

零售药店：核心逻辑仍在，重视拐点机会

2021年8月22日

看好/维持

医药商业 | 行业报告

分析师	姓名 胡博新 电话：010-66554032 邮箱 hubx@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050003
分析师	姓名 王敏杰 电话：010-66554041 邮箱 wangmj_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521070006

投资摘要：

连锁药店处方外流增量获得保障。 对标日本处方外流的情况，我们认为中国长期处方外流市场规模将有 1.1 万亿元的规模，市场空间巨大。过去线上处方药销售的“宽松”管理导致部分增量被从线下剥离。近些年国家陆续出台“双通道”、电子处方、长处方管理规范等政策不断加强线下药房的地位。而近期《办法》对网售处方药各项细则进行了严格的规定，进一步加强了线下药房处方承接的重要性，其明确指出未获取处方前，禁止通过自建网站或第三方平台提供处方药选择购买操作。规范化管理保障零售药店更能获得处方外流的增量。

拥抱互联网医疗，扩大服务范围。 目前来看，O2O 模式虽会分走一部分的线下流量，但整体仍要依托零售药房，尤其对大型连锁药房带来的更多的仍然是增量。线下连锁巨头数字化转型力度不断加大，线上销售占比不断提升，客流量、市场份额、连锁集中度均得到了提升。

核心逻辑仍在，集中度提升驱动长期业绩增长。 随着疫情管控的进行，零售药店行业产品结构逐渐回归常态，防疫相关产品销售下降明显；虽受到集采和局部地区疫情相关产品限购的影响，行业亦保持增长；2021 年上半年全国零售药店销售规模高达 2403 亿元，同比增长 2.9%。而头部药店企业也通过不断加快扩张速度，在防疫产品基数调整后，仍迎来快速增长；可见集中度提升仍是行业的核心驱动力。随着药店开店审批加速，间距限制取消，监管趋严下，中小药店生存变的愈发困难。大型连锁药店的规模优势将进一步凸显。

推荐标的：①健之佳，云南省连锁药店龙头之一，实施以云南为中心，四川、重庆、广西为辅的区域布局策略，打造强势区域。“药店+便利店”、“药店+诊所”、“药店+体检中心”的多元模式助力品牌力提升，提高会员粘性；四大区域自建物流配送中心，支持扩张布局；公司股权激励计划已于 6 月 15 日完成登记；②漱玉平民，山东省最知名、最大的连锁药店企业，业务深耕省内；公司深入布局 DTP 药房、院边店，占比比例超过头部连锁药店，处方承接能力强；大力布局 O2O，O2O 市场份额省内第一；③老百姓，“星火”模式持续推进，实现跨省扩张，深耕优势市场；7 月 16 日公司发布公告，拟用 2.1 亿元收购华康大药房等剩余股权，实现优质标的全资持有，有望增厚全年业绩；公司近期 17.4 亿元的定增审核通过，未来公司优势省份市占率有望进一步提升，布局有望进一步加速；截至 2020 年，公司共有 DTP 药房 143 家，直营门店中院边店占比 10.9%，处方药和 DTP 的销售占比达 45.2%，随着公司门店扩张的进行，承接处方外流的优势将逐步凸显；④大参林，华南地区零售药店龙头；公司通过自建+并购+加盟的方式深耕粤桂豫并布局全国，率先在两广地区形成了竞争优势，凭借精细化管理，多项指标行业领先；通过网订店取、网订店送等方式布局 O2O 与 B2C，赋能线下，同时亦拟以控股子公司的形式布局互联网医疗与线下形成联动，助力处方外流的承接；产品端有鹿茸等独家中药产品，形成品牌差异化。⑤一心堂，云南省连锁药店龙头企业，坚持深耕重点战略区域，巩固西南优势区域的同时重点发力四川，加强跨区域布局；截至 2021 年上半年新增 950 家直营门店，门店总数达 8053 家，维持行业第一；搭建“医、药、险”全方位健康服务体系承接处方外流，深入布局院边店和 DTP 药房，并建立互联网健康平台；公司借助地理位置的优势，加强中药相关产业链布局，丰富产品结构，已经建立了较为完备的销售体系。

风险提示：门店扩张速度不及预期、新开门店盈利水平不及预期

目 录

1. 零售药店：核心逻辑坚挺，重视拐点机会	3
1.1 线下处方外流获取得到保障，头部连锁药店承接优势明显	3
1.2 核心逻辑仍在，集中度提升驱动长期业绩增长	4
1.3 拥抱互联网医疗，扩大竞争优势	6
2. 推荐标的	8
3. 风险提示	9

插图目录

图 1:1995-2015 年日本医药销售分业率变化	3
图 2:新冠疫情和带量采购导致 2020 年线下药店收入减速	4
图 3:药品零售市场规模（亿元）	4
图 4:头部连锁药房收入快速增长（亿元）	5
图 5:头部连锁药房收入快速增长	5
图 6:头部连锁药房毛利率触底反弹	5
图 7:头部连锁药房净利率保持增长	5
图 8:医药板块市盈率达到历史最低位	6
图 9:2021 年 7 个月店均销售额变化情况	7
图 10:2021 年 7 个月客流量变化情况	7

表格目录

表 1:各大药房扩张提速	6
--------------------	---

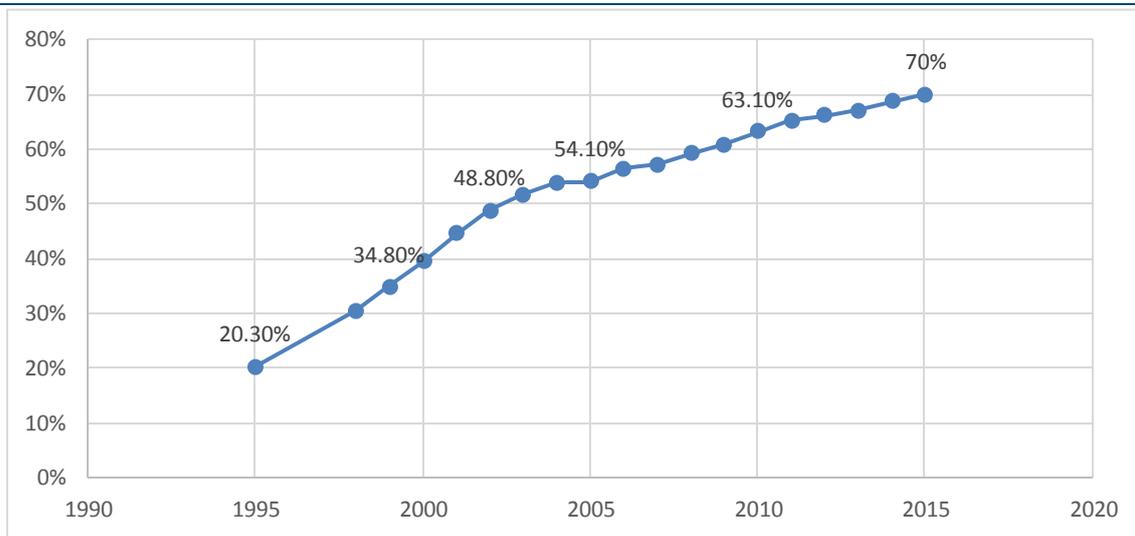
1. 零售药店：核心逻辑坚挺，重视拐点机会

1.1 线下处方外流获取得到保障，头部连锁药店承接优势明显

头部连锁药房仍是处方外流的主力承接方。处方外流经过多年的试点摸索，在处方的外流通道、承接模式等方面逐步摸索出了一条道路，已有多个省市具备可行性的统筹账户开发、医保流转平台。随着“双通道”、电子处方、长处方管理规范等政策的出台，国家对于线上处方规范化管理的态度更加明确，零售药店承接处方外流优势更加明朗。近日相关政策的发布更是确定了线下药店承接外流处方的地位。近日发布的《办法》再次对网售处方药给出了明确的规定。《办法》规定未获得处方前，禁止通过自建网站或第三方平台提供处方药选择购买操作；并且商家不得以买赠促销的方式，向公众赠送处方药和甲类处方药。线下药房“面对面交易”的特征使处方提交人、药品提供者的相关信息能够更好地被追溯，相对线上对电子处方的管理更加的规范。本次《办法》对各项细则出台了严格的规定，规范化管理保障零售药店更能获得处方外流的增量。我们认为较早布局处方流转平台、DTP 药房、慢病管理平台、具备专业化服务能力和强大的供应链优势的头部有望迎来蓬勃发展。

处方外流带来的市场增量巨大。根据中国药店与米内网的数据，2016 年中国终端处方药销售额约 1.15 万亿元，2020 年预计将达到 1.5 万亿元，2030 年预计将达到 2 万亿元。目前我国处方外流量占处方药市场终端约 20% 的水平，处于处方外流的起步期，对应日本 90 年代的水平，考虑到我国当今经济状况、居民消费水平与过去已不能同日而语，则对标日本处方外流情况，假设 10 年后中国零售药房承接约 55% 的医院端处方药，则长期空间约 1.1 万亿，对线下药店的市场规模带动巨大。

图 1:1995-2015 年日本医药销售分业率变化



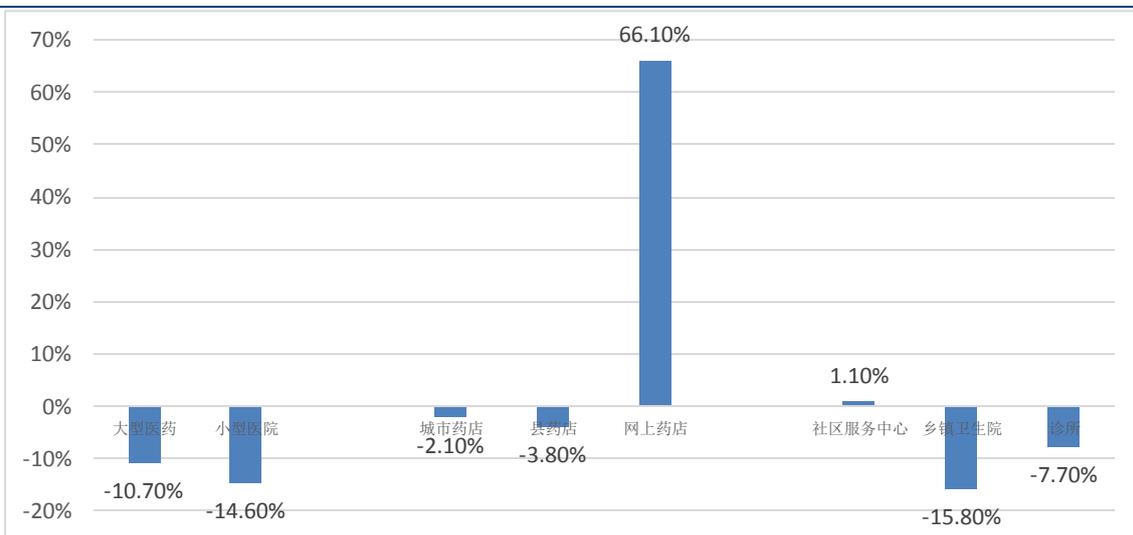
资料来源：日本药剂师会、东兴证券研究所

注：分业率：流向药店的处方量/医疗门诊处方量

1.2 核心逻辑仍在，集中度提升驱动长期业绩增长

零售药店恢复平稳发展，集中度提升助力长期发展。2020 年疫情爆发导致一部分线下销售流入线上，而随着我国疫情防控的进行，相关药品、器械的销售逐渐从线上向线下回归。根据中康 CMH 数据，虽受到集采和局部地区疫情相关品类限购的影响，行业亦保持增长。2021 年上半年全国零售药店销售规模高达 2403 亿元，同比增长 2.9%；其中，药品销售额 1885 亿元，同比增长 16.5%；口罩，体温计，消杀产品等非药品销售额 519 亿元，同比下降 27.9%，下降明显。从公司的角度来看，防疫物资销售的增加导致公司销售结构的变动，收入端增长，但毛利率下滑。随着防疫物资占比基数逐渐恢复正常水平，公司收入端增速趋缓，结合集中度不断提升带来的核心竞争力的提升，公司毛利率触底反弹、净利率保持增长。全年看，疫情消退后，创新药、中药、慢病处方药品等销售旺盛。连锁药店凭借较强的渠道议价能力，较高的同店增速保障了自身的盈利能力。我们认为未来行业的头部效应会更加明显，集中度提高仍是医药零售长期的主旋律。

