

# 益丰药房(603939)

## 精细化管理助力药店龙头高质量发展

行业：医药生物/医药商业  
 投资评级：买入（维持）  
 当前价格：29.20元  
 目标价格：36.58元

### 投资要点：

零售药店行业受益于处方外流政策持续扩容，公司作为药店行业头部企业，持续扩店提升市占率，加强精细化管理提升盈利能力。

#### 深耕零售药店，布局大健康业务生态

公司深耕医药零售行业20余年，在华中、华东、华南、华北等地积累了良好的品牌形象与客户口碑。截至2023年底，公司拥有超13,250家门店、8,710万服务会员和超70,000药品SKU，处于行业第一梯队。以药品零售为核心业务，公司逐步扩大经营业态，先后布局医药批发、中药饮片生产销售、慢病管理、互联网医院等业务，有望实现业务联动与闭环。

#### 政策利好零售药店发展

政策推动医药分业，处方外流持续进行。根据米内网数据，2016-2023年我国零售药店药品销售额由3,375亿元增长至5,533亿元，终端占比由22.5%提升至29.3%。头部药店通过自建、收购、加盟等途径快速扩店，行业集中度不断提升。根据商务部数据，我国百强药店市占率由2016年29.1%提升至2022年36.5%。参考2022年日本76.6%的处方外流率与前三大药店31%的市占率，我国药店行业规模与集中度仍有较大提升空间。

#### 精细化管理推动高质量发展

公司注重高质量发展，快速扩店的同时兼顾盈利能力，毛利率与净利率保持行业领先水平。通过“自建+并购+加盟”模式，公司门店数量由2018年3,611家增长至2023年13,250家，CAGR高达30%。同时，公司注重经营效益提升，遴选优质厂家打造商品精品群，基于“商圈定位法”合理布局门店，搭建数字化智慧物流，助力降本增效。此外，公司积极拥抱新业态，大力发展线上零售、中药饮片、互联网医院等业务，有望打造第二成长曲线。

#### 盈利预测、估值与评级

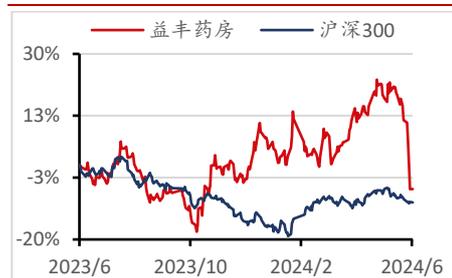
我们预计公司2024-2026年收入分别为278.03/341.37/411.78亿元，对应增速分别为23.08%/22.78%/20.63%，归母净利润分别为17.75/21.88/26.82亿元，对应增速分别为25.68%/23.28%/22.59%。DCF绝对估值法测得公司每股价值为37.22元，可比公司2024年平均PE为16倍，鉴于公司精细化管理能力与盈利能力处于行业领先水平，我们给予公司2024年25倍PE，对应目标价为36.58元，维持“买入”评级。

**风险提示：**处方外流不及预期；政策变动风险；市场竞争加剧；盈利能力下滑；门店扩张不及预期。

### 基本数据

总股本/流通股(百万股)	1,212.70/1,209.74
流通A股市值(百万元)	35,324.39
每股净资产(元)	10.07
资产负债率(%)	57.69
一年内最高/最低(元)	46.88/28.41

### 股价相对走势



### 作者

分析师：郑薇  
 执业证书编号：S0590521070002  
 邮箱：zhengwei@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	19886	22588	27803	34137	41178
增长率(%)	29.75%	13.59%	23.08%	22.78%	20.63%
EBITDA(百万元)	3569	3956	4146	5407	6414
归母净利润(百万元)	1266	1412	1775	2188	2682
增长率(%)	42.54%	11.57%	25.68%	23.28%	22.59%
EPS(元/股)	1.04	1.16	1.46	1.80	2.21
市盈率(P/E)	28.0	25.1	20.0	16.2	13.2
市净率(P/B)	4.1	3.6	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	13.0	10.1	8.2	6.1	5.0

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为2024年06月17日收盘价

### 相关报告

- 《益丰药房(603939)：业绩稳健增长，门店数量快速扩张》2024.05.04
- 《益丰药房(603939)：营收增速稳健，门店布局下沉》2023.09.03

## 投资聚焦

在门诊统筹等政策支持下，我国处方外流工作持续推进，零售药店行业有望充分受益，市场规模预计仍有较大提升空间。公司作为零售药店头部企业，规模效应显著，有望实现收入增长和市场份额提升。

### 核心逻辑

(1) 医药分业政策推动药品销售终端结构性调整，药店行业仍有较大增长空间。据我们测算，零售药店药品销售额有望由 2023 年 5,533 亿元增长至 2030 年 8,887 亿元，CAGR 为 7.0%，销售占比有望由 2023 年 29.3% 提升至 2030 年 37.4%，而公立医院销售占比有望由 61.2% 下降至 53.2%。

(2) 药店行业集中度有望进一步提升。商务部《关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》指出，要建设 5-10 家超五百亿元的药品零售连锁企业；百强企业市占率达 65% 以上；药品零售连锁率接近 70%。2022 年我国药店百强企业市占率约 36.5%，药品零售连锁率约 57.8%，行业集中度仍有较大提升空间。

(3) 深耕药品零售业务，积极打造第二成长曲线。公司作为药店行业头部企业，在收入体量、门店数量、商品种类、会员服务等方面处于第一梯队。以药品零售为核心业务，公司逐步扩大经营业态，先后布局医药批发、中药饮片生产销售、慢病管理、互联网医院等业务，有望实现业务联动与闭环。

### 核心假设

**医药零售：**公司持续扩张门店数量，我们预计 2024-2026 年公司每年新增直营门店（自建+并购）2500-3100 家，对应 2024-2026 年医药零售板块收入为 245.89/300.48/361.07 亿元，同比增速分别为 21.82%/22.20%/20.16%。销售结构调整有望带动毛利率提升，我们预计 2024-2026 年医药零售板块毛利率分别为 40.00%/40.20%/40.30%。

**医药批发：**公司优势地区市场较为成熟，通过加盟有望快速加密地域布局，我们预计 2024-2026 年公司每年新增加盟门店 1500-1800 家，对应医药批发收入分别为 26.78/35.26/44.80 亿元，同比增速分别为 41.48%/31.67%/27.06%。销售结构调整有望带动毛利率提升，我们预计 2024-2026 年医药批发板块毛利率分别为 9.50%/9.70%/9.90%。

综上所述，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 278.03/341.37/411.78 亿元，对应增速分别为 23.08%/22.78%/20.63%；毛利率分别为 38.03%/37.87%/37.71%。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 278.03/341.37/411.78 亿元，对应增速分别为 23.08%/22.78%/20.63%，归母净利润分别为 17.75/21.88/26.82 亿元，对应增速分别为 25.68%/23.28%/22.59%。DCF 绝对估值法测得公司每股价值为 37.22 元，可比公司 2024 年平均 PE 为 16 倍，鉴于公司精细化管理能力与盈利能力处于行业领先水平，综合绝对估值法和相对估值法，我们给予公司 2024 年 25 倍 PE，对应目标价为 36.58 元，维持“买入”评级。

## 正文目录

1. 盈利能力卓越的药店龙头.....	5
1.1 深耕医药零售的全国连锁药店 .....	5
1.2 盈利能力稳中向好 .....	6
2. 政策利好药店行业扩容与集中度提升 .....	8
2.1 处方外流驱动药店行业持续扩容 .....	8
2.2 强监管下连锁药店集中度有望提升 .....	11
3. 精细化管理助力高质量发展.....	14
3.1 经营管理效率持续提升 .....	14
3.2 快速扩店, 提升市场份额 .....	17
3.3 打造大健康新零售业态 .....	21
4. 盈利预测、估值与投资建议.....	23
4.1 盈利预测 .....	23
4.2 估值与投资建议 .....	24
5. 风险提示 .....	26

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司股权结构 (截至 2024 年 3 月 31 日) .....	6
图表 3: 2018-2024Q1 公司收入构成 (按业务) .....	6
图表 4: 2018-2024Q1 公司不同业务毛利率.....	6
图表 5: 2018-2024Q1 连锁药店营业收入 (亿元) .....	7
图表 6: 2018-2024Q1 连锁药店归母净利润 (亿元) .....	7
图表 7: 2018-2024Q1 连锁药店毛利率.....	7
图表 8: 2018-2024Q1 连锁药店归母净利率.....	7
图表 9: 2018-2024Q1 连锁药店销售费用率.....	8
图表 10: 2018-2024Q1 连锁药店管理费用率.....	8
图表 11: 处方外流相关政策 .....	8
图表 12: 处方外流推动因素 .....	9
图表 13: 2016-2023 年我国零售药店药品销售额 (亿元) .....	10
图表 14: 2016-2023 年我国药品终端销售结构.....	10
图表 15: 1986-2022 年日本处方外流率.....	10
图表 16: 2023-2030E 我国零售药店药品销售收入 (亿元) .....	11
图表 17: 2023-2030E 我国药品终端销售结构.....	11
图表 18: 2016-2030E 我国处方外流市场规模 (亿元) .....	11
图表 19: 推动零售药店行业连锁发展的相关政策.....	12
图表 20: 连锁药店的发展优势 .....	13
图表 21: 2006-2022 年我国零售药店连锁化率.....	13
图表 22: 2016-2022 年我国百强药店销售市占率.....	13
图表 23: 2022 年各国零售药店行业集中度对比 .....	14
图表 24: 2022 年中国零售药店行业竞争格局.....	14
图表 25: 2018-2023 年连锁药店中西成药收入占比 .....	14
图表 26: 2018-2023 年连锁药店中西成药毛利率.....	14
图表 27: 公司合作厂商.....	15
图表 28: 恒修堂主要产品介绍 .....	15
图表 29: 公司供应链体系 .....	16
图表 30: 2023 年连锁药店会员人数 (万人) .....	17
图表 31: 2018-2023 连锁药店门店总数 (家) .....	17
图表 32: 2018-2023 年公司门店数量 (家) .....	18
图表 33: 2018-2023 年公司新增门店数量 (家) .....	18
图表 34: 2018-2023 连锁药店直营门店总数 (家) .....	18

