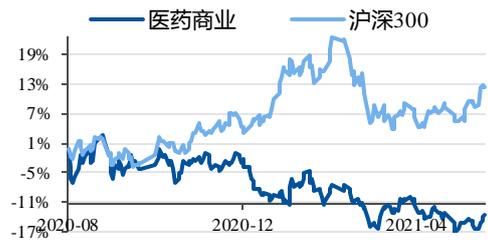


行业深度
零售药店
增长逻辑坚挺，配置性价比高

2021年08月09日

评级 领先大市

评级变动： 维持

行业涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
医药商业	-8.21	-18.37	-28.68
沪深300	-3.18	-2.76	3.33

杨甫

 执业证书编号: S0530517110001
 yangfu@cfzq.com

吴号

wuhao2@cfzq.com

分析师

0731-84403345

研究助理
相关报告

重点股票	2020A		2021E		2022E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
益丰药房	1.45	62.40	1.39	31.94	1.81	24.53	推荐
大参林	1.61	48.58	1.73	23.11	2.21	18.09	推荐
老百姓	1.52	41.35	1.88	23.23	2.34	18.66	推荐
一心堂	1.33	25.10	1.66	17.63	2.04	14.36	推荐

资料来源: Wind, 财信证券

投资要点:

- 处方外流与集中度提升是零售药店行业的增长逻辑。**在人口老龄化、慢性病患病率提高以及健康意识提升的驱动下，我国药品市场未来10年的复合增速将达6.42%。而我国药品流通以公立医院渠道为主，零售药店渠道占比低。在医药分离的背景下，伴随着“双通道”政策将定点零售药店纳入医保统筹支付，以及监管政策日益完善，处方外流有望加速，未来5年有望带来1750亿元增量，相对于零售药店4330亿元的销售金额而言，扩容幅度达40.42%。此外，由于经营利润压缩、门槛提高以及监管政策趋严，零售药店行业集中度有望提升。当前我国TOP3零售药店门店数量占比、销售份额分别为3.42%、8.00%，行业集中度低。对标日本，我国零售药店集中度有3-6倍提升空间。
- 医药电商冲击下，线下头部药店有望保持稳定增长。**医药电商的优势主要是种类多、价格低、便利性高，消费群体主要为26-35岁的青年，销售产品主要为非药品，更多满足的是消费者的计划性药品需求；而线下药店的优势主要为时效性高、可提供专业药事服务、支持医保支付，消费群体主要为46岁以上的人群，销售产品主要为药品，更多满足的是消费者的应急性药品需求。可见，医药电商与线下药店各具优势，存在需求、产品、用户错位。医药电商短期内难以对线下头部药店产生实质性冲击，两者有望借助各自优势实现协同发展，共同抢占中小药店的市场份额。
- 公司对比：益丰药房增长快、稳，大参林盈利能力强。**从门店扩张来看，一心堂门店数量最多，老百姓门店布局最广，益丰药房扩张速度快、扩张效率高；从单店经营效率看，老百姓单店创收能力最强，大参林盈利水平最高，益丰药房单店创收、盈利水平稳定性强。
- 投资建议：**受益于行业集中度提升以及处方外流，线下头部药店成长空间大，同时考虑到药店企业估值处于历史低位，推荐关注药店龙头企业益丰药房(603939.SH)、大参林(603233.SH)、老百姓(603883.SH)、一心堂(002727.SZ)。
- 风险提示：**门店扩张速度不及预期；药品价格下降风险；医药电商冲击风险；行业政策风险。

内容目录

1 行业概况：药品市场规模稳步增长，药店渠道份额不断提升	5
1.1 人口老龄化+慢性病患率提高+健康意识提升，推动药品市场增长	5
1.2 公立医院为药品主要销售渠道，零售药店渠道份额稳步提升	6
1.3 全国零售药店门店数量逐年增加，连锁化率有待提升	8
2 增长逻辑：行业集中度提升+处方外流贡献增量	9
2.1 经营压力大+门槛提升+监管趋严，推动药店行业加速整合	9
2.1.1 相比于日本，我国零售药店行业集中度仍有 3-6 倍提升空间	9
2.1.2 利润空间压缩+经营门槛提升+监管政策趋严，推动零售药店集中度提升	9
2.2 处方外流有望加速，预计贡献增量超 1750 亿元	10
2.2.1 未来 5 年，处方外流贡献的增量预计超 1750 亿元	10
2.2.2 制约因素相继清除，处方外流有望加速	12
3 医药电商 VS 线下药店：多方错位，优势互补	13
3.1 网上药店以销售非药品为主，近 5 年销售规模复合增速为 61.72%	13
3.2 用户画像：线上医药消费者主要为 26-35 岁的白领	15
3.3 线上 VS 线下：各具独特优势，两者存在需求、产品、用户错位	16
3.4 医药电商冲击下，线下龙头药店有望保持稳定增长	17
3.4.1 线下头部药店借助门店优势，积极拓展医药电商	17
3.4.2 未来 10 年，院外线下渠道药品销售有望保持 11% 的复合增速	17
4 公司对比：益丰药房增长快、稳，大参林盈利能力强	19
4.1 门店数量及结构对比：一心堂“多”，老百姓“广”，益丰药房店龄“年轻”	19
4.2 单店经营效率对比：大参林创收强、盈利高，益丰药房表现稳定	22
4.3 财务对比：四家药店各有千秋，益丰药房、大参林较优	24
4.4 相比于二线药店，四家药店龙头增长快、效率高、盈利好	28
5 行业评级与投资建议	29
6 风险提示	29

图表目录

图 1：中国医疗健康支出总额及同比增速	5
图 2：中国大健康行业市场规模及同比增速	5
图 3：我国药品市场规模及同比增速	5
图 4：我国 65 岁及以上人口数量、比重	5
图 5：公立医院终端销售额及同比增速	7
图 6：公立基层医疗终端销售额及同比增速	7
图 7：零售药店终端销售额及同比增速	7
图 8：三大终端销售额增速对比	7
图 9：药品销售三大终端的销售额分布情况	8
图 10：全国药品经营企业历年变化情况（万家）	8
图 11：2020 年药品经营企业构成	8
图 12：我国连锁门店、单体药店数量及连锁化率（万家）	9
图 13：2019 年中美药店连锁化率对比	9
图 14：中美日 TOP3 药店门店数量占比	9

图 15: 中美日 TOP3 药店市场份额对比	9
图 16: 我国处方药与非处方药销售额 (亿元)	11
图 17: 我国处方药各销售渠道占比	11
图 18: 日本处方药各销售渠道占比	11
图 19: 中美日零售药店在处方药销售中的比重	11
图 20: 我国药店收入结构	12
图 21: 美国零售药店 Rite Aid 2018 年的销售结构	12
图 22: 实体、网上药店规模及增速 (含非药品, 亿元)	14
图 23: 实体药店与网上药店的销售额占比 (含非药品)	14
图 24: 网上药店药品销售规模及同比增速	14
图 25: 我国网上药店非药品销售规模及同比增速	14
图 26: 我国网上药店销售结构情况	14
图 27: 益丰药房的销售结构情况	14
图 28: 2019 年中国医药零售电商消费者年龄分布	15
图 29: 医药电商消费者职业分布	15
图 30: 医药电商网上购药意愿	15
图 31: 医药电商消费者购药理由	15
图 32: 医药电商消费者健康情况	16
图 33: 2019 年中国各渠道购药对象情况	16
图 34: 线上药店在药品销售中的比重	18
图 35: 院内、院外线下、院外线上药品销售规模及预测	18
图 36: 院内、院外线下、院外线上药品销售占比及预测	18
图 37: 院内、院外线下、院外线上药品销售增速及预测	18
图 38: 四家药店门店数量 (家)	19
图 39: 四家药店门店扩张速度 (%)	19
图 40: 四家药店每年新增门店数 (家)	19
图 41: 益丰药房的扩张方式	19
图 42: 大参林的扩张方式	20
图 43: 老百姓的扩张方式	20
图 44: 四家药店的关店数 (家)	20
图 45: 四家药店的关店率	20
图 46: 益丰药房门店的区域分布	21
图 47: 大参林门店的区域分布	21
图 48: 老百姓门店的区域分布	21
图 49: 一心堂门店的区域分布	21
图 50: 四家药店直营门店占比	21
图 51: 四家药店的医保门店占比	21
图 52: 2020 年四家药店的店龄结构	22
图 53: 四家药店的营业收入对比 (亿元)	25
图 54: 四家药店的营收增速对比 (%)	25
图 55: 2020 年四家药店的营收结构 (按区域, %)	25
图 56: 2020 年四家药店的营收结构 (按产品, %)	25
图 57: 四家药店的归母净利润对比 (亿元)	26
图 58: 四家药店的归母净利润增速对比 (%)	26
图 59: 四家药店的毛利率对比 (%)	26

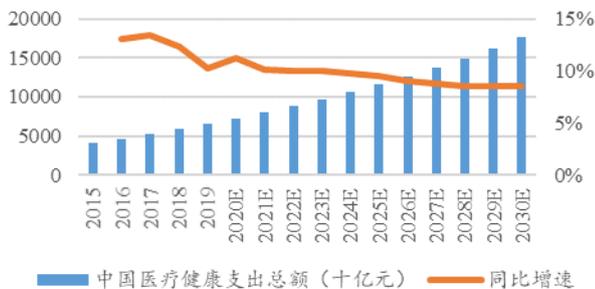
图 60: 四家药店的净利率对比 (%)	26
图 61: 四家药店的期间费用率对比 (%)	26
图 62: 四家药店的销售费用率对比 (%)	26
图 63: 四家药店的管理费用率对比 (%)	27
图 64: 四家药店的财务费用率对比 (%)	27
图 65: 四家药店的净资产收益率对比 (%)	27
图 66: 四家药店的资产负债率对比 (%)	27
图 67: 四家药店的总资产周转率对比 (%)	27
图 68: 四家药店的经营性活动现金流净额 (亿元)	27
表 1: 不同药品销售终端的特征比较	6
表 2: 与药店集中度提升相关的政策梳理	10
表 3: “药品零加成”“医药分开”、“处方外流”政策基本情况	12
表 4: 线下零售药店、O2O 医药电商、B2C 医药电商比较	16
表 5: 四大药店在医药电商、互联网医疗方面的布局比较	17
表 6: 四家药店零售业务收入对比	22
表 7: 四家药店零售业务盈利情况对比	23
表 8: “一线药店”与“二线药店”的分析比较	28

1 行业概况：药品市场规模稳步增长，药店渠道份额不断提升

1.1 人口老龄化+慢性病患者率提高+健康意识提升，推动药品市场增长

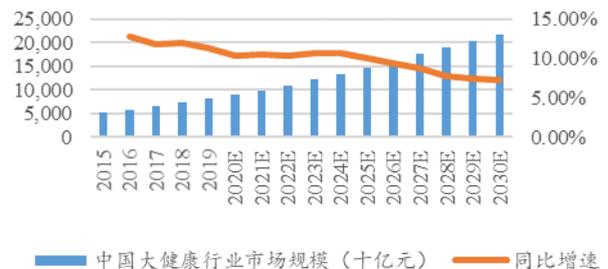
根据京东健康招股说明书，2020年，我国医疗健康支出预计达72540亿元，同比增长11.26%，预计到2030年，我国医疗健康支出将达到176160亿元，未来10年的复合增速为9.28%。我国大健康行业的市场规模将由2020年的89730亿元增长至2030年的217730亿元，未来10年的复合增速为9.27%；其中，我国药品市场规模将由2020年的17150亿元增长至2030年的31940亿元，未来10年的复合增速为6.42%。未来10年，我国医疗健康支出、大健康行业市场规模、药品市场规模保持稳步增长，主要驱动因素来自于：**(1) 人口老龄化**。我国65岁及以上人口规模将由2019年的1.76亿人增长至2030年的3.09亿人，占总人口的比重将由2019年的12.76%提升至21.50%。而根据中国医药工业信息中心医院处方分析系统RAS数据，我国60岁以上老年人用药占整体处方市场的55.5%以上，人口老龄化加剧将推动我国药品市场增长。**(2) 慢性病患者率提高**。根据京东健康招股说明书，2019-2024年，我国的乙肝、中风和糖尿病病例数预计将分别以11.1%、4.50%、2.70%的年复合增长率增长，受前述等慢性病的带动，医疗健康支出总额用于治疗和管理慢性病的占比预计将由2019年的69.60%提升至2030年的84.40%。**(3) 健康意识提升**。随着居民收入水平的提高、人口结构的变化以及技术的进步可以让更多疾病得以预防等，个人健康管理意识提升，推动健康管理需求增加。

