

# 人效租效提升，收益质量好转

## ——连锁药店2022年报及2023一季报总结

行业评级：看好

2023年5月3日

分析师 孙建  
邮箱 sunjian@stocke.com.cn  
电话 13641894103  
证书编号 S1230520080006

研究助理 司清蕊  
邮箱 siqingrui@stocke.com.cn  
电话 19901272510

# 目录

CONTENTS

## 01 连锁药店股价复盘

## 02 边际变化：人效租效提升，收益质量好转

- 加盟&下沉持续推进，租效明显提升
- 销售效率明显恢复，收益质量好转
- 2023Q1：门店增长加速，全年收入高增长可期

## 03 估值与投资建议

## 04 风险提示

01

连锁药店  
股价复盘

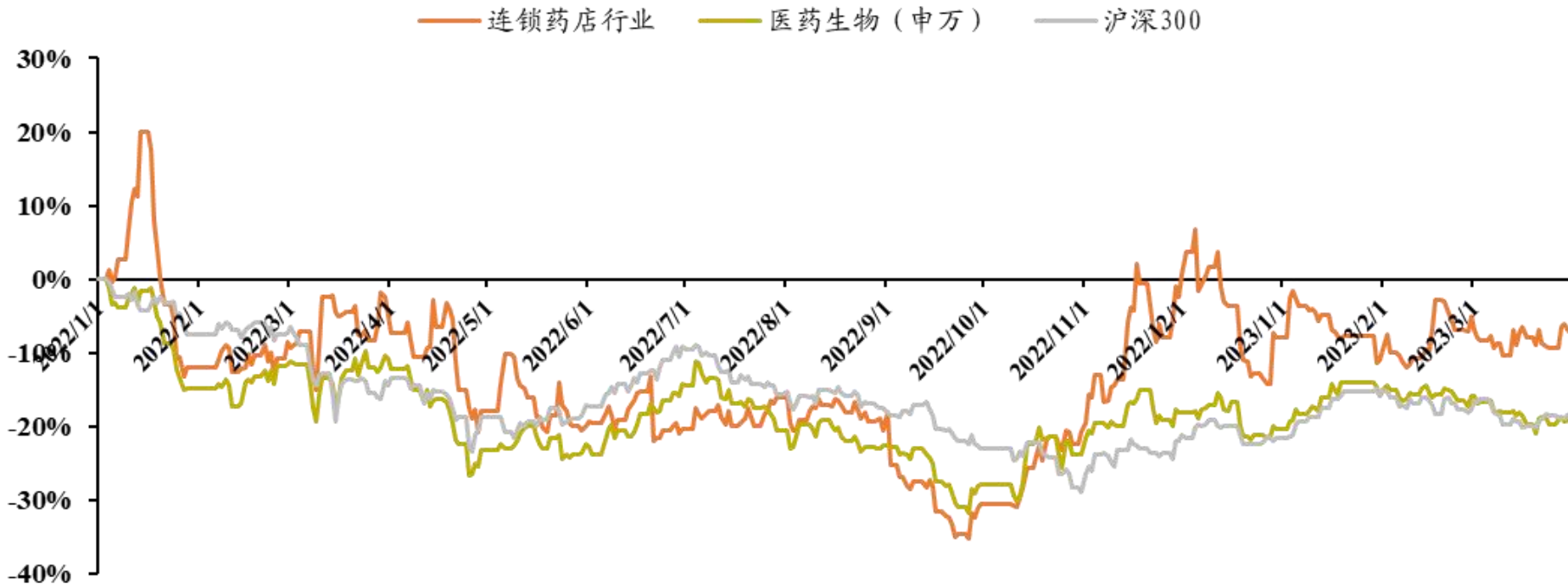
## 复盘：疫后恢复&疫情下药品需求增长，连锁药店跑出超额收益

超额收益主要体现4月、11-12月，边际变化：

(1) 4月，疫后恢复，超额收益6%。2022Q1以来，随四类药管控的缓和以及各家对于O to O的积极布局，连锁药店同店增长逐月向好，疫情后恢复趋势鲜明，带动估值修复。

