

聚焦扩张、精细化运营的头部连锁药店

买入(首次)

——益丰药房(603939)首次覆盖

2024年12月16日

报告关键要素:

公司通过“新开+并购+加盟”的拓展模式,持续提升门店网络覆盖的广度和深度,通过精细化管理提升公司在优势区域的品牌渗透率,线上线下载医院处方外流。未来有望在规模效应和精细化管理下,实现收入利润增长的同时,持续提高经营效率。

投资要点:

强监管、处方外流趋势下,大型连锁迎来新机遇

- 1) 处方外流是长期趋势,定点零售药店纳入门诊统筹管理加速处方外流。目前国内处方药院外市场占比较低,相比日美仍旧有较大增长空间。不同地区药店门诊统筹进展不一,大型连锁药店门诊统筹受益有待释放;
- 2) 院外市场是日常用药、家庭备药重要购药场景,在人口老龄化趋势下,叠加中老年人群特别是慢病人群,更多依赖医保统筹,药店纳入门诊统筹后,药店有望在承接慢病用药需求上承担重要角色,院外市场有望持续扩容;
- 3) 大型连锁药店布局双通道、DTP药房、门诊统筹资质落地,积极承接处方外流,有望进一步提升客流。在监管趋严、价格透明度提高的趋势下,合规运营、精细化管理、选品和服务能力更强的大型连锁药店将进一步凸显优势。全国龙头医药连锁药店拥有较强的议价能力、丰富的产品矩阵、数字化赋能的合规管理等经营优势,能在“市场整合期”中进一步提高市场占有率,市场集中度和连锁率有望持续提升。

区域聚焦,稳健扩张,规模效应优势凸显

公司聚焦中南、华东、华北市场,通过“新开+并购+加盟”的方式在上述区域布局,形成了旗舰店、区域中心店、中型社区店和小型社区店的多层次门店网络布局,通过精细化运营和品牌渗透取得市场领先优势。对比四大连锁药店,截至2024Q3,公司门店数量排名第3,2017年以来门店数量扩张速度排名第1。随着公司新店和次新店成熟,客流有望进一步提升,销售规模提升促使采购规模上升,有利于增强公司对上游

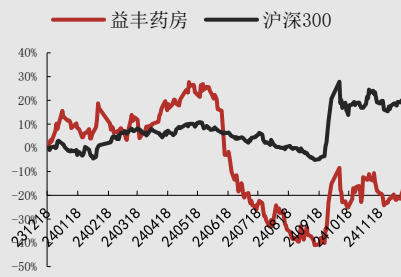
	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	22588.23	24985.15	28119.04	32097.54
增长比率(%)	13.59	10.61	12.54	14.15
归母净利润(百万元)	1411.99	1567.12	1744.70	2000.87
增长比率(%)	11.90	10.99	11.33	14.68
每股收益(元)	1.16	1.29	1.44	1.65
市盈率(倍)	21.37	19.26	17.30	15.08
市净率(倍)	3.08	2.70	2.39	2.12

数据来源:携宁科技云估值,万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	1,212.43
流通A股(百万股)	1,212.19
收盘价(元)	24.89
总市值(亿元)	301.77
流通A股市值(亿元)	301.71

个股相对沪深300指数表现



数据来源:聚源,万联证券研究所

相关研究

分析师:	黄婧婧
执业证书编号:	S0270522030001
电话:	18221003557
邮箱:	huangjj@wlzq.com.cn

药品生产及批发企业议价能力，有利于降低采购成本，提升盈利水平。

多元化和专业化布局，盈利能力有望持续提升

随着医保个人账户占比逐步萎缩，医保统筹、现金支付两端占比提升，支付端的变革将带来产品结构变化，倒逼药店朝着专业化和多元化两个方向发展。公司持续通过商品质量疗效三重评估体系进一步优化商品结构和供应链体系，与近 600 家生产厂商建立了精品战略合作关系，遴选品种纳入公司商品精品库，建立品类成份覆盖更加完善的精品商品体系。公司密切关注国家集采进展，大力引进国家集采品种。公司紧随行业政策发展趋势，积极调整产品结构，有望通过多元化产品和专业化药房布局提升公司综合盈利水平。

布局新零售，可转债募资提升运营效率

在 O2O、B2C 和处方流转三引擎的策略支撑下，依托公司区域聚焦战略，智能化供应链系统以及精细化运营，公司新零售业务已成为新的增长驱动力。公司 2024 年发行益丰转债（113682.SH）用于江苏二期、湖北医药分拣加工中心及河北医药库房建设项目、益丰数字化平台升级项目、新建连锁药店项目等项目建设，有利于提升公司管理效率和扩张业务规模，保障公司未来在行业中的竞争地位。

盈利预测与投资建议：处方外流趋势下，门诊统筹加速药品院外市场发展。公司是药品零售行业龙头，有望通过内生提效和外延扩张实现做大做强。通过对公司基本面分析，预计公司 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 15.67 亿元/17.45 亿元/20.01 亿元，对应 EPS1.29 元/股、1.44 元/股、1.65 元/股，对应 PE 为 19.26/17.30/15.08（对应 2024 年 12 月 13 日收盘价 24.89 元），首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素：行业政策风险、市场竞争加剧的风险、并购门店经营不达预期的风险

正文目录

1 全国大型药品零售连锁民营企业.....5

 1.1 成立 23 年，从湖南扩张至全国十省市5

 1.2 多元化运营，积极调整业务结构，持续推进商品精品战略6

 1.3 股权集中，股东结构稳定8

 1.4 业绩稳健增长，成长性和盈利水平位于行业前列9

2 拥抱市场变化，精细化运营.....13

 2.1 区域聚焦，稳健扩张13

 2.1.1 “新开+并购+加盟”的门店拓展模式，深耕中南华东华北13

 2.1.2 “舰群型”门店布局和独特的选址模式15

 2.2 O2O 引领公司医药新零售体系高效运行16

 2.3 线上线下积极承接处方外流17

 2.4 发行可转债募集资金提升门店运营效率17

3 处方外流趋势下，门诊统筹给药品零售带来长期增量.....18

 3.1 健康需求刚性，药店承担重要的医药服务供给角色18

 3.2 大型连锁药店更受益门诊统筹政策20

 3.3 药品零售连锁化率和行业集中度提升21

4 盈利预测.....22

5 投资建议.....23

6 风险提示.....23

图表 1: 公司发展历程5

图表 2: 公司三类销售模式5

图表 3: 公司零售、批发板块收入占比6

图表 4: 公司各品类收入占比6

图表 5: 公司各区域收入占比7

图表 6: 公司零售和批发板块毛利占比7

图表 7: 公司各品类毛利占比7

图表 8: 公司各区域毛利占比8

图表 9: 公司股权结构（截至 2024.12）8

图表 10: 公司营业总收入和同比增速：亿元9

图表 11: 公司归母净利润和同比增速：亿元9

图表 12: 上市连锁药房营业收入及复合增速：2014-2024 前三季度：亿元10

图表 13: 上市连锁药房归母净利润及复合增速：2014-2024 前三季度：亿元10

图表 14: 公司零售和批发板块毛利率11

图表 15: 公司中西成药、中药、非药类毛利率11

图表 16: 公司三项费用率11

图表 17: 公司销售毛利率和销售净利率11

图表 18: 上市药店毛利率对比：%（2024 年前三季度）12

图表 19: 上市药店净利率对比：%（2024 年前三季度）12

图表 20: 上市药店存货周转天数对比：天（2024 前三季度）12

图表 21: 上市药店应收账款周转天数对比：天（2024 前三季度）12

图表 22: 上市药店应付账款周转天数对比：天（2024 前三季度）13

图表 23: 公司门店总数量和同比增速：家13

图表 24: 四大连锁药店门店数量复合增速（2017-2024Q3）14

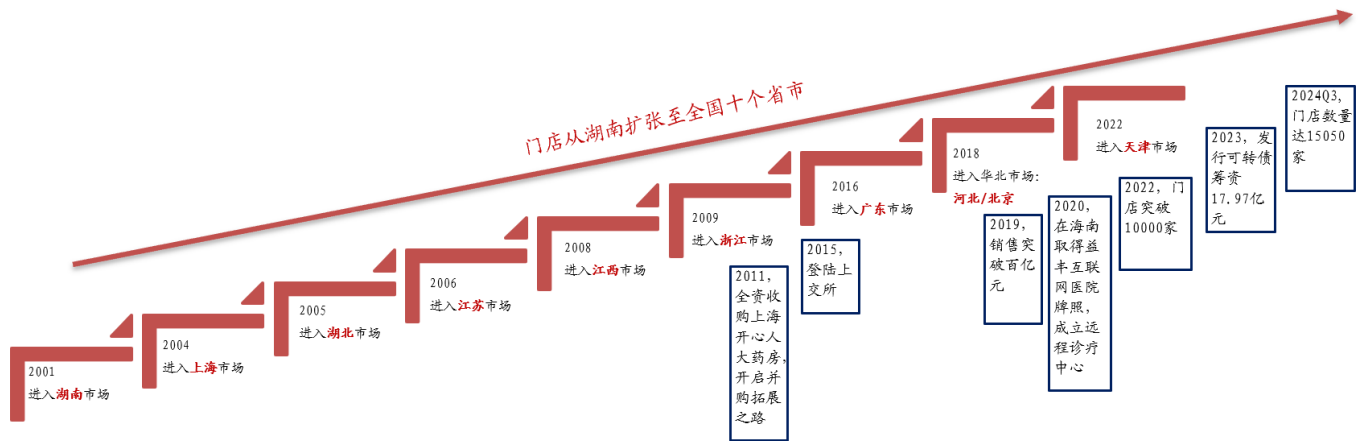
图表 25: 四大连锁药店门店总数量: 家 (截至 2024Q3)	14
图表 26: 公司直营、加盟门店数量和同比增速: 家	14
图表 27: 公司直营、加盟门店数量占比	14
图表 28: 公司各区域门店数量和同比增速: 家	15
图表 29: 公司各区域门店数量占比	15
图表 30: 公司各层次直营门店数量: 家	16
图表 31: 公司各层次直营门店数量占比	16
图表 32: 公司互联网收入、收入增速和占比: 亿元	16
图表 33: 公司 O2O 和 B2C 收入和同比增速: 亿元	16
图表 34: 公司各类药房门店数量: 家	17
图表 35: 益丰转债 (113682.SH) 募集资金投资项目	18
图表 36: 医药健康产品购买渠道渗透率 (2024 年)	18
图表 37: 中国 65 岁及以上人口数量和占比: 亿人	18
图表 38: 我国药品零售销售额和同比增速: 亿元	19
图表 39: 药品销售三大终端销售额复合增速(2016-2023)	19
图表 40: 药品销售六大市场销售额复合增速(2016-2023)	19
图表 41: 药品三大销售终端市场份额	20
图表 42: 药品销售六大市场市场份额: 2023 年	20
图表 43: 我国处方药院内院外占比	20
图表 44: 中日美处方药院内院外占比情况对比 (2022 年)	20
图表 45: 各省份地区门诊统筹药店数量和占比 (截至 2024.2)	21
图表 46: 全国药店连锁率: 2017-2023	22
图表 47: 全国药店十强/百强销售额占比: 2016-2023	22
图表 48: 公司盈利预测: 亿元	22

1 全国大型药品零售连锁民营企业

1.1 成立 23 年，从湖南扩张至全国十省市

益丰大药房是全国大型药品零售连锁企业，于2001年6月创立，专注医药零售行业23周年。公司2001年进入湖南市场以来，陆续进入上海、湖北、江苏、江西、浙江、华北市场，主要从事中西成药、中药饮片、医疗器械、保健食品、个人护理用品及与健康相关联的日用便利品等商品的全渠道连锁零售业务。公司自建内部采购平台，除内部商品配送外，兼顾加盟配送和少量对外药品批发业务。公司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，截至2024年9月30日公司在以上十省市拥有连锁药店门店总数15,050家（含加盟店3625家）。

