

中美日比较下的深度思考

——连锁药店行业投资框架

行业评级：看好

2021年9月24日

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

姓名 司清蕊
邮箱 siqingrui@stocke.com.cn
电话 19901272510

行业逻辑：门店数目扩张为核心逻辑，处方药占比提升为长期趋势

1) 供需分析：

需求端：（1）行业规模：处方外流，集采降价，两票制等政策促使了院外药品需求的增加。（2）行业盈利：处方药需求增加，但药店行业整体毛利率有下降趋势。（3）结构调整：处方药需求转向院外。类比日本医药分离路径，我们预期2030年处方外流率可达10%，连锁药店可承接的处方药需求约1000亿元。

供给端：（1）集中度提升：单体药店数目下降，连锁药店数目上升，连锁率提高，十强占比明显提高，行业集中趋势明显。（2）新进入者做大市场：医药电商占比逐渐提升，但医药电商短期尚不能与连锁药店龙头形成竞争。

2) 发展路径与影响因素：

发展路径：（1）门店扩张加速。并购与加盟扩展相对较快，或将成为药店快速稳定扩张的有效途径；（2）处方药占比不断提升。根据我国发展阶段分析，处方药的占比进一步提升；且处方外流为药店长期稳定增长的长逻辑。

影响因素：（1）营业总收入。门店日均坪效*门店数量。产品结构与地理位置直接影响日均坪效。（2）店面数量净增长率。通过加盟、并购稳定快速扩张提升新开店数量，通过精细化管理减少闭店率。

综合考虑连锁药店发展阶段及趋势、国内外对比分析，我们给予行业PE估值27倍，PEG1.24，推荐关注大参林、老百姓、益丰药房、一心堂、漱玉平民、健之佳。

目录

CONTENTS

01 连锁药店行业供需分析

02 连锁药店行业发展路径与影响因素

- 2.1 药店行业的发展路径
- 2.2 影响药店行业ROE的因素

03 连锁药店行业估值

04 投资建议&风险提示

01

连锁药店的 供需分析

上游-供应商

供应商：药企&医药流通企业



药店上市初期，医药流通企业的供应占比较大

中游-连锁药店

连锁药店



下游-终端

医药零售为主：消费者



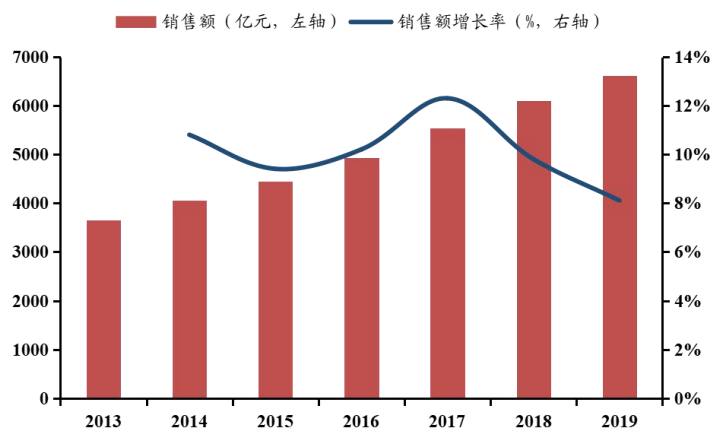
下游比较分散

需求分析-看现在：处方外流带来新增量

越来越多的院内药品需求流入零售药店，院外药品需求增加。

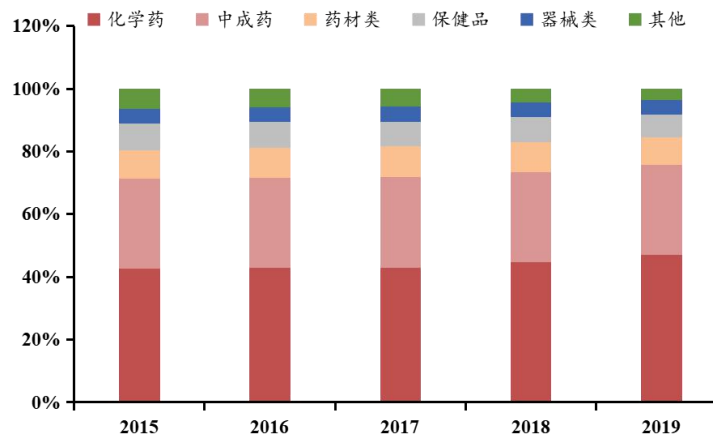
- 2013-2019年，零售药店的整体销售额逐年增长，2018年之后，增速逐渐放缓，但依然呈现较高的增长率，2020年药店整体销售额达7169亿，实体药店占比达77.8%，销售额5577亿元。与2018年相比，2019年处方药增长最快（上升6%），其次为OTC（上升2%）。

图：零售药店销售额（药品+非药品）



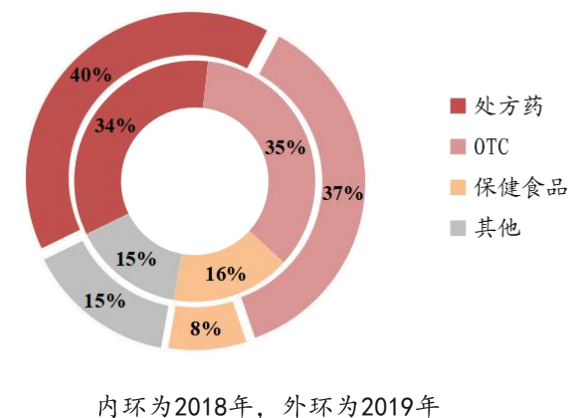
资料来源：米内网，浙商证券研究所

图：实体药店品类结构变化



资料来源：米内网，浙商证券研究所

图：实体药店处方药与OTC占比变化



内环为2018年，外环为2019年

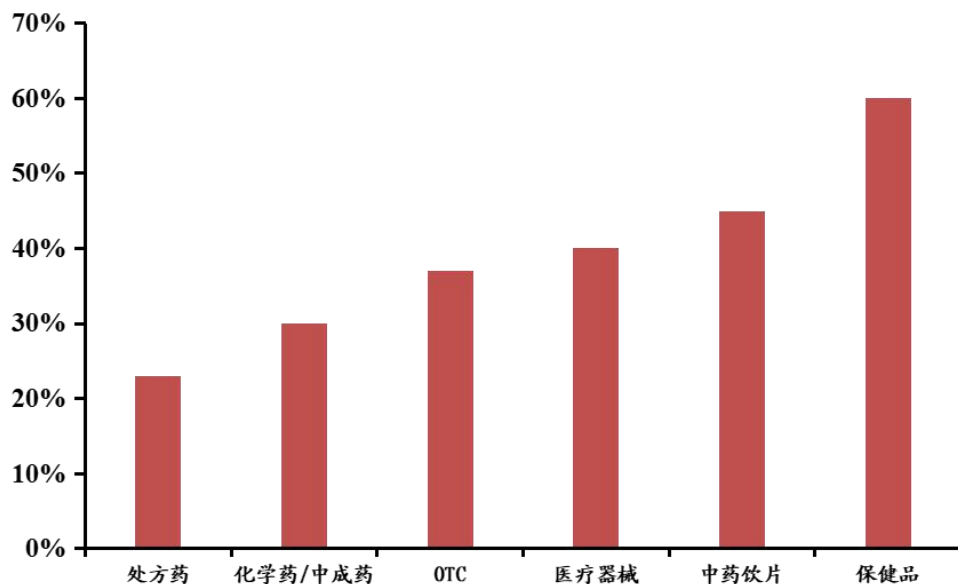
资料来源：IQVIA，浙商证券研究所

需求分析-看现在：品类结构到盈利能力变化

处方药占比将持续增加，处方药毛利率较低，整体毛利率略有下降。

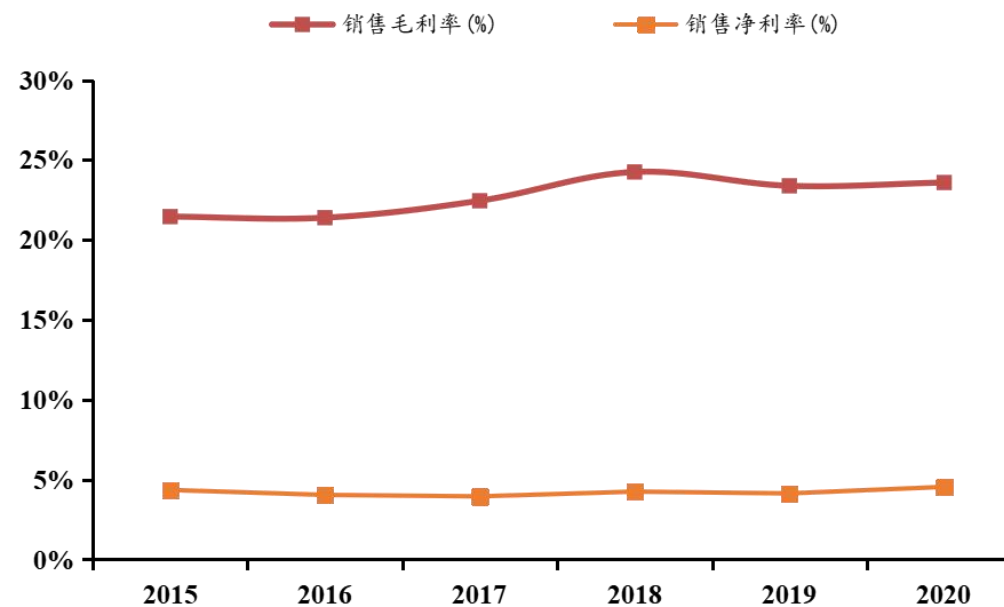
- 对应产品结构的变化，我们分析各类产品的盈利能力，处方药的毛利率大致在22%-23%，毛利率较低，对应来看，随着近两年处方药的占比越来越高，零售药店销售额的增速也逐渐放缓，毛利率也有下降的趋势。

图：各品类产品的毛利率



资料来源：公司公告，国家统计局，浙商证券研究所

图：药店行业毛利率与净利率

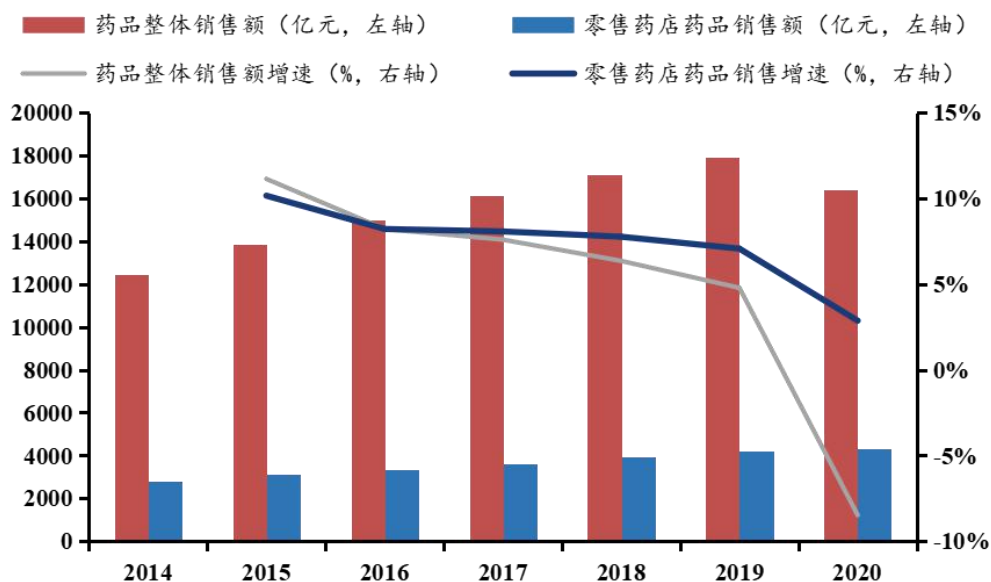


资料来源：wind，浙商证券研究所

零售药店规模快速增长，零售药品市场空间巨大。

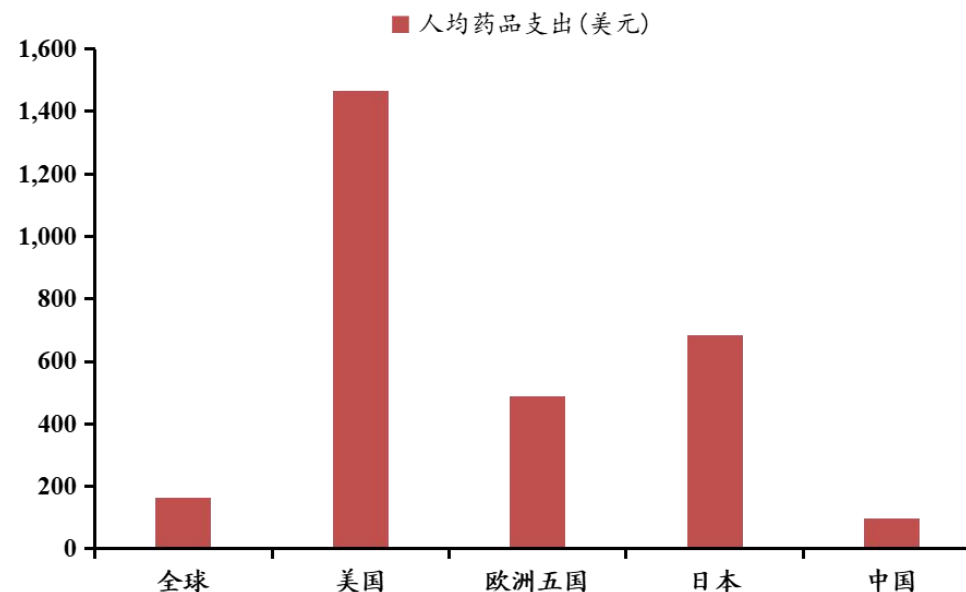
- 2017年9月，我国公立医院取消药品加成，公立医院“以药补医”的利润空间被大量压缩，药品需求开始逐渐流向院外市场，零售药店的年增长率远超整体药品销售增长率，且差距逐年拉大。2019年，零售药店药品销售额为4196亿元，增速7%，2020年销售额为4330亿元，受疫情影响增速减缓（增速3.2%），其中实体药店的药品销售额为4087亿元，占比94.4%，同比增长0.7%。
- 随着我国人口老龄化逐渐加剧，目前我国人均药品支出远低于全球，药品市场还有很大的增长空间。

图：药品整体销售与零售药店销售额增长情况对比



资料来源：米内网，浙商证券研究所

图：各区域人均药品支出，2018年



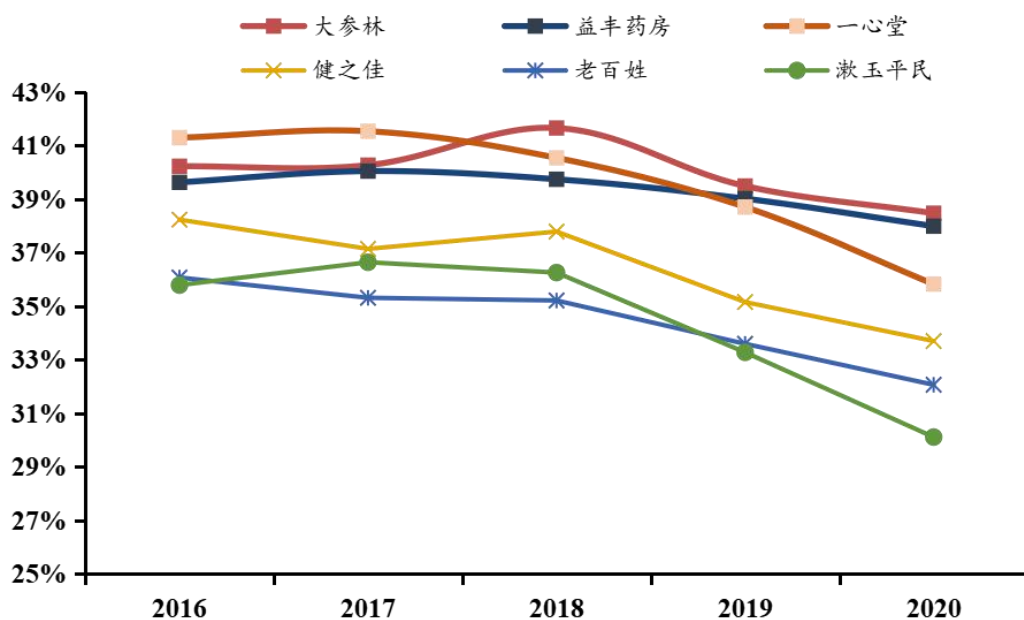
资料来源：IQVIA，浙商证券研究所

注：欧洲五国为英国、法国、德国、意大利、西班牙

集采以量换价，促使了院外药品需求的提升，但也带来了毛利率的下降。

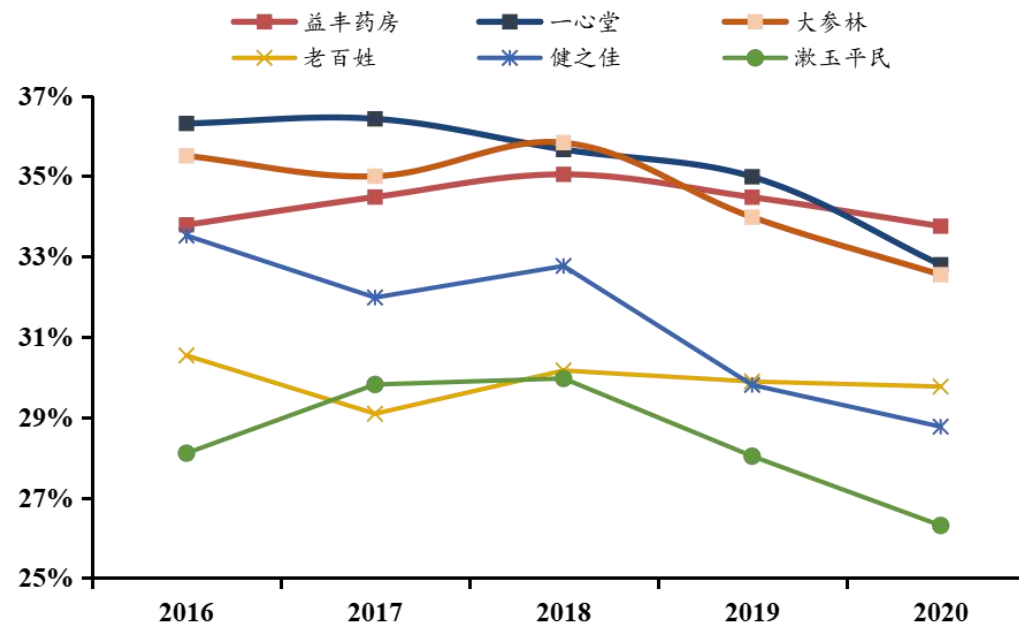
- 我们假设在集采过程中，进货价不变，那么毛利率的变动情况就是集采带来的最大价位波动，整体毛利率变动情况来看，除老百姓外，各公司中西成药的毛利率均有所下跌，一心堂与漱玉平民毛利率变动在2%左右，其他公司基本在1%左右，跌幅与整体毛利率的跌幅相近。随着处方外流与集采的进一步推行，我们预计连锁药店的整体毛利率会有进一步下跌的趋势。

图：连锁药店龙头整体毛利率变动情况



资料来源：wind，浙商证券研究所

图：连锁药店龙头中西成药毛利率变动情况



资料来源：wind，浙商证券研究所

需求分析-看未来：处方外流的规模预测

我们预测**2030药品整体市场规模达25400亿**。拆分成药品集采降价、创新药规模新增、需求变动三个部分：

- 1) 从集采来看，第五批药品集采结果显示目前集采的品种以临床使用成熟的注射剂居多，拟中选产品251个，平均降价56%。折算结果显示集采后药品开支每年约节省255亿元，目前集采频率为一年两次。
- 2) 从创新药规模来看，创新药占比越来越高，获批速度加快，2019年，药审中心受理1类创新药注册申请700件，共319个品种，品种数同比增长20.8%；审评通过上市1类创新药10个品种，进口原研药58个品种。2020年批准创新药临床品种1096个，生产品种20个；进口药品临床604件，上市128件。创新药呈井喷趋势。
- 3) 从需求来看，随着我国人口老龄化的加剧，药品需求逐年增长。

表：药品规模预测，2030年

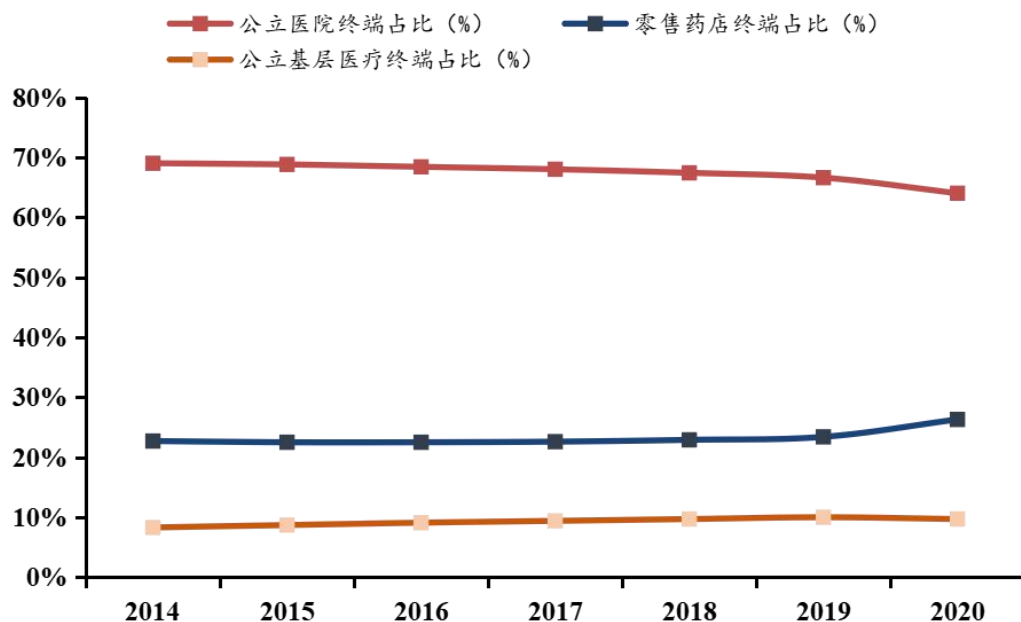
	假设		计算结果	
药品需求规模	需求年增长率	5%	2030年药品需求规模	26700 亿
集采降价规模	集采降价每年2次，每次降幅	250亿	2030年集采带来规模降幅	(5000) 亿
创新药规模	创新药年规模增长率	20%	2030年创新药规模增长	3700 亿
	总计		2030药品规模	25400 亿

资料来源：浙商证券研究所预测

需求分析-看未来：处方外流的规模预测

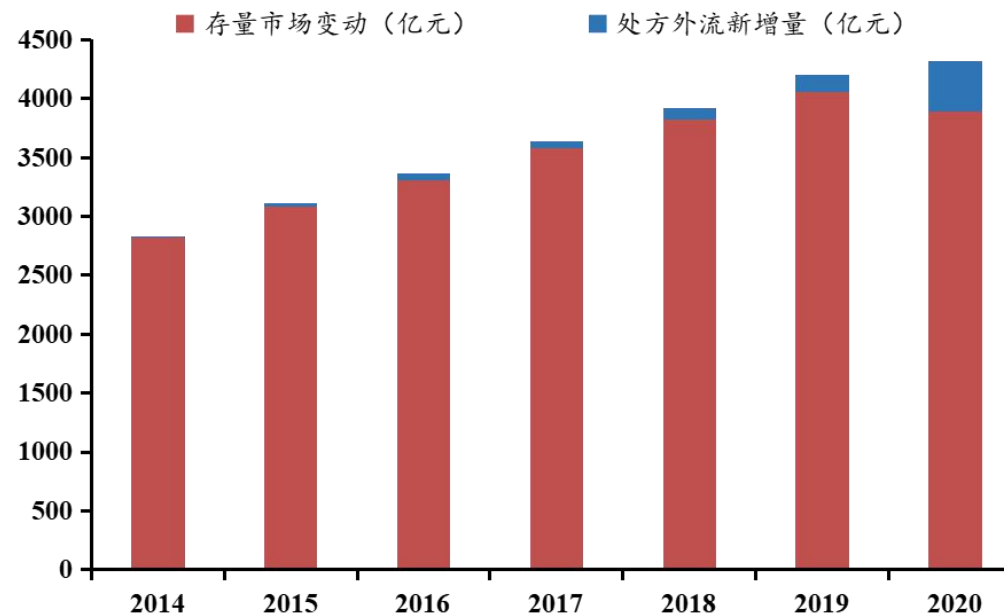
- 我们认为处方外流带来的更多是市占率、客流与产品结构的变动，而不是简单增量与存量的叠加。我们认为医院市场占比的变动情况即为处方外流率，计算处方外流情况，2019年新增处方外流规模为143亿元，2020年新增427亿，但处方外流的增量并没有带来整体销售规模的明显增加，处方外流带来的更多是结构的变动，而不完全是增量。
- 将2014-2020处方外流增量加总，除以整体处方药规模，计算出我国现在处方外流率约为7%。

图：三大药品零售终端销售额变化



资料来源：米内网，浙商证券研究所

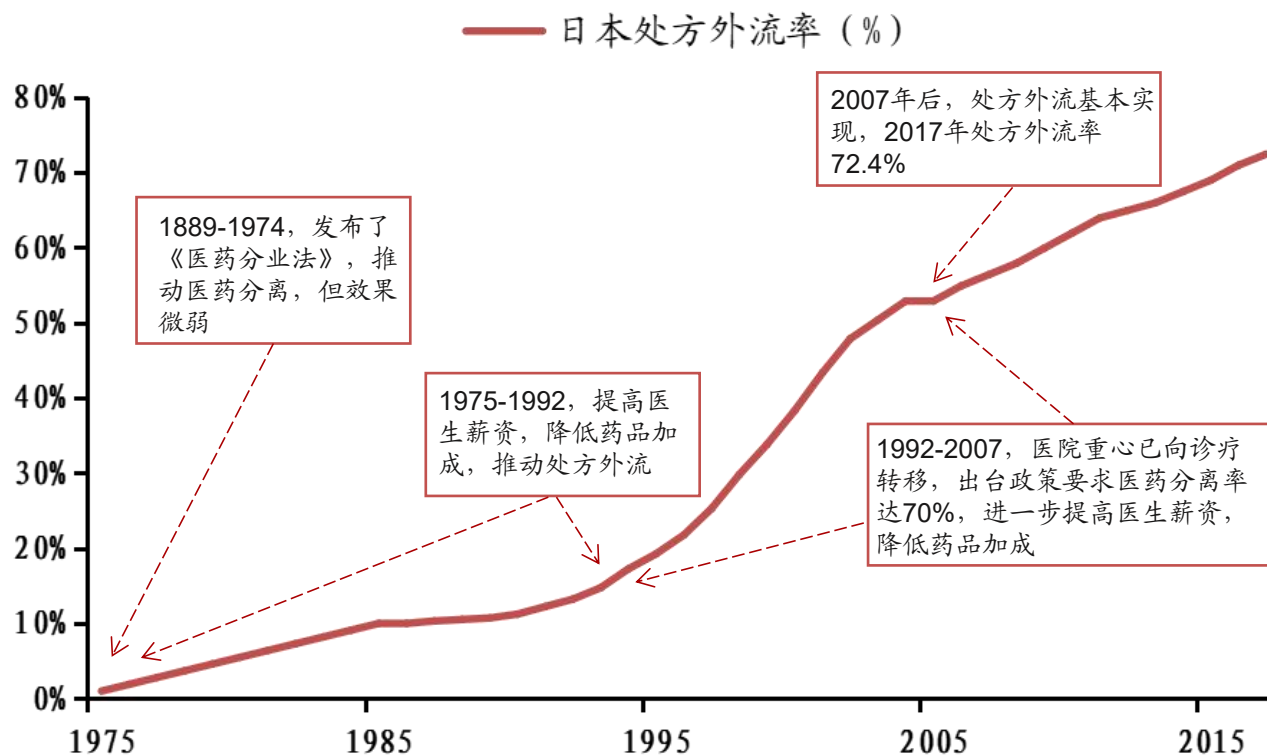
图：零售药店存量市场与新增处方外流量变化



资料来源：米内网，浙商证券研究所

需求分析-看未来：处方外流的时间与相关政策

图：日本处方外流率及对应发展阶段



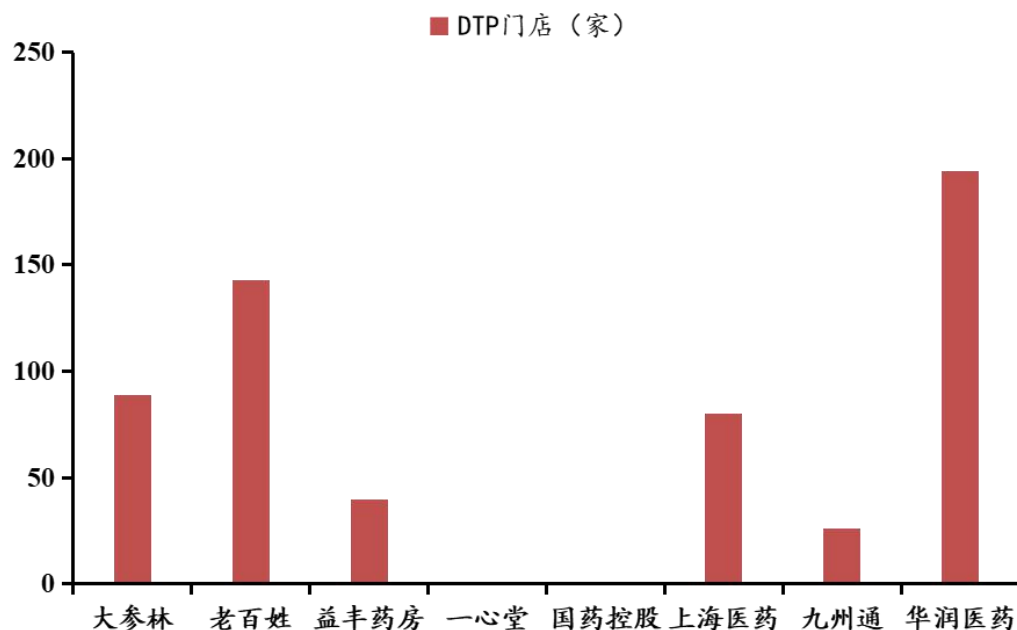
资料来源：日本厚生劳动省，浙商证券研究所

- 处方外流任重道远。虽然处方外流在强力政策推动下有所增长，但增速缓慢。美国处方外流率75%，但可比性不大，美国州间的医保、保险各有不同，PBM等影响较大。日本在1974年之前，医药未分离，通过行政手段推动，与我国可比性较大。日本处方外流约30年基本实现，为提高医生薪资、推动处方外流付出大量财力，现今我国已经取消药品加成、推动医院向诊疗转移，但医生薪资问题尚未解决、用药责任问题难以统一、院内药房无法取缔、处方外流尚未完全放开。一旦医院完成向诊疗收费的转变，医生薪酬与责任问题得以解决，将进入处方外流快速发展期。
- 我国处方外流率约为7%，对应日本1982年左右，我们认为处方外流增长临界点尚未来到，假设至2030年，处方外流率为10%，处方外流规模 $25400 \times 68\% \times 10\% \approx 1700$ 亿元

需求分析-看未来：处方外流的流向预测

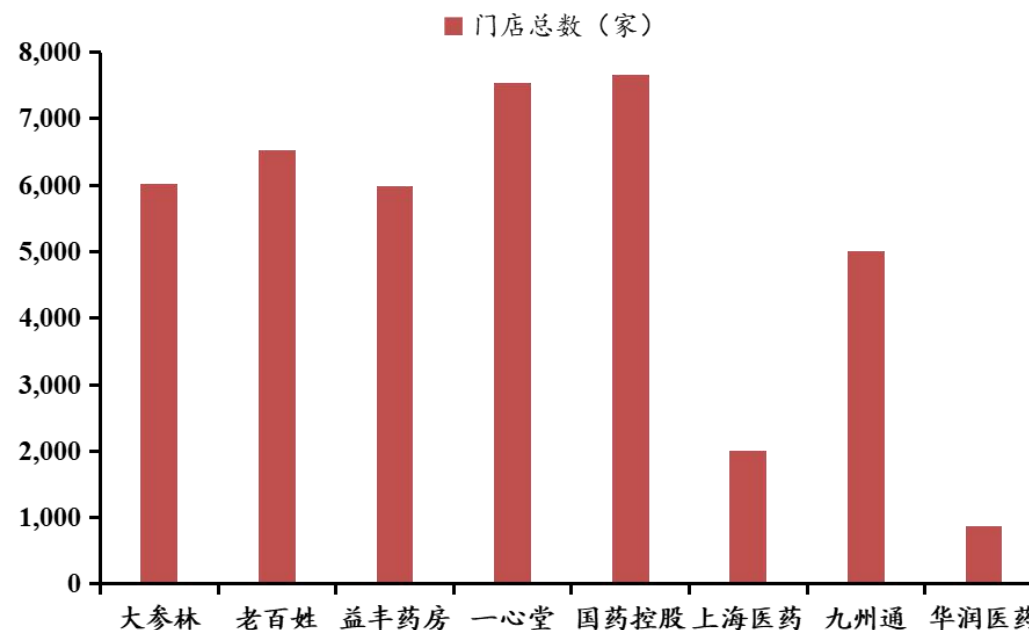
- 我们预计连锁药店龙头承接**60%**的处方外流。目前承接处方外流的渠道主要有连锁药店、DTP、院边店等，对比美国与日本的连锁药店承接处方外流的量，我国连锁药店积极布局院边店、DTP，整体门店数目有相对优势，我们认为我国连锁药店龙头可以承接至少60%的处方外流量。
- 连锁药店**2030年**的处方外流市场规模有望达到**1000亿元**： $1700 \times 60\% \approx 1000$ 亿元。连锁药店虽然有近千亿的处方外流市场，但整体看来，这并不是在已有存量市场的简单加总，承接处方外流的优势更多的是抢占市场、产品结构的转变与客流量的提升，处方外流依然是连锁药店的长逻辑，而不是短期的增量。

图：连锁药店龙头与医药流通公司DTP门店数量，2020年



资料来源：公司公告，浙商证券研究所
注：一心堂与国药控股未单独拆分、披露DTP药店数目

图：连锁药店龙头与医药流通公司门店总数，2020年

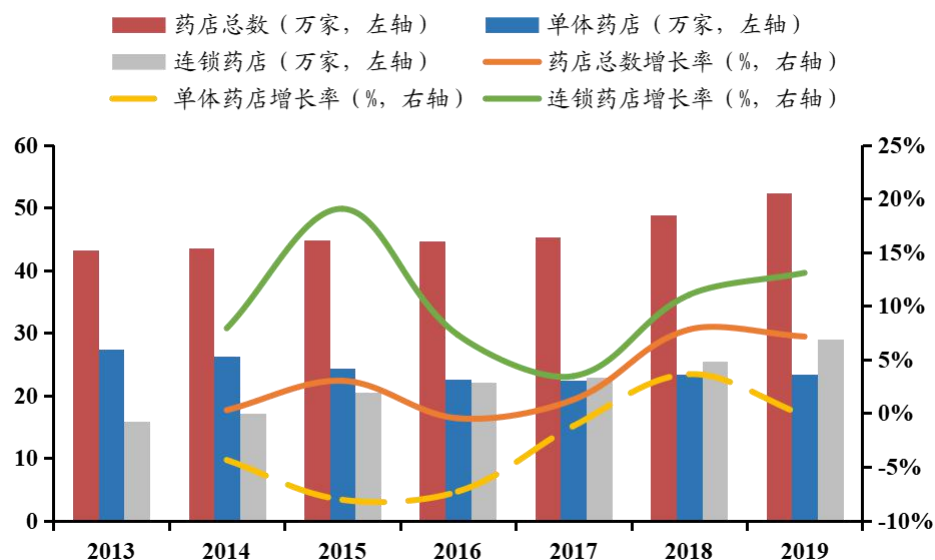


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

供给分析-供给格局变化

- 单体药店数目下降，连锁药店数目上升，连锁率提升。
- 行业集中趋势明显，十强占比明显提高。
- 医药电商占比逐渐提升。

图：药店数量结构变动情况



资料来源：中国药店，浙商证券研究所

表：零售药店药店收入预测

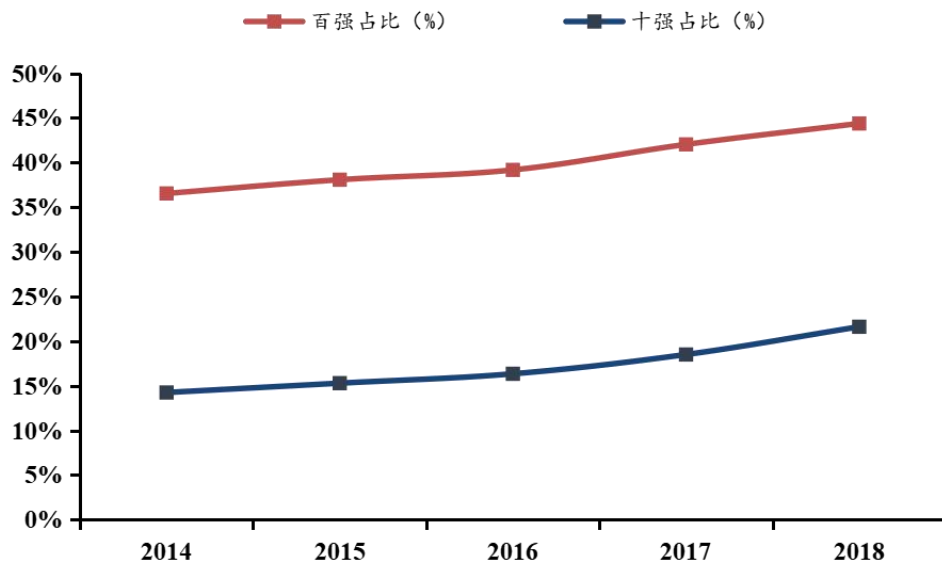
假设场景	零售药店占比提高	药品市场增速	2021E	2022E	2023E
乐观	3.0	4.0			
药店收入占比			26.4%	29.4%	32.4%
药店收益情况			4509.4	5222.7	5985.8
中性	1.5	4.0			
药店收入占比			24.9%	26.4%	27.9%
药店收益情况			4253.2	4689.8	5154.5
悲观	0.7	4.0			
药店收入占比			24.1%	24.8%	25.5%
药店收益情况			4116.5	4405.5	4711.1

资料来源：浙商证券研究所预测

我国连锁药店集中度提升趋势明显，提升速度将加快

- 随着处方外流的推动、药店管控的加强，2014-2018年，连锁药店销售额逐渐向龙头集中，十强药店占比从14%提升至22%，年均占比提升1.6%。十强销售额年均增长率21%。
- 中性预测，至2030年，零售药店整体销售额由4300亿提升至5200亿，年均增速10%；其中十强药店收入占比，将以年3%的增幅继续提升，至2023年，收入规模达1600亿人民币，2021-2023年均增长率23%。

图：十强与百强药店集中度趋势



资料来源：中国药店，浙商证券研究所

表：十强药店收入预测

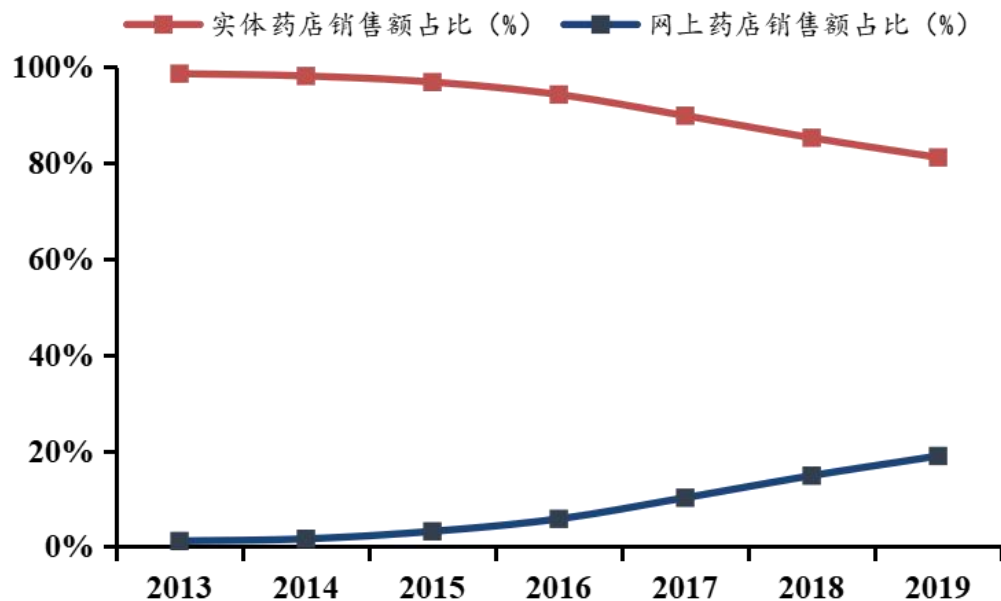
假设场景	零售药店 占比提高	十强药店 规模增速	2021E	2022E	2023E
乐观	3.0	3.5			
十强药店收入占比			25.5%	29.0%	32.5%
十强药店收益情况			1149.9	1514.6	1945.4
中性	1.5	3.0			
十强药店收入占比			25.0%	28.0%	31.0%
十强药店收益情况			1063.3	1313.1	1597.9
悲观	0.7	2.5			
十强药店收入占比			24.5%	27.0%	29.5%
十强药店收益情况			1008.5	1189.5	1389.8

资料来源：浙商证券研究所预测

连锁药店龙头增速明显高于医药电商

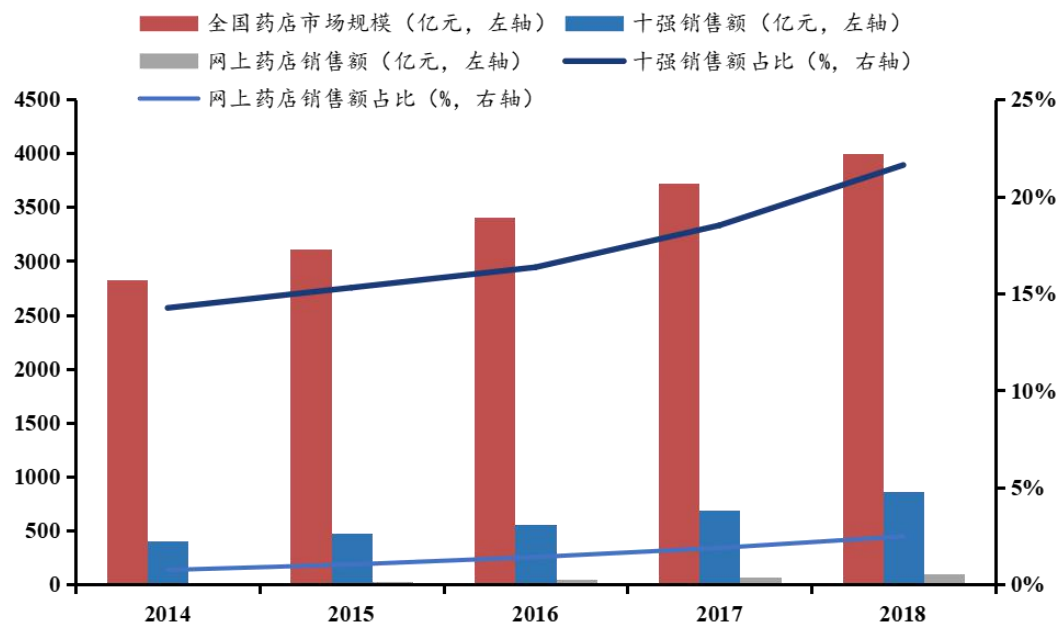
- 总需求增长，医院的销售额占比下降明显，医药电商与连锁药店在增长的市场中分羹；
- 龙头药店占比快速增长，互联网售药的增长主要集中在医疗器械方向，药品销售增速远不及连锁药店龙头，医药电商与连锁龙头尚不能形成竞争关系。