(2) 11-12月，疫情带来相关药品需求增长，11-12月超额收益分别为15%、16%。2022年11月11日，国务院发布优化疫情防控“二十条”，疫情管控放松趋势下囤药增加、感染率提升，退烧、止咳等相关药品需求大增。

图：2022年初到2023年3月30日 连锁药店股价表现



资料来源：wind，浙商证券研究所

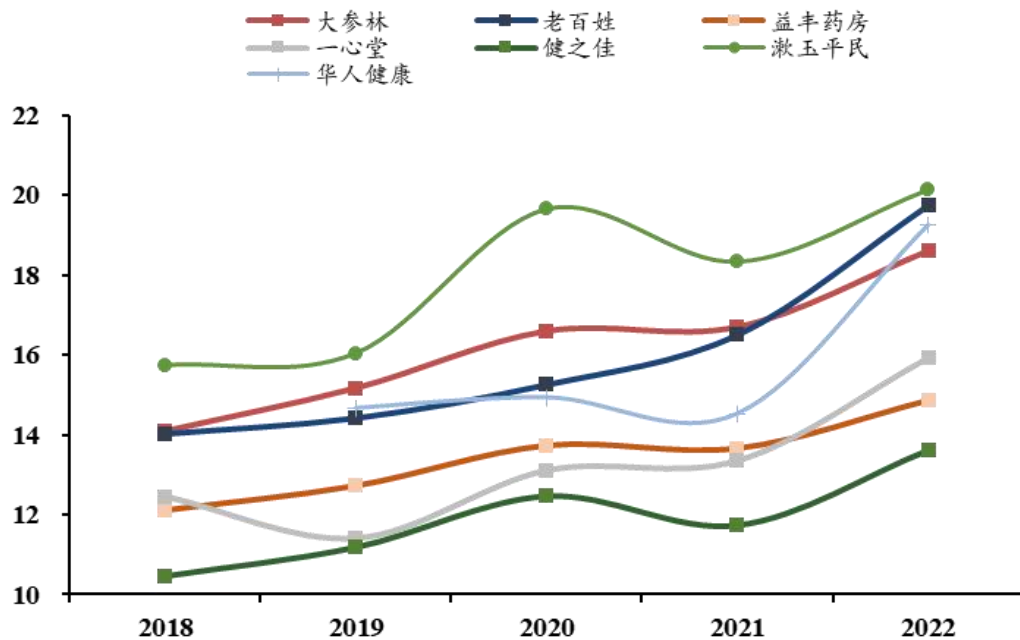
02

人效租效提升，  
收益质量好转

我们认为，连锁药店的盈利模式为通过规模效应赚取差价，租金效率与销售效率的评价至关重要。

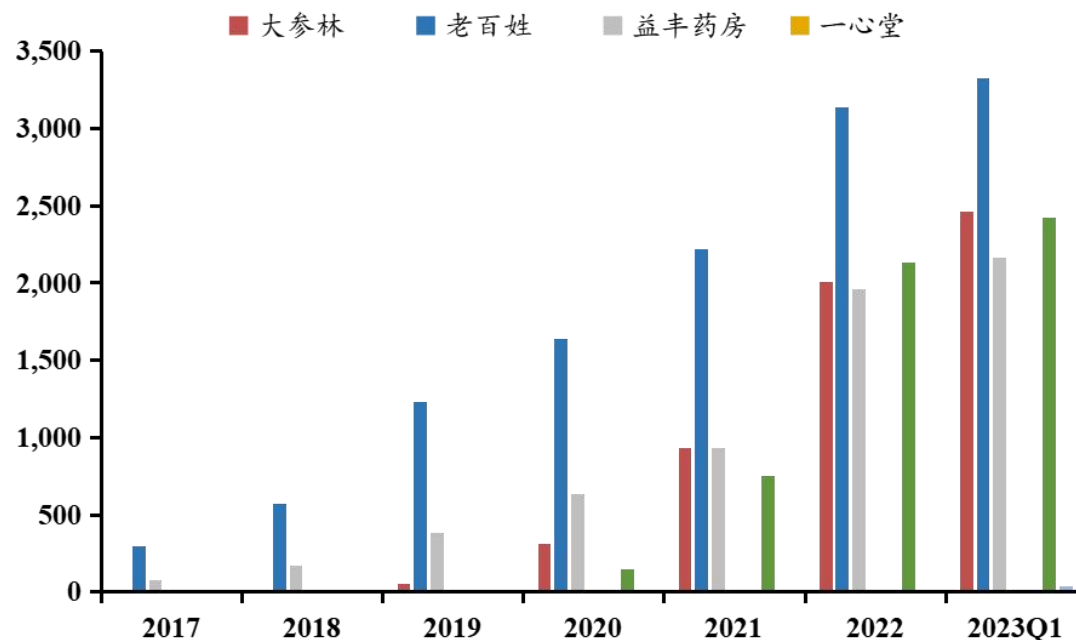
**租金效率提升趋势鲜明：**自2018年“互联网+”推行以来，各药店为应对互联网售药，租金效率（总收入/销售费用中的租金支出）持续提升，我们分析原因如下：（1）加盟店占比增加。