图 1：中国医疗健康支出总额及同比增速



资料来源：京东健康招股说明书，财信证券

图 2：中国大健康行业市场规模及同比增速



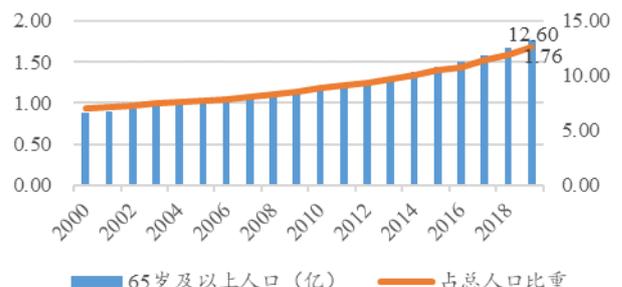
资料来源：京东健康招股说明书，财信证券

图 3：我国药品市场规模及同比增速



资料来源：京东健康招股说明书，财信证券

图 4：我国 65 岁及以上人口数量、比重



资料来源：国家统计局，财信证券

1.2 公立医院为药品主要销售渠道，零售药店渠道份额稳步提升

我国药品销售终端包括公立医院、零售药店、基层医疗终端。我国医药产业链主要包括医药制造、医药流通和医药消费三个环节。其中，狭义的“医药流通”环节是连接上游医药生产厂家和药品零售终端客户的一项经营活动，主要是指药品流通企业从上游生产厂家采购药品，然后出售给医院、药店等零售终端客户的药品流通过程。根据消费者直接接触到的销售终端环节不同，医药流通市场可细分为三大销售终端，分别为公立医院终端（包括城市公立医院及县级公立医院两大市场）、零售药店终端（包括实体药店和网上药店两大市场）和公立基层医疗终端（包括城市社区卫生服务中心/站及乡镇卫生院等）。从体量、数量、运营管理水平等特征来看，公立医院终端呈现经营门槛高、体量大、数量少的特点，而零售药店、基层医疗终端主要呈现出体量小、数量多、采购频次高的特点。

公立医院为药品主要销售渠道，零售药店渠道份额稳步提升。从销售金额来看，根据米内网数据，2020年，公立医院终端、公立基层医疗终端、零售药店终端销售额分别为10512/1595/4330亿元，同比增长-12.04%/-11.78%/3.19%，受新冠疫情影响，公立医院终端、公立基层医疗终端销售额同比减少。从销售增速来看，自2013年以来，随着销售规模逐渐增大，三个终端的销售增速整体呈下降趋势，其中零售药店终端的销售增速最为稳定，并于2016年超过公立医院终端销售增速。从渠道份额来看，2020年，公立医院终端、公立基层医疗终端、零售药店终端的渠道份额分别为64.00%/9.70%/26.30%，其中公立医院市场份额最大，为最重要的药品销售渠道，但呈现下降趋势；零售药店终端的市场份额则呈现上升趋势，渠道份额由2013年的23.30%提升至2020年的26.30%。未来，随着“处方外流”和“医药分开”等医改政策的落地，药品销售预计逐步流向院外市场，三大销售终端占比将面临调整，零售药店终端占比预计将进一步提升。

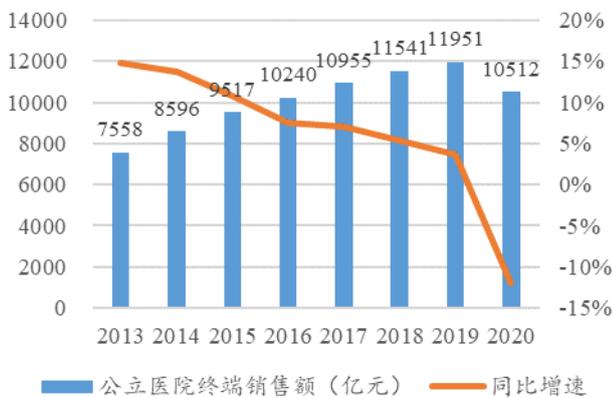
表 1：不同药品销售终端的特征比较

项目		医院市场（第一终端）	院外市场（第二、三终端）	
药品销售终端自身的特征	终端类别	二级及以上医院	零售连锁公司及其下属门店	单体药店等社区医药终端、诊所等基层医疗机构
	体量与数量	体量大、数量较少	除部分大中型连锁企业外，体量小、数量多	体量小，数量非常多
	运营管理水平	较高	除部分大中型连锁企业外，运营管理水平普遍较低	普遍较低
药品销售终端在交易环节的	经营门槛	医院开户难度较大，维护成本较高，资金压力较大	对赊销账期诉求高，资金压力较大	客户规模小、集中度低，业务繁琐、仓储及配送难度大
	采购频次及金额	采购频次低，单次采购量大	采购频次高，单次采购量小	采购频次高，单次采购量小
	采购内容特征	整件为主	整件+零货	零货为主，需拆零后重新拣选、包装、复核

特征及对医药流通企业的影响	配送及时性需求	相对较低	较高	很高
资金周转效率	低,应收账款回款期通常为3-6个月,甚至更长	低,应收账款回款期通常为3-6个月,甚至更长	较高,应收账款回款期通常为2-3个月,甚至更长	高,账期较短或没有账期
B2B适用性	低	低	低	高度契合
国家政策和行业趋势	二级及以上公立医疗机构需严格执行“两票制”,“营改增”将有效打压商业贿赂,“带量采购”提高中标门槛、显著降低药价。	鼓励提升零售连锁化率和行业集中度	鼓励提升零售连锁化率和行业集中度	“医药分开、分级诊疗”的趋势下,院外市场承接外流处方,将迎来行业机遇

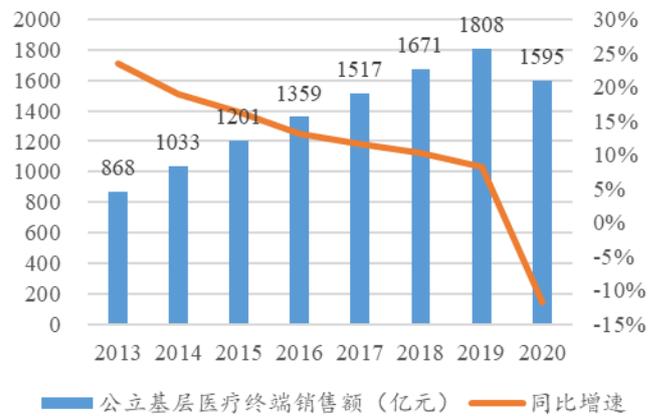
资料来源:药易购招股说明书,财信证券

图 5: 公立医院终端销售额及同比增速



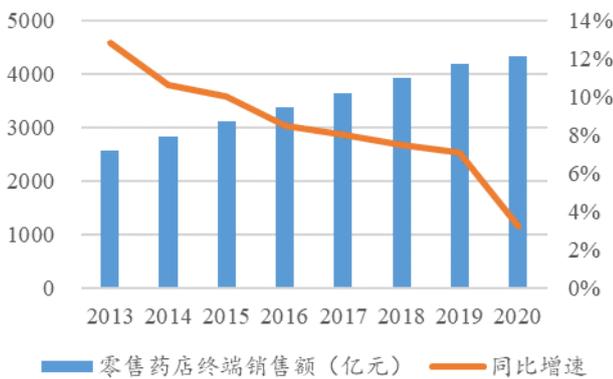
资料来源:米内网,财信证券

图 6: 公立基层医疗终端销售额及同比增速



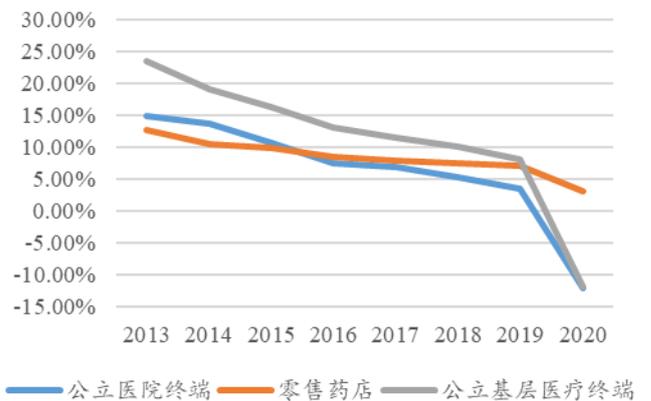
资料来源:米内网,财信证券

图 7: 零售药店终端销售额及同比增速



资料来源:米内网,财信证券

图 8: 三大终端销售额增速对比



资料来源:米内网,财信证券

图 9：药品销售三大终端的销售额分布情况

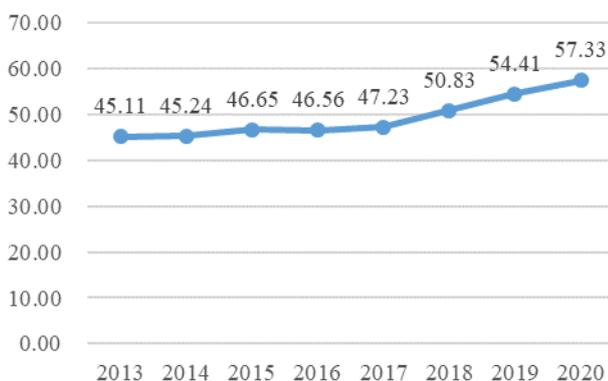


资料来源：米内网，财信证券

1.3 全国零售药店门店数量逐年增加，连锁化率有待提升

全国零售药店门店数量逐年增加，连锁化率有待提升。药品经营主体包括批发企业和零售企业。根据国家药监局《药品监督管理统计年度报告(2020年)》，截至2020年底，全国共有《药品经营许可证》持证企业57.33万家。其中，批发企业1.31万家，占比约为2.29%；零售企业数量为56.02万家，占比约为97.71%。受新冠疫情带动药械需求增加影响，2020年全国零售药店数量小幅增长。具体来看，2020年，全国共有零售药店门店总数55.39万家，同比增长5.70%。其中，单体药店24.09家，同比增长2.97%；连锁药店门店31.29家，同比增长7.91%。此外，我国药店连锁化率呈现不断提升趋势，药店连锁化率由2013年的37%提升至2020年的56%，但同美国等发达国家相比，我国药店连锁化率提升空间仍较大。以2019年为例，美国药店的连锁化率达到87%，我国连锁化率仅为55%。

图 10：全国药品经营企业历年变化情况（万家）



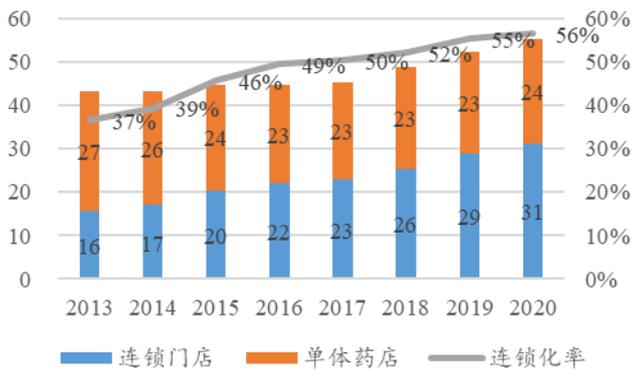
资料来源：国家药品监督管理局，财信证券

图 11：2020 年药品经营企业构成



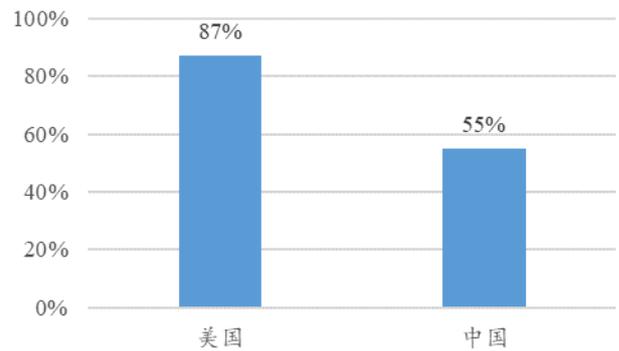
资料来源：国家药品监督管理局，财信证券

图 12: 我国连锁门店、单体药店数量及连锁化率(万家)



资料来源: 国家药品监督管理局, 财信证券

图 13: 2019 年中美药店连锁化率对比



资料来源: 益丰药房年报, 财信证券

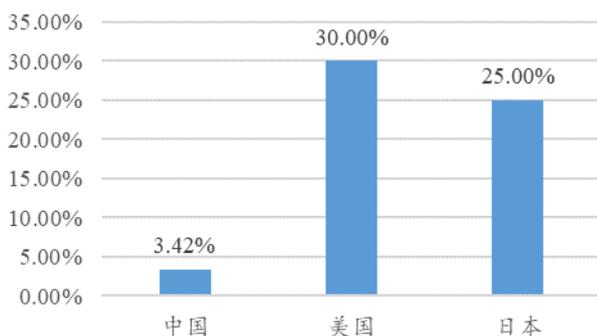
2 增长逻辑: 行业集中度提升+处方外流贡献增量

2.1 经营压力大+门槛提升+监管趋严, 推动药店行业加速整合

2.1.1 相比于日本, 我国零售药店行业集中度仍有 3-6 倍提升空间

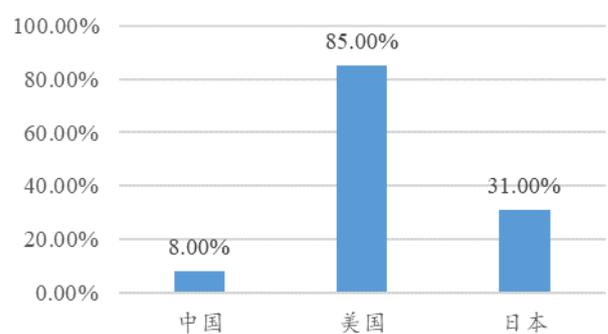
2019 年, 我国 TOP3 药店企业的门店数量占比为 3.42%, 同期美国、日本 TOP3 药店门店数量占比为 30.00%、25.00%; 我国 TOP3 药店企业的销售市场份额为 8.00%, 同期美国、日本 TOP3 药店企业的销售市场份额分别为 85.00%、31.00%。同日本相比, 我国 TOP 药店门店集中度、市场份额集中分别有 6 倍、3 倍的提升空间。