图：实体药店与网上药店销售额占比变动情况



资料来源：米内网，浙商证券研究所

图：十强零售药店与网上药店的销售额及占比（仅药品）



资料来源：米内网，浙商证券研究所

互联网售药策略：低价策略，目前看来并无明显低成本优势

- 市场上认为互联网售药之所以赢过实体零售，说到底打的是价格战。目前医药电商盈利能力（ROE）基本为负，毛利率与净利率均远低于连锁药店。
 - 毛利率低：网上药店药品的销售额相对较低，上游议价能力低于零售药店龙头。通过价位对比发现网上售药的价格并没有明显低于零售药店（尤其在销量占比最大的常备药与慢性病药方向）但毛利率却明显低于零售龙头，未来若真的发生价格竞争，可降价幅度不及零售龙头。
 - 净利率低：主要是因为毛利率较低，同时线上药店虽然看起来销售费用率较低，但销售及推广费用、履约开支（物流、仓储）等的加总占比，并不低于连锁龙头。
- 结论：**互联网药店在整体供应链控制上竞争力较弱，价格优势并不强。**

表：互联网药店龙头与零售药店龙头的业态比较，2020年

	互联网药店			零售药店龙头					
	YI.O 1药网	6618.HK 京东健康	0241.HK 阿里健康	603233.SH 大参林	603883.SH 老百姓	603939.SH 益丰药房	002727.SZ 一心堂	605266.SH 健之佳	301017.SZ 漱玉平民
ROE (%)	(127.7)	(88.9)	3.6	22.1	16.0	15.4	15.2	21.8	15.2
营业总收入 (百万)	8203	19383	15535	14583	13967	13145	12656	4466	4640
毛利率 (%)	4.5	25.4	23.3	38.5	32.1	38.0	35.8	33.7	30.1
净利率 (%)	(5.7)	(88.7)	2.2	7.4	5.5	6.6	6.2	5.6	4.7
存货周转率 (%)	12.5	9.6	8.9	3.8	4.3	4.1	3.8	4.4	4.3
应收账款周转率 (%)	62.0	401.4	48.6	37.0	12.6	16.6	19.0	29.8	19.8
应付账款周转率 (%)	10.3	8.7		6.1	6.7	8.6	5.1	3.6	6.0
销售费用率 (%)	4.9	7.4	7.9	23.8	20.3	24.6	24.1	23.3	20.1
管理费用率 (%)		2.7	1.9	4.8	4.7	4.2	4.0	3.3	2.7
财务费用率 (%)	0.1	0.0	0.0	(0.1)	0.4	0.3	0.0	0.2	0.1

*阿里健康自营药店占比85%，医药电商占13%，医疗服务及其他占比2%

*京东医药销售占比85%，广告营销及其他占比15%

资料来源：wind，浙商证券研究所

表：医药电商与零售药店龙头O to O的价格比较（以浦东为例）

	家庭常备药			慢性病用药		滋补药品
	999感冒灵	藿香正气水 (10支装, 品牌各异)	以岭连花清 瘟胶囊	立普妥 伐他汀钙 (20mg*7)	阿托 安立泽 列汀 (7片)	东阿阿胶 250g
1药网	13.5 (售罄)	16.0	37.5 (24*3)	45.0	52.0	869.0*2
京东大药房	12.5 (无货)	9.9	14.8 (24粒)	46.0	55.0	869.0
阿里健康	15.0	22.5	11.9 (24粒)	46.0	55.0	1039.0
一心堂	22.2	28.7	21.9 (36粒)	49.1	/	1499.0
老百姓	13.8	14.2	14.8 (24粒)	48.5	57.5	869.4
益丰药房	18.1	17.5	14.8 (24粒)	43.5	58.4	1446.5
大参林	/	18.8	/	50.0	69.0	1950.0
海王星辰	12.5	6.6	11.3 (24粒)	49.0	57.9	1499.0
叮当快药	13.8	8.4	21.5 (36粒)	43.5	/	1483.0

*京东健康满99免基础运费(8元)；1药网满68包邮(运费10元)；阿里健康免运费

*京东当日或次日达；阿里健康次日达；1药网3日内送达；连锁龙头O to O 30min内送达

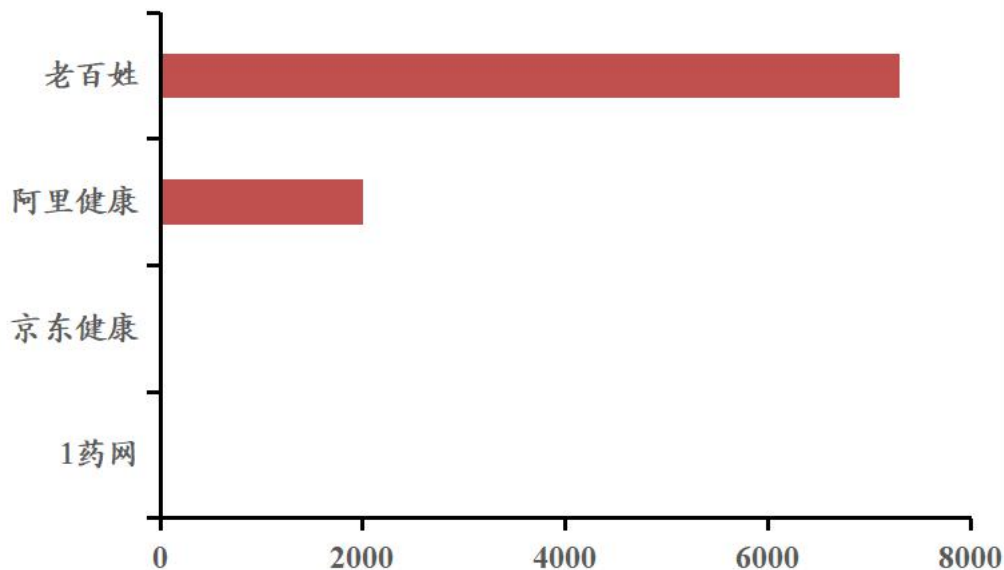
*大参林、健之佳、漱玉平民没有开放O to O业务

资料来源：各药店官网&门店，浙商证券研究所

电子处方外流还有很长的路要走，医药电商处方承接能力尚待加强

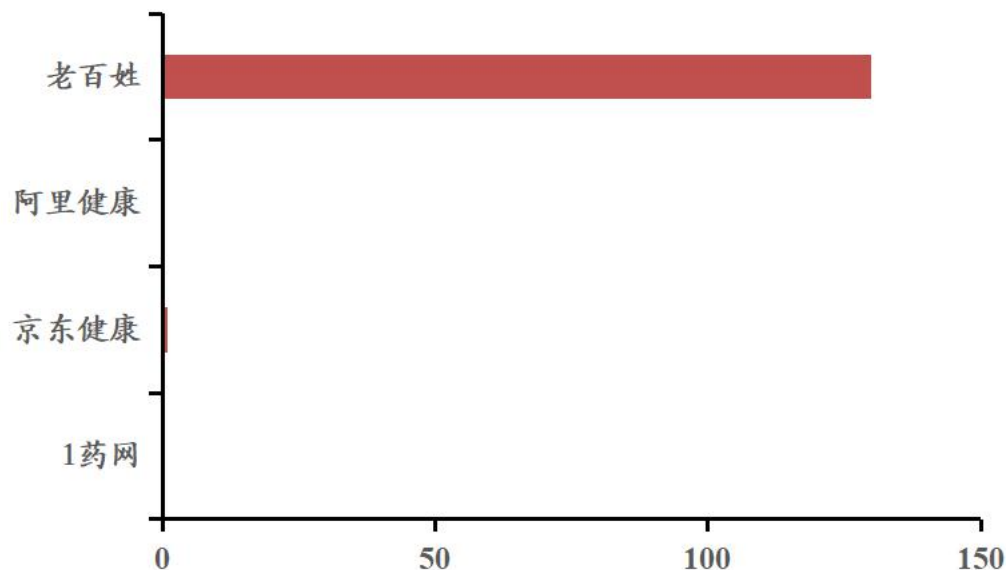
- 互联网医保放开，需要专业的人员服务：目前网上药店龙头仅阿里健康进行执业医师培训布局，随着后期医药零售管控的严格化，人员配置或将成为承接处方外流的门槛。
- 需要特定的处方审核流程：目前京东健康仅在天津市通过与医院合作进行了医保的打通，可复制性较弱；阿里健康在多城市试行医保支付，尚未有成功案例，线上医保开通后如何进行合理处方管控、切实使互联网医保落地将成为一大难题。
- 小结：互联网医保即使开放，目前医药电商储备不足，承接能力依然较弱，有许多问题亟待解决，真正与线下形成竞争依然前路漫漫。

图：医药电商龙头的执业医师数目（不含签约问诊）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图：医药电商龙头医保成功覆盖城市数目



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

➤ 需求端：

- 处方外流，集采降价，两票制等政策促使了院外药品需求的增加。药品需求开始逐渐流向院外市场，零售药店的年增长率远超整体药品销售增长率，中性预测，至2023年，零售药店整体销售额由4300亿提升至5200亿，年均增速10%。
- 院外处方药需求增加，整体毛利率有下降趋势。与2018年相比，2019年处方药增长最快（上升6%），其次为OTC（上升2%）。处方药的毛利大致在22%-23%，毛利较低，对应来看，随着近两年处方药的占比越来越高，零售药店销售额的增速也逐渐放缓，毛利率也有下降的趋势。
- 我们认为我国处方外流正处于日本1982年左右的阶段，在处方外流率达10%的假设下，我们预计2030年实体连锁药店可承接处方外流需求约1000亿元。但处方外流带来的并不是与存量市场的简单加总，而是结构的调整。

➤ 供给端：

- 单体药店数目下降，连锁药店数目上升，连锁率提高。
- 行业集中趋势明显，十强占比明显提高。行业集中度持续提升，2014-2018年十强销售额年均增长率21%，显著高于行业增速。预测至2023年，收入规模达1600亿人民币，2021-2023年均增长率23%。
- 医药电商占比逐渐提升，但医药电商短期尚未能与连锁药店龙头形成竞争。互联网售药进入市场，但对比两者的药品销售额、产品定价、毛利率与净利率、对医保的承接能力，我们认为，短期内，医药电商并不具备与零售药店龙头的竞争力。

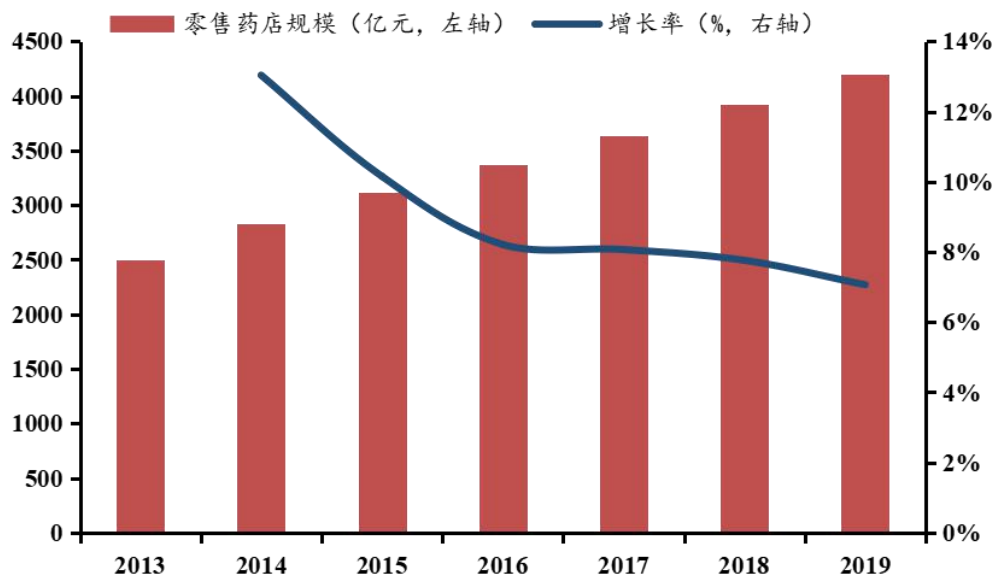
02

2.1 连锁药店 的发展路径

集中度提升：门店数目的增长，而非单店营收，是促进零售药店规模增长的关键因素。

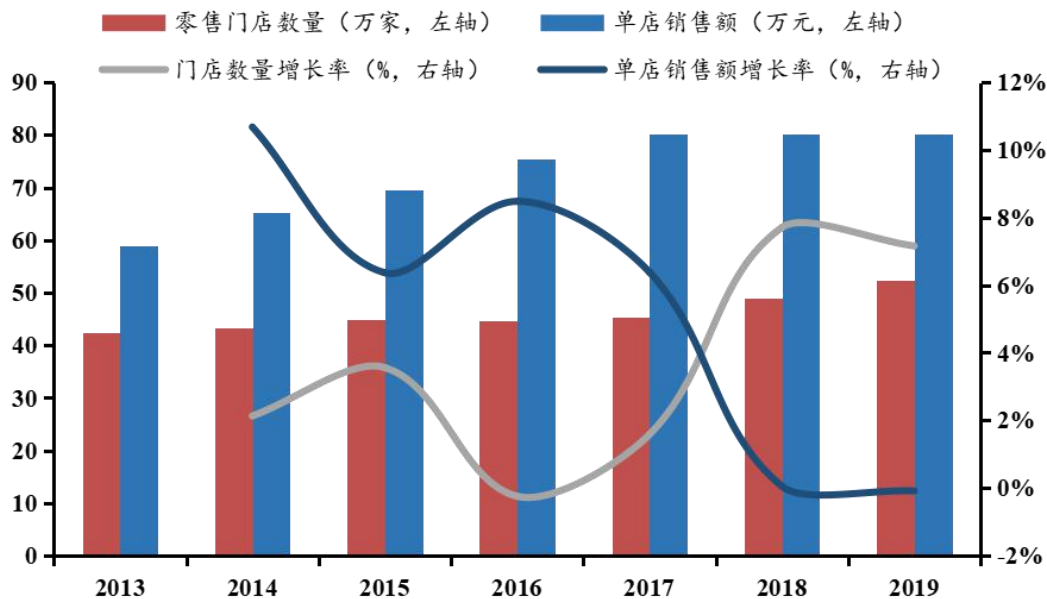
- 2013-2018年，零售药店的单店营收整体呈下降趋势，我们分析有几点原因：1. 大店拆小提高毛利率；2. 药品品类的变化使单店的营收有所下滑。
- 同时，零售药店门店数量快速增长。主要是由于各大药店通过自建、并购等方式进行快速扩张。
- 综上，我们认为目前我国连锁药店正走在门店数目快速扩张之路上，通过扩张快速占领市场。

图：零售药店规模及增速



资料来源：米内网，浙商证券研究所

图：零售药店门店数目及单店销售额变动情况



资料来源：中国药店，wind，浙商证券研究所

发展路径：

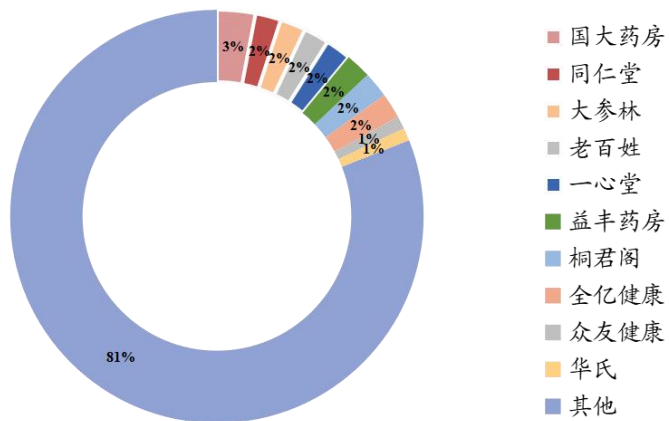
1. 加盟、并购扩张稳定加速。目前扩张的方法自建+并购+加盟几种类型，我们认为，类比海外的成功探索模式，并购与加盟扩展相对较快，或将成为药店快速稳定扩张的有效途径。

2. 处方药占比不断提升。一方面，根据我国零售药店的产品结构变动情况以及类比海外的处方药占比情况，处方药的占比有进一步提升趋势；另一方面，处方外流政策为药店长期稳定增长的长逻辑。

参考海外，我们预测我国连锁药店龙头会持续扩张

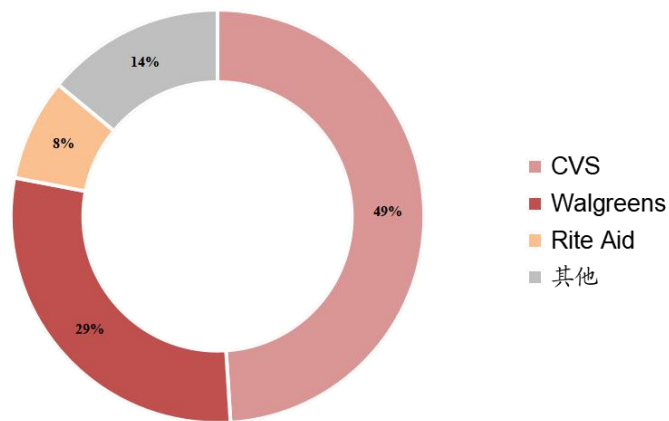
- 并购、加盟是提升市场占有率快速有效的方式。美国CVS、Walgreens，日本的Welcia、Cosmos等均通过并购快速实现了门店数目的增长以及市占率的提升。对比美国、日本的连锁药店，我国龙头药店占比较低，近年来，随着监管的严格化、药品集采带来的毛利率下降等原因，我国的连锁药店将有效并购更多的中小型药店。

图：中国连锁药店竞争格局，2017年



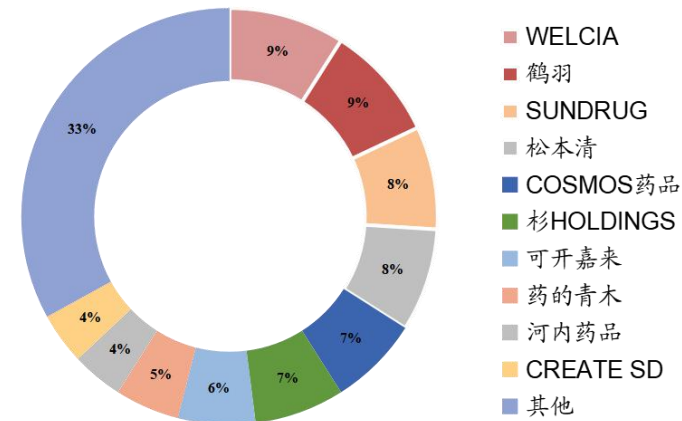
资料来源：商务部，浙商证券研究所

图：美国连锁药店竞争格局，2015年



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

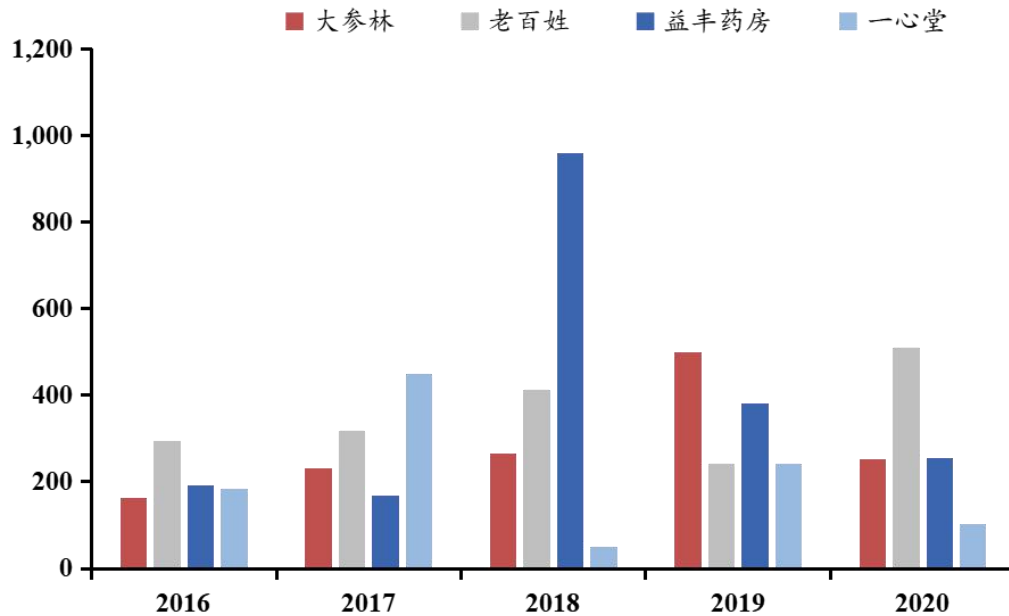
图：日本连锁药店竞争格局，2017年



资料来源：前瞻产业研究院，浙商证券研究所

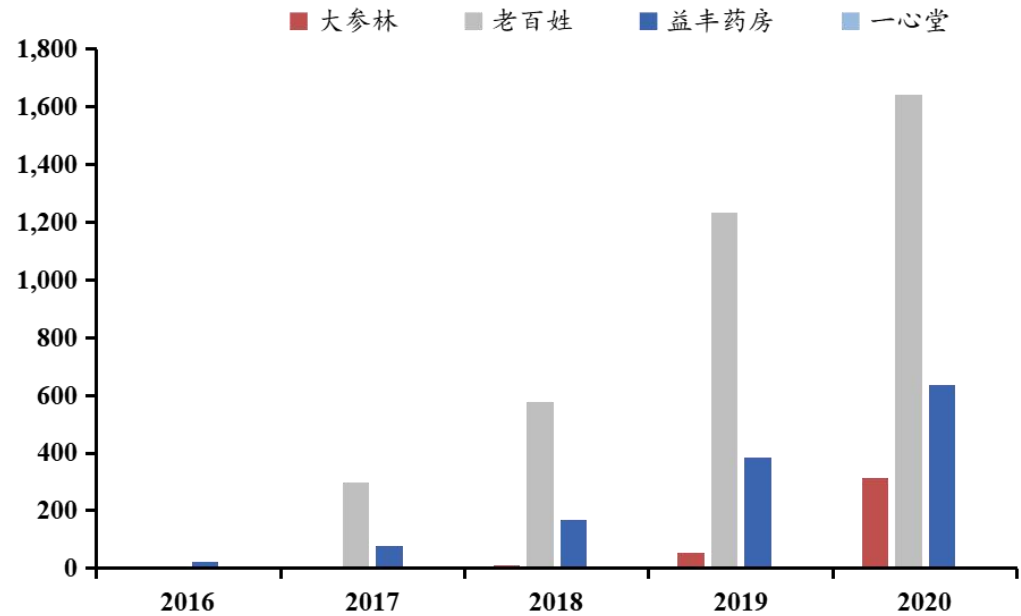
- 我国连锁药店龙头并购加盟门店数量持续增加，且有加速增长的趋势。大参林、老百姓、益丰药房、一心堂四大药房并购的情况每年有所差异，但整体看来，并购店面总数呈现增长的趋势，各公司的加盟店面数每年快速增长，有加速趋势（健之佳、漱玉平民上市时间过短，尚不具备较优势的并购加盟能力，暂不做分析）。

图：连锁药店龙头并购门店数量（家）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图：连锁药店龙头加盟门店数量（家）



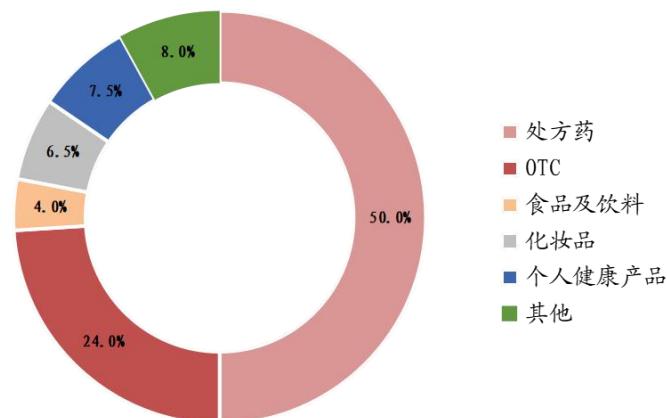
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2.1 处方药供应提升改变产品结构

对比海外，我们预测连锁药店品类结构将进一步发生变化

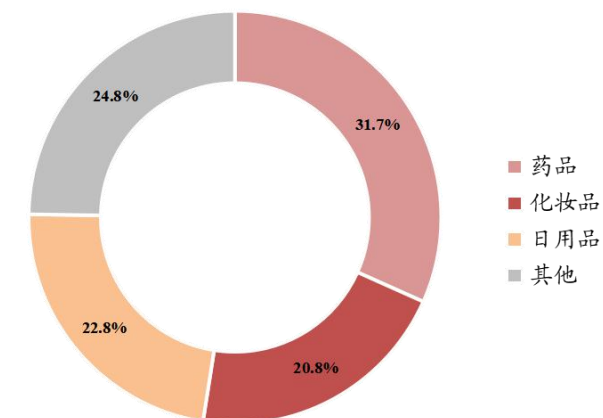
- **处方药占比持续提升：**对比美国、日本的连锁药店，我国连锁药店处方药占比较低，还处在承接处方药的初期，随着处方外流的推进，处方药销售占比将持续提升。
- **生活用品、保健品等非药品的收入占比逐步提升：**在各大药店的产品结构占比中可以看出，生活用品、保健品等非药品销售占比较高，我们预期我国连锁药店的非药品销售占比短期不会赶超发达国家，但随着中西成药毛利率降低，将进一步提升非药品销售占比，增加客户粘性、提升毛利率。

图：美国零售药店产品结构



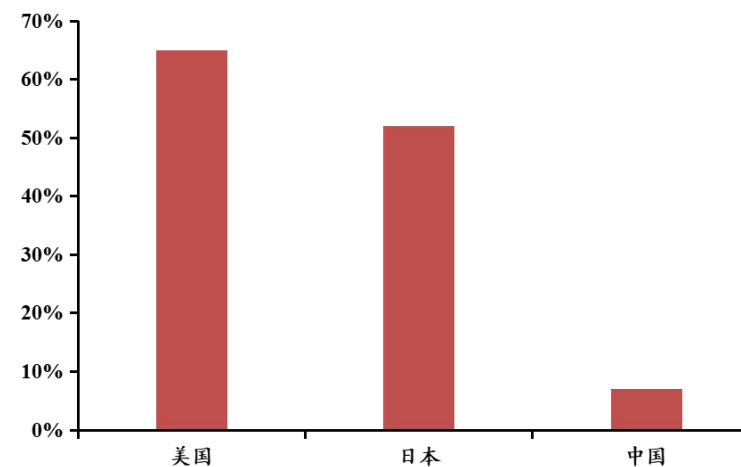
资料来源：NACDS，浙商证券研究所

图：日本产品营收结构



资料来源：JACDS，浙商证券研究所

图：零售药店在处方药销售中的占比

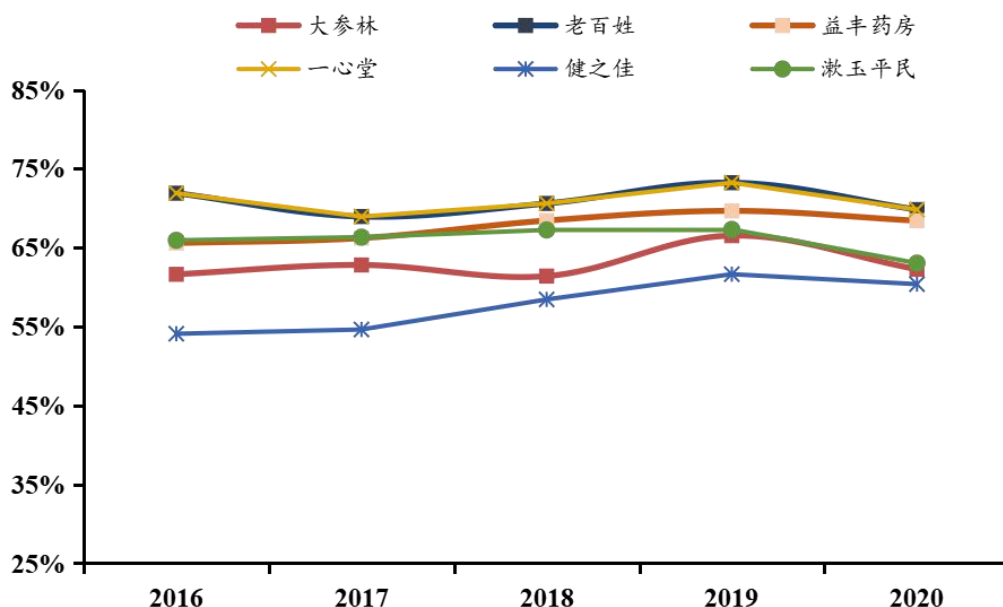


资料来源：IQVIA，浙商证券研究所

我们预测连锁药店龙头处方药及生活用品、保健品等的占比将进一步提升

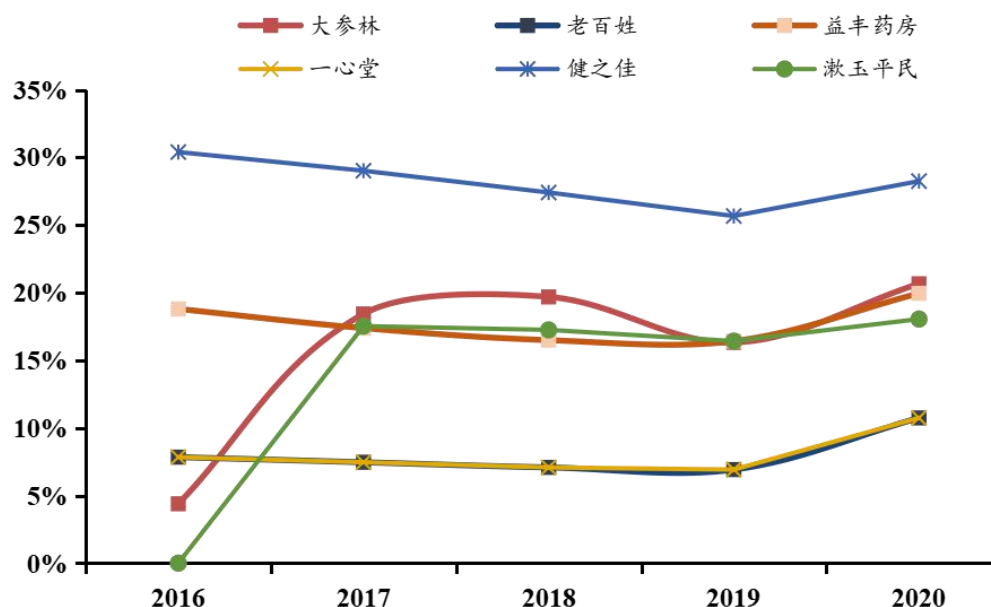
- 毛利率相对较低的处方药占比提升：各药店的中西成药的占比降幅并不明显，2019年占比甚至有所提升，但从毛利率端看，中西成药毛利率为降幅最明显的板块，这说明毛利率相对较低的处方药品的销售额占比提升；
- 生活用品、保健品等非药品的收入占比将进一步提升：从整体产品收入占比中可以明显看出，生活用品、保健品、医疗器械等非药品的收入占比提升，一方面是疫情带来部分医疗器械的增长，另一方面，各大药店开始在生活中用品、医疗服务、保健品等方面着力，对冲集采药品毛利率的降低。

