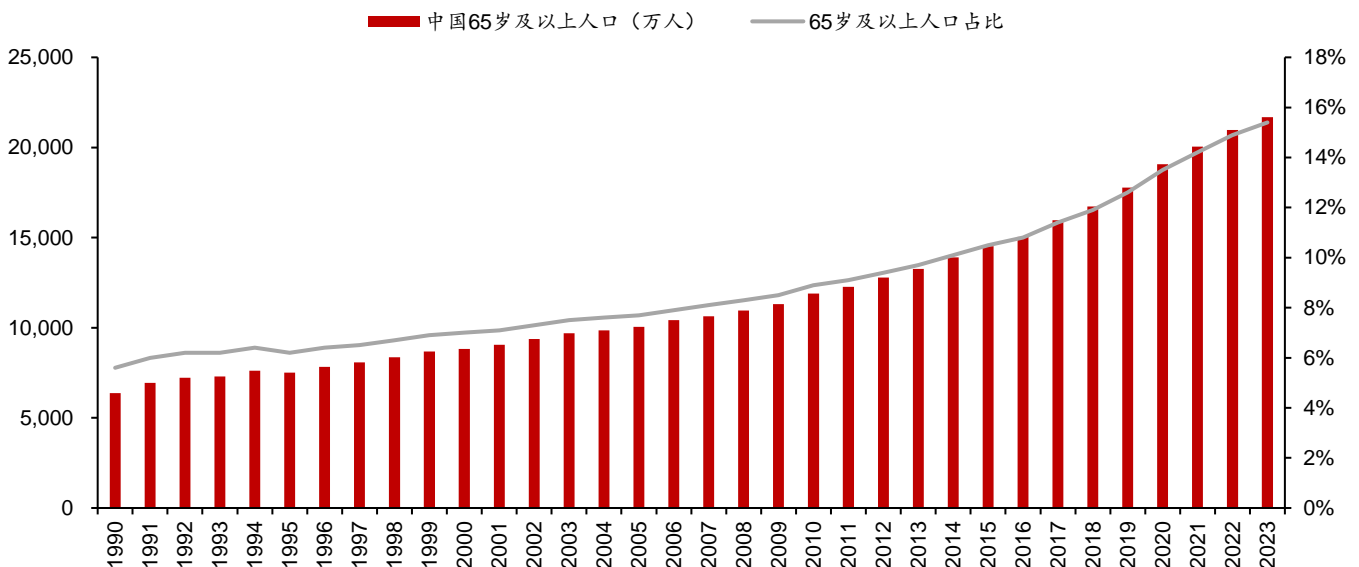


资料来源：王淑玲等《中国连锁药店的历史发展进程》，国联证券研究所

1.1 人口老龄化带动医疗需求持续增加

2023 年中国 65 岁以上人口占比达到 15.4%，人口老龄化程度持续加深，患病群体基数增加带动医疗服务需求上升，医疗资源紧缺状况或将加重。为避免未来社会进入高发病阶段，现从医疗需求逐步升级，逐渐由治疗向预防康复转化，健康管理需求提升有望推动非医保市场发展。

图表3：1990-2022 年中国 65 岁人口数量和占比（万人）

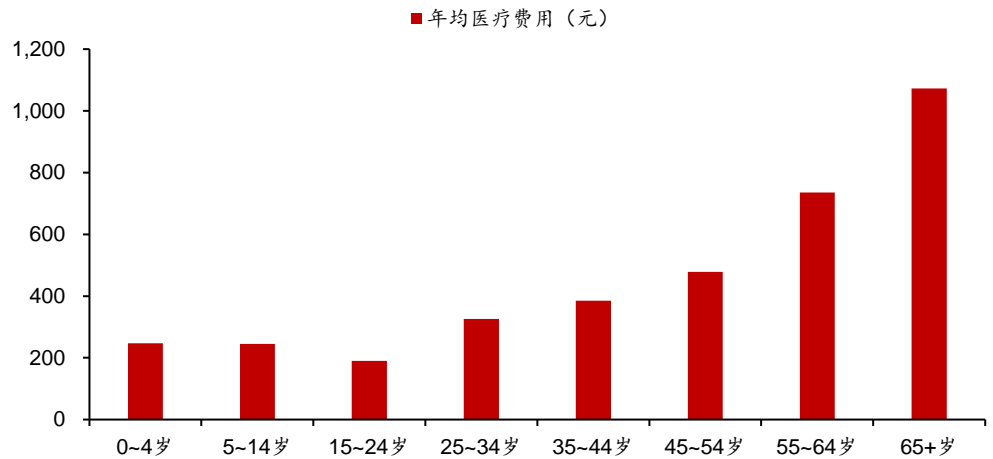


资料来源：Wind，国联证券研究所

人体机能随着年龄增长呈现下降趋势，身体代谢、修复与免疫功能减弱，老年人患病率提升，且更易患有慢性病，需给予高质量的治疗，同时由于慢性病具有病程长、

并发症多、治疗困难等特点，高龄人群年均治疗费用普遍高于青中年群体。前瞻数据库显示，自 25-34 岁起随着年龄增大，年均医疗费用显现快速增长态势，叠加中国人均预期寿命延长，年均医疗支出或将持续增加。

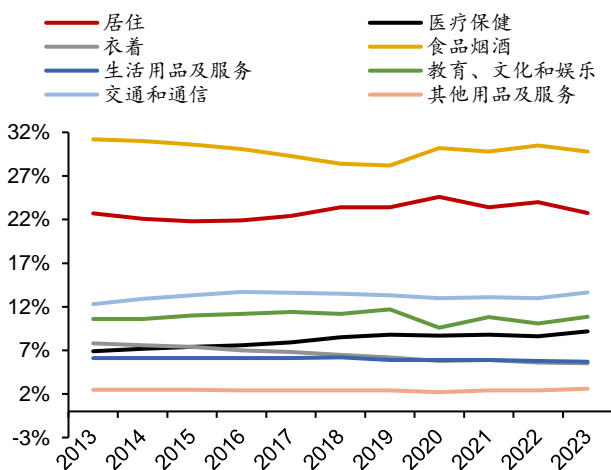
图表4：中国各年龄段人口的年均医疗费用情况



资料来源：前瞻数据库，国联证券研究所

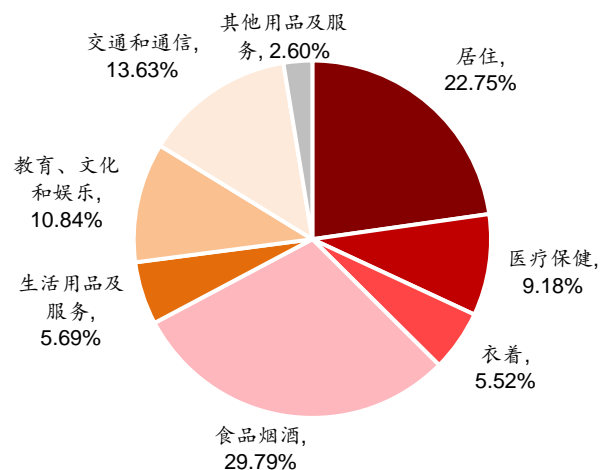
2023 年中国居民人均医疗保健支出为 2460 元，占比消费支出 9.18%，相比 2013 年增加 1548 元，占比提升 2.28 个百分点，2013-2023 年 CAGR 为 10.43%，是所有消费支出细分类型里增长最快的一类。

图表5：2013-2023 年中国居民人均消费支出结构构成



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表6：2023 年中国居民人均消费支出结构构成



资料来源：Wind，国联证券研究所

1.2 政策推动处方外流，药店行业有望扩容

政策端多措并举，推动处方外流到零售药店终端。针对医院处方流出，国家陆续

推出药品零加成、药占比考核、电子处方等措施，降低医院保留处方的意愿，并明确医疗机构不得限制处方外流；针对零售药店处方流入，定点零售药店纳入门诊统筹管理、取消“医保两定”资格审查、药店分级分类等政策都有利于零售药店更好地承接外流处方，从而实现院内处方流向零售药店。

图表7：医院处方外流相关政策梳理

医院端	处方来源端	医保支付端	零售终端
<ul style="list-style-type: none"> 控制药占比 药品零加成 鼓励门诊药房从医疗机构剥离 	<ul style="list-style-type: none"> 规定公立医院不得限制处方外流 认可电子处方 	<ul style="list-style-type: none"> 医保统筹账户与零售药店的信息对接 大病医保与特药定点药店对接 	<ul style="list-style-type: none"> 取消医保定点药店资格审批 零售药店分级分类管理 允许网络售药

资料来源：国家医保局，国联证券研究所

政策利好行业发展，零售药店迎来新机遇。长期以来，为了促进医药分业，降低医疗机构在药品终端销售渠道中的占比，中国出台了多项政策从多维度支持零售药店行业的发展。2023年，国家医保局办公室发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》，鼓励符合条件的定点零售药店自愿申请开通门诊统筹服务，试图从根本上解决处方外流困难的问题，零售药店有望持续受益。

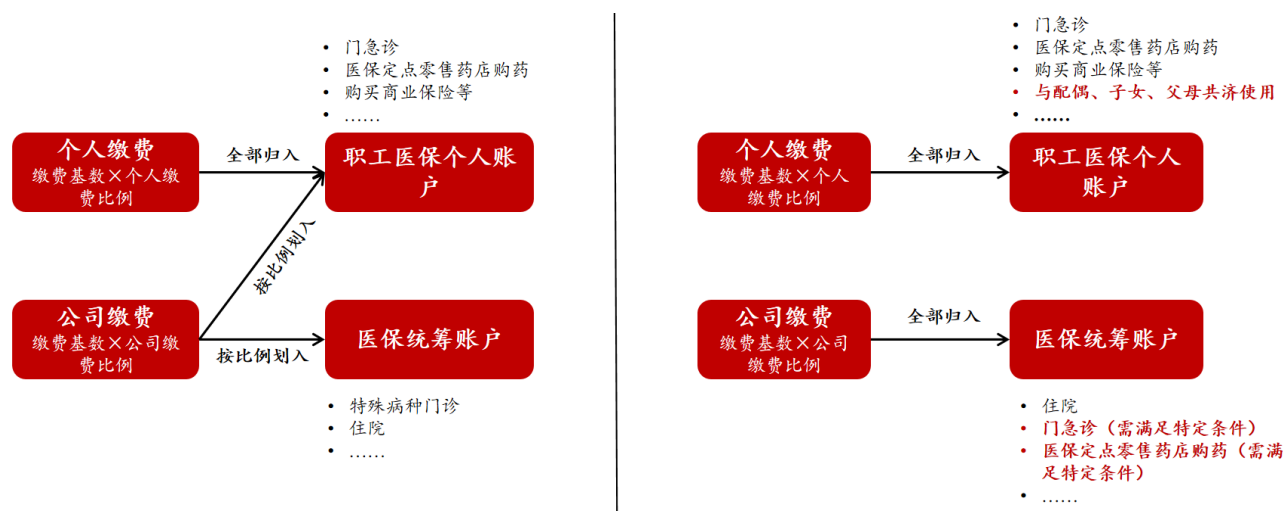
图表8：处方外流相关政策

时间	发布单位	发布文件	主要内容
2007/2/14	卫生部	《处方管理办法》	医疗机构不得限制门诊就诊人员持处方到药品零售企业购药
2009/11/9	国家发改委联合多部门	《改革药品和医疗服务价格形成机制的意见》	明确提出医院卖药加成将逐步取消，严控流通环节差价率，诊疗价格等将适当提高；国家制定基本药物零售指导价格，在指导价格内，由省级人民政府根据招标情况确定本地区的统一采购价格
2014/9/1	商务部等六部门	《关于落实2014年度医改重点任务提升药品流通服务水平和效率工作的通知》	有关部门要结合深化医改和医药分开试点工作，提高零售药店在药品终端市场上的销售比重，清理妨碍零售连锁药店发展的政策性障碍，缩短行政审批所需时间；及时将符合资质条件的零售药店纳入医保定点范围，逐步扩大医保定点零售药店覆盖范围
2015/5/1	国务院办公厅	《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	2015年扩大城市公立医院综合改革试点，力争到2017年，试点城市公立医院药占比总体降到30%左右
2016/4/1	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务》	组织医疗机构处方信息、医保结算信息与药品零售消费信息共享试点，推动医药分开；禁止医院限制处方外流，患者可自主选择在医院门诊药房或凭处方到零售药店购药
2016/7/1	国家发改委	《关于促进医药产业健康发展的指导意见重点工作部门分工方案》	进一步明确医疗机构应按照药品通用名开具处方，并主动向患者提供，不得限制处方外流

2016/12/29	商务部	《全国药品流通行业发展规划(2016-2020年)》	鼓励具备条件的零售药店承接医疗机构门诊药房服务和其他专业服务
2017/2/1	国务院办公厅	《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	统筹推进取消药品加成、调整医疗服务价格、鼓励到零售药店购药，具备条件的可探索将门诊药房从医疗机构剥离
2017/4/19	国家卫计委会同财政部等部委	《关于全面推开公立医院综合改革工作的通知》	明确提出2019年9月30日前，全国所有公立医院全部取消药品加成（中药饮片除外）
2018/8/28	国务院办公厅	《关于印发深化医药卫生体制改革2018年下半年重点工作任务的通知》	制定零售药店分类分级管理的指导性文件，支持零售药店连锁发展，允许门诊患者自主选择在医疗机构或零售药店购药
2019/8/26	国务院办公厅	新版《药品管理法》	处方药未被列入不得在网上销售的药品种类中
2020/3/3	国家医保局、国家卫健委	《关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见》	批准开展互联网诊疗活动的医疗保障定点医疗机构，按照自愿原则，与统筹地区医保经办机构签订补充协议后，其为参保人员提供的常见病、慢性病“互联网+”复诊服务可纳入医保基金支付范围；鼓励定点医药机构提供“不见面”购药服务，探索推进定点零售药店配药直接结算
2020/11/13	国家药监局综合司	《药品网络销售监督管理办法(征求意见稿)》	允许三方平台向个人消费者售药；允许通过网络向个人消费者销售处方药；允许单体药店通过网络销售药品；允许向个人消费者售药网站发布处方药信息
2021/5/10	国家医保局、国家卫健委	《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的指导意见》	通过定点医疗机构和定点零售药店两个渠道，满足谈判药品供应保障、临床使用等方面的合理需求，并同步纳入医保支付的机制
2021/7/16	国家医保局	《关于优化医保领域便民服务的意见》	积极探索信息共享，实现处方流转、在线支付结算、送药上门一体化服务
2023/2/15	国家医保局办公室	《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	依托全国统一的医保信息平台，实现定点医疗机构电子处方顺畅流转转到定点零售药店

资料来源：中国政府网，国家医保局，国家卫健委，国家药监局，国联证券研究所

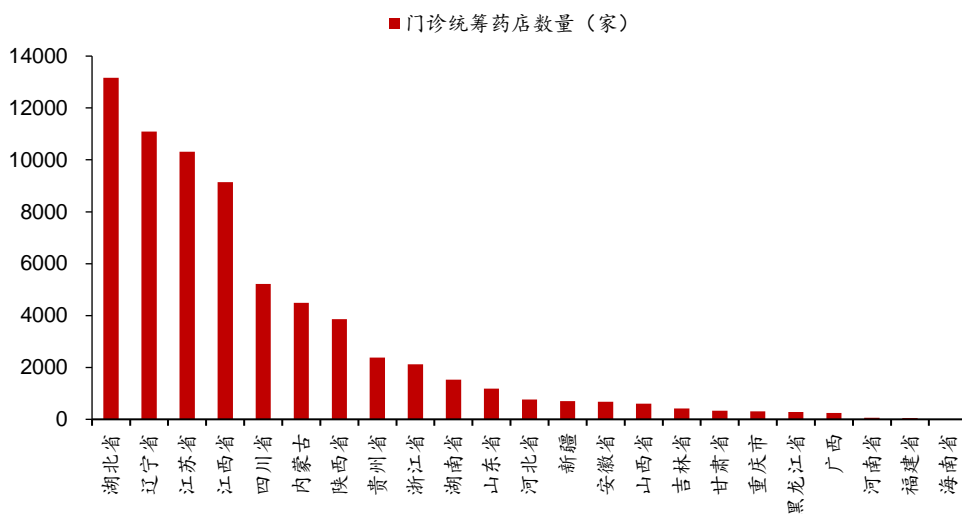
图表9：门诊统筹政策对于职工医保个人及统筹账户的影响



资料来源：国家医保局，国联证券研究所

我们对已经执行药店门诊统筹政策地区的信息进行了统计，截至 2024 年 3 月 31 日，湖北省、辽宁省、江苏省等地药店门诊统筹政策推进较快，纳入门诊统筹的药店数量均突破万家（部分省市未披露药店具体信息，不代表没有开展门诊统筹政策）。

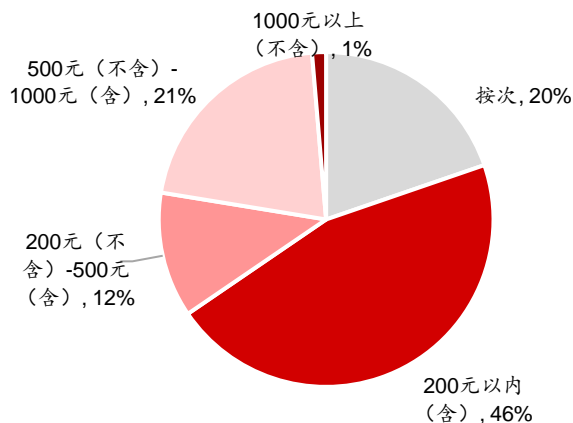
图表10: 各省市门诊统筹药店数量



资料来源: 各省市医保局, 国联证券研究所

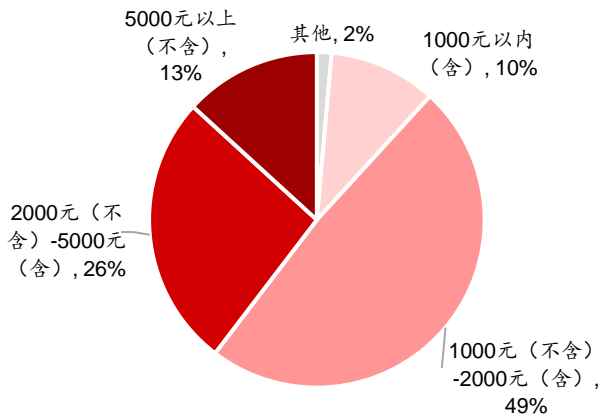
我们整理了各地门诊统筹支付标准，发现 58%的地区门诊统筹起付线设置在了 500 元以内，起付标准容易为大众接受；22%的地区起付线设置在了 500 元以上；20%的地区起付标准按次设定。10%的地区支付限额控制在 1000 元以内，88%的地区支付限额在 1000 元以上，整体报销额度较为可观。