图 14: 中美日 TOP3 药店门店数量占比



资料来源: 益丰药房年报, 中国药店, 财信证券

图 15: 中美日 TOP3 药店市场份额对比



资料来源: 益丰药房年报, 中国药店, 财信证券

2.1.2 利润空间压缩+经营门槛提升+监管政策趋严, 推动零售药店集中度提升

自 2016 年以来, 两票制、药品零加成、带量采购、医保谈判等政策相继执行, 药品流通利润空间不断被压缩, 对药店的经营能力、议价能力等提出更高要求。另一方面, 《新版 GSP》、《零售药店分类分级管理》、《零售药店医疗保障定点管理暂行办法》、《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》等政策, 提升了零售药店的开

店门槛、经营范围拓展门槛、医保统筹支付门槛。例如，2018年颁布的《零售药店分类分级管理》指出，满足执业药师配置、服务环境设施以及信息化管理系统建设要求的三类药店可经营非处方药、处方药（不包括禁止类药品）、中药饮片；2021年颁布的《零售药店医疗保障定点管理暂行办法》规定，满足医师、医保管理人员配置以及相关制度要求的定点零售药店可以申请纳入门诊慢性病、特殊病购药定点机构；2021年发布的《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》指出，资质合规、管理规范、信誉良好、布局合理以及满足对所售药品已实现电子追溯等条件的定点零售药店纳入谈判药品供应保障范围，并同步纳入医保支付机制。此外，日益趋严的药店经营监管政策（如执业药师“挂证”清查等）也会推动行业集中度提升。

表 2：与药店集中度提升相关的政策梳理

时间	政策	内容及影响
2016	两票制	公立医疗机构在采购中逐步推行“两票制”（生产企业到流通企业开一次发票，流通企业到医疗机构开一次发票），鼓励其他医疗机构药品采购中推行“两票制”； 压缩药品流通环节，减少中小药店低价进货渠道。
2016	新版 GSP	企业应当按照国家有关规定配备执业药师，负责处方审核，指导合理用药； 提升药师配置等开店门槛。
2017	药品零加成	2017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）； 药品降价，利润空间压缩。
2018	零售药店分类分级管理	强化执业药师配置、服务环境设施以及信息化管理系统建设； 高评级药店经营范围广、优惠政策多，低评级药店经营范围受限。
2019	带量采购	将“4+7”试点集中采购模式在全国范围内推广，自愿参加试点扩大区域范围的医保定点社会办医疗机构、医保定点零售药店药品用量可以参与带量采购、以量换价； 药品降价，利润空间压缩。
2019	执业药师“挂证”清查	全国范围内开展为期6个月的药品零售企业执业药师“挂证”行为整治专项活动； “挂证”药店将撤销GSP证书，执业药师配置监管趋严。
2021	零售药店医疗保障定点管理暂行办法	符合规定条件的定点零售药店可以申请纳入门诊慢性病、特殊病购药定点机构； 定点零售药店需满足药师、医保管理人员配置以及相关制度要求。
2021	“双通道”管理机制	将定点零售药店纳入谈判药品供应保障范围，并同步纳入医保支付机制； “双通道”定点药店遴选标准高、信息化标准、药品管理标准、医保基金监管标准高。

资料来源：国家药品监督管理局，国家卫生健康委，国家医疗保障局，财信证券

2.2 处方外流有望加速，预计贡献增量超 1750 亿元

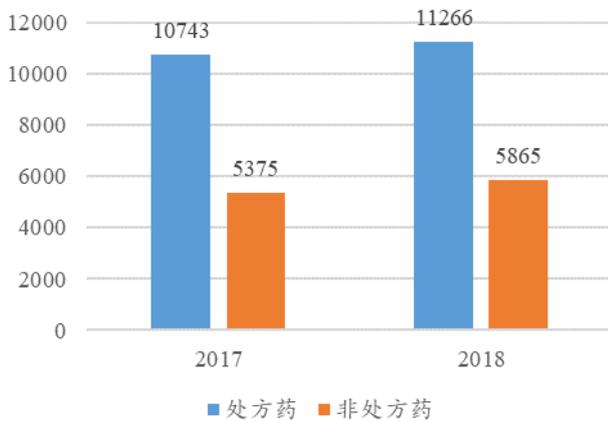
2.2.1 未来 5 年，处方外流贡献的增量预计超 1750 亿元

对标美日，我国零售药店在处方药销售中的渠道价值具有 3-4 倍挖掘空间。根据 IQVIA 数据显示，2018 年，我国处方药、非处方药的销售额分别为 11266、5865 亿元，销售占比分别为 65.76%、34.24%。而在处方药的销售渠道中，医院、零售药店、第三终端的渠道占比分别为 72%、12%、16%，医院为处方药的主要销售渠道，零售药店的渠道占比最小。而在医药分离程度高的日本，药店为主要的处方药销售渠道，其渠道占比高达 52%，大型医院、中小型医院、诊所的渠道占比分别仅为 25.30%、5.80%、16.80%。类似于日本，美国零售药店也是其处方药的主要销售渠道，渠道比重高达 65%。相比于

日本、美国，我国零售药店在处方药销售中的渠道价值具有 3-4 倍的挖掘空间。我们进一步对比中美药店的收入结构，处方药在我国药店收入中的占比为 39.02%，在美国药店收入的占比为 66.60%，两者相差近 28%。伴随着我国医药分离程度的提高以及处方外流加快，处方药在我国药店收入结构中的占比不断提高。

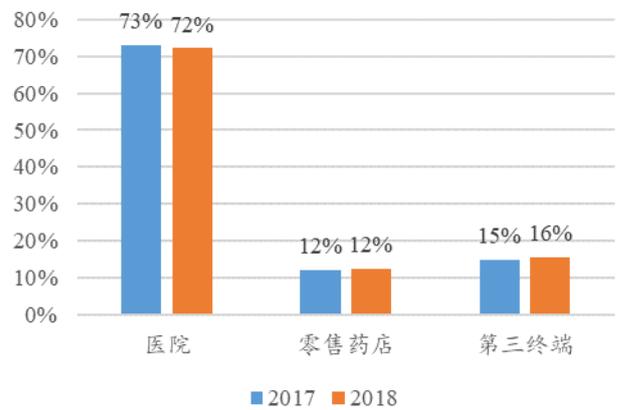
未来 5 年处方外流带来的增量预计超 1750 亿元。据中国医药物资协会 DTP 委员会的预测，我国 DTP 及处方外流市场 2020 年总销售额约为 750 亿元，未来五年预计总销售额超过 2500 亿元。若假定医院外流的处方主要流向药店，处方外流给药店带来的增量将超 1750 亿元，相比于零售药店 2020 年销售金额（4330 亿元），增幅达 40.42%。

图 16：我国处方药与非处方药销售额（亿元）



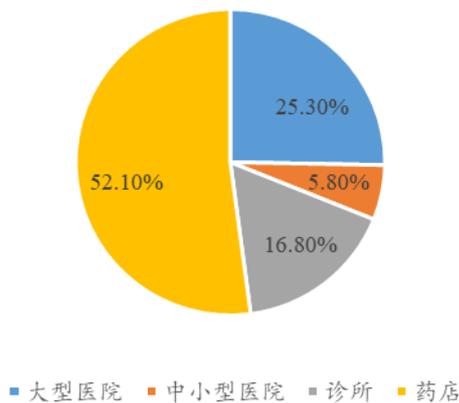
资料来源：IQVIA，财信证券

图 17：我国处方药各销售渠道占比



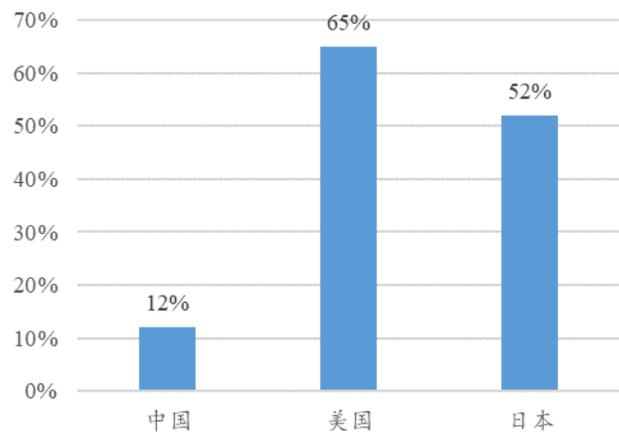
资料来源：IQVIA，财信证券

图 18：日本处方药各销售渠道占比



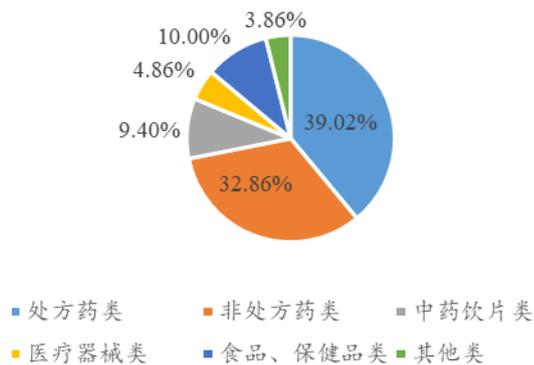
资料来源：Wind，财信证券

图 19：中美日零售药店在处方药销售中的比重



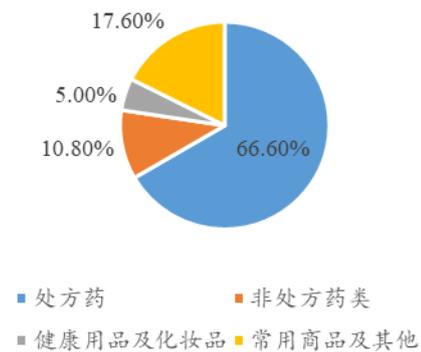
资料来源：IQVIA，中国药店，财信证券

图 20：我国药店收入结构



资料来源：中国药店，财信证券

图 21：美国零售药店 Rite Aid 2018 年的销售结构



资料来源：Rite Aid 年报，财信证券

2.2.2 制约因素相继清除，处方外流有望加速

为解决“以药养医”“看病难、看病贵”的问题，以及提高人民群众用药的可及性，自 2015 年以来，政府部门发布多项有关“药品零加成”“医药分开”“处方外流”的政策。2017 年 9 月底，全国所有公立医院全部取消药品加成（中药饮片除外），同时政府通过提高医疗服务收入、增加补偿收入等配套政策巩固破除以药补医成果，解决了医院推动处方外流动力不足的问题。2021 年 5 月，国家医保局等部门发布《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》，将定点零售药店纳入医保谈判药品供应保障范围，并与定点医疗机构统一支付机制，推动了零售药店承接处方外流时医保统筹问题的解决。同月，湖南省卫健委等发布《关于印发湖南省处方流转与监管工作方案（试行）的通知》，文件指出将建立全省统一的处方流转与监管平台，处方外流监管原则日益完善。

表 3：“药品零加成”“医药分开”、“处方外流”政策基本情况

时间	发布机构	政策名称	主要内容
2015 年 5 月	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》	破除以药补医机制。试点城市所有公立医院 推进医药分开 ，积极探索多种有效方式改革以药补医机制， 取消药品加成 （中药饮片除外）。将公立医院补偿由服务收费、药品加成收入和政府补助三个渠道改为服务收费和政府补助两个渠道。通过调整医疗服务价格、加大政府投入、改革支付方式、降低医院运行成本等，建立科学合理的补偿机制。力争到 2017 年试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体降到 30% 左右。
2016 年 4 月	国务院办公厅	《关于印发深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务的通知》	采取多种形式 推进医药分开 ， 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 。
2017 年 1 月	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》	提出推进医药分开，医疗机构应 按照药品通用名开具处方 ，并主动向患者提供处方；门诊患者可以自主选择在医疗机构或零售药店购药， 医药机构不得限制门诊患者凭处方到零售药店购药 ；具备条件的可探索将门诊药房从医疗机构剥离。
2017 年 4 月	国家卫计委等	《关于全面推开公立医院综合改革工作的通知》	明确提出 2017 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 年 3 月	国家卫计委	《关于巩固破除以药补	提出对公立医院取消药品加成减少的合理收入，要严格按照当地公立