图表1:公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，万联证券研究所

公司在湖南、湖北、江苏、上海、江西、广东、河北等省份均建立了现代化物流中心，物流业内较为先进的设备与技术以及业务管理模式，为益丰供应链提供更好的数字化运营保障。公司旗下所有门店的商品均由公司或分子公司物流中心自主配送，强大的物流配送能力为公司的快速扩张提供了强有力的物流支持。公司销售模式分为零售业务模式、加盟配送与批发模式和医药电商模式。

图表2:公司三类销售模式

销售模式	业务内容
零售	向顾客销售中西成药、中药饮片、医疗器械、保健食品、个人护理用品及与健康相关联的日用便利品等商品；商品主要由公司总部统一采购、配送，门店的商品定价在总部指导下完成。
加盟配送与批发	加盟配送系从供应商采购商品，然后向公司及子公司的加盟店进行商品配送；批发业务系部分代理品种对第三方进行的分销。
医药电商	公司2013年起启动医药电商业务并成立电商事业群，以CRM和大数据为核心，互联网医疗及处方流转为创新，打造线上线下融合发展的医药新零售业务；公司线上销售模式主要依托公司物流配送中心和实体门店开展，消费者线上下单、线下由公司物流配送中心或实体门店配货。

资料来源：公司公告，万联证券研究所

1.2 多元化运营，积极调整业务结构，持续推进商品精品战略

公司持续通过商品质量疗效三重评估体系进一步优化商品结构和供应链体系，截止2023年年底，公司与近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。公司密切关注国家集采进展，大力引进国家集采品种，截至2023年年底，公司经营国家集采目录品种达98%以上，累计引进国家集采品种数量2200多个SKU。

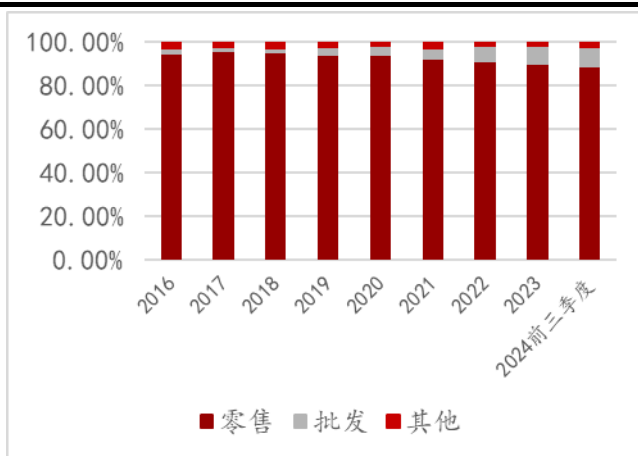
随着医保个账占比逐步萎缩，医保统筹、现金支付两端占比提升，支付端的变革将带来产品结构变化，倒逼药店朝着专业化和多元化两个方向发展。依托医保报销政策及由此带来的专业化建设成为新阶段连锁药店增长的一大驱动力。多元化即药店围绕“健康”布局更多非药类产品，减少医保依赖，提高现金支付比例。

收入拆分

从行业看，公司以药品零售为主，多年收入占比在90%左右；近几年零售业务收入占比逐年降低，批发业务收入占比逐年增长，二者2024年前三季度收入分别为151.84和14.80亿元，收入占比分别为88.18%和8.59%；

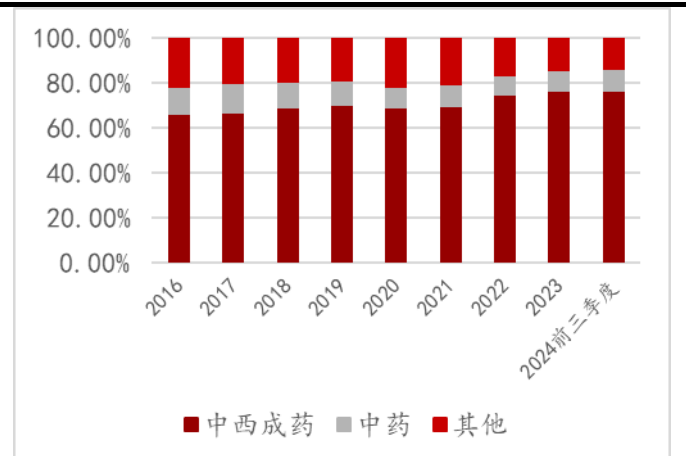
从品类看，中西成药一直是公司主要收入来源，多年收入占比在70%上下，且近几年收入占比逐年提升，非药类收入占比呈下降趋势。公司中西成药、中药和非药类2024年前三季度收入分别为130.53、16.51和25.15亿元，收入占比分别为75.81%、9.59%和14.61%。

图表3:公司零售、批发板块收入占比



资料来源：公司公告，万联证券研究所

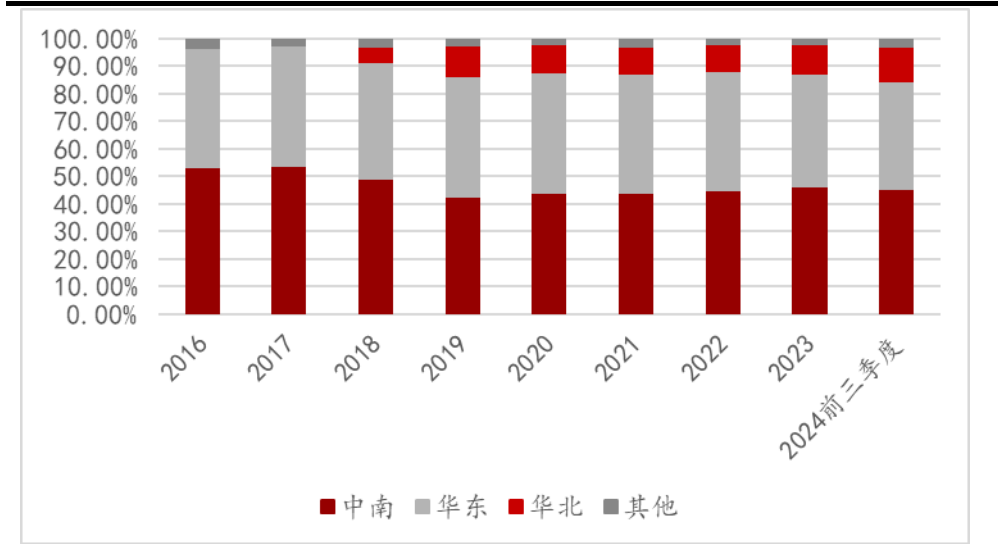
图表4:公司各品类收入占比



资料来源：公司公告，万联证券研究所

从区域看，公司聚焦中南和华东区域，两地区收入贡献接近，2024年前三季度收入分别为77.77和67.31亿元，收入占比分别为45.16%和39.09%。公司2018年进入华北市场，近几年收入占比稳定在10%上下，2024年前三季度收入21.56亿元，收入占比12.52%。

图表5:公司各区域收入占比

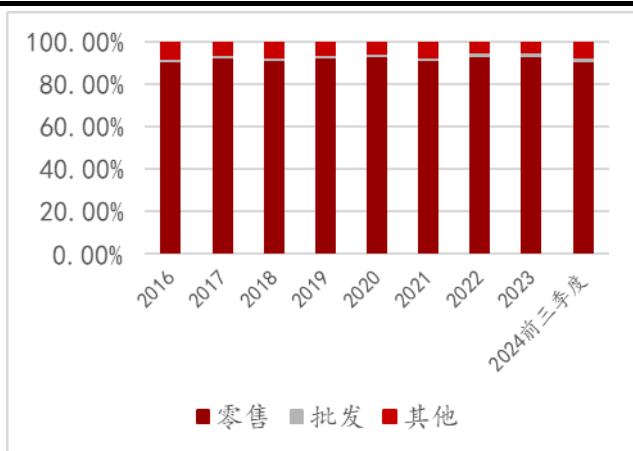


资料来源:公司公告, 万联证券研究所

毛利拆分

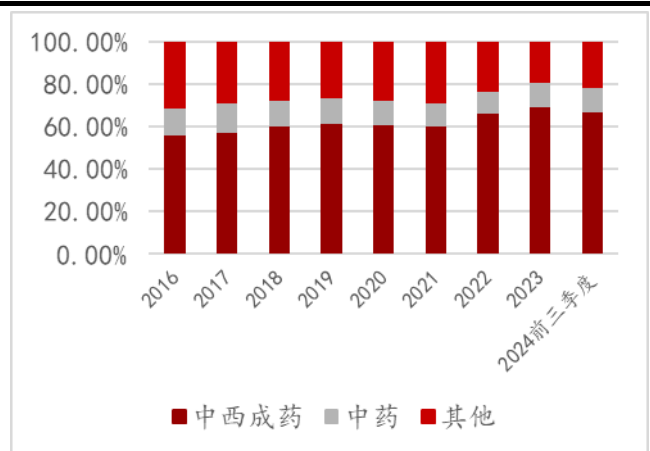
从行业看,零售行业贡献主要毛利,公司零售和批发业务2024年前三季度毛利占比分别为90.45%和1.87%;从品类看,中西成药贡献主要毛利,公司中西成药、中药和非药类2024年前三季度毛利占比分别为66.80%、11.67%、21.53%。

图表6:公司零售和批发板块毛利占比



资料来源:公司公告, 万联证券研究所

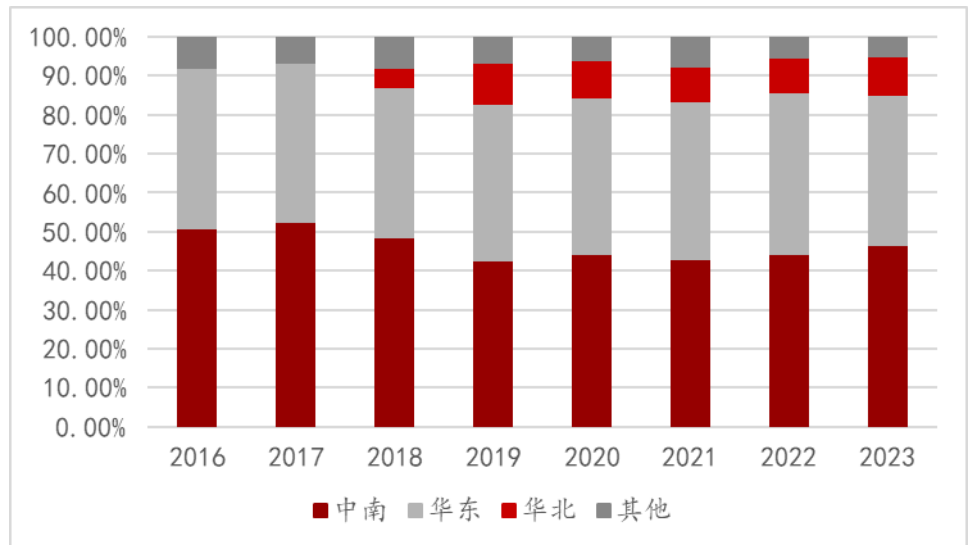
图表7:公司各品类毛利占比



资料来源:公司公告, 万联证券研究所

从区域看,毛利结构和收入结构相似,中南和华东地区贡献主要毛利,且贡献比例接近,中南、华东、华北2023年毛利占比分别为46.24%、38.70%、9.70%。

图表8:公司各区域毛利占比

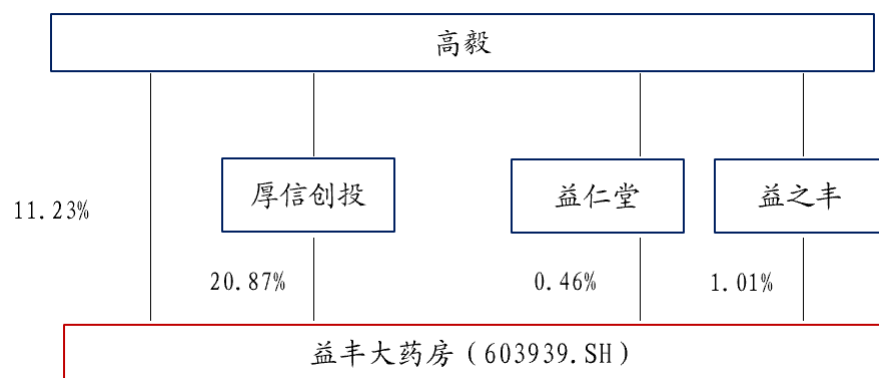


资料来源:公司公告,万联证券研究所

1.3 股权集中, 股东结构稳定

2024年10月,公司控股股东厚信创投及其一致行动人因减持公司可转换债券“益丰转债”导致公司控股股东及其一致行动人拥有公司合并权益比例由34.85%下降至33.57%。截至2024年12月,厚信创投直接持有公司20.87%比例股份;实际控制人高毅先生直接持有公司股份占公司股份总数的11.23%;通过其控制的厚信创投控制公司20.87%的股份;通过益仁堂控制公司0.46%的股份;通过益之丰控制公司1.01%的股份。厚信创投为持股平台,除持有上市公司股份外,未有控股或参股其他境内外公司股权的情况,亦无其他经营业务。高毅先生于2001年创办益丰药房。曾任常德市鼎城区药材公司批发部经理、分公司经理,湖南益丰大药房连锁有限公司执行董事(法定代表人)、总裁,湖南德源医药有限公司董事、董事长、总经理;2008年6月至2011年8月任益丰有限公司董事长、总裁。2011年9月至今,任公司董事长兼总裁。

图表9:公司股权结构(截至2024.12)



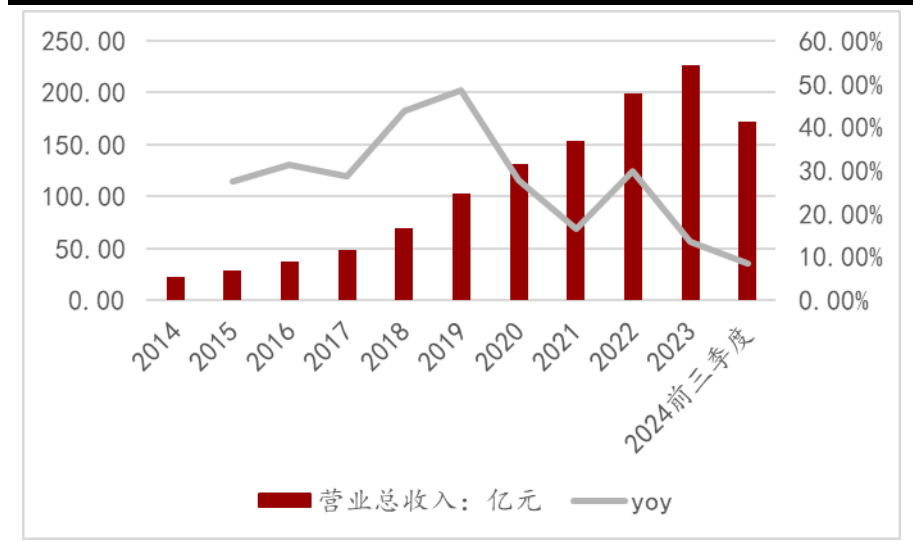
资料来源:公司公告,万联证券研究所

1.4 业绩稳健增长，成长性和盈利水平位于行业前列

收入、利润

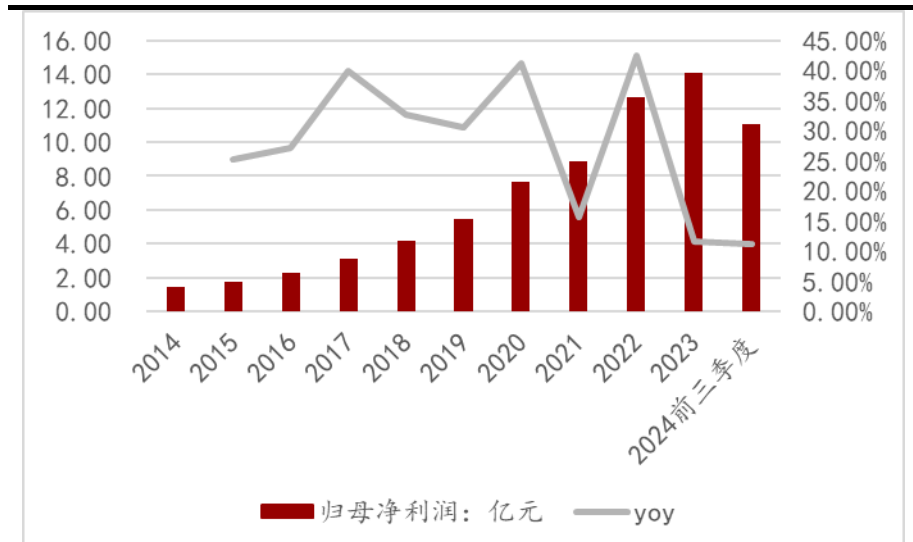
公司营业收入增长主要来源于公司门店的内生式增长，同行业并购的外延式增长，以及公司加盟配送的业务扩张；受益于营业收入增长和管理效益的提升，公司利润水平稳步提升。公司营业总收入从2014年的22.30亿元增长至2023年的225.88亿元，9年年复合增速为29.34%；公司归母净利润从2014年的1.41亿元增长至2023年的14.12亿元，9年年复合增速为29.22%，增速位列行业前列。公司2024年前三季度总营收172.19亿元，同比增长8.38%；2024年前三季度归母净利润11.11亿元，同比增长11.14%。

图表10:公司营业总收入和同比增速：亿元



资料来源：wind，万联证券研究所

图表11:公司归母净利润和同比增速：亿元



资料来源：wind，万联证券研究所

图表12:上市连锁药房营业收入及复合增速: 2014-2024 前三季度: 亿元

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 前三 季度	CAGR (2014- 2023)
益丰药房	22.30	28.46	37.34	48.07	69.13	102.76	131.45	153.26	198.86	225.88	172.19	29.34%
漱玉平民	11.88	15.66	19.43	24.83	28.88	34.67	46.40	53.22	78.23	91.91	70.78	25.52%
老百姓	39.43	45.68	60.94	75.01	94.71	116.63	139.67	156.96	201.76	224.37	162.32	21.31%
健之佳	16.67	18.44	20.54	23.47	27.66	35.29	44.66	52.35	75.14	90.81	67.35	20.72%
大参林	45.45	52.65	62.74	74.21	88.59	111.41	145.83	167.59	212.48	245.31	197.31	20.60%
一心堂	44.28	53.21	62.49	77.51	91.76	104.79	126.56	145.87	174.32	173.80	135.89	16.41%
第一医药	14.15	14.91	15.19	15.56	11.77	12.43	15.87	13.98	26.56	18.20	13.69	2.84%
华人健康	---	---	---	---	11.05	15.22	19.31	23.39	32.62	37.97	32.69	---

资料来源: wind, 万联证券研究所

图表13:上市连锁药房归母净利润及复合增速: 2014-2024 前三季度: 亿元

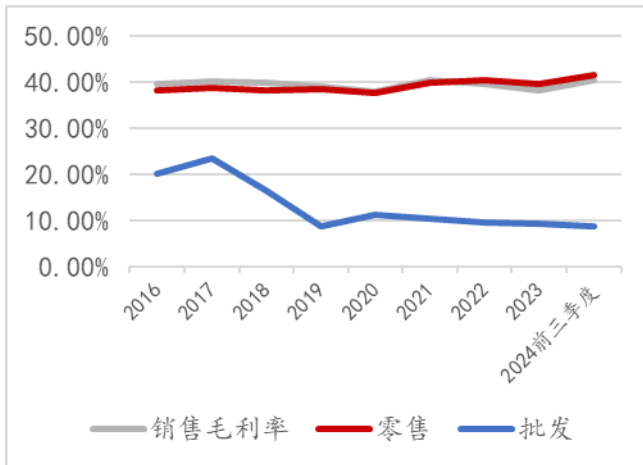
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024 前三季 度	CAGR (2014- 2023)
健之佳	0.17	0.18	0.71	0.95	1.34	1.68	2.51	3.01	3.63	4.14	1.01	42.27%
益丰药房	1.41	1.76	2.24	3.14	4.16	5.44	7.68	8.88	12.66	14.12	11.11	29.22%
老百姓	2.02	2.41	2.97	3.71	4.35	5.09	6.21	6.69	7.85	9.29	6.30	18.45%
大参林	2.66	3.95	4.30	4.75	5.32	7.03	10.62	7.91	10.36	11.67	8.58	17.88%
第一医药	0.37	0.41	0.46	0.43	0.47	0.53	0.69	0.49	1.44	0.89	1.47	10.28%
漱玉平民	0.67	0.33	0.92	1.18	1.13	1.11	2.16	1.15	2.29	1.33	(0.13)	7.94%
一心堂	2.97	3.46	3.53	4.23	5.21	6.04	7.90	9.22	10.10	5.49	2.93	7.06%
华人健康	---	---	---	---	0.20	0.52	0.89	0.70	1.61	1.15	1.08	---

资料来源: wind, 万联证券研究所

毛利率、费用率、利润率

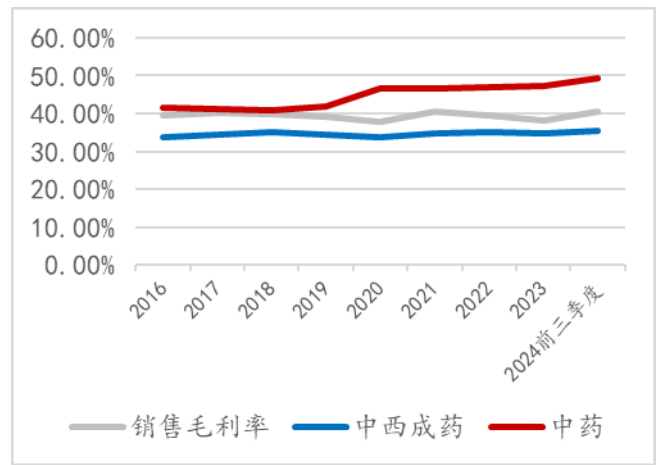
公司综合毛利率近几年稳定在40%左右,波动的原因主要是因为低毛利率业务占比提高。从行业分类看,公司零售业务收入占比逐年减少,批发业务收入占比逐年增长,零售业务毛利率(40%左右)远高于批发业务(不足10%);从品类看,公司中西成药收入占比逐年增长,中药和非药类收入占比逐年减少,中西成药毛利率(35%左右)低于中药(47%左右)和非药类(50%以上)。公司日益增长的规模效应也提升了公司的议价能力,降低了物流及管控成本,从而实现公司盈利能力的持续增长。

图表14:公司零售和批发板块毛利率



资料来源:公司公告, 万联证券研究所

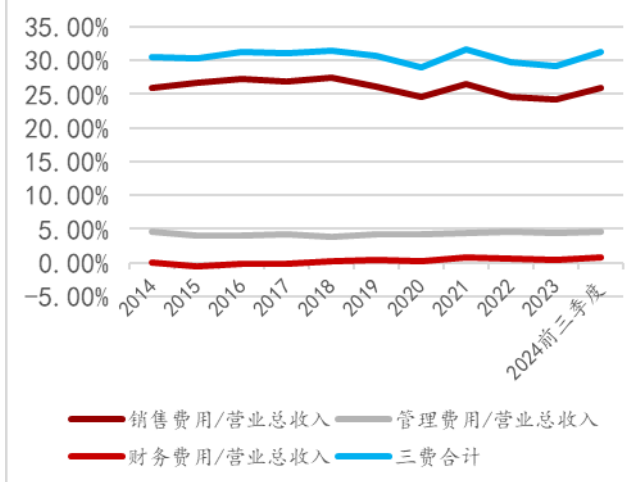
图表15:公司中西成药、中药、非药类毛利率



资料来源:公司公告, 万联证券研究所

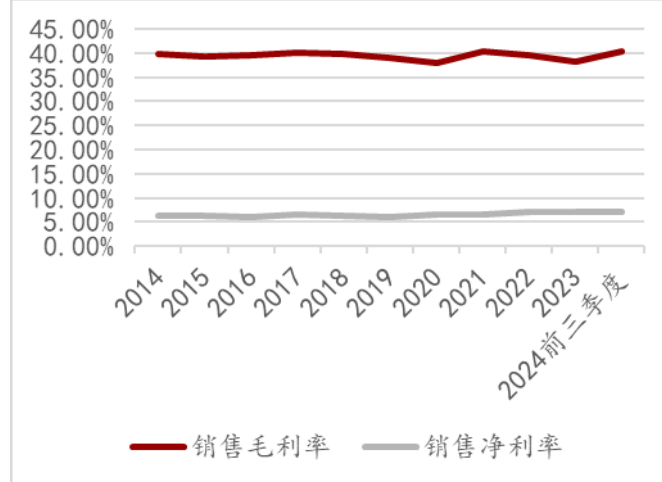
连锁药店销售费用中占比最大的为职工薪酬、房租和物业费。公司拓展门店的投入前期,相关费用的增长领先于实现收入的增长,可能对公司短期内的业绩造成负面的影响。近几年公司费用率整体较稳定,2024年前三季度销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为25.99%、4.54%、0.71%,合计31.24%。公司近几年销售净利率稳定在7%左右的水平,连锁药店净利率水平较低主要是因为销售费用率较高。

图表16:公司三项费用率



资料来源:公司公告, 万联证券研究所

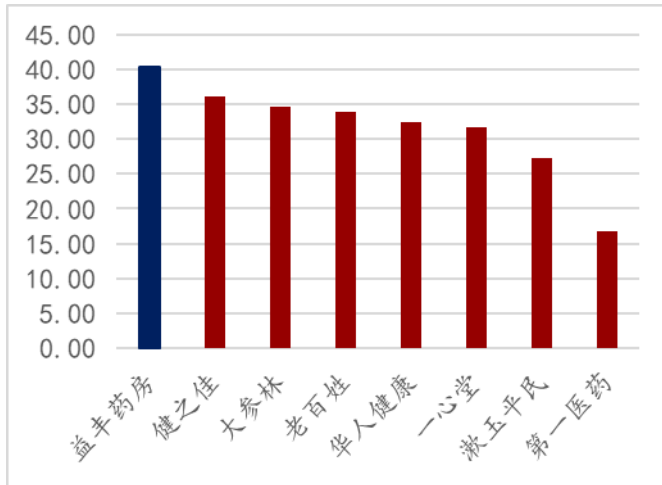
图表17:公司销售毛利率和销售净利率



资料来源:公司公告, 万联证券研究所

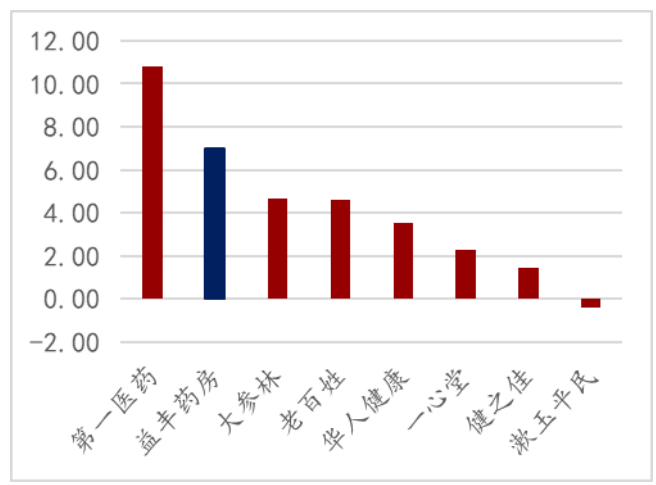
从2024年前三季度毛利率和净利率水平看,公司分别位列于上市药店第一和第二。药店盈利水平受多因素影响,包括产品结构,采购成本,内部费用控制等。整体看,公司盈利水平行业领先。

图表18:上市药店毛利率对比: % (2024 年前三季度)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表19:上市药店净利率对比: % (2024 年前三季度)



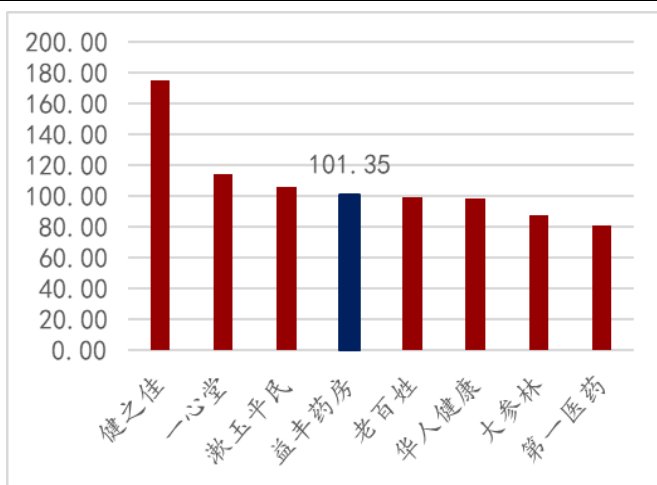
资料来源: wind, 万联证券研究所

运营效率

连锁药店通过自建和收购来扩大自身规模,随着体量的增长,与之相匹配的管理效率是企业健康运转的关键。零售药店的业务经营场景可以简化成向供应商采购商品-付款给供应商-出售商品-收款客户付款四个步骤,与之对应的运营效率指标分别为库存周转天数、应收账款周转天数、应付账款周转天数。

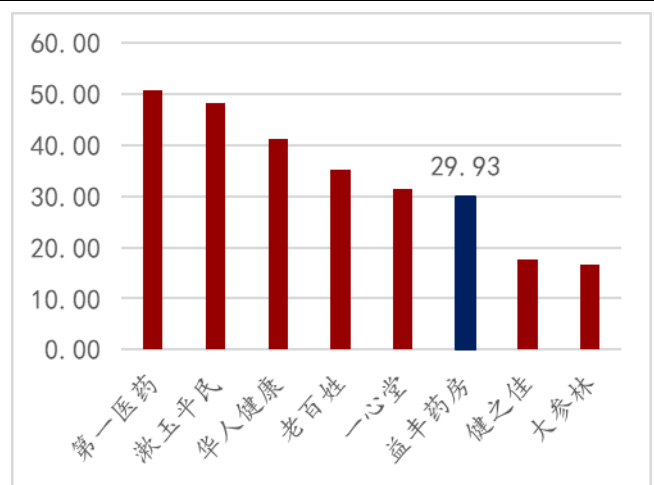
库存周转天数主要和公司业务结构(药店、便利店)、品种结构(中西成药、中药材、非药等)、门店类型结构(直营、加盟)相关;应收账款和各个省份的医保结算账期等相关;应付账款周期一定程度上反应药店占用供应商资金情况。从指标来看,益丰药房2024年前三季度存货周转天数、应收账款周转天数、应付账款周转天数分别是101天、30天、57天。

图表20:上市药店存货周转天数对比: 天 (2024 前三季度)



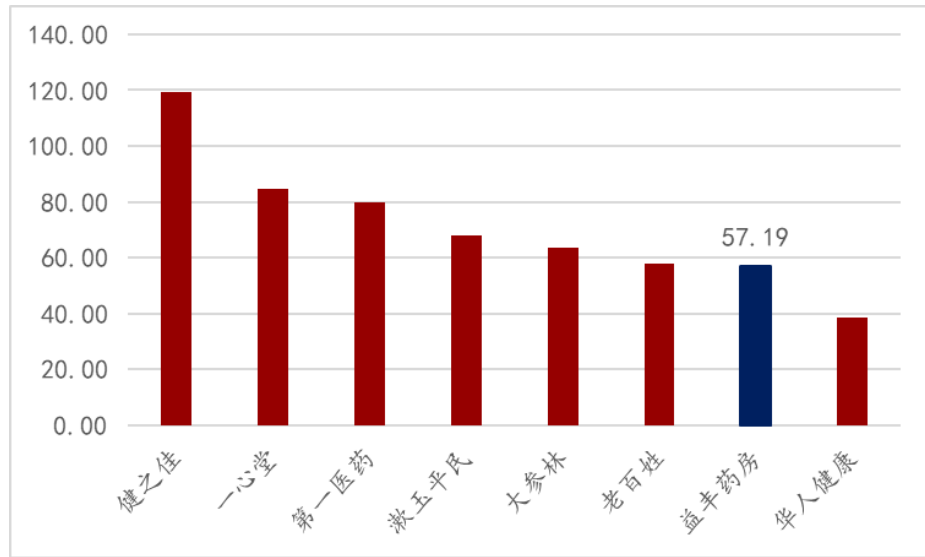
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表21:上市药店应收账款周转天数对比: 天 (2024 前三季度)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表22:上市药店应付账款周转天数对比: 天 (2024 前三季度)



资料来源: wind, 万联证券研究所

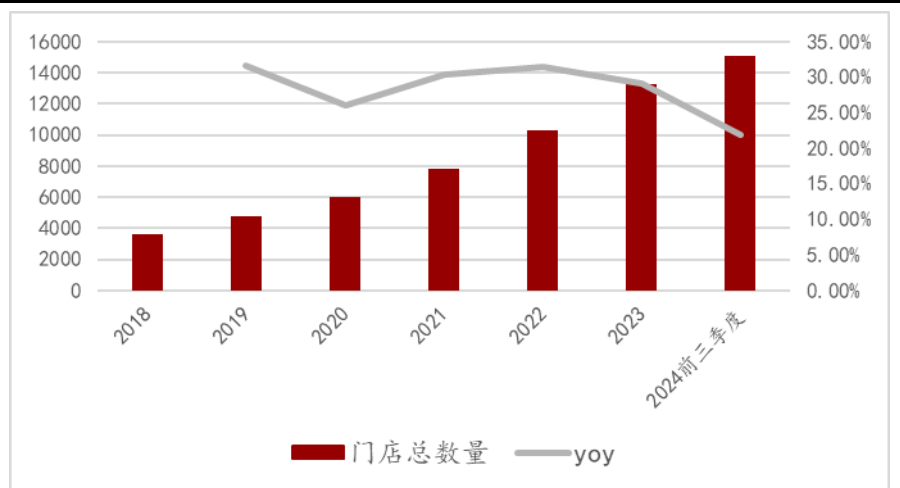
2 拥抱市场变化, 精细化运营

2.1 区域聚焦, 稳健扩张

2.1.1 “新开+并购+加盟”的门店拓展模式, 深耕中南华东华北

公司在“区域聚焦, 稳健扩张”的总体战略规划下, “新开+并购+加盟”三驾马车协同发展。公司2018年进入华北市场, 截至目前形成了中南、华东、华北三大区域的聚焦模式。公司门店总数量从2018年的3611家增长至2024年前三季度的15,050家, 5年年复合增速为29.69%。2019年以来每年新增门店数量逐年递增, 2023年和2024年前三季度分别新增门店3196家和2254家。

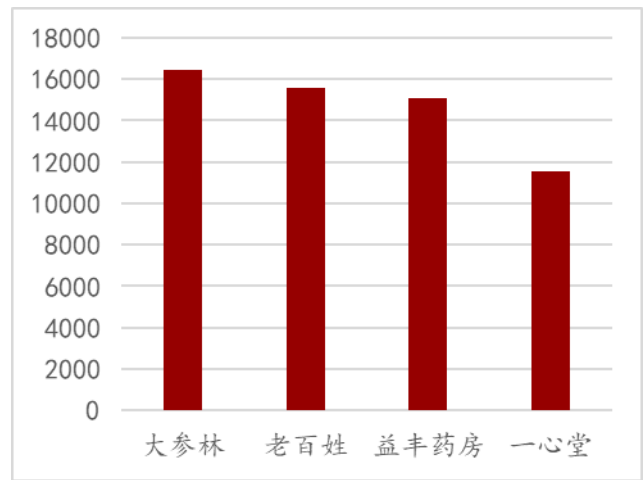
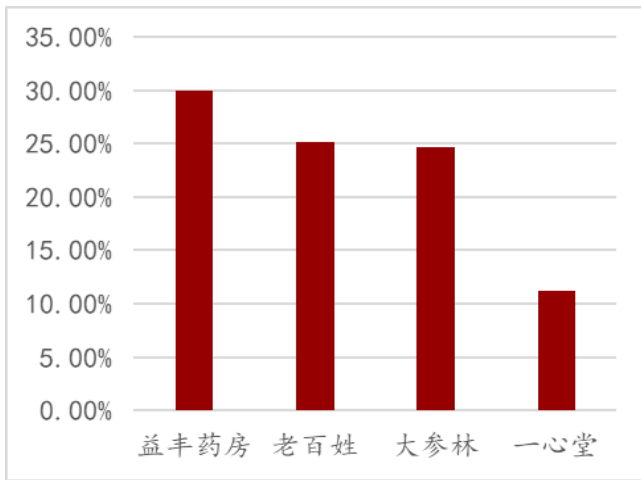
图表23:公司门店总数量和同比增速: 家



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

对比四大连锁药店, 截至2024Q3, 公司门店总数量位列第三, 2017年以来门店扩张速度排名第一。益丰药房、老百姓、大参林和一心堂2017年到2024Q3门店数量年复合增长率分别为29.92%、25.19%、24.64%和11.18%。

图表24:四大连锁药店门店数量复合增速 (2017-2024Q3) 图表25:四大连锁药店门店总数量: 家 (截至2024Q3)



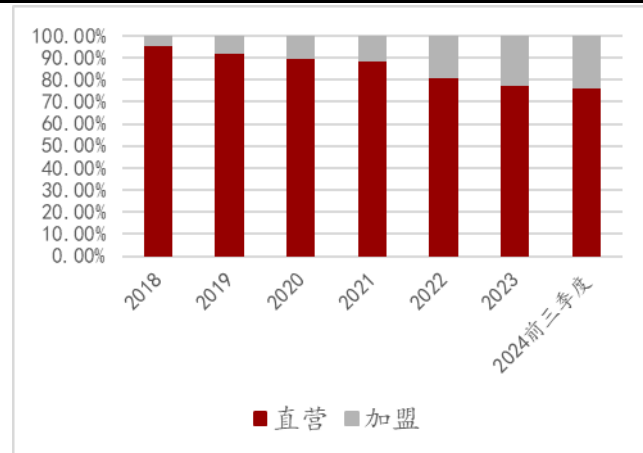
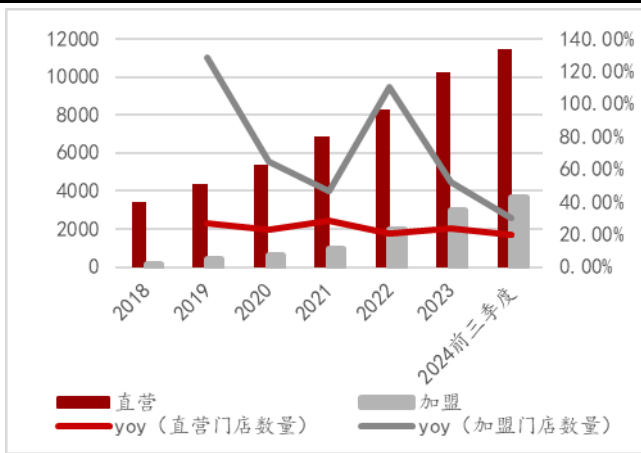
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

公司门店主要为直营门店(自建+并购), 直营门店数量从2018年的3442家增加至2024年前三季度的11,425家, 2018年到2023年年复合增速为24.42%; 数量占比从2018年的95.32%减少为2024年前三季度的75.91%, 主要因为加盟店扩张强劲; 公司加盟门店从2018年的169家增加至2024年前三季度的3625家, 2018年到2023年的年复合增速为77.60%; 数量占比从2018年的4.68%增长至2024年前三季度的24.09%。

图表26:公司直营、加盟门店数量和同比增速: 家

图表27:公司直营、加盟门店数量占比

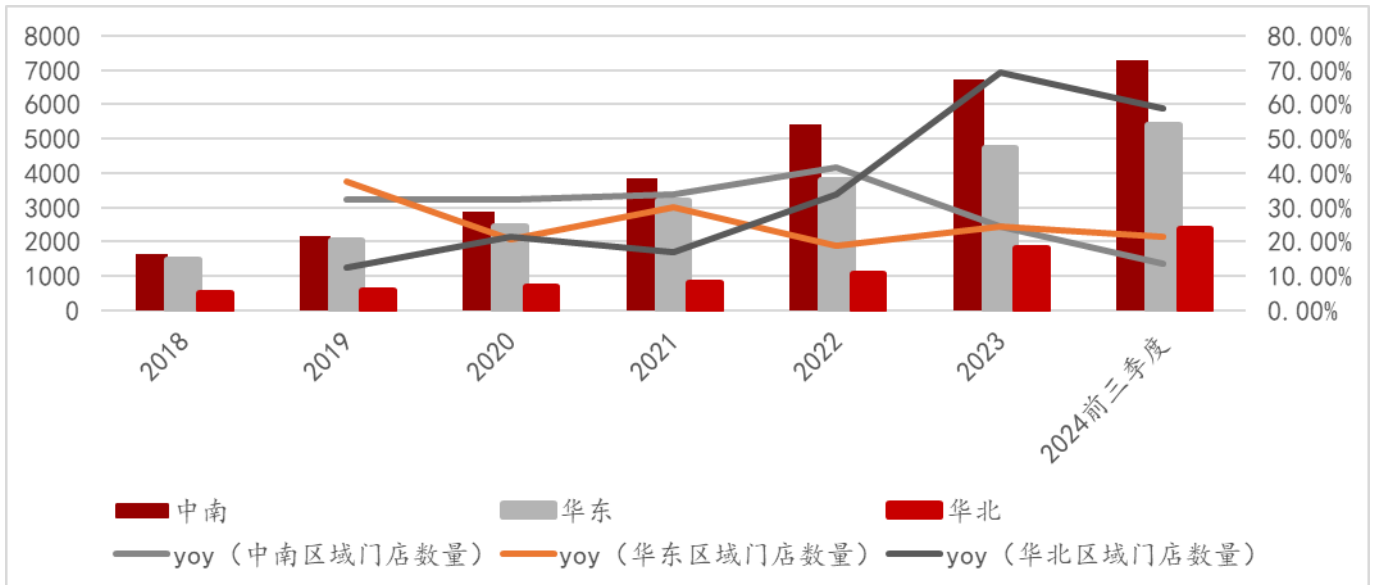


资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

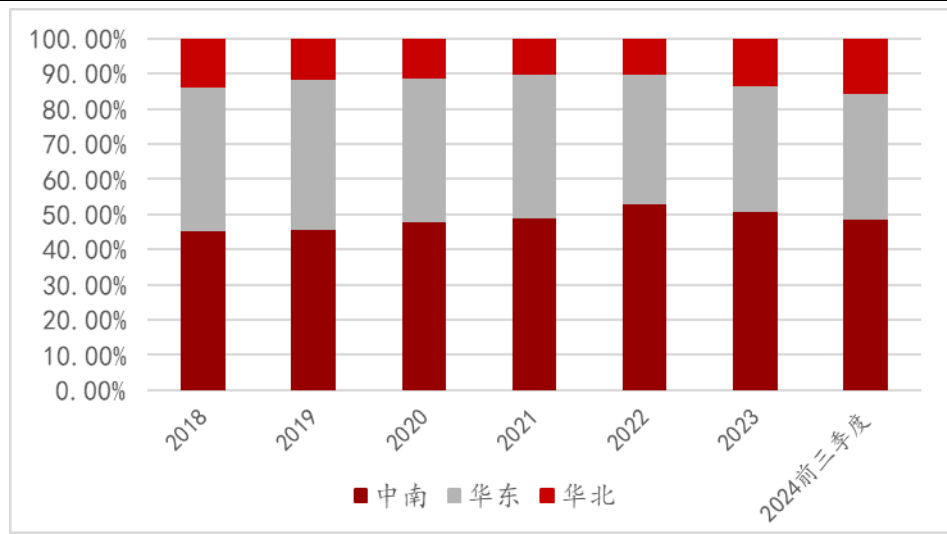
分区域看, 公司门店主要聚焦在中南和华东地区, 华北地区因进入时间较晚, 门店数量相对较少。截至2024年三季度, 公司在中南、华东和华北地区门店数量分别为7275、5403、2372家, 门店数量占比分别为48.34%、35.90%、15.76%, 2018年到2023年门店数量年复合增速分别为32.76%、26.08%、29.29%。

图表28:公司各区域门店数量和同比增速: 家



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表29:公司各区域门店数量占比

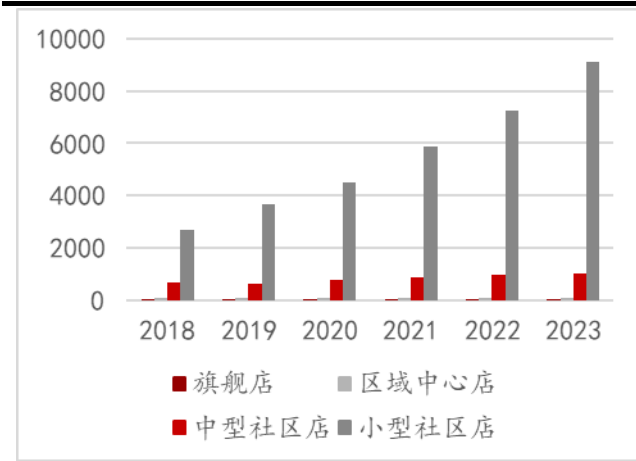


资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

2.1.2 “舰群型”门店布局和独特的选址模式

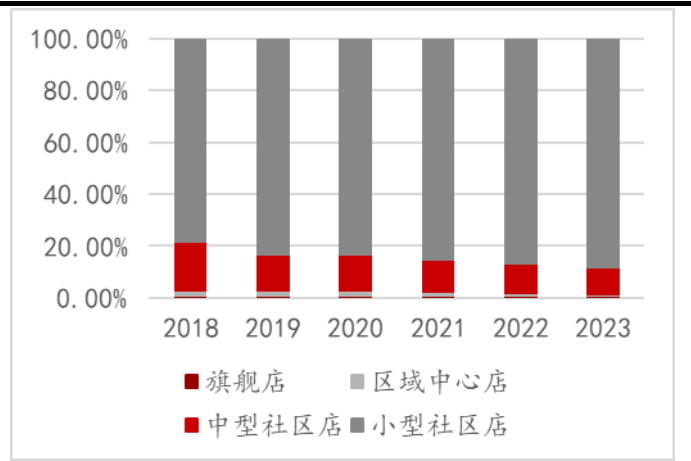
公司针对不同区域的人口数量、市场需求和消费人群特点, 建立覆盖不同城市、不同商圈的店面网络, 形成了由旗舰店、区域中心店、中型社区店和小型社区店组成的“舰群型”门店布局。根据多年的选址经验和大数据分析, 建立了一整套“商圈定位法”的门店选址方法, 通过对新进城市的人口数量、密度、消费能力及消费习惯的分析, 锁定拟进入商圈, 根据不同的商圈特点, 确定预选门店的店型和店址范围, 运用选店模型和客流测试系统以及销售预测模型, 确定具体店址, 有利于提升品牌渗透率。从门店数量看, 小型社区店占比85%以上。

图表30:公司各层次直营门店数量: 家



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表31:公司各层次直营门店数量占比



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

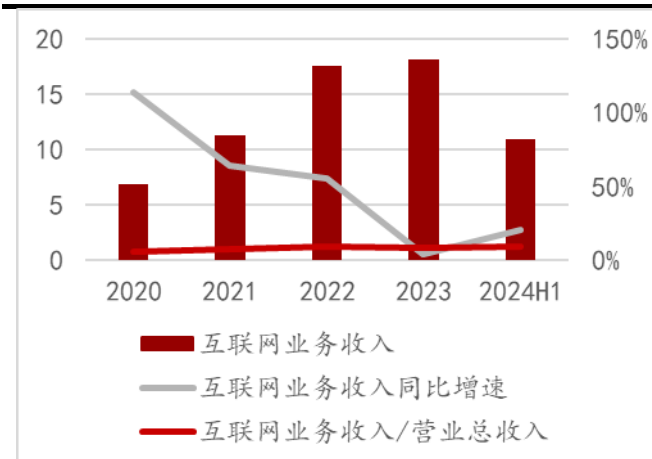
2.2 O2O 引领公司医药新零售体系高效运行

公司于2013年开启医药电商业务,2016年成立电商事业群,2019升级为新零售事业群,下设电商事业部、智慧医疗事业部、会员发展事业部等各新零售业务线事业部,以CRM和大数据为核心,互联网医疗及处方流转为创新,打造线上线下融合发展的医药新零售业务。

公司线上销售模式主要依托公司物流配送中心和实体门店开展,业态为消费者线上下单、线下由公司物流配送中心或实体门店配货。2023年,公司持续推进基于会员、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,积极完善慢病管理数字化和线上诊疗服务,会员深度服务项目取得阶段性进展,新媒体运营和内容运营能力快速提升,医药电商运营逐步升级到集团化医药新零售体系。

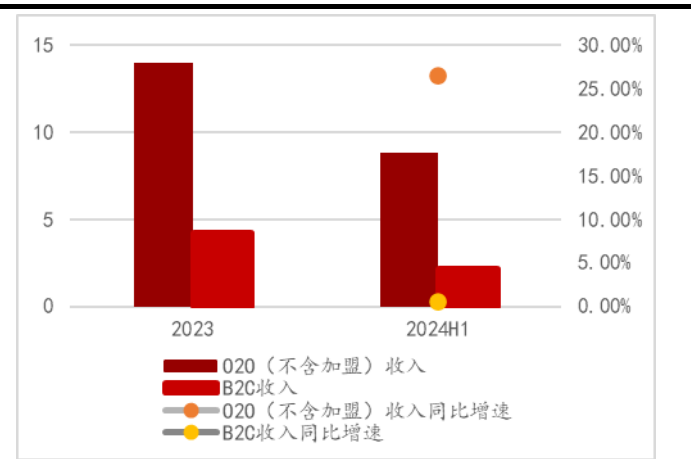
在O2O、B2C和处方流转三引擎的策略支撑下,依托公司区域聚焦战略,智能化供应链系统以及精细化运营,公司新零售业务收入稳步增长。1)公司O2O覆盖直营门店数量从2020年的超过4400家增长至2024H1的超过10,000家,覆盖范围包含公司线下所有主要城市;2)公司互联网业务收入从2020年的6.88亿元增长至2023年的18.18亿元,2024H1实现收入10.96亿元(同比增长20.18%),新零售业务收入占公司总收入比例9%以上。其中,O2O是公司新零售业务主要形式,O2O(不含加盟)2024H1实现收入8.78亿元(同比增长26.33%)。

图表32:公司互联网收入、收入增速和占比: 亿元



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

图表33:公司 O2O 和 B2C 收入和同比增速: 亿元



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

2.3 线上线下积极承接处方外流

在国家政策的推动下，医院处方外流逐步提速，公司积极探索线上线下全渠道承接医院处方外流的新模式，组建专业处方药运作团队，从线上互联网医疗对接、互联网医院建立、家庭医生项目开展、DTP药房打造，到院边店拓展布局等多个维度推进，承接处方外流。

线下领域，以院边店为依托，积极布局DTP专业药房、“双通道”医保定点以及特慢病医保和门诊统筹药房，引进国家医保谈判品种。截至2023年，公司拥有院边店（二甲及以上医院直线距离100米范围内）675家，DTP专业药房305家，其中已开通双通道医保门店246家，开通门诊统筹医保药房4,200多家，经营国家医保协议谈判药品超250个，医院处方外流品种800多个，并与150多家专业处方药供应商建立了深度合作伙伴关系。

线上领域，公司布局电子处方流转业务，通过数字化处方服务平台及履约配送体系，链接卫健、医保、医院及全国头部第三方互联网医院平台，打通上下游药品生产、批发及物流企业，依托现有院边店及中心仓，构建服务慢病患者的医患药险闭环服务体系；目前对接省市级医保、卫健处方流转平台10余家，直接或者间接承接100余家三级医院及互联网医院处方流转业务。

图表34:公司各类药房门店数量: 家

	2021	2022	2023
门店总数量	7809	10268	13250
直营门店数量	6877	8306	10264
直营——获医保定点资格门店数量	5561	7205	8970
已开通双通道医保门店	130	197	246
开通门诊统筹医保药房			>4200
院边店	>500	>560	675
DTP 药房	237	253	305

资料来源：公司公告，万联证券研究所

2.4 发行可转债募集资金提升门店运营效率

益丰转债（113682.SH）于2024年3月4日开始网上申购，总发行规模17.97亿元，公司本次募集资金投资项目主要集中于江苏二期、湖北医药分拣加工中心及河北医药库房建设项目、益丰数字化平台升级项目、新建连锁药店项目等项目建设。

公司发行可转债有利于：1）适应医药智慧物流发展需求，提高物流仓储配送能力，支撑公司业务规模扩张；2）实现“以顾客为中心”数字化转型战略，打造医药零售产业新模式，提升公司管理效率；3）新建连锁药店有利于公司加快在各区域连锁药店的布局，提前占领高价值门店资源，增强益丰品牌影响力，提升公司综合竞争实力，保持公司区域市场领先优势，从而在未来的行业竞争中占据有利地位。此外，公司门店及营销网络的持续扩张，有利于提升公司销售规模，并促使采购规模随之上升，增强公司对上游药品生产及批发企业议价能力，从而在与供应商合作中获得主动权，通过经营规模效应促进公司降低采购成本，提升盈利水平。

图表35:益丰转债(113682.SH)募集资金投资项目

募集资金投资项目	目的
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	提高门店的配送效率、降低远距离配送成本,为公司各区域门店的运营提供高效、安全、便捷的配送支持
益丰数字化平台升级项目	将依托大数据、云计算等技术,从而增强公司数据分析及价值挖掘的综合能力,有助于进一步提升公司管理水平
新建连锁药店项目等项目	加快在各区域连锁药店的布局,提前占领高价值门店资源,有利于提升公司销售规模,增强规模效应,降低采购成本

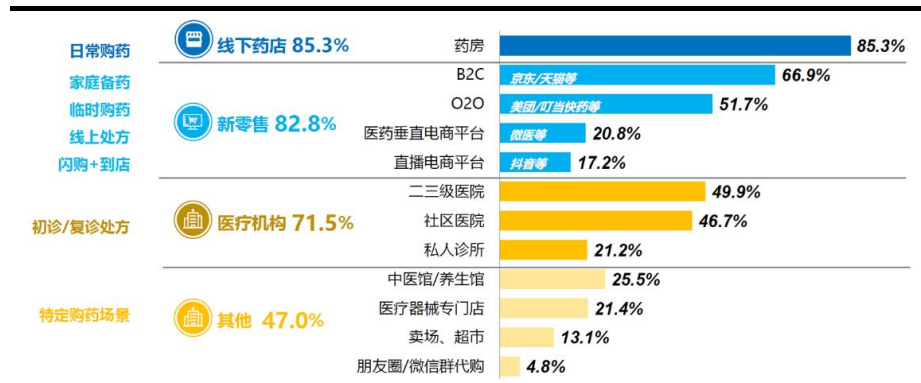
资料来源:公司公告,万联证券研究所

3 处方外流趋势下,门诊统筹给药品零售带来长期增量

3.1 健康需求刚性,药店承担重要的医药服务供给角色

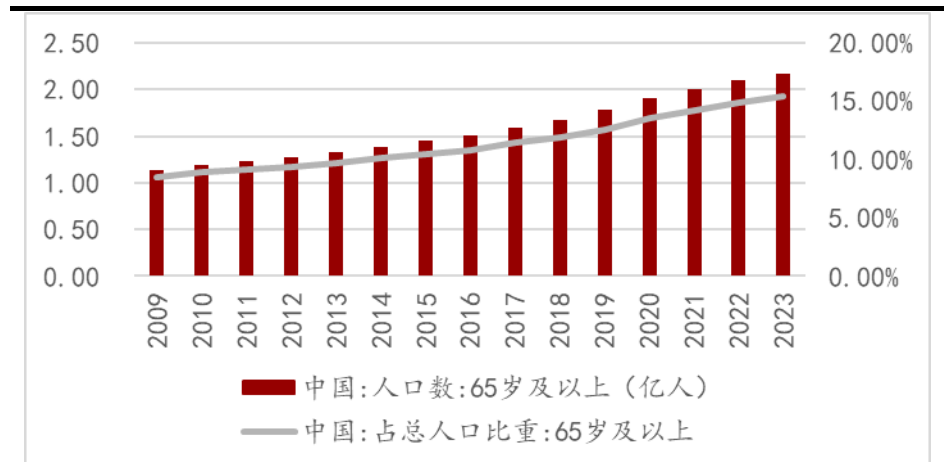
根据中康2024年大健康消费调研,线下药店是居民日常购药渠道,其渗透率高达85.3%;新零售是居民家庭备药、临时购药、闪购送货到家主要选择,其渗透率高达82.8%,显示居民对线上线下药店提供药品服务的黏性较强。同时,在人口老龄化趋势下,叠加中老年人群特别是慢病人群,更多依赖医保统筹,在药店纳入门诊统筹后,药店有望在承接慢病用药需求上承担重要角色。

图表36:医药健康产品购买渠道渗透率(2024年)



资料来源:中康产业研究院,万联证券研究所

图表37:中国65岁及以上人口数量和占比:亿人

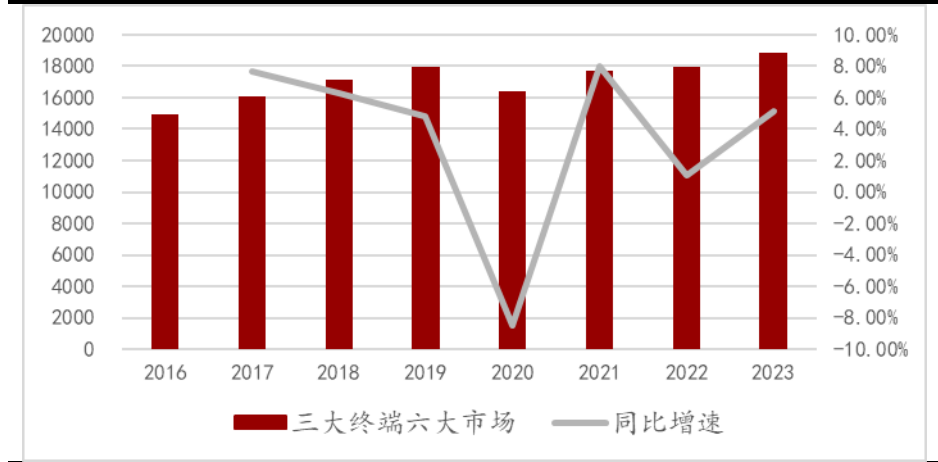


资料来源:wind,国家统计局,万联证券研究所

从药品销售三大终端六大市场销售额复合增速看,根据米内网,2016年到2023年,中国药品三大终端六大市场的销售额从14,975亿元上升至18,865亿元,年复合增速

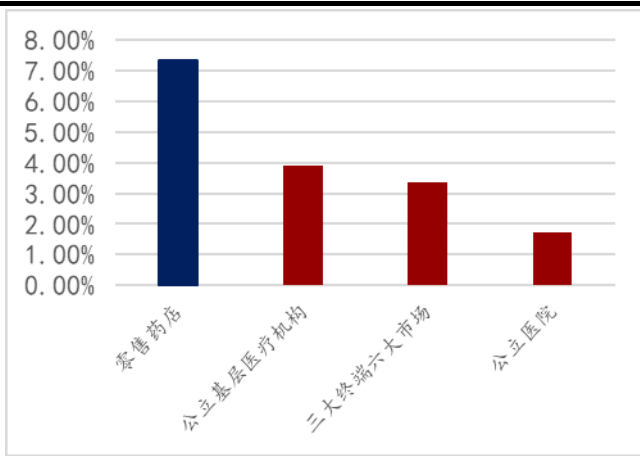
3.35%。其中，公立医院终端、零售药店终端和公立基层医疗终端药品销售额复合增长率分别为1.74%、7.32%、3.91%，零售药店终端增速较高；城市公立医院、县公立医院、实体药店、网上药店、城市社区卫生服务中心、乡镇卫生院年复合增长率分别为1.79%、1.58%、5.59%、45.51%、8.36%、0.64%，线上药店是零售药店增长的重要驱动力。

图表38:我国药品零售销售额和同比增速：亿元



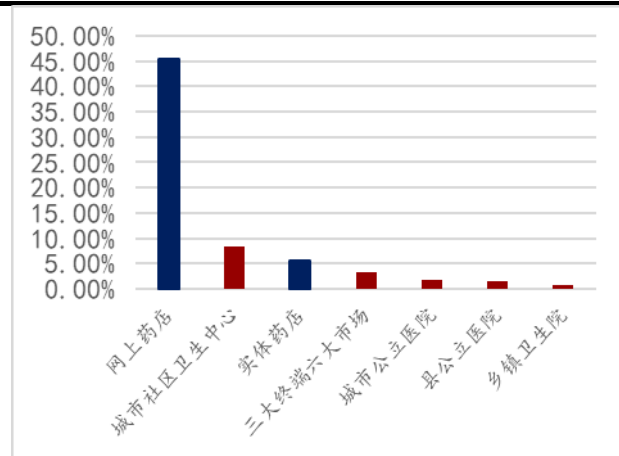
资料来源：米内网，万联证券研究所

图表39:药品销售三大终端销售额复合增速(2016-2023)



资料来源：米内网，万联证券研究所

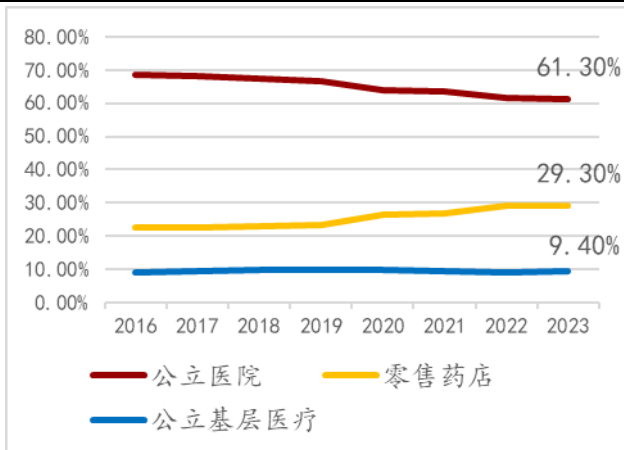
图表40:药品销售六大市场销售额复合增速(2016-2023)



资料来源：米内网，万联证券研究所

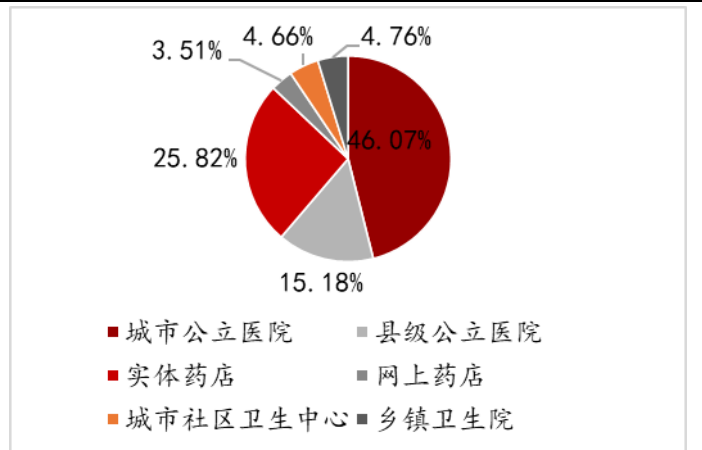
从药品销售三大终端六大市场销售额市场份额看，截至2023年，药品销售额在公立医院终端、零售药店终端和公立基层医疗终端市场份额分别为61.30%、29.30%和9.40%，零售药店终端市场份额呈逐年上升趋势。拆分六大终端市场，截至2023年，城市公立医院、县公立医院、实体药店、网上药店、城市社区卫生服务中心、乡镇卫生院市场份额分别为46.07%、15.18%、25.82%、3.51%、4.66%、4.76%。

图表41:药品三大销售终端市场份额



资料来源: 米内网, 万联证券研究所

图表42:药品销售六大市场市场份额: 2023年

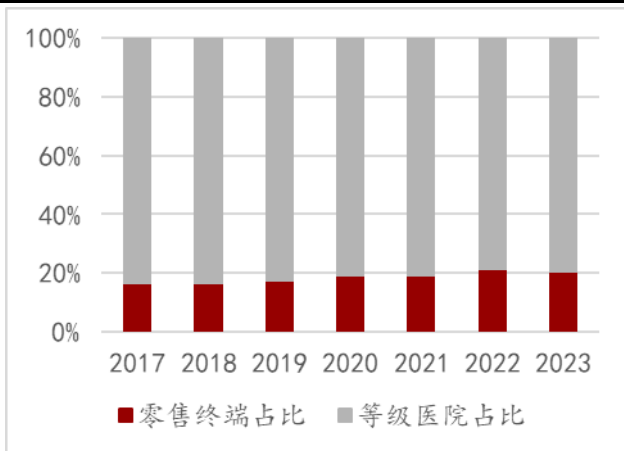


资料来源: 米内网, 万联证券研究所

3.2 大型连锁药店更受益门诊统筹政策

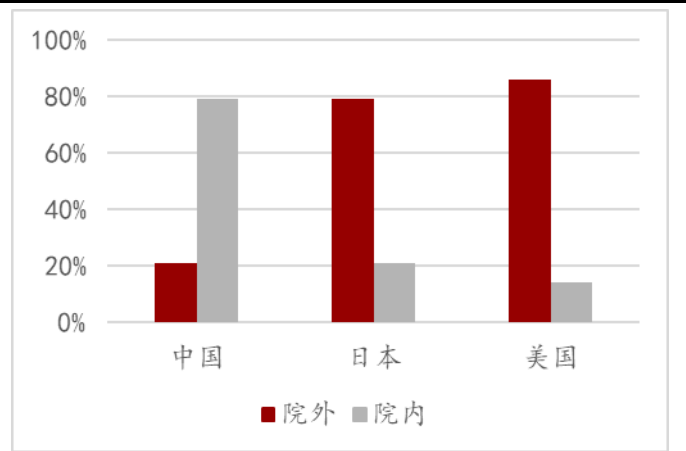
处方外流是实现“医药分家”的重要环节，以“医药分开”为目标的医改给医药零售业带来新的增量市场。自2023年2月份，国家医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》，定点零售药店纳入门诊统筹加速处方外流。从近几年处方药院内院外占比情况看，处方药院外市场占比呈缓慢增长趋势，但占比依旧较低，2023年院内院外占比分别为80%和20%，对标美国和日本处方外流水平，我国处方药院外市场仍有较大增长空间。

图表43:我国处方药院内院外占比



资料来源: 老百姓公告, 万联证券研究所

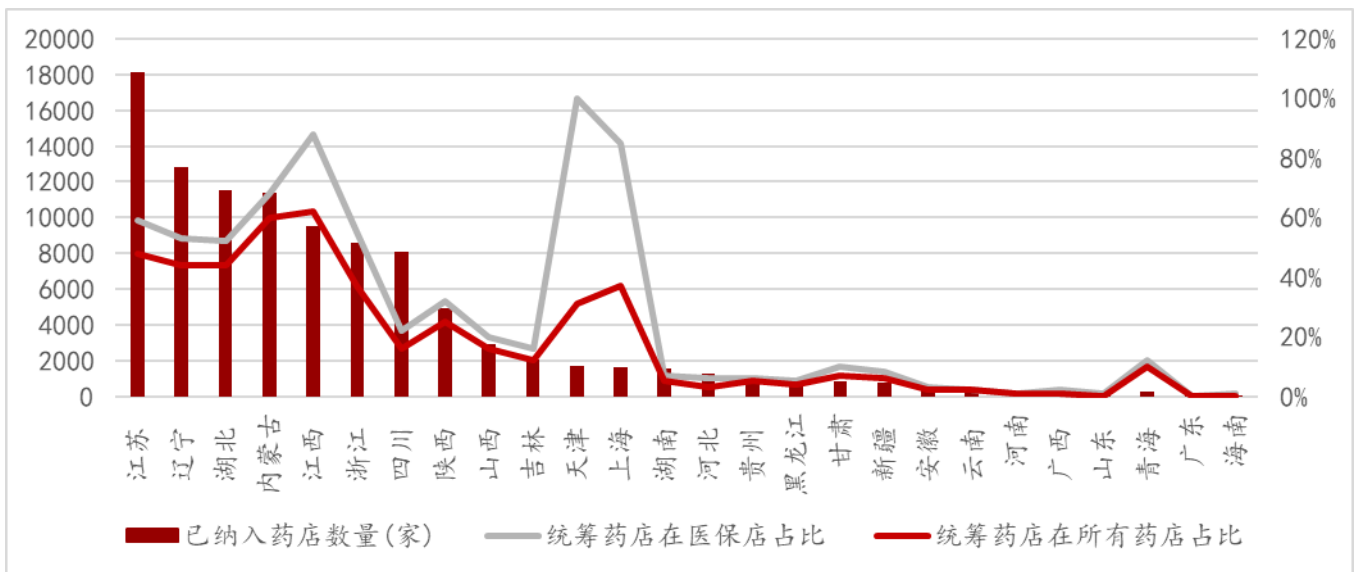
图表44:中日美处方药院内院外占比情况对比(2022年)



资料来源: 老百姓公告, 万联证券研究所

各地区门诊统筹进展差异较大。自2023年2月份，国家医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》以来，已有不少地区下发实施细则，开始推进门诊统筹政策在药店的落地。根据中康产业研究院数据，截至2024年2月，药店门诊统筹政策已在26个省份有不同进度的落地，覆盖220个城市，涉及14.14万家医保定点药店，占比约30%。从各省执行进度来看，江苏、辽宁、湖北、内蒙古有超万家定点药店被纳入门诊统筹管理；按比例看，天津、江西、上海三地门诊统筹定点药店占医保定点药店比例较高，分别为100%、88%和85%。云南、广西、广东、海南、山东等地推进进度较慢，统筹定点药店在医保定点药店的占比低于5%。

图表45:各省份地区门诊统筹药店数量和占比（截至2024.2）



资料来源：中康研究院，万联证券研究所

大型连锁积极布局统筹门店，各连锁药店重点布局地区不同，不同地区门诊统筹政策落实进展有差异。另外，影响处方外流因素较多，包括医院和医生处方外流动力、患者院外购药意愿等。随着各地药店统筹政策持续推进，处方从公立和基层医院外流至药店是未来长期趋势，有望带来药品零售行业长期增量，大型连锁药店积极承接处方外流，在DTP药房、双通道药房、门诊统筹药房等多方面布局下，未来有望持续受益处方外流。随着医保统筹在药店占比提升，有望给药品零售带来长期增量。同时，在价格管控，零售端比价等政策下，医保统筹提高药店流量的意义更大。

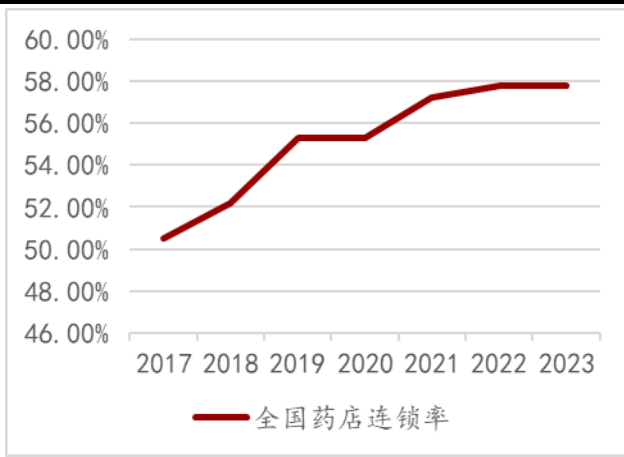
3.3 药品零售连锁化率和行业集中度提升

在监管趋严、价格透明度提高的趋势下，合规运营、精细管理、选品和服务能力更强的大型连锁药店将进一步凸显优势，市场集中度有望加速提升。近年来，国家各级监管逐步升级，药品零售行业的合规性持续提高，医保价格监管趋严，市场价格透明度越来越高，小型连锁药店及单体药店面临较大的经营压力。而全国龙头医药连锁药店拥有较强的议价能力、丰富的产品矩阵、数字化赋能的合规管理等经营优势，能在“市场整合期”中进一步提高市场占有率。同时，随着医保门诊统筹政策的推进，合规性更强的大型连锁药店获得了更多的门诊统筹资质，客流也进一步向大型连锁药店集中。

商务部2021年10月发布《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：到2025年，培育形成5-10家超过500亿的专业化、多元化药品零售连锁企业，药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额65%以上，药品零售连锁率要接近70%。

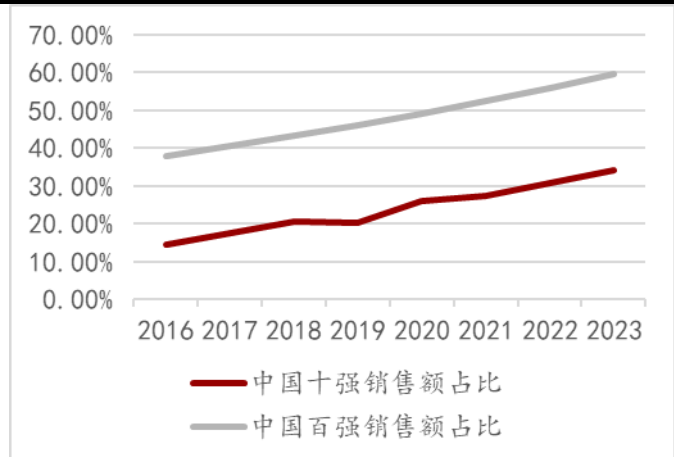
目前，与发达国家相比，我国药店连锁率较低。据中康CMH，美国药店连锁率已超过71%，我国2023年连锁率仅58%左右，且不同地区的药店连锁率存在显著性差异。同时，我国医药零售行业集中度相比发达国家市场仍有较大差距。2022年，美国前三强药房市占率为85%，日本前十强药妆店市占率为73.7%，我国前十强药房市占率仅为30.9%，百强占比仅为55.83%，仍有较大提升空间。

图表46:全国药店连锁率: 2017-2023



资料来源: 老百姓公告, 万联证券研究所

图表47:全国药店十强/百强销售额占比: 2016-2023



资料来源: 老百姓公告, 万联证券研究所

4 盈利预测

- 1) 零售板块: 公司零售板块2024年前三季度收入增速6.84%, 主要受到行业政策环境等影响增速有所下滑。药品零售是公司核心业务, 未来在门诊统筹持续推进、行业政策因素逐步消化的趋势下, 零售板块有望保持稳健增长。未来价格管控预计影响相关药品价格, 但公司具备规模效应, 有望通过成本控制, 调整业务结构等保持零售板块毛利率水平稳健, 公司零售板块2024年前三季度毛利率水平为41.43%。
- 2) 批发板块: 公司加盟店数量、收入和毛利占比逐年增长, 近几年增速较快, 是公司增长驱动力之一, 预计未来在低基数基础上保持稳健增长。
- 3) 费用率: 销售费用主要包含租金、人力成本等, 这部分费用在新店以及次新店占比相对较高。随着新店的成长, 预计销售费用率未来呈缓慢降低趋势; 另外, 规模效应有望带来管理费用率进一步降低。

图表48:公司盈利预测: 亿元

		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
	营业总收入	198.86	225.88	249.85	281.19	320.98
	yoy	29.75%	13.59%	10.61%	12.54%	14.15%
	营业总成本	120.25	139.57	151.08	172.12	198.43
	销售毛利率	39.53%	38.21%	39.53%	38.79%	38.18%
零售	收入	180.22	201.85	218.00	239.80	268.57
	收入同比	27.93%	12.00%	8.00%	10.00%	12.00%
	成本	107.34	121.94	126.44	139.08	155.77
	毛利率	40.44%	39.59%	42.00%	42.00%	42.00%
批发	收入	13.59	18.92	26.49	35.76	46.49
	收入同比	88.75%	39.22%	40.00%	35.00%	30.00%
	成本	12.30	17.15	24.10	32.47	42.07
	毛利率	9.47%	9.36%	9.00%	9.20%	9.50%
其他	收入	5.05	5.11	5.37	5.63	5.92

收入同比	-2.70%	1.19%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	0.61	0.48	0.54	0.56	0.59
毛利率	87.95%	90.52%	90.00%	90.00%	90.00%

资料来源：公司公告，万联证券研究所预测

5 投资建议

处方外流趋势下，门诊统筹加速药品院外市场发展。公司是药品零售行业龙头，有望通过内生提效和外延扩张实现做大做强。通过对公司基本面分析，预计公司2024/2025/2026年归母净利润分别为15.67亿元/17.45亿元/20.01亿元，对应EPS1.29元/股、1.44元/股、1.65元/股，对应PE为19.26/17.30/15.08（对应2024年12月13日收盘价24.89元），首次覆盖给予“买入”评级。

6 风险提示

1) 行业政策风险

药品零售行业的发展受到国家政策的规范及影响。随着我国药品零售行业管理标准逐年提升，对于企业经营提出了更高的要求。随着新医改的逐步深入，在全面推进公立医院改革、药品零差率、两票制、医保支付方式、医保个人账户改革等系列政策的同时，行业监管日趋严格，如公司经营管理水平及内部运营体系不能及时根据监管及行业政策进行调整，公司有可能存在一定的经营风险。

2) 市场竞争加剧的风险

我国医药零售行业市场集中度较低，行业竞争激烈。特别是近几年来，行业内大型药店连锁企业通过自主扩张和兼并重组，不断扩大营销网络，实现跨区域发展，行业的市场集中度逐步提高，零售药店企业之间的竞争日趋激烈。

3) 并购门店经营不达预期的风险

在行业并购整合的大趋势下，公司制定了“新开+并购+加盟”的拓展战略。并购项目的盈利状况受到政策环境、市场需求以及自身经营状况等多重因素的影响，如果未来政策发生重大不利变化，消费人群购买习惯发生变化，或者发生不可抗的重大不利事件，并购门店未来经营状况未达预期，则存在商誉减值风险。

利润表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	22588	24985	28119	32098
同比增速 (%)	13.59	10.61	12.54	14.15
营业成本	13958	15108	17212	19843
毛利	8631	9877	10908	12254
营业收入 (%)	38.21	39.53	38.79	38.18
税金及附加	89	95	110	128
营业收入 (%)	0.40	0.38	0.39	0.40
销售费用	5487	6371	7030	7864
营业收入 (%)	24.29	25.50	25.00	24.50
管理费用	962	1257	1378	1444
营业收入 (%)	4.26	5.03	4.90	4.50
研发费用	34	37	39	42
营业收入 (%)	0.15	0.15	0.14	0.13
财务费用	86	82	56	91
营业收入 (%)	0.38	0.33	0.20	0.28
资产减值损失	-73	0	0	0
信用减值损失	-5	0	0	0
其他收益	76	80	84	90
投资收益	42	125	127	128
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	42	35	42	58
营业利润	2055	2275	2548	2961
营业收入 (%)	9.10	9.11	9.06	9.23
营业外收支	-17	-3	-2	-3
利润总额	2038	2272	2546	2958
营业收入 (%)	9.02	9.09	9.05	9.22
所得税费用	457	511	586	710
净利润	1581	1761	1960	2248
营业收入 (%)	7.00	7.05	6.97	7.00
归属于母公司的净利润	1412	1567	1745	2001
同比增速 (%)	11.90	10.99	11.33	14.68
少数股东损益	169	194	216	247
EPS (元/股)	1.16	1.29	1.44	1.65

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	1.16	1.29	1.44	1.65
BVPS	8.09	9.23	10.39	11.72
PE	21.37	19.26	17.30	15.08
PEG	1.80	1.75	1.53	1.03
PB	3.08	2.70	2.39	2.12
EV/EBITDA	10.47	11.12	10.15	8.28
ROE	14.40%	14.00%	13.85%	14.08%
ROIC	11.20%	10.33%	10.07%	10.36%

资产负债表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3566	7080	5799	7101
交易性金融资产	1631	3309	4361	5798
应收票据及应收账款	2138	2429	2668	3068
存货	3808	5707	5457	6401
预付款项	141	227	258	298
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	845	1209	1368	1575
流动资产合计	12129	19961	19910	24240
长期股权投资	6	6	6	6
固定资产	1524	1941	2313	2637
在建工程	175	192	133	98
无形资产	471	496	524	532
商誉	4611	5035	5474	5902
递延所得税资产	139	194	194	194
其他非流动资产	5083	5636	6064	6413
资产总计	24137	33461	34617	40021
短期借款	0	20	20	20
应付票据及应付账款	8171	12968	11508	13972
预收账款	16	25	28	32
合同负债	80	125	141	160
应付职工薪酬	464	544	688	794
应交税费	263	400	562	642
其他流动负债	2276	3262	3322	3585
流动负债合计	11269	17323	16250	19185
长期借款	134	154	174	194
应付债券	0	1591	2091	2591
递延所得税负债	27	17	17	17
其他非流动负债	2260	2347	2434	2521
负债合计	13689	21432	20965	24508
归属于母公司的所有者权益	9804	11193	12600	14214
少数股东权益	643	836	1052	1299
股东权益	10447	12029	13652	15513
负债及股东权益	24137	33461	34617	40021

现金流量表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	4624	5179	1117	4154
投资	-552	-1750	-1074	-1492
资本性支出	-724	-1514	-1486	-1488
其他	-1704	78	54	86
投资活动现金流净额	-2980	-3186	-2506	-2895
债权融资	11	1796	587	587
股权融资	17	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	-95	40	20	20
筹资成本	-417	-439	-500	-565
其他	-1609	124	0	0
筹资活动现金流净额	-2093	1522	108	43
现金净流量	-450	3515	-1282	1302

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场