2022年，各门店加盟门店数量快速提升，如老百姓、大参林、益丰药房，随直营区域的扩张，加盟店占比快速增加，布局下沉市场；（2）门店下沉。如一心堂、老百姓等，随城市竞争激烈、互联网售药占比逐渐提升，布局下沉市场提升利润率；另外，2022年疫情下租金的变化也对租效提升有一定影响，我们认为，为了提升利润率，规避竞争，连锁药店租效长期仍有提升趋势。

图：2018-2022年连锁药店租金效率



资料来源：wind，各公司年报，浙商证券研究所

图：2017-2023Q1连锁药店加盟门店数量（家）



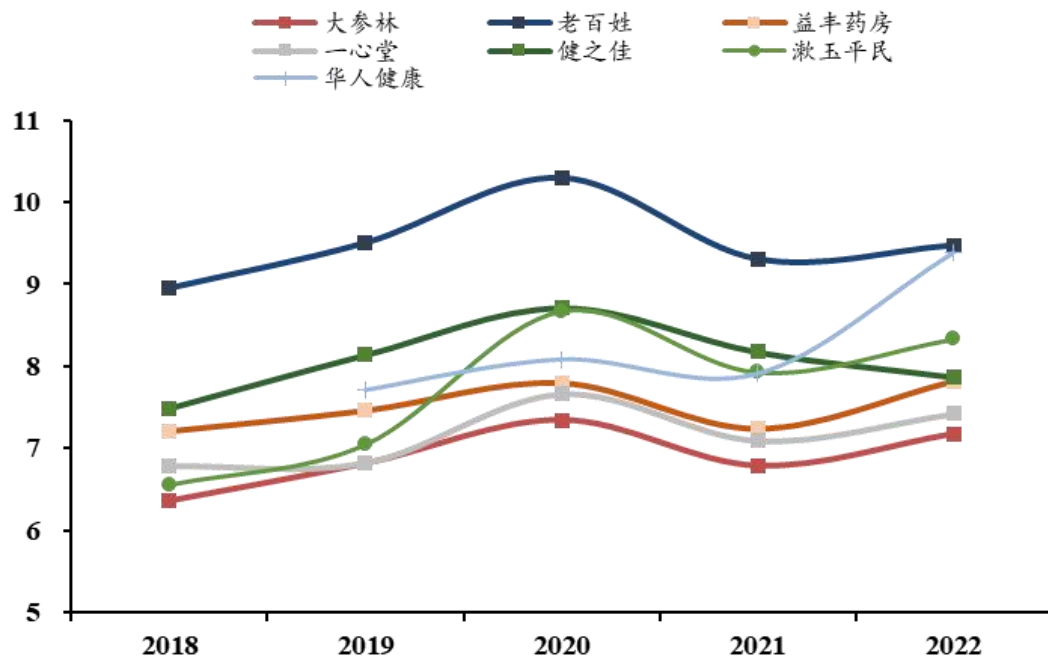
资料来源：各公司年报，浙商证券研究所

注：一心堂、健之佳暂无加盟店

销售效率2022年恢复趋势鲜明。我们用销售费用中的总收入/销售薪酬计算销售效率，2021年受疫情影响有所下降，2022年恢复趋势鲜明，我们认为随着门店下沉、加盟增加等策略，2023年疫后销售效率有望持续提升。