	委等	医成果持续深化公立医院综合改革的通知》	医院综合改革实施方案确定的补偿途径和比例执行，中央财政在 2018 年-2020 年继续安排资金支持县级和城市公立医院综合改革，以巩固破除以药补医成果。
2020 年 10 月	国家医疗保障局	《关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见》	支持“互联网+”医疗复诊处方流转。探索定点医疗机构外购处方信息与定点零售药店互联互通 ，有条件的统筹地区可以依托全国统一医保信息平台，加快推进外购处方流转相关功能模块应用，便于“互联网+”医疗服务复诊处方流转。探索开展统筹地区间外购处方流转相关功能模块互认，实现“信息和处方多跑路，患者少跑腿”。
2021 年 5 月	国务院办公厅	国务院办公厅关于推动公立医院高质量发展的意见	建立药品追溯制度，探索公立医院处方信息与药品零售消费信息互联互通。
2021 年 5 月	湖南省卫健委等	关于印发湖南省处方流转与监管工作方案（试行）的通知	明确处方流转与监管工作先在省内部分医疗机构开展试点，再逐步向全省二、三级医疗机构进行推广。流转药品范围应以慢性病、常见病的口服或外用制剂为主，注射剂（自用胰岛素针除外）、毒麻精放等特殊药品不在此列。
2021 年 5 月	国家医保局等	《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》	零售药店纳入谈判药品供应保障范围，并与定点医疗机构统一支付机制；定点零售药店要与医保信息平台、电子处方流转平台等对接，保证电子处方顺畅流转。

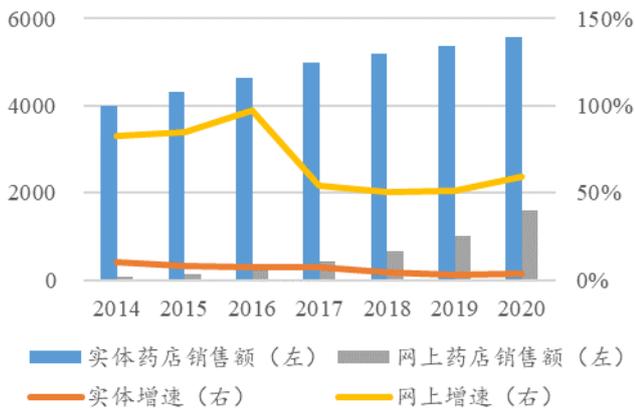
资料来源：国务院办公厅，国家药品监督管理局，国家卫生健康委，国家医疗保障局，湖南省卫健委，财信证券

3 医药电商 VS 线下药店：多方错位，优势互补

3.1 网上药店以销售非药品为主，近 5 年销售规模复合增速为 61.72%

根据米内网数据，2020 年，我国网上药店的销售规模（含非药品）为 1593 亿元，同比增长 59%；实体药店的销售规模（含非药品）为 5576 亿元，同比增速为 3.86%。网上药店销售规模增速大幅领先于实体药店，其占药店销售额的比重由 2013 年的 1% 提升至 22%。分结构来看，不同于线下药店，网上药店以销售非药品为主。2020 年，我国网上药店药品销售规模为 243 亿元，同比增长 75.60%，占网上药店销售规模（含非药品）的比重为 15%；网上药店非药品销售规模为 1350 亿元，同比增长 56.25%，占网上药店销售规模（含非药品）的比重为 85%。而线下药店则以药品销售为主，以益丰药房为例，其 2020 年销售收入结构中，约 80% 的收入来自药品，约 20% 的收入来自非药品，销售收入结构正好与网上药店相反，可见两者的销售产品存在错位。

图 22: 实体、网上药店规模及增速 (含非药品, 亿元)



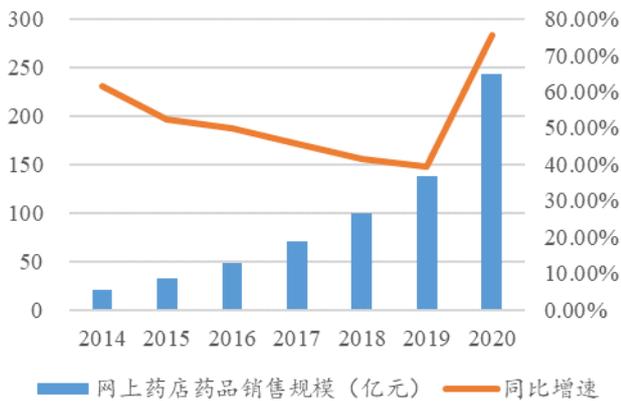
资料来源: 米内网, 财信证券

图 23: 实体药店与网上药店的销售额占比 (含非药品)



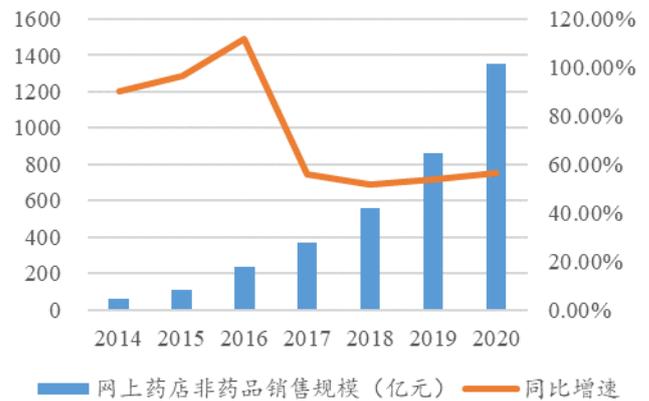
资料来源: 米内网, 财信证券

图 24: 网上药店药品销售规模及同比增速



资料来源: 米内网, 财信证券

图 25: 我国网上药店非药品销售规模及同比增速



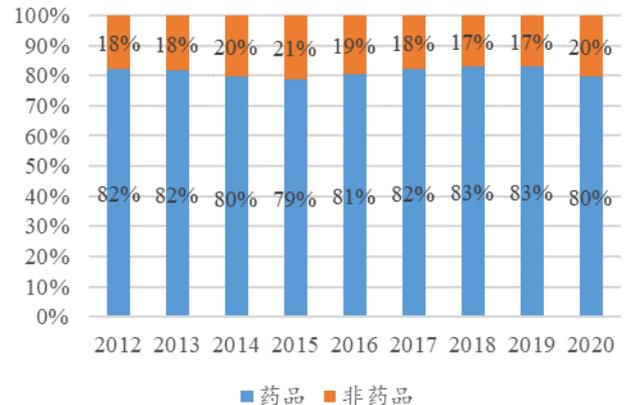
资料来源: 米内网, 财信证券

图 26: 我国网上药店销售结构情况



资料来源: 米内网, 财信证券

图 27: 益丰药房的销售结构情况

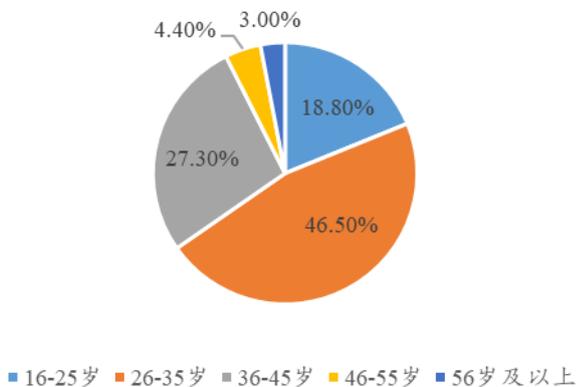


资料来源: 公司年报, 财信证券

3.2 用户画像：线上医药消费者主要为 26-35 岁的白领

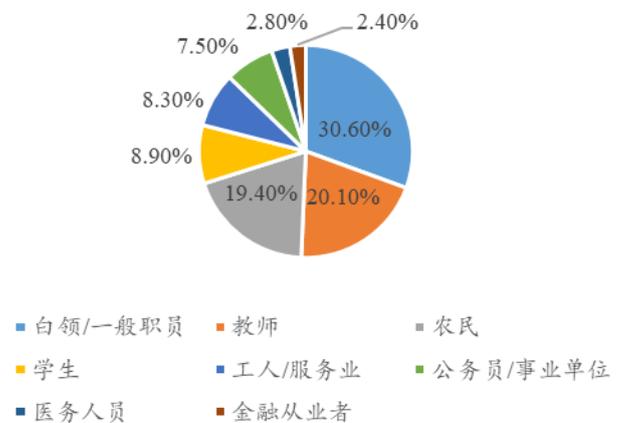
从年龄分布来看，医药电商消费者主要以 26-35 岁的青年为主，其占比为 46.50%，而年龄在 46 岁以上的消费者占比较少，其占比仅为 7.40%。从职业分布来看，医药电商消费者主要以白领、教师为主，两者的占比分别为 30.60%、20.10%。从购药意愿及理由来看，97%的调查者会或者部分会选择在网上购药，其选择网上购药的理由主要为品牌选择多（67.10%）、安全保障高（61.10%）、价格低（51.20%）。从医药电商消费者的健康情况来看，医药电商消费者主要以健康、亚健康消费者为主，其占比分别为 43.10%、43.20%，患有慢性病的消费者占比仅为 13.70%。从用药对象来看，消费者主要为自己买药，其中分别有 56.00%、54.60%的消费者在电商平台、线下药店为自己的父母买药。

图 28：2019 年中国医药零售电商消费者年龄分布



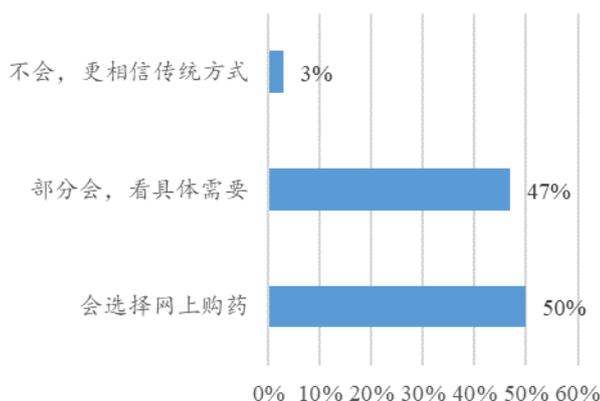
资料来源：京东健康，中康资讯，财信证券

图 29：医药电商消费者职业分布



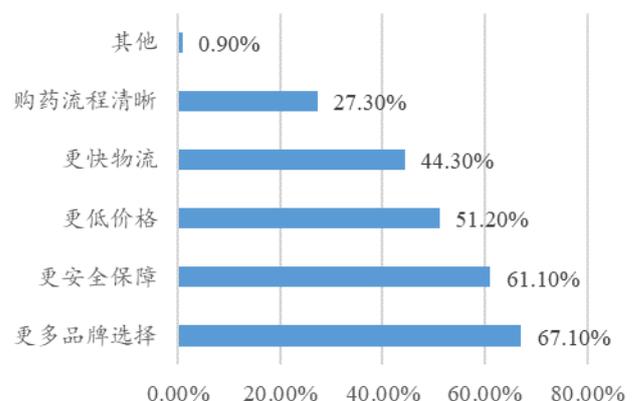
资料来源：京东健康，中康资讯，财信证券

图 30：医药电商网上购药意愿



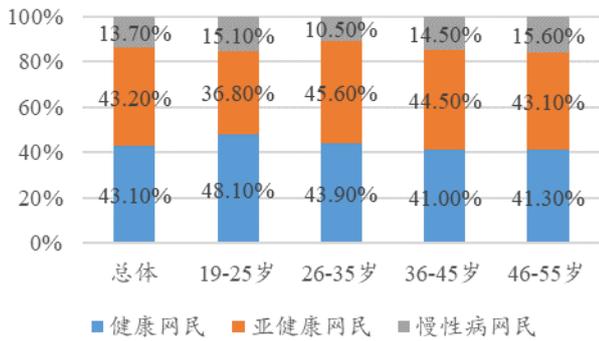
资料来源：京东健康，财信证券

图 31：医药电商消费者购药理由



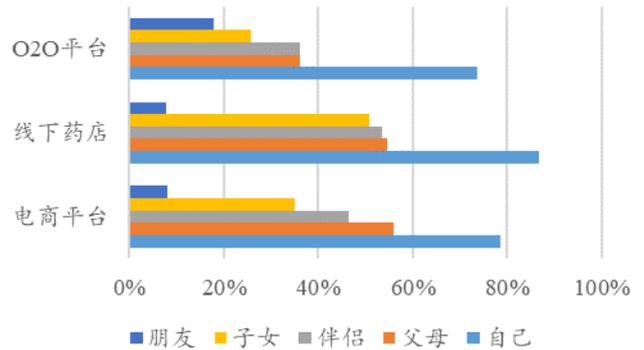
资料来源：京东健康，财信证券

图 32：医药电商消费者健康情况



资料来源：京东健康，财信证券

图 33：2019 年中国各渠道购药对象情况



资料来源：京东健康，财信证券

3.3 线上 VS 线下：各具独特优势，两者存在需求、产品、用户错位

从药品种类、时效性、便利性、质量与服务、医保支付、价格等方面比较，线下药店的优势主要体现在时效性高、可提供药事服务、支持医保支付，同时可借助 O2O 模式提升购药便利性；B2C 医药电商（即线上药店）的优势主要体现在药品种类多、价格低、便利性高，但暂时不能支持医保支付。线下线上药店各具独特优势，同时两者在消费需求、消费产品、消费用户方面存在错位。消费需求方面。根据京东健康联合中康资讯发布的《中国药品零售市场消费趋势报告》显示，线下实体药店销售最多的药品品类为感冒药、胃肠道用药、降血压用药等应急性药品；以京东健康为代表的线上药店销量排名前四的药品品类为补肾壮阳药、风湿骨伤药、补气养血药以及维矿物质等偏计划性消费药品。线下药店主要依托靠近社区、O2O 平台等满足时效性要求高的消费需求。消费产品方面。线下药店约 80% 的销售收入来自于药品，而线上药店约 80% 的销售收入来自非药品。消费用户方面。线上消费者以 26-35 岁的青年为主，线下药店消费者以 46 岁以上的人群为主，而我国 60 岁以上老年人用药占整体处方市场的 55.5% 以上，线下药店更能充分受益于人口老龄化带来的药品需求增加。