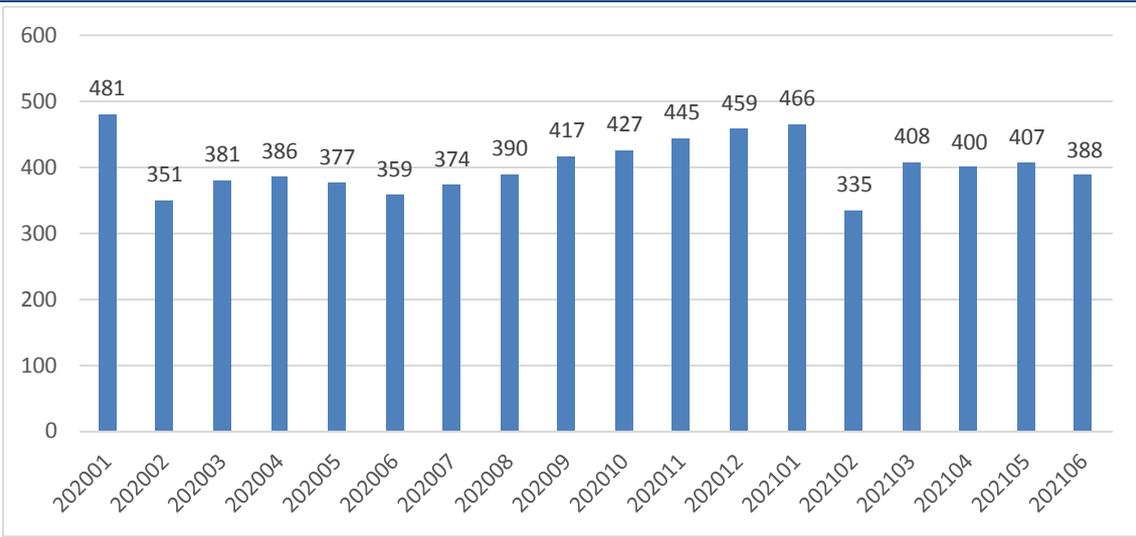
图 2:新冠疫情和带量采购导致 2020 年线下药店收入减速



资料来源：IQVIA、东兴证券研究所

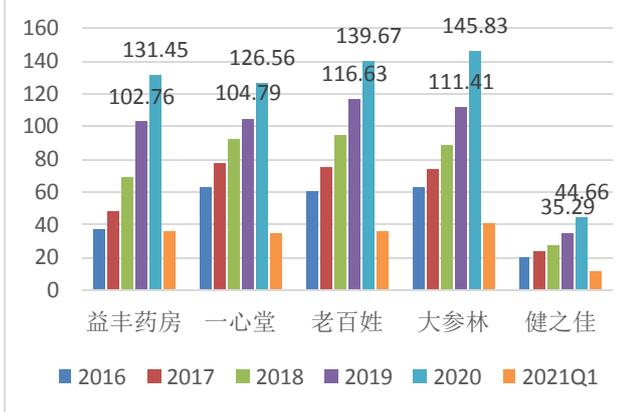
从已经发布中报的老百姓和一心堂来看，头部连锁药店开店速度明显加快，销售结构的回归结合集中度的提升带动业绩增长。老百姓 2021H1 实现营收 74.61 亿元，同比增长 11.58%；归母净利润 4.06 亿元，同比增长 20.79%。截至 2021H1 公司新增门店 1290 家，其中 Q1 新开门店 793 家，Q2 新开门店 497 家（2020Q1 242 家；2020Q2 270 家）。一心堂 2021H1 营业收入 67.01 亿元，同比增长 11.2%；归母净利润 5.24 亿元，同比增长 28.2%。2021H1 新增门店 950 家，其中 Q1 新增 372 家；Q2 新增 578 家（2020Q1 200 家；2020Q2 335 家）。两家相较去年，扩张速度均有明显的提升，未来业绩确定性强。