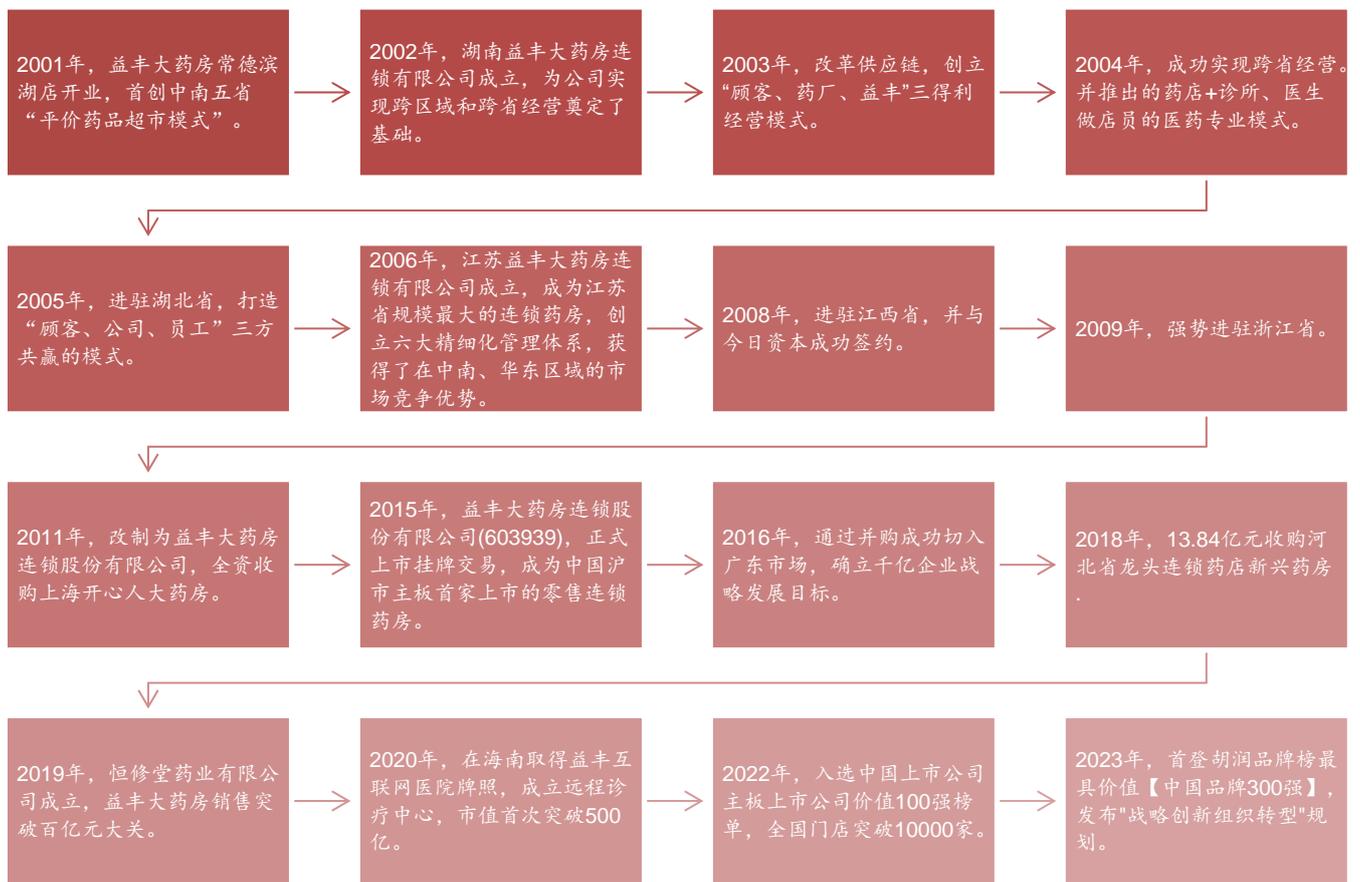
图表 35:	2023 年可比公司直营门店地区分布情况 (家)	19
图表 36:	公司门店区位分布	19
图表 37:	2018-2023 年公司分地区直营门店数 (家)	19
图表 38:	2023 年连锁药店专业药房布局 (家)	20
图表 39:	2018-2023 年连锁药店销售效率	20
图表 40:	2018-2023 年连锁药店租金效率	20
图表 41:	公司加盟体系优势	21
图表 42:	2018-2023 年连锁药店加盟门店数量 (家)	21
图表 43:	2023 年连锁药店线上门店数量 (家)	22
图表 44:	2023 年连锁药店线上业务收入 (亿元)	22
图表 45:	公司互联网医院	23
图表 46:	恒修堂介绍	23
图表 47:	公司业绩拆分 (百万元)	24
图表 48:	绝对估值法关键假设	25
图表 49:	FCFF 测算结果 (百万元)	25
图表 50:	FCFF 模型股价敏感性测试 (元)	25
图表 51:	可比公司估值	26

## 1. 盈利能力卓越的药店龙头

### 1.1 深耕医药零售的全国连锁药店

益丰药房始创于2001年6月，经过20余年的发展，已成为全国大型药品零售连锁企业，拥有超12350家门店、8152万服务会员和超70000药品SKU。以药品零售为核心业务，公司逐步扩大经营业态，先后布局医药批发、中药饮片生产销售、慢病管理、互联网医院、医疗项目投资和医疗科技开发等业务，构建大健康业务生态体系，有望实现业务联动与闭环。

图表1：公司发展历程



来源：公司官网，国联证券研究所

公司股权结构清晰，子公司业务分工明确。截至2024年3月31日，公司董事长高毅先生直接持有公司11.67%的股份，并通过厚信创投、益之丰、益仁堂间接持有公司股份，是公司的实际控制人。公司子公司业务划分明确，分别负责各地的零售与批发业务。

图表2：公司股权结构（截至 2024 年 3 月 31 日）

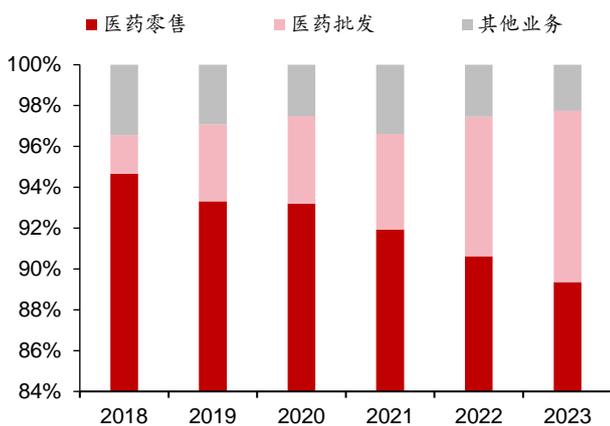


来源：公司季报，wind，国联证券研究所

## 1.2 盈利能力稳中向好

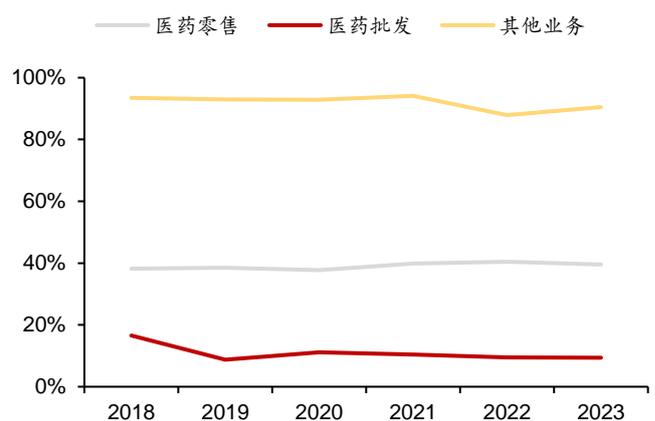
公司业务主要由医药零售、医药批发和其他业务组成。其中，医药零售是公司的核心业务，直接面向消费者进行药品的零售经营活动；医药批发主要面向医疗机构和零售终端，从事批发、销售药品的经营活动，近年来随着公司加盟门店数量的快速增长，占比不断提升；其他业务主要包括促销服务费，即公司与供应商签署特定产品的促销服务协议，并为该类产品制定促销活动，按实现的促销销售量收取服务费。

图表3：2018-2024Q1 公司收入构成（按业务）



来源：公司年报，wind，国联证券研究所

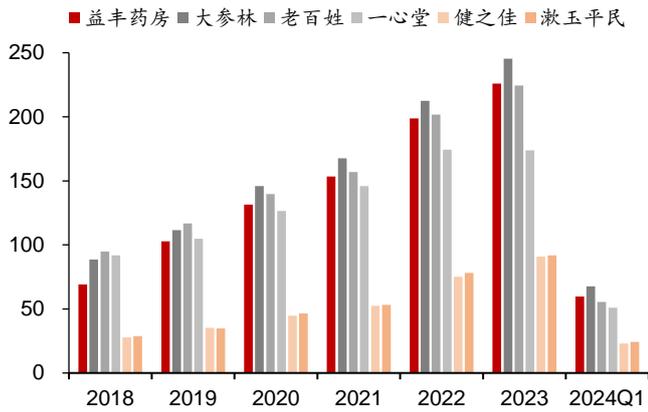
图表4：2018-2024Q1 公司不同业务毛利率



来源：公司年报，wind，国联证券研究所

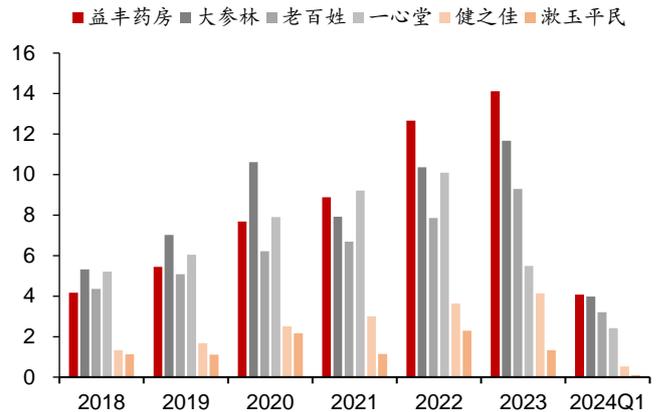
**业绩稳健增长，彰显经营韧性：**外部扰动不改公司业绩持续向好的趋势，2018-2023 年公司收入由 69.13 亿元增长至 225.88 亿元，5 年 CAGR 达 26.72%；归母净利润由 4.16 亿元增长至 14.12 亿元，5 年 CAGR 达 27.66%。2024 年一季度，公司实现收入 59.71 亿元，同比增长 13.39%；实现归母净利润 4.07 亿元，同比增长 20.89%。

图表5: 2018-2024Q1 连锁药店营业收入 (亿元)



来源: 公司年报, wind, 国联证券研究所

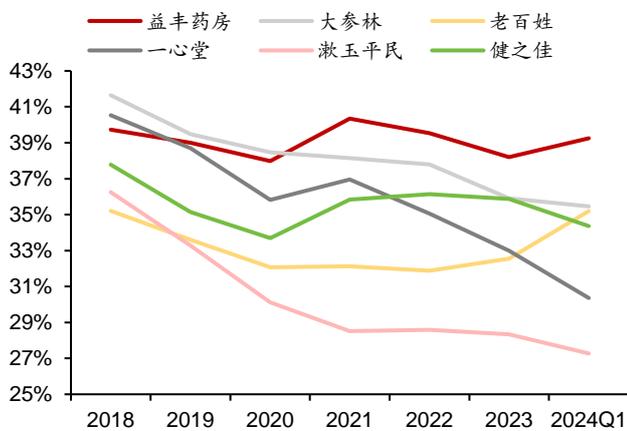
图表6: 2018-2024Q1 连锁药店归母净利润 (亿元)



