

连锁药店开局的一些思考

——连锁药店2024Q1前瞻

行业评级：看好

2024年3月26日

分析师 孙建
邮箱 sunjian@stocke.com.cn
电话 13641894103
证书编号 S1230520080006

分析师 司清蕊
邮箱 siqingrui@stocke.com.cn
电话 19901272510
证书编号 S1230523080006

连锁药店：集中度提升初期，有望价值重估

- ◆ **板块复盘：**收入利润同比增速预期下降，2024Q1板块调整，估值已至历史低位。
- ◆ **2024Q1前瞻与边际变化：**次新店比例较多，店龄周期拉动收入增长；统筹驱动，拉动同店增长。

- ◆ **2023年回顾与周期判断：**

收入增速略缓，盈利能力稳定；

门店增长加速，加盟占比提升；

统筹落地加速，拉动同店增长。

- ◆ **投资建议：**

我们看好有望获取更多统筹资质、门店数量加速拓展、租效人效持续提升的药店龙头，推荐大参林、老百姓、益丰药房，建议关注一心堂、健之佳、漱玉平民等。

- ◆ **风险提示：**

行业竞争加剧的风险；门店扩张速度不及预期的风险；政策变动的风险。

目录

CONTENTS

01 连锁药店2024Q1复盘

02 2024Q1前瞻与边际变化

03 2023年回顾与周期判断

04 估值与投资建议

05 风险提示

01

连锁药店 板块复盘

2024Q1: 持续调整, 估值历史低位

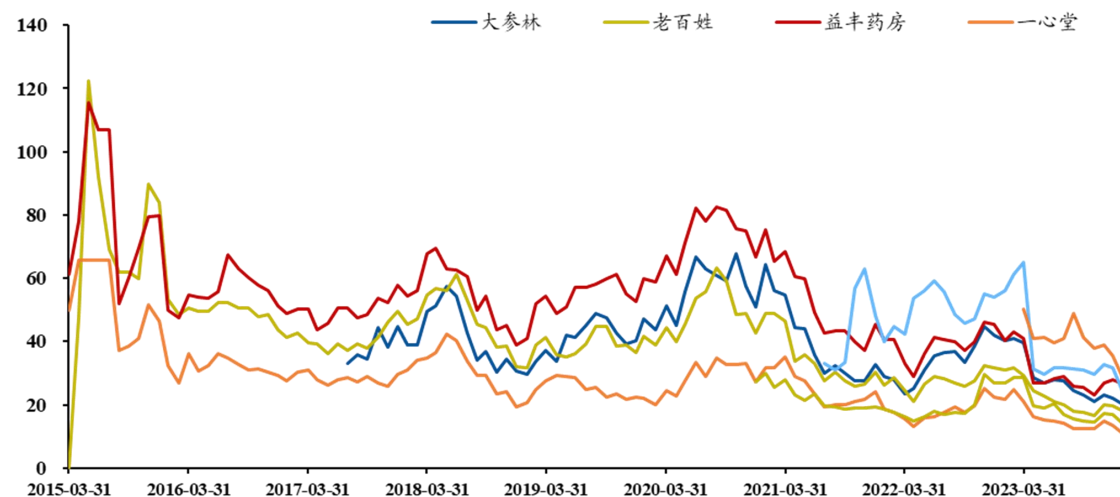
- ◆ **消费疲软、客流量恢复较慢导致投资者对连锁药店板块收入利润预期下降:** 2023Q1-2024Q1药店板块持续调整, 估值已至历史低位。相对沪深300, 较好收益阶段性体现 (2023年1月、2023年2月中旬、2023年11月)。
- ✓ **2023年板块复盘:** 2023年1月: 四类药品需求增长, 同店高增长带来收入利润高增长预期, 相比沪深300, 药店最高走出6%的相对收益; 2023年2月: 统筹门店政策落地叠加与一季度高增长预期, 板块上行。2023年2月中旬, 医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》, 连锁药店可以申请统筹资质, 对接统筹医保; 2023年11月, 11月份电子处方流转加速叠加2023Q3统筹落地加速带来四季度同店高增长预期, 拉动板块上升, 龙头药店有望承接更多外流处方, 拉动同店增长。
- ✓ **2024年板块估值调整至历史低位:** 2023年4月后, 需求常态化、全年业绩增速放缓预期下, 药店估值下行, 2024年2月药店上市龙头平均估值仅20倍PE左右, 处于历史低位。

图: 2023.1.1-2024.3.20连锁药店板块表现



资料来源: wind, 浙商证券研究所

图: 2015.3-2024.3连锁药店上市企业估值变化 (PE-ttm)