图表11: 各地门诊统筹起付线统计



资料来源: 各省市医保局, 国联证券研究所

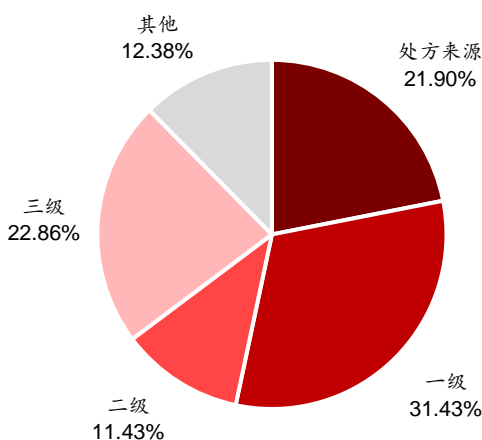
图表12: 各地门诊统筹支付限额统计



资料来源: 各省市医保局, 国联证券研究所

药店报销比例大多优于三级医院，有利于处方外流。根据我们不完全统计，在药店报销比例上，31.43%的地区采用基层医疗机构或一级医院报销比例，11.43%的地区采用二级医院报销比例，22.86%的地区采用三级医院报销比例，21.90%的地区采用处方来源机构所对应的报销比例，整体来看药店端的报销政策较为宽松，有利于等级医院的处方流出。

图表13：各地区药店门诊统筹报销比例统计



资料来源：各省市医保局，国联证券研究所

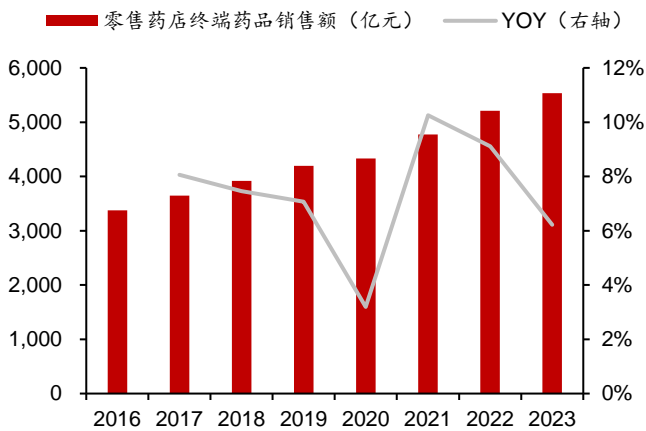
门诊统筹趋于规范化，头部企业有望充分受益。以江西省为例，根据江西省医保局数据，2023年部分定点零售药店存在曲解医保门诊统筹政策的现象，错误宣传“门诊统筹不用，年底额度将清零”，甚至通过互联网医院违规线上开具处方套取门诊统筹基金，给门诊统筹政策实施和医保基金安全造成重大安全隐患。2024年3月26日，江西省发布了《关于规范定点零售药店门诊统筹管理有关事项的通知》，对于门诊统筹药店的管理准则进行了细化，部分运行不规范的药店将面临较大挑战。

图表14：医保定点药店与门诊统筹药店政策对比

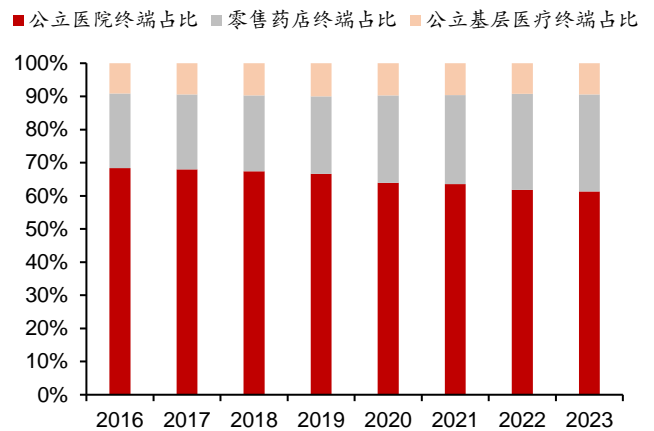
	医保定点药店	门诊统筹药店
资质要求	至少有1名取得执业药师资格证书或具有药学、临床药学、中药学专业技术资格证书的药师，且注册地在该零售药店所在地，药师须签订1年以上劳动合同且在合同期内。	确保营业时间至少有1名取得执业药师资格证书的药师在岗，该药师需为国家医保平台注册登记有效人员，提供处方审核、调配和合理用药指导等服务。
信息备案	定点零售药店应按要求及时如实向统筹地区经办机构上传参保人员购买药品的品种、规格、价格及费用信息，定期向经办机构上报医保目录内药品的“进、销、存”数据，并对其真实性负责。定点零售药店应将参保人员医保目录内药品外配处方、购药清单等保存2年，以备医疗保障部门核查。定点零售药店提供药品服务时应核对参保人员有效身份凭证，做到人证相符。特殊情况下为他人代购药品的应出示本人和被代购人身份证。为参保人员提供医保药品费用直接结算单据和相关资料，参保人员或购药人应在购药清单上签字确认。凭外配处方购药的，应核验处方使用人与参保人员身份是否一致。	在医保结算区域配备视频监控和人脸识别设备，对医保结算全过程进行音像记录 ，包括但不限于医保结算凭证使用人正面清晰人脸影像、结算物品、结算时间等内容，记录数据留存不少于6个月。 零售药店要建立流转电子处方档案和相应纸质档案并加强管理，保存期限不少于2年；要发挥定点零售药店执业药师的作用，做到“每方必审、合理配药”，为患者提供审方、配药和正确用药指导；具备药品保管存放条件，确保药品不过期、不变质；完善药品进、销、存记录和原始资料保管，确保医保药品可溯源；为患者提供保证药品安全流转的必需物品；加强对合作配送单位和人员的教育和管理，确保药品配送符合安全要求。
处方来源	定点零售药店应当凭处方销售医保目录内处方药，药师应当对处方进行审核、签字后调剂配发药品。外配处方必须由定点医疗机构医师开具，有医师签章。定点零售药店可凭定点医疗机构开具的电子外配处方销售药品。	承接互联网医院处方的药店，应当设置单独的问诊区（不得与结算区混合），问诊区须配备PC端或移动端设备 ，便于参保人与“互联网医院”医生进行有效沟通。PC端设备必须包含：电脑、显示器、摄像头、耳麦或耳机，能够通过网络与“互联网医院”医生实时连接。移动端：可通过“小程序”等载体，绑定参保人手机，由参保人本人输入相关信息后与“互联网医院”医生实时连接。设置独立的医保药品分区，在分区内相对区分集采联采药品、国谈药品、挂网药品，并对所售药品设立明确的医保用药标识。
价格限制	定点零售药店要按照公平、合理、诚实信用和质价相符的原则制定价格，遵守医疗保障行政部门制定的药品价格政策。	承诺协议期内谈判药品，销售价格按照不高于国家和江西省统一制定的医保支付标准执行；国家和江西省（含省级联盟）集中带量采购中选药品销售价格参考中选价格执行；其他医保目录内药品，销售价格参考省药采平台价格执行。

资料来源：医保局，国联证券研究所

零售药店销售额持续增长，终端销售占比不断提升。根据米内网数据，中国零售药店药品销售额由2016年3,375亿元增长至2023年5,533亿元，CAGR为7.3%，零售药店终端销售占比由2016年的22.5%提升至2023年的29.3%，而公立医院终端销售占比从2016年的68.4%逐步下降至2023年的61.3%，处方外流持续推进。

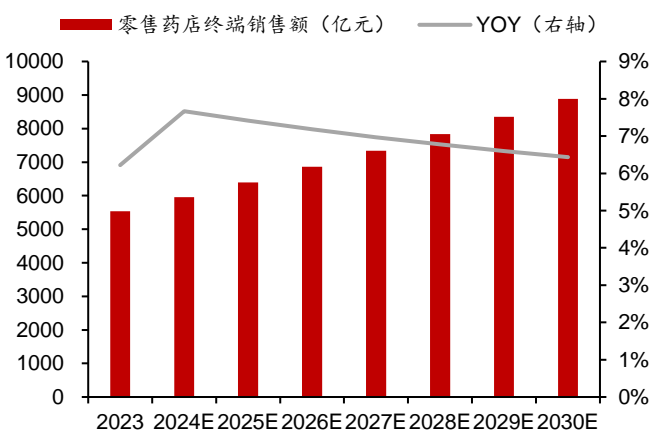
图表15：2016-2023 年我国零售药店药品销售额（亿元）


资料来源：米内网，国联证券研究所

图表16：2016-2023 年我国药品终端销售结构


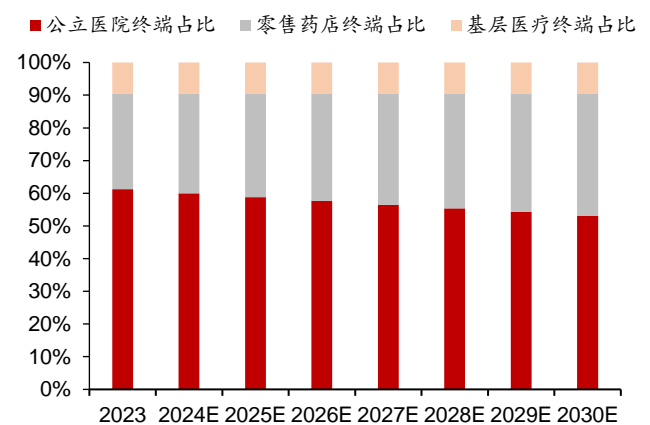
资料来源：米内网，国联证券研究所

我们预测零售药店药品销售额有望由 2023 年 5,533 亿元增长至 2030 年 8,887 亿元，CAGR 达 7.00%。参考 2016-2023 年药品三大终端销售额 CAGR 为 3.35%，我们假设 2024-2030 年药品三大终端销售额 CAGR 保持 3.35%，且第三终端医疗机构的占比保持 2023 年的 9.42%。同时，我们假设 2024-2030 年第一终端公立医院的销售占比每年以 2% 的幅度逐步下滑，计算可得公立医院销售占比有望由 2023 年 61.25% 下降至 2030 年 53.17%；零售药店销售占比有望由 2023 年 29.33% 提升至 2030 年 37.41%。

图表17：2023-2030E 我国零售药店药品销售收入（亿元）


资料来源：米内网，国联证券研究所

由于现实情况的复杂性，可能导致假设与实际不符，测算结果仅供参考

图表18：2023-2030E 我国药品终端销售结构


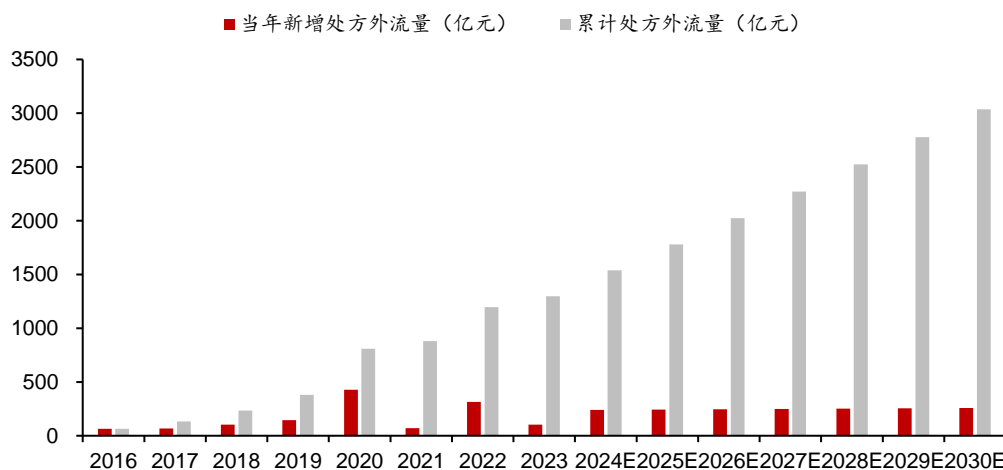
资料来源：米内网，国联证券研究所

由于现实情况的复杂性，可能导致假设与实际不符，测算结果仅供参考

我们预测 2030 年处方外流规模有望超 3,000 亿元。2016 年以来医院终端的药品销售占比不断减少，零售药店终端药品销售占比不断提升，药品逐渐流向院外市场销售。我们假设每年公立医院药品销售占比下降的部分即为处方外流量，至 2023 年

累计流出规模已超 1,000 亿元。考虑目前零售药店积极布局专业药房建设,提升药事服务能力,我们预测至 2030 年零售药店累计获得的处方外流量有望达 3,036 亿元。

图19: 2016-2030E 我国处方外流市场规模 (亿元)



资料来源:米内网,国联证券研究所

由于现实情况的复杂性,可能导致假设与实际不符,测算结果仅供参考

2. 强化合规管理,行业集中度有望提升

2.1 合规管理利好行业集中度提升

“强监管+高要求”催化零售药店连锁发展。近年来中国陆续出台各项政策文件强化对药店行业的规范和监管,2013 年对零售药店执业药师资格、设施设备等进行严格要求;2015 年提出根据服务能力甄选医保定点药店,签订服务协议;2018 年要求药店分级分类管理,并对执业药师的配置提出要求;2019 年国家查处执业药师“挂证”行为;2021 年“国谈”药品进入符合资质的定点零售药店。我们认为随着监管日趋严格,经营能力不足的单体药店将面临严峻挑战,零售药店连锁化率有望进一步提升。

图表20: 推动零售药店行业连锁发展的相关政策文件

时间	发布单位	发布文件	主要内容
2009/11/25	国家商务部、国家食药监总局	关于加强药品流通行业管理的通知	大力发展连锁经营，引导和鼓励药品经营企业通过收购、兼并、重组等手段做大做强，提高行业集中度
2013/6/1	卫生部	药品经营质量管理规范	对零售药店执业药师资格、药品的设施设备、仓储等都进行了严格的要求，并设置了3年的过渡期
2015/12/2	人社部	关于完善基本医疗保险定点医药机构协议管理的指导意见	全面取消社会保险行政部门实施的两定资格审查项目，医疗机构和零售药店均可以根据医疗保险医药服务的需要和条件，根据自身服务能力，自愿向统筹地区经办机构提出申请，社会保险经办机构与通过审查的医疗机构和零售药店签订定点服务协议，实行协议管理
2016/3/11	国务院办公厅	关于促进医药产业健康发展的指导意见	推动优势零售企业开展连锁经营，统一采购配送、质量管理、服务规范、信息管理和品牌标识，提高连锁药店规范化、规模化经营水平
2016/4/1	国务院办公厅	深化医药卫生体制改革2016年重点工作任务	试行零售药店分类分级管理，鼓励连锁药店发展
2016/12/26	商务部	全国药品流通行业发展规划(2016-2020年)	到2020年，药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额40%以上；药品零售连锁率达50%以上；鼓励药品流通企业通过兼并重组、上市融资等多种方式做强、做大，加快实现规模化、集约化和现代化经营
2018/8/28	国务院办公厅	关于印发深化医药卫生体制改革2018年下半年重点工作任务的通知	制定零售药店分类分级管理的指导性文件，支持零售药店连锁发展，允许门诊患者自主选择在医疗机构或零售药店购药
2018/11/23	商务部	全国零售药店分类分级管理指导意见(征求意见稿)	将药店分为三类三级，不同类别不同级别的药店对经营产品、范围进行限定，同时对执业药师的配置提出要点
2021/5/10	国家医保局、国家卫健委	关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的指导意见	各地医保部门要确定遴选标准和程序，将符合条件的定点零售药店纳入“双通道”管理，及时主动向社会公开；建立健全“双通道”定点零售药店退出机制，适度竞争、有进有出、动态调整
2021/10/21	商务部	关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见	到2025年，培育形成5-10家超五百亿元的专业化、多元化药品零售连锁企业，100家左右智能化、特色化、平台化的药品供应链服务企业；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%

资料来源：政府网站，国联证券研究所

大型连锁药店的发展符合产业发展趋势，优势显著。连锁药店具备明显的发展优势：(1) 商业模式优势：规模化优势带来较强的上游议价能力，提升运输管理效率，从而显著降低经营成本，同时能够通过融资实现门店扩张；(2) 人力资源优势：大型连锁药店通过资金优势搭建和管理执业药师等专业团队，强化业务能力；(3) 品牌优势：连锁药店在药品质量、SKU保有量、慢病管理服务等方面具备品牌溢价，顾客忠诚度较高；(4) 信息化优势：大型连锁药店信息化的投入建设更胜一筹，通过信息系统提升管理运营效率，同时能够更好地推动医保统筹对接和医药电商(O2O、B2C)的发展。

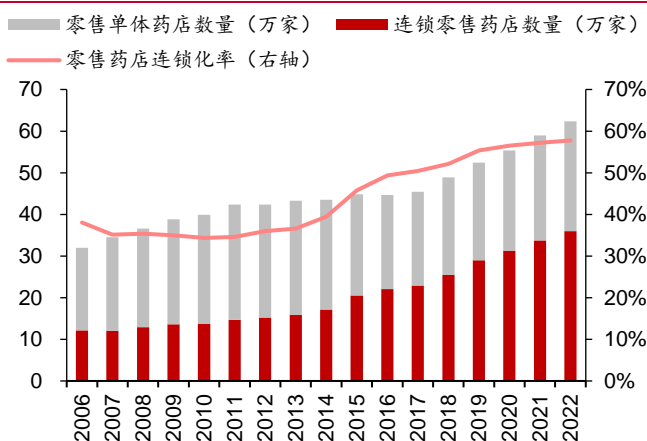
图表21：连锁药店的发展优势



资料来源：中国药店，国联证券研究所

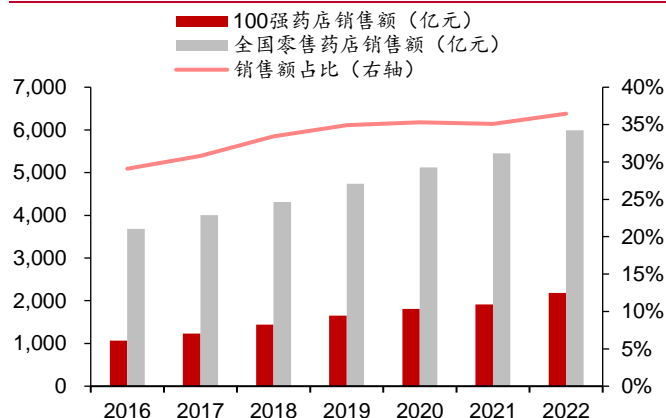
连锁药店快速发展，行业集中度持续提升。2006-2022 年中国零售药店的连锁化率从 38% 提升至 58%，同时 2022 年药品零售百强企业销售市占率提升至 36%，6 年增长了 7 个百分点，行业连锁化率和市场集中度进一步提升，迈向连锁成长阶段。