图：连锁药店龙头中西成药销售占比变动情况



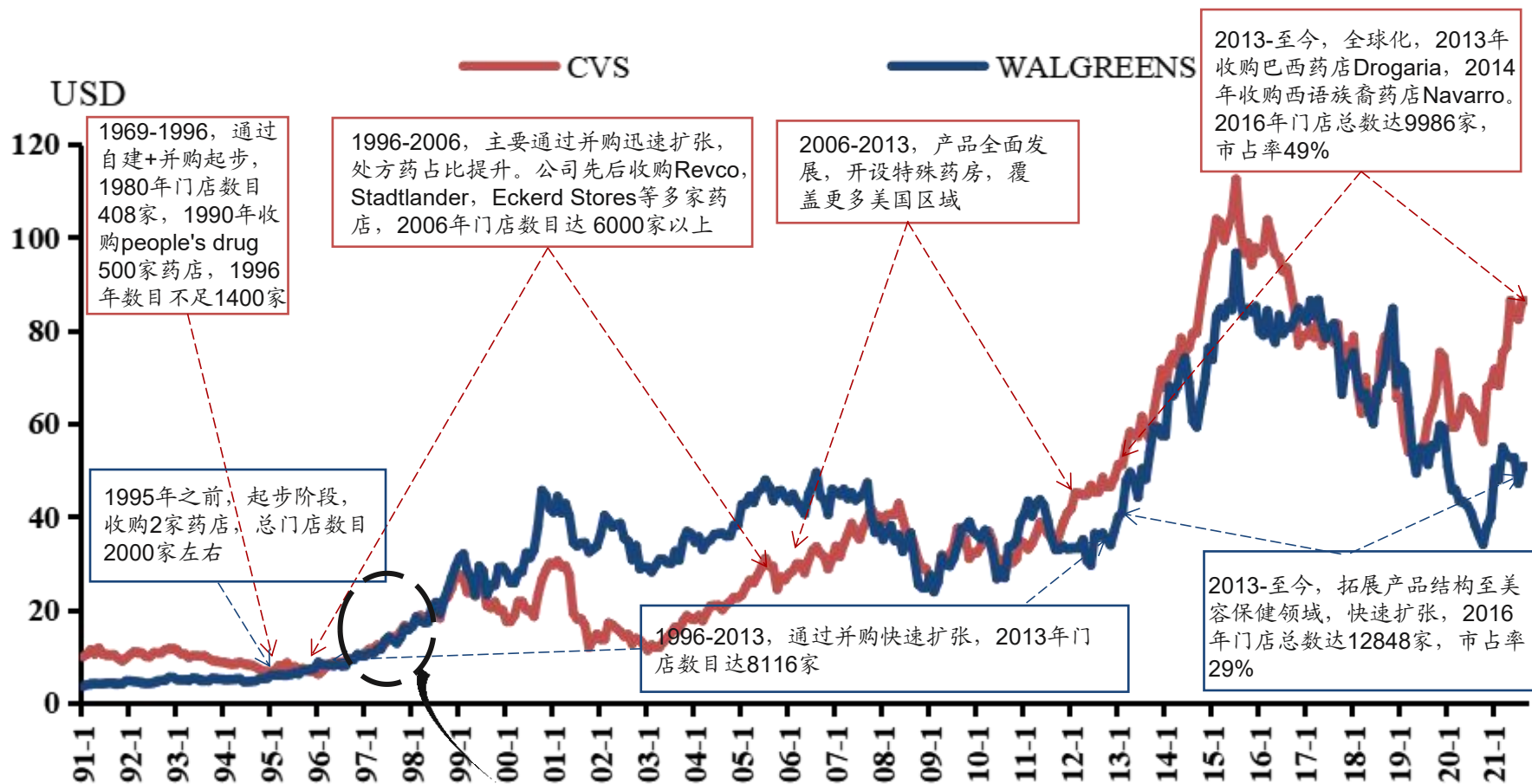
资料来源：wind，浙商证券研究所

图：连锁药店龙头非药品销售占比变动情况



资料来源：wind，浙商证券研究所

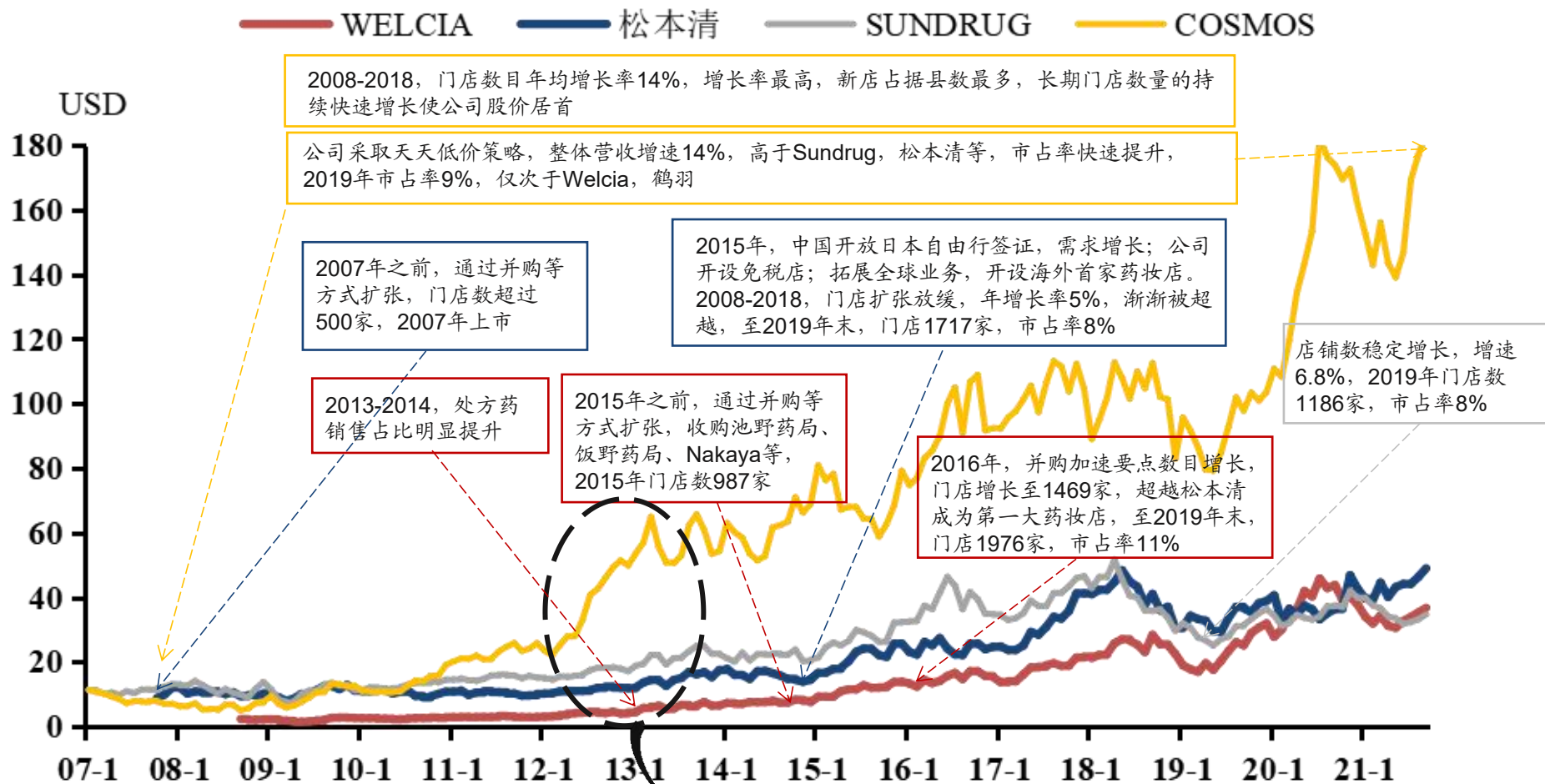
图：美国连锁药店股价变动复盘



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

我国所处阶段，龙头通过并购快速扩张，产品仍限于药品，处方药占比提升，类比美国发展趋势，更贴近于1997年左右的发展阶段，目前并购扩张仍处于稳定快速扩展的初期，扩张速度仍是衡量药店的重要指标，产品结构处于转型初期，短时间内仍会以中西成药为主，处方药占比持续提升

图：日本连锁药店股价变动复盘



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

我国与日本的产品结构差异性较为明显，日本发展之初药妆的占比便较大，但类比发展时间，规模增速，处方占比等，我国更贴近于日本2013年左右的阶段，类比cosmos的发展，可以看出长期门店的持续快速增长，覆盖区域的稳定扩张是投资的重要逻辑，药店的可复制性评估十分重要

02

2.2 影响连锁药店ROE的因素

2.2 成功连锁模式带来的思考

我们认为稳定的扩张对连锁门店的发展至关重要。通过与海外连锁药店对比，我们看到了稳定扩张的重要性，连锁药店归根结底是依靠规模效应来盈利的，最终要实现由“0-1”的商业模式复制成“1-N”的过程，对比全球成功连锁模式，引发几点思考：

1. 上游议价能力是提升毛利率的关键。名创优品ROE极高，其毛利率相比其他连锁也较高，但名创优品的产品优质而低价，主要得益于上游议价能力较强；沃尔玛的扩展也是由低价促销开始，对于连锁企业来讲，能拥有较强的上游议价能力、实现同比优质低价是成功扩张的关键；

2. 精细化管理是成功复制的关键。名创优品推行精细化管理，通过加盟、并购等形式实现店面的快速扩张，相比其他连锁，在加盟后实现了人员、店面、产品的全方位管理，加盟商只负责支付费用和分红。

表：全球连锁龙头与我国连锁药店龙头业态比较，2020年

	全球连锁龙头				全球连锁药店龙头			我国零售药店龙头					
	MNSO.N 名创优品	WMT.N 沃尔玛	601933.SH 永辉超市	5903.TWO 全家便利	CVS.N CVS HEALTH	WBA.O 沃尔格林 联合博姿	3141.T WELCIA	603233.SH 大参林	603883.SH 老百姓	603939.SH 益丰药房	002727.SZ 一心堂	605266.SH 健之佳	301017.SZ 漱玉平民
ROE (%)	113.7	17.4	9.1	33.8	10.8	2.1	16.4	22.1	16.0	15.4	15.2	21.8	15.2
营业总收入 (百万)	8979	559151	92979	85465	268706	139537	949652	14583	13967	13145	12656	4466	4640
毛利率 (%)	30.4	24.8	21.2	36.4	39.0	20.1	31.2	38.5	32.1	38.0	35.8	33.7	30.1
净利率 (%)	(2.9)	2.5	1.8	2.6	2.7	0.3	2.9	7.4	5.5	6.6	6.2	5.6	4.7
存货周转率 (%)	4.6	9.4	6.3	9.8	9.1	11.9	6.8	3.8	4.3	4.1	3.8	4.4	4.3
应收账款周转率 (%)	24.3	87.4	129.1	64.9	13.0	19.4	21.6	37.0	12.6	16.6	19.0	29.8	19.8
应付账款周转率 (%)	11.2	8.7	5.7	5.6	15.2	7.7	4.5	6.1	6.7	8.6	5.1	3.6	6.0
销售费用率 (%)	13.3		16.6					23.8	20.3	24.6	24.1	23.3	20.1
管理费用率 (%)			2.5					4.8	4.7	4.2	4.0	3.3	2.7
财务费用率 (%)	0.1	0.4	0.2	0.3	1.1	0.5	0.0	(0.1)	0.4	0.3	0.0	0.2	0.1

资料来源：wind，浙商证券研究所

表：影响连锁药店龙头的ROE因素分析，2020年

	603233.SH 大参林	603883.SH 老百姓	603939.SH 益丰药房	002727.SZ 一心堂	605266.SH 健之佳	301017.SZ 漱玉平民
ROE (%)	22.1	16.0	15.4	15.2	21.8	15.2
营业总收入 (百万)	14583	13967	13145	12656	4466	4640
毛利率 (%)	38.5	32.1	38.0	35.8	33.7	30.1
净利率 (%)	7.4	5.5	6.6	6.2	5.6	4.7
存货周转率 (%)	3.8	4.3	4.1	3.8	4.4	4.3
应收账款周转率 (%)	37.0	12.6	16.6	19.0	29.8	19.8
应付账款周转率 (%)	6.1	6.7	8.6	5.1	3.6	6.0
总店面数	6020	6533	5991	7537	1756	1851
净增加盟店面数	1003	998	990	0	0	0
净增直营并购店面数	261	407	249	1271	378	168
店面净增长率 (%)	21.0	21.5	20.7	16.9	21.5	9.1
闭店数	92	91	84	49	33	14
闭店率 (%)	1.5	1.4	1.4	0.7	1.9	0.8
销售费用率 (%)	23.8	20.3	24.6	24.1	23.3	20.1
管理费用率 (%)	4.8	4.7	4.2	4.0	3.3	2.7
财务费用率 (%)	(0.1)	0.4	0.3	0.0	0.2	0.1

资料来源：wind，浙商证券研究所

我们通过对比分析，认为以下两个因素对ROE影响最大：

1. 营业总收入

连锁药店的规模，直接影响其对上游的议价能力，我们对比发现，四大连锁药店龙头的营业规模与ROE息息相关。

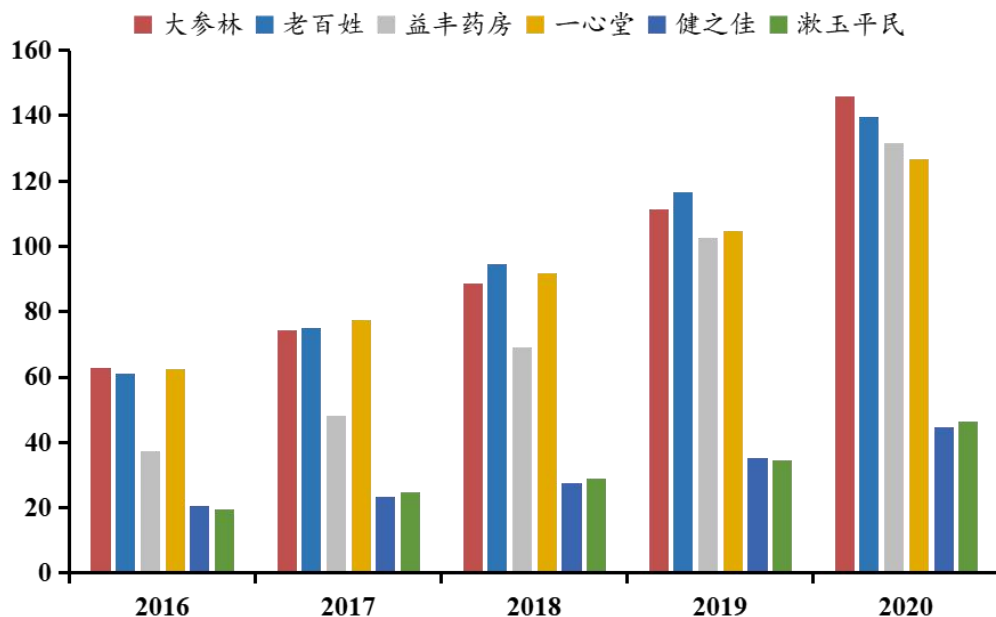
2. 门店数量净增长率

我们认为店面数量的净增长率直接体现了连锁药店的规模化扩张能力，扩张能力越强体现其精细化管理能力越强。

连锁药店营业收入分析:

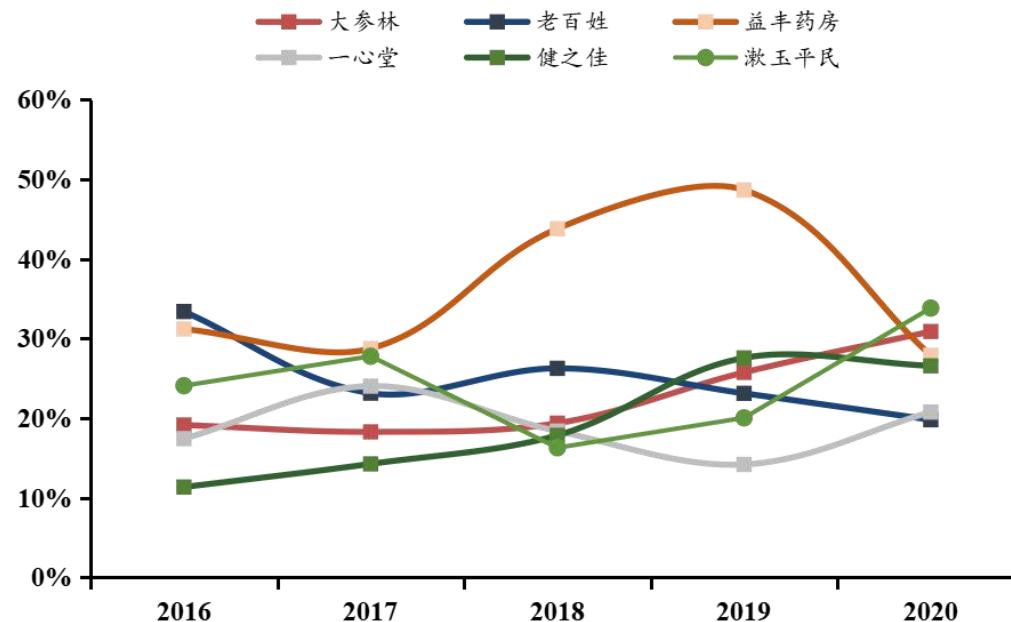
- 营收总规模逐年增长，营收增速始终高于行业平均增速。
- 营收收入取决于门店日均坪效*门店数量，门店数目与第2个因素门店净增长率息息相关，而日均坪效，我们认为主要取决于产品结构与地理位置。

图：连锁药店龙头营收规模（亿元）



资料来源：wind，浙商证券研究所

图：连锁药店龙头营收增速

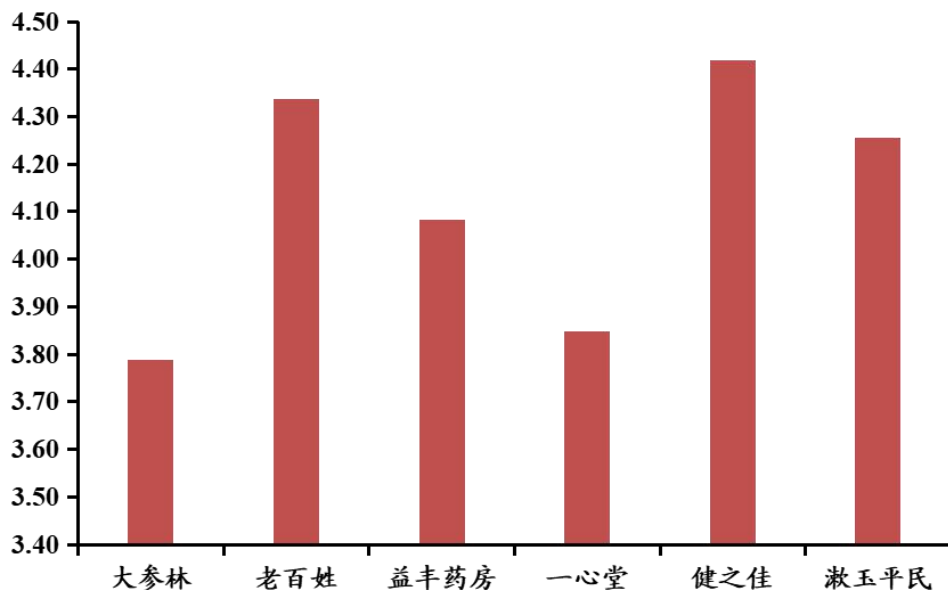


资料来源：wind，浙商证券研究所

我们认为日均坪效与ROE息息相关，且主要受产品结构与店面位置影响。

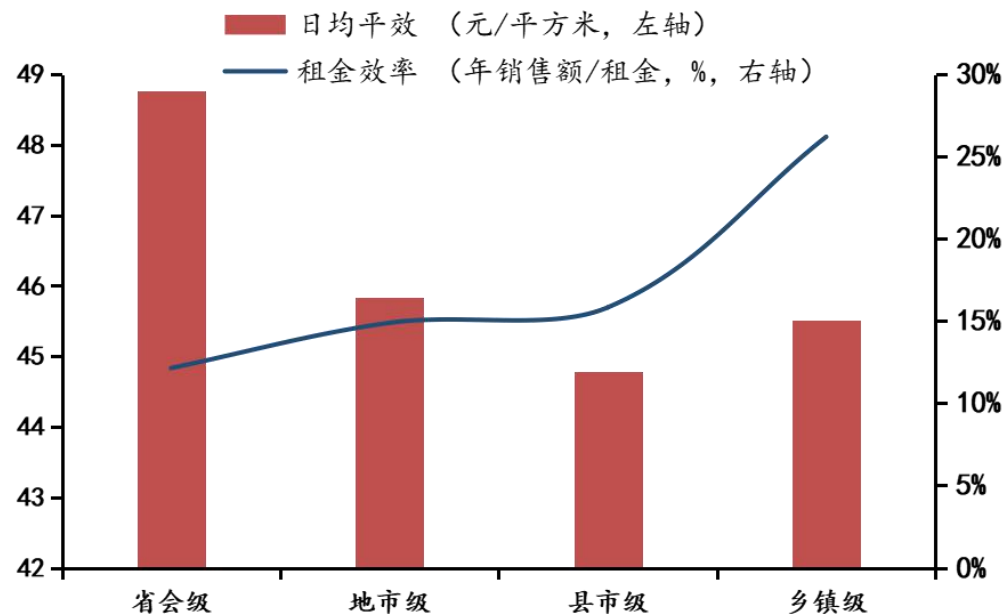
- 从产品结构上看，我们认为高价位、高周转的产品有助于提升日均坪效。我们以客单价来衡量产品价位，以存货周转率来衡量产品周转情况。四大药店中大参林由于销售滋补药材客单价最高，老百姓由于加盟较多，存货周转率最高，两者ROE高于其他。
- 从地理位置上看，目前一心堂布局县乡级最早，其他三家均以地市级以上布局为主，我们以一心堂为例分析地理位置对日均坪效的影响。乡镇级日均坪效仅次于省会级和地市级，得益于租金低、人工费用低的优势，是目前龙头布局的主要方向。

图：连锁药店龙头存货周转率



资料来源：wind，浙商证券研究所

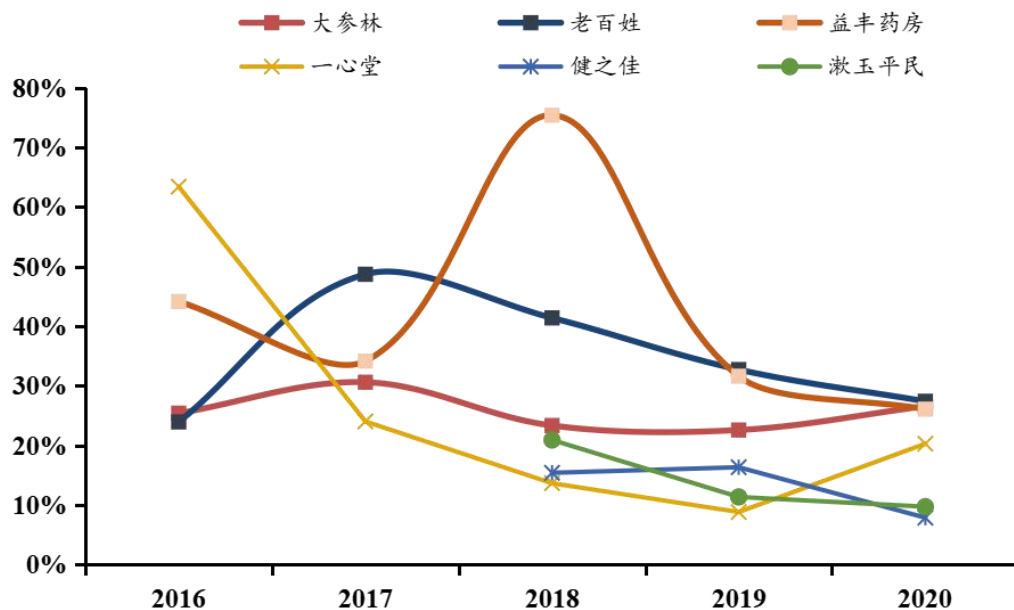
图：一心堂各区域门店日均坪效与租金效率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

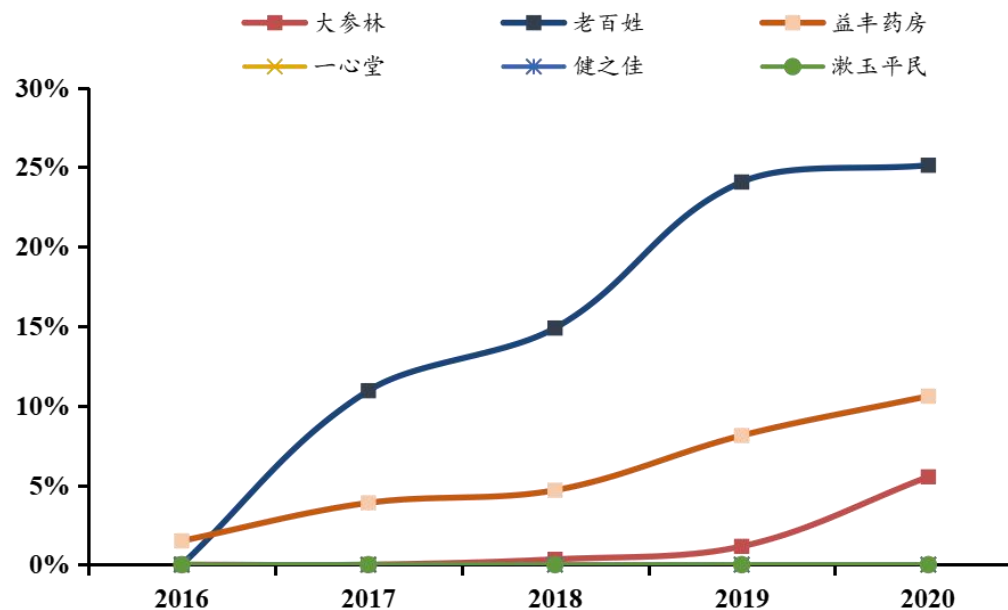
- 加盟占比提升趋势明显，我们预计精细化管理水平将成为评价连锁药店未来发展的关键性指标。我们认为门店净增长率是影响ROE变化的至关重要的因素，目前连锁药店扩张方式中，加盟占比提升趋势明显，对于龙头药店，加盟有利于迅速打入本地市场，扩展业务范围，但加盟对精细化管理要求程度更高。我们预计未来精细化管理水平将成为评价连锁药店未来发展的关键性指标。

图：连锁药店龙头门店净增长率



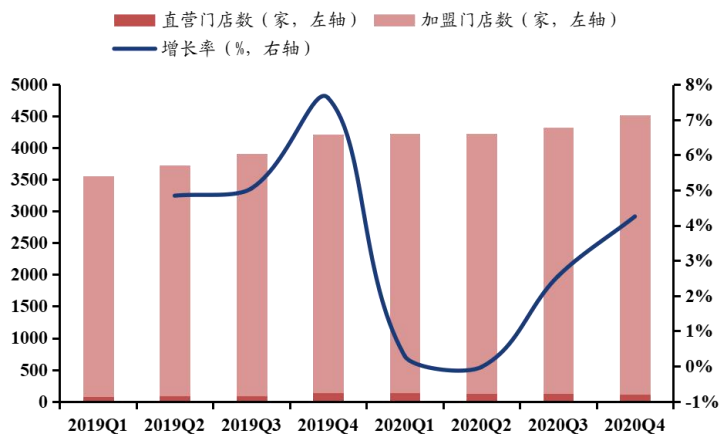
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图：连锁药店龙头加盟店面占比



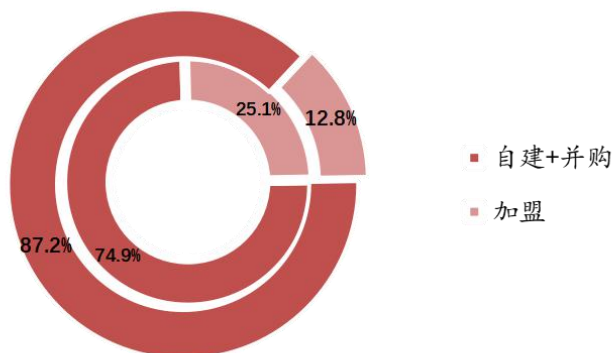
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图：名创优品门店结构及增速