来源: 公司年报, wind, 国联证券研究所

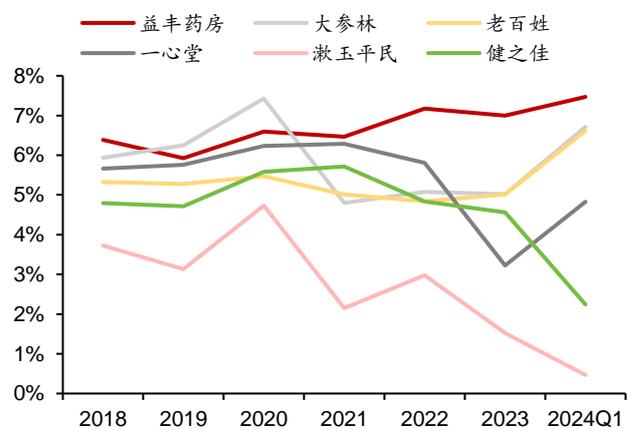
**规模效应显著, 盈利能力稳中向好。**作为药店行业头部企业, 公司凭借较强的精细化管理能力, 毛利率始终维持在行业较高水平, 且受外部因素影响较小。公司费用率处于行业中等水平, 随着收入体量逐步增大, 规模效应逐步显现, 公司销售费用率呈现下降趋势, 而管理费用率较为稳定, 带动净利率稳中提升。

图表7: 2018-2024Q1 连锁药店毛利率



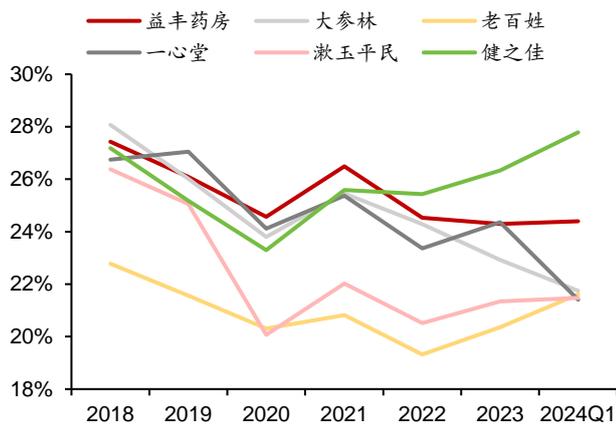
来源: 公司年报, wind, 国联证券研究所

图表8: 2018-2024Q1 连锁药店归母净利率



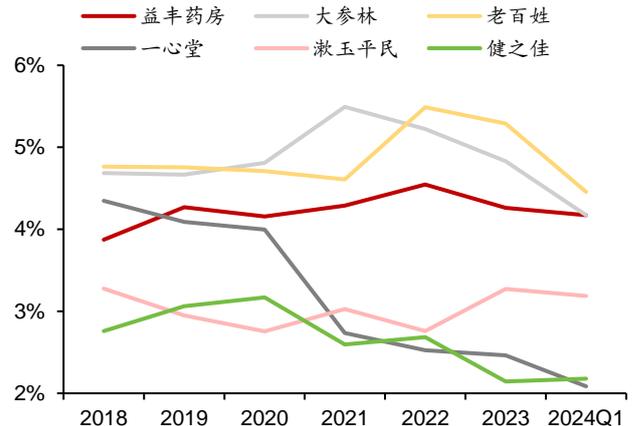
来源: 公司年报, wind, 国联证券研究所

图表9: 2018-2024Q1 连锁药店销售费用率



来源: 公司年报, wind, 国联证券研究所

图表10: 2018-2024Q1 连锁药店管理费用率



来源: 公司年报, wind, 国联证券研究所

## 2. 政策利好药店行业扩容与集中度提升

我国医药产业链主要包含医药制造基础、医药研发和制造、医药流通三大环节，其中零售药店作为药品流通的三大终端渠道之一，连接上游药品生产厂家与下游消费者，通过提供各类药品销售与专业用药咨询指导，满足顾客在不同场景下的用药需求，为有健康需求的顾客提供多元化的便利服务。

### 2.1 处方外流驱动药店行业持续扩容

政策利好行业发展，零售药店迎来新机遇。长期以来，为了促进医药分业，降低医疗机构在药品终端销售渠道中的占比，我国出台了多项政策从多维度支持零售药店行业的发展。2023年，国家医保局办公室发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》，鼓励符合条件的定点零售药店自愿申请开通门诊统筹服务，试图从根本上解决处方外流困难的问题，零售药店有望持续受益。

图表11: 处方外流相关政策

时间	发布单位	发布文件	主要内容
2007/2/14	卫生部	《处方管理办法》	医疗机构不得限制门诊就诊人员持处方到药品零售企业购药
2009/11/9	国家发改委联合多部门	《改革药品和医疗服务价格形成机制的意见》	明确提出医院卖药加成将逐步取消，严控流通环节差价率，诊疗价格等将适当提高；国家制定基本药物零售指导价格，在指导价格内，由省级人民政府根据招标情况确定本地区的统一采购价格
2014/9/1	商务部等六部门	《关于落实2014年度医改重点任务提升药品流通服务水平和效率工作的通知》	有关部门要结合深化医改和医药分开试点工作，提高零售药店在药品终端市场上的销售比重，清理妨碍零售连锁药店发展的政策性障碍，缩短行政审批所需时间；及时将符合资质条件的零售药店纳入医保定点范围，逐步扩大医保定点零售药店覆盖范围
2015/5/1	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》	2015年扩大城市公立医院综合改革试点，力争到2017年，试点城市公立医院药占比总体降到30%左右

2016/4/1	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务》	组织医疗机构处方信息、医保结算信息与药品零售消费信息共享试点，推动医药分开；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
2016/7/1	国家发改委	《关于促进医药产业健康发展的指导意见重点工作部门分工方案》	进一步明确医疗机构应按照药品通用名开具处方，并主动向患者提供，不得限制处方外流
2016/12/29	商务部	《全国药品流通行业发展规划（2016-2020 年）》	鼓励具备条件的零售药店承接医疗机构门诊药房服务和其他专业服务
2017/2/1	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》	统筹推进取消药品加成、调整医疗服务价格、鼓励到零售药店购药，具备条件的可探索将门诊药房从医疗机构剥离
2017/4/19	国家卫计委会同 财政部等部委	《关于全面推开公立医院综合改革工作的通知》	明确提出 2019 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）
2018/8/28	国务院办公厅	《关于印发深化医药卫生体制改革 2018 年下半年重点工作任务的通知》	制定零售药店分类分级管理的指导性文件，支持零售药店连锁发展，允许门诊患者自主选择在医疗机构或零售药店购药
2020/11/13	国家药监局综合 司	《药品网络销售监督管理办法(征求意见稿)》	允许三方平台向个人消费者售药；允许通过网络向个人消费者销售处方药；允许单体药店通过网络销售药品；允许向个人消费者售药网站发布处方药信息
2021/5/10	国家医保局、国 家卫健委	《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》	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
2021/7/16	国家医保局	《关于优化医保领域便民服务的意见》	积极探索信息共享，实现处方流转、在线支付结算、送药上门一体化服务
2023/2/15	国家医保局办公 室	《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》	依托全国统一的医保信息平台，实现定点医疗机构电子处方顺畅流转至定点零售药店

来源：中国政府网，国家医保局，国家卫健委，商务部，国联证券研究所

**多措并举推动处方外流到零售药店终端。**针对医院处方流出，国家陆续推出药品零加成、药占比考核、电子处方等措施，降低医院保留处方的意愿，并明确医疗机构不得限制处方外流；针对零售药店处方流入，定点零售药店纳入门诊统筹管理、取消“医保两定”资格审查、药店分级分类等政策都有利于零售药店更好地承接外流处方，从而实现院内处方流向零售药店。

图表 12：处方外流推动因素

医院端	处方来源端	医保支付端	零售终端
<ul style="list-style-type: none"> <li>控制药占比</li> <li>药品零加成</li> <li>鼓励门诊药房从医疗机构剥离</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>规定公立医院不得限制处方外流</li> <li>认可电子处方</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>医保统筹账户与零售药店的信息对接</li> <li>大病医保与特药定点药店对接</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>取消医保定点药店资格审批</li> <li>零售药店分级分类管理</li> <li>允许网络售药</li> </ul>

来源：中国药店，国联证券研究所

**零售药店销售额持续增长，终端销售占比不断提升。**根据米内网数据，我国零售

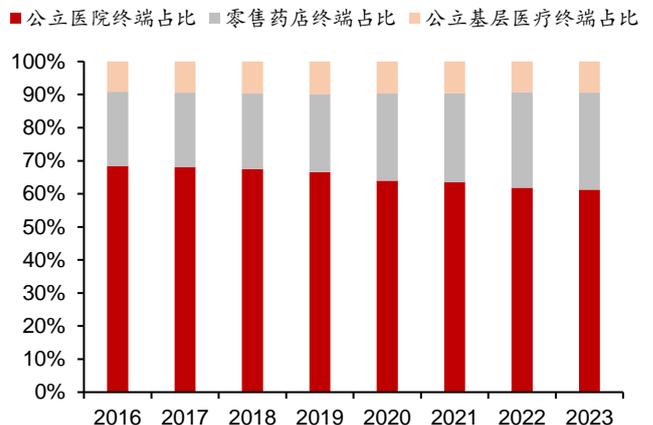
药店药品销售额由 2016 年 3,375 亿元增长至 2023 年 5,533 亿元, CAGR 为 7.3%, 零售药店终端销售占比由 2016 年的 22.5% 提升至 2023 年的 29.3%, 而公立医院终端销售占比从 2016 年的 68.4% 逐步下降至 2023 年的 61.3%, 处方外流持续推进。

图表13: 2016-2023 年我国零售药店药品销售额 (亿元)