图 3:药品零售市场规模（亿元）



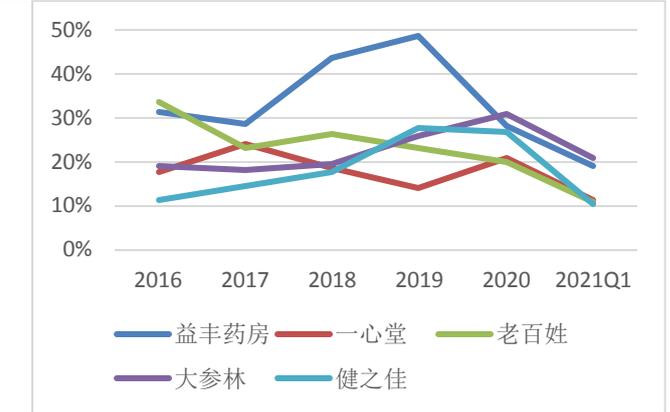
资料来源：中康 CMH、东兴证券研究所

图 4:头部连锁药房收入快速增长 (亿元)



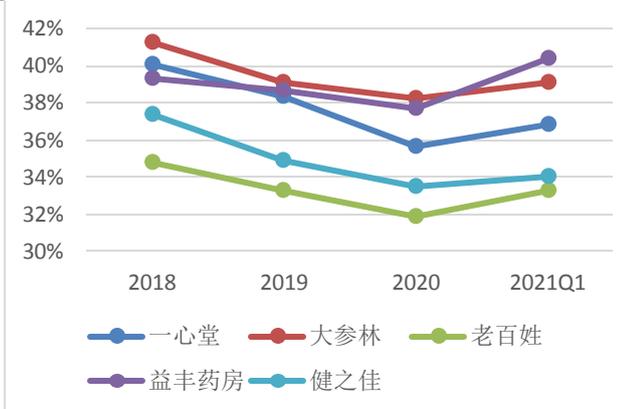
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 5:头部连锁药房收入快速增长



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 6:头部连锁药房毛利率触底反弹



敬请参阅报告结尾处的免责声明

东方财富 兴盛之源

资料来源：Wind、东兴证券研究所

资料来源：Wind、东兴证券研究所

连锁药店扩张速度仍保持加速，业绩确定性强。随着药店开店审批加速，间距限制取消，监管趋严下，中小药店生存变的愈发困难。根据中国药店数据，中国单体药店数量 2020 首次出现负增长。而反观大型连锁药店，大参林、老百姓、益丰药房、一心堂、健之佳 5 家连锁药店龙头为代表的连锁药店通过自建、并购、加盟等方式持续快速地扩张门店数量，保持从地区到全国的辐射趋势，以扩大自身的规模优势，强化经营效率。从扩张的速度来看，近两年零售药店扩展势头正猛，净增加门店数量呈加速趋势。

表 1:各大药房扩张提速

净增加门店数	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1
益丰药房	262	480	516	1463	924	990	288
老百姓	543	488	657	855	709	1089	735
大参林	350	512	633	895	822	1003	431
一心堂	873	589	1110	692	632	984	332
健之佳			121	201	246	378	86

资料来源：各公司公告、东兴证券研究所

估值处于历史低水平。我们认为当下零售药店板块估值水平已经达到历史低点，此时零售药店配置性价比高。截至 2021 年 8 月 20 日，A 股连锁药店板块的平均市盈率为 32.14 倍，达到历史最低水平。