图表22：2006-2022 年中国零售药店连锁化率



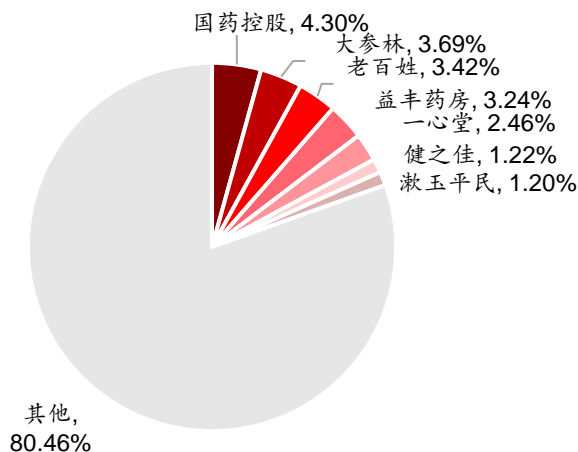
资料来源：国家药监局，ifind，国联证券研究所

图表23：2016-2022 年中国百强药店销售市占率



资料来源：商务部，国联证券研究所

中国零售药店行业集中度仍有较大提升空间。根据商务部数据，2022 年中国 TOP 3 药店的市占率仅为 11%，行业集中度与美国和日本存在较大差距，尚有较大提升空间。2022 年国大药房、大参林、老百姓、益丰药房、一心堂分列中国前五大零售药店，合计市占率约为 17%。

图表24：2022年我国零售药店市场竞争格局


资料来源：商务部，国联证券研究所

2.2 经营管理能力是药店核心竞争力

药店作为零售业态的一种，单店及整体经营水平较多依赖于管理层的战略把控与管理能力。因此，我们对比了头部药店的收入、利润、门店数量等核心经营指标。

图表25：2023年连锁药店经营管理对比

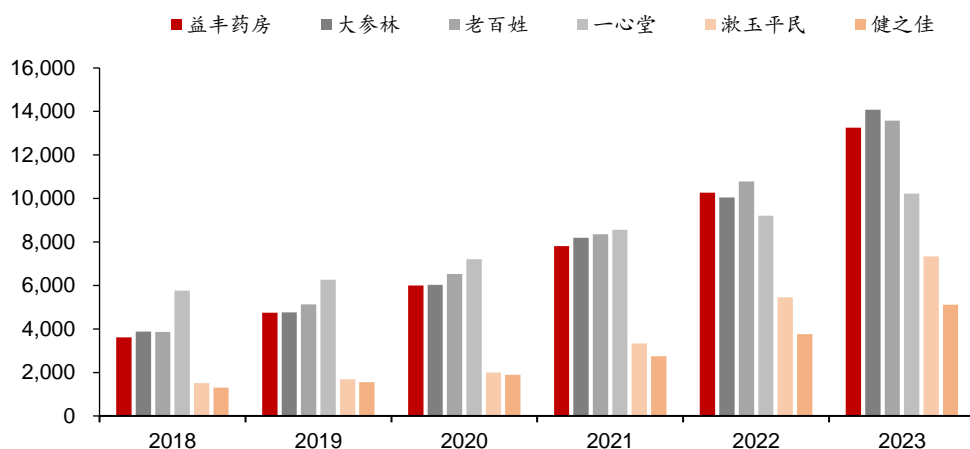
连锁药房	益丰药房	大参林	老百姓	一心堂	健之佳	漱玉平民
全年营收（亿元）	225.88	245.31	224.37	173.8	90.81	91.91
营收同比增长	13.59%	15.45%	11.21%	-0.29%	20.84%	17.49%
归母净利润（亿元）	14.12	11.66	9.29	5.49	4.14	1.33
归母净利润同比增长	11.90%	12.63%	18.35%	-45.60%	10.72%	-42.01%
零售毛利率	39.59%	38.15%	35.69%	37.97%	34.02%	28.83%
门店总数（家）	13,250	14,074	13,574	10,255	5,116	7,337
门店净增加（家）	2,982	4,029	2,791	1,019	1,353	1,881
直营门店（家）	10,264	9,909	9,180	10,255	4,101	5,116
加盟门店（家）	2,986	4,165	4,394			3,233
会员人数（万人）	8,710	9,394	8,635	4,940	2,700	2,600+
会员销售占比	77.40%		75.00%			
自有品牌商品占比			19.64%			超 13%
慢病建档人数（万人）			1,200+		250	

资料来源：各公司年报，国联证券研究所

① 药店门店数量对比

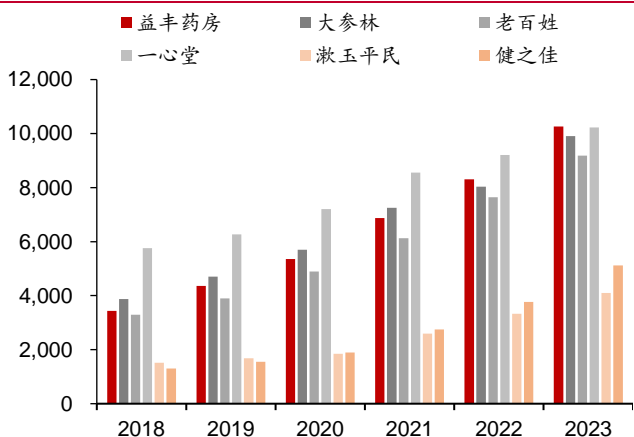
门店扩张对连锁药店市占率和收入的提升至关重要。一方面，连锁药店通过门店扩张占领新的市场，提升行业集中度，获取更多线下客流，从而提升收入水平；另一方面，提升市场占有率和影响力有助于企业增强上游议价能力，争取更多利润空间。2018-2023 年头部药店的门店数量均保持了快速增长。

图表26: 2018-2023 年连锁药店门店数量 (家)



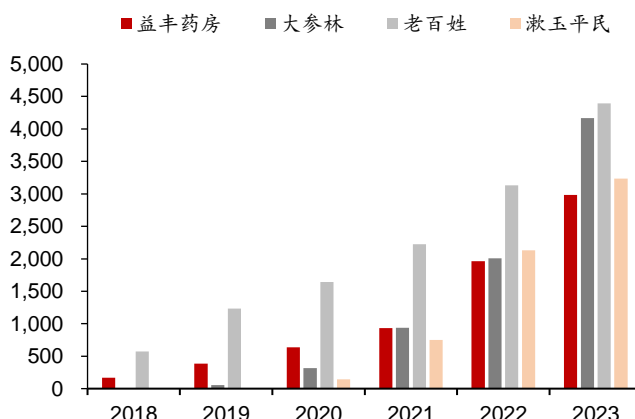
资料来源: 各公司年报, 国联证券研究所

图表27: 2018-2023 年连锁药店直营门店数量 (家)



资料来源: 各公司年报, 国联证券研究所

图表28: 2018-2023 年连锁药店加盟门店数量 (家)



资料来源: 各公司年报, 国联证券研究所

在药店行业的发展过程中, 各药店形成了各自的优势区位: 益丰药房以湖南、湖北为基础, 向上海、江苏、江西等地扩张; 大参林主要集中在广东、广西等地; 老百姓从湖南、湖北出发, 向广西、甘肃、陕西、内蒙古等地扩散; 一心堂深耕云南市场,

向云南、海南、山西、广西、四川等地延伸；健之佳亦起源于云南，在重庆等地多有布局。

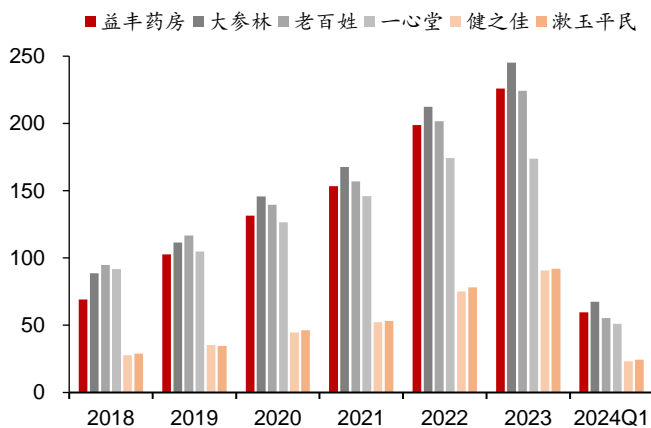
图表29：2023年连锁药店直营门店地域分布（家）

	华东	华南	华中	华北	东北	西北	西南
益丰药房	3,798	4,897		1,569	—	—	—
大参林	817	6,255	1,035		1,802		
老百姓	2,689	521	3,290	1,384	—	1,296	—
一心堂	64	1373	40	769	—	—	8009
健之佳	—	261	—	479	403	—	3,634
漱玉平民	3,782	—	8	—	264	50	—

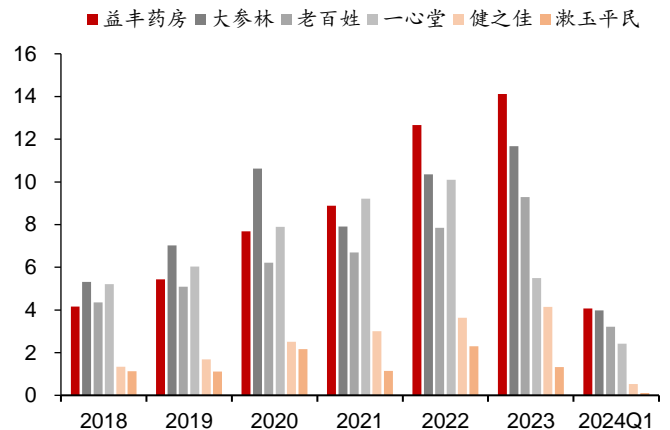
资料来源：各公司年报，国联证券研究所

② 药店经营管理能力对比

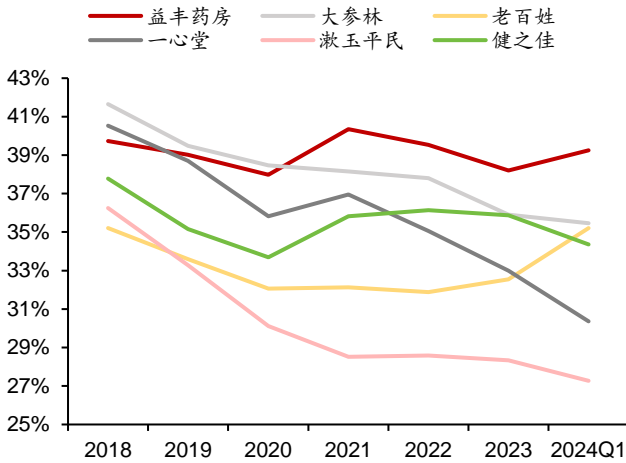
头部药店凭借多年积累，在药店的运营管理中积累了丰富的经验，叠加规模效应，往往具备行业领先的盈利能力。2018-2023年，益丰药房/大参林/老百姓/一心堂/健之佳的收入 CAGR 分别为 26.72%/22.59%/18.83%/13.63%/26.84%；归母净利润 CAGR 分别为 27.66%/16.99%/16.39%/1.05%/25.31%。头部药店的毛利率基本稳定在 30-40%，净利率受多重因素影响，年度间波动较大。

图表30：2018-2024Q1 连锁药店营收（亿元）


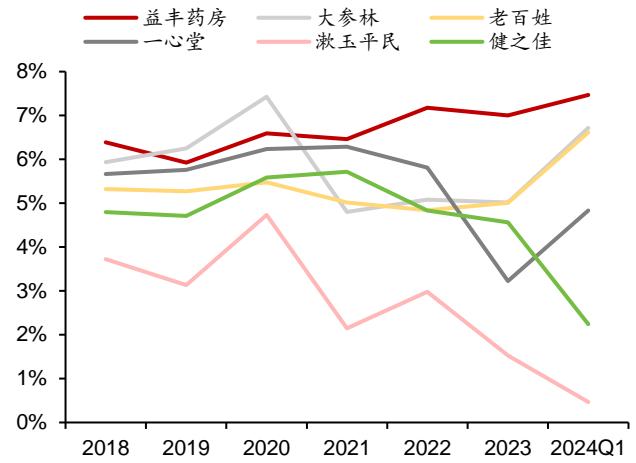
资料来源：各公司年报，国联证券研究所

图表31：2018-2024Q1 连锁药店归母净利润（亿元）


资料来源：各公司年报，国联证券研究所

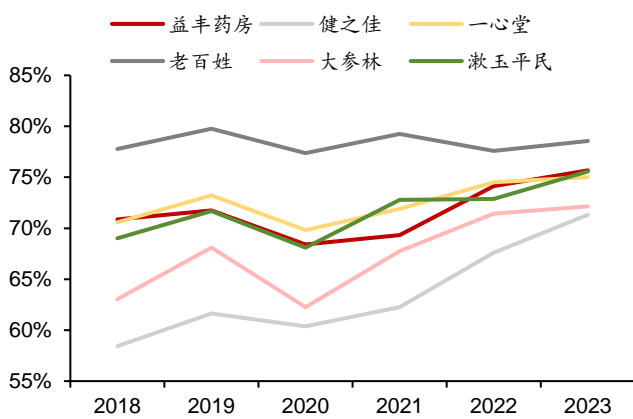
图表32：2018-2024Q1 连锁药店毛利率


资料来源：各公司年报，国联证券研究所

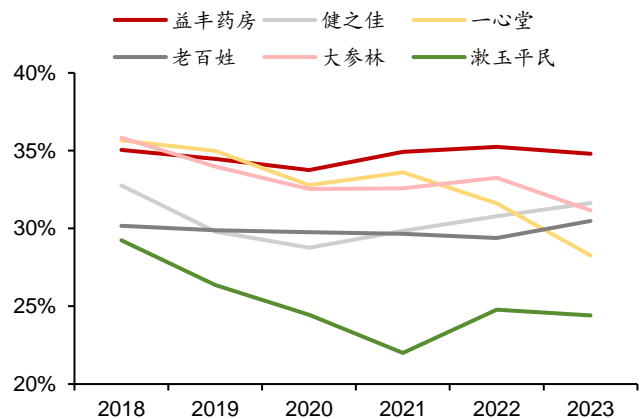
图表33：2018-2024Q1 连锁药店归母净利率


资料来源：各公司年报，国联证券研究所

2023 年头部药店中西成药的销售占比约 70-80%，意味着中西成药业务仍是零售药店最主要的收入来源，中西成药的毛利率高低在很大程度上决定了公司整体毛利率高低。从数据来看，益丰药房的中西成药毛利率居于行业前列，反映了公司较强的精细化管理能力。

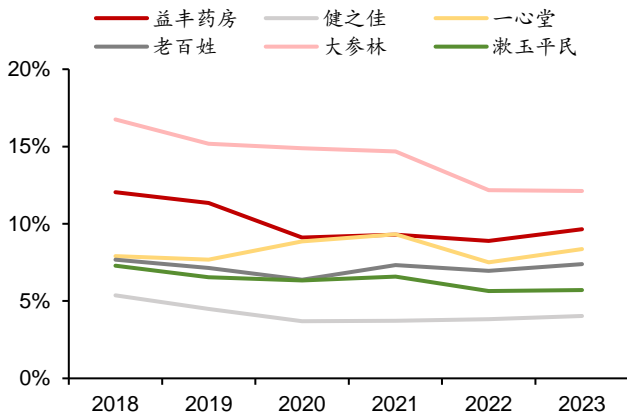
图表34：2018-2023 年连锁药店中西成药业务占比


资料来源：各公司年报，国联证券研究所

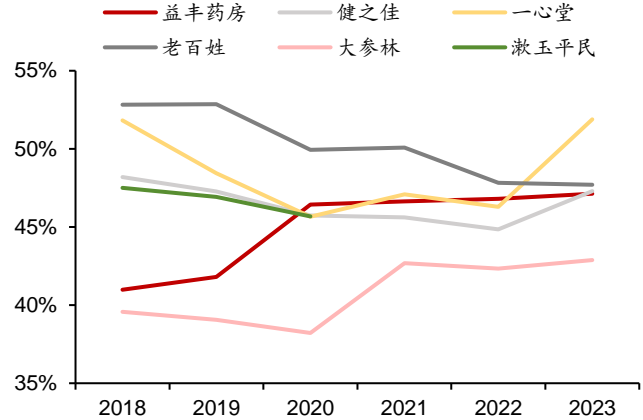
图表35：2018-2023 年连锁药店中西成药毛利率


资料来源：各公司年报，国联证券研究所

中药材业务作为中西成药业务的补充，也是头部药店的战略布局板块，收入占比大多在 5-10%。大参林以中参茸为特色经营品种，中药材的收入占比居于行业前列，但随着中西成药收入的快速增加，中药材收入占比同比略有下滑。

图表36：2018-2023年连锁药店中药材业务占比


资料来源：各公司年报，国联证券研究所

图表37：2018-2023年连锁药店中药材毛利率


资料来源：各公司年报，国联证券研究所

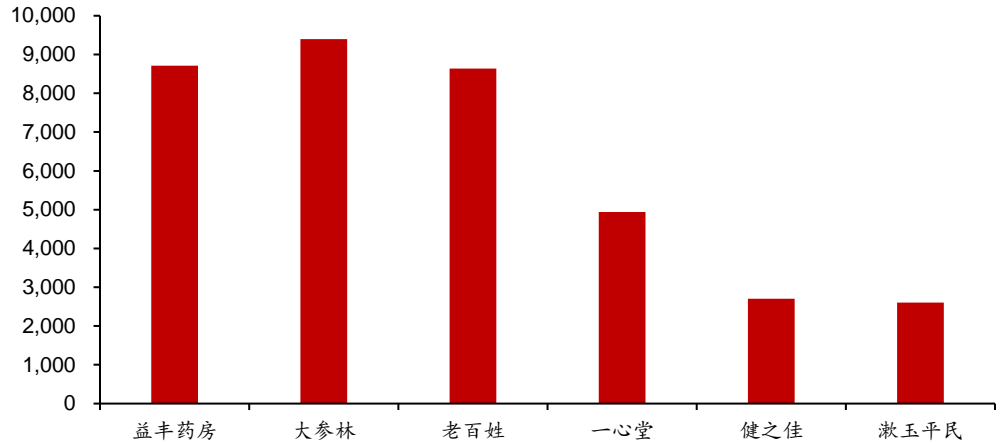
2.3 多元化经营是未来发展趋势

非药产品销售限制逐步放开，药店有望迎来新机遇。随着全国医保基金监管智能化，过去基于保护医保合规使用而对药店销售非药商品的限制逐步放开，为零售药店发展多元业务提供新动能。2023年，甘肃、安徽等多地陆续下发政策，删除定点零售药店医保协议中“不得以任何名义在店内摆放、销售其他物品（如各类生活日用品）”条款，适当放开非药产品销售。北京、广东等地监管部门甚至试点开放“药店+便利店”的融合业态。

