



医药商业

优于大市（首次）

零售药店：业绩趋势向好，低估值 下配置性价比较高

证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

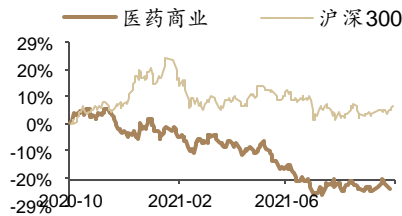
邮箱：chentl@tebon.com.cn

王绍玲

资格编号：S0120521090003

邮箱：wangsl@tebon.com.cn

市场表现



投资要点：

- **投资逻辑：1)业绩上：**2022年，感冒类产品销售受限情况有望缓解，疫情负面影响进一步消退，低基数效应下，预计零售药店行业业绩将向上修复。**2)估值上：**板块估值处于历史中枢下限，板块业绩与估值的匹配度已经较低，明显已经处于低估状态。**3)基本面：**处方外流下，零售药店市场增速快于医药市场整体增速，集中度提升下，连锁龙头增速快于零售市场整体增速。即龙头药店的市场份额及业绩有望保持确定性较高的3-5年的稳定增长。
- **2021Q1-Q3行业经营回顾：**客流量下降、客单价提升，Q3单季度店均销售额环比持平。2021年Q2单季度客流量指数均值为82，2021年Q3下降至75，Q3单季度客流量下降的幅度较大。2021年Q1-Q2，客单价提升的幅度在11-15%之间，进入Q3，客单价较2019年同比提升的幅度在13-23%，Q2、Q3的店均销售额指数均值分别为91、89，从店均销售额看，Q3行业整体略有下滑。
- **上市公司：2021H2业绩有望环比改善。**2020年上半年，疫情影响下，口罩及消杀类产品销量提升，药店销售额较高，高基数效应下，2021年上半年零售药店业绩增速放缓。2021年下半年，高基数效应逐步消除，业绩有望环比改善。
- **行业逻辑一：行业集中度加速提升，龙头企业受益。**2020年，KA连锁（年营业收入2亿元以上）企业以19.2%的门店占比，贡献54.9%的收入。从单店收入看，KA连锁是单体药店的5.4倍，龙头药店与单体药店在经营上已经拉开差距。2020年，CR10从2019年的20.2%增长至27%，CR20也从2019年的27.3%大幅增长至36.4%，行业集中度呈现加速提升态势。
- **行业逻辑二：线上or实体，有竞争、有错位，O2O为有效的融合方式。**2020年在疫情的影响下，网上药店在零售端的占比也提升至5.6%；2020年，实体零售药店中西成药占比超过73%，线上药店器械和非药品合计占比超过50%，二者在品类上差异较大。O2O作为线上和线下融合比较顺畅的方式，份额占比接近3.5%，提升速度极快。
- **行业逻辑三：零售药店终端地位在上升，处方外流带来千亿级增量。**从2020年来看，零售药店的销售占比显著提升，从2019年的23.4%上升至2020年的26.3%，整体提升近3个百分点。2016-2020年处方药在医院的销售占比从77%下降到了71.6%。作为承接处方外流的终端之一，零售药店的处方药销售占比从10%上升到13.6%。中性情况下，我们预计到2030年通过零售渠道销售的处方药规模将增长至3151亿元，其中实体零售药店份额为79.5%左右。
- **投资建议：**综合考虑估值及业绩的匹配性，建议关注一心堂、益丰药房、大参林、老百姓。
- **风险提示：**处方外流不及预期；线上药店快速发展挤兑实体药店风险；药品价格下降风险。

内容目录

1. 零售药店：多政策鼓励下，行业增速快于医院终端增速.....	5
1.1. 零售药店：医药流通的第二大终端.....	5
1.2. 多项政策鼓励，药店在终端的地位将获得提升.....	6
1.3. 处方外流：趋势已经形成，龙头企业受益.....	7
2. 线上 or 实体，零售药店发展模式探讨.....	9
2.1. 2020 年疫情影响，实体零售药店加速向线上转移.....	9
2.2. 品类结构：实体药店中西成药为主，线上药店器械和非处方药为主.....	10
2.3. 实体与线上：有竞争，但更多是业态互补.....	10
2.4. 线上药店：价格无明显优势.....	11
2.5. 线上药店：毛利率偏低，盈利模式不明确.....	12
2.6. O2O：线上与线下融合比较顺畅的方式，份额快速提升.....	13
3. 行业集中度有较大的提升空间，龙头企业成长空间广阔.....	13
3.1. 实体零售药店：连锁化率 57%，CR10 为 27%，仍有很大提速空间.....	13
3.2. 经营层面：KA 连锁店均收入为单体药店 5 倍，单体药店加速出清.....	14
4. 实体药店：经营稳定性强，预计 2021H2 业绩环比改善.....	15
4.1. 2021Q1-Q3 实体零售药店行业经营情况回顾：客流量下降、客单价提升，单店销售额小幅下降.....	15
4.2. 上市公司：同店增长放缓，扩张贡献业绩增量比重上升.....	16
4.3. 上市公司：高基数窗口期已过，业绩有望环比改善.....	17
5. 投资建议.....	19
6. 风险提示.....	20

图表目录

图 1: 医药产业图谱.....	5
图 2: 2013-2020 年我国药品终端销售规模 (亿元)	5
图 3: 2013-2020 年三大药品零售终端药品销售占比.....	6
图 4: 2013-2020 年公立医院药品销售规模及增速	6
图 5: 零售药房相关重点政策梳理.....	7
图 6: 日本医药分离率及历史进程.....	8
图 7: 三大渠道处方药销售占比	8
图 8: 2013-2020 年零售药店市场规模及增速.....	10
图 9: 2013-2020 年实体药店和网上药店市场规模及增速	10
图 10: 实体药店 2015-2020 年品类结构变化.....	10
图 11: 线上药店 2015-2020 年品类结构变化.....	10
图 12: 互联网医疗公司.....	11
图 13: 2020.07-2021.07 O2O 占药店整体份额.....	13
图 14: 2020.07-2021.07 药店整体销售额与 O2O 环比变化情况.....	13
图 15: 我国零售药店总量及连锁化率 (家, %)	14
图 16: 2020 年各区域药店数量 (万家)	14
图 17: 十强、二十强、五十强药店销售额全国市场占比.....	14
图 18: 单体药店、KA 和非 KA 药店门店数占比 (2021 年)	15
图 19: 单体药店、KA 和非 KA 药店营业收入占比	15
图 20: 2021 年 1-9 月实体零售药店客流指数.....	15
图 21: 2021 年 1-9 月实体零售药店客单价指数.....	16
图 22: 2021 年 1-9 月实体零售药店店均销售额指数	16
图 23: 上市药房直营门店单季度单店收入 (万元)	17
图 24: 上市药房单季度直营门店增加数量 (单位: 家)	17
图 25: 一心堂 2018Q4-2021Q2 单季度营收、利润及增速.....	18
图 26: 大参林 2018Q4-2021Q2 单季度营收、利润及增速.....	18
图 27: 老百姓 2018Q4-2021Q2 单季度营收、利润及增速.....	19
图 28: 益丰药房 2018Q4-2021Q2 单季度营收、利润及增速	19
图 29: 一心堂、大参林、老百姓、益丰药房近 3 年 PE 估值情况 (TTM, 剔除负值) .20	
表 1: 2030 年处方药在零售端销售规模测算 (亿元)	9

表 2: 2021-2030 年线上与实体药店处方药规模测算 (亿元)	9
表 3: 实体药店与医药电商部分药品价格对比	12
表 4: 实体药店与医药电商部分药品价格对比	12
表 5: 线上和实体药房毛利率和净利率情况	12
表 6: 四大上市药房线上及 O2O 业务发展情况	13

1. 零售药店：多政策鼓励下，行业增速快于医院终端增速

1.1. 零售药店：医药流通的第二大终端

我国的医药产业链上游是原材料、中间体、原料药等制造商，承担药品原料和中间体的制造和供应角色，中游为医药研发与制造环节，进行药品研发、生产和出售业务，下游是医药流通环节，流通企业负责药品、器械耗材的运输和分销，公立医院、零售药店、基层医疗机构进行面向患者的销售活动。在整个产业链中，零售药店是重要的销售终端之一。