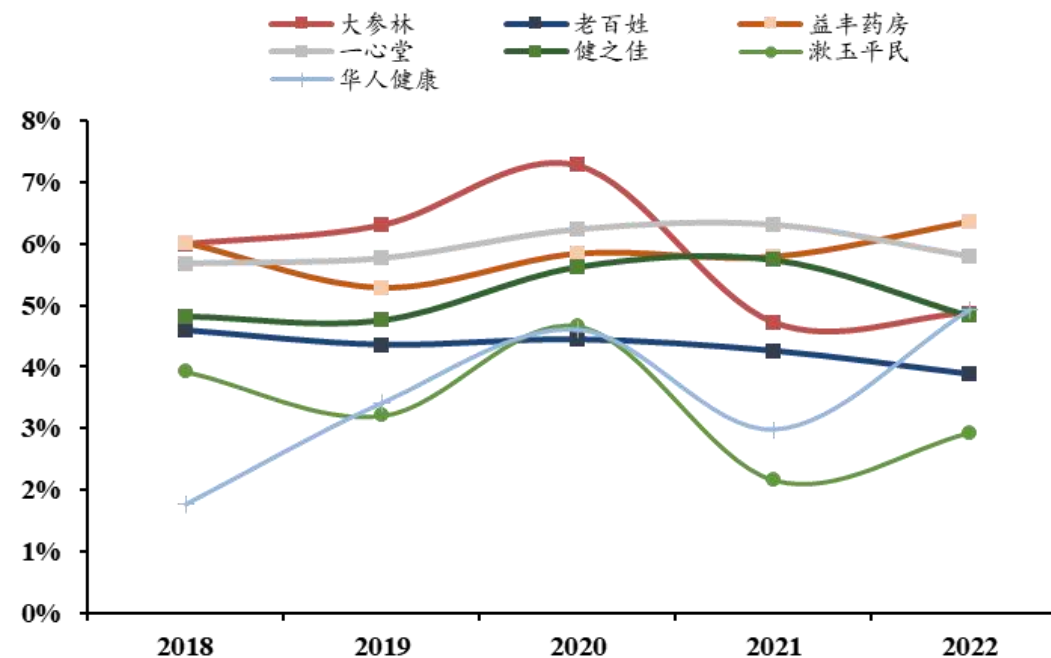
净利率有望保持相对稳定。2022年疫后恢复叠加O to O占比提升等影响，行业净利率基本呈现相对稳定态势，2023年2月，随《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》出台，或将促进处方外流加速。我们认为，长期看来，互联网售药以及处方外流带来的毛利率下降不可避免，但受益于租效以及销售效率持续提升的对冲，行业净利率有望维持相对稳定。

图：2018-2022年连锁药店销售效率



资料来源：wind，浙商证券研究所

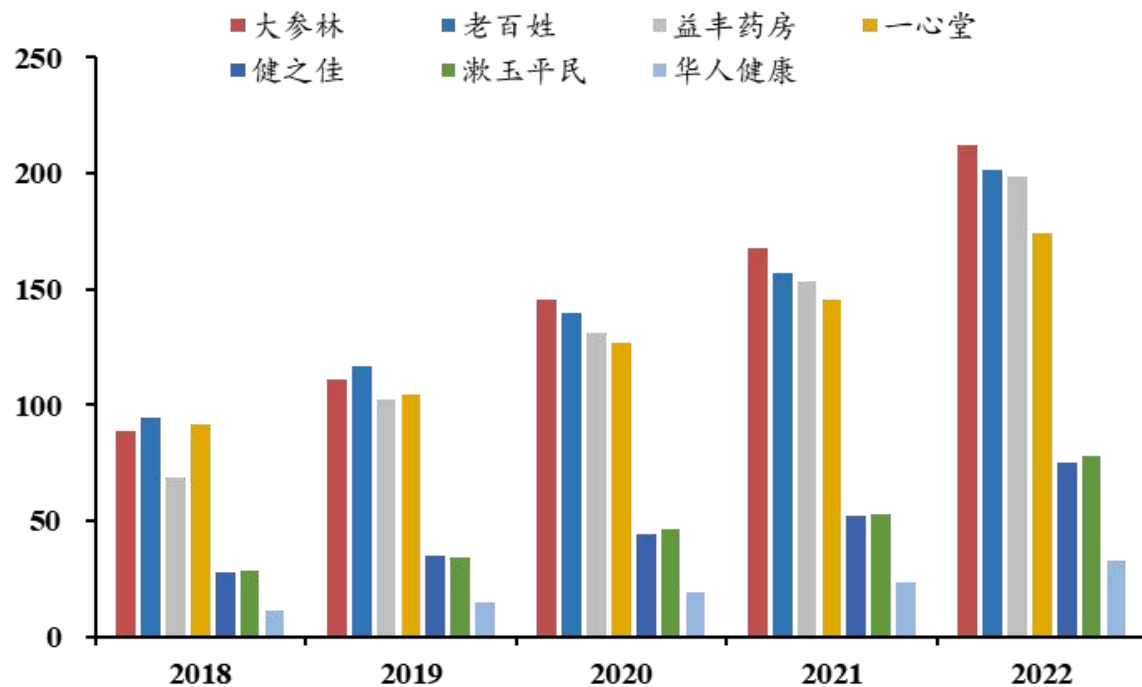
图：2018-2022年连锁药店净利率



资料来源：wind，浙商证券研究所

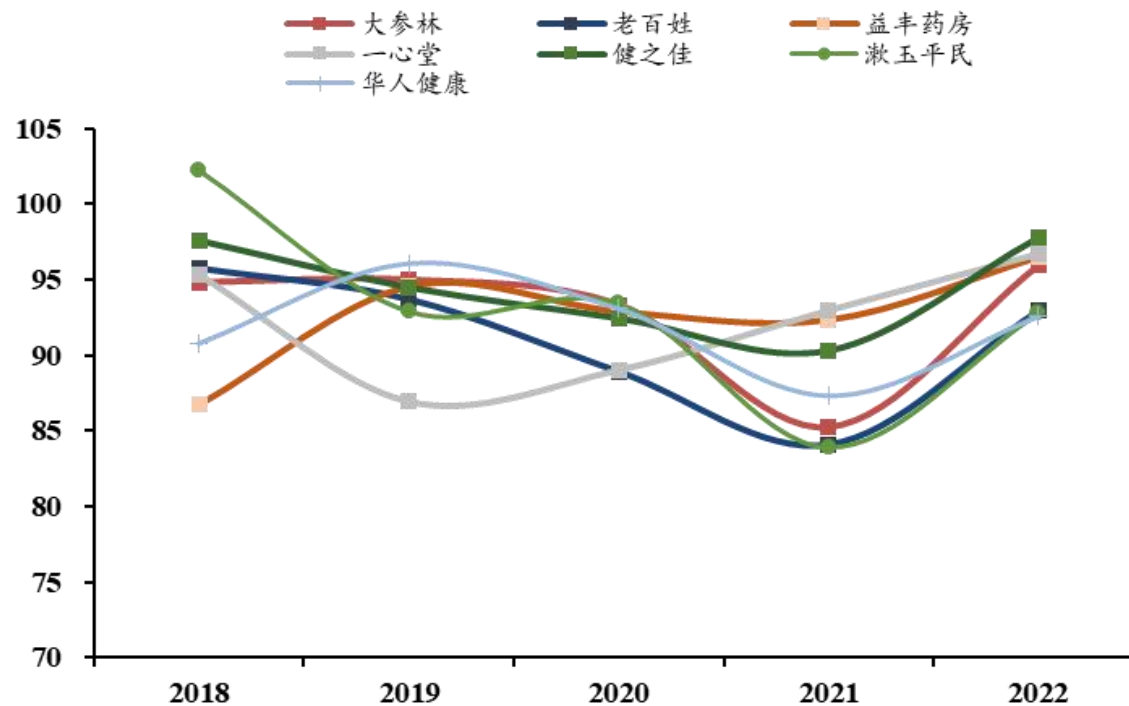
**2022年收益质量明显好转。**2022年随疫后营业利润增加、采购开支有效控制等带来的营运能力提升优化，各家连锁药店收益质量提升趋势鲜明，经营活动净收益/利润总额明显恢复，我们认为，2023年随着公司营运能力的持续提升，收益质量有望维持较高水平。

图：2018-2022年连锁药店龙头收入情况（亿元）



资料来源：wind，浙商证券研究所

图：2018-2022年连锁药店龙头经营活动净收益/利润总额

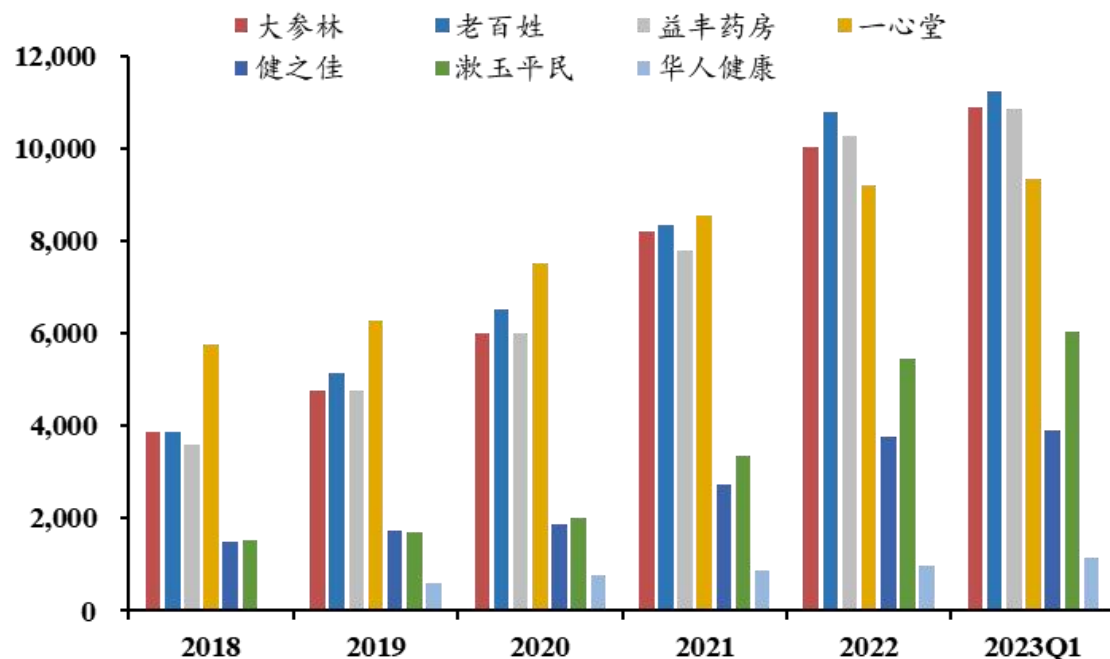


资料来源：wind，浙商证券研究所



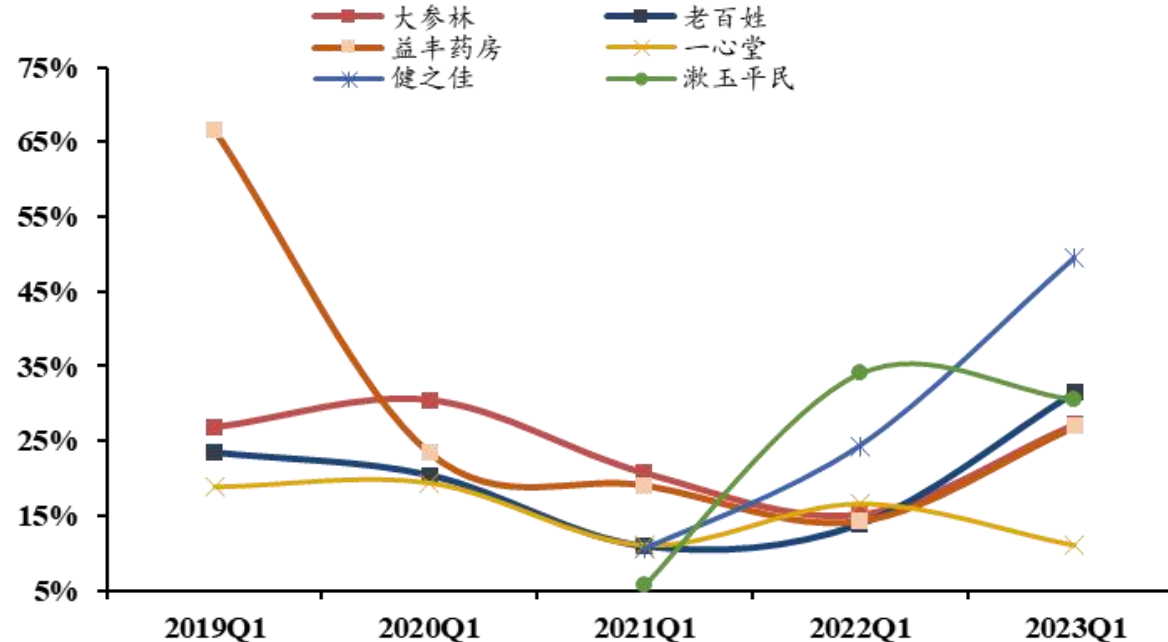
2023Q1门店增长有恢复态势, 收入仍呈现高增长, 全年业绩高增长可期。2022年受疫情影响, 连锁药店龙头整体直营门店增速略有放缓(加盟门店整体仍有较高增长), 2023Q1随疫后恢复, 各药店龙头门店数量增长逐步恢复; 且2023Q1疫情相关产品销售对冲次新店较少影响, 各连锁药店收入仍快速增长, 我们认为, 2023年随门店加速拓展、疫后客流逐步恢复、产品结构逐步恢复等, 各药店龙头2023年收入利润仍有望高增长。

图: 2018-2023Q1各连锁药店龙头门店数量变化(家)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图: 2019Q1-2023Q1各连锁药店龙头收入增速变化



资料来源: wind, 浙商证券研究所

# 03

## 估值与投资 建议

我国连锁药店行业集中度提升；政策利好；龙头门店扩张加速、成长性高。对应我们在行业深度报告中美国、日本等处于相似阶段时给出的估值和成长性分析，我们给予连锁药店龙头2023年1.0~1.5倍PEG估值，对应行业PE估值约28倍。

表：我国零售药店龙头估值

	公司名称	现价（元）	总市值 （亿元）	EPS（元）			P/E（倍）			PEG（23E）
