

证券研究报告

2024年05月17日

行业报告 | 行业专题研究

医药生物

2023年报和2024年1季报分析——医药流通行业

作者：

分析师 杨松 SAC执业证书编号：S1110521020001



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

医药流通：2023及2024Q1业绩短期承压，内生效率改善

□ 2023年及2024Q1医药流通及药店板块高基数下业绩承压，规模效应下内生效率改善

□ 连锁药店板块合计6家上市公司，2023年板块整体营业收入同比+11.83%；归母净利润同比-1.81%；扣非归母净利润同比+1.3%，归母净利润增速较慢主要系一心堂（yoy-45.60%）拖累。2024Q1板块整体营业收入同比+11%；归母净利润同比-4.9%；扣非归母净利润同比-4.35%；高基数压力下利润增速短期承压。

□ 医药分销板块合计30家上市公司（未纳入ST/*ST股，纳入两家港股公司华润医药、国药控股），2023年板块整体营业收入同比+5.78%；归母净利润同比+1.12%；扣非归母净利润同比-1.95%。归母净利润承压主要系上海医药（yoy-32.92%，一次性特殊损益影响）等拖累。2024Q1板块营收同比+0.58%；归母净利润同比-2.81%；扣非归母净利润同比-0.69%。

□ 行业投资策略：

□ **医药分销：第二增长曲线贡献占比提升+国改带动内生效率改善，医药分销板块有望迎来估值修复。** 分销板块估值长期处于较低位置，我们认为主要系药品带量采购常态化等因素，导致行业毛利空间受到压缩；近年来龙头公司积极探索新业态，医药工业、医药零售、CSO等更具盈利性的新业务增长亮眼，有望实质性带动利润水平提升；同时新一轮国改侧重盈利能力提升，以国企为主的流通企业有望迎来估值修复。

□ **零售药店：高基数压力消化后，门店加速扩张+门诊统筹政策持续推进，板块有望恢复稳健增长。** 1) 2024Q1高基数压力消化后，药店板块逐季度增速有望持续向好；2) 进入万店规模后，龙头药店扩张节奏不改，2024年全年开店规划进一步加速，奠定长期增长基础；3) 医保统筹资质门店加速落地，龙头集中度进一步提升，截止至2023年底，益丰药房、老百姓等企业接入统筹支付门店数量已超4000家，有望实质性推动处方外流，客流、客单提升有望带来业绩增厚。

□ 医药流通行业的核心逻辑来自政策优化下的估值修复，我们建议从中期维度去看待企业的变化趋势，建议关注：

➢ **医药分销：建议关注区域覆盖面较广的全国性流通企业及具备较大改善弹性的国企龙头：九州通、国药一致、柳药集团、上海医药、华润医药、重药控股；**

➢ **零售药店：建议关注门诊统筹落地进度较好及经营效率较高的龙头药店：益丰药房、老百姓、大参林、一心堂、健之佳、漱玉平民；**

风险提示：政策波动的风险，个别公司业绩不及预期，市场震荡风险，新冠疫情进展具有不确定性。

连锁药店：2023年及2024Q1短期承压，门店加速扩张+统筹有望推动长期稳健增长

- 高基数压力下增速短期承压。**连锁药店板块合计6家上市公司，2023年板块整体营业收入同比+11.83%；归母净利润同比-1.81%；扣非归母净利润同比+1.3%，归母净利润增速较慢主要系一心堂（yoy-45.60%）拖累。2024Q1板块整体营业收入同比+11%；归母净利润同比-4.9%；扣非归母净利润同比-4.35%。2024Q1板块利润增速短期承压，我们认为主要系去年同期国内疫情防控政策优化，药店终端需求旺盛导致基数较高。
- 盈利能力相对稳定，毛利率略有下滑，规模效应下经营效率持续优化。**2023年板块毛利率为34.54%，同比-0.95pct，2024Q1板块毛利率为34.49%；我们认为毛利率小幅下滑主要系头部药店持续加快加盟门店布局，加盟业务收入增长较快，占比提升，对整体毛利率有所拖累；但在规模效应下，药店板块费用率持续优化，2023年板块管理费用率同比下降0.18pct。
- 高基数消化后，加速扩张+门诊统筹政策持续推进，板块有望恢复稳健增长。**截止至2023年底，头部药店门诊统筹推进节奏较快，益丰药房、老百姓等企业接入统筹支付门店数量已超4000家，有望进一步推动处方外流，增厚业绩。