因此，在快速布局全国门店的同时，连锁药店企业也在不断谋新变革，在商业模式与药店业态上转变，从传统的药品零售逐步向专业药房、网上药店、大健康药房等多元化以及更高顾客黏性的业态转变，推动老店的内生增长。

① 服务一体化

现阶段，各药店在逐步尝试由经营商品向经营顾客的价值转移。基于业务需求与市场趋势，持续升级会员权益体系，通过对会员分类分级、会员体系精细化运营，打造会员个性化、智能化的营销与服务体系，积极推进慢病服务和线上诊疗服务。例如，通过免费健康检测、全员健康专业服务，结合建档、回访、跟踪、评估与核检等方式，提高慢病会员用药依从性和完善全生命周期的健康管理服务，提升用户复购率，并结合用户画像，有效增强用户对公司的价值认同与专业依赖。

图表38：2023年连锁药店会员人数（万人）


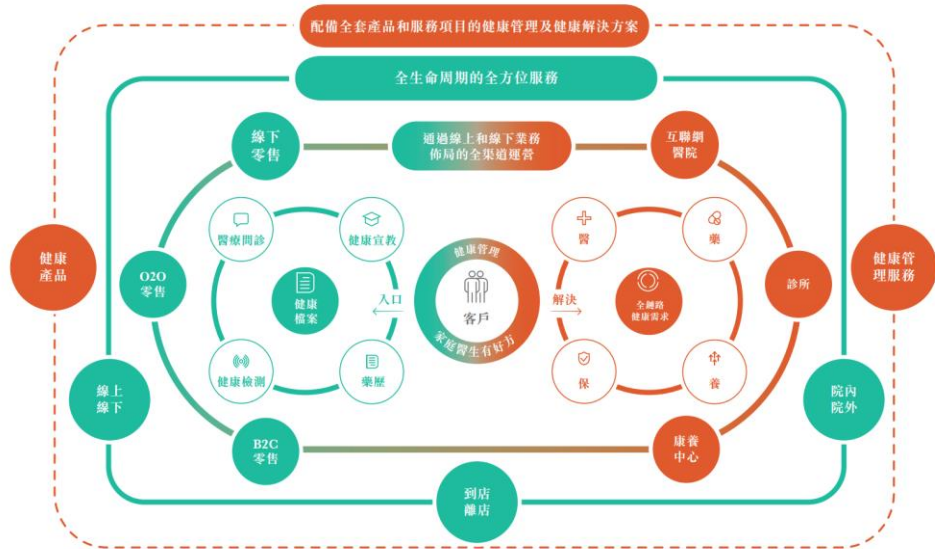
资料来源：各公司年报，国联证券研究所

目前，一些药店也在尝试将药店与诊所/中医馆有机结合，既能满足部分患者基础医疗需求，也能带动药店客流量和处方量的增加。以益丰药房为例，公司开设了 30 余家中医诊所，邀请了全国各地名老中医进行多项中医特色诊疗服务，主要经营范围有中医科、中医内科、妇产科、中西医结合科、针灸、推拿、艾灸等。

参考美国零售药店龙头 CVS 的“分钟诊所（Minute Clinic/walk-in medical clinics）”，中国“药店+诊所”的服务模式仍有较大发展空间。2023 年 CVS 共有超 1000 家“分钟诊所”，这些诊所设立在药店内部，患者无需提前注册或预约，到达诊所就可以获得及时的帮助和治疗。分钟诊所主要针对感冒、发热、咳嗽、过敏等常见疾病，在“分级诊疗”中发挥了重要作用。

此外，为了进一步提高客户黏性，部分药店积极打造健康管理服务，提供全方位健康解决方案。例如，通过发现和了解客户的健康需求，为客户提供定制服务套餐订阅及医疗及健康咨询，并为客户提供按需场景特定的健康包及康养管理服务，可以帮助客户预防疾病或问题，追求健康的生活方式。一些特殊服务包括中医拔罐、艾灸、穴位按压、中医推拿以及瑜伽和普拉提等健身课程，可以作为医疗服务和药品零售能力的补充，升级客户体验。

图表39: 医药大健康产业链

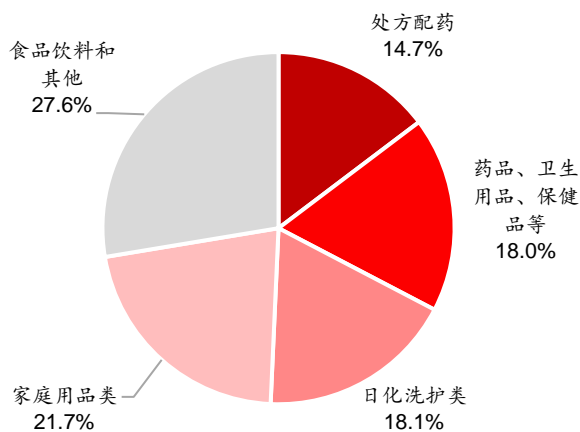


资料来源: 德生堂上市申请材料, 国联证券研究所

②商品多元化

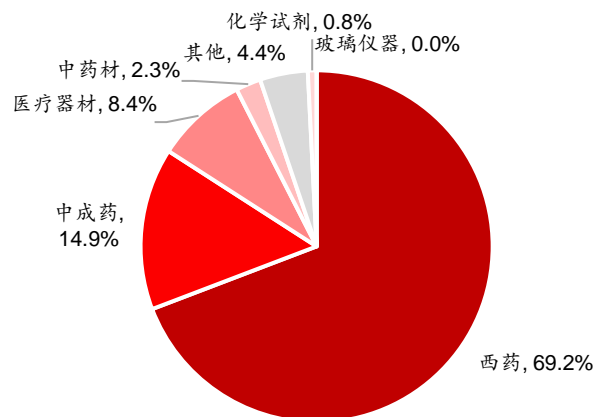
对比日本美妆行业的销售品类结构, 中国药店业务多元化发展仍有较大发展空间。日本药妆店的定位并非单纯销售药品的店铺, 而是作为健康关爱驿站, 满足居民的多样化消费需求。因此, 在日本药妆店里, 处方药、OTC 和保健品等医药相关产品的销售占比不到 1/3, 而日化洗护、食品饮料等非药产品是收入的重要组成部分。

图表40: 2022 年日本美妆行业销售品类结构



资料来源: 中国药店, 国联证券研究所

图表41: 2022 年中国医药流通行业销售品类结构



资料来源: 商务部, 国联证券研究所

③布局上下游业务

在产品销售过程中, 各药店也在尝试自建药厂或与药企进行品牌合作, 既能严格

把控药品质量与来源可靠性，也能获得更高的收益。以益丰药房为例，公司于2019年投资设立恒修堂药业有限公司，开展中药饮片的研发、生产和销售业务。恒修堂以“智慧中药，健康国人”为使命，依托数字化智能制造技术，建立全产业链质量追溯体系，专注于优质创新养生中药研发生产销售。

图表42：恒修堂介绍



恒修堂 恒修堂

以“智慧中药，健康国人”为使命，依托数字化智能制造技术，建立全产业链质量追溯体系，专注于优质创新养生中药研发生产销售。

公司占地 70 亩，建筑面积 5 万平方米，总投资 3 亿元，建有中药饮片自动化、数字化、可视化的智能制造工厂，可实现年产值20亿元。2022年10月公司被认定为国家高新技术企业。

70
占地/亩

5
建筑/万平方米

3
投资/亿元

资料来源：益丰药房官网，国联证券研究所

3. 他山之石：日本药店行业发展的启示

3.1 医药分业是日本药店发展的基石

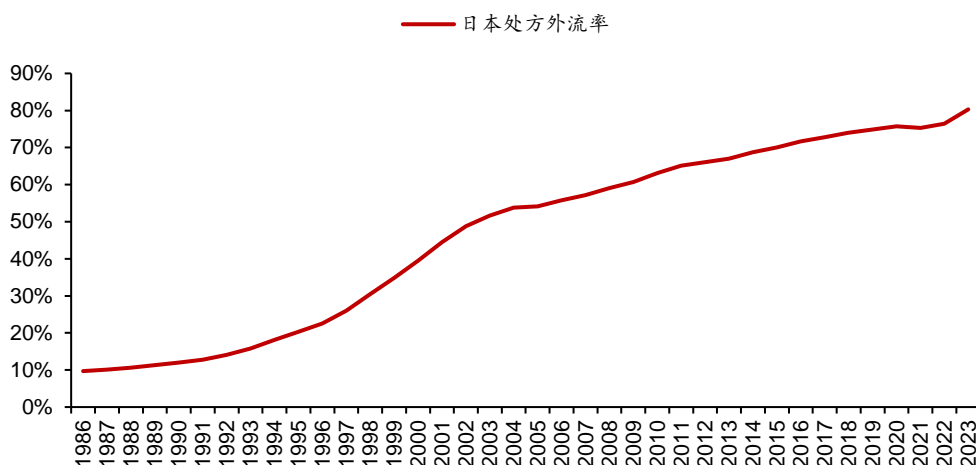
医药分工是指将药物的处方和调剂分离，由医生开具处方、由药剂师进行配药调剂。医药分开有利于切断医院、医生靠“开药”赚钱的补偿模式，引导医疗机构、医务人员，通过提供更多更好的诊疗服务，获得合理的补偿。通过采取多样化的医药分业措施，日本处方外流率持续提升，带来了药店行业的快速发展。

日本的医药分业最早可以追溯到明治时代，通过学习当时先进的德国医疗制度，日本决定对原有医药一体化模式进行改革，1889年制定《药律》的同时，引进了真正的药事制度，开始使用药房、药剂师的称呼，1955年日本颁布《医药分业法》，但处方始终未能真正脱离医院。直到1974年处方费的上涨使医生可以获得更多合法收入，医药分业才开始真正意义上的推进，1974年也被称为日本“医疗分业元年”。

根据日本药剂师会数据，1986-2023年日本处方外流率（院外处方领取量/总处方领取量）由9.7%提升至80.3%，特别是1997年劳动厚生省要求37家医院实现医药完全分工（即要求处方外流率达到70%）以来，医药分业得到迅速发展。2003

年日本处方外流率首次超过 50%，到 2023 年突破 80%，已经实现了较为完善的医药分工制度。

图表43：1986-2023 年日本处方外流率



资料来源：日本药剂师会，国联证券研究所

纵观日本医药分业史，我们认为以下几方面因素共振促进了日本医药分业的进程：

①强制立法明确各方职责

早在 1874 年《医制》中日本就已经提出要参考德国进行医药分业，后续陆续出台了《药律》及《医师法》、《牙医法》、《药事法》的修订案，从形式上规范区分了医师与药剂师的职能，初步奠定了医药分业的基础。由于利益集团的阻挠，日本政府利用行政手段调控诊疗报酬、调剂报酬及药价，较好地平衡了各方利益，从而推动处方外流。

图表44：日本医药分业政策梳理

年份	制度描述	具体规定
1874	《医制》	参考德国制度，首次提出“医药分业”
1889	制定《药律》	“药局”“药剂师”名称法定化，允许医生为患者提供在宅诊疗过程中的药品销售与调剂行为
1955	《医师法》《牙医法》《药事法》的修订案（俗称医药分业法）	仅药师能够进行药品的销售、调剂
1960	现行《药事法》《药剂师法》的制定	
1974	医生诊疗报酬提高（医药分业元年）	处方笺费从 100 日元提升到 500 日元
1975	禁止“第二药局”的出现	禁止与医疗机构的经营者相同的院外“第二药局”的出现，保证医疗机构的独立性

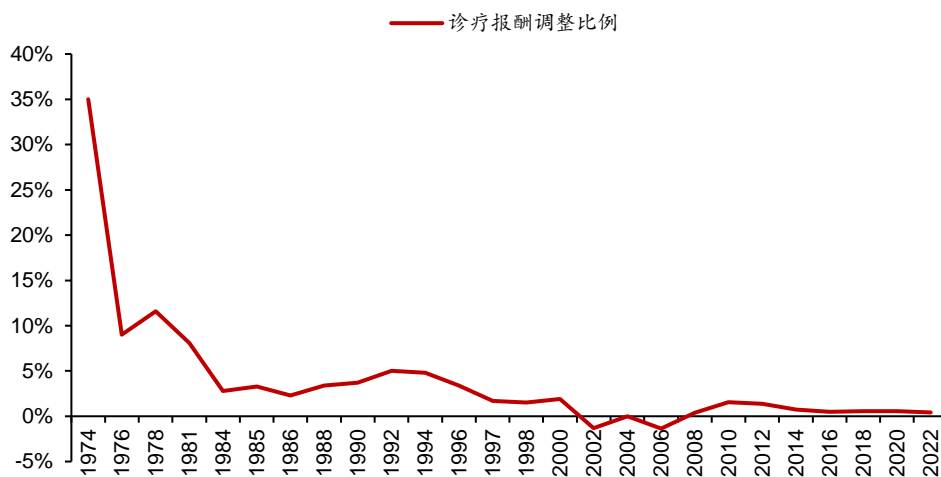
1976	《厚生劳动省白皮书》正式记载医药分开	
1978	药品定价方式改革	降低药品价格，处方外流率提高
1992	实施新的《药价基准》制度、上调诊疗费用，提升药局专业水平	药价差再度下降，医生薪酬提高，并对药店的专业性、药师的职业教育相关规定、要求
1997	厚生省发布《平成7年度模范公立医院院外处方笺发行率规定》	要求全国37家重点公立医院处方外流率达到70%，迅速加快了处方外流的幅度
1998	上调诊疗费用	处方笺费从790日元提升到810日元

资料来源：王煜昊等《日本医药分业改革经验介绍及对我国的启示》，国联证券研究所

②不断改善医生待遇

日本虽自明治时期提出医药分业，但直至1974年仍未取得理想效果，关键因素就在于没有提高医生诊疗服务报酬，在近百年的时间里医生出于对自身利益的维护一直阻挠医药分业的进程。1970-1974年日本全行业平均价格指数上涨11.34%，而医疗服务价格指数仅上涨3.64%，医师诊疗报酬基本保持不变，医师价值无法体现。到1974年日本政府大幅提高医生的诊疗报酬，后续又多次上调医生诊疗报酬，医生的价值得到充分体现，医药分业才取得实质性进展。

图表45：1974-2022年日本诊疗报酬调整比例



资料来源：日本社会保障和人口问题研究所，国联证券研究所

同时，为了鼓励医院处方到院外药局调配，日本政府对院内处方和院外处方设置了不同的诊疗报酬点数（1点=10日元），相同情景下医生开具院外处方能够获得高于院内处方的报酬，以此推动医生提高院外处方比例。例如，处方种类≤6的处方在院外药局处方调配时医生可以获得69点报酬，而在院内开药时只能获得42点报酬。

图表46：日本医师院内处方和院外处方诊疗报酬点数比较

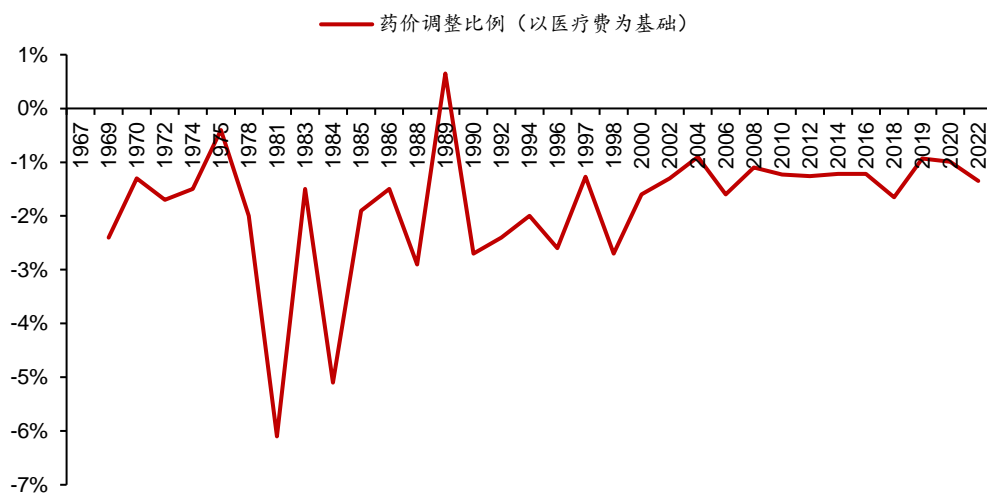
院内处方		院外处方	
处方种类	诊疗报酬点数	处方种类	诊疗报酬点数
≤6	42	≤6	69
≥7	29	≥7	41

资料来源：陈致远《日本医药分业实施路径分析及对中国的启示》，国联证券研究所

③协调院内外药价与药占比

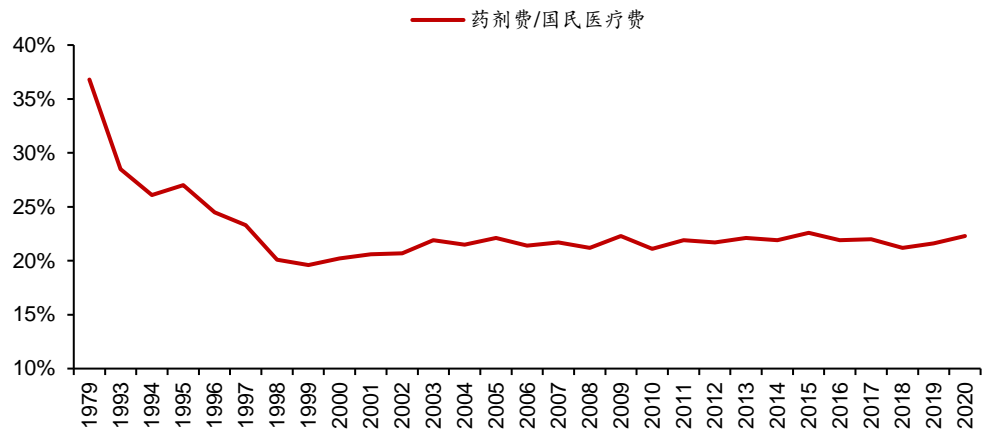
不同于美国等自由定价的医药市场，日本药品由政府统一定价。为保证药品供应，自1953年起日本政府采用“90%销量价格线（90% Bulk Line）”对药品进行定价，即将某一药品销售价由低至高累计至交易量90%时的价格作为修订药价，这给了医疗机构较大的利润空间，不利于推动医药分业。1982年日本政府将药品定价调整为“81%销量价格线”，并在1991年调整为“加权平均价格+一定溢价”的模式，不断降低药价，进而减少医疗机构在药品销售中的获利。根据日本厚生省数据，药剂占医疗费的比例由1979年36.8%下降至1993年28.5%，并进一步下降至2020年22.3%。

图表47：1967-2022年日本药价调整比例（以医疗费为基础）



资料来源：日本厚生劳动省，国联证券研究所

图表48：1979-2020年日本药剂费占国民医疗费比例



资料来源：日本厚生劳动省，国联证券研究所

综上所述，医药分业是日本药店行业快速发展的基础前提。从日本医药分业的历史看，通过立法规范医师与药剂师的职责、提高医生诊疗待遇、通过行政手段调整院内外药价是日本真正实现处方外流的基础，1986-2023年日本处方外流率由9.7%提升至80.3%，已经实现了较为完善的医药分工制度。

3.2 日本药店逐步形成多样化业态

在日本药店的发展过程中逐步形成了以处方调剂为主营业务的调剂药局和销售OTC、生活用品等为主的药妆店，两者在地理位置、专业度等方面存在较大差异，满足了不同顾客对于购药的差异化需求。

图表49：日本调剂药局与药妆店对比

	调剂药局	药妆店
主营业务	处方调剂	OTC销售；日化品销售；部分并设药局可以销售处方药
地理位置	多在医院/诊所周边	分布广泛，多在社区、商业区等地
是否需要药剂师	是	并设药局需要
专业度	高	低
单店营收	低	高
市场集中度	低	高

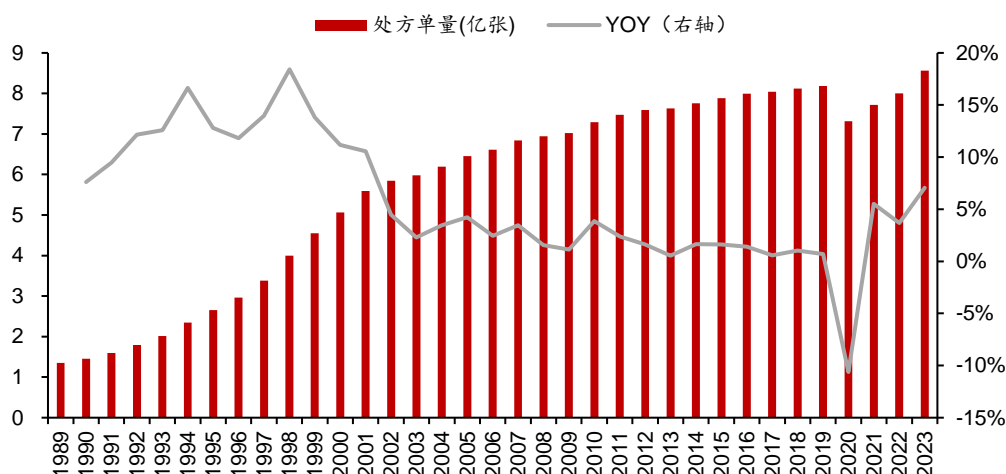
资料来源：中国药店，国联证券研究所

① 调剂药局：承接处方外流快速扩张

随着日本医药分业带动处方外流率提升，日本外配处方规模持续增加。根据日本

厚生劳动省数据，1989-2019 年日本处方单量由 1.35 亿张增长至 8.18 亿张，CAGR 为 6.18%，保持快速增长趋势；2020 年以来受公共卫生事件影响，日本处方单量出现调整，但在 2023 年已经恢复至 8.56 亿张。

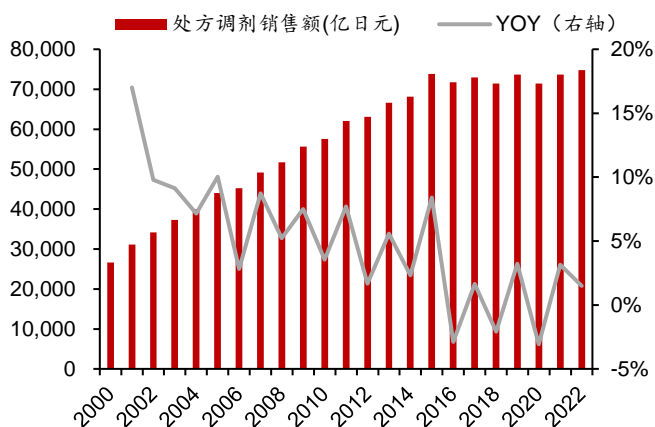
图表50：1989-2023 年日本处方单量（亿张）



资料来源：日本劳动厚生省，国联证券研究所

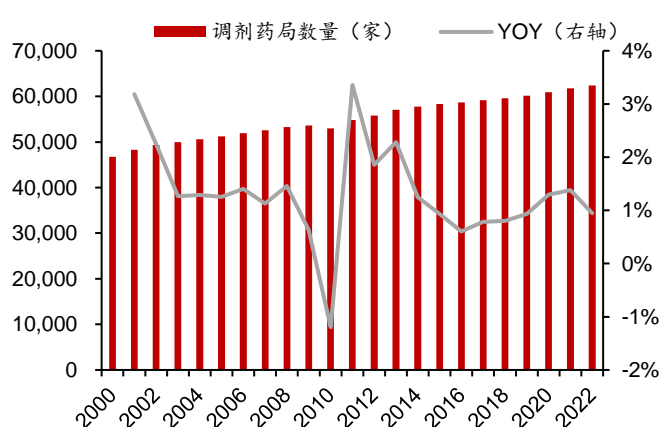
调剂药局数量与调剂销售额稳中增长。日本外流处方主要由调剂药局承接，根据主营业务的不同，日本药局可以分为以调剂业务为主的调剂药局和兼营其他业务的调剂并设药店，此外还有不从事调剂业务、仅销售 OTC 和非药产品的药店。根据《中国药店》及日本劳动厚生省数据，2000-2022 年日本调剂药局数量由 46,763 家增长至 62,375 家，CAGR 达 1.32%；处方调剂销售额由 26,603 亿日元增长至 74,774 亿日元，CAGR 为 4.81%。

图表51：2000-2022 年日本处方调剂销售额（亿日元）



资料来源：中国药店，国联证券研究所

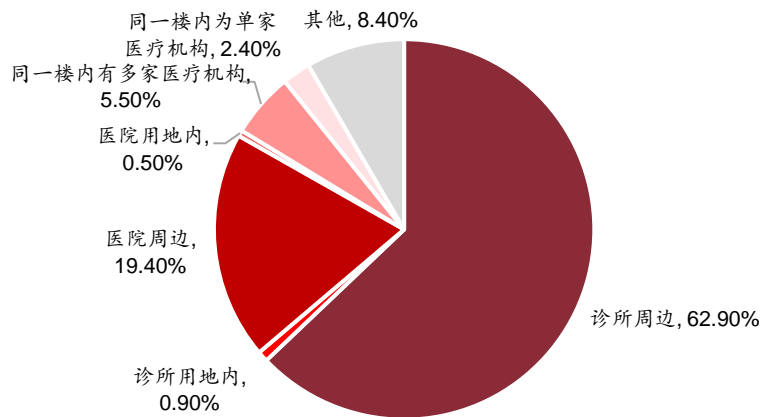
图表52：2000-2022 年日本调剂药局数量（家）



资料来源：日本劳动厚生省，国联证券研究所

日本调剂药局竞争格局相对分散。日本厚生劳动省针对 762 家调剂药局的调查结果显示，日本调剂药局大多开设在诊所或医院周边，而诊所或医院周边的客流量大且空间有限，单一药局可以获得较大的生存空间。因此，日本调剂药局的竞争格局相对分散，且大多与药企关系密切，如 AIN Holdings 总裁大古喜一曾就职于杏林制药。

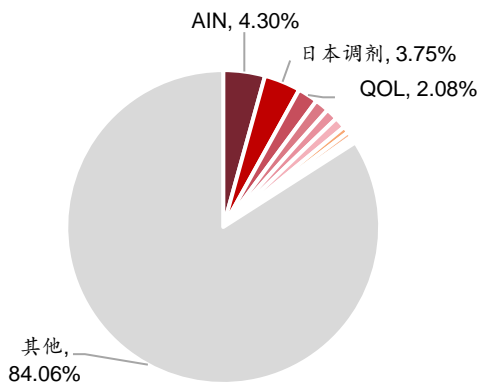
图表53：日本调剂药局选址情况调查



资料来源：日本厚生劳动省，国联证券研究所

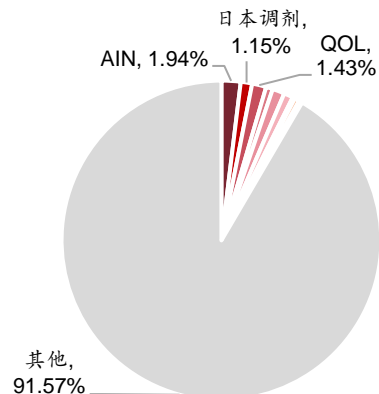
根据《中国药店》数据，2022 年日本前十大调剂药局（不含药妆店并设药局）的销售市占率达 15.94%，门店市占率达 8.43%。其中，AIN Holdings 是日本最大的调剂药局，2023 财年实现收入 3,587 亿日元，净利润 92 亿日元，拥有 1,209 家调剂药局及 6,331 名药剂师，完成 2,505 万张处方调剂。此外，Welcia、Tsuruha（鹤羽）等头部药妆店拥有较多并设药局，亦是调剂药局行业的重要参与者。

图表54：2022 年日本调剂药局竞争格局（按销售额）



资料来源：中国药店，国联证券研究所

图表55：2022 年日本调剂药局竞争格局（按门店数）

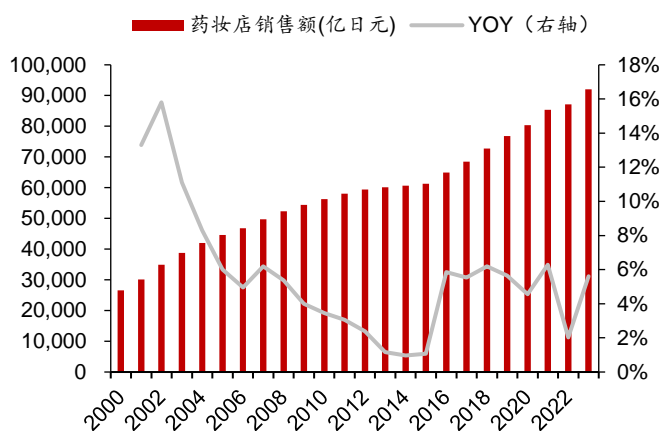


资料来源：商务部，国联证券研究所

② 药妆店：专业化与多元化经营并重

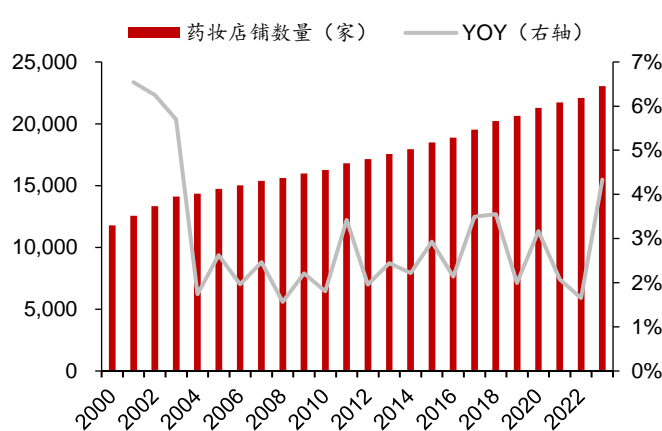
日本药妆店专注于美容与健康领域，经营范围十分广泛，可以销售各类 OTC 药品、化妆品，同时销售家居生活品、食品等，部分调剂并设药妆店亦可销售处方药。相较于调剂药局，药妆店的兴起时间较晚，但成长速度更快，2000-2023 年日本药妆店数量由 11,787 家增长至 23,041 家，CAGR 达 2.96%；药妆店销售额由 26,628 亿日元增长至 92,022 亿日元，CAGR 达 5.54%。

图表56：2000-2023 年日本药妆店销售额（亿日元）



资料来源：中国药店，国联证券研究所

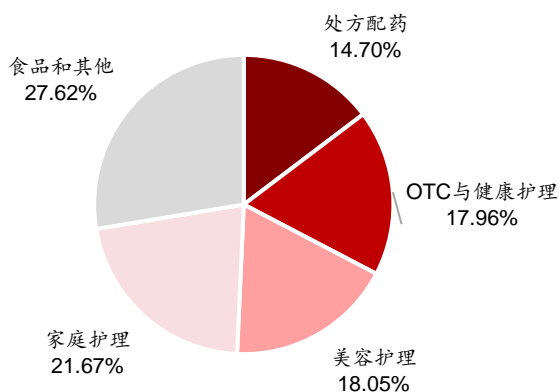
图表57：2000-2023 年日本药妆店门店数量（家）



资料来源：中国药店，国联证券研究所

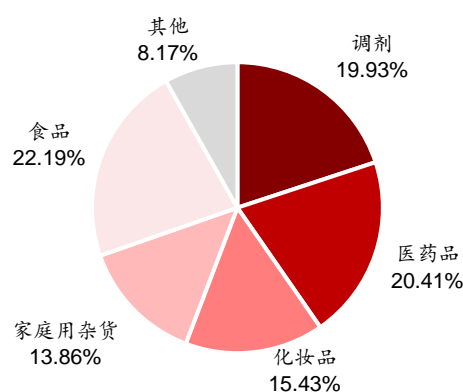
药妆店业务多样化，从销售结构看，根据《中国药店》数据，2022 年日本药妆店销售收入中约 1/3 来自处方配药、OTC 等医药健康产品，其余 2/3 收入则来自与医药关联度较低的日用品，如化妆品、食品等。头部药妆店如 Welcia 的调剂并设门店占比较高（73%），医药相关收入可达 40%。

图表58：2022 年日本药妆行业销售品类结构



资料来源：中国药店，国联证券研究所

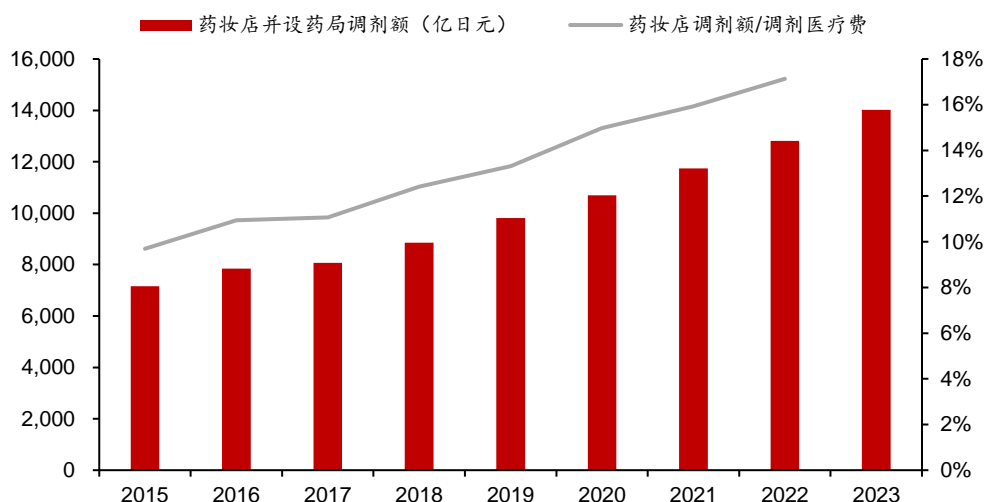
图表59：2023 财年 Welcia 销售品类结构



资料来源：Welcia 年报，国联证券研究所

调剂并设药妆店的调剂收入快速增加。作为吸引客流的重要途径，近年来日本药妆店加大了对调剂业务的布局，调剂销售额由 2015 年 7,158 亿日元快速增长至 2023 年 14,025 亿日元，CAGR 达 8.77%；药妆店在日本调剂销售额的占比由 2015 年 9.69%提升至 2022 年 17.13%。

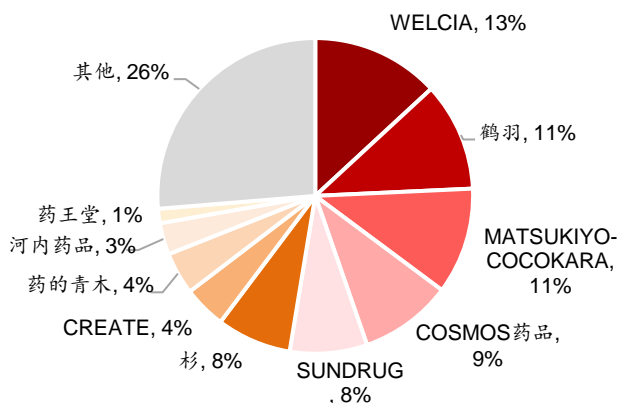
图表60：2015-2023 年日本药妆店并设药局调剂额（亿日元）



资料来源：中国药店，药事日报，国联证券研究所

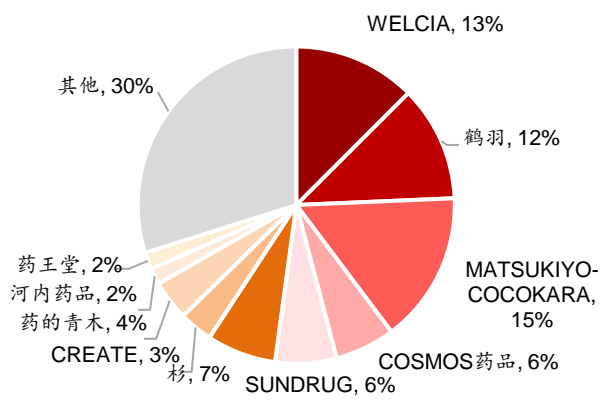
由于药妆店的可复制性强，规模效应更加明显，药妆店的连锁化率较高。根据《中国药店》数据，2022 年日本前十大药妆店的销售市占率达 73.70%，门店市占率达 70.13%，Welcia、Tsuruha（鹤羽）、MATSUKIYO-COCOKARA 等头部药妆店的市占率均超过 10%。