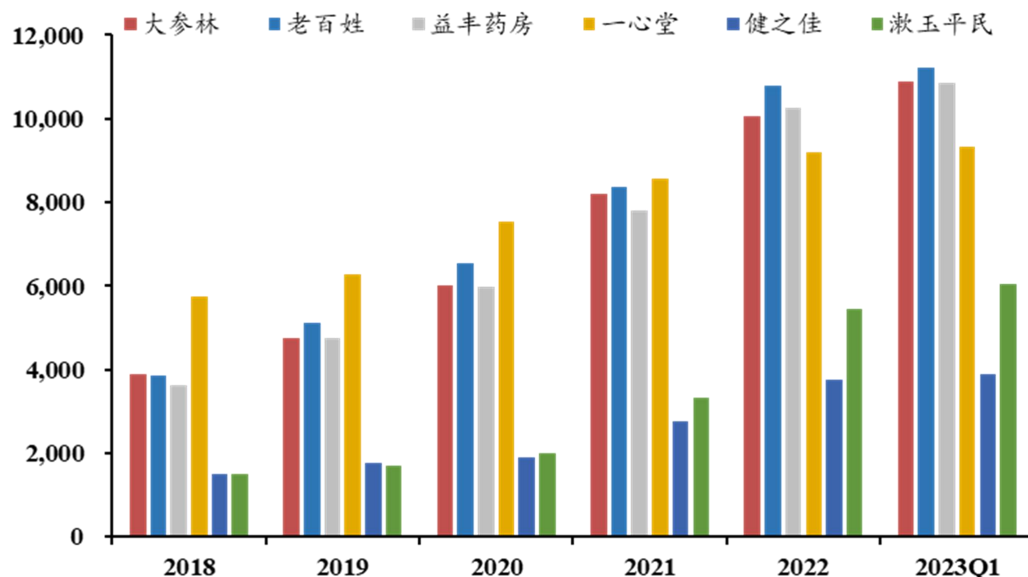
资料来源: wind, 浙商证券研究所

02

2024Q1前瞻
与边际变化

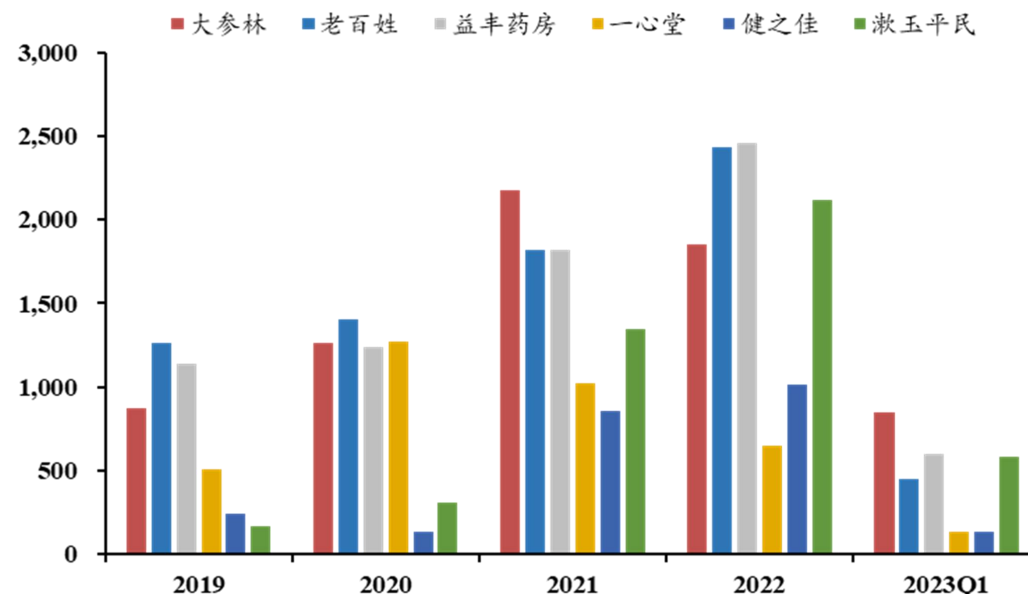
2023Q1门店增长扩张加速, 2024Q1次新店或将成为拉动收入增长引擎。2022年连锁药店整体直营门店增速略有放缓, 2023Q1, 各药店门店数量加速增长, 如大参林2023Q1净增加门店数接近2022年全年的46%, 益丰药房2023Q1门店总数量同比增长32%、净增加门店数同比增长44% (2023Q1净增加597家, 2022Q1净增加416家), 我们认为2024Q1次新店或将成为拉动收入增长引擎。

图: 2018-2023Q1各连锁药店总门店数量(家)



资料来源: 各公司年报&一季报, 浙商证券研究所

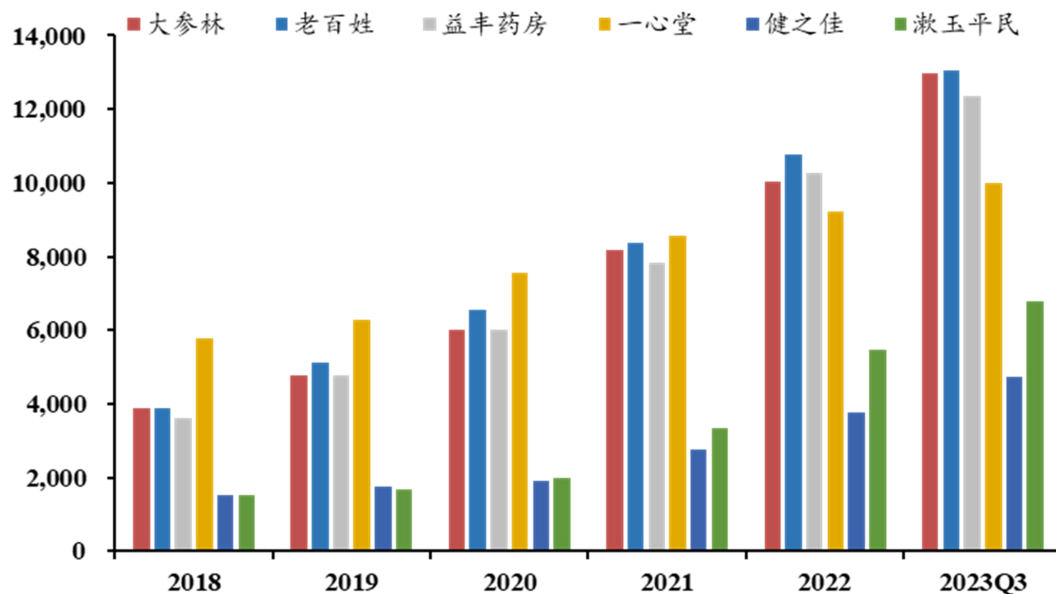
图: 2019-2023Q1各连锁药店净增加门店数量(家)