表 4：线下零售药店、O2O 医药电商、B2C 医药电商比较

类型	线下零售药店	O2O 医药电商	B2C 医药电商
种类	种类少	依托线下药房	种类多
时效性与便利性	时效性高，便利性一般	时效性取决于配送效率，便利性高	时效性差，便利性高
质量与服务	药品质量保障程度高，可提供专业药事服务	药品质量认可度低于线下实体店，仅提供线上咨询	产品质量认可度低，仅提供线上咨询
医保支付	70% 的门店可刷医保	医保支付暂未放开	医保支付暂未放开
价格	略贵	依托线下药房	较低
代表企业	益丰药房、大参林等	美团买药、叮当买药	京东健康、阿里健康

资料来源：京东健康，财信证券

3.4 医药电商冲击下，线下龙头药店有望保持稳定增长

3.4.1 线下头部药店借助门店优势，积极拓展医药电商

面对京东健康、阿里健康等医药电商的冲击，头部线下药店也在积极拥抱医药电商、互联网医疗。在医药电商方面，益丰药房、大参林等头部线下药店通过自建（APP/小程序/公众号）与第三方平台合作（入驻京东健康、阿里健康、京东到家、美团外卖）的方式搭建“O2O+B2C”平台，从经营情况来看，头部药企 O2O 覆盖率超 50%，且医药电商收入均保持高速增长。以益丰大药房为例，2020 年，其 O2O 上线直营门店超过 4400 家，占公司直营门店数量的比重为 82.15%；互联网业务收入为 6.88 亿元，同比增长 114%，占公司总营收的比重为 5.23%。在互联网医疗方面，头部药企也积极设立互联网医院、与远程审方平台。

表 5：四大药店在医药电商、互联网医疗方面的布局比较

公司名称	医药电商业务	互联网+医疗
益丰药房	<p>O2O+B2C 模式</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 平台建设：益丰健康 APP、小程序、微信商城以及第三方平台等。 ● 业务发展：公司于 2013 年开启医药电商业务，2016 年成立电商事业群，2019 升级为新零售事业群，下设 B2C、O2O、CRM、互联网医疗、处方流转、电商技术等各新零售业务线事业部。 ● 经营情况：截止 2020 年底，公司 O2O 上线直营门店超过 4400 家，24 小时营业配送门店 300 多家。公司官方公众号粉丝超 1,000 万，公司互联网业务 2020 年实现销售收入 6.88 亿元，同比增长 114%。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 2020 年 6 月，公司在海南省设立海南益丰互联网医院有限公司，获得互联网医院牌照。 ● 2020 年 7 月，设立海南益丰远程医疗中心有限公司，为顾客提供远程专业问诊服务。
大参林	<p>O2O+B2C 模式</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 平台建设：大参林医药服务、药速达等及第三方平台 ● 经营情况：2019-2020 年，公司线上业务收入分别同比增长 151.87%、160%。截止 2019 年底，公司 O2O 上线门店超过 3200 家，覆盖了线下所有主要城市。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 2019 年公司获得广东省互联网医院牌照，同时在海南设立了互联网医院公司，提供用药咨询、远程问诊、用药提醒等。
一心堂	<p>O2O+B2C 模式</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 平台建设：O2O 平台为一心到家（自建）、第三方平台（美团外卖、饿了么、京东到家）；B2C 平台为一心堂药城、积分商城、京东健康等； ● 经营情况：公司 2020 年电商业务总销售 1.97 亿元，是 2019 年电商业务总销售的 2.7 倍。截止 2020 年底，公司 O2O 业务门店数达到 4816 家，覆盖率达到门店总数的 66.84%，遍布 10 个省份及直辖市。省会级、地市级、县级、乡镇级区域 O2O 业务销售占比分别为 54.96%/32.17%/11.45%/1.41%，客单价分别为 35.06/34.18/38.61/42.24 元。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 2019 年 6 月 1 日公司成立远程药事服务部；公司远程审方涉及平台有一心堂自建平台、平安好医生、微问诊等。 ● 2020 年全年线上、线下审方突破 1600 万单，月均审方 135.23 万单。
老百姓	<p>O2O 与 B2C 模式</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 平台建设：微信公众号，小程序，第三方平台； ● 经营情况：2020 年线上渠道销售 2.89 亿元，同比 2019 年增长 65.7%。公司微信服务号关注用户数超 887 万，其中注册会员数 693 万。 	<ul style="list-style-type: none"> ● 借助腾讯的云计算、云服务、AI，实现智能荐药、辅助诊断、药品推荐、智能审方等智能化服务以及会员生命周期管理。

资料来源：公司公告，财信证券

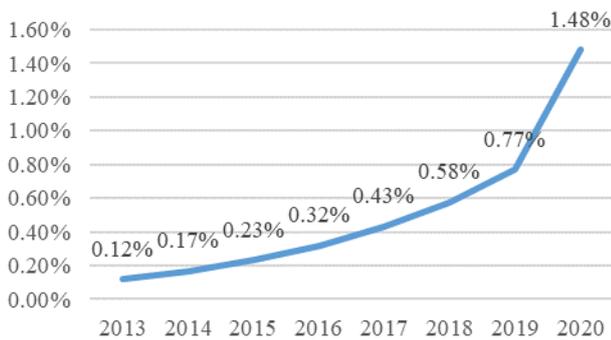
3.4.2 未来 10 年，院外线下渠道药品销售有望保持 11%的复合增速

因为线下药店以药品销售为主，我们重点分析一下线上药店对线下药品销售的影响。

根据米内网数据，2020年，线上药店在药品销售中的占比为1.48%；京东健康招股说明书的数据显示，院外线上渠道在全渠道药品销售中的占比约为3.79%。综合多方数据来看，当前线上药店在药品销售中的占比较低。根据京东健康招股说明书中的预测数据，2020-2030年，全渠道药品销售规模将由17150亿元增长至31940亿元，复合增速为6.42%；其中，院外线下药品销售额将由5280亿元增长至15060亿元，复合增速为11.05%，渠道占比将由30.79%提升至47.15%；院外线上药品销售额将由650亿元增长至5700亿元，复合增速24.25%，渠道占比将由3.79%提升至17.85%；院内药品销售额11210亿元下降至11180亿元，复合增速为-0.03%，渠道占比由65.36%下降至35.00%。比较来看，在院外线上销售渠道销售快速增长的影响下，受益于药品行业增长以及处方外流，院外线下药品销售额仍将保持11%左右的复合增速，其渠道占比仍将实现大幅提升。

总的来说，医药电商是未来趋势，但考虑到：（1）药品消费群体为中老年人，其消费习惯短期内难以发生明显改变；（2）线下药店的医保支付优势、专业服务优势，医药电商平台难以替代；（3）线下头部药店借助门店优势、资金优势、技术优势，积极拥抱医药电商，我们认为：医药电商短期内难以对线下头部药店产生实质性冲击，两者有望借助各自优势实现协同发展，共同抢占中小药店的市场份额。

图 34：线上药店在药品销售中的比重



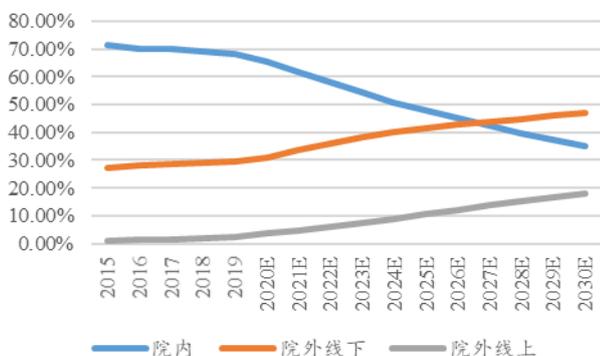
资料来源：米内网，财信证券

图 35：院内、院外线下、院外线上药品销售规模（亿元）



资料来源：京东健康招股说明书，财信证券

图 36：院内、院外线下、院外线上药品销售占比及预测



资料来源：京东健康招股说明书，财信证券

图 37：院内、院外线下、院外线上药品销售增速及预测



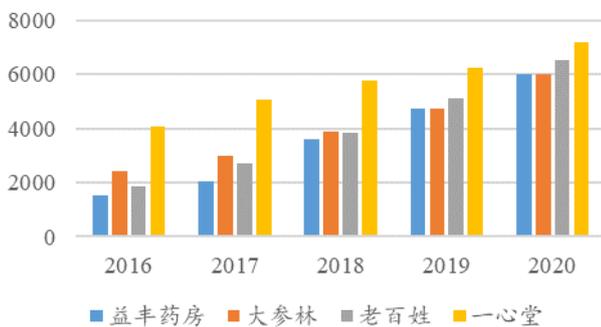
资料来源：京东健康招股说明书，财信证券

4 公司对比：益丰药房增长快、稳，大参林盈利能力强

4.1 门店数量及结构对比：一心堂“多”，老百姓“广”，益丰药房店龄“年轻”

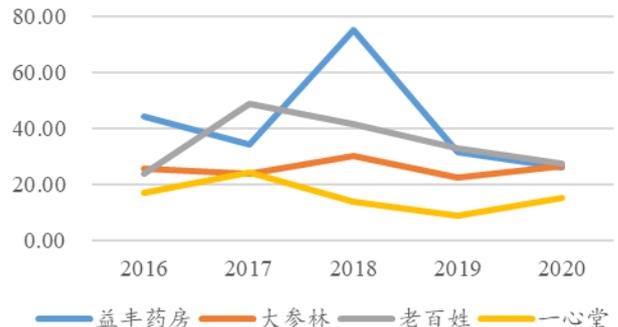
一心堂门店数量最多，益丰药房、老百姓门店扩张速度领先。截止 2020 年底，益丰药房、大参林、老百姓、一心堂分别拥有 5991/6020/6533/7205 家门店，同比增长 26.07%/26.58%/27.40%/14.99%；近 5 年的门店复合增速为 41.26%/25.66%/34.52%/15.56%，益丰药房的复合增速最快。2016-2020 年，一心堂的门店数量始终处于领先地位，但其领先优势在不断减少，主要原因为：不同于益丰药房、大参林、老百姓采用“自建+并购+加盟”模式扩张门店，一心堂主要采取自建的方式扩张门店，扩张速度较慢。在扩张速度上，益丰药房、老百姓的门店增速处于交替领先的状态。2020 年，益丰药房、大参林、老百姓、一心堂分别新增门店 1323/1356/1734/1155 家，老百姓新增门店数最多。从扩张效率来看，2020 年，益丰药房、大参林、老百姓、一心堂分别关闭门店 84/92/91/216 家（一心堂关店数包含搬迁数），关店率（关店数/直营门店总数）分别为 1.57%/1.61%/1.86%/3.00%，综合过去 5 年的关店率来看，益丰药房、大参林的关店率较低，扩张效率较高。