		2023/5/3		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
603233.SH	大参林	34.42	326.68	1.09	1.40	1.75	32	25	20	0.93
603883.SH	老百姓	34.85	203.84	1.34	1.65	2.02	26	21	17	0.92
603939.SH	益丰药房	49.81	359.48	1.75	2.11	2.62	28	24	19	1.24
002727.SZ	一心堂	28.89	172.19	1.69	2.03	2.40	17	14	12	0.75
605266.SH	健之佳	81.29	80.61	3.66	4.28	5.38	22	19	15	0.91
301017.SZ	漱玉平民	18.95	76.81	0.57	0.66	0.92	33	29	21	1.03
	平均值			1.69	2.02	2.52	26	22	17	0.96

资料来源：wind，浙商证券研究所

注：eps采用wind一致预测

**投资建议：**综合上述分析，我们建议关注租效人效持续提升、门店数量加速拓展、盈利能力有望维持相对稳定的药店龙头，推荐大参林、老百姓、益丰药房，关注一心堂、健之佳、漱玉平民等。

04

风险提示

1. 行业集中度提升不及预期的风险;
2. 门店拓展速度不及预期的风险;
3. 新冠疫情波动的风险;
4. 行业政策变动的风险;
5. 行业竞争加剧的风险。

## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

### 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>