资料来源: 各公司年报&一季报, 浙商证券研究所

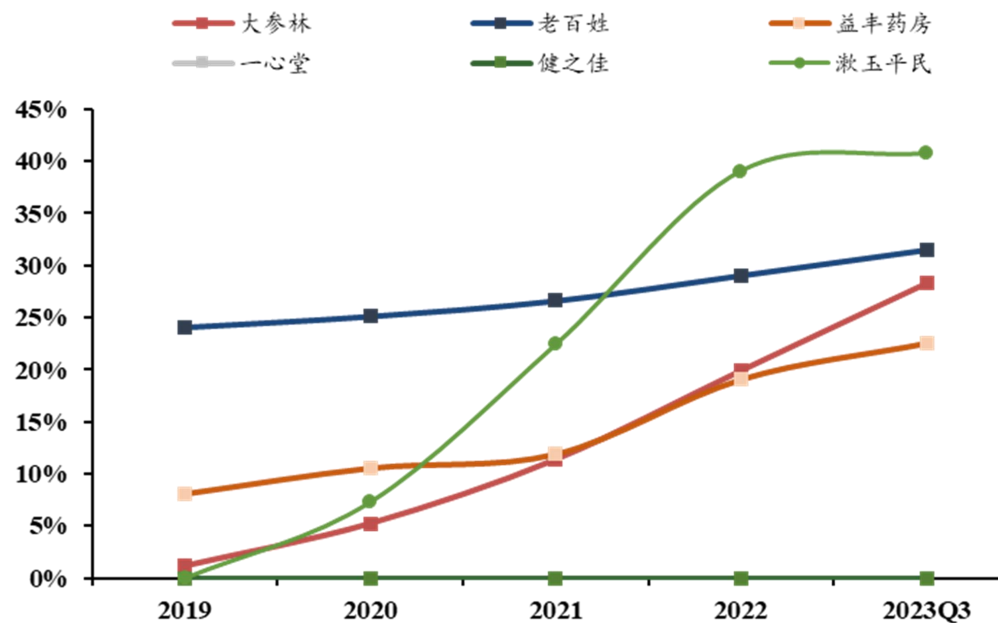
2023Q1-3门店增长呈加速态势, 加盟门店占比有望持续提升。从拓展方式来看, 加盟门店的数量占比明显提升, 6家药店加盟门店数量占比(合计)由2022年末的19%提升至2023Q3的22%, 我们认为, 下沉拓展持续, 加盟门店占比有望进一步提升。

图: 2018-2023Q3各连锁药店门店总数量(家)



资料来源: 各公司年报&三季报, 浙商证券研究所

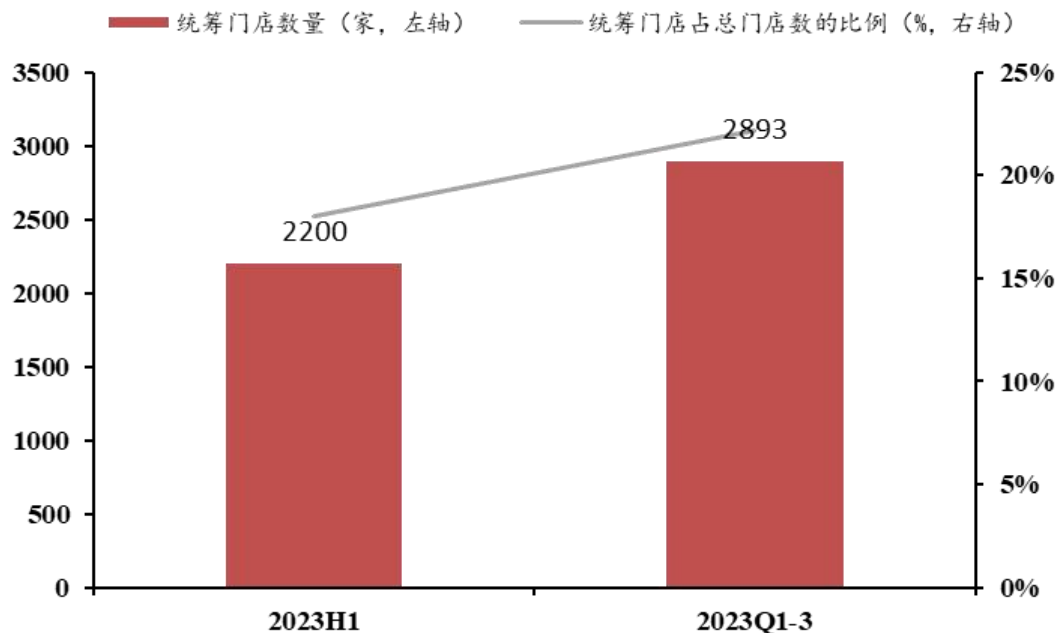
图: 2019-2023Q3各连锁药店加盟门店数量占比



资料来源: 各公司年报&三季报, 浙商证券研究所

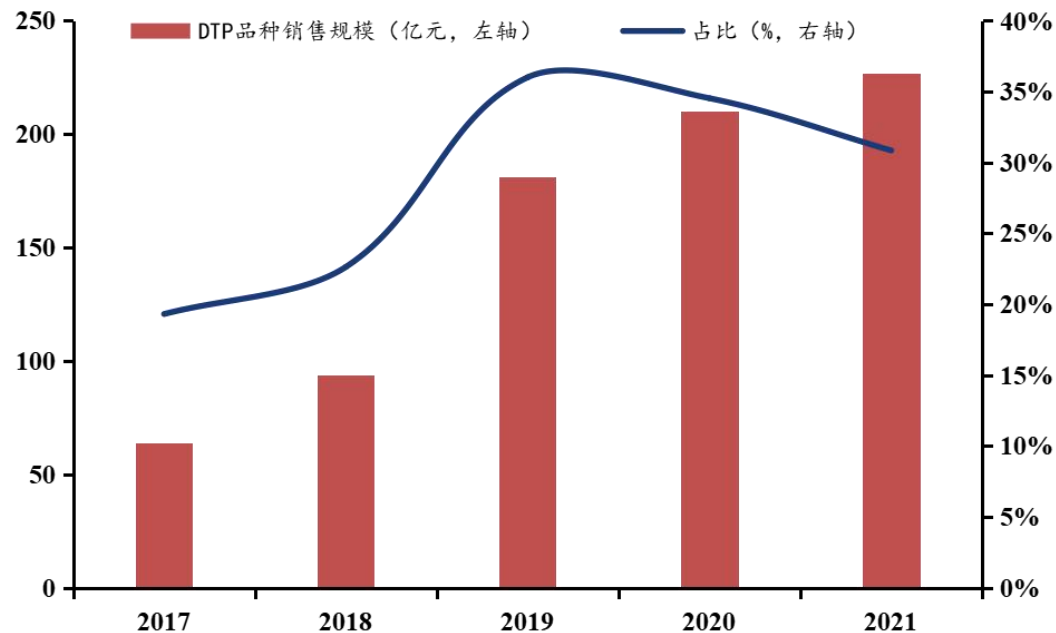
统筹落地明显加速，有望拉动同店增长。2023Q3，国内统筹门店落地明显加速，2023年6月中旬统筹门店4万家，8月末14万家，统筹落地带来明显引流，拉动同店高增长。我们认为统筹有望推动处方外流的加速，正如我们在深度报告《中美日比较下的深度思考-连锁药店行业深度分析》中所述，我国连锁药店有望成为千亿处方外流市场的主要承接者，随着统筹逐步落地，有望带来连锁药店龙头收入弹性。

图：2023H1-2023Q3年连锁药店（以老百姓为例）统筹门店数量变化



资料来源：老百姓年报&季报，浙商证券研究所

图：2017-2021年我国实体药店DTP销售规模及占比



资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

【与众不同】对2024Q1业绩预期存在分歧：市场认为2023Q1药店业绩增长高基数，2024Q1增速或较低，合理性在于2023年1月份四类药销量带动同店高增长，但我们认为，2023Q1次新店占比较少对冲1月份同店增长，且统筹边际好转驱动下，2024Q1或仍有望稳健增长。依据：2023Q1收入与2023Q2接近，且在2022Q1低基数下，2023Q1收入同比增速并未显著高于恢复状态下的2022Q2-3。

表：连锁药店2021Q1-2024Q1（E）单季度收入与利润增速

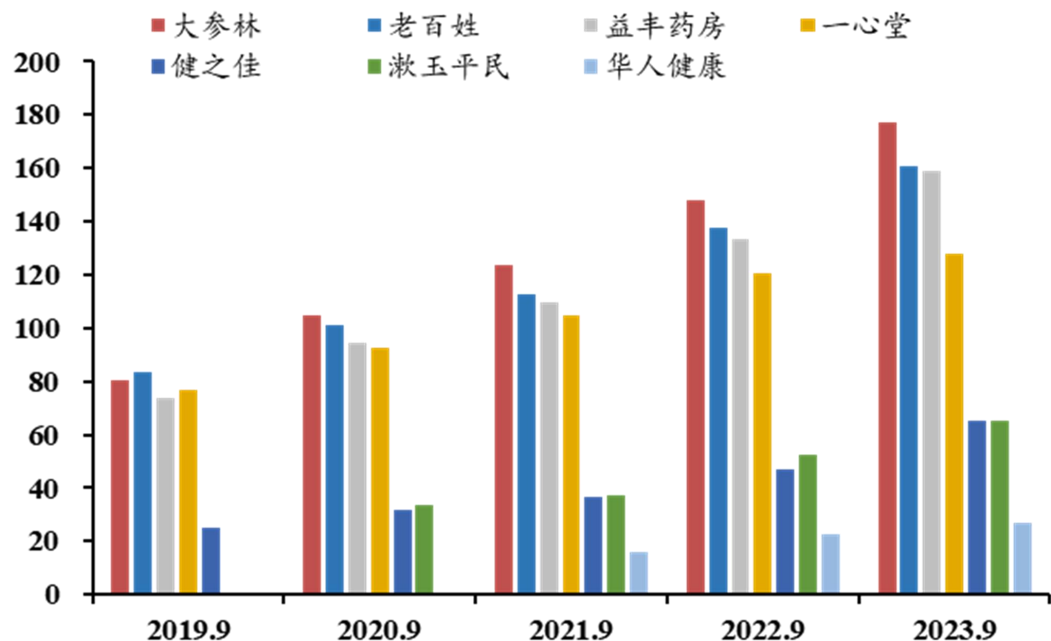
营业收入-亿元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2024Q1（E）
大参林	41	40	43	44	47	50	51	64	59	60	57	
yoy(%)	21%	12%	21%	8%	15%	26%	19%	46%	27%	20%	12%	15%-20%
老百姓	36	38	38	44	41	49	48	64	54	54	52	
yoy(%)	11%	12%	11%	15%	14%	27%	25%	45%	31%	11%	9%	10%-15%
益丰药房	36	37	36	44	41	46	46	65	53	54	52	
yoy(%)	19%	15%	14%	18%	14%	24%	28%	49%	27%	18%	13%	15%-20%
归母净利润-亿元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2024Q1（E）
大参林	341	305	173	(27)	384	330	209	112	497	421	257	
yoy(%)					13%	8%	21%	-515%	29%	27%	23%	10%-15%
老百姓	228	178	127	137	242	215	153	175	291	222	203	
yoy(%)					6%	20%	21%	28%	20%	3%	33%	10%-15%
益丰药房	241	263	191	192	272	304	247	442	336	369	294	
yoy(%)					13%	15%	29%	130%	24%	21%	19%	15%-20%

03

2023年回顾 与周期判断

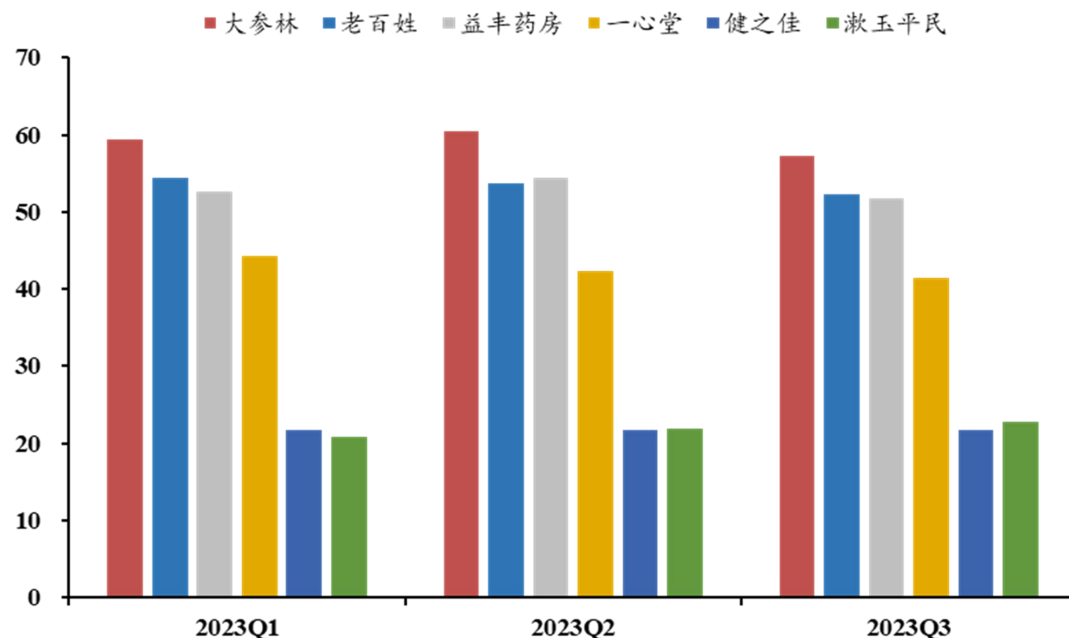
消费疲软及客流量减少导致**2023Q3**药店收入增速略缓。2023Q3，在消费疲软客单价下行及客流量减少等影响下，药店行业整体收入环比稳中略降，但我们认为，在消费恢复、需求增长、统筹落地驱动下，四季度环比改善趋势鲜明，且门店加速拓展、统筹等驱动下**2024**年业绩有望实现相对较高增长。

图：2019-2023年前三季度连锁药店收入（亿元）



资料来源：wind，浙商证券研究所

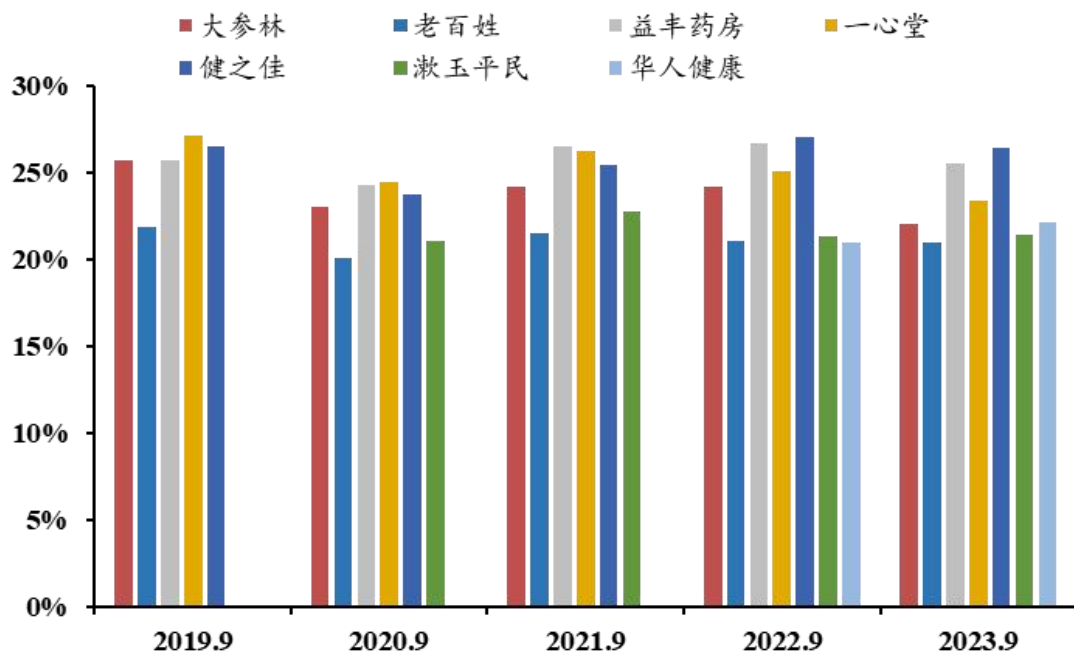
图：2023Q1-3连锁药店收入（亿元）



资料来源：wind，浙商证券研究所

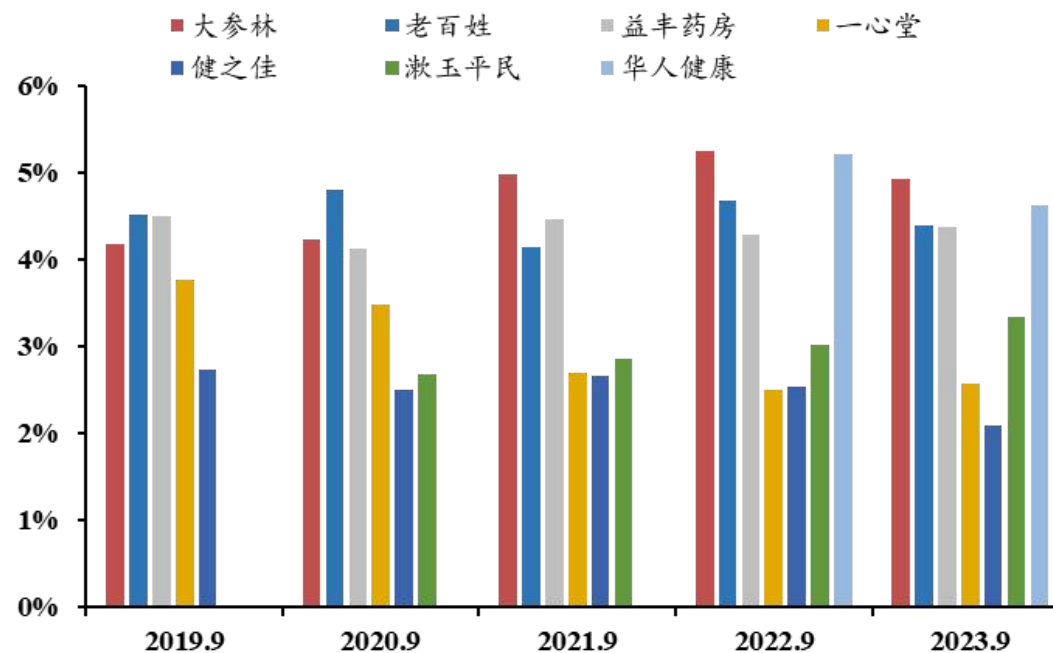
人效提升&规模效应下，费用率下降。2023Q1-3，随着规模效应以及下沉拓展，大参林、老百姓、益丰药房、一心堂、健之佳等人效稳步提升，销售费用率下行；规模效应下，大参林、老百姓、健之佳等管理费用率下降，我们认为，随着药店规模效应、管理能力提升等驱动下，各项费用率下行，有望对冲处方药占比提升下，毛利率下降趋势，净利率有望相对稳定。

图：2019-2023年前三季度连锁药店销售费用率（%）



资料来源：wind，浙商证券研究所

图：2019-2023年前三季度连锁药店管理费用率（%）

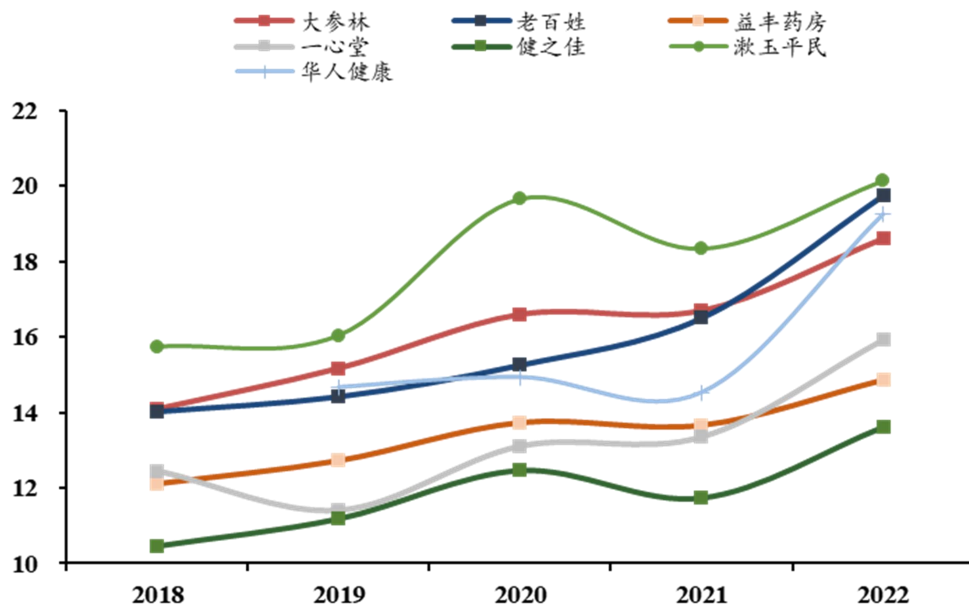


资料来源：wind，浙商证券研究所

我们认为，连锁药店的盈利模式为通过规模效应赚取差价，租金效率与销售效率的评价至关重要。

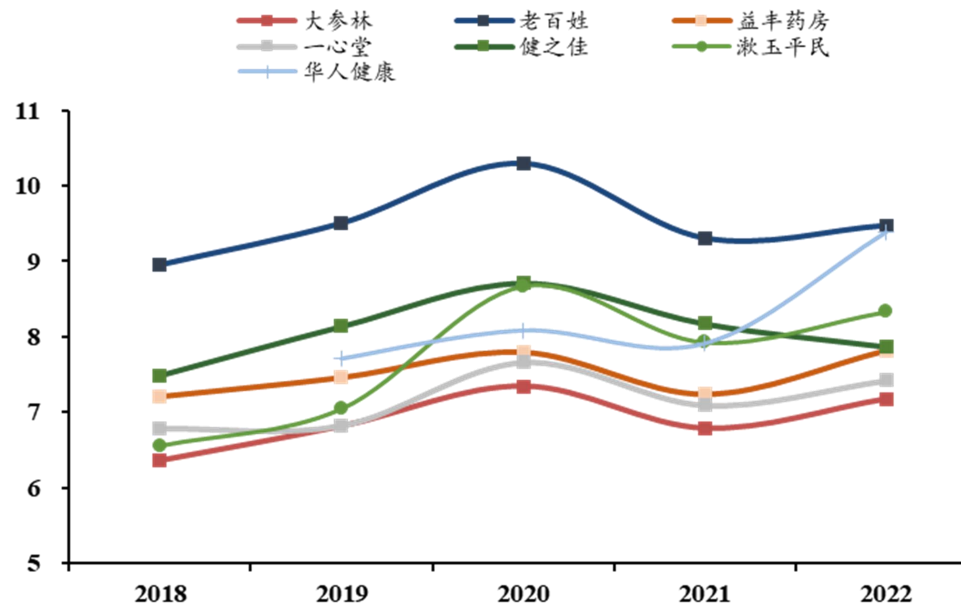
- ✓ **租金效率提升趋势鲜明：**自2018年“互联网+”推行以来，各药店为应对互联网售药，租金效率（总收入/销售费用中的租金支出）持续提升，我们分析原因如下：（1）加盟店占比增加。 （2）门店下沉。
- ✓ **销售效率恢复趋势鲜明。**我们用销售费用中的总收入/销售薪酬计算销售效率，2021年需求影响有所下降，2022年恢复趋势鲜明，我们认为随着门店下沉、加盟增加等策略，2023年后销售效率有望持续提升。