来源: 米内网, 国联证券研究所

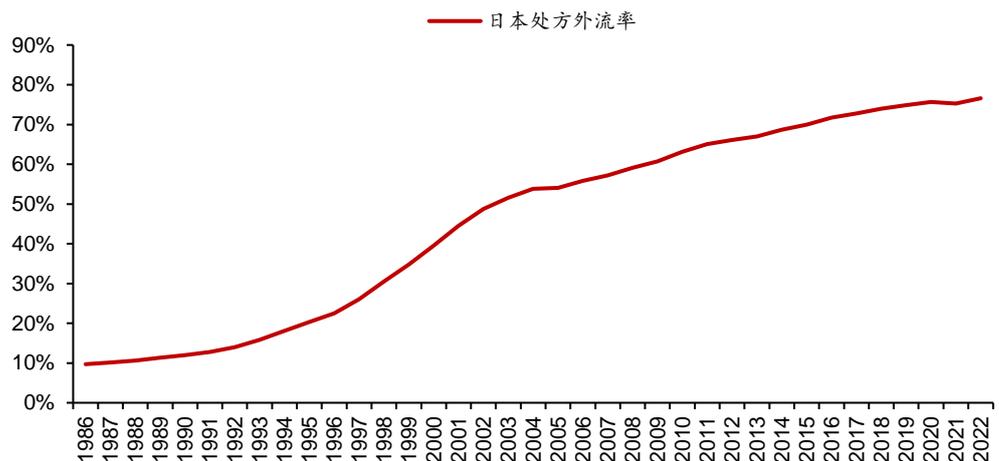
图表14: 2016-2023 年我国药品终端销售结构



来源: 米内网, 国联证券研究所

参考日本医药分业史, 我国零售药品市场仍有较大提升空间。1986-2022 年, 日本处方外流率(院外处方领取量/总处方领取量)由 9.7% 提升至 76.6%, 特别是 1997 年劳动厚生省要求 37 家医院实现医药完全分工(处方外流率超 70%) 以来, 医药分业得到迅速发展。我们判断中国目前处方外流率接近 1997 年之前的日本, 随着门诊统筹等政策的持续推进, 处方外流率有望快速提升。

图表15: 1986-2022 年日本处方外流率

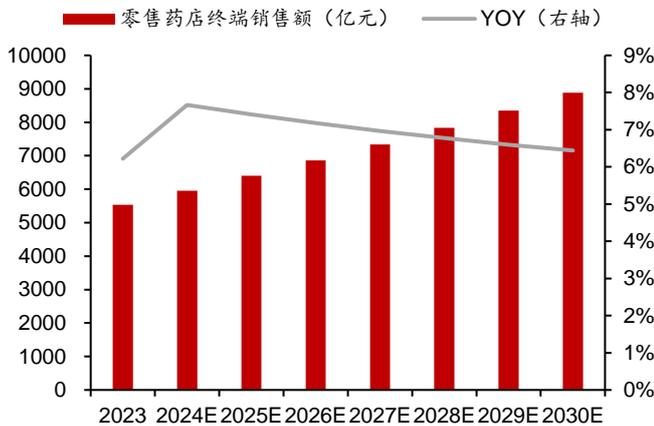


来源: 日本药剂师会, 国联证券研究所

我们预测零售药店药品销售额有望由 2023 年 5,533 亿元增长至 2030 年 8,887 亿元, CAGR 达 7.00%。参考 2016-2023 年药品三大终端销售额 CAGR 为 3.35%, 我们假设 2024-2030 年药品三大终端销售额 CAGR 保持 3.35%, 且第三终端医疗机构的占比保持 2023 年的 9.42%。同时, 我们假设 2024-2030 年第一终端公立医院

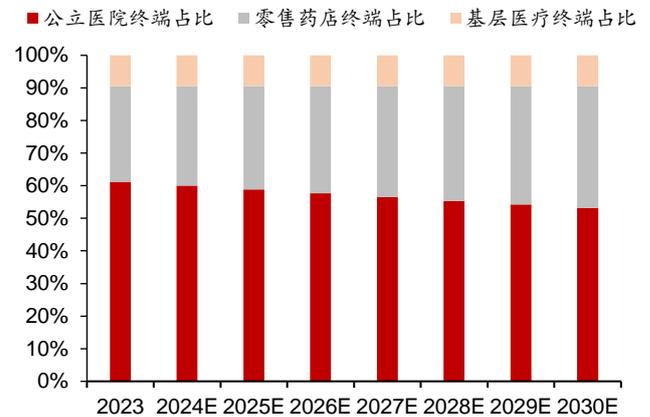
的销售占比每年以 2% 的幅度逐步下滑，计算可得公立医院销售占比有望由 2023 年 61.25% 下降至 2030 年 53.17%；零售药店销售占比有望由 2023 年 29.33% 提升至 2030 年 37.41%。

图表 16：2023-2030E 我国零售药店药品销售收入（亿元）



来源：米内网，国联证券研究所预测

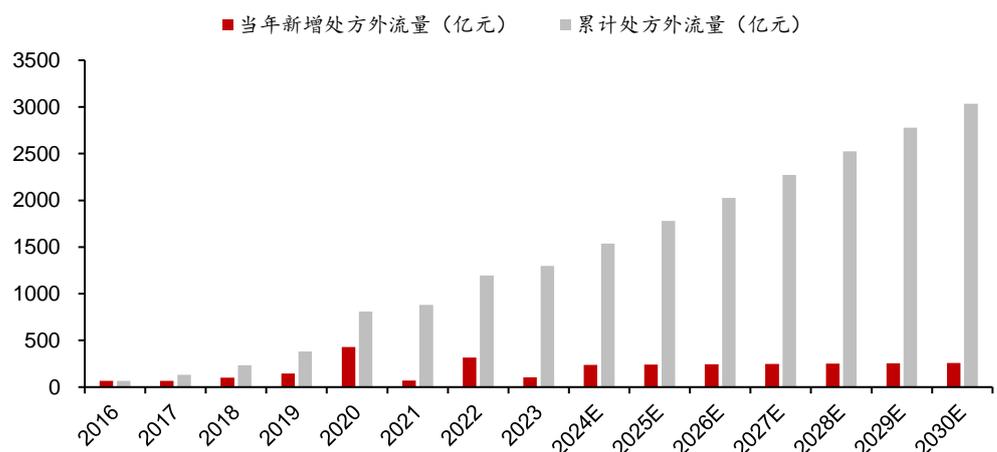
图表 17：2023-2030E 我国药品终端销售结构



来源：米内网，国联证券研究所预测

我们预测 2030 年处方外流规模有望超 3,000 亿元。2016 年以来医院终端的药品销售占比不断减少，零售药店终端药品销售占比不断提升，药品逐渐流向院外市场销售。我们假设每年公立医院药品销售占比下降的部分即为处方外流量，至 2023 年累计流出规模已超 1,000 亿元。考虑目前零售药店积极布局专业药房建设，提升药事服务能力，我们预测至 2030 年零售药店累计获得的处方外流量有望超 3,000 亿元。

图表 18：2016-2030E 我国处方外流市场规模（亿元）



来源：米内网，国联证券研究所预测

## 2.2 强监管下连锁药店集中度有望提升

“强监管+高要求”催化零售药店连锁发展。近年来我国陆续出台各项政策文件强化对药店行业的规范和监管，2013 年对零售药店执业药师资格、设施设备等进行严格要求；2015 年提出根据服务能力甄选医保定点药店，签订服务协议；2018 年要

求药店分级分类管理，并对执业药师的配置提出要求；2019 年国家查处执业药师“挂证”行为；2021 年“国谈”药品进入符合资质的定点零售药店。我们认为随着监管日趋严格，经营能力不足的单体药店将面临严峻挑战，零售药店连锁化率有望进一步提升。

**图表19：推动零售药店行业连锁发展的相关政策**

时间	发布单位	发布文件	主要内容
2009/11/25	国家商务部、 国家食药监总局	关于加强药品流通行业管理的通知	大力发展连锁经营，引导和鼓励药品经营企业通过收购、兼并、重组等手段做大做强，提高行业集中度
2013/1/22	卫生部	药品经营质量管理规范	对零售药店执业药师资格、药品的设施设备、仓储等都进行了严格的要求，并设置了3年的过渡期
2015/12/2	人社部	关于完善基本医疗保险定点医药机构协议管理的指导意见	全面取消社会保险行政部门实施的两定资格审查项目，医疗机构和零售药店均可根据医疗保险医药服务的需要和条件，根据自身服务能力，自愿向统筹地区经办机构提出申请，社会保险经办机构与通过审查的医疗机构和零售药店签订定点服务协议，实行协议管理
2016/3/11	国务院办公厅	关于促进医药产业健康发展的指导意见	推动优势零售企业开展连锁经营，统一采购配送、质量管理、服务规范、信息管理和品牌标识，提高连锁药店规范化、规模化经营水平
2016/4/21	国务院办公厅	深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务	试行零售药店分类分级管理，鼓励连锁药店发展
2016/12/26	商务部	全国药品流通行业发展规划 (2016-2020 年)	到 2020 年，药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额 40%以上；药品零售连锁率达 50%以上；鼓励药品流通企业通过兼并重组、上市融资等多种方式做强、做大，加快实现规模化、集约化和现代化经营
2018/8/20	国务院办公厅	关于印发深化医药卫生体制改革 2018 年下半年重点工作任务的通知	制定零售药店分类分级管理的指导性文件，支持零售药店连锁发展，允许门诊患者自主选择在医疗机构或零售药店购药
2018/11/23	商务部	全国零售药店分类分级管理 指导意见（征求意见稿）	将药店分为三类三级，不同类别不同级别的药店对经营产品、范围进行限定，同时对执业药师的配置提出要点
2021/4/22	国家医保局、 国家卫健委	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	各地医保部门要确定遴选标准和程序，将满足条件的定点零售药店纳入“双通道”管理，及时主动向社会公开；建立健全“双通道”定点零售药店退出机制，适度竞争、有进有出、动态调整
2021/10/21	商务部	关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见	到 2025 年，培育形成 5-10 家超五百亿元的专业化、多元化药品零售连锁企业，100 家左右智能化、特色化、平台化的药品供应链服务企业；药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额 65%以上；药品零售连锁率接近 70%

来源：中国政府网，商务部，国家药监局，国家医保局，国联证券研究所

**大型连锁药店的发展符合产业发展趋势，优势显著。**连锁药店具备明显的发展优势：（1）商业模式优势：规模化优势带来较强的上游议价能力，提升运输管理效率，从而显著降低经营成本，同时能够通过融资实现门店扩张；（2）人力资源优势：大型连锁药店通过资金优势搭建和管理执业药师等专业团队，强化业务能力；（3）品牌优势：连锁药店在药品质量、SKU 保有量、慢病管理服务等方面具备品牌溢价，顾客忠诚度较高；（4）信息化优势：大型连锁药店信息化的投入建设更胜一筹，通过信息系统提升管理运营效率，同时能够更好地推动医保统筹对接和医药电商（O2O、