图 8:医药板块市盈率达到历史最低位

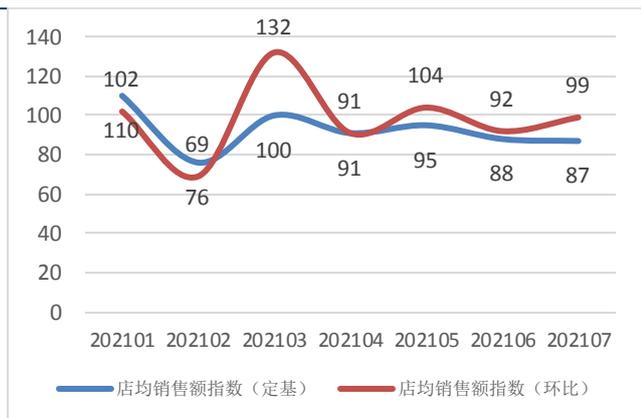


资料来源：Wind、东兴证券研究所

1.3 拥抱互联网医疗，扩大竞争优势

医药 O2O 快速崛起。自 2020 年疫情爆发以来，O2O 渗透率大幅上涨，市场规模处于上升阶段。从数据看，医药 O2O 规模持续增长，在零售药店占比不断提升。新冠疫情防控、消费者习惯的改变，以及网售处方药政策的逐步放开，助力网上药店在 2020 年快速发展，同比增长高达 66%。从客流量上看，与 2019 年的平

均水平比较，客流量依旧比较低迷，电商冲击、医院回流、新一轮国内疫情对药店客流均有不同程度影响。今年2月起，行业的客流量指数（定基）保持在90以下，意味着有10%以上的顾客流量转移到其他渠道。2021年7月份客流量指数（定基）依旧小幅下滑。

图 9:2021 年 7 个月店均销售额变化情况

图 10: 2021 年 7 个月客流量变化情况


资料来源：中康 CMH、东兴证券研究所

资料来源：中康 CMH、东兴证券研究所

备注：店均销售额指数（定基）=每月监测零售药店店均销售额/2019年每月监测零售药店店均销售额均值*100

店均销售额指数（环比）=每月监测零售药店店均销售额/上月监测零售药店店均销售额*100

客流量指数（定基）=每月监测零售药店店均订单量/2019年每月监测零售药店店均订单量均值*100

客流量指数（环比）=每月监测零售药店店均订单量/上月监测零售药店店均订单量*100

拥抱互联网医疗，扩大服务范围。互联网对零售药店是否会产生冲击是过去一段时间市场存在的主要忧虑。目前互联网医药的主要模式包括 B2B、B2C、O2O、新零售等模式。当前阶段，与线下药房竞争最激烈的 O2O 模式的主要影响还是在客流量的分流上，整体仍要依托零售药房。从目前各家企业的发展来看，O2O 对于线下药房，尤其是大型连锁药房带来的更多的仍然是增量。线下连锁巨头数字化转型力度不断加大，线上销售占比不断提升，客流量、市场份额、连锁集中度均得到了提升。

益丰药房：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，以 CRM 和大数据为核心，互联网医疗及处方流转为创新，打造线上线下融合发展的医药新零售业务。截至 2020 年末，公司 O2O 多渠道多平台上线门店超过 4,400 家，公司官方公众号粉丝超 1,000 万，并赋能主要并购项目和加盟项目门店，覆盖范围包含公司线下所有主要城市。2020 年公司互联网业务实现销售收入 6.88 亿元，同比增长 114%；互联网业务收入占公司营收由 3.1%增长至 5.2%。此外，2020 年 6 月，公司“海南益丰互联网医院”，获得互联网医院牌照。打造线上+线下、全科+专科的家庭医生及居家药师全渠道、全方位的立体式服务体系，构建大健康产业生态，赋能门店。

大参林：公司以实体药店零售为核心，同时积极拥抱互联网，线上线下融合发展，发挥协同效应。公司亦不断加大对电商（B2C）、线上到线下（O2O）、新零售等新业务模式的投入，构建了医+诊+药”的平台化服务。公司 2020 年线上业务收入同比增长 160%。

老百姓：公司加快企业数字化战略转型的步伐，充分利用“大数据+AI智能+物联网”技术，建立老百姓特色的医药零售生态圈，利用老百姓线下门店的市场占有率、门店网络布局及品牌等优势，积极布局线上渠道，赋能新零售带来加速扩张。公司亦与腾讯联合推出数字化营销，实现会员、商品、订单等线上线下全面打通，极大提升营销效率。2020年公司线上渠道销售2.89亿元，同比2019年增长65.7%。