图：2018-2022年连锁药店租金效率



资料来源：wind，各公司年报，浙商证券研究所

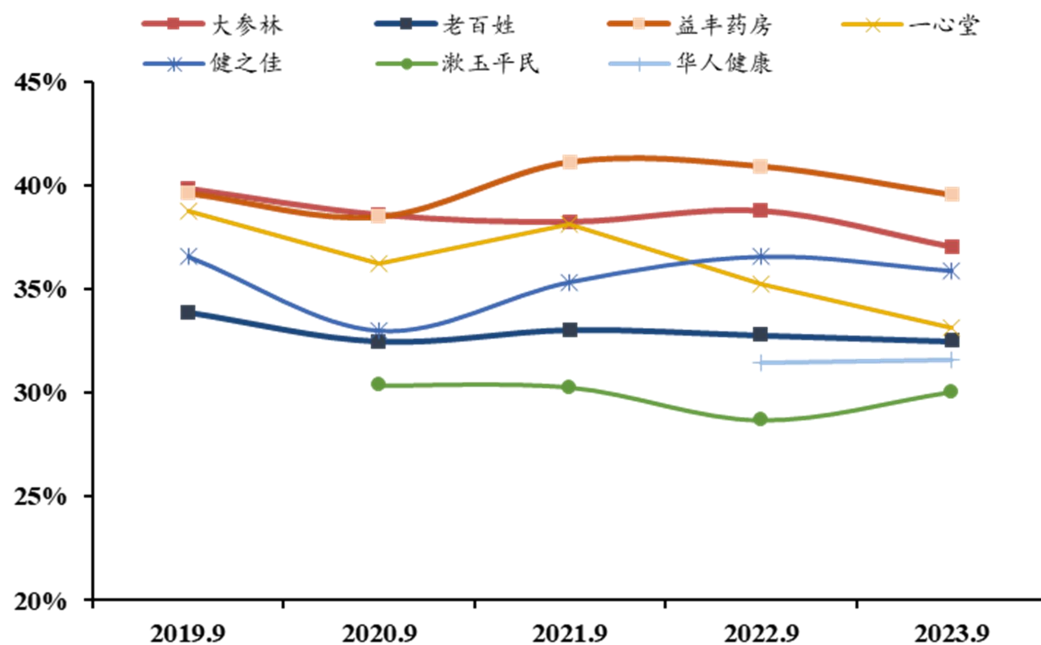
图：2018-2022年连锁药店销售效率



资料来源：wind，各公司年报，浙商证券研究所

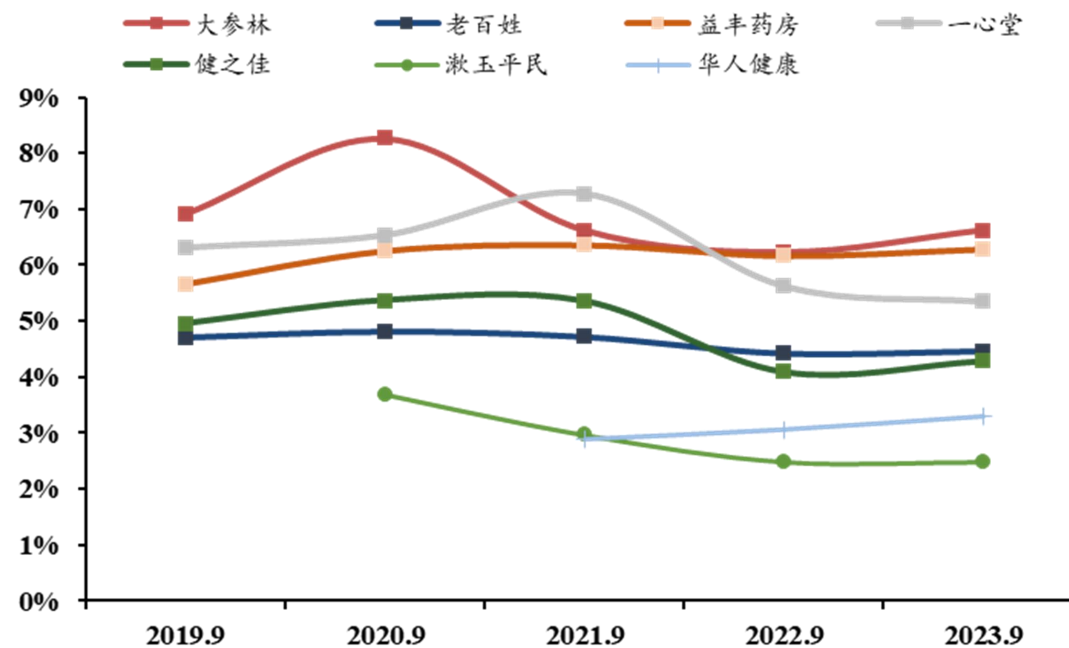
净利率有望保持相对稳定。2023Q1-3，2021年门店步入盈利期对冲2023年门店拓展加速等影响，行业净利率基本呈现相对稳定态势。我们认为，长期看来，互联网售药以及处方外流带来的毛利率下降不可避免，但受益于下沉拓展加速下租效人效持续提升的对冲，行业净利率有望维持相对稳定。