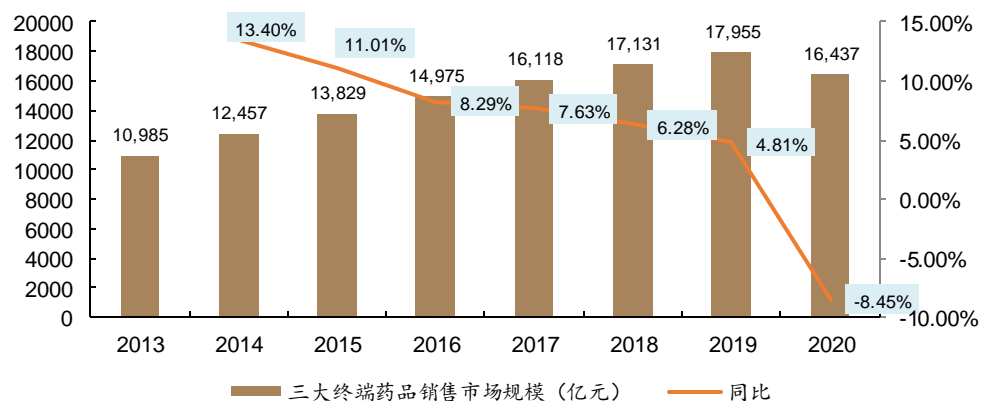
图 1：医药产业图谱



资料来源：德邦研究所

从终端销售规模看，2019 年我国三大终端药品销售规模接近 1.8 万亿。从增速上看，2014-2019 年同比增速呈现下滑趋势，2019 年同比增速仅为 4.8%，2020 年受到疫情影响，终端药品销售规模下降至 1.6 万亿左右，同比增长-8.5%。

图 2：2013-2020 年我国药品终端销售规模（亿元）

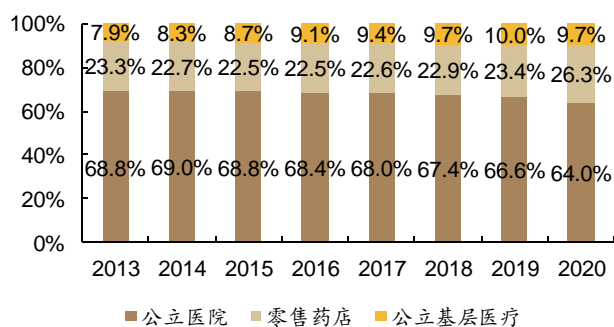


资料来源：米内网，德邦研究所

在三大药品零售终端中，公立医院占据主要市场，2013-2018年间的占比在67-69%的水平，维持相对稳定的水平。2019-2020年，公立医院在终端销售中占比下降，2020年下降到64%。从2020年来看，零售药店的销售占比显著提升，从2019年的23.4%上升至2020年的26.3%，整体提升近3个百分点。

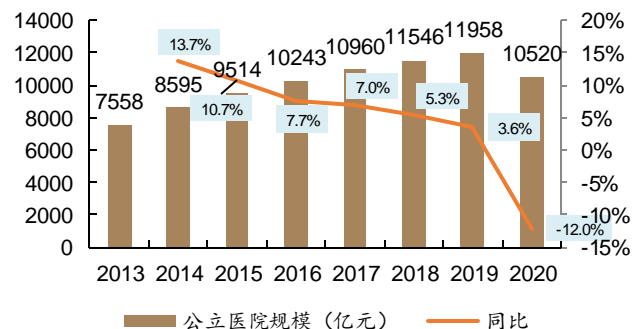
从公立医院端看，药品销售规模从2013年的7558亿增长到2019年的1.2万亿左右，增速趋势变化与终端规模变动趋势比较接近，但公立医院的增速更低。

图 3：2013-2020 年三大药品零售终端药品销售占比



资料来源：米内网，德邦研究所

图 4：2013-2020 年公立医院药品销售规模及增速



资料来源：米内网，德邦研究所

1.2. 多项政策鼓励，药店在终端的地位将获得提升

双通道政策：定点医疗机构和零售药店均可以作为谈判药品的供应通道，避免了零售药店 DTP 药房中创新药品种进入医保后，销量出现断崖式下滑。同时也确立了零售药店作为药品重要供应终端的地位。

电子处方流转：患者可凭借院内开具的电子处方到指定实体药房及电商平台购买药品，为处方顺利外流建立了政策通道，使零售药店成为处方外流的最大承接方。

药店分级制度：对药店进行分级管理，有利于药店的规范化管理，评级高的药店获得更多政策上的支持，将进一步加速行业集中度的提升。

图 5：零售药房相关重点政策梳理

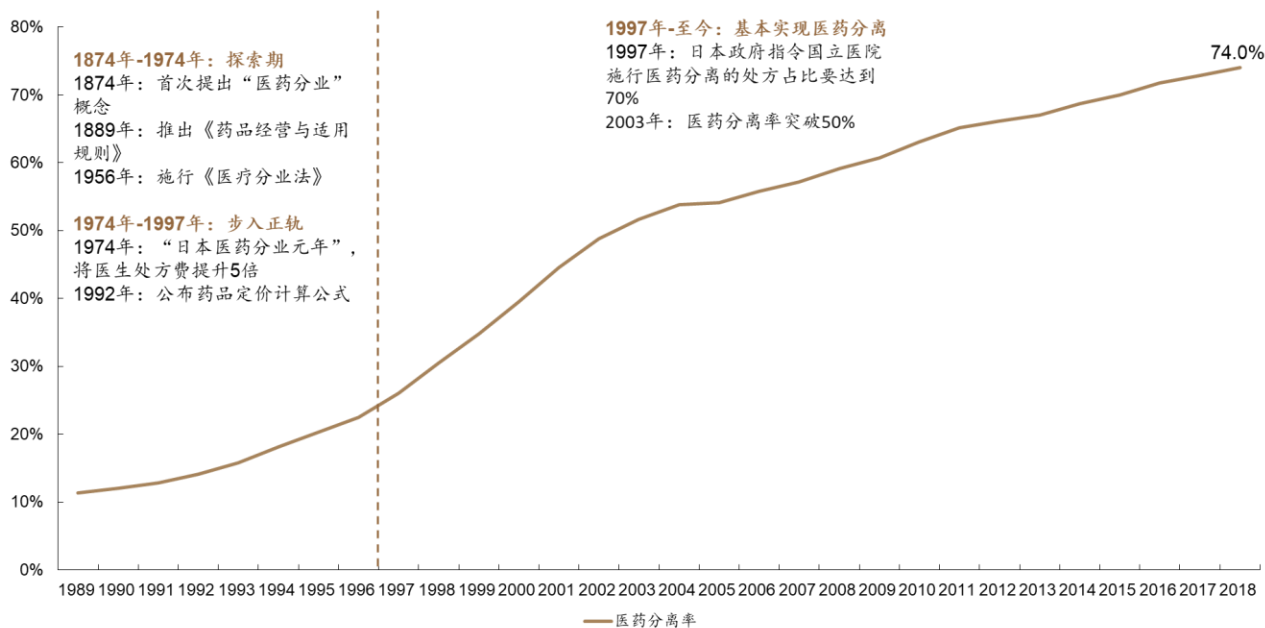
	双通道	电子处方流转	药店分级制度
政策内容	通过定点医疗机构和定点零售药店两个渠道，满足谈判药品供应保障、临床使用等方面的合理需求，并同步纳入医保支付的机制。	建立处方信息共享平台，系统连接医院与制定零售药房，患者可凭院内开具的电子处方去指定实体药房及电商平台购买药品。	将药店根据经营条件和合规状况分为1-3类，限定其商品的销售范围；同时按照经营服务能力给予二、三类药店由低到高划分为A、AA、AAA三个等级。
政策解读	政策实施后，零售药店将被给予与医院同等的医保药品报销模式，有利于促进处方外流，同时也为零售药店带来业绩增量。但国家对于纳入双通道的零售药房的管控将会更为严格，而这将更有利于龙头企业的发展。	在医生开具处方后需要有院外的承接方，承接处方的药房资质审核和管控趋严，将是龙头连锁零售药房受益。	高评级的药店不受药品销售限制，同时相关部门会有相应利好政策支持高评级药店发展。经营更为规范、服务体系更为健全的龙头药房将受益于高评级带来的如承接处方外配、纳入医保定点药店等利好。

资料来源：中国政府网，国家医保局，商务部，德邦研究所

1.3. 处方外流：趋势已经形成，龙头企业受益

日本于 1874 年首次提出医药分离概念，但当时未出台有效政策实际转变医生的薪酬来源，医药分离进程遭遇瓶颈。从 1974 年起，日本开始推出政策提升医生服务费用且严格限制药品加成率，医药分离逐渐步入正轨。1997 年至今，日本已基本实现医药分离，2018 年日本的医药分离率高达 74%。我国从 2018 年开始密集出台了多项医疗改革相关政策，意在降低医院的药耗占比，提高医疗服务的价格，使医生的收入阳光化。参考日本的经验，我们认为我国全面的医药分离进程已经启动，公立医院作为药品销售第一终端的地位将逐步降低，零售药店的终端地位将逐步提升。