一心堂：公司积极迎接互联网化和移动互联网化，积极建设全渠道销售网络、全渠道沟通网络和全渠道服务网络。公司信息化团队在互联网+业务方面组织实施自营O2O业务的自主搭建，目前已上线一心到家O2O业务，自建一心到家、一心堂药城、积分商城等程序，依托互联网平台结合自身门店网点优势及品牌影响力的优势条件开展渠道融通业务。公司亦与各大主流电商平台建立紧密合作关系，如美团外卖、饿了么、京东到家均有O2O业务布局，公司所在的十个省市直辖市均已上线运营。公司2020年电商业务总销售1.97亿元，同比增长170%

从目前线下药房的相关布局我们看到，药店均在进行数字化转型，将自身业务与互联网业相结合，线上销售占比不断增加。在业务模式上，头部连锁企业几乎均与第三方O2O平台达成合作，并自建线上渠道，包括官方商城、APP、小程序等；对于头部连锁药店，目前线上渠道收入水平较低，整体仍处于探索期，随着政策推动未来有望加速进程。

2. 推荐标的

健之佳：公司是云南省连锁药店龙头之一，公司通过“自建+收购模式”的门店拓展策略，以云南为中心，四川、重庆、广西为辅，加强区域拓展布局，打造强势区域。业务布局上公司亦实施“药店+便利店”、“药店+诊所”、“药店+体检中心”的多元模式，助力品牌力提升，提高会员粘性。健之佳坚持在省级区域发展自有物流，目前在以上四地构建了四大物流配送中心，加强公司在广西地区的自有物流配送能力，支持广西地区的快速扩张。截至今年一季度末，健之佳门店总数为2216家，其中便利零售连锁248家，医药零售连锁1968家，扩张态势凶猛。公司股权激励计划已于6月15日完成登记，发展进入加速期。

漱玉平民：漱玉平民是山东省最大的连锁药店企业，是山东最知名的药店品牌。目前，公司已开设28家DTP专业药房，并拥有300余家院边店，占比比例超过头部连锁药店，公司深耕山东，省内处方承接能力强，未来随着战略布局的进行，将享有更大的流出处方份额。公司大力布局O2O，2018年至2020年，公司O2O业务收入分别为1,624.81万元、6,158.72万元和14,533.81万元，平均年复合增长率达199.08%，增速较快，公司O2O市场份额在山东省内排名第一。

老百姓：“星火”模式持续推进，实现跨省扩张，深耕优势市场。公司7月16日公司发布公告，拟用2.1亿元收购华康大药房等剩余股权，实现优质标的全资持有，有望增厚全年业绩。公司近期17.4亿元的定增审核通过，未来公司优势省份市占率有望进一步提升，布局有望进一步加速。截至2020年，公司共有DTP药房143家，直营门店中院边店占比10.9%，处方药和DTP的销售占比达45.2%，随着公司门店扩张的进行，承接处方外流的优势将逐步凸显。

大参林：大参林是华南地区零售药店龙头。公司通过“自建+并购+加盟”的方式深耕粤桂豫并布局全国，率先在两广地区形成了竞争优势。公司凭借精细化管理能力，毛利率、净利率、坪效等各项指标行业领先，多维度持续强化店铺运营效率；公司亦布局O2O与B2C业务，通过网订店取、网订店送等方式赋能线下。同时亦拟以控股子公司的形式布局互联网医疗，未来有望和线下形成联动，助力处方外流的承接。公司在产品端亦有鹿茸等独家中药产品，形成品牌差异化；随着辐射区域扩大，相关消费习惯的养成，有望带动额外增量。

一心堂：云南省连锁药店龙头企业坚持深耕重点战略区域，巩固西南优势区域的同时，重点发力四川，加强跨区域布局。截至 2021 年上半年新增 950 家直营门店，门店总数达 8053 家，维持行业第一。公司搭建了“医、药、险”全方位健康服务体系承接处方外流，深入布局院边店和 DTP 药房，并建立互联网健康平台。此外，公司借助地理位置的优势，加强中药相关产业链布局，丰富产品结构，已经建立了较为完备的销售体系。

3. 风险提示

门店扩张速度不及预期、新开门店盈利水平不及预期

分析师简介

分析师：胡博新

药学专业，10年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

分析师：王敏杰

中央财经大学金融硕士，中山大学医学学士。2019年7月加入东兴证券，从事医药行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526