B2C) 的发展。

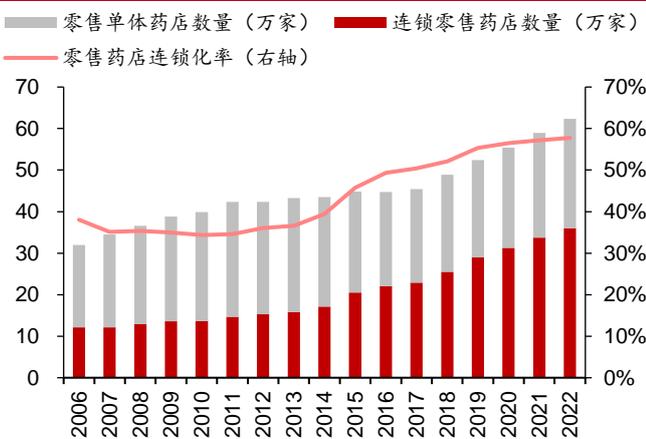
图表20：连锁药店的发展优势



来源：漱玉平民招股书，国联证券研究所

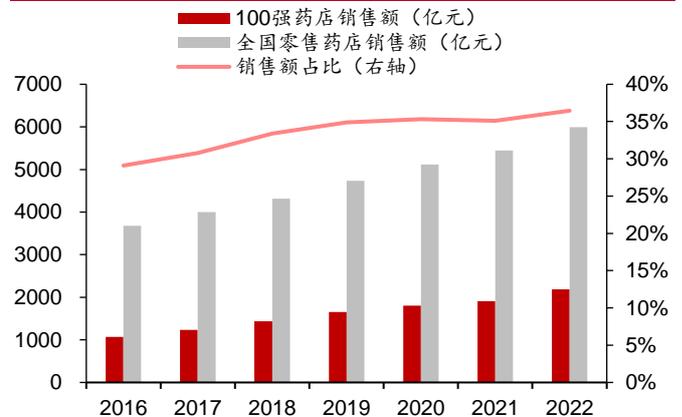
连锁药店快速发展，行业集中度持续提升。2006-2022 年我国零售药店的连锁化率从 38% 提升至 58%，同时 2022 年药品零售百强企业销售市占率提升至 36%，6 年增长了 7 个百分点，行业连锁化率和市场集中度进一步提升，迈向连锁成长阶段。

图表21：2006-2022 年我国零售药店连锁化率



来源：国家药监局，ifind，国联证券研究所

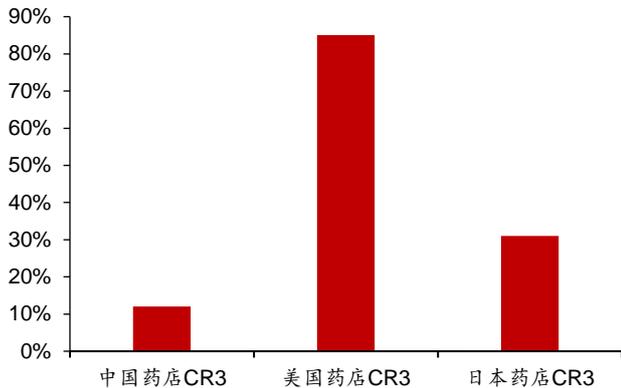
图表22：2016-2022 年我国百强药店销售市占率



来源：商务部，国联证券研究所

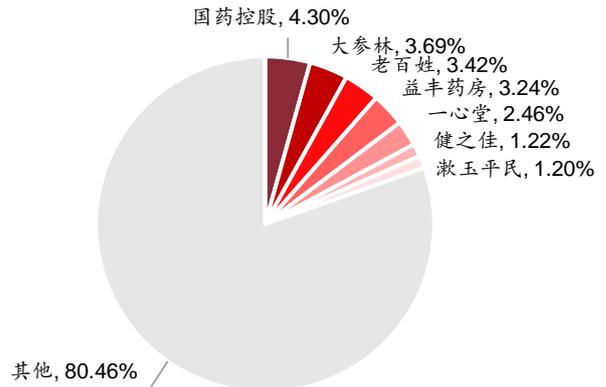
对比发达国家零售药店竞争格局，我国零售药店行业集中度仍有较大提升空间。根据运联智库数据，2022 年美国 TOP 3 药店的市占率约为 85%，日本 TOP 3 药店的市占率约为 31%，而我国 TOP 3 药店的市占率仅为 12%，行业集中度与美国和日本存在较大差距，尚有较大提升空间。根据商务部数据，2022 年国大药房、大参林、老百姓、益丰药房、一心堂分列我国前五大零售药店，合计市占率约为 17%。

图表23：2022年各国零售药店行业集中度对比



来源：运联智库，国联证券研究所

图表24：2022年中国零售药店行业竞争格局



来源：商务部，国联证券研究所

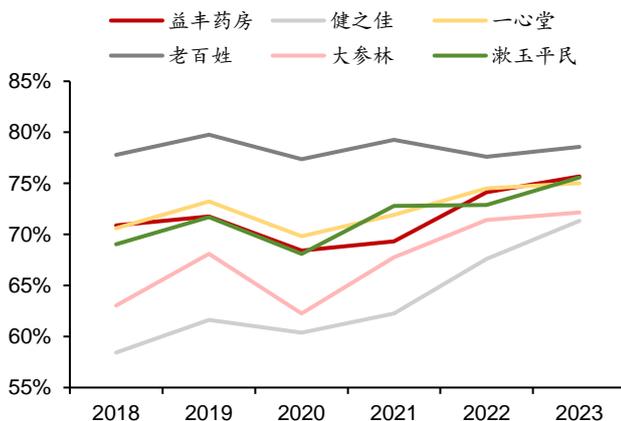
### 3. 精细化管理助力高质量发展

#### 3.1 经营管理效率持续提升

##### ➤ 优化产品选择

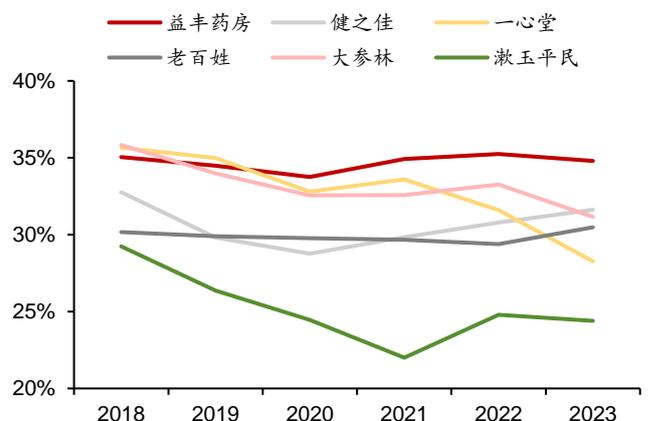
公司较高的利润率水平主要得益于中西成药的高毛利，2023年各家连锁药店的中西成药收入占比都在70%以上，意味着中西成药的毛利率很大程度上决定了公司整体毛利率。在集采普遍压低了零售药店药品利润空间的情形下，公司通过控制外采品种的选择与自有药品品类的销售，保持着较高的毛利率，2023年公司中西成药的毛利率达34.80%，处于行业较高水平。出色的精细化管理和上游议价能力有望为公司利润的稳定增长提供可靠保证。

图表25：2018-2023年连锁药店中西成药收入占比



来源：各公司年报，wind，国联证券研究所

图表26：2018-2023年连锁药店中西成药毛利率



来源：各公司年报，wind，国联证券研究所

推进可控精品战略，加强供应商合作。公司合作厂商覆盖全球优秀制药企业及中国百强制药企业，药品覆盖面广泛。截至2023年底，公司药品SKU超70000个，品类齐全，经典老药、冷淡品种、地方特色品种、新特药（DTP）的供应能力领军行业。公司持续推进可控精品战略，遴选优质厂家作为核心供应商，截至2023年底公

公司已与近 600 家生产厂商建立了精品战略合作关系，遴选了 1,800 多个优质品种，药品采购供应链专业性处于行业前列。

图表27：公司合作厂商



来源：公司官网，国联证券研究所

**打造自有高毛利产品。**公司强化以中药饮片为主导品类的“恒修堂”自主品牌建设，不断完善和打造包括自有品牌、独家品种和厂商共建在内的商品精品群，为顾客提供质量可靠、疗效确切、性价比高且渠道可控的商品精品，取得竞争优势。

图表28：恒修堂主要产品介绍



来源：恒修堂官网，国联证券研究所

➤ **打造数字化智慧物流**

公司持续打造“可视、智能、高效、敏捷”的数字化智慧物流供应链平台，建立全国、省级、城市三级现代化物流网络，可实现全国 48 小时、省内 24 小时到货。利用大数据、移动互联网、物联网等新技术手段，公司持续构建数字化、智能化物流供应链管理平台，切实提升物流供应链保障能力，打造全国医药零售精益物流运作标杆。

**多层次、全覆盖的现代化物流配送网络：**利用新技术、新设备、新工艺快速构建以长沙为全国物流中心，以武汉、南京、上海、石家庄、南昌、韶关、长沙为省级配送中心，以无锡、淮安等为城市配送中心的多层级、全覆盖，更加“自动化、无人化、智能化”的现代化物流配送体系，实现所有门店准时、准确到货，为公司快速发展提供有力的物流保障。

**数字化、智能化物流供应链管理平台：**数字化物流运营平台+WMS+CMS+TMS+CCTS+移动端，实现物流供应链端到端全程可视、可控与可管理，并通过智能补货、智能调度、智能线路优化等应用进一步实现物流供应链的高效运营。

图表29：公司供应链体系



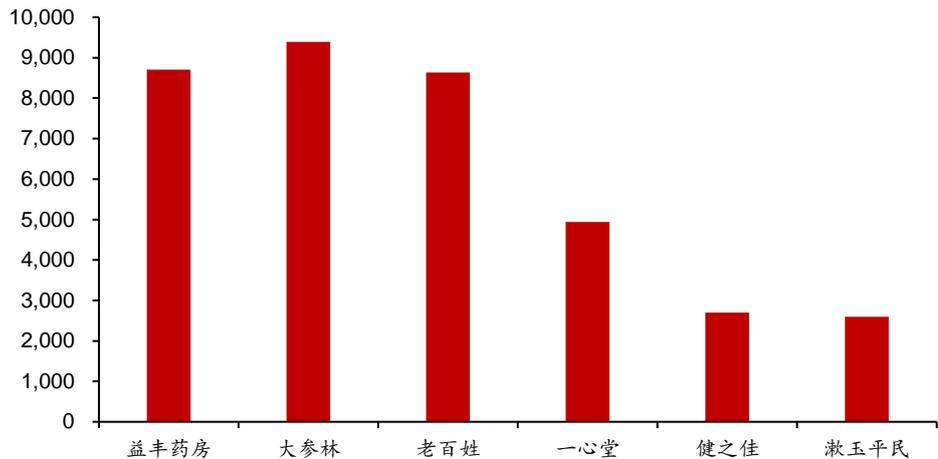
来源：公司官网，国联证券研究所

### ➤ 以人为本，注重会员管理

公司坚持以人为中心，逐步实现企业由经营商品向经营顾客的价值转移。基于业务需求与市场趋势，公司持续升级会员权益体系，通过对会员分类分级、会员体系精细化运营，打造会员个性化、智能化的营销与服务体系，积极推进慢病服务和线上诊疗服务。

通过免费健康检测、全员健康专业服务，结合建档、回访、跟踪、评估与核检等方式，提高慢病会员用药依从性和完善全生命周期的健康管理服务，提升用户复购率，并结合用户画像，有效增强用户对公司的价值认同与专业依赖。截至2023年底，公司共有建档会员总量8,710万，官方微信公众号粉丝超1,687万，客户群体粘性较高。

图表30：2023年连锁药店会员人数（万人）

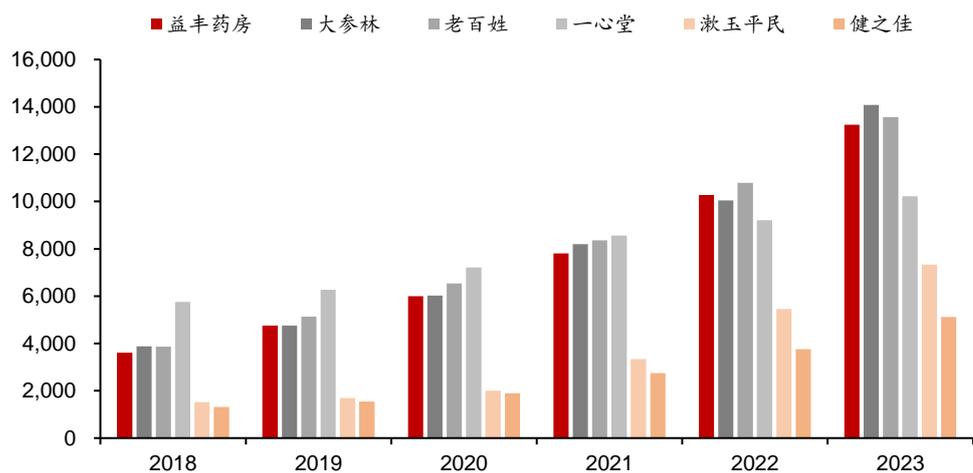


来源：各公司年报，国联证券研究所

### 3.2 快速扩店，提升市场份额

门店扩张对连锁药店市占率和收入的提升至关重要。一方面，连锁药店通过门店扩张占领新的市场，提升行业集中度，获取更多线下客流，从而提升收入水平；另一方面，提升市场占有率和影响力有助于企业增强上游议价能力，争取更多利润空间。公司持续优化拓展策略，通过迭代选址机制（商圈定位法）、客流测试系统和销售预测模型，不断修正门店选址精准度，提高选址效率和选址质量，提升门店网络覆盖的深度和广度，实现区域市场占有率和集中度的稳步提升。

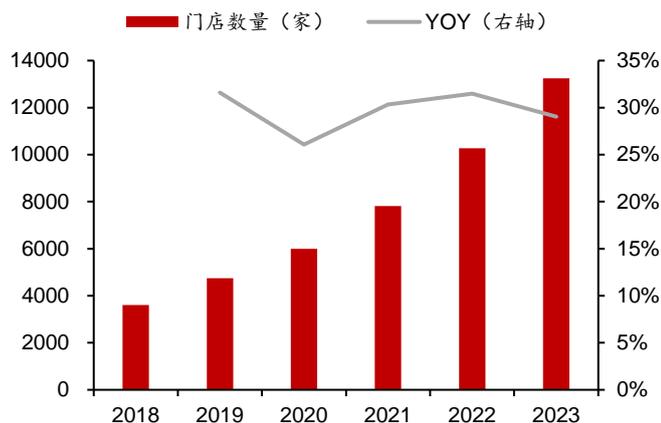
图表31：2018-2023年连锁药店门店总数（家）



来源：各公司年报，国联证券研究所

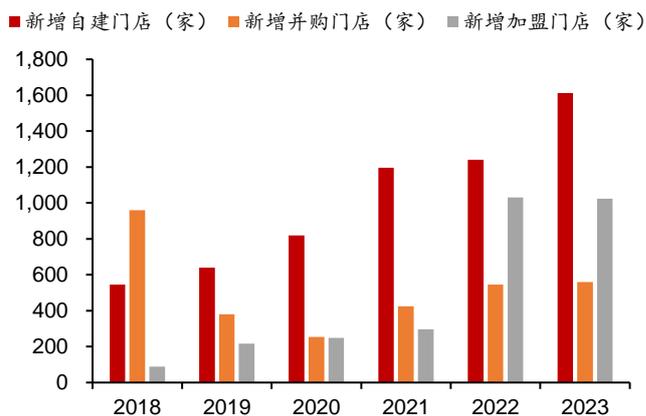
**门店数量快速扩张：**通过自建、并购及加盟等多种形式，公司快速扩充门店数量，2018-2023年门店数量由3,611家增长至13,250家，CAGR达29.7%。2023年，公司新增门店达3,196家，其中自建门店新增1,613家，并购门店新增559家，加盟门店新增1,024家。

图表32：2018-2023 年公司门店数量（家）



来源：公司年报，国联证券研究所

图表33：2018-2023 年公司新增门店数量（家）

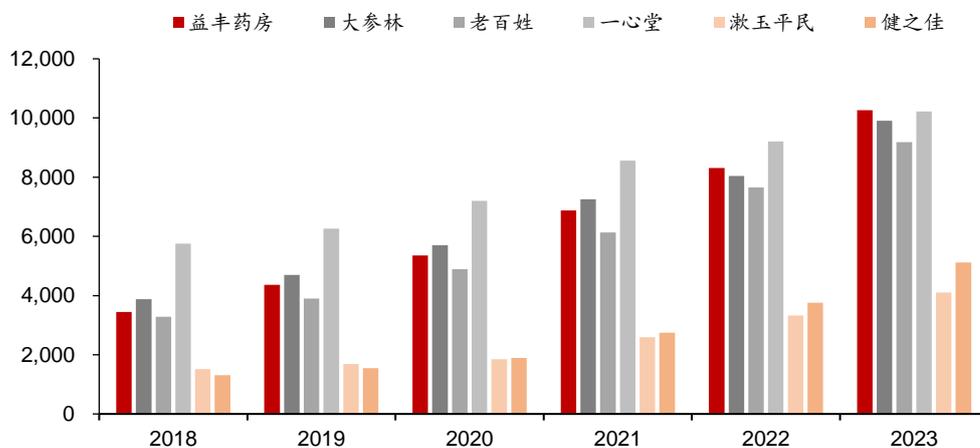


来源：公司年报，国联证券研究所

### ➤ 自建与并购并举，直营门店持续增加

直营门店是公司的**发展基石**。直营连锁经营的门店均是由总部全资或者控股设立，在资源上能够获得总部的直接支持，因其业绩与总部经营效益息息相关，故门店与总部的联系较为紧密。一直以来，公司持续推动直营门店的建设，通过自建门店与收购兼并快速提升门店数量。

图表34：2018-2023 连锁药店直营门店总数（家）



来源：各公司年报，国联证券研究所

**聚焦优势区域，坚持稳健扩张。**公司深耕华东、华南与华中市场，目前主要业务范围集中在湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江、广东、河北、北京、天津十省市。尽管从全国范围看目前零售药店行业集中度仍较低，但头部企业在各自优势区域内享有较大品牌影响力，并在该区域持续深耕，发挥品牌优势。公司是行业内少有的主要省子公司均实现盈利的公司，在跨区域门店管控力、复制力、文化传承等方面具有突出优势。

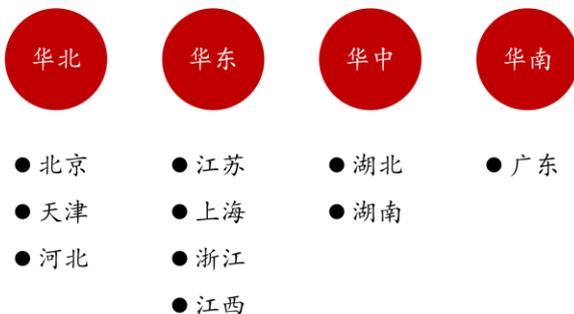
图表35：2023年可比公司直营门店地区分布情况（家）

	华东	华南	华中	华北	东北	西北	西南
益丰药房	3798	4897		1569	—	—	—
大参林	817	6255	1035		1802		
老百姓	2689	521	3290	1384	—	1296	—
一心堂	64	1327	40	769	—	—	8180
漱玉平民	3782	—	8	—	264	50	—
健之佳	—	261	—	479	403	—	3634

来源：各公司年报，国联证券研究所

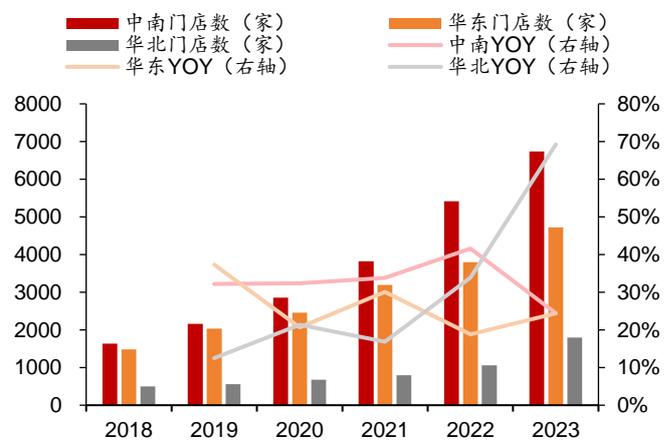
**深化区域布局，发挥品牌竞争优势。**公司采取“区域聚焦、稳健扩张”的发展战略，深耕华中、华东地区，逐步加强华北、华南地区的布局。截至2023年底，公司在华东地区（上海、江苏、江西、浙江）拥有4,722家门店，门店数量占比达35.64%；在中南地区（湖南、湖北、广东）拥有6,736家门店，门店数量占比达50.84%。在优势区域深化布局，有助于进一步增强公司的品牌渗透力和影响力，发挥规模效应提升上游议价能力，提升当地毛利水平，并稳定向其他区域扩张。

图表36：公司门店区位分布



来源：公司官网，国联证券研究所

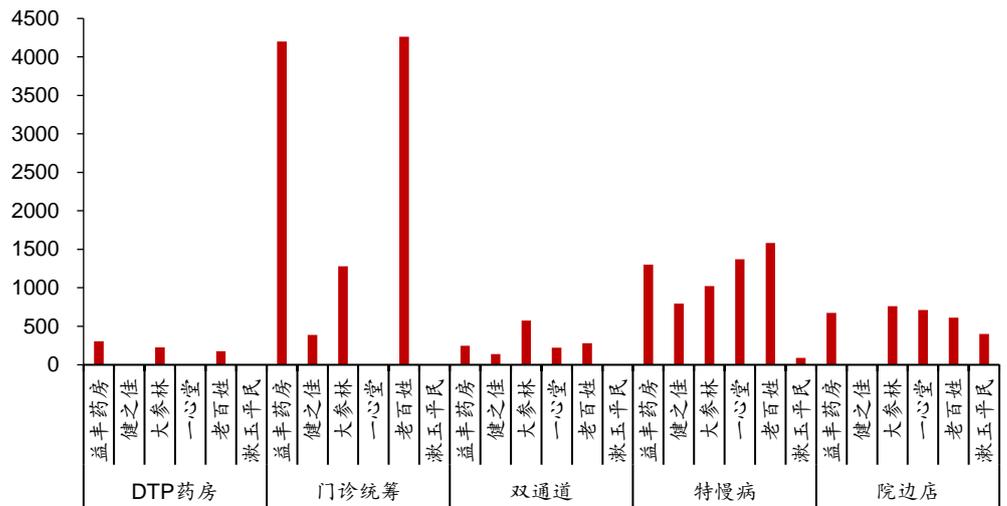
图表37：2018-2023年公司分地区直营门店数（家）



来源：公司年报，国联证券研究所

**大力建设专业药房，积极承接外流处方。**公司积极布局各类专业药房承接外流处方，截至2023年底拥有院边店超675家、DTP专业药房305家、“双通道”医保定点药店246家、门诊统筹医保药房超4,200家，同时积极引进国家医保谈判品种超250个、医院处方外流品种超800个，处于行业内领先水平。专业药房的优先布局和快速建设有望使公司在处方外流的长期趋势下率先获得市场的增量。

图表38：2023年连锁药店专业药房布局（家）

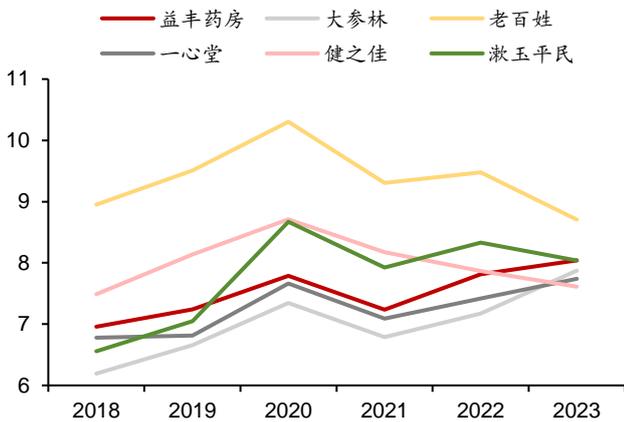


来源：各公司年报，国联证券研究所

注：一心堂为2022年数据；老百姓及大参林院边店数量为2021年数据

**直营门店产出效率呈现提升趋势。**薪酬效率与租金效率可以反映连锁药店直营门店的投入产出比，衡量门店的盈利性。2018-2023年公司直营门店的销售效率（总收入/销售费用中的工资薪酬）由6.96提升至8.04，租金效率（总收入/销售费用中的房租）由11.68提升至14.92，处于行业中等水平，与公司位于华东等经济发展水平较高地区的门店数量占比较高相匹配。

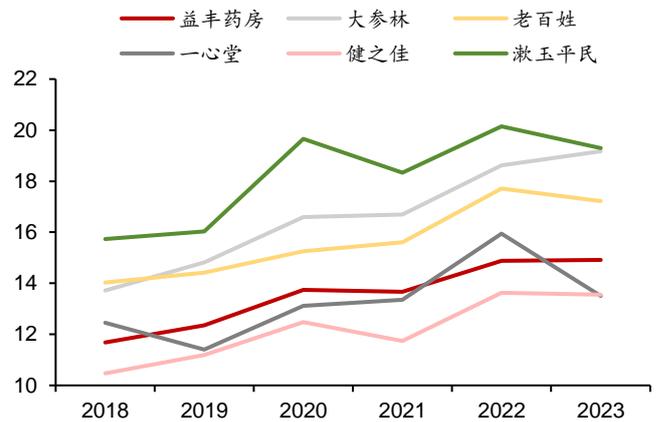
图表39：2018-2023年连锁药店销售效率



来源：各公司年报，国联证券研究所

注：销售效率=总收入/销售费用中的工资薪酬

图表40：2018-2023年连锁药店租金效率



来源：各公司年报，国联证券研究所

注：租金效率=总收入/销售费用中的房租

### ➤ 开放加盟，与直营门店充分互补

公司设立了加盟事业部对加盟店进行管理，并制定了比较完备的加盟店帮扶政策和管理制度，对加盟店勘址审查、开店装修、运营管理、人才服务、商品配置、质量管理、信息系统及财务管理等多个方面进行支持。在加盟模式下，公司将商号、商标授权给加盟店使用，并由总部统一配送药品，提供各项支持；而营业款资金一般归集为门店资产。通过设立加盟店，公司可以快速拓展市场、打造品牌形象。

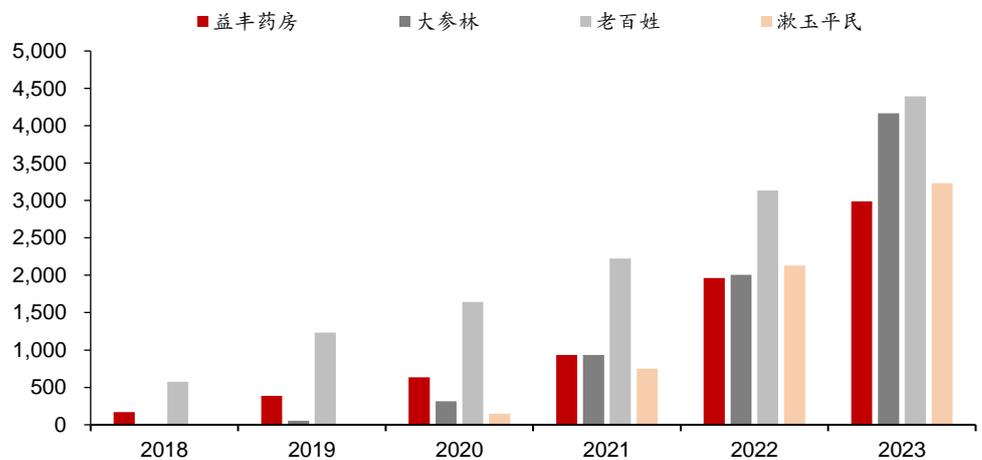
图表41：公司加盟体系优势

<p><b>强大品牌实力</b></p> <p>沪市主板上市药房，股票代码：603939</p>	<p><b>专业培训体系</b></p> <p>数字化学习平台，线上线下一体化教学。企业大学提供专业的店长、员工培训、赋能成长，打造精英团队。</p>	<p><b>强大物流保障</b></p> <p>全国11大物流中心，现代化、自动化配送中心物流骨干网络。数字化物流运营平台+WMS+CMS+TMS+CCTS+移动端，为益丰供应链提供更好的数字化运营保障。机器人拣选作业，直接配送到店。</p>	<p><b>共享会员体系</b></p> <p>共享7634万会员，会员卡全国通用。会员大数据精准营销，享受更多客流和销售提升。</p>	<p><b>新店开业支持</b></p> <p>加盟团队全程指导新店装修、筹备、宣传及开业。0经验快速上手不担忧。</p>
<p><b>高效运营能力</b></p> <p>专注医药零售行业22年，全国12350+门店管理经验，直营式加盟管理，全程运营指导，助力成功创业！</p>	<p><b>完善的供应链</b></p> <p>经营药品品种70000+，充分满足顾客需求。品类齐全，高毛利商品覆盖全品类。商品资源共享，集采价格优势，合理配置</p>	<p><b>政策支持</b></p> <p>加盟店评级体系，制定多项奖励政策，贷款授信月结，支持加盟商更快发展。</p>	<p><b>新零售赋能</b></p> <p>专注医药零售行业22年，全国12350+门店管理经验，直营式加盟管理，全程运营指导，助力成功创业！</p>	<p><b>先进系统支持</b></p> <p>公司打造了6大核心系统：顾客满意度系统、门店运营分析系统、核心商品运作系统、新店选址开业系统、绩效考核系统、门店和部门标准化系统，全链条、全流程支持加盟商快速发展。</p>

来源：公司官网，国联证券研究所

加盟方式快速扩大门店覆盖区，抢占零售药店市场。公司加盟较早从上海开始试点，2022年加大了建设规模，加盟区域扩大到了公司所有的经营省份，2018-2023年公司加盟门店数量由169家增长至2,986家，CAGR高达77.6%。公司在加盟商的选择上有较高要求，基本等同于公司直营店的管理模式，通过提供商品配送、质量管理、营销策划、员工培训、经营指导等等线上线下的赋能，提升加盟店的经营效率。

图表42：2018-2023年连锁药店加盟门店数量（家）



来源：各公司年报，国联证券研究所

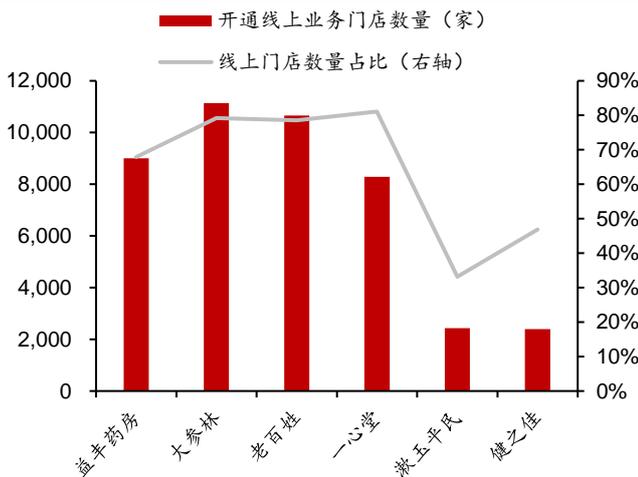
### 3.3 打造大健康新零售业态

随着“互联网+药店”模式逐步完善，公司持续推进多元化发展转型，打造基于会员、大数据、互联网医疗、健康管理等生态化的医药新零售体系建设。公司从药学服务出发，向预防保健、用药跟踪、慢病管理、健康生活顾问、全方位健康管理方案等领域延伸；从传统药店业态出发，通过开设中医馆、中医坐堂、门诊部、店内诊所、互联网医疗以及恒修堂中药厂建设等方式，向诊疗和上游工业延伸。

### ➤ 发展线上零售，扩大销售半径

公司线上零售业务主要通过 O2O 和 B2C 模式开展，O2O 模式主要通过益丰健康 APP、小程序及与饿了么、美团等平台合作，B2C 模式主要包括益丰药网、京东、天猫旗舰店开展。截至 2023 年底，公司 O2O 上线直营门店超过 9,000 家，24 小时营业配送门店 600 多家，覆盖了公司线下所有主要城市，并能快速覆盖并购项目和加盟项目门店，在拣货时效、配送时效、订单满足率和人效均处于行业领先水平。2023 年公司 B2C 和 O2O 业务全年实现销售收入 18.18 亿元。

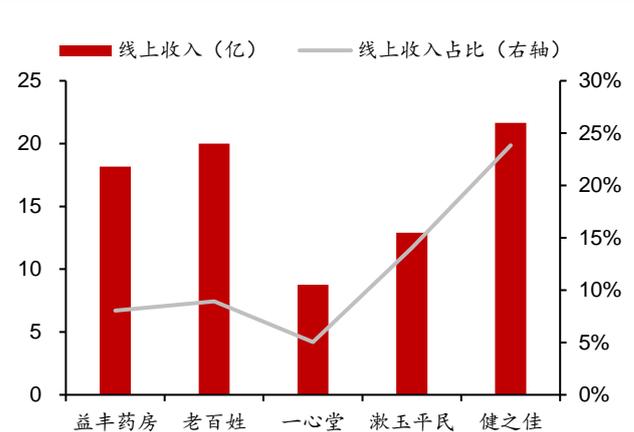
图表43：2023 年连锁药店线上门店数量（家）



来源：各公司年报，国联证券研究所

注：一心堂、漱玉平民、健之佳线上门店数量为 2021 年数据

图表44：2023 年连锁药店线上业务收入（亿元）



来源：各公司年报，国联证券研究所

### ➤ 开展诊疗服务，承接处方外流

从传统药店业态出发，公司逐步向诊疗业务延伸：通过建设互联网医院，开展远程问诊服务；通过开设中医馆、中医坐堂、门诊部、店内诊所，开展线下问诊服务。

**(1) 互联网医院：**互联网医疗的快速发展为“线上诊疗+线下取药”的 O2O 模式创造了条件。益丰互联网医院由海南、长沙、南京等多家互联网医院组成，构建矩阵式医疗服务体系，致力于为国人打造全新的医疗健康生态系统。平台聚焦于医疗大健康领域，为用户提供更方便快捷的健康咨询、慢病管理、家庭医生等服务，为更多优质医生提供多点执业平台。同时，公司对外积极承接国内头部互联网医疗平台、工业处方流转平台、头部公立医院的处方。

图表45：公司互联网医院



来源：公司官网，国联证券研究所

(2) 中医诊所：公司开设了 30 余家中医诊所，邀请了全国各地名老中医进行多项中医特色诊疗服务，主要经营范围有中医科、中医内科、妇产科、中西医结合科、针灸、推拿、艾灸等。

➤ 布局上游工业生产，实现研产销一体化

公司于 2019 年投资设立恒修堂药业有限公司，开展中药饮片的研究、生产和销售业务。恒修堂以“智慧中药，健康国人”为使命，依托数字化智能制造技术，建立全产业链质量追溯体系，专注于优质创新养生中药研发生产销售。

图表46：恒修堂介绍



恒修堂 恒修堂

以“智慧中药，健康国人”为使命，依托数字化智能制造技术，建立全产业链质量追溯体系，专注于优质创新养生中药研发生产销售。

公司占地 70 亩，建筑面积 5 万平方米，总投资 3 亿元，建有中药饮片自动化、数字化、可视化的智能制造工厂，可实现年产值20亿元。2022 年10月公司被认定为国家高新技术企业。

70

占地/亩

5

建筑/万平方米

3

投资/亿元

来源：公司官网，国联证券研究所

## 4. 盈利预测、估值与投资建议

### 4.1 盈利预测

医药零售：公司持续扩张门店数量，我们预计 2024-2026 年公司每年新增直营门店（自建+并购）2500-3100 家，对应 2024-2026 年医药零售板块收入为

245.89/300.48/361.07 亿元，同比增速分别为 21.82%/22.20%/20.16%。销售结构调整有望带动毛利率提升，我们预计 2024-2026 年医药零售板块毛利率分别为 40.00%/40.20%/40.30%。

**医药批发：**公司优势地区市场较为成熟，通过加盟有望快速加密地域布局，我们预计 2024-2026 年公司每年新增加盟门店 1500-1800 家，对应医药批发收入分别为 26.78/35.26/44.80 亿元，同比增速分别为 41.48%/31.67%/27.06%。销售结构调整有望带动毛利率提升，我们预计 2024-2026 年医药批发板块毛利率分别为 9.50%/9.70%/9.90%。

图表47：公司业绩拆分（百万元）

		2022	2023	2024E	2025E	2026E
合计	收入	19,886	22,588	27,803	34,137	41,178
	YOY	29.75%	13.59%	23.08%	22.78%	20.63%
	毛利率	39.53%	38.21%	38.03%	37.87%	37.71%
医药零售	收入	18,022	20,185	24,589	30,048	36,107
	YOY	27.93%	12.00%	21.82%	22.20%	20.16%
	毛利率	40.44%	39.59%	40.00%	40.20%	40.30%
医药批发	收入	1,359	1,892	2,678	3,526	4,480
	YOY	88.81%	39.23%	41.48%	31.67%	27.06%
	毛利率	9.47%	9.36%	9.50%	9.70%	9.90%
其他业务	收入	505	511	536	563	591
	YOY	-2.77%	1.20%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	87.89%	90.46%	90.00%	90.00%	90.00%

来源：公司年报，wind，国联证券研究所预测

综上所述，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 278.03/341.37/411.78 亿元，对应增速分别为 23.08%/22.78%/20.63%；毛利率分别为 38.03%/37.87%/37.71%；归母净利润分别为 17.75/21.88/26.82 亿元，对应增速分别为 25.68%/23.28%/22.59%。

## 4.2 估值与投资建议

我们采用绝对估值法和相对估值法对公司进行估值：

### （1）绝对估值法

我们采用 FCFF 方法进行估值，无风险收益率参考十年期国债收益率约为 2.3%，债务资本比重参考同行业公司资产负债率约为 50%。在 FCFF 估值中，2024-2026 年各项指标由我们预测而得，假设公司 2027-2033 年保持 10% 的增长，2034 年及以后保持 1% 的永续增长。

**图表48：绝对估值法关键假设**

估值假设	数值	注释
无风险利率 Rf	2.30%	参考十年期国债收益率
市场预期回报率 Rm	8.50%	
β 值	1.3869	
Ke	10.90%	
Kd	3.90%	
有效税率 Tx	22%	
WACC	7.40%	$Ke * E / (D + E) + Kd * D / (D + E) * (1 - Tx)$
第二阶段年数 (年)	7	
第二阶段增长率	10%	
永续增长率	1%	
债务资本比重	50%	

来源：iFind，国联证券研究所预测

如上所述，在绝对估值 FCFF 模型测算下，我们认为 2024 年公司合理市值 451.36 亿元，对应每股价值为 37.22 元。

**图表49：FCFF 测算结果（百万元）**

	FCFF 估值	现金流折现值	价值百分比
第一阶段		4,921.60	10.72%
第二阶段		11,983.10	26.11%
第三阶段（终值）		28,994.68	63.17%
<b>企业价值 AEV</b>		<b>45,899.38</b>	
加：非核心资产		2,218.12	4.83%
减：带息债务（账面价值）		2,339.13	5.10%
减：少数股东权益		642.66	1.40%
<b>股权价值</b>		<b>45,135.72</b>	<b>98.34%</b>
除：总股本（股）		1,212,695,756.00	
<b>每股价值（元）</b>		<b>37.22</b>	

来源：iFind，国联证券研究所预测

**图表50：FCFF 模型股价敏感性测试（元）**

敏感性测试结果	永续增长率				
	0.83%	0.91%	1.00%	1.10%	1.21%
<b>WACC</b>					
<b>6.71%</b>	41.38	41.79	42.26	42.80	43.41
<b>7.05%</b>	38.88	39.25	39.66	40.12	40.65
<b>7.40%</b>	36.55	36.86	37.22	37.62	38.08
<b>7.77%</b>	34.36	34.63	34.94	35.29	35.69
<b>8.16%</b>	32.30	32.54	32.81	33.11	33.45

来源：iFind，国联证券研究所预测

## （2）相对估值法

我们选取同行业零售药店企业大参林、老百姓、漱玉平民为可比公司，进行估值参考。截至 2024 年 6 月 17 日，可比公司 2024 年平均 PE 为 16 倍，我们认为益丰

药房出色的精细化管理能力造就了公司较高的产出效率、出色的盈利能力和较强的抗风险能力，能够享受一定估值溢价，给予公司 2024 年 25 倍 PE，对应目标价为 36.58 元。

**图表51：可比公司估值**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (X)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603233.SH	大参林	16.75	1.25	1.52	1.86	13	11	9
603883.SH	老百姓	29.96	1.90	2.31	2.78	16	13	11
301017.SZ	漱玉平民	10.72	0.54	0.70	0.91	20	15	12
	平均					16	13	11
603939.SH	益丰药房	29.20	1.46	1.80	2.21	20	16	13

来源：iFind，国联证券研究所

注：益丰药房数据由国联证券研究所预测，其他公司数据来自 iFind 一致预测，收盘价截至 2024 年 6 月 17 日

综上所述，结合绝对估值法和相对估值法测算的结果，我们给予公司 2024 年 25 倍 PE，对应市值为 443.66 亿元，对应目标价为 36.58 元，维持“买入”评级。

## 5. 风险提示

**处方外流不及预期：**若处方从院内流向院外的速度不及预期，会影响公司未来的成长空间、增长速度以及市场预期。

**政策变动风险：**零售药店行业处于产业链下游，受到较多政策影响，若上下游出现一些对产业链影响较大的政策，可能冲击公司经营。

**市场竞争加剧：**零售药店行业目前仍较为分散，如果持续有新的资本进入，则会加剧行业竞争，影响公司市场份额。

**盈利能力下滑：**受医保控费和药品集采政策的影响，药品销售价格可能持续下降，导致零售药店整体毛利率下滑，从而影响公司盈利能力。

**门店扩张不及预期：**连锁药店需要通过自建、并购或加盟的方式进行扩张，若门店扩张不及预期，则可能会对公司经营产生一定影响。



## 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。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上	

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

## 版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

## 联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼

电话：0510-85187583