图表61：2022 年日本药妆店竞争格局（按销售额）



资料来源：中国药店，国联证券研究所

图表62：2022 年日本药妆店竞争格局（按门店数）

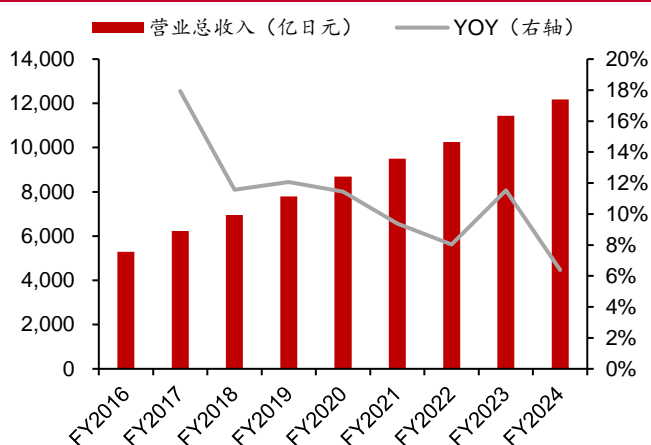


资料来源：中国药店，国联证券研究所

3.3 Welcia: 内生外延并举成就药店龙头

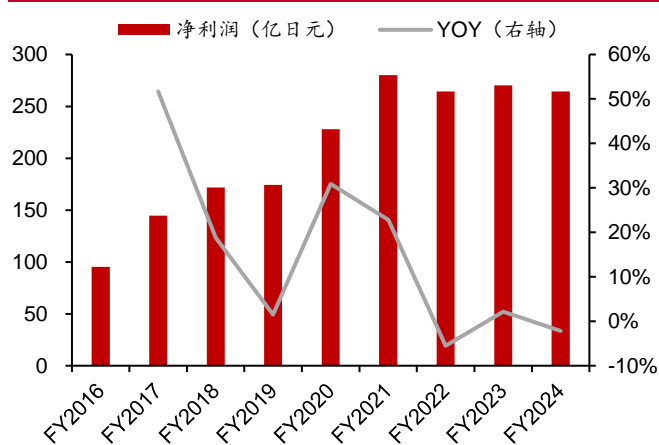
如上所述，Welcia 是日本药店龙头，凭借多年内生与外延发展，2016-2024 财年收入由 5,284 亿日元增长至 12,173 亿日元，CAGR 为 11.00%；净利润由 95 亿日元增长至 265 亿日元，CAGR 为 13.62%。无论是作为药妆店或调剂药局，Welcia 均取得了优异的成绩。我们复盘了 Welcia 的发展路径，认为提供专业化服务与快速扩店提升市占率是其成功的重要因素。

图表63: 2016-2024 财年 Welcia 收入 (亿日元)



资料来源: Welcia 年报, 国联证券研究所

图表64: 2016-2024 财年 Welcia 净利润 (亿日元)

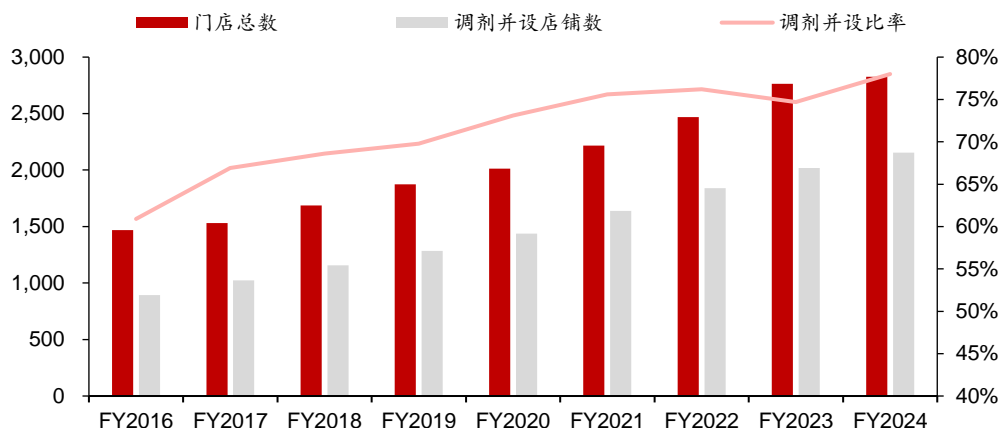


资料来源: Welcia 年报, 国联证券研究所

①提供人性化、专业化服务

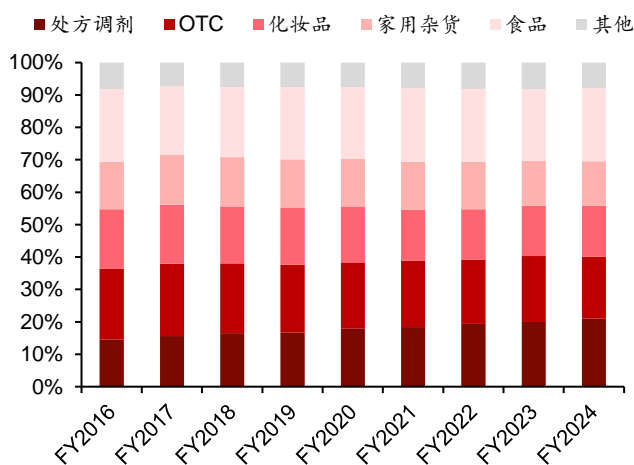
考虑到非药业务的发展上限，Welcia 前瞻性地将处方调剂业务作为药妆店的重点发展方向，2016-2024 财年 Welcia 调剂并设店铺数量由 894 家增长至 2,155 家，CAGR 达 11.63%，并设药局占比由 61%提升至 78%；处方调剂收入由 766 亿日元增长至 2,569 亿日元，CAGR 达 16.33%，收入占比由 14.50%提升至 21.10%。

图表65：2016-2024 财年 Welcia 调剂并设店铺数占比



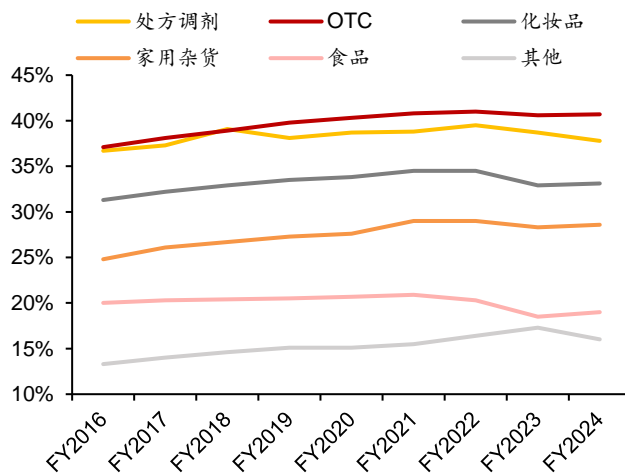
资料来源：Welcia 年报，国联证券研究所

图表66：2016-2024 财年 Welcia 主营业务构成



资料来源：Welcia 年报，国联证券研究所

图表67：2016-2024 财年 Welcia 各业务毛利率



资料来源：Welcia 年报，国联证券研究所

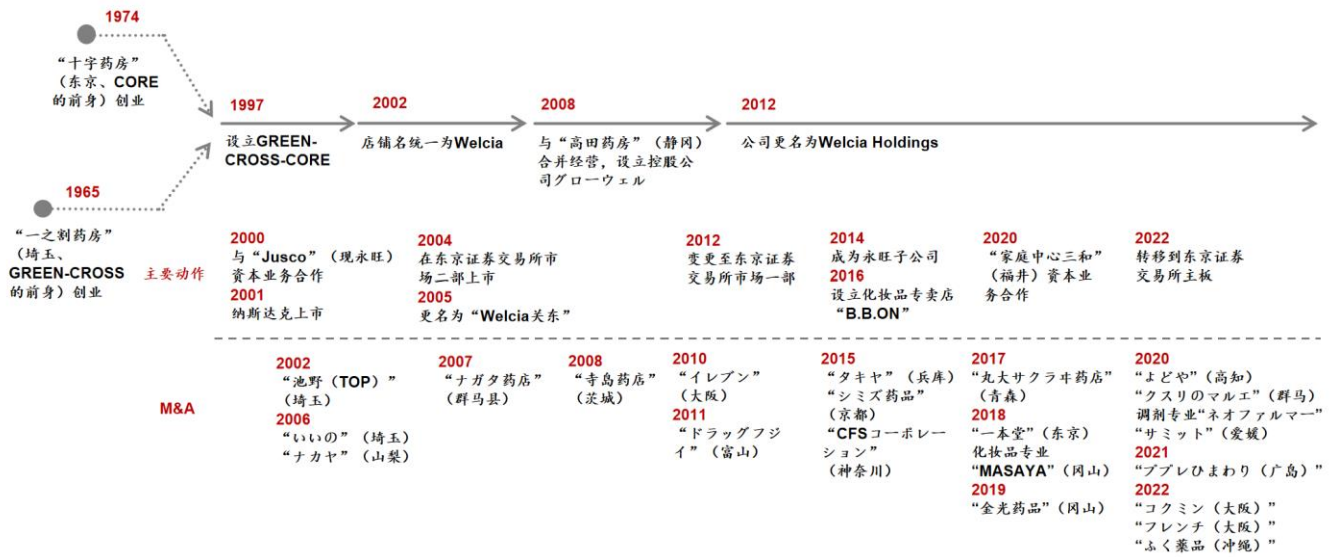
除处方调剂业务外，Welcia 不断完善服务质量，不断增加深夜营业药店、周末营业药店与提供家庭医疗药物管理及服药指导的专业店铺数量，满足患者及时性、多样化的需求。截至 2023 财年，公司共有深夜营业药店 1,937 家，周末营业药店 1,661 家，与提供家庭医疗药物管理及服药指导的专业药店 857 家。

②自建加收购快速扩充门店数量

药店作为典型的零售连锁业态，单店产出存在上限，需要不断扩店以保持增长。自成立以来，Welcia 一直通过并购的方式快速扩充门店，2002-2022 年累计并购 21 家药店，特别是 2020 年以来，在公共卫生事件影响下，部分中小药店面临经营困境，

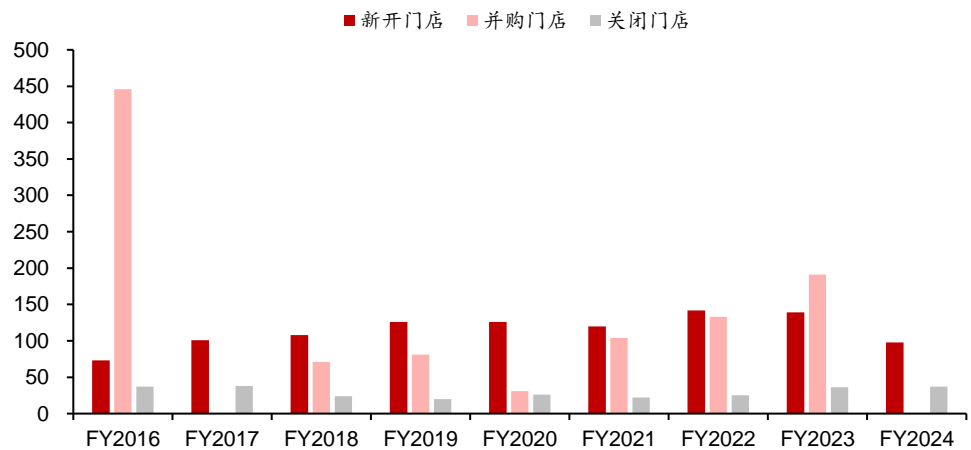
公司明显加快了收购步伐。除并购外，Welcia 每年亦保持了稳定的新开门店数量。

图表68: Welcia 发展历程



资料来源: Welcia 年报, 国联证券研究所

图表69: 2016-2024 财年 Welcia 门店数量变化 (家)



资料来源: Welcia 年报, 国联证券研究所

综上所述, 我们认为多元化、专业化的经营模式与快速扩张的门店数量是 Welcia 过去取得成功的重要因素。而面向未来, Welcia 亦打算从深耕现有业务、加强收并购、提升数字化经营能力、扩大海外业务、加强经营管理等方面提质增效。

图表70: Welcia 中期计划 (202402-202602) 重点举措

重点项目	主要举措
深耕现有业务	<ul style="list-style-type: none"> ●通过开设新店、装修等增强竞争力 ●加强咨询能力和产品提案能力 ●推进配药并应对配药业务的升级 ●开发具有独特性和故事性的自有品牌产品 ●开发食品强化型店铺、城市型小型店铺、移动销售的新店铺业态 ●积极发展护理事业 ●通过扩大健康服务扩大事业领域
推动并购, 追求集团协同效应	<ul style="list-style-type: none"> ●除药店业务外, 推动周边业务领域的并购 ●推广 Welcia 模式, 扩大集团协同效应, 提高子公司利润
支持数字化	<ul style="list-style-type: none"> ●利用数字化发展客户服务 ●店铺和本部业务的省力化、效率化
扩大海外业务	<ul style="list-style-type: none"> ●Welcia-BHG (新加坡) 门店扩张及盈利改善 ●开拓亚洲其他地区业务
加强经营管理	跨集团总部组织优化

资料来源: Welcia 年报, 国联证券研究所

3.4 日本药店发展对中国药店的启示

①处方外流率有望持续提升

参考日本医药分业史, 中国零售药店市场仍有较大提升空间。我们判断中国目前处方外流率接近 1997 年之前的日本, 随着门诊统筹等政策的持续推进, 处方外流率有望快速提升。从日本经验看, 医药分业的核心在于平衡医药分业前后医生的收入, 日本历次提高诊疗报酬对于医药分业产生了积极作用。近年来中国持续推进医药制度改革, 以三明医改为代表的中国式医疗保障制度有望改变公立医疗机构旧制度, 扭转医务人员激励机制, 进而持续推动医药分业和处方外流。

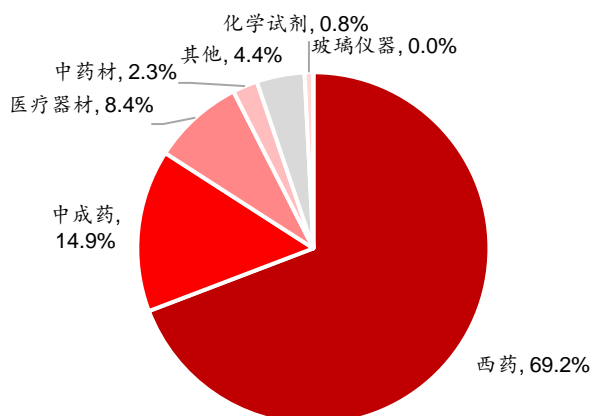
②连锁药店集中度有望提升

对比日本零售药店竞争格局, 中国零售药店行业集中度仍有较大提升空间。2006-2022 年中国零售药店的连锁化率从 38% 提升至 58%, 同时 2022 年药品零售百强企业销售市占率提升至 36%, 6 年增长了 7 个百分点, 行业连锁化率和市场集中度进一步提升, 迈向连锁成长阶段。根据商务部数据, 2022 年国大药房、大参林、老百姓、益丰药房、一心堂分列中国前五大零售药店, 合计市占率约为 17%, 而日本前五大药妆店的市占率达 53%, 市占率仍存在较大差距。

③非药业务占比有望提升

非药产品销售限制逐步放开，中国药店有望迎来新机遇。随着全国医保基金监管智能化，过去基于保护医保合规使用而对药店销售非药商品的限制逐步放开，为零售药店发展多元业务提供新动能。2023年，甘肃、安徽等多地陆续下发政策，删除定点零售药店医保协议中“不得以任何名义在店内摆放、销售其他物品（如各类生活日用品）”条款，适当放开非药产品销售；北京、广东等地监管部门甚至试点开放“药店+便利店”的融合业态。因此，参考日本药妆店发展，我们认为未来中国药店非药业务占比有望提升。

图表71：2022年中国医药流通行业销售品类结构

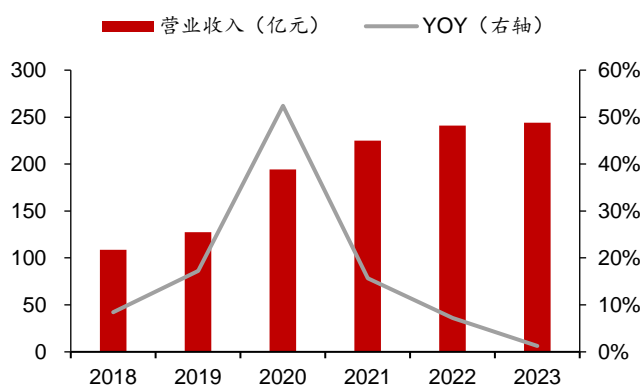


资料来源：商务部，国联证券研究所

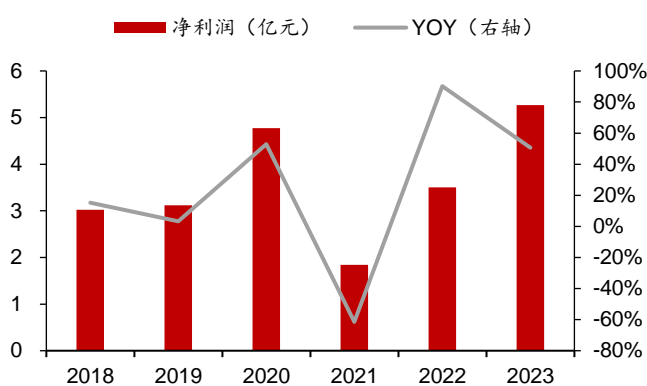
4. 投资建议：关注兼具成长性和合规性的头部药店

4.1 国大药房：强化专业能力抢占处方药市场

国大药房是上市公司国药集团一致药业股份有限公司旗下控股子公司，依托强大的央企资本和影响力，形成覆盖华东、华北、华南沿海城市群的药店网络，并逐步扩张进入西北、中原和内陆城市群。2018-2023年，公司营业收入从109亿元增长至244亿元，5年CAGR达17.54%；净利润从3.02亿元增长至5.27亿元，5年CAGR达11.78%。

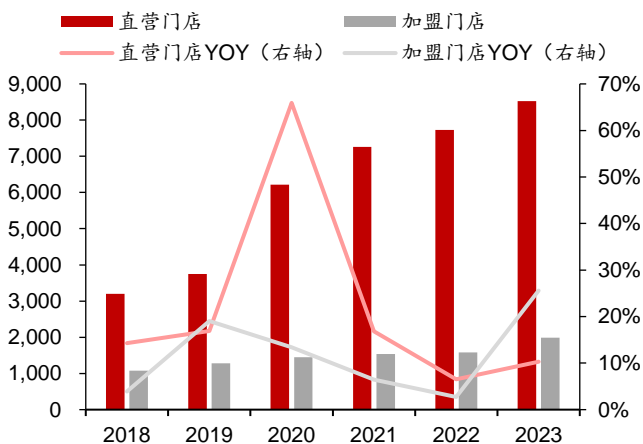
图表72：2018-2023 年国大药房收入（亿元）


资料来源：国药一致年报，国联证券研究所

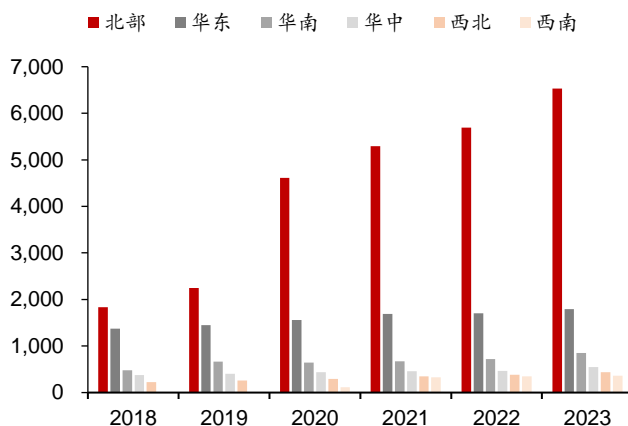
图表73：2018-2023 年国大药房净利润（亿元）


资料来源：国药一致年报，国联证券研究所

公司门店数量快速增加。2018-2023 年国大药房门店总数 CAGR 达 19.72%，总体来看，直营门店增速高于加盟门店增速。截至 2023 年底，公司在全国共拥有 10,516 家零售药店，布局 20 个省级市场，销售规模达 244 亿。从地区门店数量来看，国大药房重点布局北部市场，各地区门店数量不断增加。