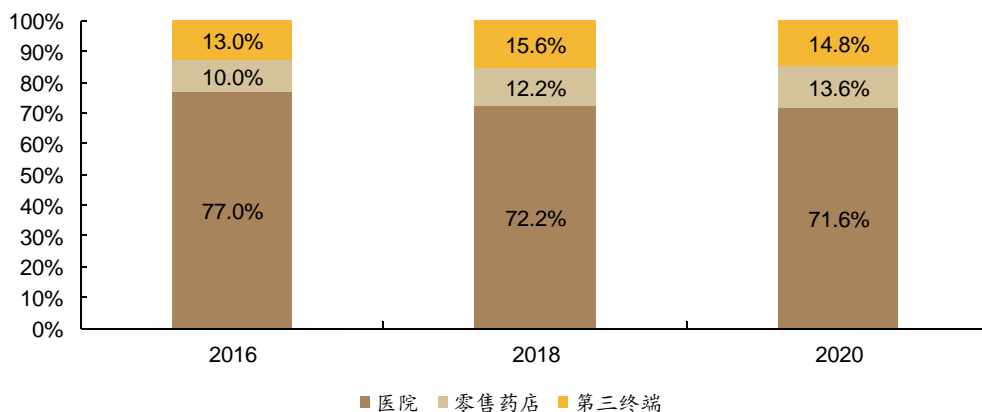
图 6：日本医药分离率及历史进程



资料来源：Wind，德邦研究所

长期来看，国家正连续出台政策推动医药分离进程，处方外流趋势具有一定的确定性。但因各省市执行进度不一，导致目前处方外流速度依旧缓慢。根据 IQVIA 数据，2016-2020 年处方药在医院的销售占比从 77% 下降到了 71.6%。作为承接处方外流的终端之一，零售药店的处方药销售占比从 10% 上升到 13.6%。

图 7：三大渠道处方药销售占比



资料来源：IQVIA，德邦研究所

我们对零售端处方外流未来的市场空间做了进一步测算（零售渠道包括城市药店、县药店及网上药店），并参考 IQVIA 的有关处方药销售渠道占比数据做了如下假设：

- 1) 考虑到近年来由于带量采购导致的处方药价格大幅下滑因素，我们假设药品市场未来的增幅在 2.7%-4.5% 区间。
- 2) 由于集采、创新药谈判等因素影响，处方药占整体药品市场比重呈下降趋势，假设未来会以 0.1% 的降幅继续下降。

3) 根据 IQVIA, 2020 年零售渠道处方药占整体院外渠道的比重为 47.9%且近年来该比重处于增长态势。中性假设该比重每年将增加 0.3%, 到 2030 年将达 50.9%。同时中性假设到 2030 年整体院外处方药销售占比将达到 45%, 故 2030 年零售渠道处方药占比将提升至 22.9%。悲观情况下, 2030 年零售渠道处方药销售比重达到 20%, 乐观情况下, 预计 2030 年零售渠道处方药销售比重达到 26%。

中性情况下, 我们预计到 2030 年通过零售渠道销售的处方药规模将增长至 3434 亿元。

表 1: 2030 年处方药在零售端销售规模测算 (亿元)

		2021E	2025E	2030E
悲观: 20%	整体药品市场	17177	20094	23407
	处方药市场规模	11165	12981	15004
	零售端处方药占比	13.7%	16.4%	20.0%
	零售端处方药规模	1525	2130	2996
中性: 22.9%	整体药品市场	17177	20094	23407
	处方药市场规模	11165	12981	15004
	零售端处方药占比	13.7%	17.7%	22.9%
	零售端处方药规模	1534	2297	3434
乐观: 26%	整体药品市场	17177	20094	23407
	处方药市场规模	11165	12981	15004
	零售端处方药占比	13.8%	19.0%	26.0%
	零售端处方药规模	1542	2469	3895

资料来源: IQVIA, 德邦研究所

预计线上处方药规模呈现快速增长的趋势, 2025 年、2030 年, 线上处方药规模分别达到 197 亿元、646 亿元。同时, 实体药店处方药规模在 2025、2030 年分别达到 2100 亿元、2789 亿元。

表 2: 2021-2030 年线上与实体药店处方药规模测算 (亿元)

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
处方药规模 (中性条件)	1534	1710	1897	2092	2297	2510	2731	2959	3194	3434
线上处方药规模	58	81	111	149	197	256	328	417	521	646
线上同比 (%)	50.0%	40.0%	38.0%	34.0%	32.0%	30.0%	28.0%	27.0%	25.0%	24.0%
线上占比	3.8%	4.7%	5.9%	7.1%	8.6%	10.2%	12.0%	14.1%	16.3%	18.8%
实体药店处方药规模	1476	1630	1785	1943	2100	2254	2403	2543	2673	2789
实体同比 (%)		10.4%	9.5%	8.8%	8.1%	7.3%	6.6%	5.8%	5.1%	4.3%
实体占比	96.2%	95.3%	94.1%	92.9%	91.4%	89.8%	88.0%	85.9%	83.7%	81.2%

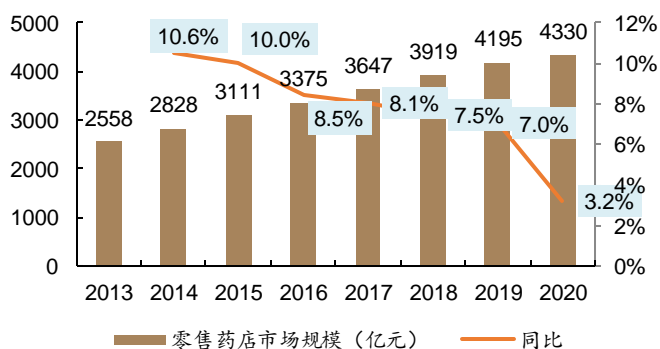
资料来源: IQVIA, 德邦研究所

2. 线上 or 实体, 零售药店发展模式探讨

2.1. 2020 年疫情影响, 实体零售药店加速向线上转移

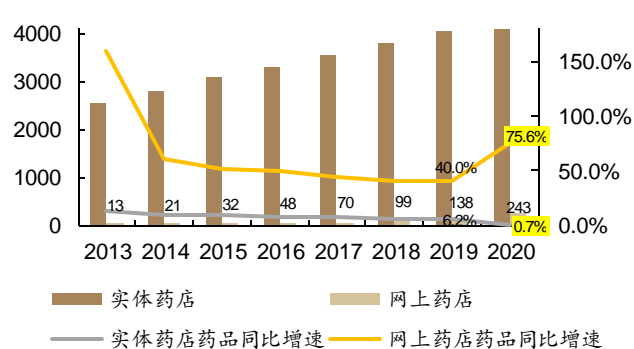
从零售药店端单独看, 2019 年同比增速为 7.0%, 2020 年同比增速为 3.2%, 增速下降明显, 但仍保持增长态势。其中, 实体药店 2019 年增速为 6.2%, 2020 年仅为 0.7%。网上药店一直保持 40% 以上的高速增长, 2020 年在疫情的影响下, 规模增长至 243 亿元, 增速达到了 75.6%, 网上药店在零售端的占比也提升至 5.6%。2020 年, 实体零售药店加速向线上转移。

图 8：2013-2020 年零售药店市场规模及增速



资料来源：米内网，德邦研究所

图 9：2013-2020 年实体药店和网上药店市场规模及增速



资料来源：米内网，德邦研究所

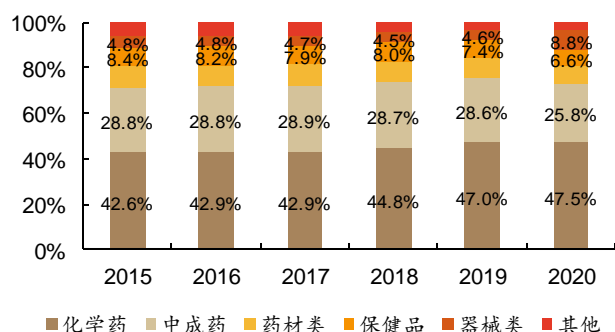
2.2. 品类结构：实体药店中西成药为主，线上药店器械和非处方药为主

品类结构上看，实体零售药店中，化学药占比呈现提升的趋势，2018 年开始，化学药占比提升的速度更加显著，化学药占比从 2017 年的 42.9% 提升至 2020 年的 47.5%。中成药占比相对稳定，2015-2019 年维持在 28.6-28.8% 的水平，2020 年受疫情影响，感冒类药品销售下降，中成药份额下降。2020 年，器械类销售占比提高，主要受到口罩和消杀类产品非常规性销量提升所致。

根据京东健康招股说明书，2020H1 的药品销售收入为 22.3 亿，占比为 29%。假设全年基本保持 29% 的药品占比，预计 2020 年药品收入为 48.6 亿元。阿里健康 2020 年年报披露，以阿里健康品牌运营的自营药房药品收入 81.3 亿元，占比为 84.8%，二者合计 2020 年药品销售收入达到 130 亿元左右，市场份额占比超过 50%，是线上药房收入贡献的主力军。

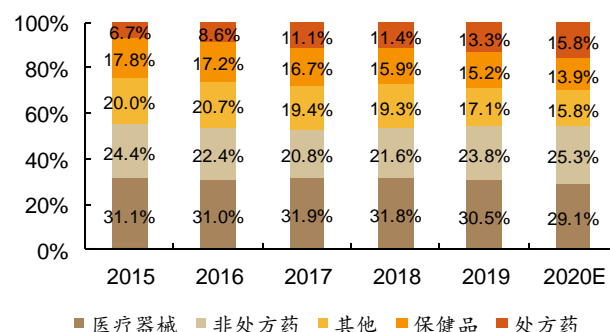
从京东健康招股书公布的销售结构（按交易额划分全网数据）看，医疗器械、非处方药合计销售额比重超过 50%，比较明显的趋势为，处方药的销售占比在逐渐提高，2019 年达到了 13.3%，预计 2020 年达到 15.8%。

图 10：实体药店 2015-2020 年品类结构变化



资料来源：米内网，德邦研究所

图 11：线上药店 2015-2020 年品类结构变化



资料来源：京东健康招股说明书，德邦研究所

2.3. 实体与线上：有竞争，但更多是业态互补

线上药店是零售药店的新兴业态，对于实体药店而言，既是竞争对手，也是业态互补。主要体现在以下几个方面：

- 1) 用户人群错位：实体零售药房客源年龄结构偏大，线上用户年轻化趋势更为明显。
- 2) 监管错位：线上监管比较困难，异地医保结算目前还有较大的困难。在线上医保全面打通之前，实体零售药店依然可以享受个人账户的红利。
- 3) 品类错位：从品类上看，实体零售药店的品类结构和零售药店有较大的差异，实体零售药店的“药”属性更加明显，线上药店以“非药”属性为主。从购买的依从性上看，“药”属性更强的品类对药事服务的要求更高，“非药”属性品类没有购买壁垒。

从互联网医疗的产业图谱看，目前互联网医疗涉及的内容已经比较广泛，包括医药电商、在线诊疗、健康/疾病管理及内容平台。其中，医药电商中包含 B2B、B2C、O2O 业务，以线上售卖商品为主，是与实体零售药店产生直接竞争关系的领域。其他的商业模式还包括在线诊疗、健康/疾病管理、内容平台等。从大多数的商业模式上看，目前还没有稳定的盈利模式。

图 12：互联网医疗公司



资料来源：艾瑞咨询，德邦研究所

2.4. 线上药店：价格无明显优势

相比实体药店，线上并无明显的价格优势。通过对比家庭常备药、维生素保健品、处方药三种品类代表性药品线上和线下价格，并未发现线上销售药品较线下有明显的价格优势，以连花清瘟为例，三家线上平台的均价为 0.57 元/粒，三家实体药店均价为 0.51 元/粒。其他几类药品也未发现线上相较线下绝对的价格优势。

对于 OTC 类药品生产厂家来说，零售药店是其最重要的销售终端，由于线上

具有天然的价格透明特点，极易造成消费者投诉及产品串货，在推广策略上，厂家一般在线上铺货较少，用来引流和展示，线下才是推广主线。

对于处方药厂家来说，院内及大部分零售药店均实行药品“零加成”，院内与院外价格一致，线上几乎没有降价空间。

表 3：实体药店与医药电商部分药品价格对比

	家庭常备药						维生素保健品			
	以岭莲花清瘟		三精双黄连口服液		云南白药膏		钙尔奇		朗迪碳酸钙 D3 片	
	展示价格	换算价格 元/粒	展示价格	换算价格 元/ml	展示价格	换算价格 元/片	展示价格	换算价格 元/片	展示价格	换算价格 元/片
平安好医生	49.8 (36 粒/3 盒)	0.46	25 (10ml*10 支)	0.25	36.8 (8 片)	4.6	88 (100 片)	0.88	78 (60 片)	1.3
京东健康	14.8 (24 粒/盒)	0.62	25 (10ml*10 支)	0.25	40.8 (8 片)	5.1	110 (100 片)	1.1	128 (100 片)	1.28
阿里健康	44.3 (24 粒/3 盒)	0.62	32 (20ml*9 支)	0.18	27 (5 片)	5.4	109 (100 片)	1.09	99 (100 片)	0.99
均价		0.57		0.23		5.03		1.02		1.19
一心堂	18.8 (36 粒/盒)	0.52	25 (10ml*10 支)	0.25	26.8 (5 片)	5.36	119 (100 片)	1.19	21.8 (30 片)	0.73
益丰药房	14.2 (24 粒/盒)	0.59	40.81 (10ml*12 支)	0.34	29.64 (5 片)	5.9	121.24 (100 片)	1.21	142.35 (100 片)	1.42
大参林	无		无		49 (8 片)	6.13	88.3 (60 片)	1.47	129 (100 片)	1.29
均价		0.51		0.30		5.57		1.28		1.22

资料来源：各医药电商 App 及 O2O App，德邦研究所

表 4：实体药店与医药电商部分药品价格对比

	处方药					
	卡博平阿卡波糖片		安达唐达格列净片		格华止盐酸二甲双胍片	
	展示价格	换算价格元/片	展示价格	换算价格元/片	展示价格	换算价格元/g
平安好医生	33 (45 片)	0.73	149 (30 片)	4.97	28 (0.5g*20 片)	2.8
京东健康	42 (45 片)	0.93	136 (30 片)	4.53	27.8 (0.5g*20 片)	2.78
阿里健康	180 (30 片*10 盒)	0.6	70 (14 片)	5.00	28 (0.5g*20 片)	2.8
均价		0.75		4.83		2.79
一心堂	22 (30 片)	0.73	64 (7 片*2 板)	4.57	24.8 (0.5g*20 片)	2.48
老百姓	21.27 (30 片)	0.71	70.2 (14 片)	5.01	45 (0.5g*20 片)	4.50
益丰药房	21.8 (30 片)	0.73	70.1 (14 片)	5.01	29.48 (0.5g*20 片)	2.95
大参林	28 (30 片)	0.93	85.5 (7 片*2 板)	6.11	34.7 (0.5g*20 片)	3.47
均价		0.775		5.18		2.73

资料来源：各医药电商 App 及 O2O App，德邦研究所

2.5. 线上药店：毛利率偏低，盈利模式不明确

从京东健康和阿里健康来看，主要盈利模式为卖药，各互联网医疗业态中，除了卖药之外，其他的盈利模式还不稳定。对于以药品销售占比较高的京东健康和阿里健康，2020 年以来，毛利率水平低于实体药店，目前还没有实现稳定盈利。

表 5：线上和实体药房毛利率和净利率情况

	毛利率					净利率				
	2017	2018	2019	2020	2021Q1-Q3	2017	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
京东健康	24.9%	24.2%	25.9%	25.4%	24.3% (2021H1)	3.2%	2.6%	-9.0%	-88.7%	-3.3% (2021H1)

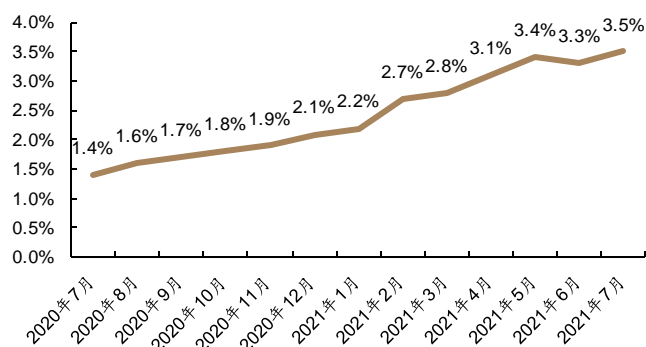
阿里健康	39.4%	26.7%	26.1%	23.3%	23.31% (2021)	阿里健康	-43.8%	-4.5%	-1.8%	-0.2%	2.2% (2021)
平安好医生	32.8%	27.3%	23.1%	27.2%	26.9% (2021H1)	平安好医生	-53.6%	-27.4%	-14.7%	-13.8%	-23.0% (2021H1)
大参林	40.3%	41.7%	39.5%	38.5%	38.3%	大参林	6.4%	5.9%	6.3%	7.4%	6.7%
一心堂	41.5%	40.5%	38.7%	35.8%	38.1%	一心堂	5.5%	5.7%	5.8%	6.2%	7.3%
老百姓	35.3%	35.2%	33.6%	32.1%	33.1%	老百姓	5.3%	5.3%	5.3%	5.5%	5.4%
益丰药房	40.0%	39.7%	39.0%	38.0%	41.1%	益丰药房	6.6%	6.4%	5.9%	6.6%	7.0%
漱玉平民	36.6%	36.3%	33.3%	30.1%	30.3%	漱玉平民	4.5%	3.7%	3.1%	4.7%	3.0%
健之佳	37.1%	37.8%	35.2%	33.7%	35.3%	健之佳	4.0%	4.8%	4.7%	5.6%	5.3%

资料来源：各公司公告，德邦研究所（注：阿里健康财年周期为3月31日至次年的3月31日，京东健康与阿里健康毛利率为所有业务毛利率）

2.6. O2O：线上与线下融合比较顺畅的方式，份额快速提升

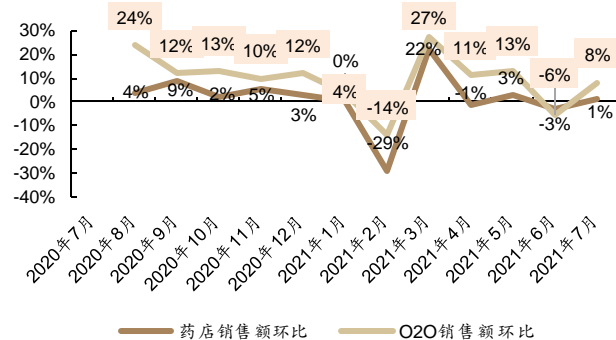
作为线上与线下比较顺畅的结合方式，O2O在近年来发展迅速，2020年7月-2021年7月，O2O销售额比重在逐月提高，2021年7月，O2O销售额比重已经达到3.5%，上年同期仅为1.4%。从环比数据上来看，进入2021年，实体药店的环比销售情况并不乐观，但O2O始终保持快于药店整体的增速。

图 13：2020.07-2021.07 O2O 占药店整体份额



资料来源：中康 CMH，德邦研究所

图 14：2020.07-2021.07 药店整体销售额与 O2O 环比变化情况



资料来源：中康 CMH，德邦研究所

从四大上市药房来看，2019年以来，线上业务发展迅速，大参林2019、2020、2021H1的B2C+O2O业务同比增速分别为151%、160%、97%，连续3年保持快速增长。益丰药房2021H1线上业务销售收入已经超过5亿元，占销售额的比重达到6.9%，是行业整体比重3.5%的两倍左右，龙头企业线上业务布局的积极性较高。

表 6：四大上市药房线上及 O2O 业务发展情况

	2019 年	2020 年	2021H1
一心堂	O2O 业务销售额达到 3,700 万元，销售额同比增长 222.3%	电商业务总销售 1.97 亿元	O2O 业务占整体电商业务销售额的 78.3%
老百姓			线上渠道销售额达 3 亿元，同比增长达到 200%
大参林	(B2C+O2O) 同比增长 151.9%	(B2C+O2O) 同比增长 160%	(B2C+O2O) 同比增长 97.6%
益丰药房		互联网业务实现销售收入 68,796 万元，同比增长 114%	互联网业务实现销售收入 50,493 万元，其中，O2O 销售收入占比 67.0%，同比增长 139.9%；B2C 销售收入占比 33.0%，同比增长 40.6%。

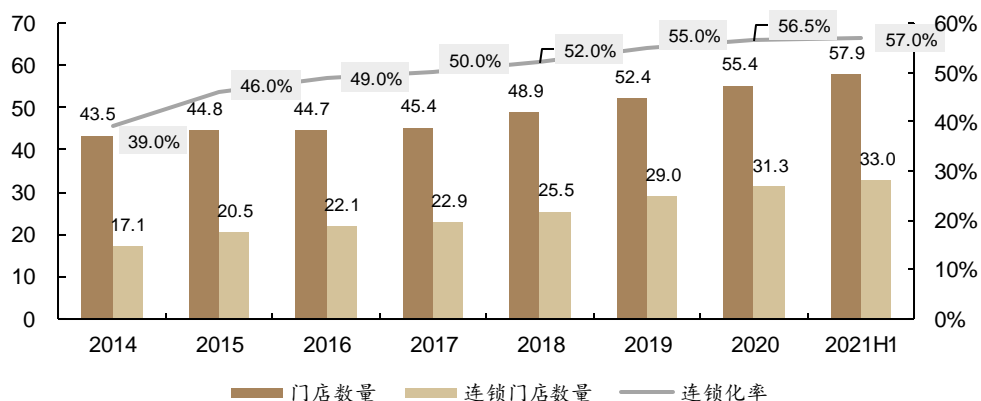
资料来源：各公司公告，德邦研究所

3. 行业集中度有较大的提升空间，龙头企业成长空间广阔

3.1. 实体零售药店：连锁化率 57%，CR10 为 27%，仍有很大提速空间

2014年-2021H1，我国连锁药店数量从43.5万家增加至57.9万家，同时，连锁门店数量从17.1万家增加至33万家左右，连锁化率从39%提升至57%，零售药店行业连锁化率在不断提升。

图 15：我国零售药店总量及连锁化率（万家）

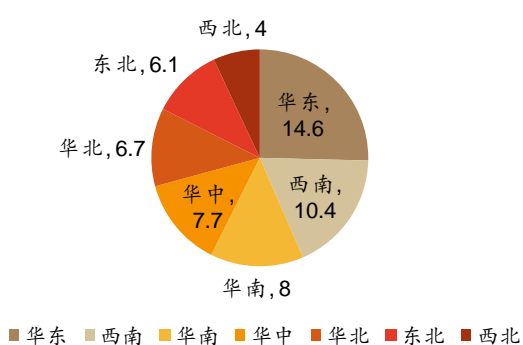


资料来源：国家药监局，德邦研究所

从地区分布上看，2020年，华东地区药店数量最多，达到14.6万家，其次是西南、华南、华中，药店数量分别为10.4、8、7.7万家。根据艾昆纬的数据，药店数量分布靠前的省份分别是广东、山东、四川，分别达到5.5、4.8、4.8万家。

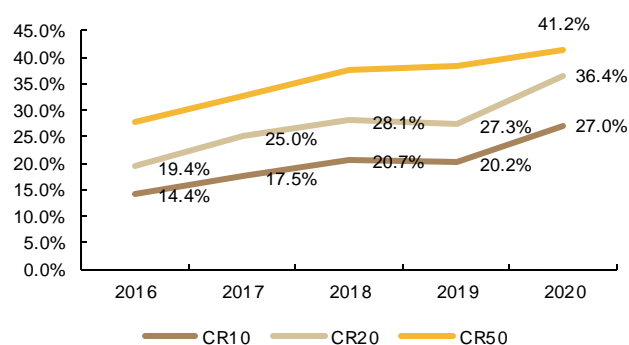
根据米内网数据，2020年，药店企业数量为6298家，较2019年减少了403家，并购导致企业数量减少，行业集中度提升。2020年，CR10从2019年的20.2%增长至27%，CR20也从2019年的27.3%大幅增长至36.4%，行业集中度呈现加速提升态势。根据中国药店数据，2020年美国医药零售TOP3企业占比70%；日本药妆店TOP10占比65%。与海外发达国家相比，国内龙头的集中度仍处于低位，行业集中度还有较大的提升空间。

图 16：2020年各区域药店数量（万家）



资料来源：艾昆纬，德邦研究所

图 17：十强、二十强、五十强药店销售额全国市场占比



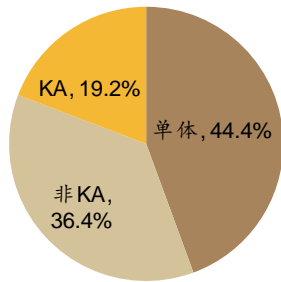
资料来源：中国药店，德邦研究所

3.2. 经营层面：KA连锁店均收入为单体药店5倍，单体药店加速出清

聚焦到经营层面，连锁率的提高带来的是行业资源和市场逐渐向头部企业集中。2020年，KA连锁（年营业收入2亿元以上）企业以19.2%的门店占比，贡献54.9%的收入。从单店收入看，非KA连锁是单体药店的1.1倍左右，KA连锁是单体药店的近6倍。2019-2020年，KA连锁企业的营业额占比从51.2%提升至57.1%，单体药店和小型连锁药店的经营压力增加，市场份额正在被快速挤压，

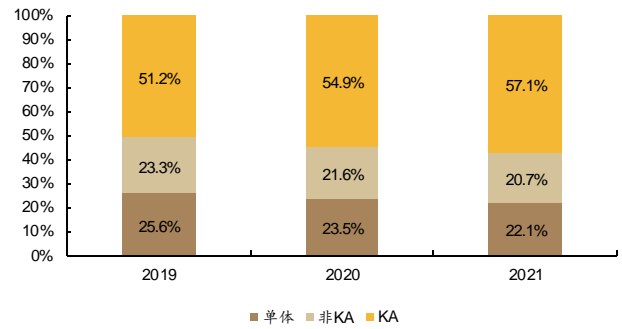
头部企业通过自建和并购实现快速扩张，行业集中度加速提升。

图 18：单体药店、KA 和非 KA 药店门店数占比



资料来源：中康 CMH，德邦研究所（KA 定义：年销售收入在 2 亿以上，数据统计基于实体药店；2021 年 9 月 24 日 2021 西普会展示数据）

图 19：单体药店、KA 和非 KA 药店营业收入占比



资料来源：中康 CMH，德邦研究所（KA 定义：年销售收入在 2 亿以上，数据统计基于实体药店；2021 年 9 月 24 日 2021 西普会展示数据）

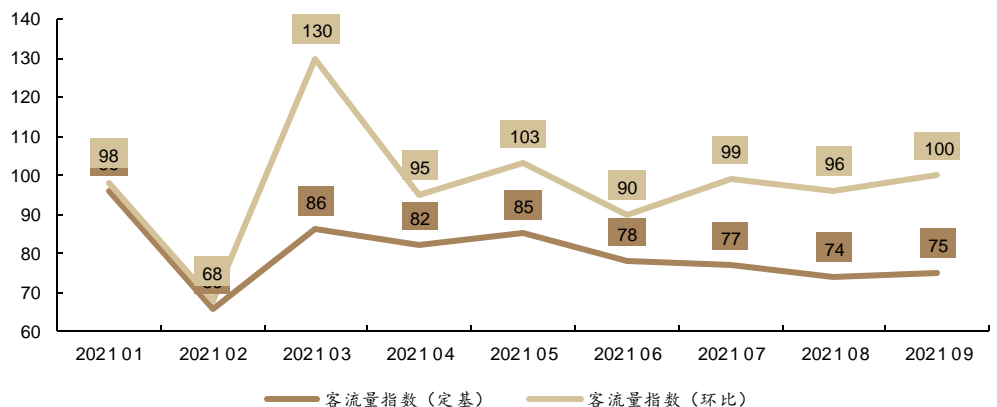
相比于 OTC 药品，处方药的销售难度较大，对药事服务能力的要求更高，对于中小连锁和单体药店而言，很难具备承接处方外流的能力。广东中山地区曾试点处方外流，入围门店几乎均为龙头药店大参林和中山地区大型连锁药店中智大药房。由此可见，处方外流的绝大部分红利被龙头企业享受，处方外流的过程也将进一步加速行业集中度的提升。

4. 实体药店：经营稳定性强，预计 2021H2 业绩环比改善

4.1. 2021Q1-Q3 实体零售药店行业经营情况回顾：客流量下降、客单价提升，单店销售额小幅下降

根据中康 CMH 数据显示，与疫情前相比，2021 年实体零售药店的客流量下降较多，2021 年 Q2 单季度客流量指数（定基）均值为 82，2021 年 Q3 下降至 75，Q3 单季度客流量下降的幅度较大。环比来看，客流下降的趋势未见明显的改善。

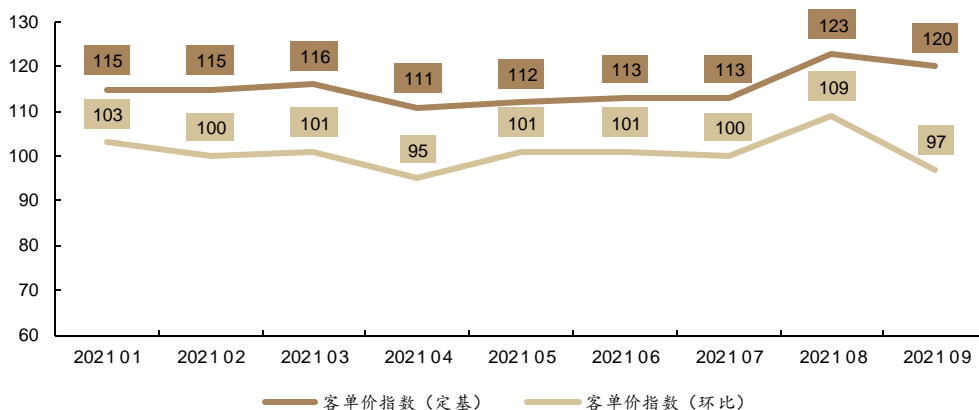
图 20：2021 年 1-9 月实体零售药店客流指数



资料来源：中康 CMH，德邦研究所（定基：当年客流/2019 年同期客流*100）

与疫情前相比，2021 年实体零售药店的客单价提升较多，2021 年 Q1-Q2，客单价提升的幅度在 11-15% 之间，进入 Q3，客单价较 2019 年同比提升的幅度在 13-23%，客流量下降后，实体药店保价的行为愈加明显。

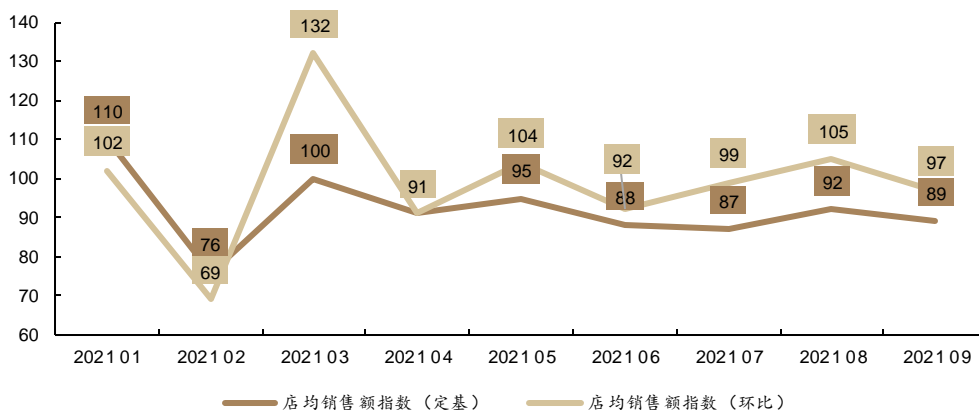
图 21：2021 年 1-9 月实体零售药店客单价指数



资料来源：中康 CMH，德邦研究所（定基：当年客单价/2019 年同期客单价*100）

从店均销售额指标看，2021 年 2 月，受到就地过年政策影响，消费者行为较往年有较大不同，销售额同比下降较多。2021 年 4 月之后进入相对平稳的状态，Q2、Q3 的店均销售额指数（定基）均值分别为 91、89，从店均销售额看，Q3 行业整体略有下滑。

图 22：2021 年 1-9 月实体零售药店店均销售额指数 (%)

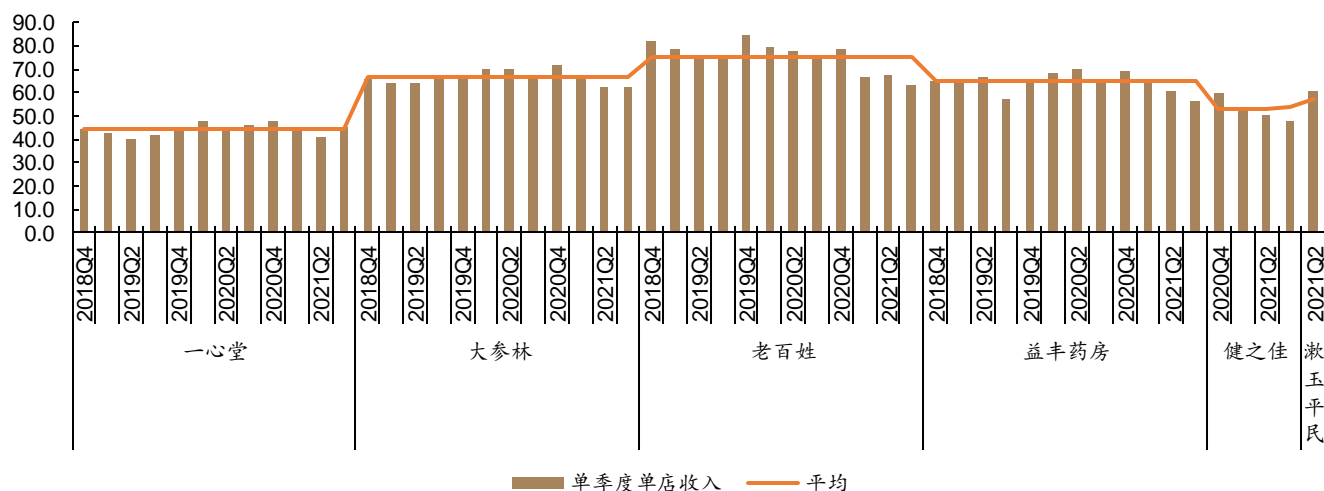


资料来源：中康 CMH，德邦研究所（定基：当年销售额/2019 年同期销售额*100）

4.2. 上市公司：同店增长放缓，扩张贡献业绩增量比重上升

零售药店业绩增量主要来自两个方面，一是同店增长，二是门店扩张。从上市药房单季度单店收入情况看，进入 2021 年，上市药房单季度单店收入均低于 2018Q4 以来的平均值，一心堂、大参林、老百姓、益丰药房、健之佳 2021Q3 单季度的单店收入较均值分别低出 1.2%、4.0%、12.8%、5.9%、6.4%。虽然单店收入受到短期内门店扩张步伐和节奏的扰动，不能完全等同于同店增长，但在一定程度上反映经营趋势，进入 2021 年，上市药房的经营压力增大，同店增长放缓。从同店下滑的幅度看，一心堂经营受到影响最小。

图 23：上市药房直营门店单季度单店收入（万元）

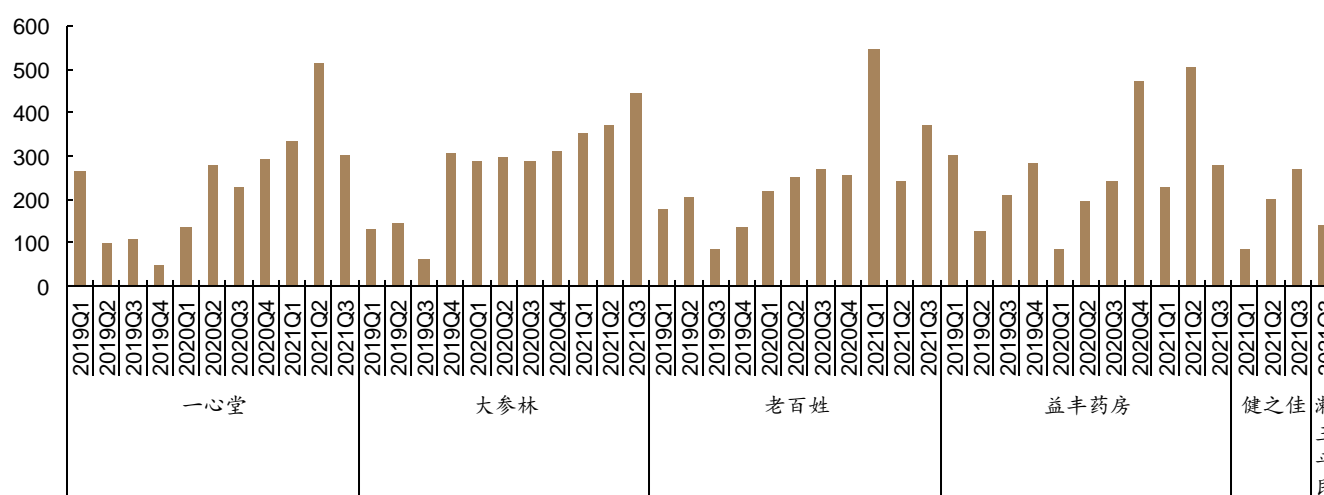


资料来源：各公司公告，德邦研究所

与 2019 年相比，上市药房在 2020-2021 年的门店扩张步伐明显加快，尤其 2021 年，一心堂在 Q2 单季度增加门店 516 家，老百姓在 Q1 增加 547 家，益丰药房在 2020Q4 和 2021Q2 分别增加 471 家和 503 家。2017-2018 年，高瓴资本旗下的高济医疗等机构对零售药店进行大规模的并购，导致药店标的估值抬升，2020 年之后，标的估值回归正常，龙头药店的并购步伐加快，并购门店数量增加较快。

根据连锁药店以往的经营情况，店龄为 1-2 年的门店业绩上升速度最快。2020 年，一心堂、大参林、老百姓、益丰药房、健之佳（不含便利店，中医诊所，社区诊所及体检中心）、漱玉平民新增直营门店数量分别为 939 家、1039 家、998 家、990 家、344 家、164 家，直营门店数量较 2019 年的增幅分别为 15%、22%、26%、23%、22%、10%。

图 24：上市药房单季度直营门店增加数量（单位：家）



资料来源：各公司公告，德邦研究所

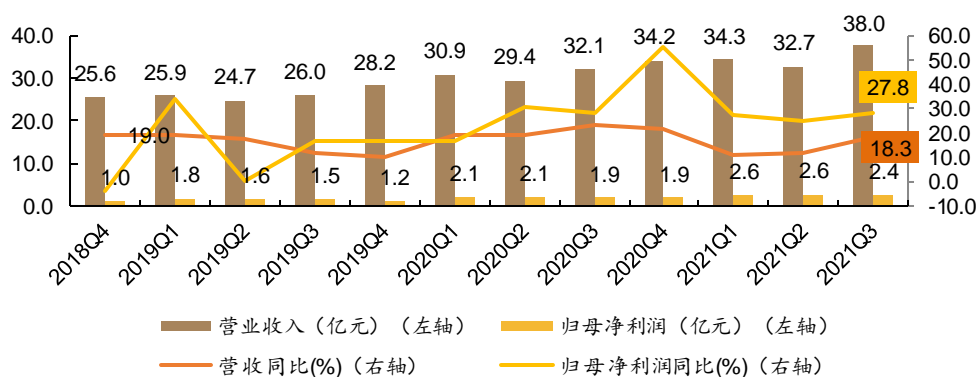
4.3. 上市公司：高基数窗口期已过，业绩有望环比改善

2020 年，疫情影响下，口罩及消杀类产品销量提升，药店销售额较高，高基

数效应下，2021年Q1-Q3零售药店业绩增速放缓。

从单季度来看，2021Q1-Q3，一心堂营收增速分别为11.1%、11.3%、18.3%，归母净利润增速为27.3%、24.4%、27.8%。行业数据看，2021Q3单季度客流量下降，但客单价有所提升，店均销售额与Q2基本持平。一心堂Q3单季度店均销售额为45.4万元，环比Q2单季度40.6万元提升幅度较大，经营好转情况优于行业平均水平。

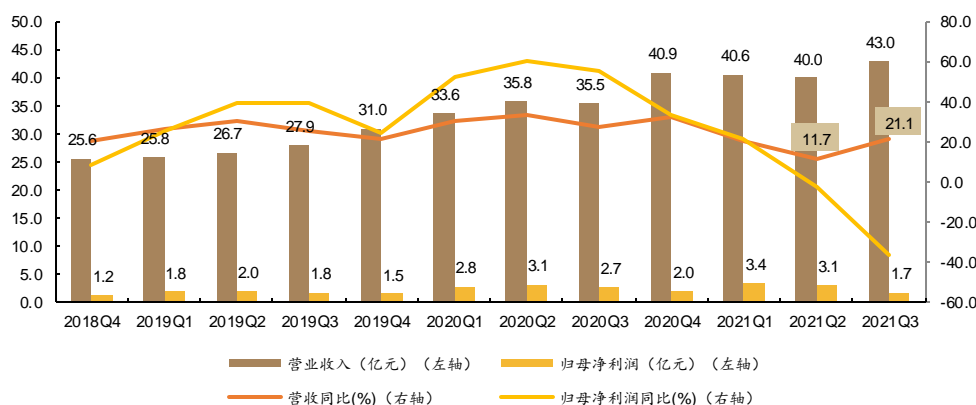
图 25：一心堂 2018Q4-2021Q3 单季度营收、利润及增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

大参林 2021Q1-Q3 单季度营收增速分别为 20.7%、11.7%、21.1%，归母净利润增速分别为 21.5%、-3.0%、-36.6%，Q2-Q3 受到疫情的影响，公司业绩下滑明显。2021 年 Q3，公司收入端增速环比有提升，利润端受到新租赁准则摊销费用及可转债计提利息影响，增速下滑。

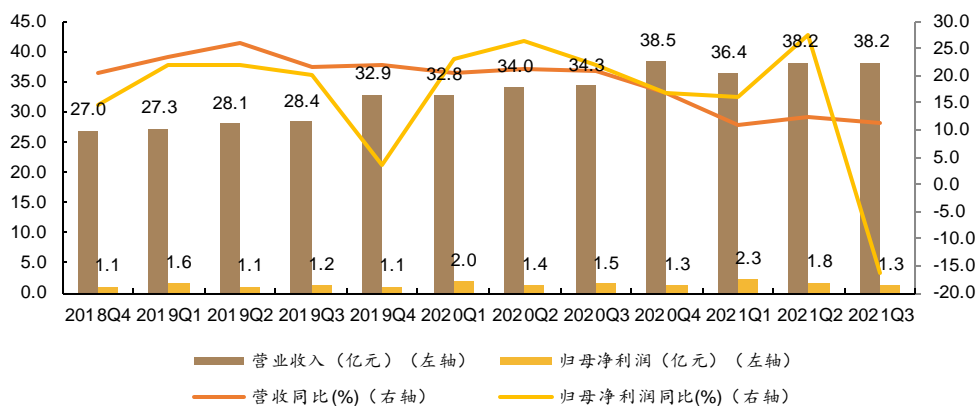
图 26：大参林 2018Q4-2021Q3 单季度营收、利润及增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

老百姓 2021Q1-Q3 单季度营收增速分别为 10.9%、12.3%、11.3%，归母净利润增速分别为 16%、27.5%、-16.2%。Q1 受到租赁准则调整及就地过年和感冒类产品销量下滑的影响，业绩增速放缓，Q2 利润端业绩恢复显著。2021 年 8 月，公司公告拟收购华佗药房 51% 的股权，布局华北地区，华佗药房 2020 年含税销售额约 17.4 亿元，现有门店 715 家，是中国医药零售企业销售额前 20 的企业，主要布局河北、山西、内蒙。大标的并购落地，有利于公司 2022 年业绩增长提速。

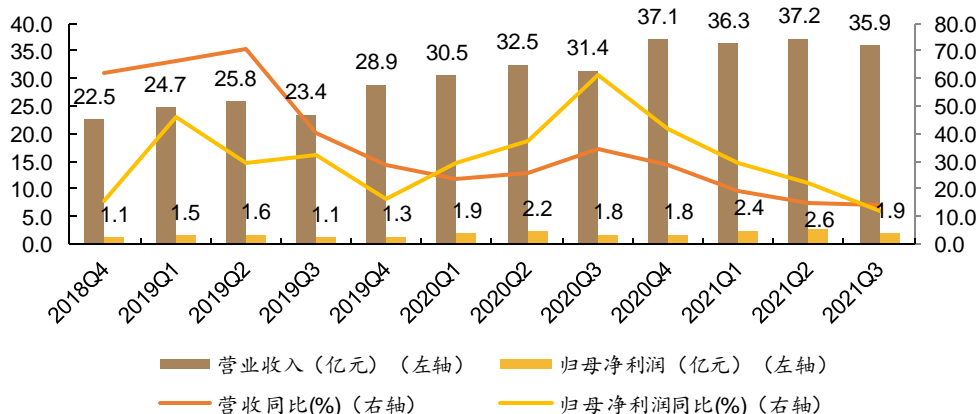
图 27：老百姓 2018Q4-2021Q3 单季度营收、利润及增速



资料来源：公司公告，德邦研究所

益丰药房 2021 年 Q1-Q3 营收增速分别为 19.1%、14.5%、14.2%，归母净利润增速为 29.4%、22.4%、11.7%。Q3 单季度毛利率为 41.8%，净利率为 6.0%，疫情相关物资销售占比下降，毛利率环比 Q2 (41.1%) 提升，部分地区受到疫情影响，公司 Q3 业绩增速环比下降。

图 28：益丰药房 2018Q4-2021Q3 单季度营收、利润及增速

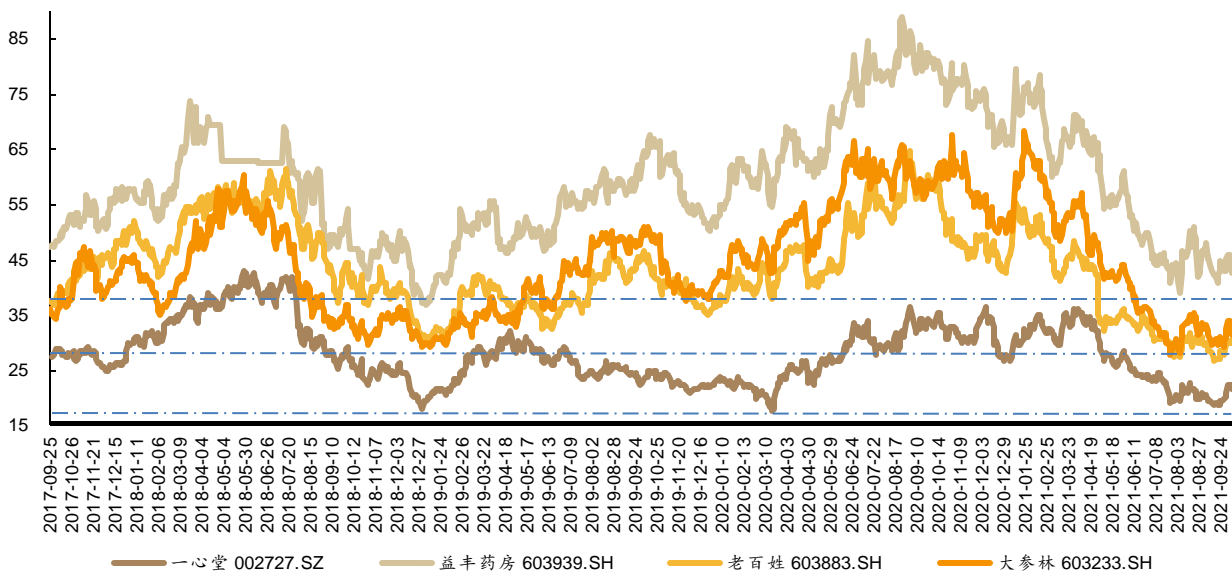


资料来源：公司公告，德邦研究所

5. 投资建议

从估值 (PE, TTM) 上来看，当前位置，一心堂、大参林、老百姓、益丰药房的估值分别为 22X、30X、28X、41X (对应 2021 年 11 月 1 日收盘价)，从估值上看，主要上市公司的估值已经处于近 3 年来的较低位置，估值已经处于底部区间。从个股上看，一心堂估值已经从底部接近 18X 的位置反弹至 22X 左右。

图 29：一心堂、大参林、老百姓、益丰药房近 3 年 PE 估值情况（TTM，剔除负值）



资料来源：wind，德邦研究所

业绩上，2021 年低基数效应下，2022 有望环比改善。从当前位置来看，板块业绩与估值的匹配度已经较低，明显已经处于低估状态。

基本面来看，疫情带来的高基数效应已经逐渐消除，线上业务在 2020 年跳跃式的增长在疫情后将恢复合理水平，客流量下降的部分原因是 O2O 业务的持续增长导致部分客源从线下转为线上。处方外流的趋势下，整个零售药店终端的市场份额将持续增加，龙头药店的受益程度更明显。集中度快速提升的背景下，龙头药店的市场份额及业绩增长有望保持 3-5 年的稳定性及确定性。

综合考虑估值及业绩的匹配性，建议关注一心堂、益丰药房、大参林、老百姓。

6. 风险提示

处方外流进度不及预期：长期来看，处方外流的趋势已经形成，但具体执行进度与政策推进速度在各地可能有较大的差异，在药店层面，可能受益处方外流的节奏和进度会差异。

线上药店快速发展挤兑实体药店风险：线上药店虽然在人群和品类上与实体药店均有一定程度的错位，但疫情确实改变了部分人群的购买习惯，线上药店发展速度较快，对实体药店的客流影响可能会超出预期。

药品价格下降风险：国内集采背景下，药品价格呈现下降趋势，终端来看，药品价格下降可能导致毛利率下降。

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于头部疫苗上市公司、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

王绍玲 德邦证券研究所医药生物行业高级分析师，中南大学材料专业本硕，4 年行业研究经验，其中医药行业研究经验 2 年，曾任职于财信证券，研究方向为医疗服务、消费医疗、CXO、药店等。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。