图 38：四家药店门店数量（家）



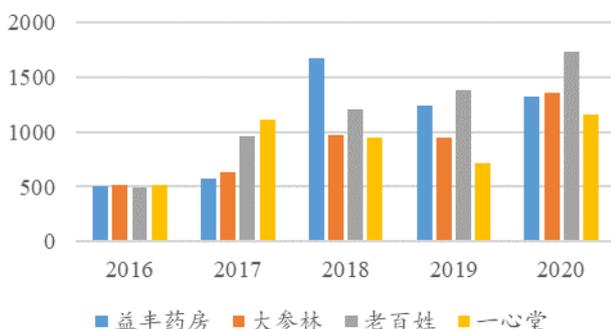
资料来源：公司公告，财信证券

图 39：四家药店门店扩张速度（%）



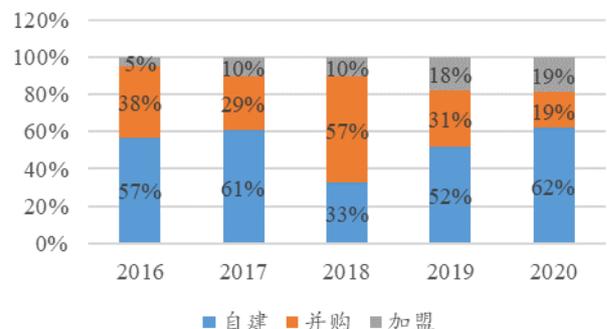
资料来源：公司公告，财信证券

图 40：四家药店每年新增门店数（家）



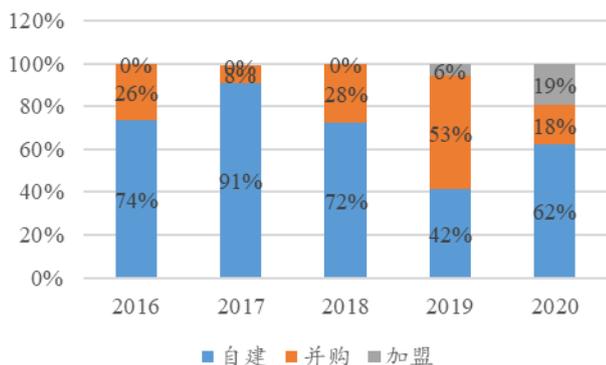
资料来源：公司公告，财信证券

图 41：益丰药房的扩张方式



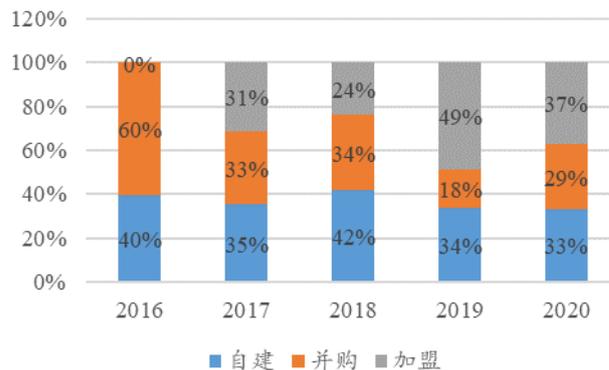
资料来源：公司公告，财信证券

图 42：大参林的扩张方式



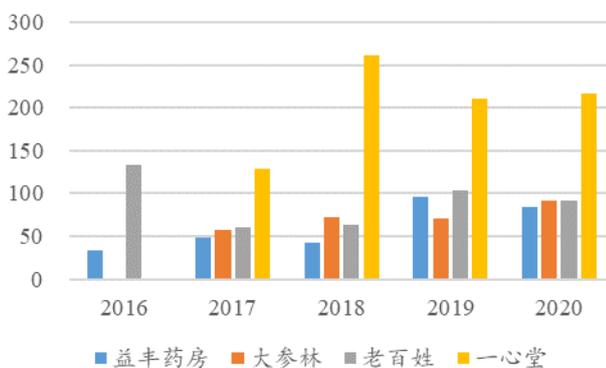
资料来源：公司公告，财信证券

图 43：老百姓的扩张方式



资料来源：公司公告，财信证券

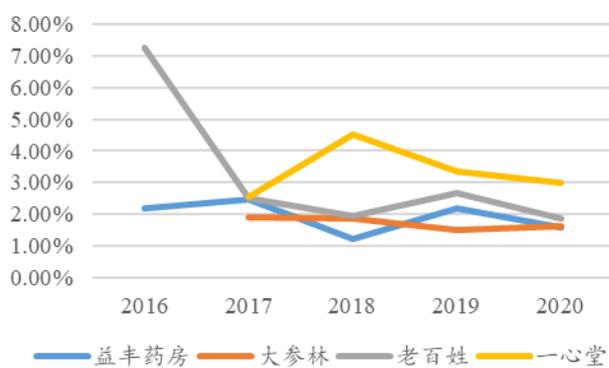
图 44：四家药店的关店数（家）



资料来源：公司公告，财信证券

注：一心堂的关店数包含搬迁数

图 45：四家药店的关店率

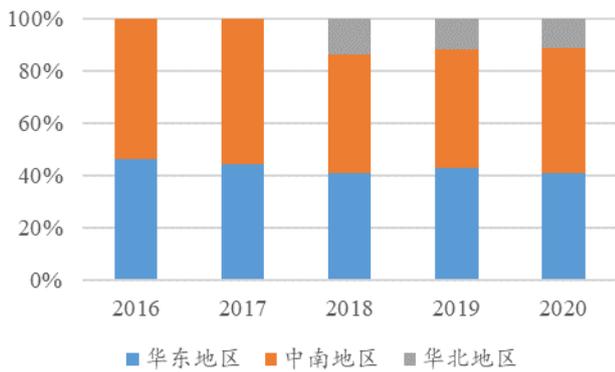


资料来源：公司公告，财信证券

注：一心堂的关店数包含搬迁数

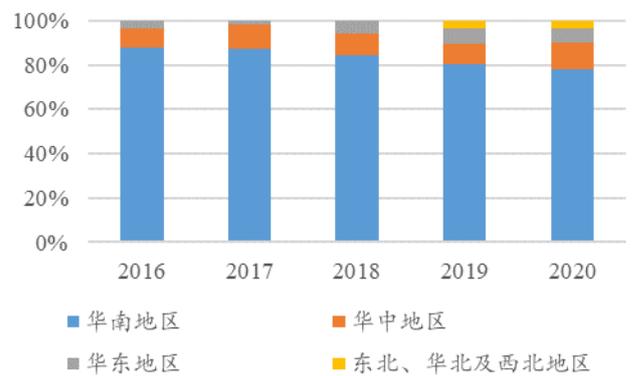
老百姓门店覆盖区域更广，益丰药房店龄结构更“年轻”。从门店区域结构来看，截止 2020 年底，益丰药房、大参林、老百姓、一心堂门店覆盖的省份数分别为 9/10/22/10 个，老百姓覆盖的区域范围最广。其中，益丰药房的门店主要集中在中南、华东地区，优势省份为湖南、湖北、上海、江苏、浙江、河北；大参林的门店主要集中在华南地区，优势省份为广东、广西、河南；老百姓的门店主要集中在华中、华东、西北、华北等地区，优势省份为湖南、江苏、安徽、陕西、广西、天津、甘肃、内蒙古、河南、湖北、浙江；一心堂的门店主要集中在西南地区，优势省份为云南、四川、重庆、海南。综合来看，老百姓、益丰药房门店的区域分布相对均衡。从直营门店及医保门店占比来看，2020 年，益丰药房、大参林、老百姓、一心堂直营门店占比分别为 89.40%/94.77%/74.88%/100.00%，医保门店直营门店的比重分别为 83.05%/82.30%/87.88%/86.12%，一心堂的直营门店占比最高，老百姓医保门店占直营门店的比重最高。从门店店龄结构来看，益丰药房、大参林的新店及次新店（2 年以内）的占比较高，店龄在 2 年以内的门店对中期业绩贡献较大，从这个角度说，新店及次新店对益丰药房、大参林未来 2-3 年业绩的推动力更强。

图 46： 益丰药房门店的区域分布



资料来源：公司公告，财信证券

图 47： 大参林门店的区域分布



资料来源：公司公告，财信证券

图 48： 老百姓门店的区域分布



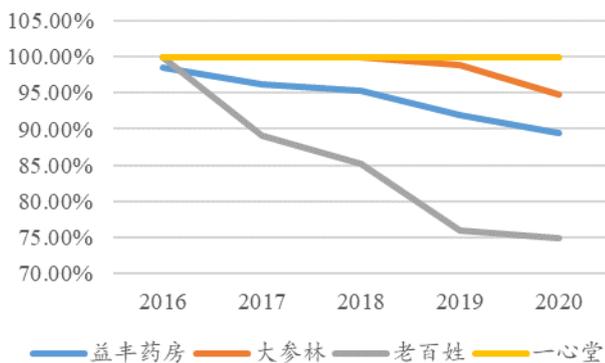
资料来源：公司公告，财信证券

图 49： 一心堂门店的区域分布



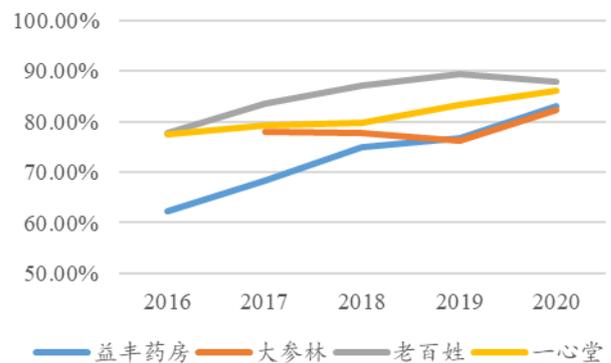
资料来源：公司公告，财信证券

图 50： 四家药店直营门店占比



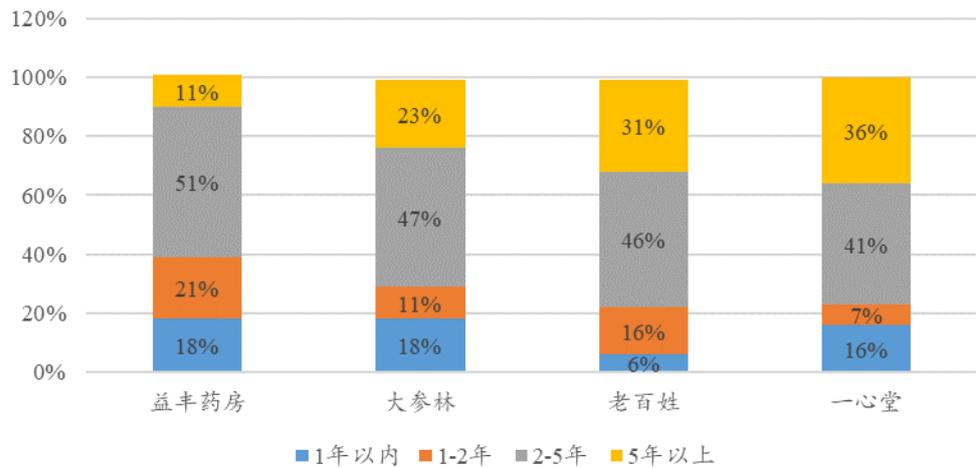
资料来源：公司公告，财信证券

图 51： 四家药店的医保门店占比



资料来源：公司公告，财信证券

图 52：2020 年四家药店的店龄结构



资料来源：公司公告，财信证券

4.2 单店经营效率对比：大参林创收强、盈利高，益丰药房表现稳定

我们将从单店收入及盈利能力、费用控制方面来分析直营药店的经营效率。

老百姓、大参林的门店创收能力更强，益丰药房、一心堂的门店创收能力更稳。横向来看，老百姓、大参林在单店收入、平效、租效、人效方面保持领先优势，其中老百姓的单店收入、人效最高，大参林的平效、租效最高，主要受益于华南地区的参茸滋补产品售价较高以及公司采取小门店经营策略，单店经营面积最小。纵向来看，四大药店的单店经营面积呈现逐年下降的趋势。2018年，受门店扩张速度加快等因素影响，益丰药房、大参林、老百姓的单店收入呈现下滑；受门店扩张速度减缓、新店收入增长以及新冠疫情影响，2019-2020年，四大药店的单店收入整体呈现稳步上涨趋势。从平效、租效来看，四大药店呈现区间小幅震荡走势，益丰药房、一心堂虽然总体处于末位，但其平效、租效的变动幅度更小，稳定性更强。从人效来看，四大药店销售人员的创收规模整体呈现上升趋势，人员效率不断提升。

表 6：四家药店零售业务收入对比

项目	时间	2016	2017	2018	2019	2020
单店收入(万元/家)	益丰药房	232	231	190	220	229
	大参林	252	240	219	227	241
	老百姓	310	280	256	264	247
	一心堂	145	144	151	159	163
单店经营面积(平方米)	益丰药房	141	133	127	119	119
	大参林	-	98	94	89	87
	老百姓	175	159	156	129	115
	一心堂	-	111	110	108	105
坪效(元/平方米/日)	益丰药房	60.75	63.88	61.05	59.43	59.20
	大参林	-	94.40	85.07	85.97	89.48
	老百姓	60.00	59.00	53.00	60.00	63.00
	一心堂	-	46.23	46.30	44.34	46.23