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

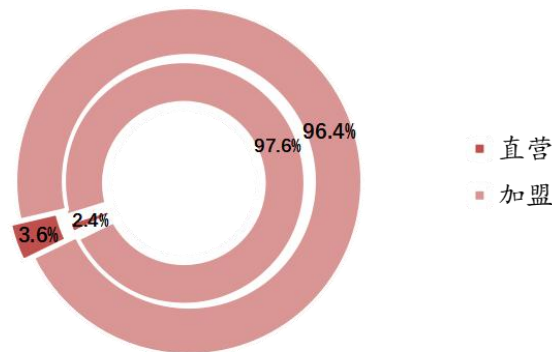
图：老百姓加盟门店及营收占比，2020年



内层为门店占比；外层为营收占比

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

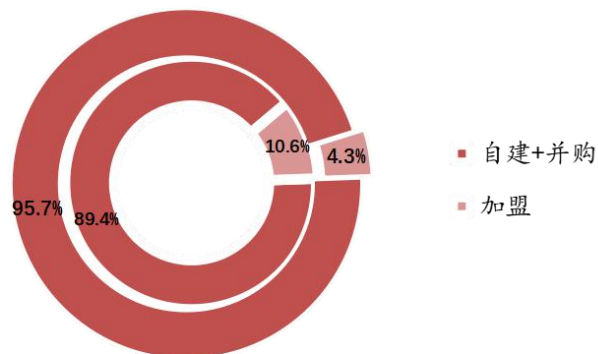
图：名创优品加盟门店及营收占比，2020年



内层为门店占比；外层为营收占比

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图：益丰药房加盟门店及营收占比，2020年



内层为门店占比；外层为营收占比

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

我国连锁药店的加盟门店精细化管理有待进一步加强，我们认为加强数字化建设与加盟门店统一管理或将成为趋势。与名创优品的连锁模式对比：

- 加盟门店营收占比远低于门店数量占比。我们以营收和店面数测算名创优品的加盟营收。相比之下，老百姓加盟店面占比25%，营收占比不到13%，益丰药房店数占比11%，但收入占比仅4%。
- 精细化管理有待进一步加强。名创优品加盟的成功主要依赖其较强的精细化管理能力，而连锁药店在加盟后还是依赖加盟商运营，更偏近于医药批发，毛利较低。有些店面只挂牌，药品来源不定，导致加盟店的营收占比明显低于其数量占比。我们认为加强数字化建设，针对加盟商、人员、店面、产品等的统一管理，对门店拓展、提升加盟门店毛利率至关重要。

➤ 提升营业总收入

- 营收收入取决于门店日均坪效*门店数量，门店数目与门店净增长率息息相关，而日均坪效，我们认为主要取决于产品结构与地理位置。
- 从产品结构看，高价位、高周转率的产品结构有助于提升日均坪效。高价位可以以客单价来衡量，周转率可以以存货周转率来衡量。我们认为可以用处方药、医保用药等低价药品来吸引客流，提高周转；从而提升高价位产品如保健品、滋补品、生活用品等的销售。
- 从地理位置看，乡镇级门店日均坪效较高，仅次于省会级和地市级，而且拥有租金和人员成本的优势。

➤ 提高店面数量净增长率

- 我们认为店面数量的净增长率直接体现了连锁药店的规模化扩张能力，扩张能力越强体现其精细化管理能力越强、可复制性越高。
- **通过加盟、并购稳定快速扩张。**并购有利于公司快速扩展产品线，进入本地市场，而加盟有助于以相对更低的成本进入下沉市场。在四大连锁药店中，老百姓、益丰药房、大参林开启了加盟模式，加盟占比提升趋势明显。
- **提高精细化管理水平。**通过对比海外成功的连锁模式，我们认为连锁药店应该通过提高数字化建设水平，对于公司的物流运输、所有门店的人员、店面、产品等统一的管理，尤其是对于加盟门店的统一管理，对来客量与客单价等进行实时分析，从而保证门店的产品分布的合理性，提高产品周转率。

小结：药店的发展路径与影响因素

➤ 发展路径：

- 门店扩张稳定加速。并购与加盟扩展相对较快，或将成为药店快速稳定扩张的有效途径。
- 处方药占比不断提升。一方面，根据我国零售药店的产品结构变动情况以及类比海外的处方药占比情况，处方药的占比有进一步提升趋势；另一方面，处方外流政策为药店长期稳定增长的长逻辑。

➤ 影响因素

- 营业总收入。营收收入取决于门店日均坪效*门店数量，门店数目与门店净增长率息息相关，而日均坪效，我们认为主要取决于产品结构与地理位置。高价位、高周转率的产品结构有助于提升日均坪效，药店可以以处方药、医保用药等低价药品来吸引客流，提高周转；从而提升高价位产品如保健品、滋补品、生活用品等的销售，而地理位置选择上，省会级和地市级、乡镇级门店日均坪效较高。
- 店面数量净增长率。提升店面数量净增长率主要是提升新开店量，减少闭店率。通过加盟、并购稳定快速扩张有助于提升新开店数量，而提高精细化管理，保证店面合理的盈利和较高的周转率，可以有效提升整体盈利水平，降低闭店率。

03

估值

我们认为，目前连锁药店的行业所处趋势主要有两点：

1. **龙头药店通过加盟、并购加速扩张，行业集中度提升。**连锁药店店面总数持续增长，单体药店门店总数持续下降，龙头药店扩张趋势明显，与海外相比，我国连锁药店龙头正处于扩张的初期或早期的水平。从整体销售额来看，零售药店的年增长率远超整体药品销售增长率，零售药店年均增长率为4.7%，十强销售额年均增长率21%。中性预测下，至2023年，零售药店整体销售额由**4300亿**提升至**5200亿**，年均增速**10%**；其中十强药店收入规模达**1600亿人民币**，**2021-2023**年均增长率**23%**。

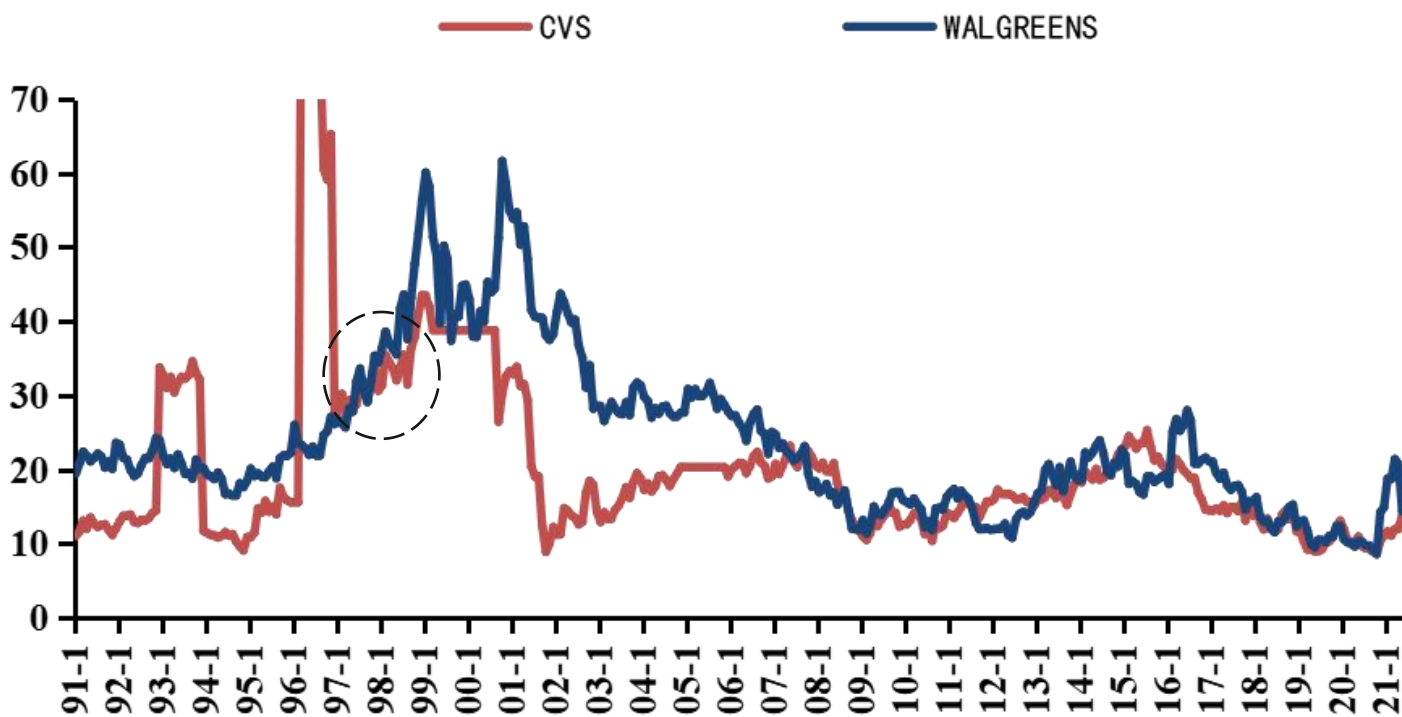
2. **处方药销售占比提升，产品结构改变。**

估值方法：

对比发达国家，寻找美国、日本在零售药店整体增速规模与国内相近、龙头药店规模增速与十强增速类似、发展阶段与我国连锁药店龙头近似的时间点，依据其当时的估值水平给出合理估值。

对比我国零售药店与十强销售额增速，我们认为，我国处在美国1997年左右零售药店增速提升（由2-5%提升至7%-12%）、三大龙头销售额提升的时间节点。可比估值PE20-30倍，PEG>1。

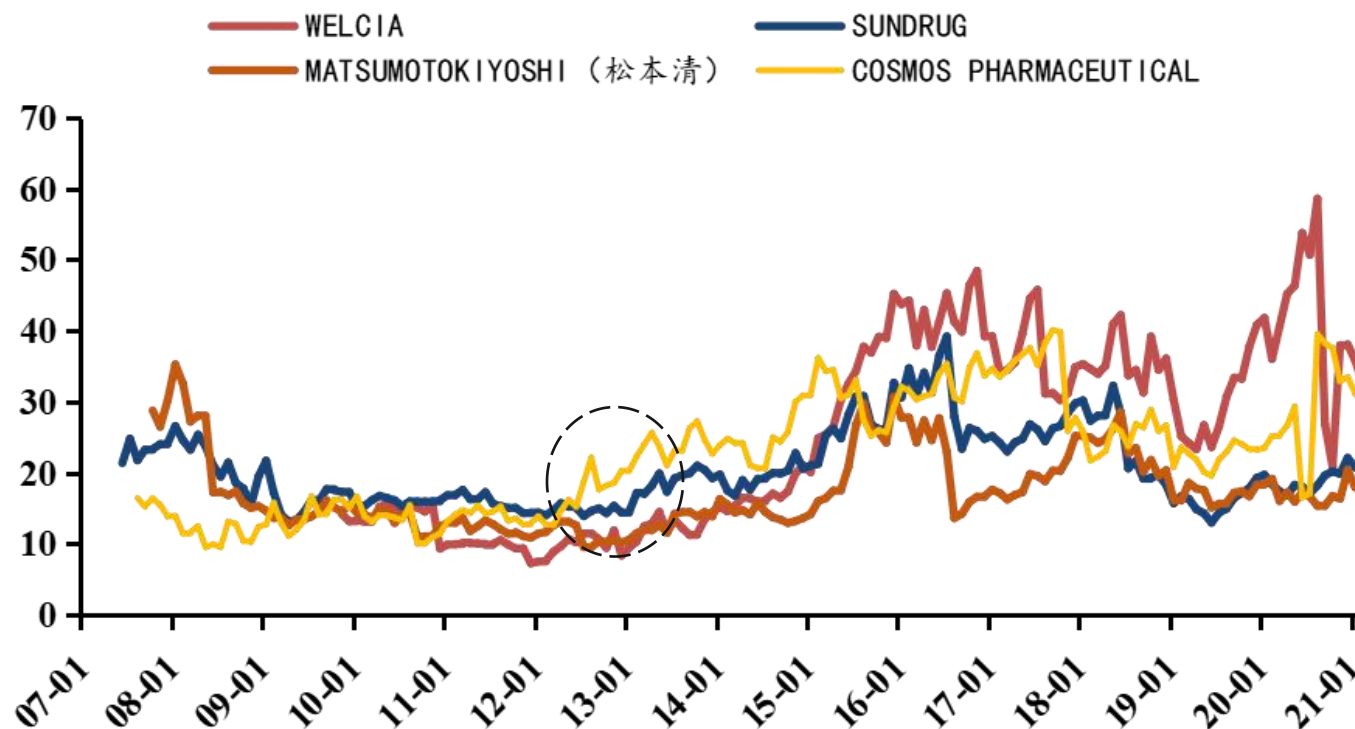
图：美国连锁药店龙头PE值（倍）



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

日本与我国产品结构差异较大，自上市以来，龙头药店的营收增长率基本可维持在5%-20%之间， $PEG > 1$ 。我们类比公司上市时间与规模增速，可比日本2013年前后的估值水平，PE估值在10-25倍之间， $PEG > 1$ 。

图：日本连锁药店龙头PE值（倍）



资料来源：wind，浙商证券研究所

- 我国连锁药店行业现状：行业集中度提升，政策利好，龙头成长性高。
- 对应美国、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上市公司17~35倍PE估值，0.84~1.50倍PEG，取其均值，计算出行业PE估值27倍，PEG1.24。

表：我国零售药店龙头估值

证券代码	公司名称	收盘价(元) 2021/9/24	EPS(元)					PE(倍)				PEG
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E		
603233.SH	大参林	42.47	1.61	1.64	2.10	2.66	49	33	20	16	1.50	
603883.SH	老百姓	45.96	1.52	1.88	2.34	2.87	41	30	20	16	1.43	
603939.SH	益丰药房	51.32	1.45	1.38	1.79	2.28	62	29	29	23	1.37	
002727.SZ	一心堂	28.22	1.33	1.67	2.06	2.51	25	24	14	11	1.18	
301017.SZ	漱玉平民	19.00	0.59	0.66	0.82	1.03	--	28	23	18	1.13	
605266.SH	健之佳	72.05	4.74	4.35	5.21	6.28	23	17	14	11	0.84	

资料来源：wind，浙商证券研究所预测

综合考虑公司发展阶段、所处赛道的情况，我们推荐关注大参林、老百姓、益丰药房、一心堂、漱玉平民、健之佳。

- 1.处方外流政策推动不及预期;
- 2.处方外流带来的市场增量不及预期;
- 3.行业集中度提升带来的十强药店业绩增速不及预期;
- 4.门店拓展速度不及预期;
- 5.公司营业收入或店面日均坪效不及预期。

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29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

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>