表：连锁药店行业主要财务指标情况（百万元）

	2024Q1	2023A	2022A	2021A	2020A	2019A
营业收入	28115	105209	94079	72925	63457	50555
营业收入增速	11.00%	11.83%	29.01%	14.92%	25.52%	26.16%
毛利率	34.49%	34.54%	35.49%	36.21%	35.48%	37.13%
销售费用率	22.70%	23.06%	22.88%	24.41%	22.95%	25.09%
管理费用率	3.69%	4.17%	4.35%	4.20%	4.25%	4.26%
研发费用率	0.09%	0.12%	0.12%	0.09%	0.02%	0.01%
归母净利润	1431	4604	4689	3685	3709	2638
归母净利润增速	-4.90%	-1.81%	27.23%	-0.64%	40.58%	22.65%
扣非净利润	1412	4605	4546	3433	3526	2565
扣非净利润增速	-4.35%	1.30%	32.41%	-2.62%	37.43%	24.40%
应收账款	9394	8655	8028	5081	3649	3046
经营性现金流	2992	13810	13827	8777	6322	5147
经营性现金流/净利润	189.88%	273.46%	271.53%	224.32%	159.13%	59%

连锁药店：零售业务毛利率稳定，中药及非药产品增长较快

2023年分业务拆分						
单位：亿元	一心堂	益丰药房	老百姓	大参林	健之佳	漱玉平民
分业务拆分						
零售收入	126.28	201.85	193.49	205.09	81.42	79.32
增速	-7%	12%	9.96%	6.58%	21.83%	16.46%
零售业务毛利率	37.97%	39.59%	35.69%	38.15%	34.02%	28.83%
加盟及批发收入	39.01	18.92	29.31	34.23	/	9.77
增速	17.51%	39.23%	19.62%	122.46%	/	27.32%
2023年分产品拆分						
中西成药	130.38	170.95	176.27	176.99	64.77	69.46
增速	0.39%	15.93%	12.59%	16.62%	27.53%	21.84%
中药	14.54	21.80	16.60	29.74	3.67	5.26
增速	11.16%	23.30%	18.19%	15.04%	27.38%	18.97%
非药品（器械、计生等）	12.69	28.03	31.50	32.59	/	/
增速	-9.53%	-2.3%	1.13%	7.93%	/	/

连锁药店：重点上市公司加速门店扩张，统筹落地节奏较快

2023年及2024Q1公司整体情况						
	一心堂	益丰药房	老百姓	大参林	健之佳	漱玉平民
市值(亿元)	126	444	196	248	62	51
2024年对应PE	13	25	18	17	13	19
2023年门店总数	10255	13250	13574	14074	5116	7337
2023年净增门店	1049	2982	3388	4029	1061	1881
2023年统筹医保门店数量		4200+	4262	1281	389	-
2024Q1门店总数	10746	13920	14109	14915	5263	7934
2023年财务数据						
	一心堂	益丰药房	老百姓	大参林	健之佳	漱玉平民
营业收入(亿元)	173.80	225.88	224.37	245.31	90.81	91.91
增速	-0.29%	13.59%	11.21%	15.45%	20.84%	17.49%
毛利率	33.00%	38.21%	32.55%	35.90%	35.88%	28.33%
归母净利润(亿元)	5.49	14.12	9.29	11.66	4.14	1.33
增速	-45.60%	11.90%	18.35%	12.63%	10.72%	-42.01%
扣非净利润(亿元)	7.33	13.62	8.44	11.41	3.99	1.27
增速	-25.94%	10.92%	14.68%	13.56%	7.26%	-42.34%
扣非净利率	4.21%	6.03%	3.76%	4.65%	4.40%	1.38%
净资产收益率	6.97%	15.44%	13.91%	18.01%	15.22%	6.28%
经营性现金流净额(亿元)	21.15	46.24	27.30	31.74	10.24	1.43
货币资金+金融资产(亿元)	36.76	51.97	19.76	44.58	9.08	14.98
商誉余额(亿元)	16.50	46.11	58.36	30.24	24.03	13.87
商誉占净资产比例	20.94%	44.13%	80.06%	38.11%	84.48%	58.62%

