

医药改革加快零售药店业态升级分化，大型连锁药店迎新机遇

强于大市 (首次)

——2025 年零售药店行业投资策略报告

2024 年 12 月 25 日

行业核心观点:

受政策冲击和消费低迷等影响，药店行业整体增速放缓，短期承压。医药改革、基本医疗保险、医保个账和门诊统筹等医药改革长期有利于提高行业集中度和连锁化率。依然看好在老龄化和处方外流趋势下，专业服务能力强且合规经营、聚焦满足消费者健康需求的大型连锁医药零售企业。

投资要点:

强监管、处方外流趋势下，大型连锁迎来新机遇

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；

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；

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。

通过对上市药店主要财务数据和经营情况对比发现，

上市药店收入规模和门店数量整体呈正比，收入增长情况和门店扩张速度基本一致。近几年上市药店收入规模领先且增速较高的是益丰药房和大参林；

整体看，门店规模、收入规模较大的药店毛利率水平领先，体现出药店行业的规模效应。销售毛利率水平行业领先且近两年呈增长趋势的药店有益丰药房和老百姓；

在市场和政策因素导致行业增长放缓的背景下，多数连锁药店开始放缓门店扩张速度，聚焦存量门店发展和控费提效。三项费用率合计水平近几年呈降低趋势的只有大参林。近几年药店拓展门店投入前期相关费用的增长对公司短期内业绩造成负面影响。从 2024 年前三季度利润水平看，在行业收入下滑和刚性费用影响利润水平背景下，益丰药房和华人健康利润具韧性；

药店日均坪效水平受新增门店影响，新增门店处于培育期会拉低整体坪效水平。另外，一般省会城市、旗舰店等坪效水平更高。整体看，近几年上市药店日均坪效水平从高到低依次为大参林、漱玉平民、益丰药房、老百姓、华人健康、健之佳和一心堂；

与药店经营对应的运营效率指标主要有应付账款周转天数、库存周转天

行业相对沪深 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

数、应收账款周转天数。从各上市药店近几年数据看，**只有大参林存货周转天数呈缩短趋势**，多数公司应收账款周转天数和应付账款周转天数呈增长趋势。

投资建议

随着我国已步入深度老龄化阶段，人口结构发展拐点到来，健康需求将进一步提升。在新一轮医药改革的推动下，医药分家持续深化，加速医院处方外流，加快零售药店业态升级分化。带量采购品种范围不断扩大，加速更多品种转战院外；门诊共济给纳入门诊统筹的药店带来机会，有望承接更多医院处方和客流；医药电商的快速发展，带来更多线上渠道的市场机会，将加速提升行业集中度和连锁化率。对满足消费者健康需求、专业服务能力强、供应链优势明显、合规经营的医药企业长期利好趋势不变。**建议关注专业服务能力强且合规经营、聚焦满足消费者健康需求的大型连锁医药零售企业。**

风险因素：个账改革等政策对药品零售行业影响超预期风险、处方外流等政策落地不达预期风险等

正文目录

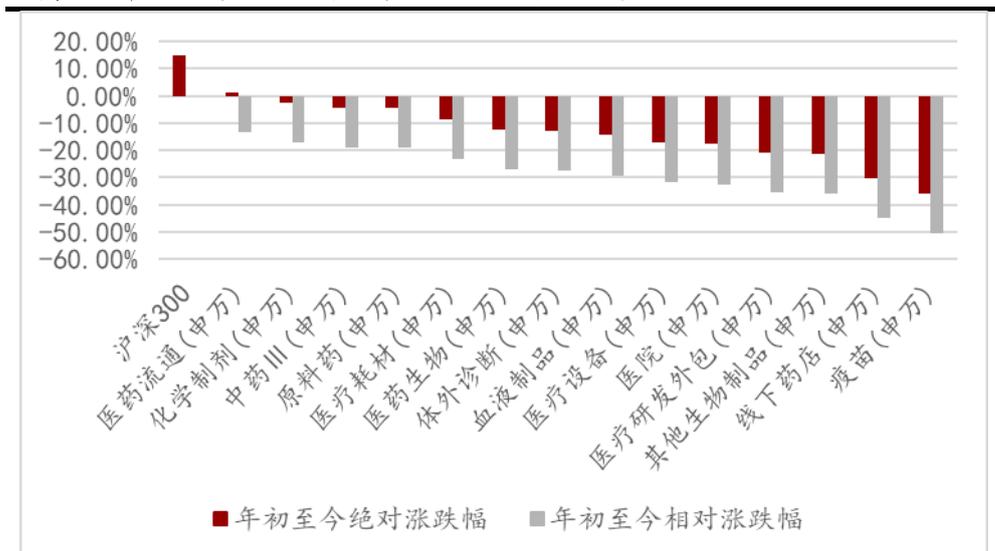
1 药店行情回顾：政策冲击和消费低迷，行业短期承压	5
2 处方外流趋势下，门诊统筹给药品零售带来长期增量	7
2.1 健康需求刚性，药店承担重要的医药服务供给角色	7
2.2 大型连锁药店更受益门诊统筹政策	9
2.3 药品零售连锁化率和行业集中度提升	10
3 上市零售药店财务数据和经营情况	11
3.1 门店扩张带来业绩增长，益丰药房和大参林收入表现突出	11
3.1 规模效应提升盈利能力，行业调整下控费提效是趋势	12
3.1.1 销售毛利率具规模效应，益丰药房和老百姓表现突出	12
3.1.2 大参林费用控制水平领先	13
3.1.3 益丰药房和华人健康利润具韧性	14
3.1.4 大参林日均坪效水平行业领先	16
3.2 营运效率影响企业健康运转，大参林营运指标表现突出	16
3.3 积极布局“多元化”“新零售”“专业化”	18
4 上市公司	20
4.1 益丰药房：聚焦扩张、精细化运营的头部连锁药店	20
4.2 大参林：深根华南，拓展全国，规模领先的连锁药店	20
4.3 老百姓：全国布局的老牌连锁药店	21
4.4 一心堂：云南省零售药店龙头	21
4.5 漱玉平民：山东省零售药店龙头	22
4.6 健之佳：深耕云南、立足西南，多元化布局	22
4.7 华人健康：深耕安徽、聚焦华东、辐射周边	23
4.8 第一医药：上海地区批零一体的老字号医药流通企业	23
5 投资建议	24
6 风险提示	24
图表 1：申万医药三级子行业年初至今涨跌幅（截至 2024.12.23）	5
图表 2：医药三级子行业 PE 对比（截至 2024.12.23）	5
图表 3：SW 线下药店估值分位数（截至 2024.12.23）	5
图表 4：中国:社会消费品零售总额:商品零售:当月同比%	6
图表 5：SW 线下药店营业总收入和同比增速：亿元	6
图表 6：SW 线下药店归母净利润和同比增速：亿元	6
图表 7：医药健康产品购买渠道渗透率（2024 年）	7
图表 8：中国 65 岁及以上人口数量和占比：亿人	7
图表 9：我国药品零售销售额和同比增速：亿元	8
图表 10：药品销售三大终端销售额复合增速(2016-2023)	8
图表 11：药品销售六大市场销售额复合增速(2016-2023)	8
图表 12：药品三大销售终端市场份额	8
图表 13：药品销售六大市场市场份额：2023 年	8
图表 14：我国处方药院内院外占比	9
图表 15：中日美处方药院内院外占比情况对比（2022 年）	9
图表 16：各省份地区门诊统筹药店数量和占比（截至 2024.2）	9
图表 17：全国药店连锁率：2017-2023	10

图表 18: 全国药店十强/百强销售额占比: 2016-2023.....	10
图表 19: 上市药店门店总数量: 家 (截至 2024Q3)	11
图表 20: 上市药店门店数量年复合增速 (2021-2024Q3)	11
图表 21: 上市药店门店覆盖区域对比 (截至 2024Q3)	11
图表 22: 上市药店营业总收入: 亿元 (2024Q3)	12
图表 23: 上市药店营业总收入年复合增速 (2018-2024 前三季度)	12
图表 24: 上市药店销售毛利率水平对比: % (2024Q3)	13
图表 25: 上市药店销售毛利率水平趋势: %.....	13
图表 26: 上市药店销售费用率对比 (2024Q3)	13
图表 27: 上市药店销售费用率趋势	13
图表 28: 上市药店管理费用率对比 (2024Q3)	14
图表 29: 上市药店管理费用率趋势	14
图表 30: 上市药店三项费用率合计对比 (2024Q3)	14
图表 31: 上市药店三项费用率合计趋势	14
图表 32: 上市药店归母净利润: 亿元 (2024Q3)	15
图表 33: 上市药店归母净利润复合增速 (2018-2024 前三季度)	15
图表 34: 上市药店归母净利润近 2 年同比增速	15
图表 35: 上市药店销售净利率水平对比: % (2024Q3)	16
图表 36: 上市药店销售净利率水平趋势: %.....	16
图表 37: 上市药店日均坪效 (元/平方米)	16
图表 38: 上市药店存货周转天数对比 (2024Q3)	17
图表 39: 上市药店存货周转天数变化趋势	17
图表 40: 上市药店应收账款周转天数对比 (2024Q3)	17
图表 41: 上市药店应收账款周转天数变化趋势	17
图表 42: 上市药店应付账款周转天数对比 (2024Q3)	18
图表 43: 上市药店应付账款周转天数变化趋势	18
图表 44: 部分上市药店多元化布局	18
图表 45: 部分上市药店新零售布局	19
图表 46: 部分上市药店专业药房布局	19
图表 47: 益丰药房营业收入和同比增速: 亿元	20
图表 48: 益丰药房归母净利润和同比增速: 亿元	20
图表 49: 大参林营业收入和同比增速: 亿元	21
图表 50: 大参林归母净利润和同比增速: 亿元	21
图表 51: 老百姓营业收入和同比增速: 亿元	21
图表 52: 老百姓归母净利润和同比增速: 亿元	21
图表 53: 一心堂营业收入和同比增速: 亿元	22
图表 54: 一心堂归母净利润和同比增速: 亿元	22
图表 55: 漱玉平民营业收入和同比增速: 亿元	22
图表 56: 漱玉平民归母净利润和同比增速: 亿元	22
图表 57: 健之佳营业收入和同比增速: 亿元	23
图表 58: 健之佳归母净利润和同比增速: 亿元	23
图表 59: 华人健康营业收入和同比增速: 亿元	23
图表 60: 华人健康归母净利润和同比增速: 亿元	23
图表 61: 第一医药营业收入和同比增速: 亿元	24
图表 62: 第一医药归母净利润和同比增速: 亿元	24

1 药店行情回顾：政策冲击和消费低迷，行业短期承压

年初以来，医药生物板块下跌12.37%，跑输沪深300指数27.01个百分点；申万医药三级子行业涨跌幅从高到低依次是医药流通+1.31%、化学制剂-2.63%、中药-4.47%、原料药-4.48%、医疗耗材-8.59%、体外诊断-12.97%、血液制品-14.53%、医疗设备-16.93%、医院-17.78%、医疗研发外包-20.77%、其他生物制品-21.14%、线下药店-30.10%、疫苗-35.89%，均跑输沪深300指数，只有医药流通实现正涨幅。