图表74：2018-2023 年国大药房门店数量（家）


资料来源：国药一致年报，国联证券研究所

图表75：2018-2023 年国大药房分地区门店数量（家）


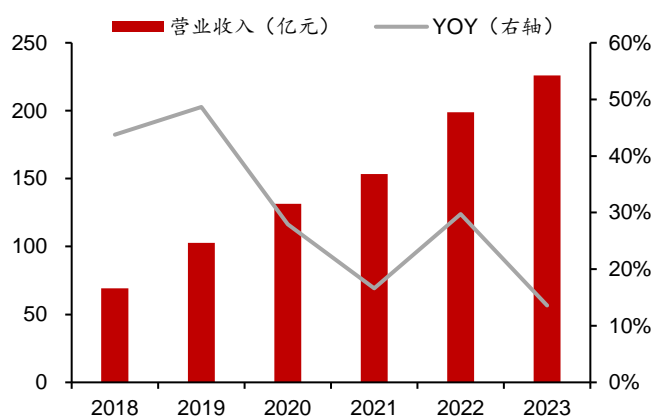
资料来源：国药一致年报，国联证券研究所

发挥母公司批零一体协同效应，公司渠道优势显著。公司的控股股东国药一致主要经营医药分销和医药零售业务，在医药分销领域，一方面，具备领先的物流与供应链服务能力；另一方面，分销业务经过多年耕耘，在药品、耗材等多个领域均有丰富的品种资源。公司受益于母公司与国内厂家和商业企业建立的广泛合作关系，经营商品品规近 18 万种，建立了覆盖面广、专业化高、品种丰富的商品体系。批零一体带来的协同效应为公司连锁药店的产品供应充分赋能。

4.2 益丰药房：精细化管理能力助力高质量发展

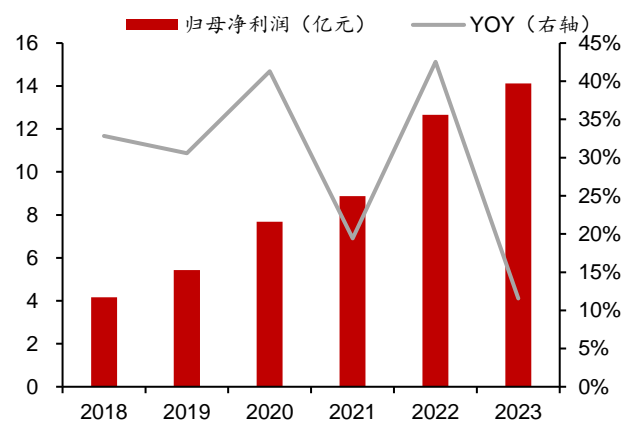
益丰药房是深耕医药零售的全国连锁药店。公司采取“区域聚焦、稳健扩张”的发展战略，通过“自建+并购+加盟”的方式快速扩展门店，深耕华中、华东地区六个省市，并在当地取得了领先的市场竞争优势。2018-2023年，益丰药房的营业收入稳健增长，从69亿元增长至226亿元，5年CAGR达26.72%；归母净利润从4.16亿元增长至14.12亿元，5年CAGR达27.66%。

图表76：2018-2023年益丰药房收入（亿元）



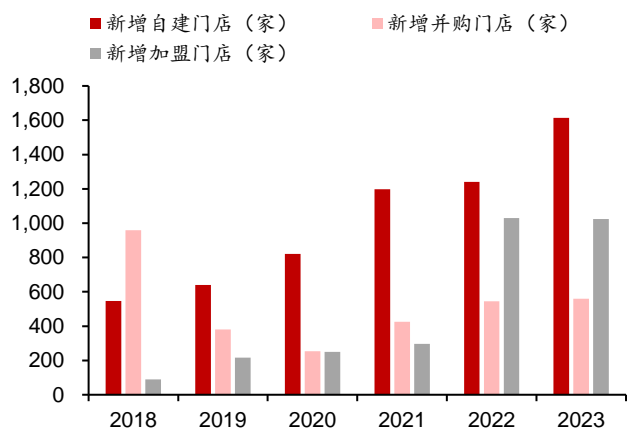
资料来源：益丰药房年报，国联证券研究所

图表77：2018-2023年益丰药房归母净利润（亿元）

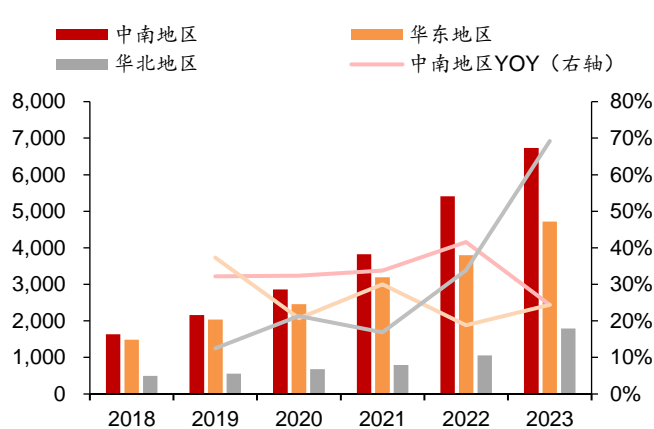


资料来源：益丰药房年报，国联证券研究所

门店数量快速扩张。通过自建、并购及加盟等多种形式，公司快速扩充门店数量。2023年，公司新增门店达3,196家，其中自建门店新增1,613家，并购门店新增559家，加盟门店新增1,024家。2018-2023年公司在中南、华东、华北地区的门店数量CAGR分别为32.76%/26.08%/29.29%，截至2023年底公司在中南/华东/华北地区分别有6,736/4,722/1,792家门店。在优势区域深化布局，有助于进一步增强公司的品牌渗透力和影响力，发挥规模效应提升上游议价能力，提升当地毛利水平，并稳定向其他区域扩张。

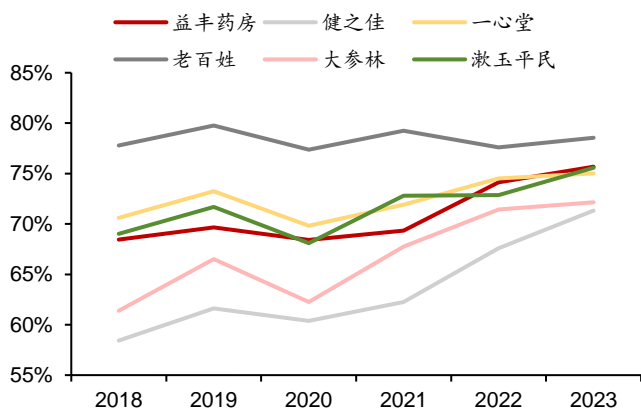
图表78：2018-2023年益丰药房新增门店数量（家）


资料来源：益丰药房年报，国联证券研究所

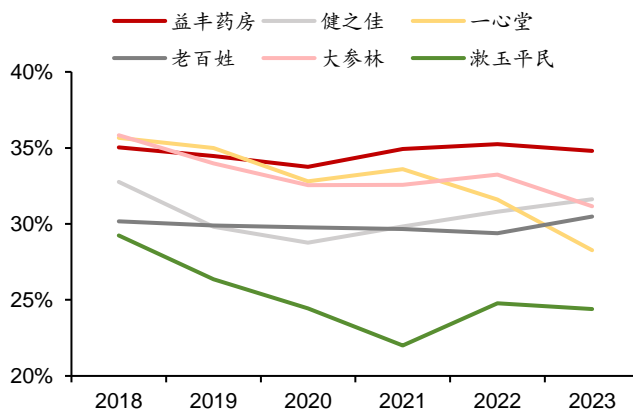
图表79：2018-2023年益丰药房分地区门店数量（家）


资料来源：益丰药房年报，国联证券研究所

公司较高的利润率水平主要得益于中西成药的高毛利率。公司持续推进可控精品战略，遴选优质厂家作为核心供应商，2023年公司已与近600家生产厂商建立了精品战略合作关系，遴选了1,800多个优质品种，同时强化以中药饮片为主导品类的“恒修堂”自主品牌建设，不断完善和打造包括自有品牌、独家品种和厂商共建在内的商品精品群，为顾客提供质量可靠、疗效确切、性价比高且渠道可控的商品精品。

图表80：2018-2023年连锁药店中西成药业务占比


资料来源：各公司年报，国联证券研究所

图表81：2018-2023年连锁药店中西成药毛利率


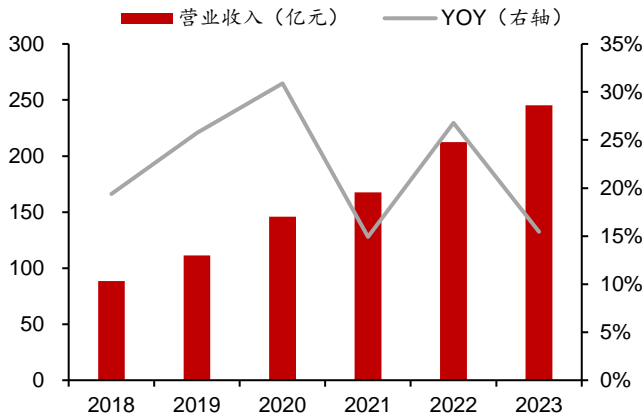
资料来源：各公司年报，国联证券研究所

4.3 大参林：深耕最大药品零售市场获得快速发展

大参林自1998年从广东湛江起家，在广东市场快速扩张，迅速成长为当地龙头，同时向广西、福建等周边省份进行积极布局。2018-2023年，公司营业收入从89亿元增长至245亿元，5年CAGR达22.59%；归母净利润从5.32亿元增长至11.66

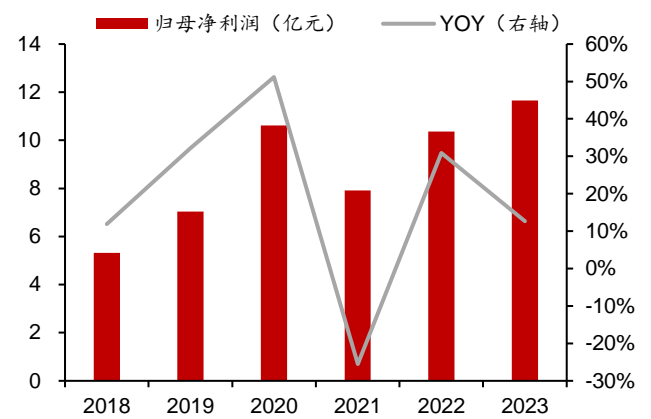
亿元，5年CAGR达16.99%。

图表82：2018-2023年大参林收入（亿元）



资料来源：大参林年报，国联证券研究所

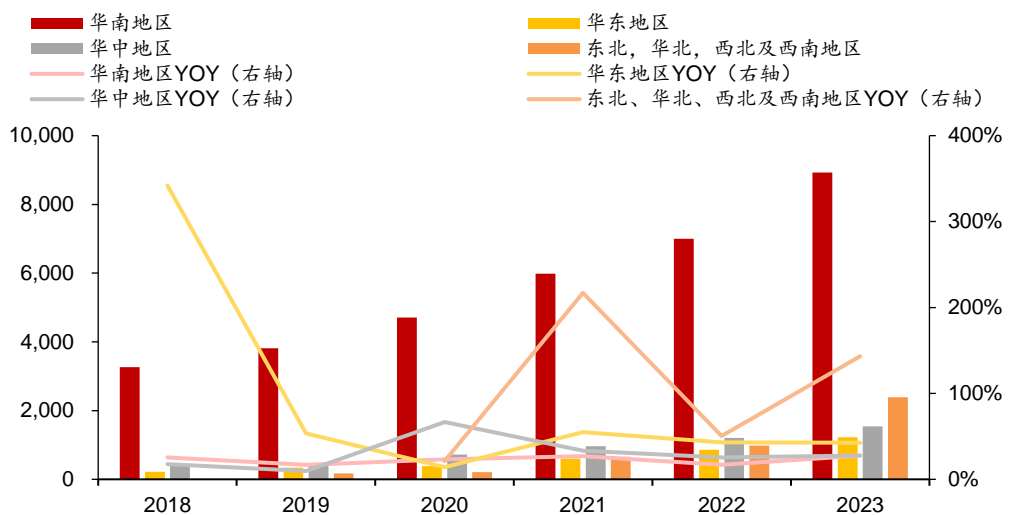
图表83：2018-2023年大参林归母净利润（亿元）



资料来源：大参林年报，国联证券研究所

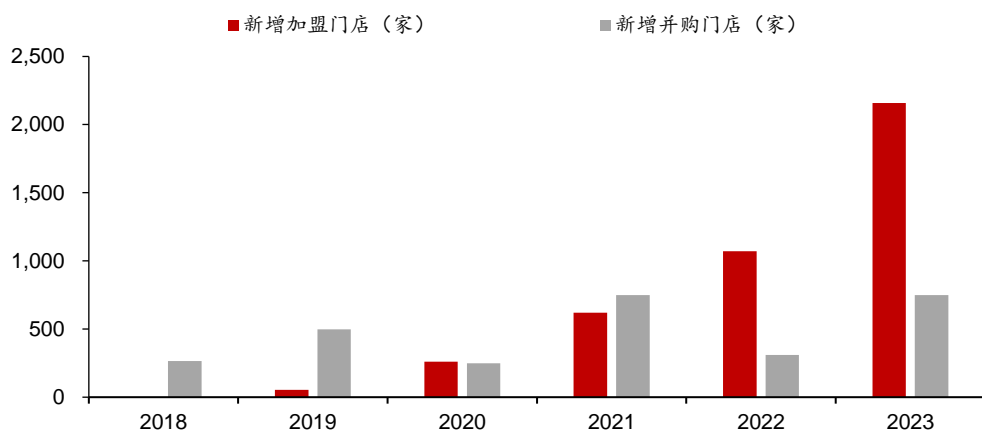
“并购+加盟”加速全国区域扩张。公司在持续下沉渗透华南地区的同时，也在积极拓展华东、东北及中部地区，门店数量快速扩张。在华南地区以外，公司主要通过并购和加盟的方式进行扩张，从而迅速提升在弱势区域内的品牌影响力和规模优势，往全国布局的战略迈进。

图表84：2018-2023年大参林分地区门店数量（家）



资料来源：大参林年报，国联证券研究所

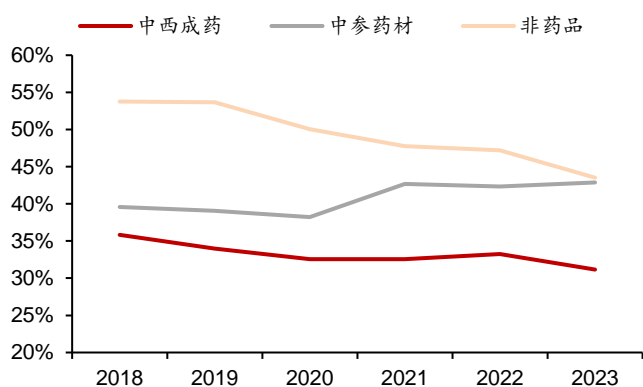
图表85：2018-2023年大参林新增加盟门店及新增并购门店数量（家）



资料来源：大参林年报，国联证券研究所

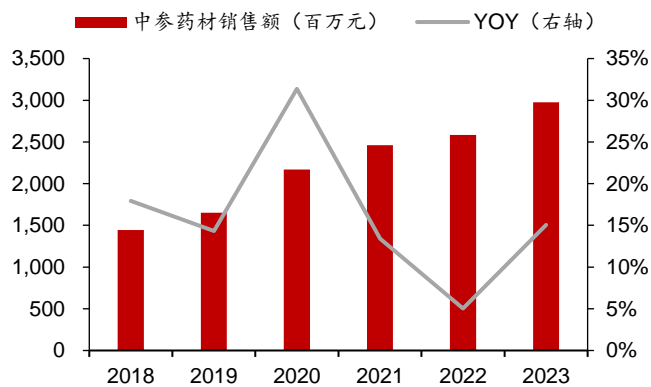
中参特色产品提升公司盈利表现。公司以中参茸为特色产品进行差异化经营，2018-2023年中参药材销售额由14.45亿元增长至29.74亿元，5年CAGR达15.52%，在客户群体中建立了良好的口碑。从利润率水平来看，中参药材产品具备较高的毛利率。

图表86：2018-2023年大参林分产品毛利率



资料来源：大参林年报，国联证券研究所

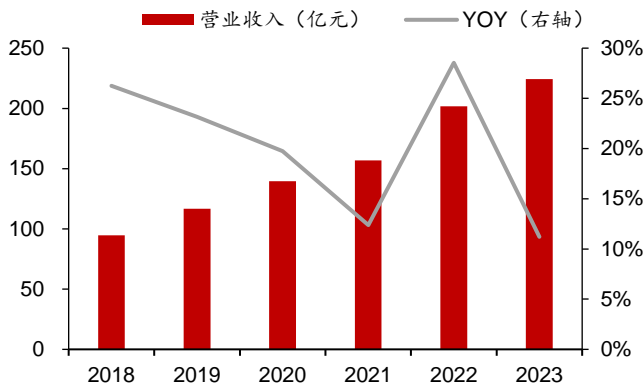
图表87：2018-2023年大参林中参药材销售额（百万元）



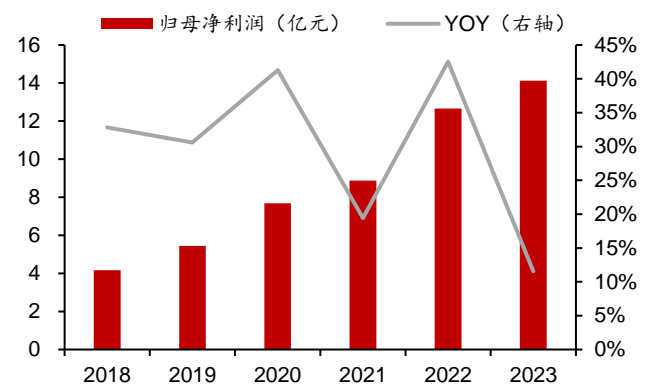
资料来源：大参林年报，国联证券研究所

4.4 老百姓：供应链优势铸造加盟业务领先地位

老百姓是全国头部连锁药店之一，2001年在湖南成立，首创中国平价药房模式，2015年在上海证券交易所上市。2018-2023年，公司营业收入从95亿元增长至224亿元，5年CAGR达18.83%；归母净利润从4.35亿元增长至9.29亿元，5年CAGR达16.39%。