医药流通：2023及2024Q1业绩稳健，内生效率改善+第二增长曲线带动长期增长

- **医药分销板块稳健复苏。**医药分销板块合计30家上市公司（未纳入ST/*ST股，纳入两家港股公司华润医药、国药控股），2023年板块整体营业收入同比+5.78%；归母净利润同比+1.12%；扣非归母净利润同比-1.95%。归母净利润承压主要系上海医药（yoy-32.92%，一次性特殊损益影响）等拖累。2024Q1板块营收同比+0.58%；归母净利润同比-2.81%；扣非归母净利润同比-0.69%。
- **内生效率改善。**2023年，医药分销板块毛利率为10.32%，同比下滑0.5pct；同时规模效应下，板块费用率优化成效显著，2023年销售费用率同比下降0.25pct；管理费用率同比下降0.02pct，研发费用率提升0.01pct，内生经营效率持续改善。
- **国企提质增效+第二增长曲线贡献逐步显现，医药流通板块有望迎来估值拔升。**2023年，龙头流通企业持续探索业态转型，工业、零售、总代总销等更具盈利能力的第二增长曲线表现良好，业务贡献占比持续提升，盈利能力有望持续改善；同时新一轮国企改革持续推进下，以全国性及地方性国企为主的流通板块有望借此契机实现估值拔升。

表：医药流通行业主要财务指标情况（百万元）

	2024Q1	2023A	2022A	2021A	2020A	2019A
营业收入	401027	1827559	1727692	1621092	1432270	1365203
营业收入增速	0.58%	5.78%	6.58%	13.18%	4.91%	17.45%
毛利率	8.80%	10.32%	10.82%	10.83%	11.52%	11.83%
销售费用率	3.60%	4.38%	4.63%	4.63%	4.86%	5.15%
管理费用率	1.76%	2.07%	2.09%	2.14%	2.19%	2.06%
研发费用率	0.19%	0.19%	0.18%	0.18%	0.16%	0.14%
归母净利润	6186	28233	27920	29023	27548	24008
归母净利润增速	-2.81%	1.12%	-3.80%	5.35%	14.75%	-4.43%
扣非净利润	4424	13518	13787	13939	14395	12621
扣非净利润增速	-0.69%	-1.95%	-1.09%	-3.17%	14.05%	3.88%
应收账款	530622	438120	408326	400811	354939	309518
经营性现金流	-70585	45198	40374	27136	31297	38878
经营性现金流/净利润	-892.67%	109.12%	98.36%	66.48%	81.38%	346%

医药流通：第二增长曲线贡献逐步显现

2023年医药流通公司分行业拆分情况

单位：亿元	国药控股	上海医药	华润医药	九州通	重药控股
医药商业	5965.70	2340.38	2117.32	1472.89	801.19
分销业务	5712.64	2337.59	2021.53	1240.42	132.24
yoy	7.95%	13.62%	11.40%	2.47%	26.09%
分销业务收入占比	95.76%	89.80%	82.61%	82.62%	16.51%
零售业务	356.89	91.11	95.79	28.15	30.34
yoy	8.22%	10.25%	26.2%	10.95%	14.80%
医药工业	/	262.57	434.65	24.76	/
yoy	/	-1.87%	14.30%	2.70%	/
总代品牌推广业务	/	/	/	195.84	/
yoy	/	/	/	46.01%	/
国际贸易	/	31.85	141.00	/	/
yoy	/	11.45%	8%	/	/

风险提示

□ 政策波动的风险

医保政策、服务价格调整等政策或对医药行业产生影响

□ 个别公司业绩不及预期

公司经营过程中由于业务、管理、疫情、政策等内外部因素影响或造成一定业绩波动

□ 市场震荡风险

若市场风险偏好改变或对公司成长性预期有所调整，或可能影响公司估值水平的稳定性

□ 新冠疫情进展具有不确定性

尽管疫情对国内影响趋缓，但尚未消除，仍存在零星反复的可能性

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS