



医药流通行业行业研究

买入（维持评级）
行业深度研究

证券研究报告

医药组

分析师：袁维（执业 S1130518080002）

yuan_wei@gjzq.com.cn

财务表现看药店：粗放增长时代结束，提质增效方能剑指未来

核心观点

为什么写这篇报告？因为我们在对行业的观测中清晰的看到，随着医药板块整体估值的回落、宏观流动性环境的改变、以及资本市场相关规定的改变，连锁药房板块“无限弹药”、粗放增长的发展模式已经面临越来越大的局限性。后续企业必须更谨慎地使用资本、更清晰地提高盈利能力；如果要在连锁药房企业中获得更好的回报，必须选择追求高质量增长的企业。本报告特从有限的几个财务角度对已经上市的部分连锁药房企业进行对比，试图探秘行业内企业在粗看高度同质化的商业模式下所具有的深刻差异，力图为投资者提供启发。

以杜邦分析进行拆解，头部连锁药店盈利能力分化。整体上看，纳入我们比较的部分上市连锁药店总资产周转率逐步接近；2021年新租赁准则执行后，权益乘数总体亦呈上升趋势；但不同企业销售净利率出现分化。继续仔细观察，在费用端各药店个别年份虽略有波动但整体控制稳定，盈利能力差异更多来自于毛利率的区别。在业务模式上，加盟扩张模式虽带来低毛利批发业务收入占比的提升，但同时降低了费用率，总体对盈利能力影响不大，零售业务毛利率的波动影响更为重要。拆分到零售业务品类，2023年中西成药在各药店收入中占比均超过7成，但相应毛利率亦有所分化。在处方外流的大趋势下，品类管理能力卓越的头部企业有望保持更平稳的毛利率，进而展现更强的盈利能力。

从效率角度分析，门店扩张主旋律下改善营运能力方能助推 ROE 提升。2021年新租赁准则推行后，各药店总资产明显增加，降低了总资产周转率，近年来各药店收入增速受外部环境变化有所波动，存货周转效率也因为持续去库存而有所下降。随着外部环境变化影响逐步出清、库存消化完毕，头部药店营运能力有望改善，资产周转有望加快，在薪效、租效等方面展现良好势头、经营质量高的公司有望更快改善营运能力、提升盈利水平。

从行业总体看药店未来发展，经营质量突出的龙头有望继续扩大优势。根据《中国药店》数据，样本企业同店销售增长从2022年的10.46%降至2023年的8.58%，是2014年以来10年中的第二低点。随着国内药店数量持续提升，市场竞争激烈程度加大，同店增速放缓，经营质量高的头部企业有望进一步扩大领先优势。处方外流背景下，2023年样本企业处方药类产品收入占比提升至46.84%，但其利润贡献只有34.3%。随着药店门诊统筹的进一步落地，处方外流速度有望加快，处方药类产品收入占比将进一步提升，药店总体毛利率或呈下行趋势，精细化品规管理能力的重要性凸显。从中国100强药店经营品种情况来看，2023年自有品牌或高毛利商品占比较2019年已提升0.6个pct。

投资逻辑

集中度提升+处方外流是我们持续看好头部连锁药店的两大主线逻辑，但目前头部连锁药店在门店高速扩张、处方药收入占比提升之后，不同企业盈利能力出现分化。在处方外流大趋势下，连锁药房企业只有保持良好品类管理能力以缓冲毛利率下行趋势，同时在门店扩张中保持经营质量以改善营运能力，提升收入增速，方能展现更好的盈利能力，在市场集中度提升中占据主动。

重点公司

建议重点关注益丰药房（精细化管理能力突出）、老百姓（毛利率明显改善）。同时关注一心堂、大参林、健之佳、漱玉平民等企业的经营和效率提升。

风险提示

监管政策风险；竞争加剧风险；处方外流进度不及预期风险；消费者购药习惯改变风险等。



内容目录

从 ROE 看上市连锁药企，不同药店盈利能力分化.....	4
杜邦分析初拆解：资产周转率相近，销售净利率走势不同.....	4
利润率比较：毛利率分化，品类管理能力突出的企业占优势.....	6
处方外流带来业务结构变化，毛利率有所下行.....	6
加盟模式兴起和批发业务占比提升，降低毛利率.....	6
收入中占比最高的中西成药毛利率差异较大，品类管理是重要影响因素.....	7
营运能力：头部企业展现强议价能力，运营效率有望回升.....	8
负债端：新租赁准则推动资产负债率提升.....	11
从行业总体看药店未来发展，经营质量突出的龙头有望继续扩大优势.....	14
同店销售增长降速，高盈利质量重要性凸显.....	14
医保收入占比持续提升，更强调品规管理能力.....	14
投资建议.....	16
重点公司.....	16
风险提示.....	16

图表目录

图表 1：部分上市连锁药店 ROE.....	4
图表 2：部分上市连锁药店销售净利率.....	4
图表 3：部分上市连锁药店总资产周转率.....	4
图表 4：从权益乘数看，上市连锁药店财务杠杆稳中有升.....	5
图表 5：部分上市连锁药店 EBIT/营业收入.....	5
图表 6：部分上市连锁药店所得税率.....	5
图表 7：部分上市连锁药店利息负担（利息费用/利润总额）.....	6
图表 8：部分上市连锁药店毛利率情况.....	6
图表 9：部分上市连锁药店零售业务毛利率.....	7
图表 10：部分上市连锁药店批发业务毛利率.....	7
图表 11：部分上市连锁药店批发业务在收入中的占比持续提升.....	7
图表 12：部分上市连锁药店中西成药收入占比.....	8
图表 13：部分上市连锁药店中西成药毛利率对比.....	8
图表 14：部分上市连锁药店销售费用率+管理费用率总体下降.....	8
图表 15：部分上市连锁药店门店中，加盟店数量占比持续提升.....	8
图表 16：2021 年推行新租赁准则后，各药店总资产（亿元）增加明显.....	9
图表 17：各药店应收账款及票据周转天数.....	9



图表 18: 各药店应付账款及票据周转天数.....	9
图表 19: 各药店应付账款及票据周转天数与应收账款及票据周转天数的差值.....	10
图表 20: 各药店存货周转天数.....	10
图表 21: 各连锁药店直营门店日均坪效 (元/平方米).....	11
图表 22: 纳入我们比较的部分上市连锁药店薪效情况.....	11
图表 23: 纳入我们比较的部分上市连锁药店租效总体呈上升趋势.....	11
图表 24: 部分上市连锁药店资产负债率情况.....	12
图表 25: 部分上市连锁药店 2021 年执行新租赁准则后租赁负债及使用权资产变化情况.....	12
图表 26: 几家上市连锁药店近年来资金募集情况.....	13
图表 27: 部分连锁药店现金及现金等价物 (亿元).....	13
图表 28: 部分连锁药店保持较低的有息负债率.....	13
图表 29: 中国药店同店销售增长有所放缓.....	14
图表 30: 中国药店新店盈利周期 (月) 有所缩短.....	14
图表 31: 中国药店单店平均投资额 (万元) 波动不大.....	14
图表 32: 中国药店医保刷卡销售占比.....	15
图表 33: 中国药店处方药类产品收入占比提升.....	15
图表 34: 中国药店处方药类产品利润占比.....	15
图表 35: 中国 100 强药店经营品种情况.....	15