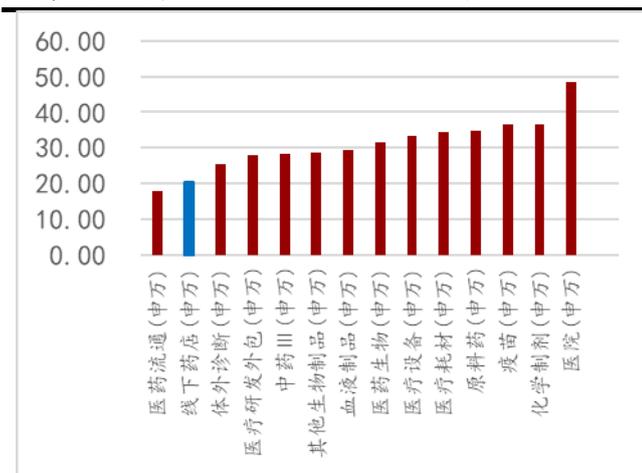
图表1：申万医药三级子行业年初至今涨跌幅（截至 2024.12.23）



资料来源：wind，万联证券研究所

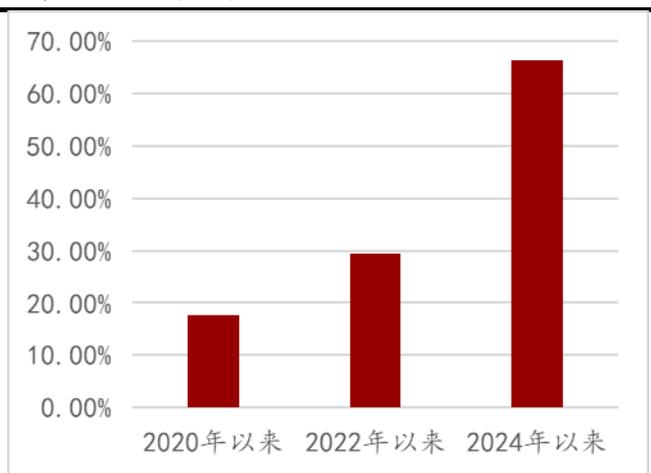
横向看，2024年12月23日，医药行业PE（TTM）为31.46倍，线下药店PE（TTM）为20.30倍，在13个医药三级子行业中排名第2。纵向看，截至2024年12月23日，线下药店板块2020年以来、2022年以来和2024年以来的市盈率分位数分别为17.59%、29.49%、66.38%。

图表2：医药三级子行业 PE 对比（截至 2024.12.23）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表3：SW 线下药店估值分位数（截至 2024.12.23）



资料来源：wind，万联证券研究所

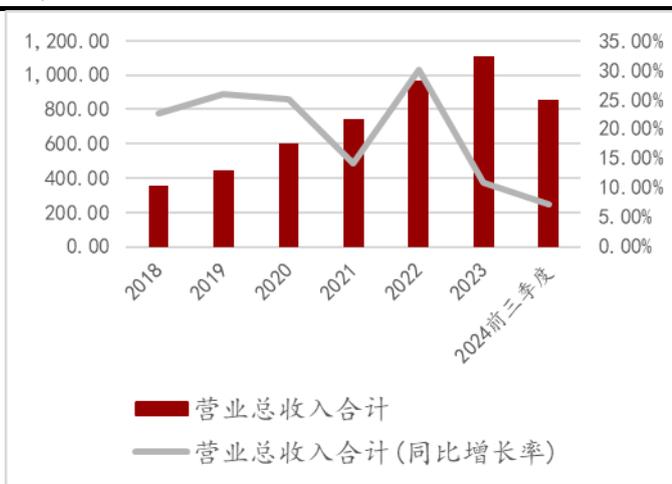
受政策冲击和消费低迷等影响，药店行业整体增速放缓，短期承压。2024年医药改革政策持续推行，医保个账减少及统筹医保落地滞后、强监管、药品销售同期高基数等因素影响，叠加消费市场低迷增长，药店行业整体营业收入增幅趋缓，无法覆盖门店增长导致费用刚性增长，利润承受下滑压力。

图表4: 中国:社会消费品零售总额:商品零售:当月同比%



资料来源: wind, 国家统计局, 万联证券研究所

图表5: SW 线下药店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6: SW 线下药店归母净利润和同比增速: 亿元



资料来源: wind, 万联证券研究所

短期看，在医保个账及门诊统筹改革政策的探索期，各省市政策落地执行存在滞后性及不确定性，行业发展处于调整阶段。个账改革陆续落地，各省市门诊统筹政策的诊疗规范要求、处方流转、药店资质要求、报销额度管控、政策推进力度等不同且尚在探索，部分省市门诊统筹政策正细化、落地，集客红利尚未呈现。此外，医保合规监管持续加强，行业价格专项治理、比价系统上线、线上医保结算等政策，对行业发展的影响深入、叠加，行业步入结构调整、转型阶段。

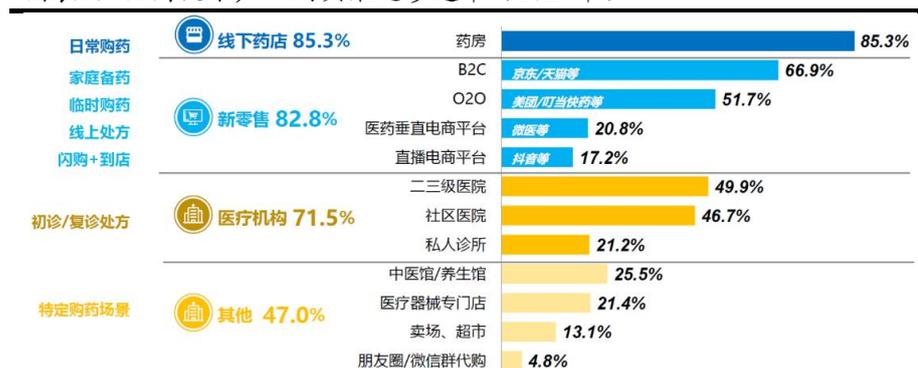
长期看，医药改革、基本医疗保险、医保个账和门诊统筹等医药改革长期有利于提高行业集中度和连锁化率，对专业服务能力强且合规经营、聚焦满足消费者健康需求的大型连锁医药零售企业长期利好。

2 处方外流趋势下，门诊统筹给药品零售带来长期增量

2.1 健康需求刚性，药店承担重要的医药服务供给角色

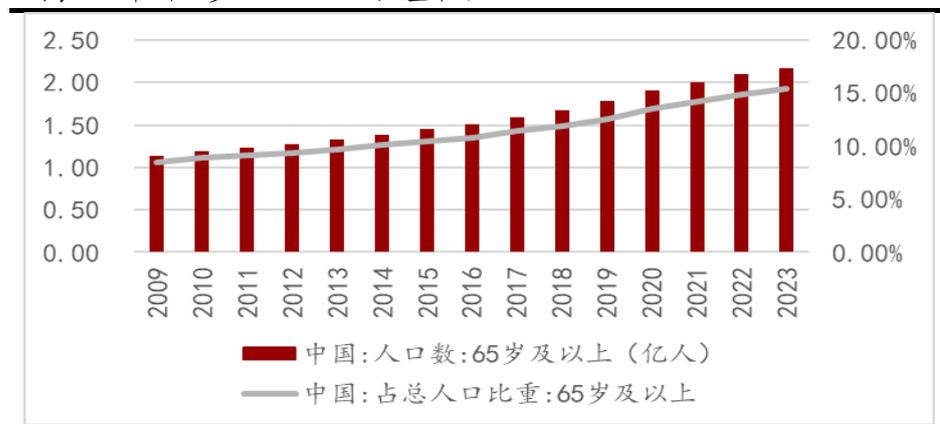
根据中康2024年大健康消费调研，线下药店是居民日常购药渠道，其渗透率高达85.3%；新零售是居民家庭备药、临时购药、闪购送货到家主要选择，其渗透率高达82.8%，显示居民对线上线下药店提供药品服务的黏性较强。同时，在人口老龄化趋势下，叠加中老年人群特别是慢病人群，更多依赖医保统筹，在药店纳入门诊统筹后，药店有望在承接慢病用药需求上承担重要角色。

图表7: 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

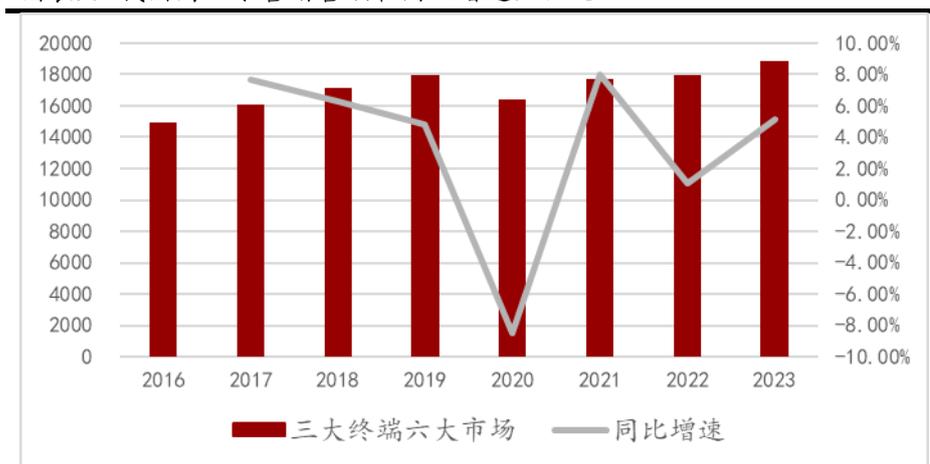
图表8: 中国65岁及以上人口数量和占比: 亿人



资料来源: wind, 国家统计局, 万联证券研究所

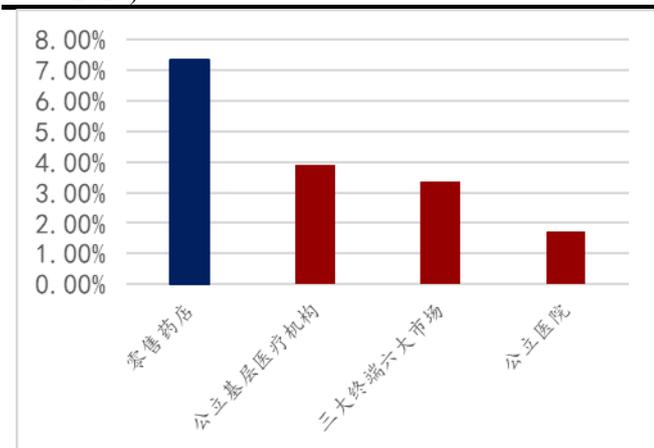
从药品销售三大终端六大市场销售额复合增速看，根据米内网，2016年到2023年，中国药品三大终端六大市场的销售额从14,975亿元上升至18,865亿元，年复合增速3.35%。其中，公立医院终端、零售药店终端和公立基层医疗终端药品销售额复合增长率分别为1.74%、7.32%、3.91%，零售药店终端增速较高；城市公立医院、县公立医院、实体药店、网上药店、城市社区卫生中心、乡镇卫生院年复合增长率分别为1.79%、1.58%、5.59%、45.51%、8.36%、0.64%，线上药店是零售药店增长的重要驱动力。

图表9: 我国药品零售销售额和同比增速: 亿元



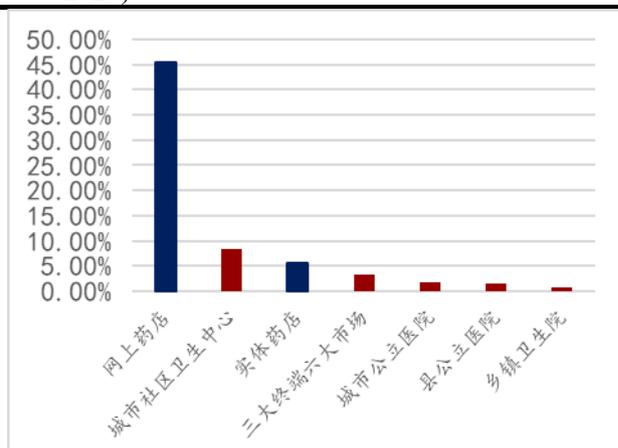
资料来源: 米内网, 万联证券研究所

图表10: 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

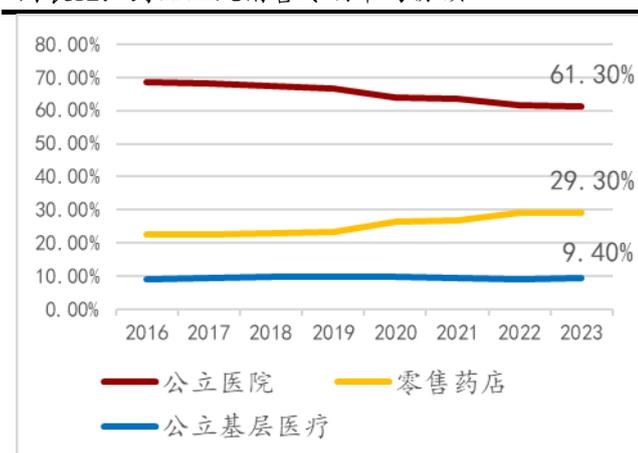
图表11: 药品销售六大市场销售额复合增速(2016-2023)



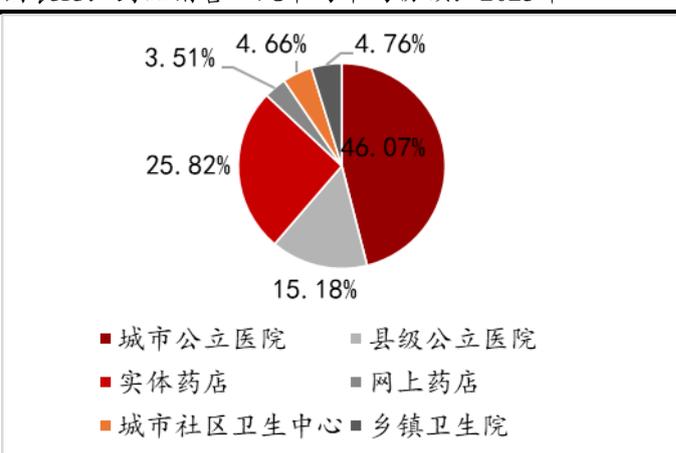
资料来源: 米内网, 万联证券研究所

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12: 药品三大销售终端市场份额



图表13: 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

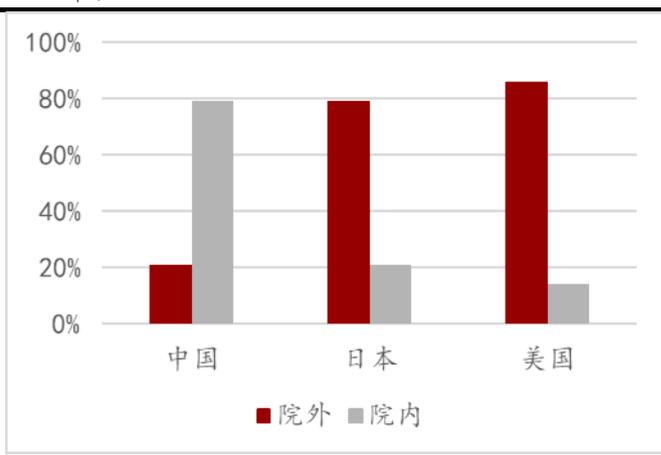
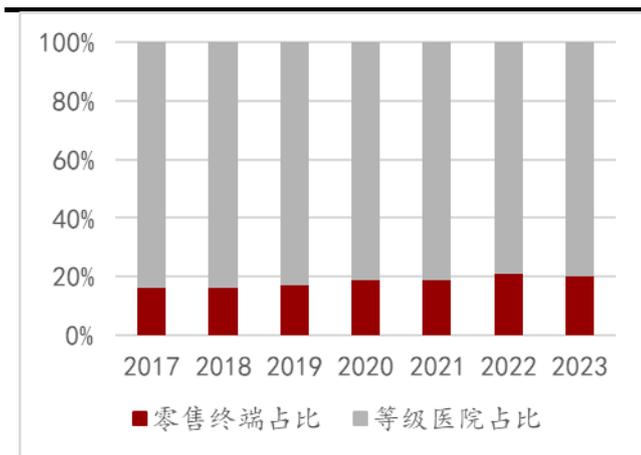
资料来源：米内网，万联证券研究所

2.2 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14：我国处方药院内院外占比

图表15：中日美处方药院内院外占比情况对比（2022年）

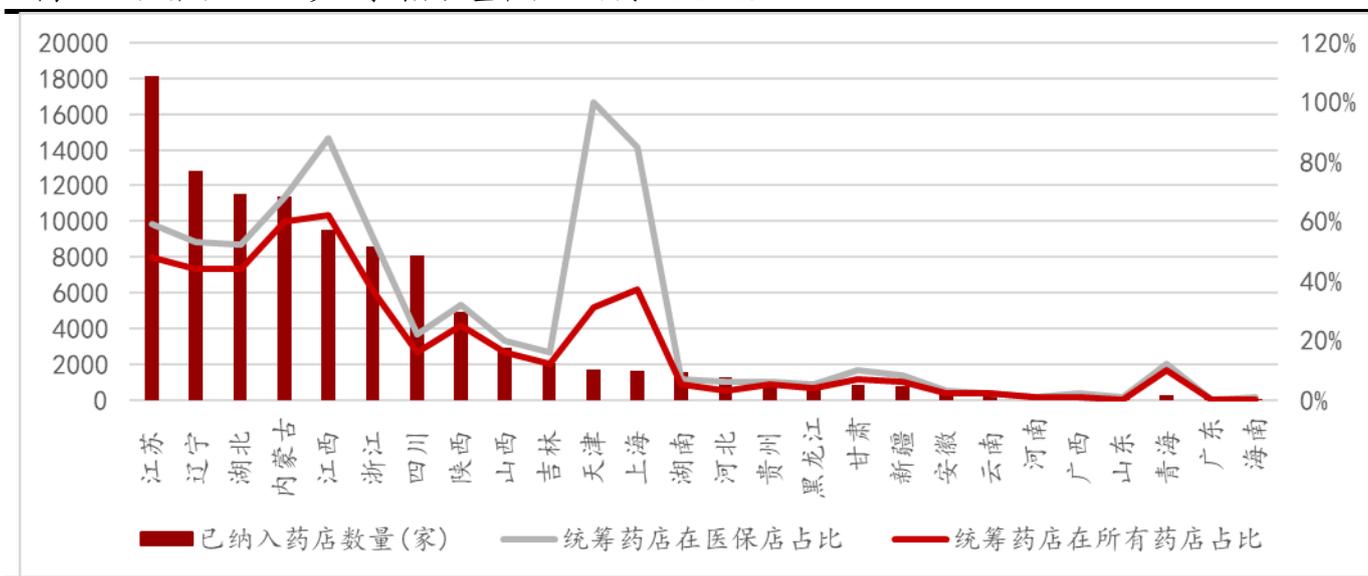


资料来源：老百姓公告，万联证券研究所

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16：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。

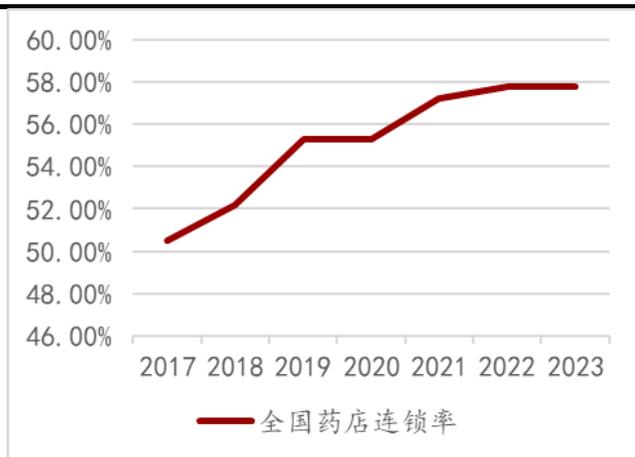
2.3 药品零售连锁化率和行业集中度提升

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%。

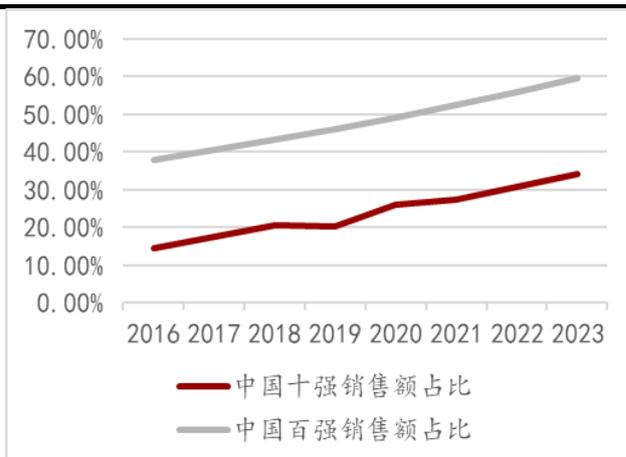
目前，与发达国家相比，我国药店连锁率较低。据中康CMH，美国药店连锁率已超过71%，我国2023年连锁率仅58%左右，且不同地区的药店连锁率存在显著性差异。同时，我国医药零售行业集中度相比发达国家市场仍有较大差距。2022年，美国前三强药房市占率为85%，日本前十强药妆店市占率为73.7%，我国前十强药房市占率仅为30.9%，百强占比仅为55.83%，仍有较大提升空间。

图表17：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18：全国药店十强/百强销售额占比：2016-2023



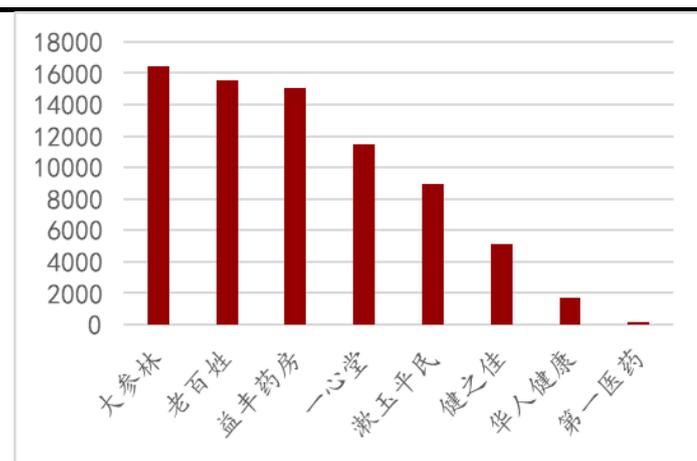
资料来源：老百姓公告，万联证券研究所

3 上市零售药店财务数据和经营情况

3.1 门店扩张带来业绩增长，益丰药房和大参林收入表现突出

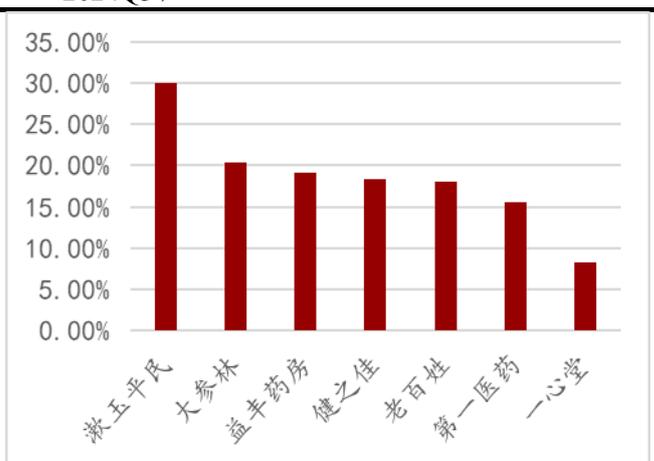
近几年各大连锁药店通过自建、并购、加盟等方式在不同省份扩张，其中大参林、益丰药房、老百姓、漱玉平民主要以直营和加盟方式扩张，其余连锁药店多以直营为主。截至2024Q3，上市药店门店数量从高到低依次是大参林、老百姓、益丰药房、一心堂、漱玉平民、健之佳、华人健康和第一医药。从2021年以来门店扩张速度看，增速从高到低依次为漱玉平民、大参林、益丰药房、健之佳、老百姓、第一医药、一心堂，其中华人健康2023年上市。

图表19: 上市药店门店总数量: 家 (截至 2024Q3)



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所 (说明: 华人健康为2024半年报数据, 三季度门店数量未披露)

图表20: 上市药店门店数量年复合增速 (2021-2024Q3)



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所 (说明: 华人健康2023年上市, 未披露2024Q3门店数量数据)

从门店覆盖区域范围看，大参林和老百姓覆盖省份较多，分别完成了全国21个和18个省份覆盖，益丰药房和一心堂均覆盖了10个省份。

图表21: 上市药店门店覆盖区域对比 (截至2024Q3)

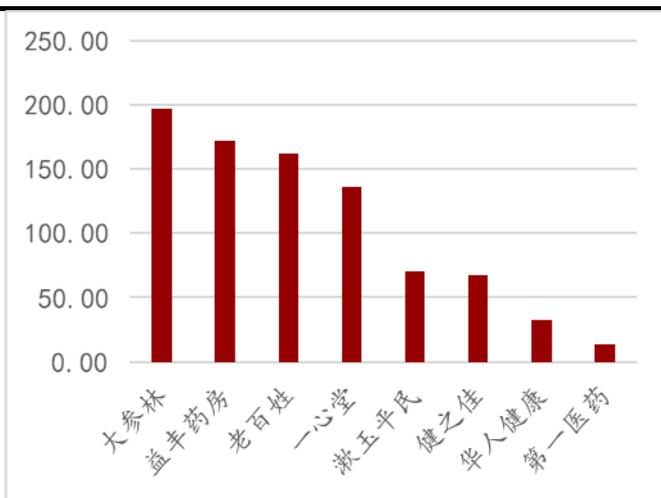
公司	覆盖省份数量	覆盖省份
大参林	21	华东: 江西、浙江、福建、江苏、山东、安徽、上海 华中: 河南、湖北 华南: 广东、广西、海南 东北、华北、西北、西南: 河北、黑龙江、陕西、四川、重庆、辽宁、山西、新疆、内蒙古
益丰药房	10	华东: 江苏、江西、上海、浙江 中南: 湖南、湖北、广东 华北: 河北、北京、天津
老百姓	18	华东: 浙江、上海、安徽、江苏、山东 华中: 湖南、湖北、江西、河南 华南: 广东、广西 华北: 天津、内蒙古、山西 西北: 陕西、甘肃、宁夏、贵州
一心堂	10	华东: 上海 华中: 河南 华南: 广西、海南 华北: 山西、天津

		西南: 云南、四川、重庆市、贵州
漱玉平民	6	山东、辽宁、福建、黑龙江、河南、甘肃
健之佳	7	云南、贵州、四川、广西、重庆、河北、辽宁
华人健康	4	安徽、浙江、江苏、河南
第一医药	1	上海

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

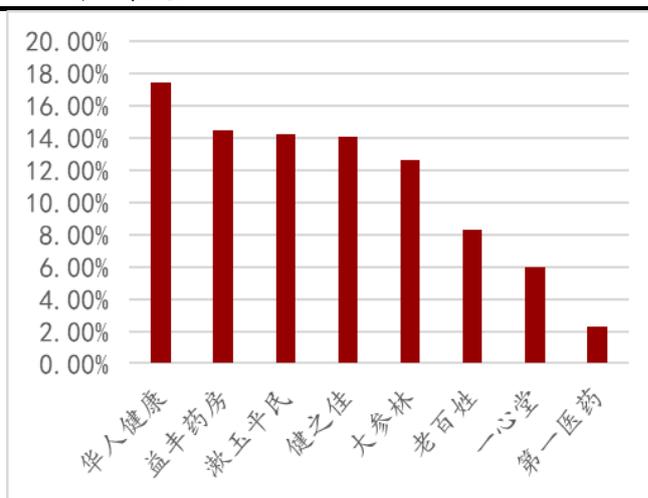
从营业收入规模看, 上市药店收入规模和门店数量整体呈正比。从营业收入增长率看, 2018年以来收入增速从高到低依次是华人健康、益丰药房、漱玉平民、健之佳、大参林、老百姓、一心堂和第一医药, 整体看, 收入增长情况和门店扩张速度基本一致。可以看出, 近几年上市药店收入规模领先且增速较高的是益丰药房和大参林。

图表22: 上市药店营业总收入: 亿元 (2024Q3)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表23: 上市药店营业总收入年复合增速 (2018-2024 前三季度)



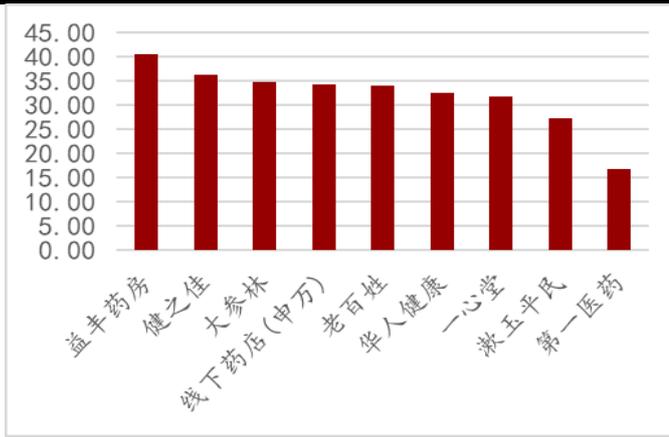
资料来源: wind, 万联证券研究所

3.1 规模效应提升盈利能力, 行业调整下控费提效是趋势

3.1.1 销售毛利率具规模效应, 益丰药房和老百姓表现突出

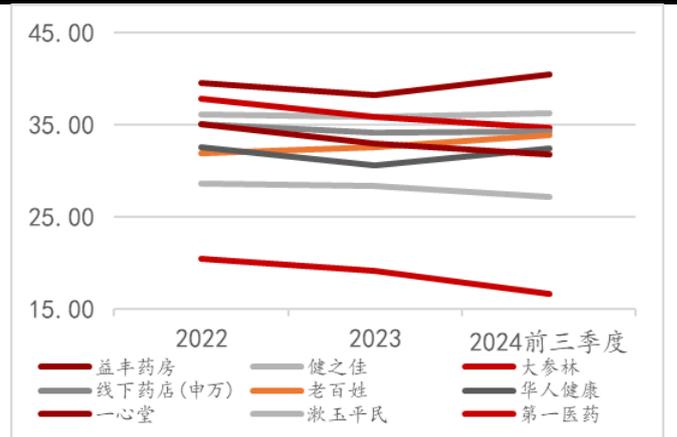
2024年前三季度上市药店毛利率水平从高到底依次为益丰药房、健之佳、大参林、老百姓、华人健康、一心堂、漱玉平民、第一医药, 线下药店板块平均毛利率水平为34.33%。药店毛利率水平受多因素影响, 包括门店属性(直营、加盟)、业务结构、产品结构, 采购成本等。整体看, 门店规模、收入规模较大的药店毛利率水平领先, 体现出药店行业的规模效应。从各上市药店自身毛利率水平增减趋势看, 2022年以来, 毛利率呈增长趋势的有益丰药房、健之佳、老百姓、华人健康。可以看出, 销售毛利率水平行业领先且近两年呈增长趋势的药店有益丰药房和老百姓。

图表24: 上市药店销售毛利率水平对比: % (2024Q3)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表25: 上市药店销售毛利率水平趋势: %

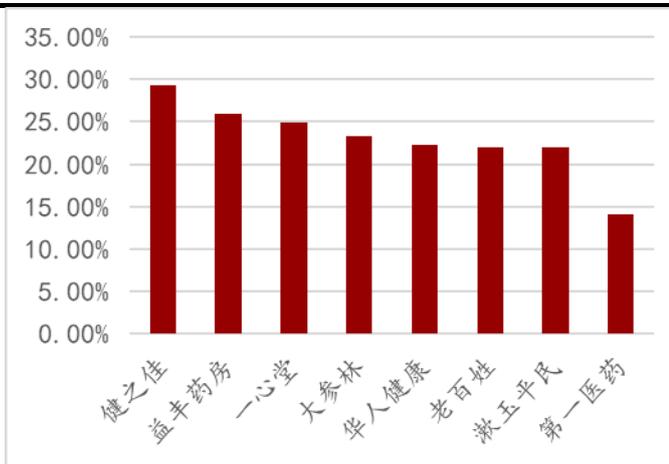


资料来源: wind, 万联证券研究所

3.1.2 大参林费用控制水平领先

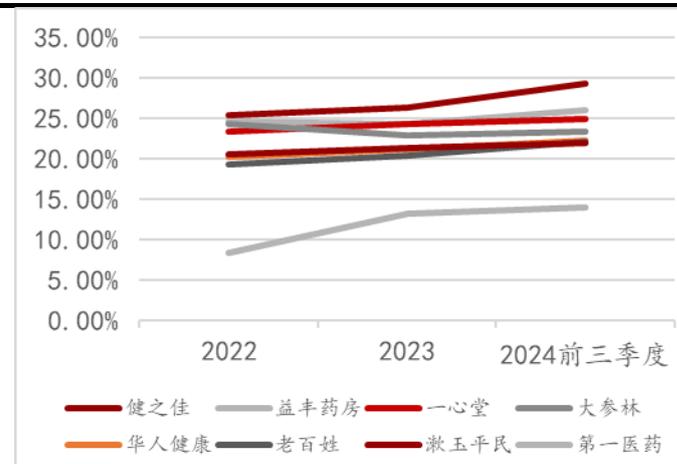
在市场和政策因素影响持续背景下,多数连锁药店开始放缓门店扩张速度,聚焦存量门店发展,精力集中于存量门店经营效率提升,控费增效,精细化运营、提升店效、品效、人效。从费用端看,上市药店费用率占比最高的是销售费用,销售费用中占比最大的为职工薪酬、房租和物业费。新店扩张和新店次新店运营占用较多销售费用和管理费用。2022年以来,上市药店中除了大参林销售费用率呈减少趋势,其余均有所增长。管理费用率方面,近几年减少的有老百姓、益丰药房、大参林、一心堂。从三项费用率合计水平看,近几年减少的只有大参林。

图表26: 上市药店销售费用率对比 (2024Q3)



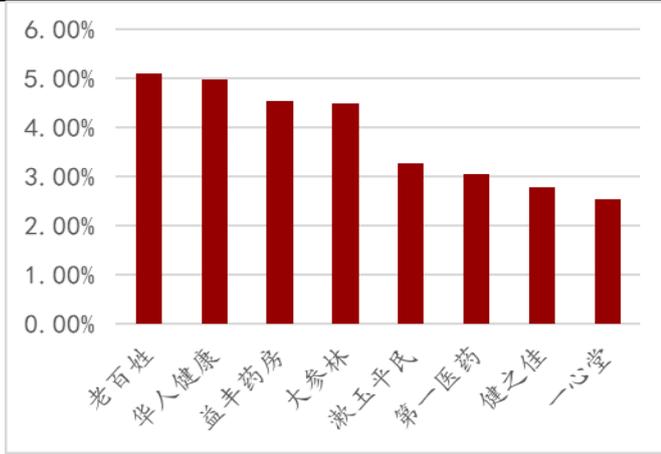
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表27: 上市药店销售费用率趋势



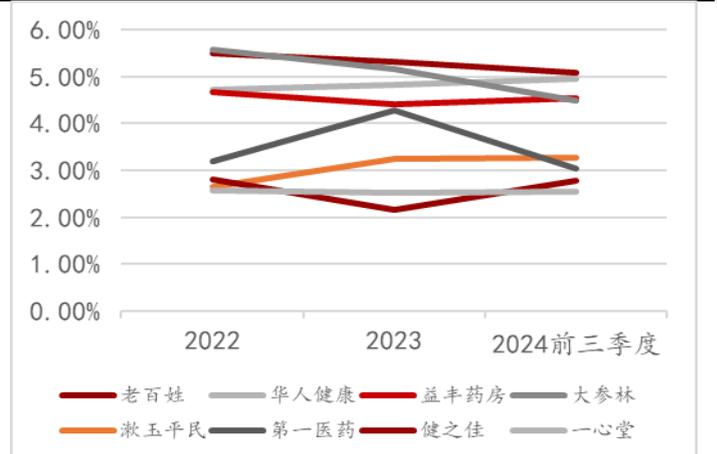
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表28: 上市药店管理费用率对比 (2024Q3)



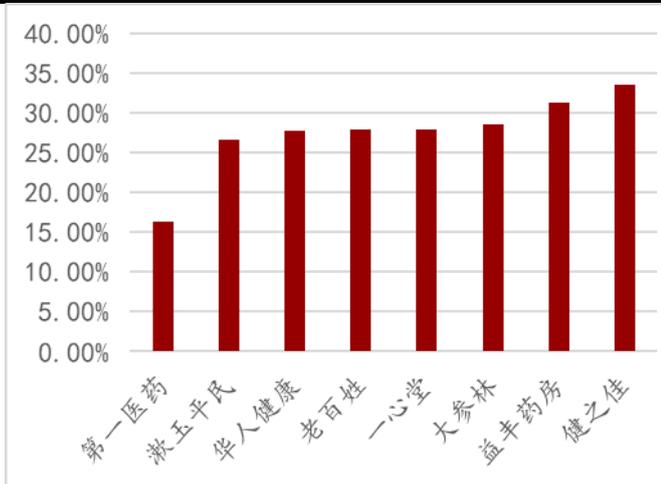
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表29: 上市药店管理费用率趋势



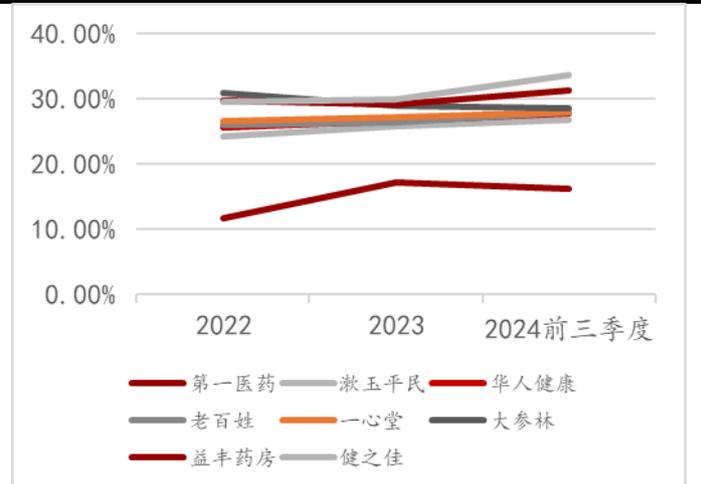
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表30: 上市药店三项费用率合计对比 (2024Q3)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表31: 上市药店三项费用率合计趋势

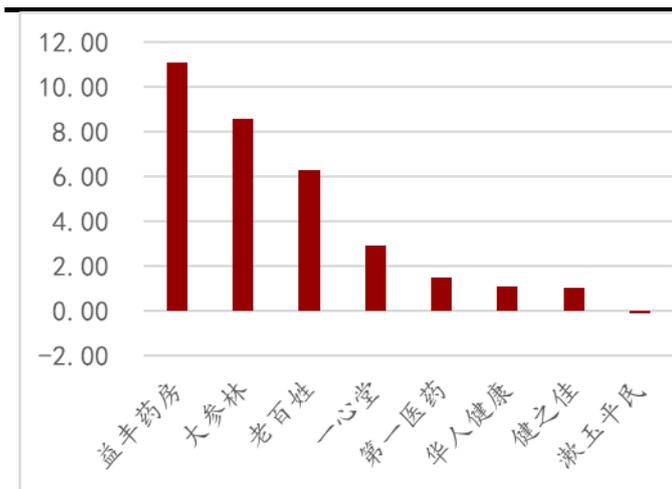


资料来源: wind, 万联证券研究所

3.1.3 益丰药房和华人健康利润具韧性

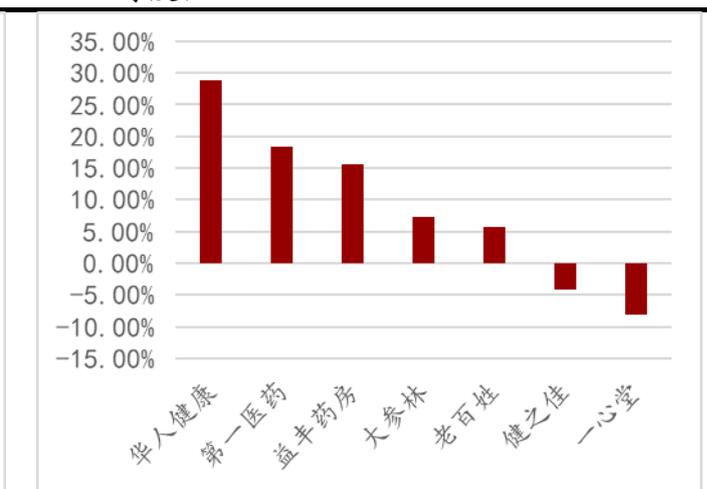
近几年药店拓展门店投入前期相关费用的增长对公司短期内业绩造成负面影响。2018年以来上市药店归母净利润增速从高到低依次是华人健康、第一医药、益丰药房、大参林、老百姓、健之佳、一心堂，其中健之佳和一心堂利润负增长，分别因为较高费用率和较低的收入增长率。

图表32: 上市药店归母净利润: 亿元 (2024Q3)



资料来源: wind, 万联证券研究所

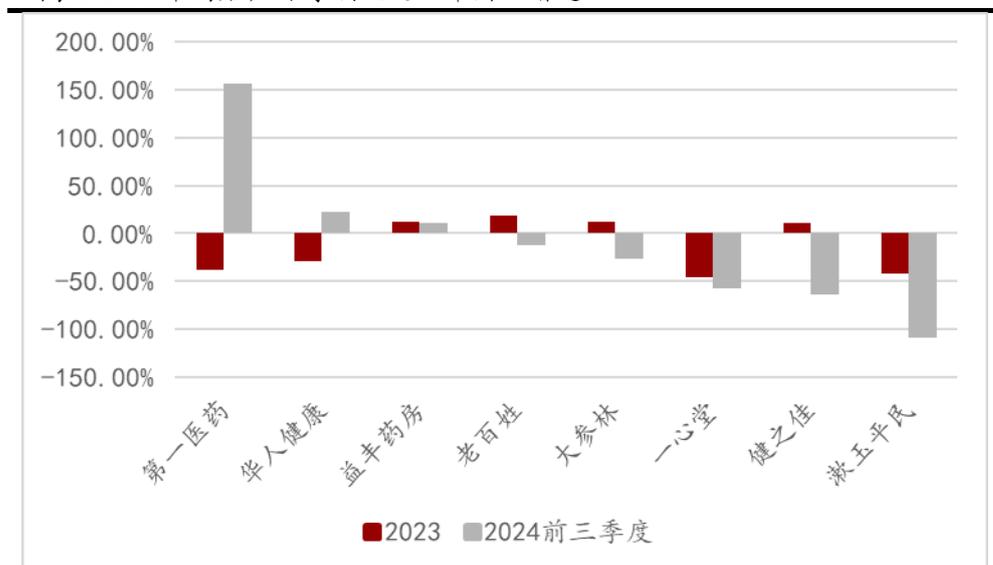
图表33: 上市药店归母净利润复合增速 (2018-2024 前三季度)



资料来源: wind, 万联证券研究所

今年以来药品市场已经进入弱增长时代, 行业进入了中低速稳定发展期。药店整体营业收入增长放缓, 原有商品利润空间进一步下滑, 净利润较上年同期降幅较大。从2024年前三季度利润水平看, 实现利润正增长的有第一医药、华人健康和益丰药房, 显示出业绩的韧性。其中, 益丰药房和华人健康利润主要动力为收入端增长, 第一医药主要因为费用率较低。可以看出, 在行业收入下滑和刚性费用影响利润水平背景下, 益丰药房和华人健康利润具韧性。

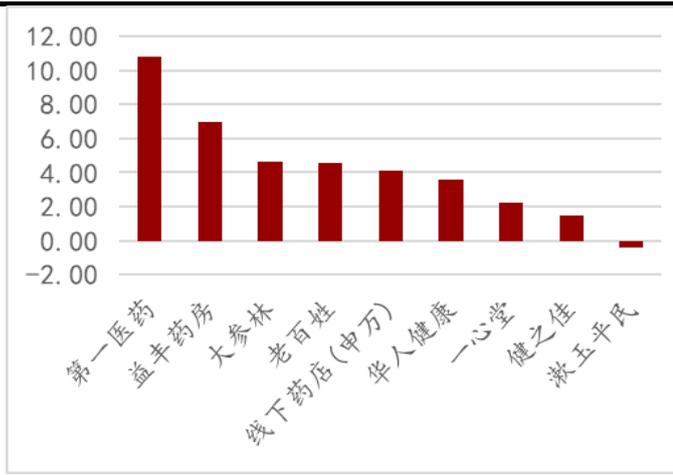
图表34: 上市药店归母净利润近2年同比增速



资料来源: wind, 万联证券研究所

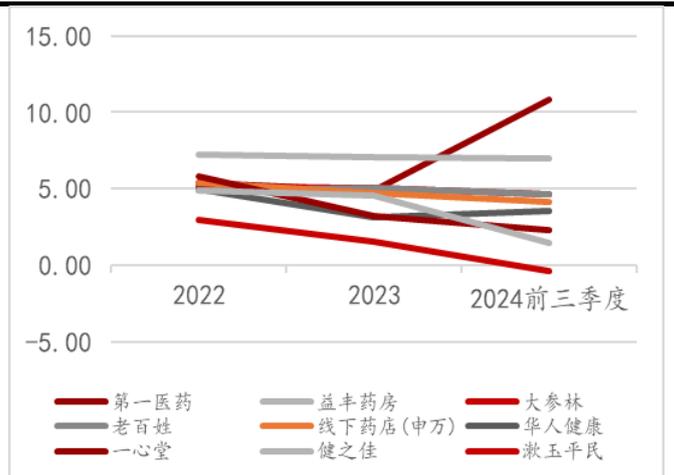
2024年前三季度线下药店板块平均净利率水平为4.10%, 连锁药店净利率水平较低主要是因为销售费用率较高。其中, 上市连锁药店净利率水平从高到低依次是第一医药、益丰药房、大参林、老百姓、华人健康、一心堂、健之佳和漱玉平民。2022年以来, 销售净利率水平呈增长态势的只有第一医药。

图表35: 上市药店销售净利率水平对比: % (2024Q3)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表36: 上市药店销售净利率水平趋势: %

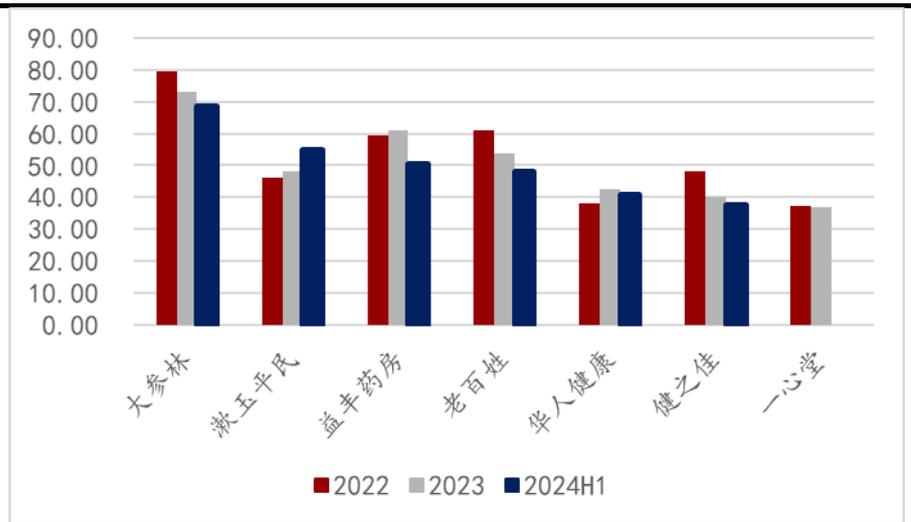


资料来源: wind, 万联证券研究所

3.1.4 大参林日均坪效水平行业领先

药店日均坪效水平受新增门店影响, 新增门店处于培育期会拉低整体坪效水平。另外, 从益丰药房、老百姓、一心堂、漱玉平民、健之佳披露的结构性坪效数据看, 一般省会城市、旗舰店等坪效水平更高。整体看, 近几年上市药店日均坪效水平从高到低依次为大参林、漱玉平民、益丰药房、老百姓、华人健康、健之佳和一心堂。

图表37: 上市药店日均坪效 (元/平方米)



资料来源: 公司公告, 万联证券研究所 (第一医药未披露坪效数据)

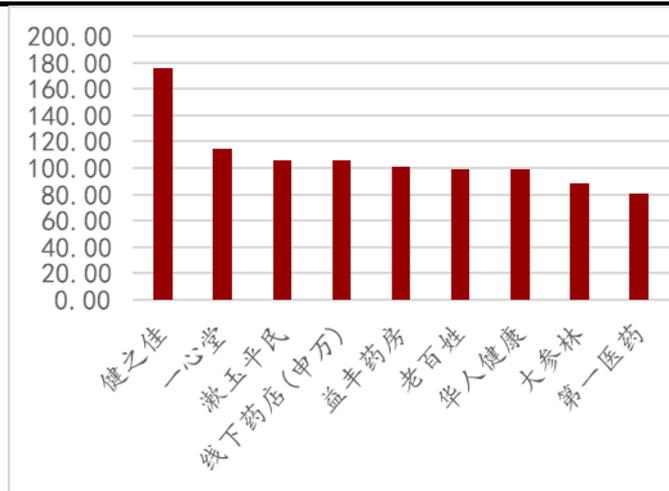
3.2 营运效率影响企业健康运转, 大参林营运指标表现突出

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-消费者付款四个步骤, 与之对应的运营效率指标分别为应付账款周转天数、库存周转天数、应收账款周转天数。

1) 存货周转天数

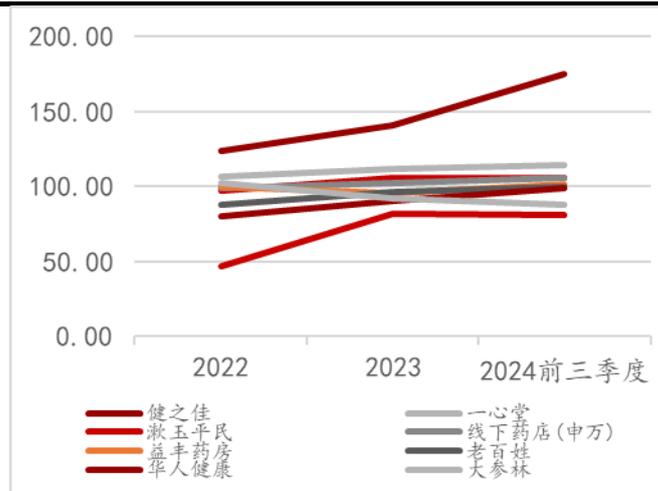
库存周转天数主要和公司业务结构 (药店、便利店)、品种结构 (中西成药、中药材、非药等)、门店类型结构 (直营、加盟) 相关。从各上市药店近几年存货周转天数趋势看, 只有大参林呈缩短趋势。根据2024Q3数据, 上市药店存货周转天数最长的为健之佳的175.18天, 最短的为第一医药的80.90天。

图表38: 上市药店存货周转天数对比 (2024Q3)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表39: 上市药店存货周转天数变化趋势

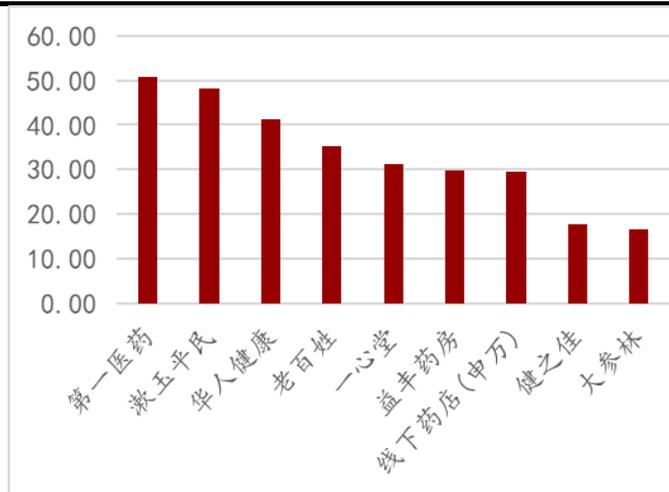


资料来源: wind, 万联证券研究所

2) 应收账款周转天数

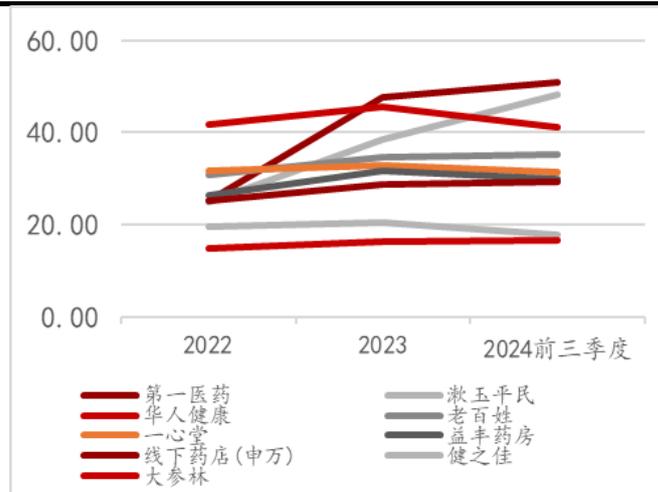
应收账款和各个省份的医保结算账期等相关。从各上市药店近几年应收账款周转天数趋势看, 多数公司呈增长态势。根据2024Q3数据, 上市药店应收账款天数最长的为第一医药的50.76天, 最短的为大参林的16.54天。

图表40: 上市药店应收账款周转天数对比 (2024Q3)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表41: 上市药店应收账款周转天数变化趋势

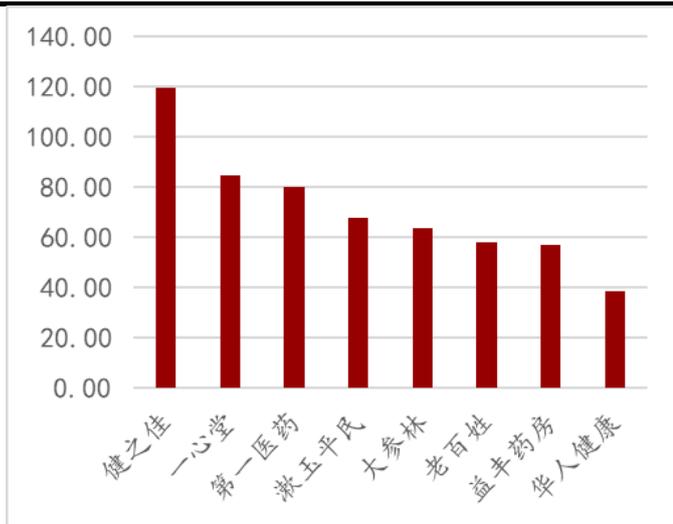


资料来源: wind, 万联证券研究所

3) 应付账款周转天数

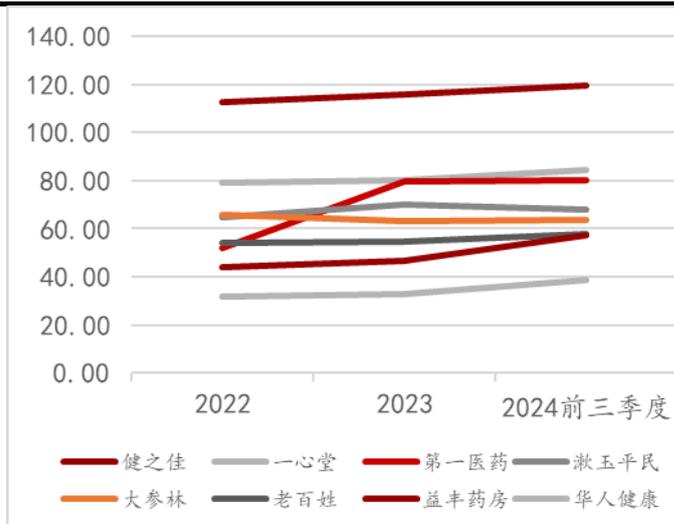
应付账款周期一定程度上反应药店占用供应商资金情况。从各上市药店近几年应付账款周转天数趋势看, 多数公司呈增长态势。根据2024Q3数据, 上市药店应付账款周转天数最长的为健之佳的119.45天, 最短的为华人健康的38.66天。

图表42: 上市药店应付账款周转天数对比 (2024Q3)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表43: 上市药店应付账款周转天数变化趋势



资料来源: wind, 万联证券研究所

3.3 积极布局“多元化”“新零售”“专业化”

在个账改革等医疗改革推进下, 近几年药店医保结算收入金额和占比整体呈下滑趋势。例如根据健之佳公告, 2022年至2024年三季度末, 公司医保收入占主营业务收入比例由2022年的52%下降至2023年的47%, 再下降至2024年1-9月的44%。在个账占比下滑, 统筹进展缓慢背景下, 药店有动力通过打造非药类商品差异化来提升竞争力, 通过“多元化”“新零售”“专业化”全渠道提升非医保收入, 以缓解政策冲击下的经营压力。

图表44: 部分上市药店多元化布局

上市药店	多元化布局
大参林	不断探索商品结构的多元化, 引进药妆、个人护理、食品饮料等
益丰药房	经营范围新增包含新鲜水果、宠物食品及用品、水产品、食用农产品的零售业务
老百姓	将健康食品、普通食品、个人护理品和生活用品等非药品类纳入公司的主要经营范围
一心堂	泛健康产品布局最初侧重于美妆个护品类, 现已拓展为包含美妆、个护、食品、奶粉等多个品类共同发展的格局, 2024年上半年一心堂泛健康品类实现销售1.96亿, 同比增长19.80%。2024年1-6月, 一心堂在云南、贵州、海南、四川、重庆、广西、山西、天津8个省/市逐步开设了3804家“药店+彩票”试点门店。2024年上半年一心堂彩票销售6562万元。
漱玉平民	早在2022年就成立了美丽事业部, 积极引进健康美丽品类, 与多家品牌合力打造“漱玉有美妆”产品矩阵, 经过多品牌和多渠道的联动, 2024年上半年该品类销售同比增长20%
健之佳	围绕顾客的便利需求, 发展出以“健康+专业+便利”为基础的健之佳药店, 以及以“品质+时尚+快捷”为核心的之佳便利店, 以及社区诊所、中医诊所、体检中心等店型构建体验式购买场景
第一医药	2024年6月, 第一医药在上海开设了首家宠物友好药房, 除了提供一系列宠物食品药品、宠物洗护用品外, 店内还设置了猫爬架和玩具等供到店宠物玩耍; 2023年8月, 第一医药徐汇旗舰店正式开业, 与瑞幸跨界合作, 将年轻喜欢的消费场景嫁到药店, 实现跨业态引流, 提升到店率和留店时间

资料来源: 第一药店财智, 万联证券研究所

图表45: 部分上市药店新零售布局

上市药店	新零售布局
益丰药房	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%)
大参林	在O2O业务上, 公司建立了以用户为中心, 30分钟到家的24小时送药服务。B2C业务上, 利用中央仓+省仓+地区仓的发货模式, 覆盖全国。公司在公域及私域流量上均有布局。公域流量, 公司进驻了大部分头部O2O平台。私域流量, 公司通过“大参林健康”微信小程序开展O2O、B2C等线上服务, 积极推动私域流量发展, 逐步提升私域流量占线上销售的比例。完成一系列变革后, 公司线上业务规模实现了快速增长, 毛利率及净利率均稳步提升。2024H1, 公司新零售业务(O2O+B2C)销售同比增长46.54%
老百姓	数字化驱动, 构建全渠道业务竞争力。2024年上半年线上渠道销售总额约10.6亿元, 销售额同比增长9%。公域方面, 2024年二季度公司O2O与B2C销售额排名分别位于市场第六与第三。私域方面, 公司“老百姓大药房”微信小程序提供24小时在线服务, 用户体验和营销策略持续升级, 二季度小程序DAU(日活跃用户)同比增100%, 动销门店数同比增长50%。截至2024H1, 公司O2O外卖服务门店达11,856家, 24小时门店达708家
一心堂	深化各渠道的运营策略, 探索“一城一策”和“一品一策”的运营模式。2024年上半年一心堂新零售销售额6.4亿, 同比增长69.31%, 其中O2O渠道销售占比77.5%
漱玉平民	新零售业务形成了完善的数智化系统矩阵, 以新零售中台为中心, 整合全平台订单与运营管理, 创新聚合配送中台, 集合各方运力实现多级配送。上线私域管理平台, 整合公域、私域、线下全渠道各类数据并实现自动化标签与自动化触达。公司自研“漱玉平民+”小程序, 融合云仓与门店为用户提供健康产品与服务; 建设新零售数仓, 实现多类型数据形式的输出与赋能
华人健康	公司积极推动线上线下相融合, 进一步夯实电商基础, 已经入驻“天猫”“京东”“拼多多”“饿了么”等平台开展B2C业务, 以移动终端和互联网发展为契机, 大力推进电商业务的发展, 并打通线上线下渠道; 依托线下门店布局, 快速响应消费者的需求, 实现O2O业务多渠道全覆盖, 为用户提供全方位的健康服务。2024年上半年公司实现线上销售32,855.66万元, 同比增长3.34%。其中O2O销售15,282.80万元, 同比增长43.47%, O2O线上直营门店1,290家
健之佳	(1) 传统电商业务: 与第三方平台合作开展B2C业务, 持续塑造线上门店专业化、可信赖的健之佳品牌形象和服务能力; 推进微商城等自有平台业务。(2) 自营O2O平台: 公司门店自营可在线预订、到店自提或送货到家的O2O系统佳E购, 通过加强专科长疗程用药解决方案、差异化主题营销活动规划和支持为顾客提供专业、长尾的商品品类。(3) 第三方O2O平台: 制定细分商圈营销策略, 提供24小时营业服务等方式打造O2O业务的差异化竞争力及服务力; 将第三方O2O平台作为便利顾客的互联网基础设施和资源, 赋能门店以提升店效、品效、人效的模式初步建立

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

在处方外流大趋势下, 药店获取处方来源是承接处方外流需要解决的重要问题, 药店专业度提升有利于获取患者信任, 推动处方外流进展。上市连锁重视在专业药房建设, 强化DTP、门慢、门特、双通道药房布局。

图表46: 部分上市药店专业药房布局

	益丰药房	大参林	老百姓	漱玉平民	健之佳
院边店	675	---	---	400+	---
DTP药房	305	248	176	---	---
双通道门店	246	602	330	---	147
门诊统筹资格门店	4200 多家	1782	---	---	863
门慢门特定点门店		1165	1660	---	859
大病定点特药药房	---	---	---	110+	---

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所(益丰药房为2023年数据, 其余药店为2024H1数据)

4 上市公司

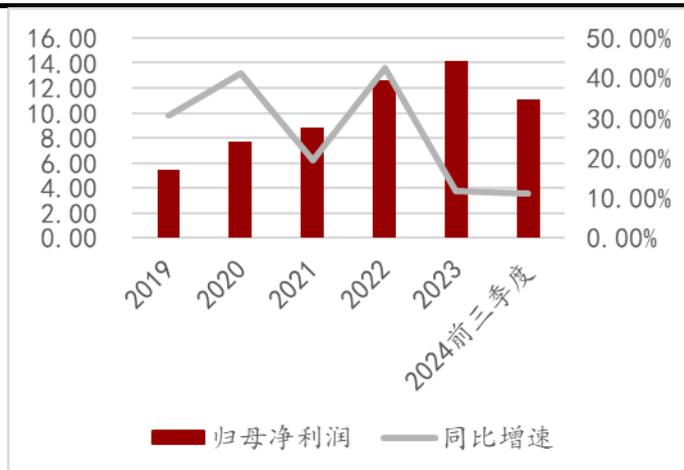
4.1 益丰药房：聚焦扩张、精细化运营的头部连锁药店

益丰药房聚焦中南、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。

图表47：益丰药房营业收入和同比增速：亿元



图表48：益丰药房归母净利润和同比增速：亿元



资料来源：wind，万联证券研究所

资料来源：wind，万联证券研究所

4.2 大参林：深根华南，拓展全国，规模领先的连锁药店

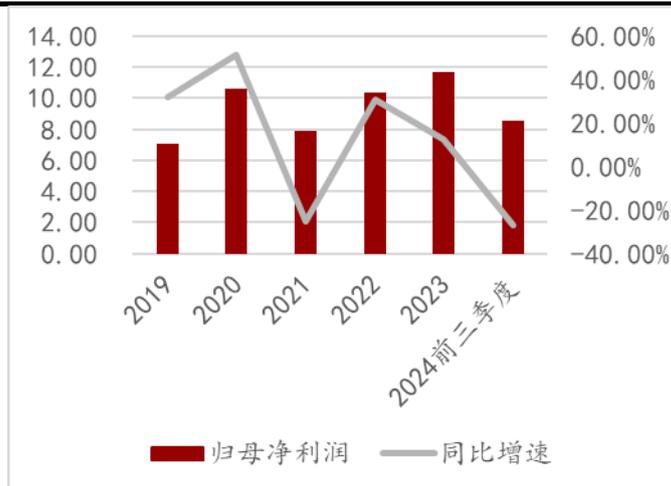
大参林通过“自建+并购+加盟”扩大市场布局，直营门店、加盟门店均加速扩张。由于自建门店扩张同比加快而新增的自建门店培育期较长、收入水平较低，叠加行业政策影响，公司业绩增速有所放缓。受低毛利率的加盟及分销业务收入占比提高影响，公司综合销售毛利率同比有所下降。从扩张区域分布看，公司新增自建和加盟门店依旧聚焦在华南地区，但其他地区占比呈现增长趋势，新增收购门店主要聚焦在东北、华北西北及西南地区。截至2024Q3，公司业务范围已覆盖21个省份，其中，广东、广西、河南和黑龙江的竞争优势明显，市场份额名列前茅。全国门店16,453家，位列行业第一。

图表49: 大参林营业收入和同比增速: 亿元



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表50: 大参林归母净利润和同比增速: 亿元

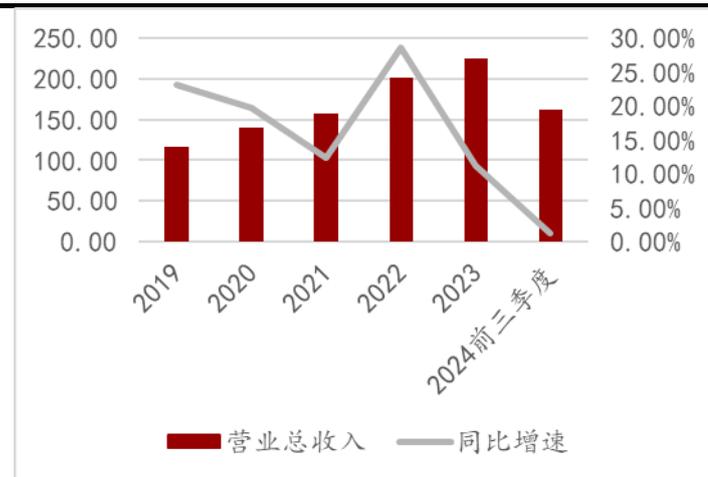


资料来源: wind, 万联证券研究所

4.3 老百姓: 全国布局的老牌连锁药店

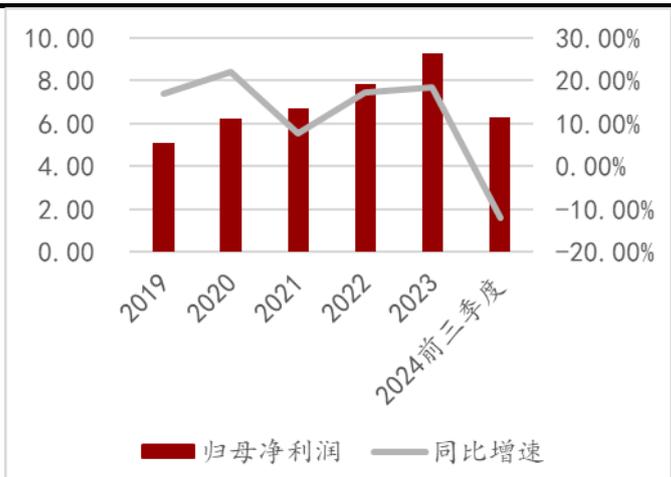
老百姓自创立以来已成功开发了湖南、江苏、安徽、甘肃、陕西、广西、内蒙古、天津、湖北、浙江、山西、河南、山东、上海、宁夏、贵州、广东、江西等18个省级市场。截至2024Q3, 公司拥有门店15,591家, 其中: 直营门店10,300家, 加盟门店5,291家。

图表51: 老百姓营业收入和同比增速: 亿元



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表52: 老百姓归母净利润和同比增速: 亿元



资料来源: wind, 万联证券研究所

4.4 一心堂: 云南省零售药店龙头

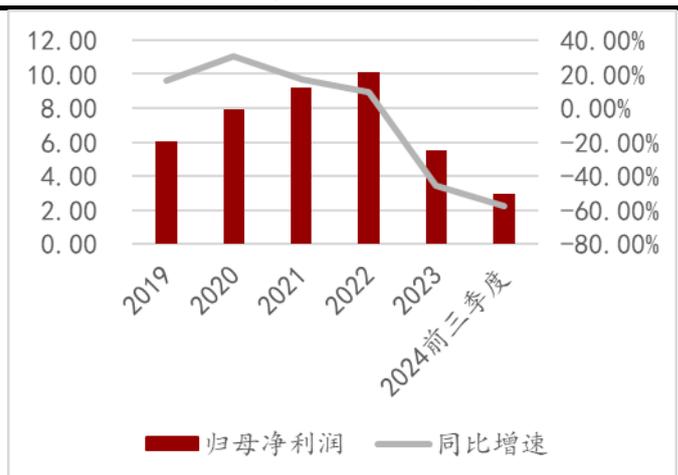
一心堂深耕云南、布局全国, 以产品+服务(慢病专业门店, 慢病管理服务)的商业模式, 布局以西南为核心经营地区、华南为战略纵深经营地区、华北为补充经营地区格局。截至2024Q3, 一心堂拥有门店11,516家, 连锁门店覆盖云南、四川、重庆、海南、广西、贵州、山西、河南、上海及天津。公司直营连锁门店分布在省会、地市、县级、乡镇级多级市场, 形成立体化全方位的深度布局, 达到城乡一体化的门店网络结构。

图表53: 一心堂营业收入和同比增速: 亿元



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表54: 一心堂归母净利润和同比增速: 亿元



资料来源: wind, 万联证券研究所

4.5 漱玉平民: 山东省零售药店龙头

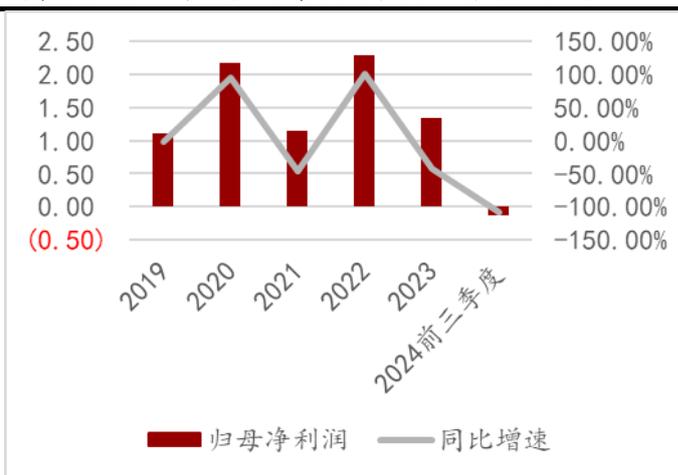
漱玉平民坚持直营连锁为主的营销模式和区域深耕的稳健扩张策略, 截至2024年9月底, 公司在山东省、辽宁省、黑龙江省、福建省、河南省、甘肃省等地区共拥有门店8,935家, 其中直营门店4,398家, 加盟门店4,537家。

图表55: 漱玉平民营业收入和同比增速: 亿元



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表56: 漱玉平民归母净利润和同比增速: 亿元

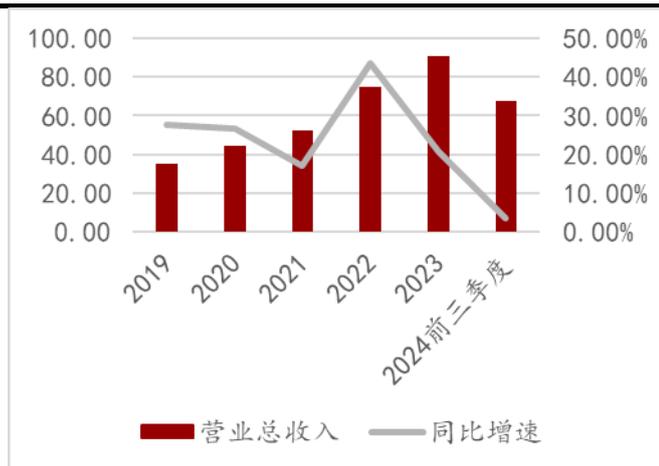


资料来源: wind, 万联证券研究所

4.6 健之佳: 深耕云南、立足西南, 多元化布局

健之佳成立至今始终将提供医药零售、便利零售及相关的服务作为公司的主业, 在立足云南基础上, 稳健向西南地区空白市场贵州拓展, 通过收购连锁零售公司, 将门店覆盖省市区延伸至7个。截至2024Q3, 公司门店总数达到5,501家。

图表57: 健之佳营业收入和同比增速: 亿元



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表58: 健之佳归母净利润和同比增速: 亿元

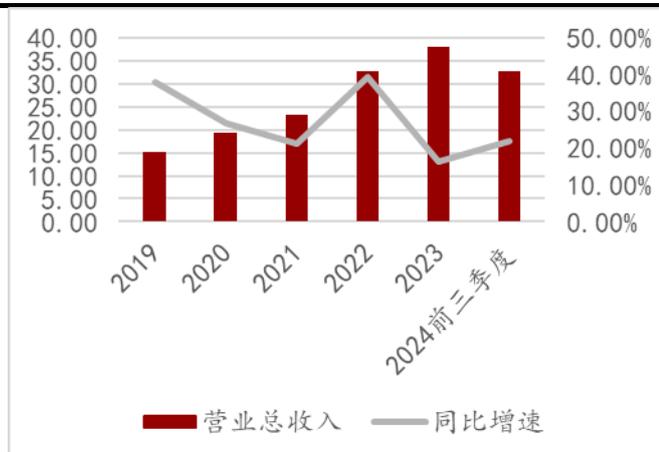


资料来源: wind, 万联证券研究所

4.7 华人健康: 深耕安徽、聚焦华东、辐射周边

华人健康形成了以华人健康母公司为医药代理平台, 以国胜大药房为医药零售平台, 以汇达药业为供应链整合平台, 以神华药业为公司研发生产四位一体、科学布局的医药生态型企业。公司起步于安徽省合肥市, 一直坚持深耕省内市场, 现阶段门店数量居全省第一, 已经形成了省内领先的既有优势和华东区域局部领先、持续渗透的局面。截至2024H1, 公司在安徽省、江苏省、浙江省等地区共拥有直营门店1,697家。

图表59: 华人健康营业收入和同比增速: 亿元



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表60: 华人健康归母净利润和同比增速: 亿元



资料来源: wind, 万联证券研究所

4.8 第一医药: 上海地区批零一体的老字号医药流通企业

第一医药是百联集团旗下著名的医药流通企业, 是上海地区批零一体的老字号医药流通企业。公司是上海地区批零一体的老字号医药流通企业, 为终端医疗机构或其他医药流通企业提供商品批发业务, 为终端消费者提供药品、食品、医疗器械、中药饮片及健康便利品等商品零售。截至2024Q3, 公司拥有门店198家(含加盟店34家)。

图表61: 第一医药营业收入和同比增速: 亿元



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表62: 第一医药归母净利润和同比增速: 亿元



资料来源: wind, 万联证券研究所

5 投资建议

随着我国已步入深度老龄化阶段, 人口结构发展拐点到来, 健康需求将进一步提升。在新一轮医药改革的推动下, 医药分家持续深化, 加速医院处方外流, 加快零售药店业态升级分化。带量采购品种范围不断扩大, 加速更多品种转战院外; 门诊共济给纳入门诊统筹的药店带来机会, 有望承接更多医院处方和客流; 医药电商的快速发展, 带来更多线上渠道的市场机会, 将加速提升行业集中度和连锁化率。对满足消费者健康需求、专业服务能力强、供应链优势明显、合规经营的医药企业长期利好趋势不变。建议关注专业服务能力强且合规经营、聚焦满足消费者健康需求的大型连锁医药零售企业。

6 风险提示

个账改革等政策对药品零售行业影响超预期风险、处方外流等政策落地不达预期风险等

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