租效 (万元/万元/年)	益丰药房	11.51	11.58	11.45	11.87	12.81
	大参林	15.31	14.68	13.48	14.52	15.67
	老百姓	12.07	13.39	12.45	12.72	13.19
	一心堂	9.90	10.66	11.81	10.81	12.17
人效 (万元/人/年)	益丰药房	47.53	46.11	45.55	49.55	53.95
	大参林	40.31	42.69	45.56	50.06	55.45
	老百姓	54.49	53.74	56.13	58.80	58.92
	一心堂	33.07	36.27	38.92	42.59	47.48

资料来源：公司公告，财信证券

注：单店收入=零售业务收入/直营门店总数；单店经营面积=门店经营面积/直营门店数量；日均坪效=日均营业收入/门店经营面积；租效=零售业务收入/房租费用（药店直营门店多为租赁）；人效=零售业务收入/年均销售人员数量，年均销售人员数量为年初及年中销售人员数量的均值。

盈利水平比较：大参林“高”，益丰药房“稳”。横向来看，由于参茸滋补产品的毛利率较高，大参林的零售业务毛利率、税前净利率处于同业领先；老百姓的零售业务毛利率处于同业末尾。销售费用方面，由于老百姓的销售人员数量、工资、租金占比处于同业较低水平，以及人效高于同业，导致老百姓的零售业务销售费用率处于同业领先、工资费用率同业最低；由于大参林采取小门店经营策略，其租金费用率处于同业最低。管理费用方面，益丰药房、一心堂的管理能力较强，管理费用率处于行业领先。**纵向来看**，受药品集采、医保谈判以及处方药收入占比提升影响，药店零售业务毛利率呈现下降趋势，其中益丰药房的毛利率下降幅度最小，相对稳定。在销售人员工资上涨的情况下，四大药店通过减少单店销售人员配置、提高人效等不断降低零售业务销售费用率。其中，过去5年，一心堂、益丰药房零售业务销售费用率下降幅度最大；2020年，受疫情期间房租水电费用下降等影响，四大药店销售费用率下降明显。管理费用方面，过去5年，益丰药房、大参林、老百姓的管理费用率呈现区间小幅震荡，一心堂管理费用率下降明显。税前净利率方面，老百姓的税前净利率呈现下降趋势，益丰药房、大参林、一心堂的税前净利率保持区间震荡。

表 7：四家药店零售业务盈利情况对比

项目	时间	2016	2017	2018	2019	2020
零售业务毛利率 (%)	益丰药房	38.08	38.71	38.24	38.55	37.73
	大参林	39.36	39.17	40.54	38.59	37.89
	老百姓	38.01	37.92	37.97	36.32	35.15
	一心堂	40.64	40.83	39.76	38.02	36.43
零售业务销售费用率	益丰药房	28.91	28.30	28.98	27.96	26.36
	大参林	25.77	26.80	29.32	27.18	25.20
	老百姓	24.76	24.47	25.67	24.44	23.48
	一心堂	29.62	29.53	28.21	28.53	25.98
单店销售人员 (人)	益丰药房	5.96	5.47	5.20	4.76	4.60
	大参林	6.86	5.72	5.19	4.78	4.77
	老百姓	6.20	5.74	4.86	4.88	4.49
	一心堂	4.58	4.26	4.02	3.75	3.60
销售人员工资 (万元/人/年)	益丰药房	6.66	6.53	6.68	7.12	7.43
	大参林	5.78	6.40	7.48	7.68	8.00
	老百姓	6.05	6.45	7.07	7.01	6.61

	一心堂	5.13	5.82	6.06	6.59	6.68
工资费用率	益丰药房	14.01	14.16	14.66	14.37	13.77
	大参林	14.34	14.99	16.43	15.33	14.42
	老百姓	11.11	12.00	12.59	11.92	11.22
	一心堂	15.52	16.05	15.56	15.48	14.06
租金费用率	益丰药房	8.69	8.64	8.73	8.43	7.81
	大参林	6.53	6.81	7.42	6.89	6.38
	老百姓	8.29	7.47	8.03	7.86	7.58
	一心堂	10.10	9.38	8.47	9.25	8.22
管理费用率	益丰药房	4.12	4.15	3.87	4.32	4.22
	大参林	4.72	4.67	4.69	4.67	4.84
	老百姓	4.75	5.25	4.83	4.77	4.71
	一心堂	5.10	4.58	4.35	4.09	4.00
财务费用率	益丰药房	-0.15	-0.08	0.19	0.37	0.26
	大参林	0.44	0.35	0.36	0.27	-0.08
	老百姓	0.54	0.78	0.45	0.57	0.45
	一心堂	0.52	0.72	0.45	0.20	0.03
税前净利率 (%)	益丰药房	5.21	6.34	5.20	5.89	6.89
	大参林	8.43	7.35	6.17	6.46	7.92
	老百姓	7.96	7.42	7.02	6.54	6.51
	一心堂	5.39	6.00	6.75	5.20	6.41

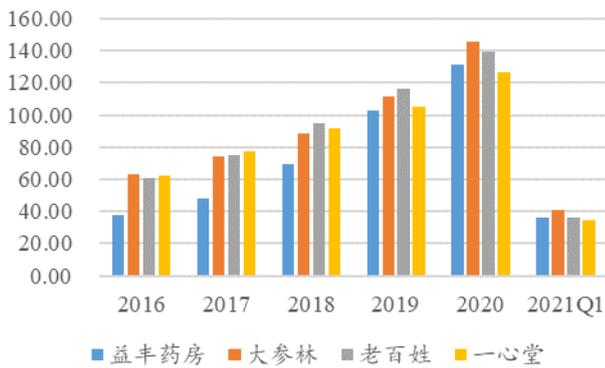
资料来源：公司公告，财信证券

注：因为销售活动主要产生于零售业务，假定零售业务的销售费用为公司总体的销售费用，管理费用、财务费用则按照收入占比均摊；零售业务销售费用率=销售费用/零售业务收入；单店销售人员=年均销售人员数量/直营门店数；销售人员工资=销售费用中的职工薪酬/年均销售人员数量；工资费用率=销售费用中的职工薪酬/零售业务收入；租金费用率=销售费用中的租金费用/零售业务收入。

4.3 财务对比：四家药店各有千秋，益丰药房、大参林较优

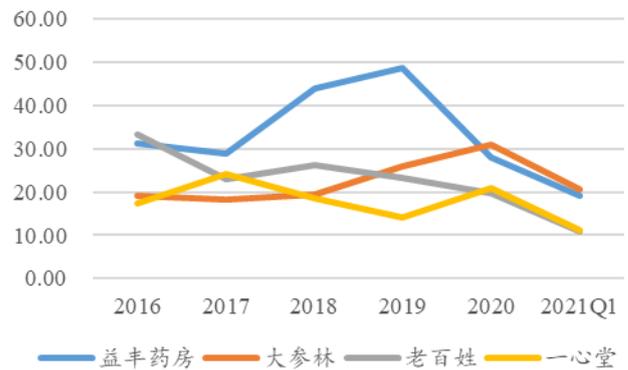
大参林营收规模最大，益丰药房营收增速最快，老百姓营收来源最广。2020年，益丰药房、大参林、老百姓、一心堂分别实现营收131.45/145.83/139.67/126.56亿元，同比增长27.91%/30.89%/19.75%/20.78%；过去五年的复合增速分别为35.81%/22.60%/25.04%/18.92%。从营收规模来看，四家公司的营收规模整体相当，其中大参林营收规模最大；从复合增速来看，益丰药房增速最快，且明显领先于其他三家公司。营收结构方面，从区域来看，一心堂、大参林的营收来源较为集中，超80%的收入分别来自西南、华南地区，而益丰药房、老百姓的营收来源相对均衡，单一区域最大营收占比均小于50%，其中老百姓的营收来源最广；按产品结构来看，四家药店的营收结构差别不大，主要收入来自中西成药，非药品收入占比在16%-22%之间，其中大参林有较大比例的收入来自参茸滋补药材，呈现明显的地域饮食特点。

图 53： 四家药店的营业收入对比（亿元）



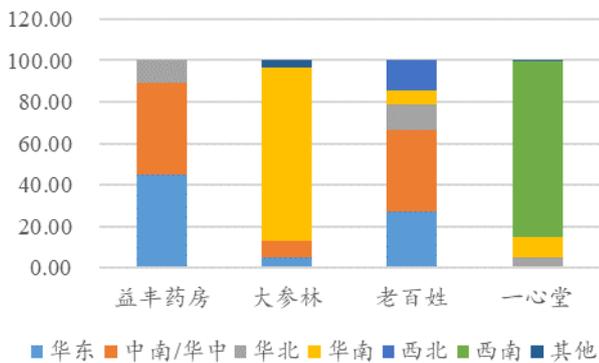
资料来源：公司公告，财信证券

图 54： 四家药店的营收增速对比（%）



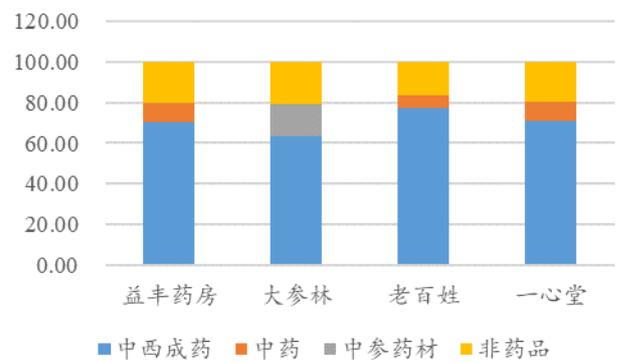
资料来源：公司公告，财信证券

图 55： 2020 年四家药店的营收结构（按区域，%）



资料来源：公司公告，财信证券

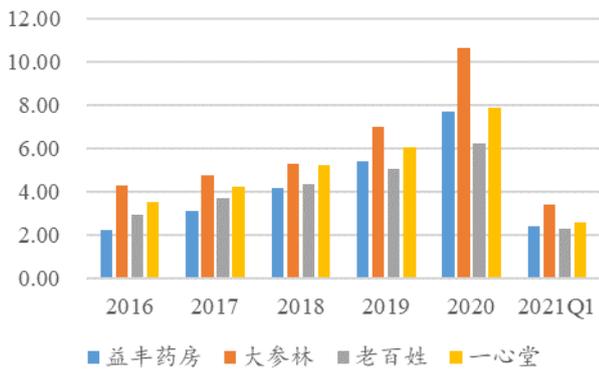
图 56： 2020 年四家药店的营收结构（按产品，%）



资料来源：公司公告，财信证券

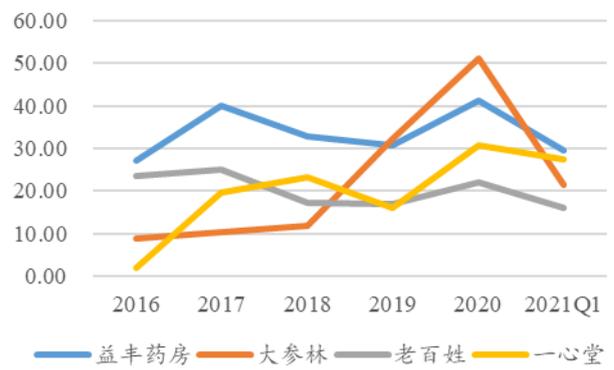
益丰药房近 5 年净利润复合增速最快，大参林盈利水平最高，老百姓期间费用率最低。2020 年，益丰药房、大参林、老百姓、一心堂分别实现归母净利润 7.68/10.62/6.21/7.90 亿元，同比增长 41.29%/51.17%/22.09%/30.81%；过去五年的复合增速分别为 34.29%/21.85%/20.89%/17.92%。从净利润规模来看，大参林净利润规模最大，且领先优势明显；从净利润增速来看，益丰药房净利润复合增速最快，明显领先于其他三家公司，且益丰药房净利润增速稳定性较好。毛利率与净利率方面，2020 年，益丰药房、大参林、老百姓、一心堂的毛利率分别为 37.89%/38.47%/32.06%/35.82%，净利率分别为 6.59%/7.43%/5.47%/6.24%，大参林、益丰药房的盈利水平处于相对领先地位。2016-2020 年，四家药店的毛利率整体呈现逐年下降的趋势，其中老百姓、一心堂的下滑趋势较为明显；但从净利率来看，四家药店的净利率并未呈现逐年下降趋势，其中一心堂、老百姓的净利率呈现上升趋势，大参林、益丰药房的净利率呈现震荡趋势。期间费用率方面，四家药店的期间费用率整体呈现逐年下降的趋势，其中老百姓的期间费用率、销售费用率处于最低水平，且领先其他药店 2 个百分点。