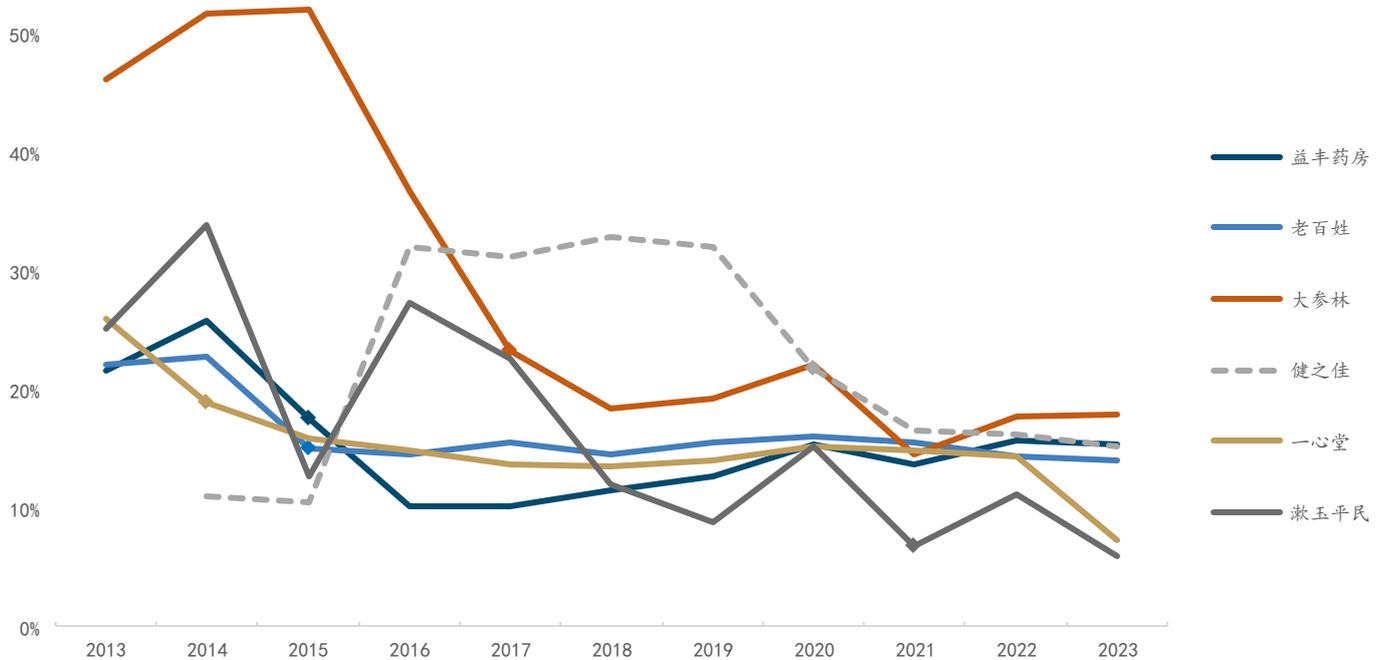


从 ROE 看上市连锁药企，不同药店盈利能力分化

杜邦分析初拆解：资产周转率相近，销售净利率走势不同

观察部分连锁药店上市企业 ROE 情况，由于 IPO 时资产规模扩大，资产周转率下降，且归属于母公司的股东权益增加，权益乘数下降，因此上市后一年 ROE 较上市前有所下降。

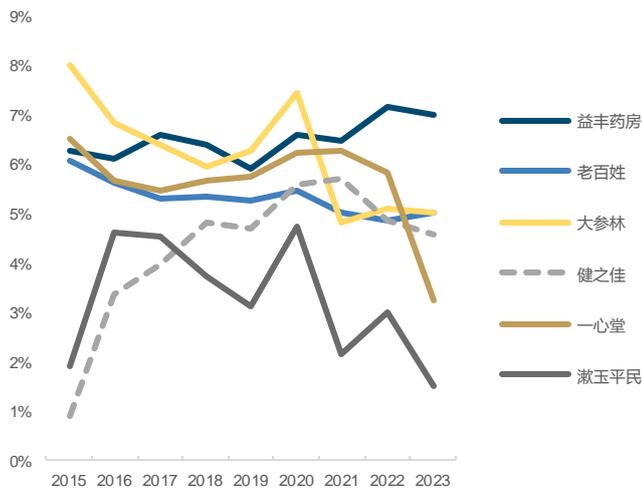
图表1：部分上市连锁药店 ROE



来源：iFinD，国金证券研究所，注：折线标记项为各药店上市年份

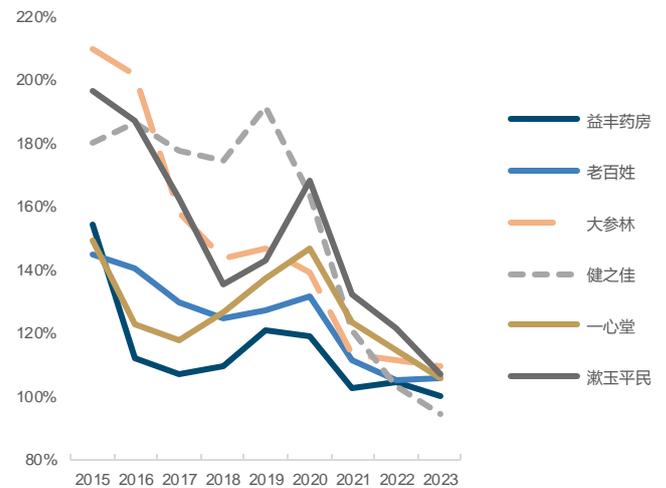
杜邦分析体系中，将 ROE 拆解为销售净利率、资产周转率、权益乘数三大因素，以此对各家公司 ROE 进一步拆解分析，各公司资产周转水平逐步接近，权益乘数总体亦呈现上涨趋势，表现分化最明显的是销售净利率。

图表2：部分上市连锁药店销售净利率



来源：iFinD，国金证券研究所

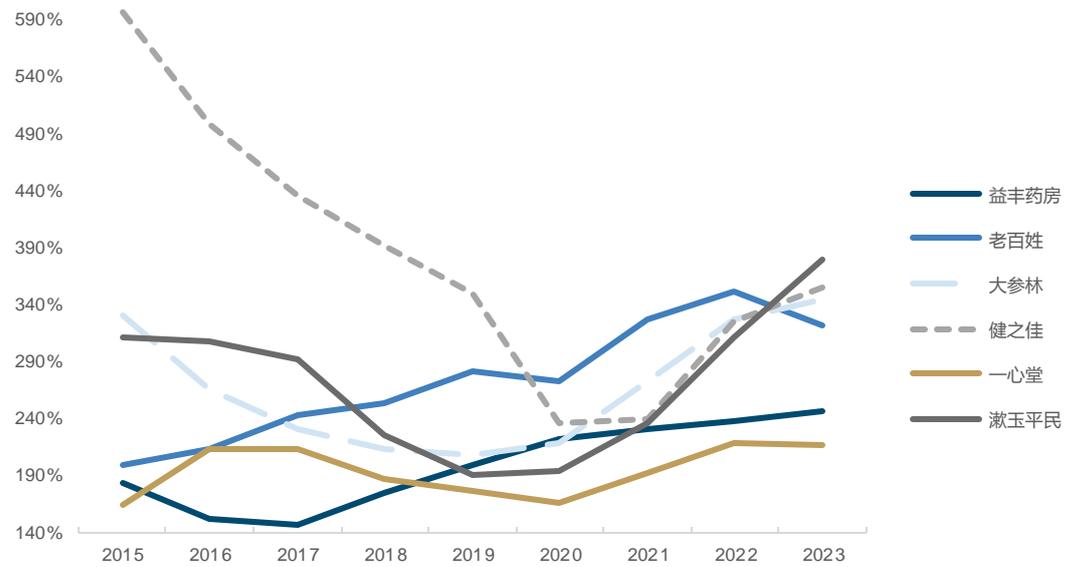
图表3：部分上市连锁药店总资产周转率



来源：iFinD，国金证券研究所



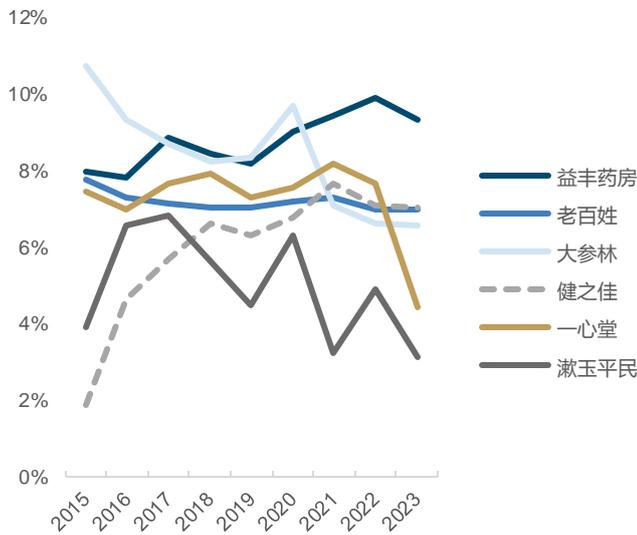
图表4: 从权益乘数看, 上市连锁药店财务杠杆稳中有升



来源: iFinD, 国金证券研究所

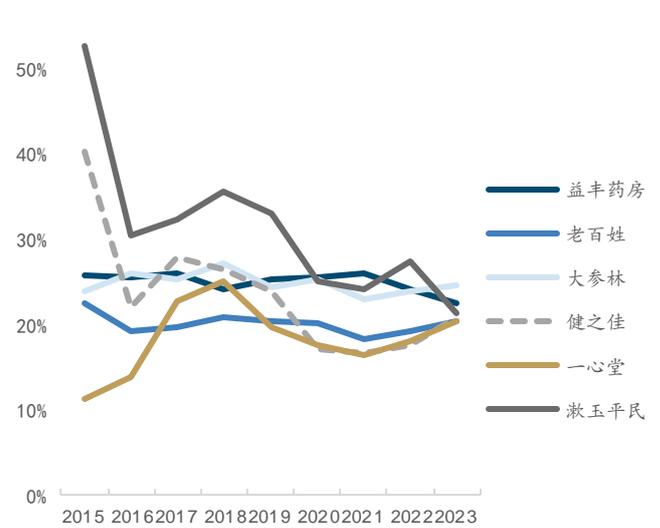
销售净利率可进一步拆解为经营利润率、税负因素、利息负担三个因子。各连锁药店税收影响趋近, 经营利润率和利息负担有所分化, 其中益丰药房经营利润率先且保持稳中有升的趋势, 而部分企业有所下降。

图表5: 部分上市连锁药店 EBIT/营业收入



来源: iFinD, 国金证券研究所

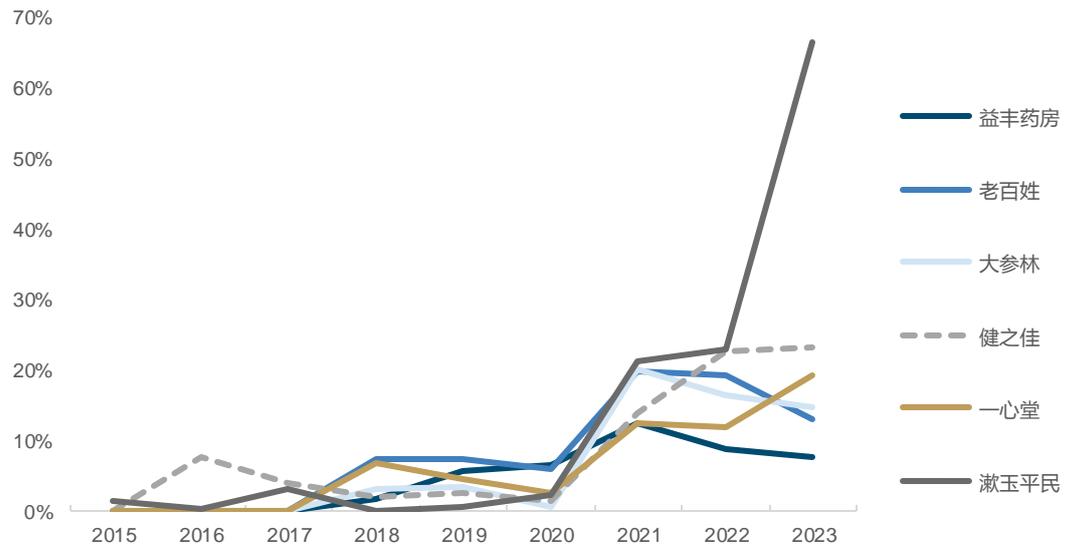
图表6: 部分上市连锁药店所得税率



来源: iFinD, 国金证券研究所



图表7: 部分上市连锁药店利息负担 (利息费用/利润总额)

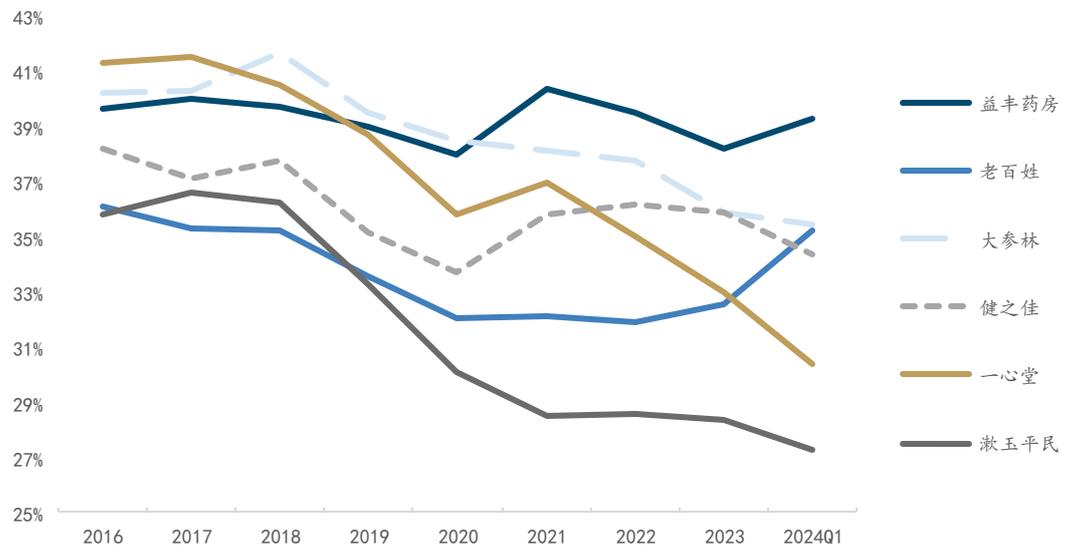


来源: iFinD, 国金证券研究所

利润率比较: 毛利率分化, 品类管理能力突出的企业占优势

净利率的差异部分可由毛利率差异解释, 对比部分上市药店, 头部企业保持了平稳且领先的毛利率。2019年以后, 部分药店毛利率呈下行趋势, 可能与集采推进、处方外流、门店规模扩张新开店并购店较多等因素有关。

图表8: 部分上市连锁药店毛利率情况



来源: iFinD, 国金证券研究所

处方外流带来业务结构变化, 毛利率有所下行

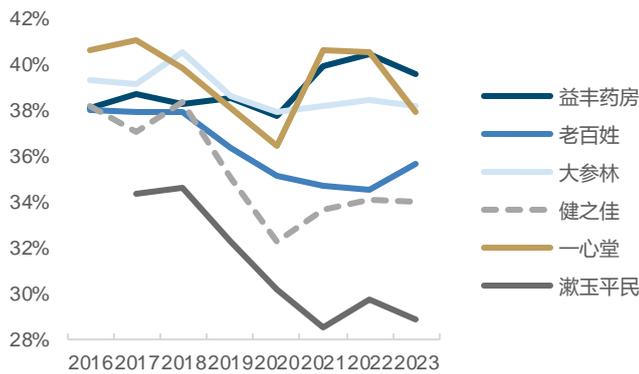
2019年, 随着“处方外流”“医药分开”等政策的实施, 低毛利率DTP相关业务收入占比高的公司, 零售业务毛利率下降较为明显。如漱玉平民, 2018-2020年, 其心脑血管疾病、抗肿瘤及其他DTP相关慢病处方药零售收入占中西成药收入比例分别为25.76%、28.27%、38.11%, 同期其零售业务毛利率分别为34.7%、32.3%、30.1%。老百姓2023年零售业务毛利率为35.7%, 剔除DTP业务后, 零售业务毛利率为37.18%。

加盟模式兴起和批发业务占比提升, 降低毛利率

随着近些年来门店加盟成为重要扩张手段之一, 头部连锁药店批发业务在收入中占比呈明显提升趋势。与零售业务相比, 批发业务毛利率较低, 批发业务在收入中占比一直较高的老百姓, 其总体毛利率在头部连锁中处于中下游水平。2022-2023年的一心堂、2023年的大参林批发业务在收入中占比都有明显提升, 拉低当年总体毛利率。

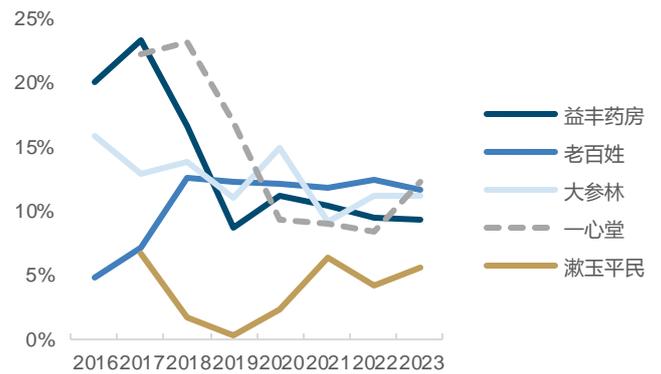


图表9：部分上市连锁药店零售业务毛利率



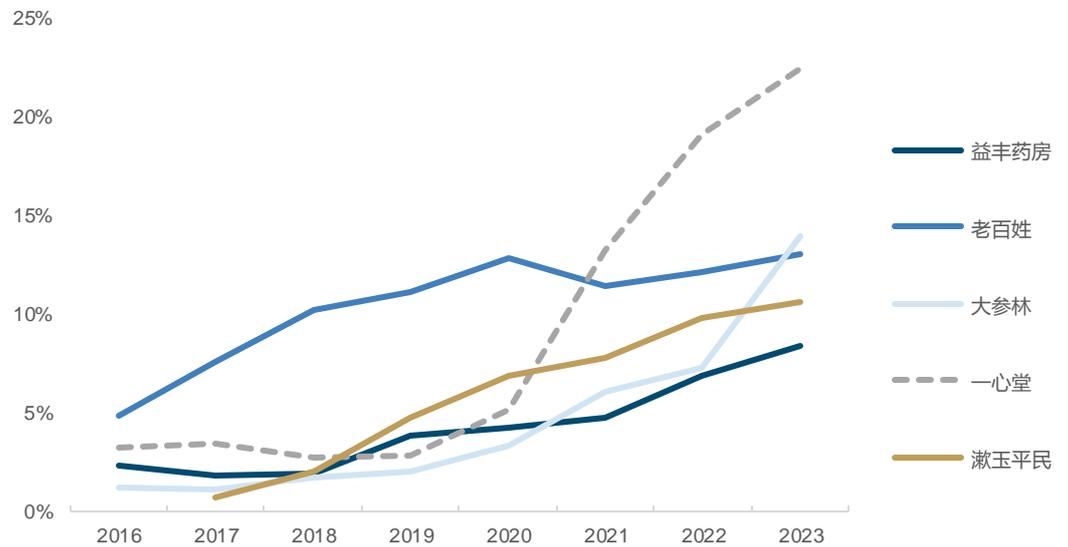
来源：iFinD，国金证券研究所

图表10：部分上市连锁药店批发业务毛利率



来源：iFinD，各公司公告，国金证券研究所

图表11：部分上市连锁药店批发业务在收入中的占比持续提升



来源：iFinD，国金证券研究所

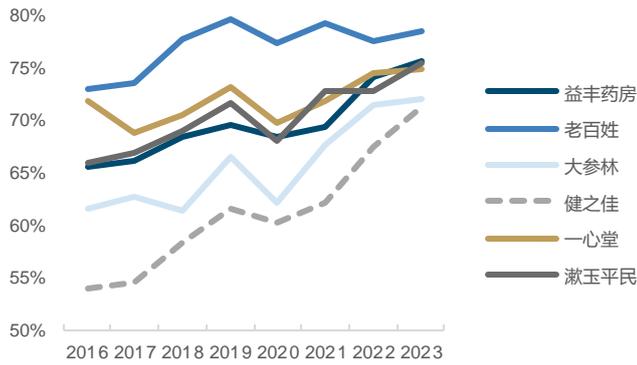
收入中占比最高的中西成药毛利率差异较大，品类管理是重要影响因素

益丰药房保持稳健且领先的中西成药毛利率，可能与其持续推进商品精品战略有关。公司遴选优质厂家作为核心供应商，截止 2023 年年底，其与近 600 家生产厂商建立了精品战略合作关系，遴选了 1800 多个品种纳入公司商品精品库，建立了品类成份覆盖更加完善的精品商品体系。

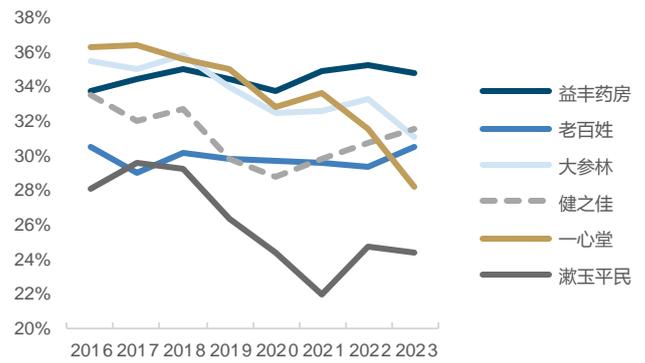
老百姓中西成药毛利率此前保持平稳，2024 年 Q1 公司实施“火炬”项目后，改造商采系统和关键业务流程，营采商销全流程发力提升毛利率，其中重要举措之一，即重构商品选品逻辑，从选品源头侧创造毛利率提升机会。2024 年 Q1，老百姓中西成药毛利率为 33.16%，同比提升 3.14pct。



图表12：部分上市连锁药店中西成药收入占比



图表13：部分上市连锁药店中西成药毛利率对比

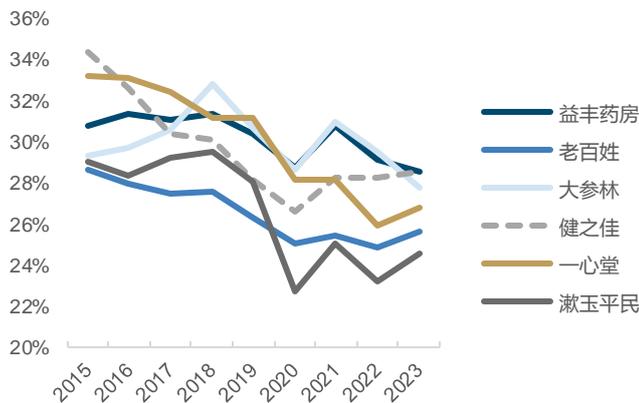


来源：iFinD，国金证券研究所

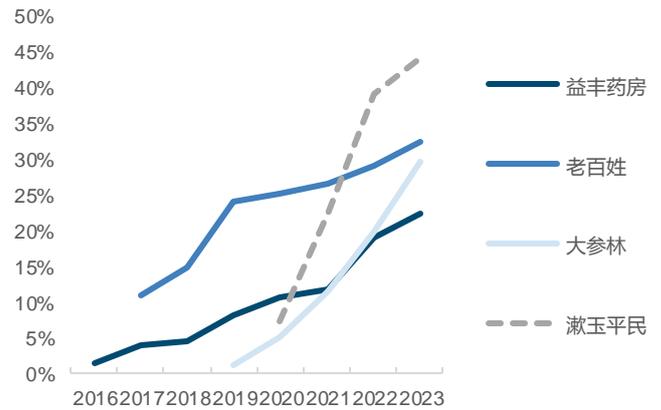
来源：iFinD，国金证券研究所

从费用端来看，部分上市连锁药店近几年持续扩张，个别年份波动可能与新店开设数量、仓储物流建设等有关。加盟业务作为近些年部分头部药店的重要扩张方式之一，虽然其毛利率较低，但费用投入也相对较低，加盟店数量在门店总数中占比一直较高的老百姓，其销售费用率+管理费用率同样较低，大参林加盟门店数量扩张速度快，23年其加盟门店在门店总数中占比提升至30%，批发业务收入占比提升至14%，相应地，销售费用率+管理费用率同比下降1.7pct。漱玉平民加盟门店数量占比高，但23年新建物流中心投入大幅增长，导致费用比例变化不明显。

图表14：部分上市连锁药店销售费用率+管理费用率总体下降



图表15：部分上市连锁药店门店中，加盟店数量占比持续提升



来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，公司年报，国金证券研究所

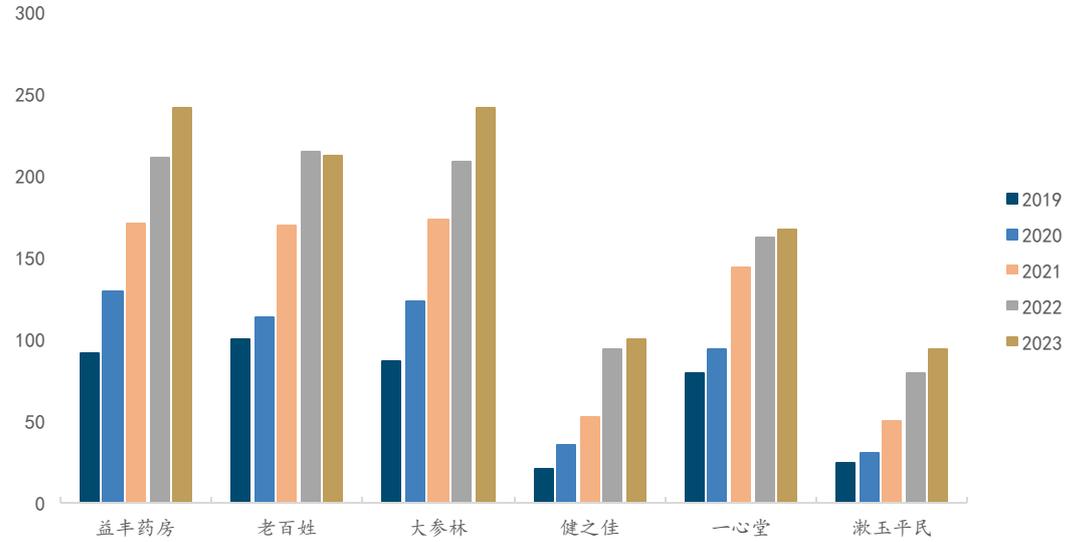
营运能力：头部企业展现强议价能力，运营效率有望回升

2021年新租赁准则推行后，各药店总资产持续增加，当年总资产周转率普遍下降。近年



来，大部分上市连锁药店处于持续扩张状态，新店仍需培育，总资产周转率有所下降。

图表16: 2021年推行新租赁准则后，各药店总资产(亿元)增加明显

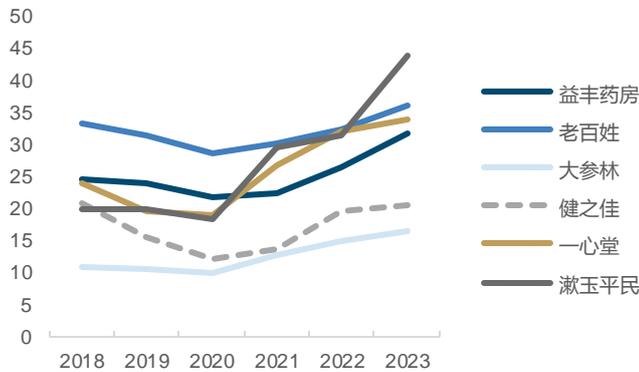


来源: iFinD, 国金证券研究所

药店企业应收账款及票据周转天数近年来普遍上升,我们推测这与医保收入占比提升有关,随着门诊统筹接入,这一趋势可能会持续。

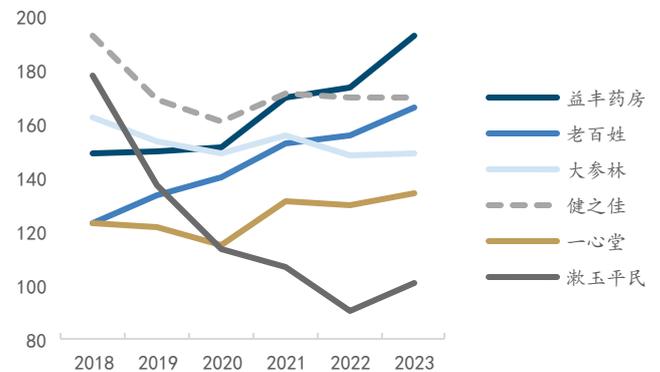
值得注意的是各连锁药店应付账款及票据周转天数均高于应收账款及票据周转天数,二者差值上,益丰药房和老百姓近年来均呈现持续上升趋势,2023年益丰药房该差值为161天,在纳入我们比较的部分上市药店中位居第一,老百姓该差值也升至130天。从上述指标来看,上市连锁药房企业在产业链中处于优势地位,强议价能力彰显。

图表17: 各药店应收账款及票据周转天数



来源: iFinD, 国金证券研究所

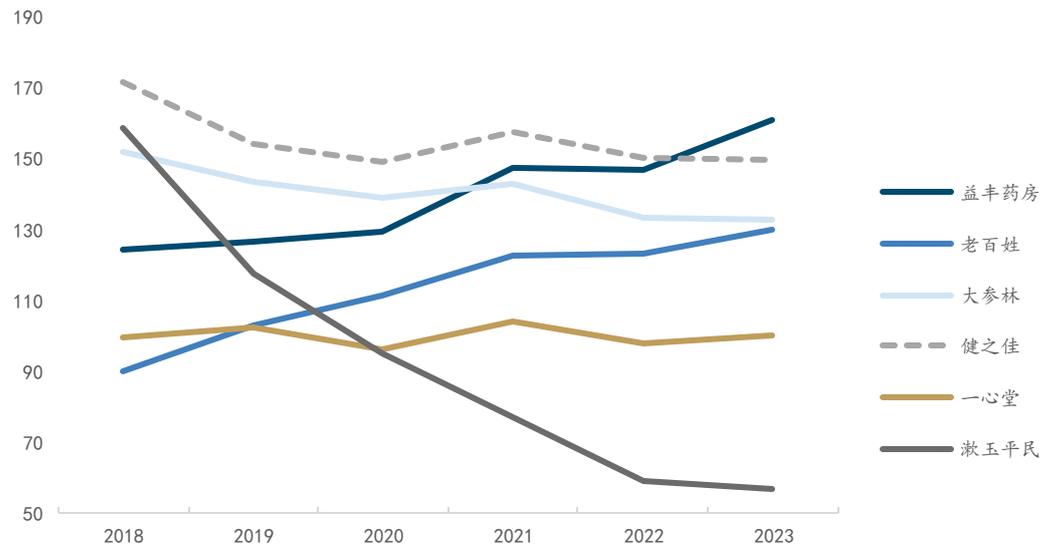
图表18: 各药店应付账款及票据周转天数



来源: iFinD, 国金证券研究所



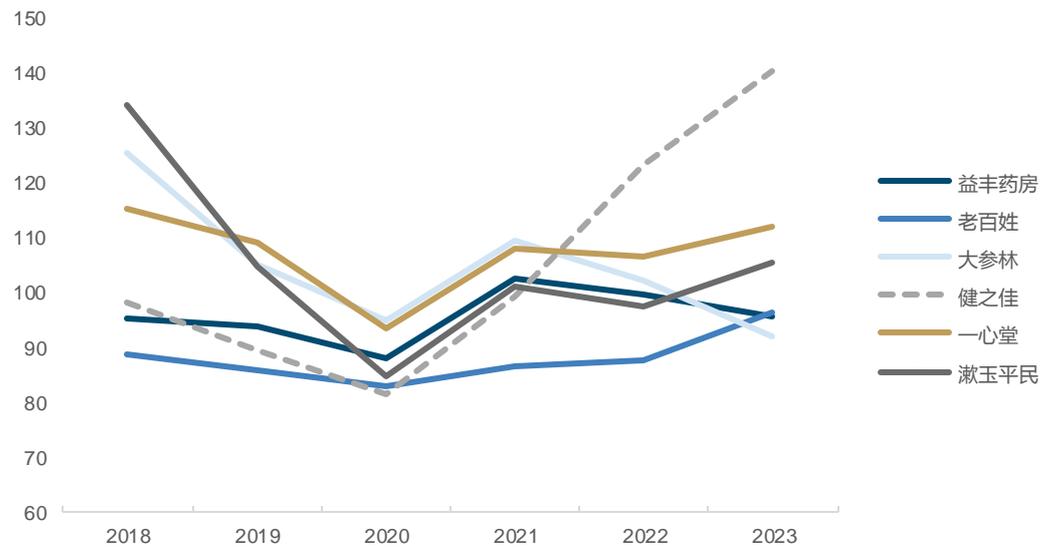
图表19: 各药店应付账款及票据周转天数与应收账款及票据周转天数的差值



来源: iFinD, 国金证券研究所

从存货周转天数看, 2018-2020 年处于持续下降状态, 存货周转加快。2020 年以来, 受外部环境因素影响, 存货周转放缓。随着库存消化, 存货周转有望重回加快趋势。

图表20: 各药店存货周转天数



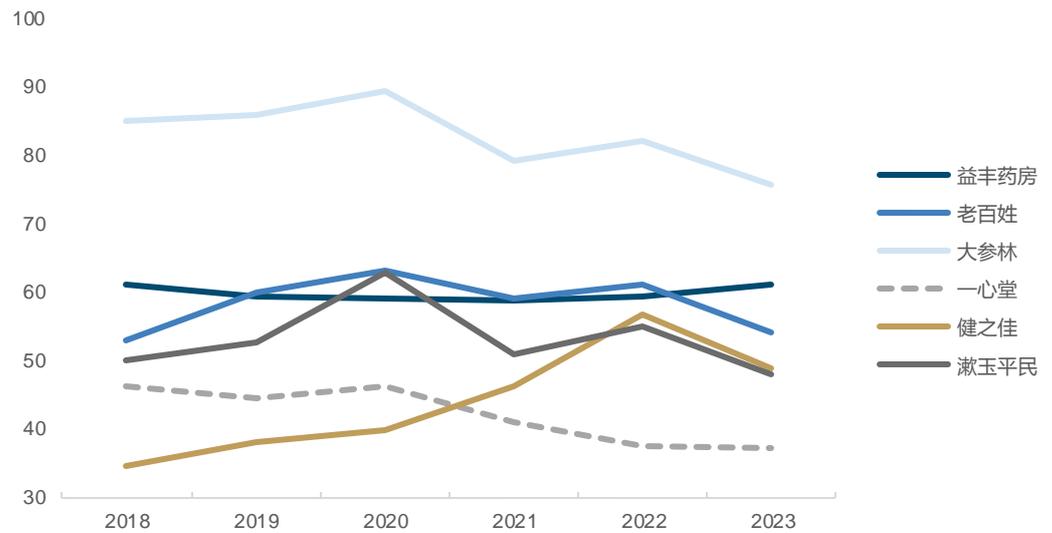
来源: iFinD, 国金证券研究所

从经营效率上看各家药店:

- 坪效方面, 因各连锁药店重点布局区域的经济及消费水平有差异, 日均坪效高低有区别。如大参林重点布局的广东经济较为发达, 且参茸贵细等高客单价产品销售占比相对较高, 因此日均坪效较高。从纳入我们比较的部分上市连锁药店的直营门店(自建+并购)数量变化情况来看, 2017-2023 年, 除一心堂外, 其余纳入我们比较的部分上市 CAGR 均在 20%以上, 益丰药房 CAGR 为 31.6%, 增速最快。新开门店数量多、向基层市场下沉、外部环境变化造成的需求波动等因素也会降低总体坪效, 即使在上述因素扰动下, 益丰药房表现出最为稳定的坪效, 精细化管理能力突出。
- 2021 年外部环境变化导致需求波动, 纳入我们比较的部分上市连锁药店薪效略有下降, 2022-2023 年, 益丰药房、大参林、一心堂持续实现增长。租效方面, 2021 年后多呈现上升趋势。此外, 加盟店数量占比较高的老百姓、大参林、漱玉平民表现出更高的租效, 未来随着加盟门店数量增长+向基层市场渗透, 租效有望进一步提升。

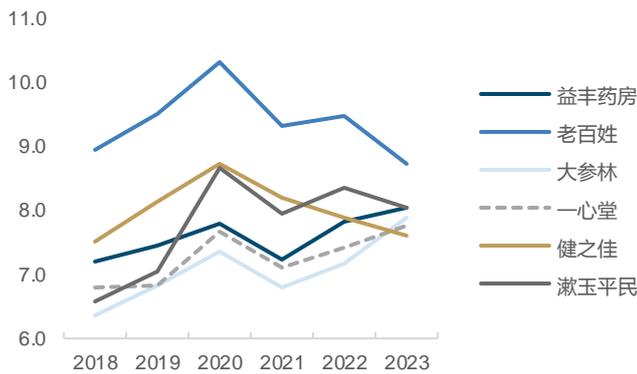


图表21: 各连锁药店直营门店日均坪效 (元/平方米)

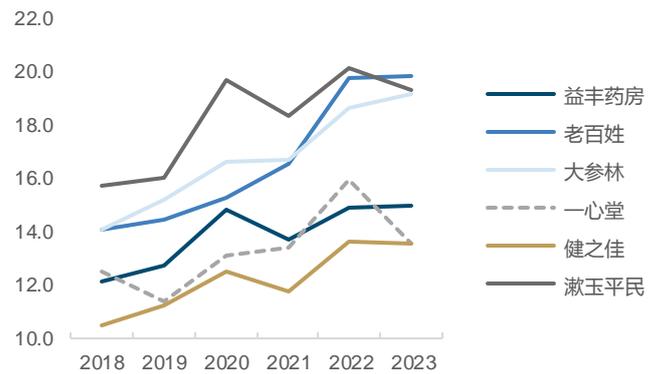


来源: 各公司公告, 国金证券研究所, 注: 大参林数据为月均坪效/30

图表22: 纳入我们比较的部分上市连锁药店薪效情况



图表23: 纳入我们比较的部分上市连锁药店租效总体呈上升趋势



来源: 各公司公告, 国金证券研究所, 注: 薪效=营业收入/销售费用中的员工薪酬

来源: 各公司公告, 国金证券研究所, 注: 租效=营业收入/销售费用中的租金

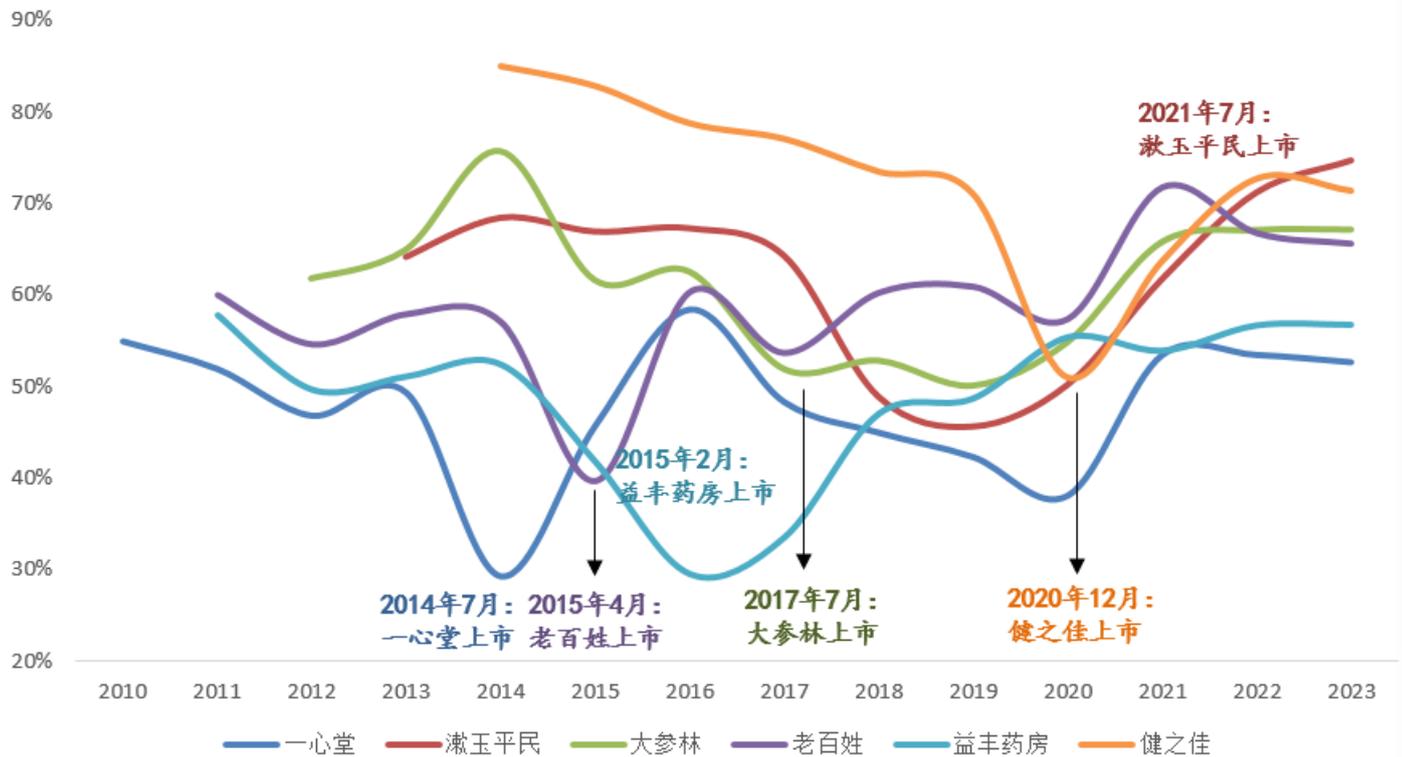
酬

负债端: 新租赁准则推动资产负债率提升

2018年12月7日, 财政部修订发布了《企业会计准则第21号—租赁》(财会〔2018〕35号)(以下简称“新租赁准则”)。根据各公司公告, 益丰药房、大参林、老百姓、一心堂、健之佳、漱玉平民等六家连锁药店均于2021年1月1日起执行新租赁准则。新租赁准则的主要影响体现为承租人的使用权资产和租赁负债入表, 从而使资产负债规模扩大, 对资产负债率等指标造成压力。2021年上述连锁药店负债端及资产端分别因新增租赁负债及使用权资产科目出现一定增长, 一定程度推高了企业资产负债率。



图表24: 部分上市连锁药店资产负债率情况



来源: iFind, 国金证券研究所

图表25: 部分上市连锁药店 2021 年执行新租赁准则后租赁负债及使用权资产变化情况

公司	2020年负债 (亿元)	2021年负债 (亿元)	2021年负债变动 (亿元)	2021年租赁负债 (亿元)	2020年资产 (亿元)	2021年资产 (亿元)	2021年资产变动 (亿元)	2021年使用权资产 (亿元)
益丰药房	71.7	91.9	20.2	20.2	129.5	170.5	41.0	32.3
大参林	67.6	114.0	46.4	29.5	123.3	173.4	50.0	37.3
老百姓	64.8	121.8	57.0	26.3	112.8	169.6	56.7	35.0
一心堂	35.5	76.6	41.2	17.3	93.3	143.4	50.1	31.9
健之佳	17.7	33.2	15.5	8.4	34.7	52.1	17.5	14.3
漱玉平民	15.5	30.9	15.4	2.7	30.8	50.0	19.3	6.3

来源: wind, 国金证券研究所

从纳入我们比较的部分上市药店近年来融资情况来看,主要包括定增和发行可转债两种方式,资金用途主要包括门店建设或更新改造、仓储物流建设等。头部药店上市后展现出强劲的融资能力,现金流日益改善,且部分头部药店仍保持较低的有息负债率。

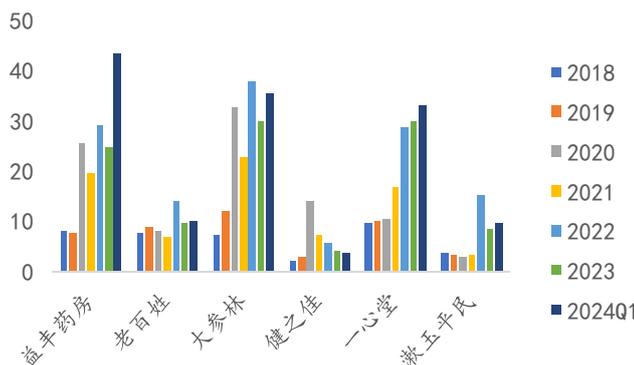


图表26：几家上市连锁药店近年来资金募集情况

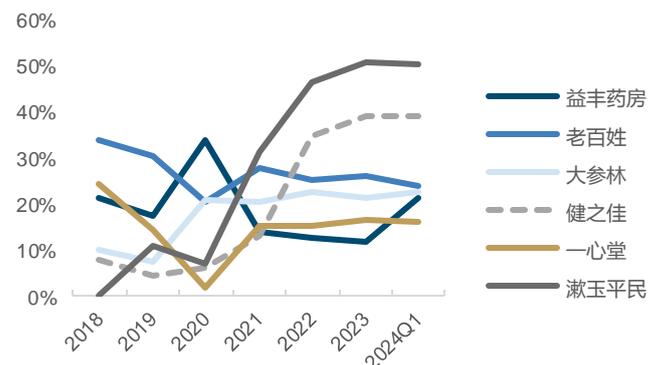
公司	时间	募资类型	金额	募集资金用途
益丰药房	2020.06	可转债	约15.8亿元	(1) 江苏益丰医药产品分拣加工一期项目 (2) 上海益丰医药产品智能分拣中心项目 (3) 江西益丰医药产业园建设一期项目 (4) 新建连锁药店项目 (5) 老店升级改造项目 (6) 数字化智能管理平台建设项目 (7) 补充流动资金
	2024.03	可转债	约18.0亿元	(1) 江苏二期、湖北医药分拣加工中心及河北医药库房建设项目 (2) 益丰数字化平台升级项目 (3) 新建连锁药店项目
老百姓	2016.08	公司债券	8亿元	(1) 补充公司流动资金
	2019.04	可转债	3.27亿元	(1) 老百姓医药健康产业园建设项目 (2) 老百姓大健康智慧服务平台建设项目
	2022.02	定增	约17.4亿元	(1) 新建连锁药店项目 (2) 华东医药产品分拣加工项目 (3) 企业数字化平台及新零售建设项目 (4) 补充流动资金
大参林	2019.04	可转债	10亿元	(1) 运营中心建设项目 (2) 玉林现代饮片基地项目 (3) 直营连锁门店建设项目
	2020.10	可转债	14.05亿元	(1) 医药零售门店建设项目 (2) 老店升级改造项目 (3) 新零售及企业数字化升级项目 (4) 南宁大参林中心项目 (5) 汕头大参林医药产业基地项目（粤东运营中心） (6) 南昌大参林产业基地项目（一期） (7) 茂名大参林生产基地立库项目 (8) 补充流动资金
健之佳	2020.12	IPO	9.66亿元	(1) 新开门店建设项目 (2) 医药连锁信息服务 (3) 全渠道多业态营销平台建设项目
	2022.04	定增	约4.2亿元	(1) 健之佳广西现代物流中心工程项目 (2) 补充流动资金
一心堂	2017.12	定增	约9.0亿元	(1) 中药饮片产能扩建项目 (2) 门店建设及改造项目 (3) 信息化建设项目 (4) 补充流动资金
	2019.05	可转债	5.96亿元	(1) 中药饮片产能扩建项目 (2) 信息化建设项目
	2023	可转债（拟）	不超过15亿元	(1) 新建连锁药店项目 (2) 一心堂（四川）大健康智慧医药基地一期物流中心项目 (3) 补充流动资金
漱玉平民	2021.07	IPO	3.59亿元	(1) 营销网络建设项目 (2) 医药连锁信息服务平台建设项目
	2023.01	可转债	8亿元	(1) 漱玉平民现代物流项目（二期） (2) 漱玉（枣庄）现代化医药物流项目 (3) 数字化建设项目 (4) 补充流动资金

来源：各公司公告，国金证券研究所

图表27：部分连锁药店现金及现金等价物（亿元）



图表28：部分连锁药店保持较低的有息负债率





来源：iFinD，国金证券研究所

来源：iFinD，国金证券研究所

从行业总体看药店未来发展，经营质量突出的龙头有望继续扩大优势

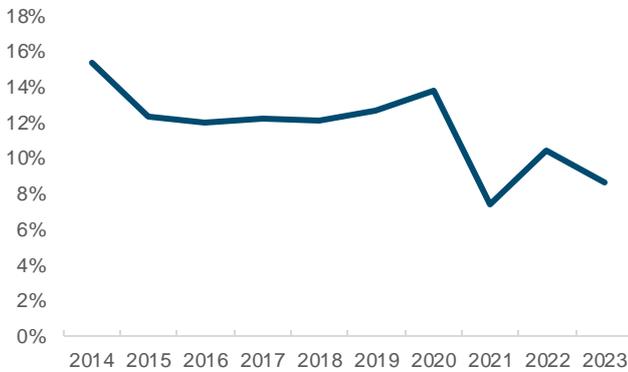
同店销售增长降速，高盈利质量重要性凸显

行业方面，根据《中国药店》数据，样本企业同店销售增长从2022年的10.46%降至2023年的8.58%，是2014年以来10年中的第二低点，仅比2021年的7.38%高1.2个pct。

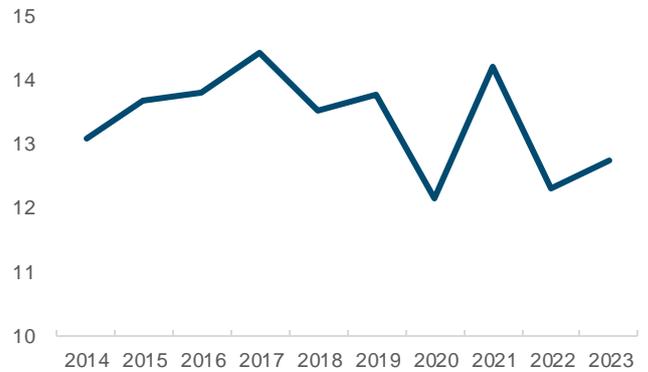
另一方面，2023年样本企业新店盈利周期为12.75月，虽较2022年略有回升，但仍低于2014-2019年间的水平。2023年样本企业单店平均投资额为42.05万元，近10年间单店平均投资额介于40-45万元之间，略有波动。

总体来看，药店市场格局趋于稳定，总量增长随GDP增速变化而趋于稳定；但与此同时，药房投资和盈利周期总体稳定，显示相比于高投入和高增长时代，当前企业经营更趋于稳健和高效。在这一环境下，市场集中度可能提升，经营质量高的头部企业有望进一步扩大领先优势。头部企业利用自身充沛的现金流实现快速扩张、规模优势日渐彰显的逻辑有望持续得到验证。

图表29：中国药店同店销售增长有所放缓



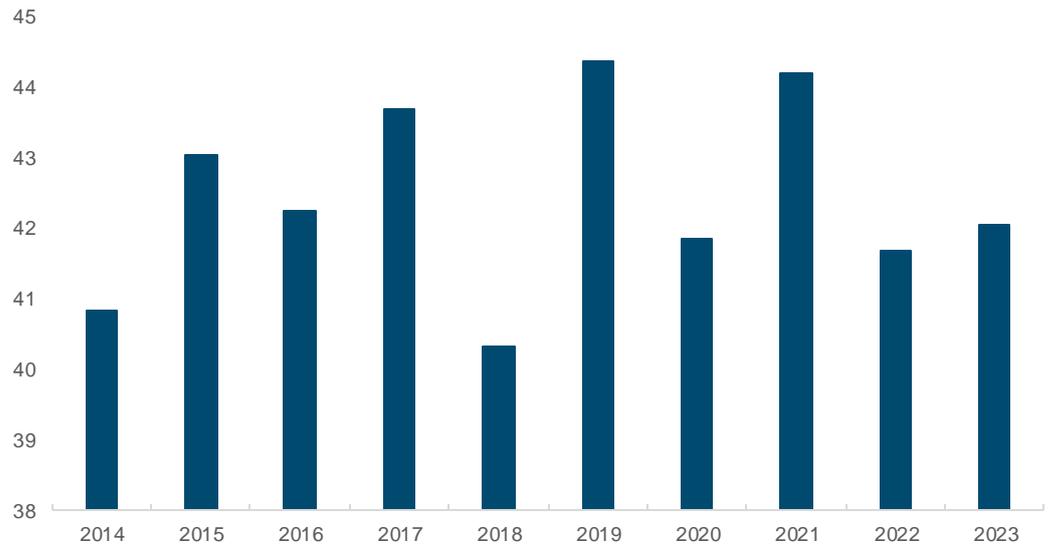
图表30：中国药店新店盈利周期（月）有所缩短



来源：《中国药店》，国金证券研究所，注：同店指经营一年以上门店

来源：《中国药店》，国金证券研究所

图表31：中国药店单店平均投资额（万元）波动不大



来源：《中国药店》，国金证券研究所

医保收入占比持续提升，更强调品规管理能力

根据《中国药店》数据，样本企业近几年医保刷卡销售占比持续提升，2023年为46.43%，同比提升1.13个pct。

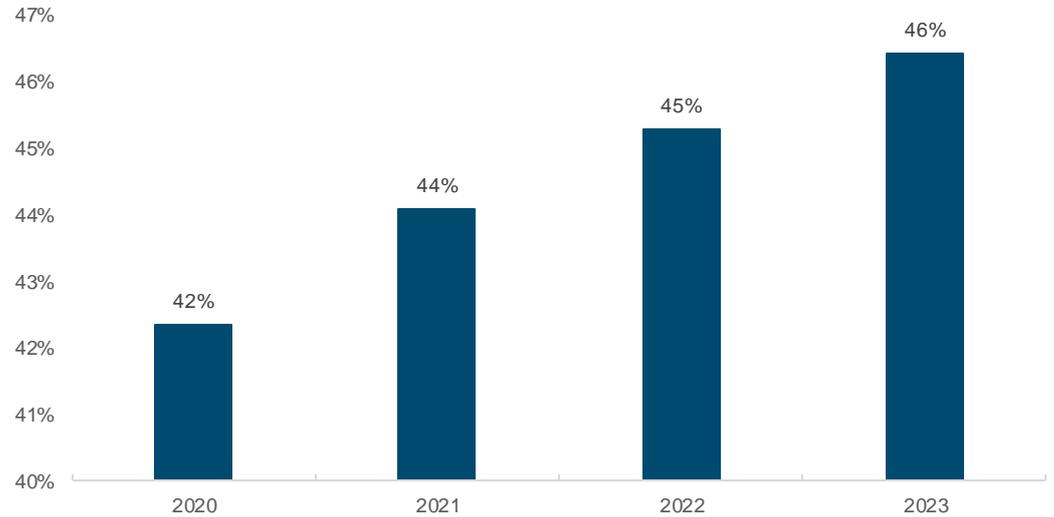
在处方外流和统筹医保接入等政策东风下，2023年样本企业处方药类产品收入占比提升



至 46.84%，但由于处方药品类毛利率较低，其利润贡献只有 34.3%。随着药店门诊统筹的进一步落地，处方外流速度有望加快，处方药类产品收入占比将进一步提升，药店总体毛利率或呈下行趋势，精细化品规管理能力的重要性凸显。

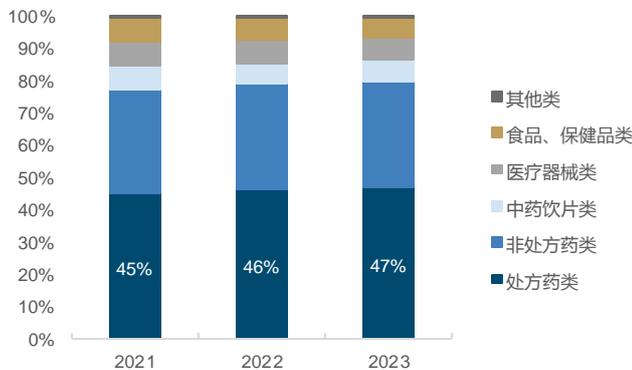
同时，药店打造强势自有品牌和提升高毛利业务占比的能力也变得更为重要。从中国 100 强药店经营品种情况来看，2023 年自有品牌或高毛利商品占比较 2019 年已提升 0.6 个 pct。

图表32：中国药店医保刷卡销售占比

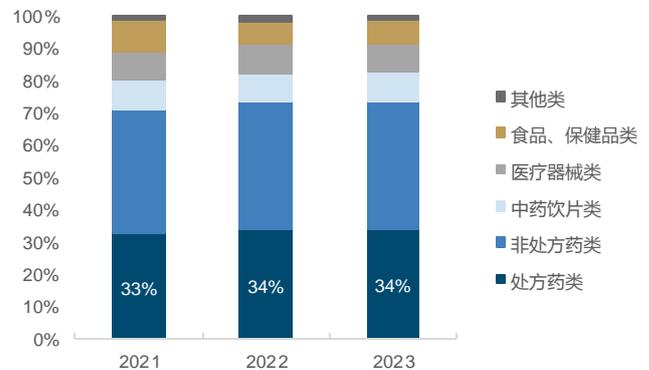


来源：《中国药店》，国金证券研究所

图表33：中国药店处方药类产品收入占比提升



图表34：中国药店处方药类产品利润占比



来源：《中国药店》，国金证券研究所

来源：《中国药店》，国金证券研究所

图表35：中国 100 强药店经营品种情况

指标	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
100强平均经营品规总数（种）	10746	11702	10528	10480	10510
单一品规日均贡献（元）	212	217	218	220	217
集采品种经营数量（种）	40	97	263	283	275
集采品种销售占比	1.6%	2.5%	3.7%	7.2%	6.8%
集采品种利润贡献率	0.7%	0.9%	1.6%	4.1%	3.6%
品单价（元）	29	33	31	32	32
自有品牌或高毛利商品经营数量（种）	1576	1548	1465	1452	1460
自有品牌或高毛利商品占比	15.9%	15.4%	17.9%	16.2%	16.5%



来源：《中国药店》，国金证券研究所

投资建议

集中度提升+处方外流是我们持续看好头部连锁药店的两大主线逻辑，但目前头部连锁药店在门店高速扩张、处方药收入占比提升之后，不同企业盈利能力出现分化。在处方外流大趋势下，连锁药房企业只有保持良好品类管理能力以缓冲毛利率下行趋势，同时在门店扩张中保持经营质量以改善营运能力，提升收入增速，方能展现更好的盈利能力，在市场集中度提升中占据主动。

重点公司

建议重点关注益丰药房（精细化管理能力突出）、老百姓（毛利率明显改善）。同时关注一心堂、大参林、健之佳、漱玉平民等企业的经营和效率提升。

风险提示

监管政策风险：行业监管政策变动可能导致药品价格水平出现大幅波动等情况，对公司的经营利润率可能产生不利的影响。

竞争加剧风险：上市公司可运用资本市场优势展开并购重组和规模扩张，随着行业内上市公司增加，竞争或呈现愈演愈烈的态势。

处方外流进度不及预期：尽管我们看好行业处方药外流趋势，但处方药外流落地实施需要多方因素叠加实现，如出现其他不利政策或措施影响处方药外流速度，将对市场情绪及公司经营带来不利影响。

消费者购药习惯改变风险：电子商务平台的普及和第三方配送服务的发展一定程度上改变了部分消费者的消费习惯，医药电商销售快速增长，将给予线下零售行业一定冲击。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究