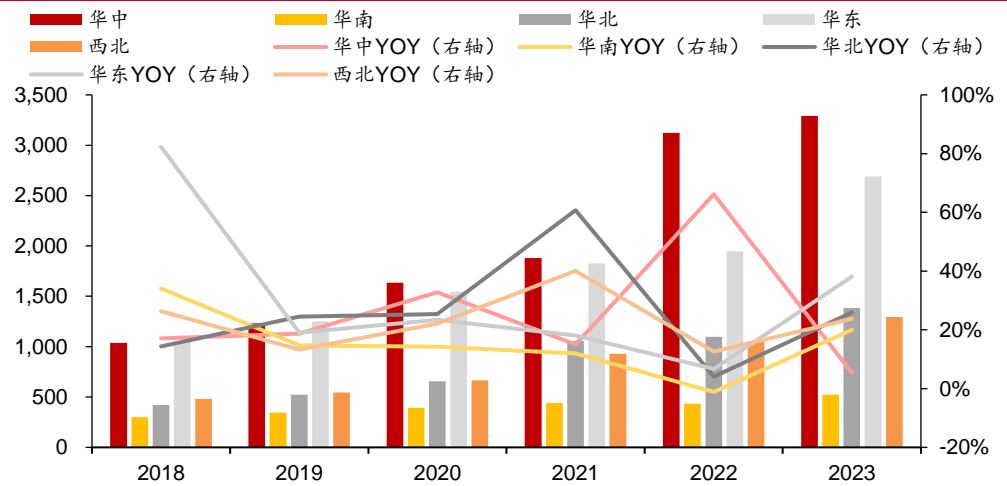
图表88：2018-2023 年老百姓收入（亿元）


资料来源：老百姓年报，国联证券研究所

图表89：2018-2023 年老百姓归母净利润（亿元）


资料来源：老百姓年报，国联证券研究所

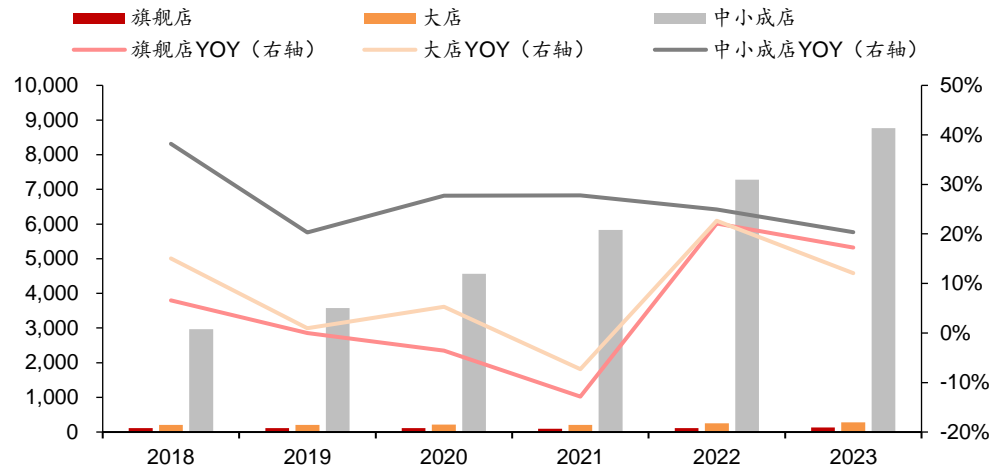
覆盖 18 个省市，市场版图广阔。公司从湖南长沙起家，在当地建立起品牌影响力后迅速着眼于全国，布局全国门店，截至 2023 年已经构建起了覆盖 18 个省市，共计 13,574 家门店的营销网络，门店数量和覆盖范围处于药店前列。2023 年公司华中/华东/华北/西北/华南地区的门店数量为 3,290/2,689/1,384/1,296/521 家，呈现出“多地开花”的分布格局。

图表90：2018-2023 年老百姓分地区门店数量（家）


资料来源：老百姓年报，国联证券研究所

战略布局抢占下沉市场蓝海。公司坚持深耕下沉市场的发展战略，已在全国 150 多个地级以上城市布局门店，且以中小成店为主，2018-2023 年公司中小成店由 2,970 家增长至 8,765 家，CAGR 为 24.16%，远超其他两类店型的增速，占比由 90.3%提升至 95.48%。小型门店的快速布局助力公司率先抢占下沉市场的主导地位，提升品牌知名度，形成先发优势。

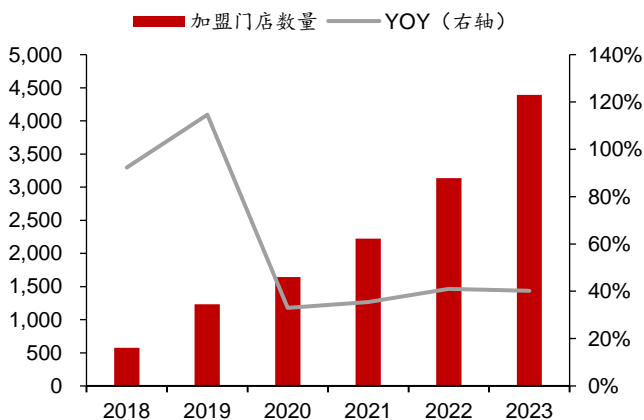
图表91：2018-2023年老百姓不同类型直营门店数量（家）



资料来源：老百姓年报，国联证券研究所

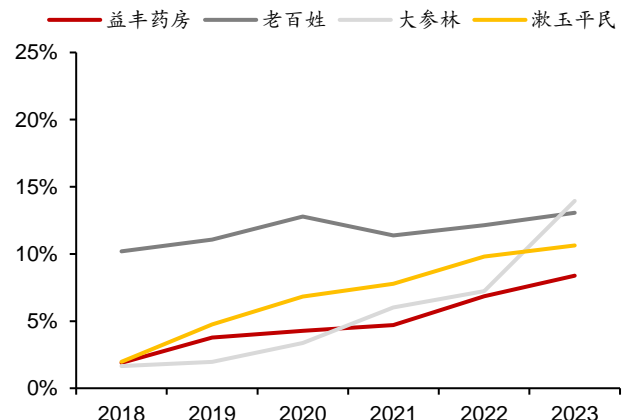
门店加盟，下沉市场的重要抓手。公司自2016年开始发展加盟店品牌“老百姓健康药房”，加盟业务以资产轻、扩张快、净资产收益率高、抗风险能力强等优势成为了公司门店网络下沉至县域市场的重要抓手。公司快速布局加盟门店，2018-2023年加盟门店数量由575家增长至4,394家，CAGR达50.19%处于行业领先水平。同时，加盟业务收入快速增长，2018-2023年收入由9.65亿元增长至29.31亿元，占比由10.19%提升至13.06%，未来仍将作为公司的重点发展方向助力公司业绩增长。

图表92：2018-2023年老百姓加盟门店数（家）



资料来源：老百姓年报，国联证券研究所

图表93：2018-2023年连锁药店加盟和批发业务收入占比



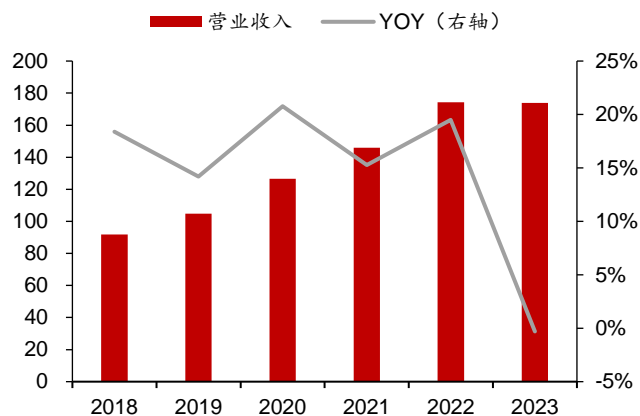
资料来源：各公司年报，国联证券研究所

4.5 一心堂：门店立体化布局稳固云南药店龙头地位

一心堂2000年从云南起家，深耕本地市场，不断发展壮大，在云南省的市场占

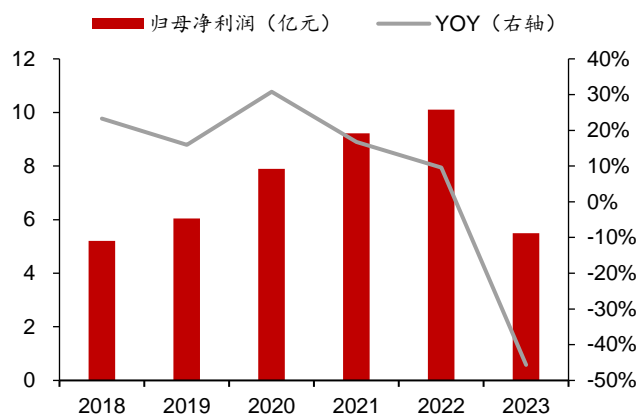
有率位居前列。2018-2023年，公司营业收入从92亿元增长至174亿元，5年CAGR达13.63%。

图表94：2018-2023年一心堂收入（亿元）



资料来源：一心堂年报，国联证券研究所

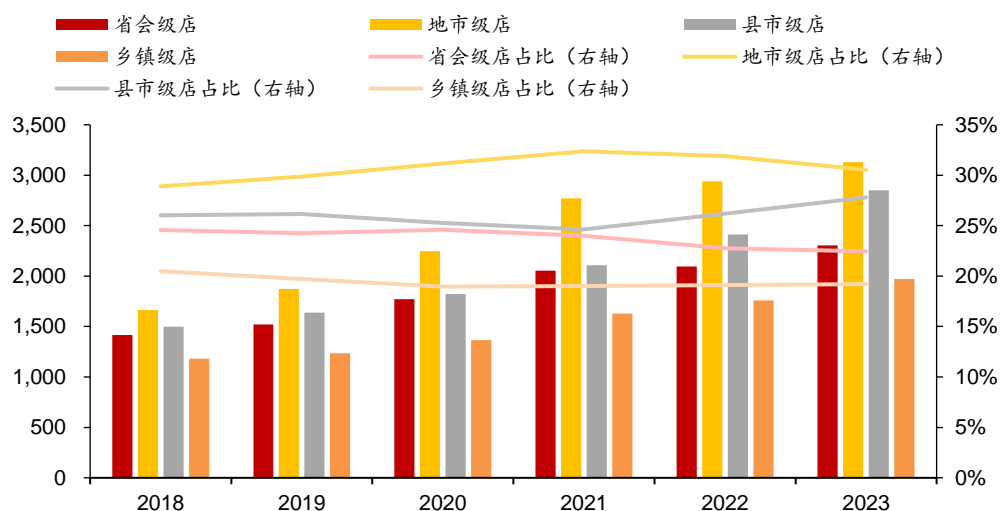
图表95：2018-2023年一心堂归母净利润（亿元）



资料来源：一心堂年报，国联证券研究所

门店立体化布局助力公司构筑品牌壁垒。公司主要通过自建扩展门店，2023年在省会级、地市级、县市级和乡镇级四个类型的市场门店均已超过1,900家，同时各类门店占比维持均衡，形成行业独有的门店立体化布局。门店立体化布局策略有利于形成店群效应，各单店之间相互协同，拓展一心堂品牌在当地的影响力；同时有助于形成规模化经营，降低运营成本相关费用，建立起竞争壁垒和成本优势。

图表96：2018-2023年公司各类门店数（家）及占比

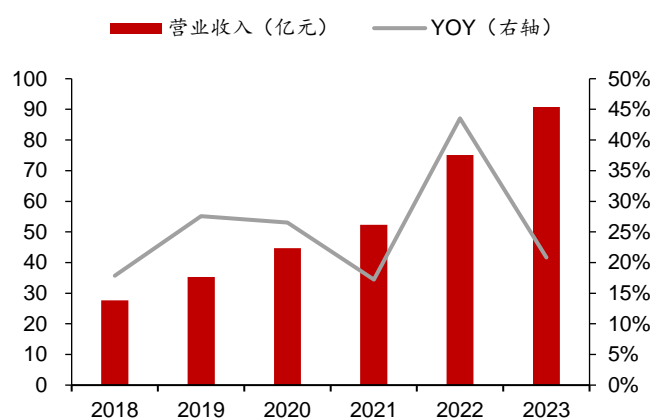


资料来源：一心堂年报，国联证券研究所

4.6 健之佳：云南后起之秀扩张提速

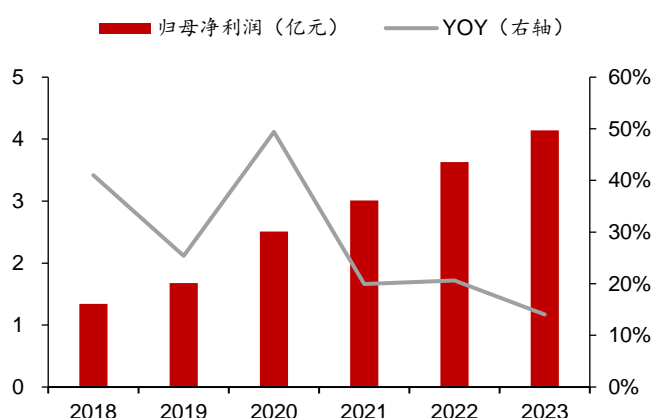
健之佳品牌创立于1998年,2004年成立公司,2020年在上海证券交易所上市,主要经营医药零售及服务业务、便利店零售业务、市场推广服务等。公司紧密围绕“基础管理、品牌塑造、商品营销、市场推广”四大经营策略,建立标准化连锁经营管理体系和精细化营运体系,实现门店快速扩张与店效提升。2018-2023年,公司营业收入由27.66亿元增长到90.81亿元,5年CAGR达26.84%;归母净利润由1.34亿元增长到4.14亿元,5年CAGR达25.31%。

图表97: 2018-2023年健之佳收入(亿元)



资料来源: 健之佳年报, 国联证券研究所

图表98: 2018-2023年健之佳归母净利润(亿元)

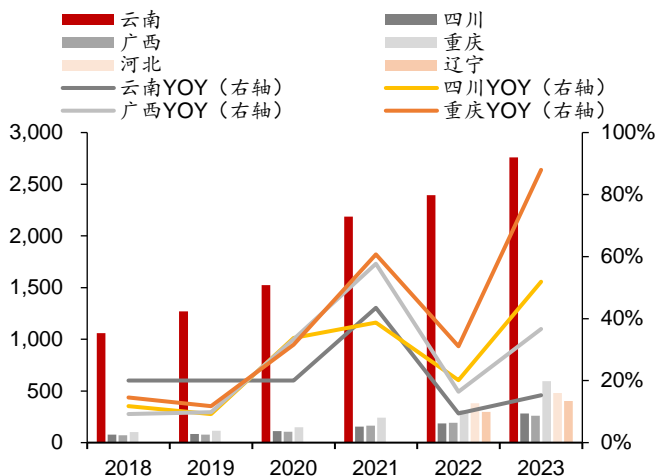


资料来源: 健之佳年报, 国联证券研究所

立足云南, 向川渝桂等重点省份快速扩张。公司从云南昆明起步, 通过“自建+并购”的方式已在云南省具有较强的区域竞争优势。公司立足于云南的同时, 稳步向西南地区其他省份迈进, 2018-2023年公司在四川、广西、重庆的门店数量CAGR分别为29.89%、29.74%、42.25%, 2023年门店数量分别达到281家、261家及594家, 在西南地区快速扎根。2022-2023年公司通过自建和收购进驻河北和辽宁市场, 截至2023年底两地的门店数量分别达到479家和403家。

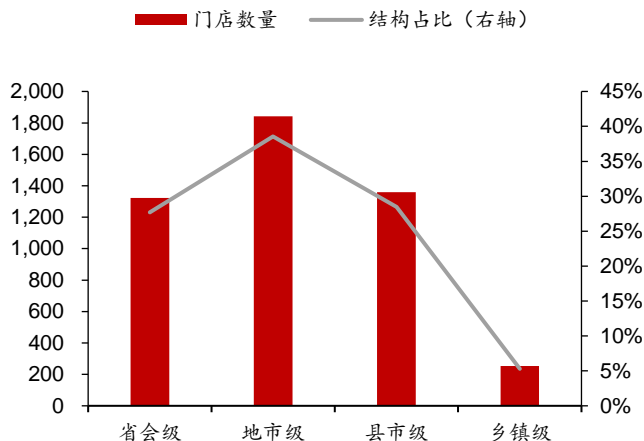
以中心城市为核心向下渗透, 助力公司拓展品牌影响力。公司坚持以“中心城市为核心向下渗透”的扩张策略, 针对青年及中年顾客群体, 门店主要分布于县级以上中心城市。在人流密集的中心城市率先进行布局, 有助于公司在当地快速建立起品牌知名度和影响力, 从而更好地在下沉市场进行深度扩展和品牌渗透, 提升下沉门店的经营成功率。

图表99：2018-2023年公司分地区门店数（家）



资料来源：健之佳年报，国联证券研究所

图表100：2023年健之佳各类门店数（家）及占比



资料来源：健之佳年报，国联证券研究所

多元化店型进行差异化经营。公司围绕顾客的便利需求，在以医药零售为主要业态的基础上，进行了多元化业态探索，截至2023年底，共开立了339家便利店、5家中医诊所、15家社区诊所和1家体检中心。公司采取“药店+便利店”的发展模式有望通过消费频次更高的非药产品为零售药店引流，获得药品收入的提升，实现差异化经营。

5. 风险提示

处方外流不及预期：若处方药从院内流向院外的速度不及预期，会影响零售药店行业未来的成长空间、增长速度以及市场预期。

盈利能力下滑：受医保控费和药品集采政策的影响，药品销售价格可能持续下降，导致零售药店整体毛利率下滑，从而影响行业盈利能力。

政策变动风险：零售药店行业处于产业链下游，受到较多政策影响，若上下游出现一些对产业链影响较大的政策，则也可能存在对连锁药店的冲击。

市场竞争加剧：零售药店行业目前仍较为分散，如果持续有新的资本进入，则会加剧行业竞争，瓜分现有公司的市场领地。

门店扩张不及预期：连锁药店需要通过自建、并购或加盟的方式进行扩张，若门店扩张不及预期，则可能会对连锁药店的经营产生一定影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中所提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