图 57： 四家药店的归母净利润对比（亿元）



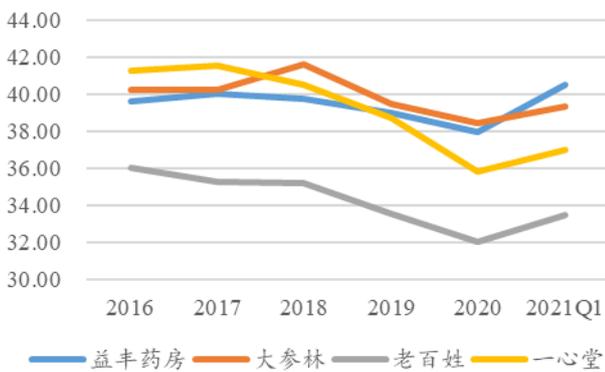
资料来源：公司公告，财信证券

图 58： 四家药店的归母净利润增速对比（%）



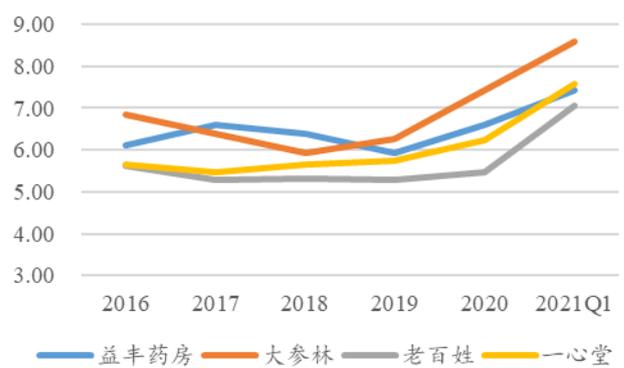
资料来源：公司公告，财信证券

图 59： 四家药店的毛利率对比（%）



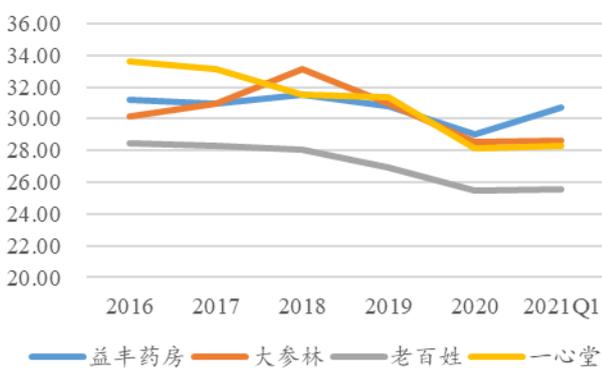
资料来源：公司公告，财信证券

图 60： 四家药店的净利率对比（%）



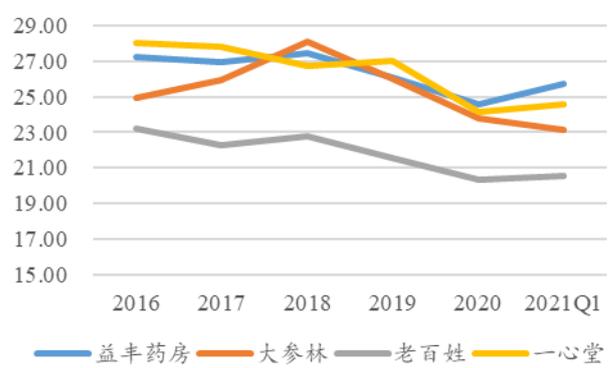
资料来源：公司公告，财信证券

图 61： 四家药店的期间费用率对比（%）



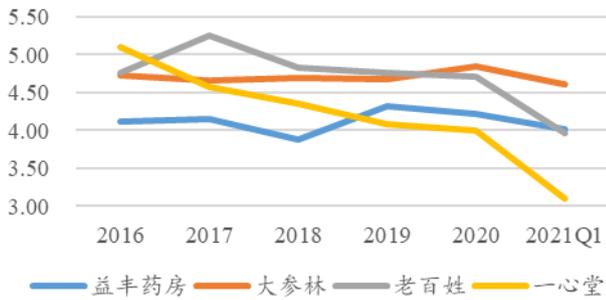
资料来源：公司公告，财信证券

图 62： 四家药店的销售费用率对比（%）



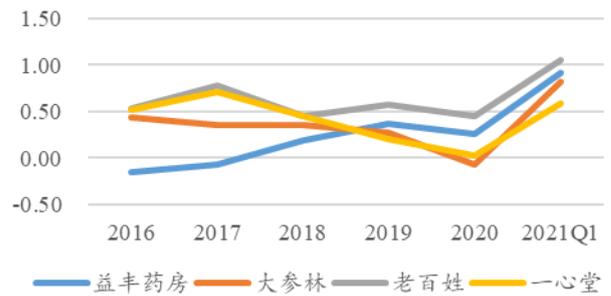
资料来源：公司公告，财信证券

图 63: 四家药店的管理费用率对比 (%)



资料来源: 公司公告, 财信证券

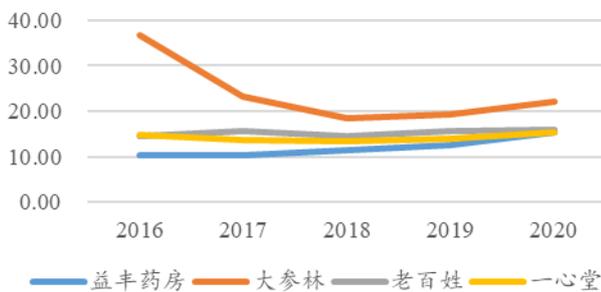
图 64: 四家药店的财务费用率对比 (%)



资料来源: 公司公告, 财信证券

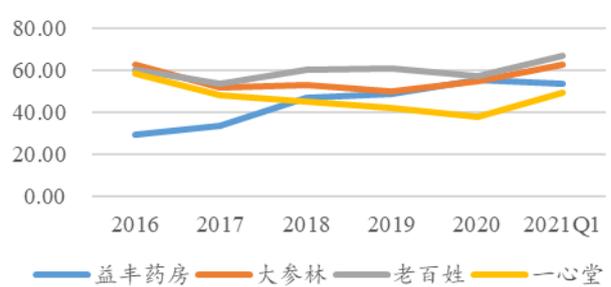
大参林净资产收益率领先优势明显, 一心堂经营最为稳健、资产周转速度最快。2020年, 益丰药房、大参林、老百姓、一心堂的净资产收益率分别为 15.40%/22.07%/15.97%/15.25%, 资产负债率分别为 55.35%/54.81%/57.41%/38.03%, 资产周转率分别为 1.19/1.39/1.32/1.46。大参林的净资产收益率领先另外三家药店 6 个百分点以上, 主要因为受益于参茸滋补药材高毛利, 公司净利率水平高, 以及资产周转速度较快; 一心堂总资产周转速度最快, 但其净资产收益率最低, 主要因为其财务杠杆最小, 资产负债率低于老百姓近 19 个百分点。从现金流来看, 四家药店的经营性活动现金净额均呈现正增长趋势, 整体现金流情况良好。

图 65: 四家药店的净资产收益率对比 (%)



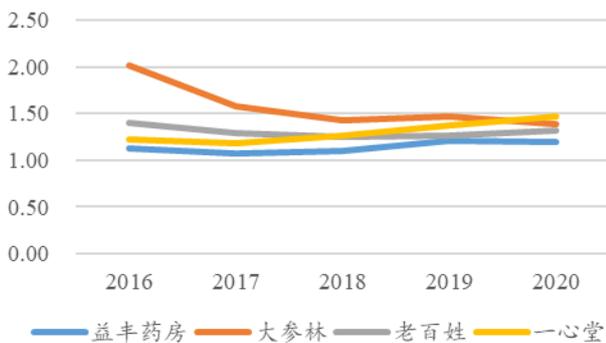
资料来源: 公司公告, 财信证券

图 66: 四家药店的资产负债率对比 (%)



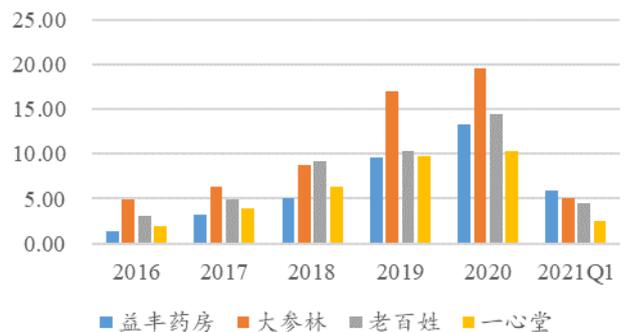
资料来源: 公司公告, 财信证券

图 67: 四家药店的总资产周转率对比 (%)



资料来源: 公司公告, 财信证券

图 68: 四家药店的经营性活动现金流净额 (亿元)



资料来源: 公司公告, 财信证券

4.4 相比于二线药店，四家药店龙头增长快、效率高、盈利好

2020年12月，健之佳在上海交易所上市；2021年7月，漱玉平民在深圳交易所上市，零售药店企业开启第二批上市潮。截止到2020年底，健之佳拥有1890家直营医药连锁门店，主要分布在云南地区；漱玉平民拥有1851家门店，全部分布在山东地区。相比于一心堂、老百姓、益丰药房、大参林四家药店，健之佳、漱玉平民的药店门店数量少，且集中在局部地区，我们将其称之为“二线药店”，将一心堂、老百姓、益丰药房、大参林称之为“一线药店”。本节内容将对“一线药店”与“二线药店”进行比较，结合数据的可获取性，将从门店扩张、单店经营效率以及盈利水平方面进行比较。

相比于二线药店，四家药店龙头增长快、效率高、盈利好。门店扩张速度方面，2018-2020年，虽然“一线药店”的门店数量远高于“二线药店”，但其门店扩张速度并不慢于“二线药店”，主要因为“一线药店”的资金实力以及跨省区扩张能力更强。其中，漱玉平民的门店扩张速度均慢于“一线药店”的平均扩张速度，健之佳近2年的门店扩张速度略高于“一线药店”的平均扩张速度。单店经营效率方面，“一线药店”的平均单店收入、日均坪效高于健之佳、漱玉平民，主要因为：一是“一线药店”位于经济发达地区的门店数量较多，客单价整体较高；二是“一线药店”门店规模较大，当期新开门店对公司整体经营影响相对较小。盈利能力方面，“一线药店”零售业务毛利率明显高于健之佳、漱玉平民，主要因为“一线药店”对上游供应商的议价能力更强；健之佳、漱玉平民的期间费用率低于“一线药店”，费用控制能力较强；综合来看，“一线药店”的平均净利率较健之佳、漱玉平民高出1-2个百分点，盈利能力更强。

表 8：“一线药店”与“二线药店”的分析比较

项目	时间	2018	2019	2020
直营门店数量 (家)	一线药店平均	4092	4807	5790
	健之佳	1308	1546	1890
	漱玉平民	1515	1687	1851
直营门店扩张速度	一线药店平均	31.33%	17.47%	20.44%
	健之佳	18.48%	18.20%	22.25%
	漱玉平民	20.91%	11.35%	9.72%
店均年收入(万元)	一线药店平均	204	217	220
	健之佳	188	207	205
	漱玉平民	178	183	219
日均坪效(元/平方米)	一线药店平均	61.35	62.44	64.48
	健之佳	33.97	37.76	37.39
	漱玉平民	50.11	52.56	62.88
零售业务毛利率	一线药店平均	39.13%	37.87%	36.80%
	健之佳	38.18%	34.88%	32.30%
	漱玉平民	34.65%	32.28%	30.14%
期间费用率	一线药店平均	31.06%	30.00%	27.81%
	健之佳	30.38%	28.50%	26.80%
	漱玉平民	29.52%	28.03%	22.87%
销售费用率	一线药店平均	28.04%	27.03%	25.26%
	健之佳	27.19%	25.18%	23.30%

	漱玉平民	26.38%	25.06%	20.07%
净利率	一线药店平均	5.83%	5.80%	6.43%
	健之佳	4.80%	4.71%	5.58%
	漱玉平民	3.72%	3.13%	4.73%

资料来源：公司公告，财信证券

注：一线药店平均指一心堂、老百姓、益丰药房、大参林相关指标的平均数。

5 行业评级与投资建议

从基本面看，由于人口老龄化、慢性病患病率提高以及健康意识提升，我国药品市场未来 10 年预计保持 6.42% 的复合增速。而受益于我国药品市场的增长以及处方外流，院外线下药品销售市场未来 10 年预计保持 11% 的复合增速。当前，我国零售药店连锁化率低，行业集中度提升空间大，头部线下药店发展空间大。从估值来看，截止 8 月 6 日，益丰药房、大参林、老百姓、一心堂的 PE (TTM) 分别处于上市以来 1.70%、0.20%、0.20%、1.40% 的分位数，估值处于历史低位。基于上述原因，站在当前时点，我们给予零售药店行业“领先大市”评级，推荐关注药店龙头企业益丰药房 (603939.SH)、大参林 (603233.SH)、老百姓 (603883.SH)、一心堂 (002727.SZ)。

6 风险提示

门店扩张速度不及预期；药品价格下降风险；医药电商冲击风险；行业政策风险。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438