图：2019-2023年前三季度连锁药店毛利率（%）



资料来源：wind，浙商证券研究所

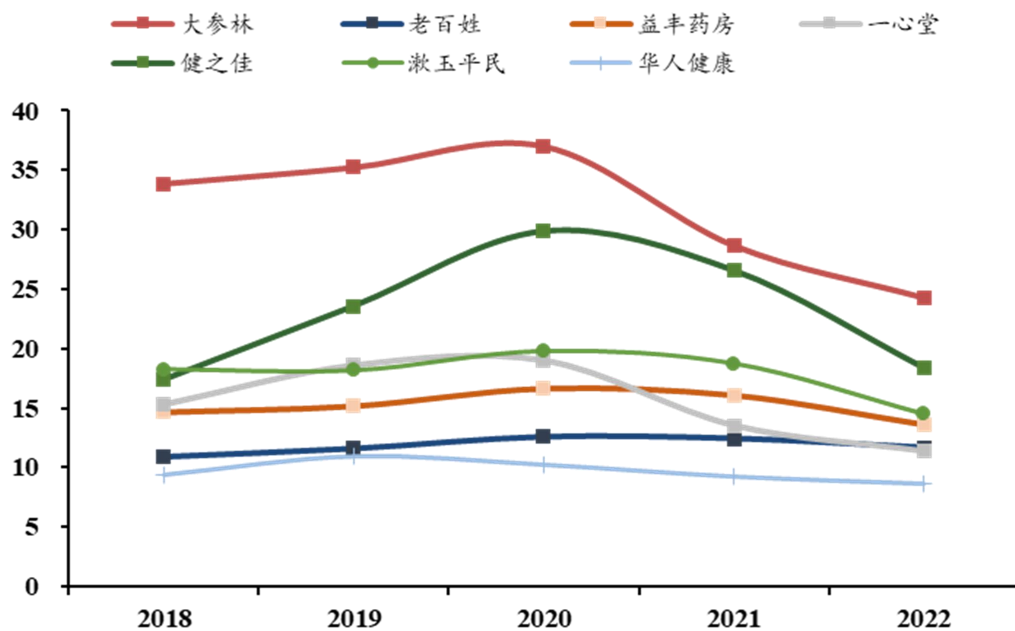
图：2019-2023年前三季度连锁药店净利率（%）



资料来源：wind，浙商证券研究所

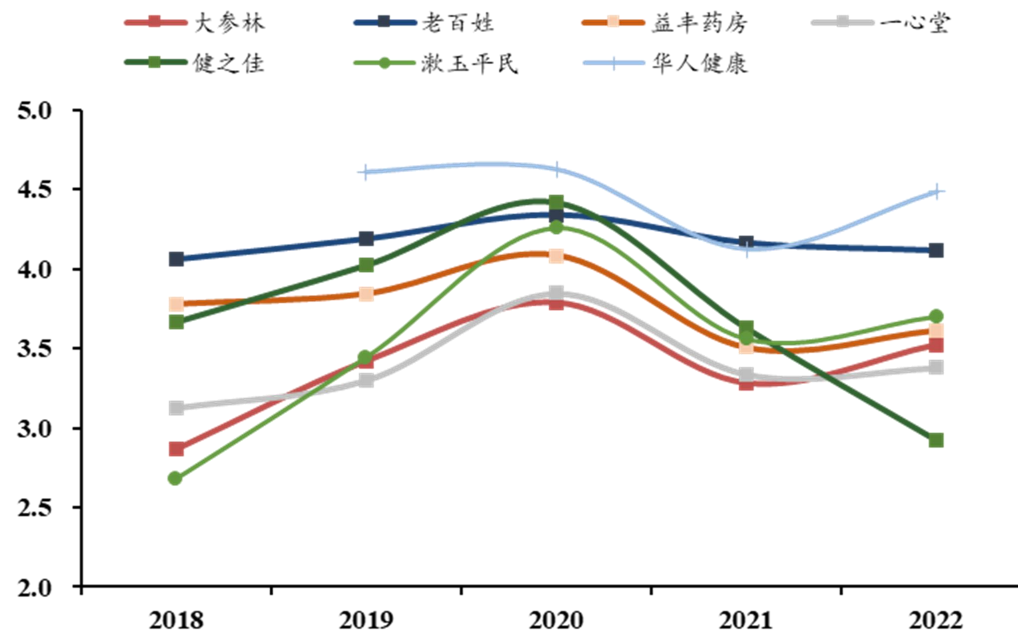
- 加盟占比提升&四类药去库存，存货周转率上行。大参林、益丰药房、一心堂等在加盟占比提升/四类药去库存的影响下，存货周转率均有上行趋势，我们认为，加盟占比提升持续，存货周转率有望同比提升；
- 应收账款周转率下降。收入增加带来应收医保款及赊销款增加，几家连锁药店周转率均有下降趋势。我们认为，随着统筹医保支付占比提升，应收账款周转率或仍有下降趋势。

图：2018-2022年连锁药店应收账款周转率（次）



资料来源：wind，浙商证券研究所

图：2018-2022年连锁药店存货周转率（次）



资料来源：wind，浙商证券研究所

- **2023Q1-3:** 经济政策等扰动下，收入恢复不及预期。2023年三季度医保账户改革带来短期影响，药店收入增速放缓；但三季度统筹门店落地明显加速（6月中旬统筹门店4万家，8月末14万家），有望带来客流量回升、门店收入增长，我们认为2024有望重回增长赛道。
- **2024:** 门店拓展&统筹落地加速，有望重回快速增长。2023年药店龙头门店拓展明显加速，三季度以来，统筹落地明显加速带来客流量回升。我们认为，①连锁药店仍在集中度提升初期，快速的门店拓展仍是收入业绩增长的核心拉动；②统筹门店加速落地，有望带来处方外流增量。2024年次新店&统筹门店均有望带来较大收入，拉动2024年药店收入利润有望重回快速增长。

04

估值与投资 建议

- 我国连锁药店处于处方外流承接期、市场空间大；行业集中度提升期，龙头门店扩张加速、成长性高。参考美国日本药店处于相似阶段时给出的估值，我们给予连锁药店龙头2024年1.0-1.5倍PEG估值，对应行业PE估值约24-35倍。
- 投资建议：**我们建议关注有望获取更多统筹资质、门店数量加速拓展、租效人效持续提升的药店龙头，推荐大参林、老百姓、益丰药房，建议关注一心堂、健之佳、漱玉平民等。

表：我国零售药店龙头估值

	公司名称	现价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			P/E (倍)			PEG (2024E)
		2024/3/25		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
603233.SH	大参林	21.16	240.98	0.91	1.14	1.47	23	19	14	0.57
603883.SH	老百姓	28.32	165.65	1.34	1.61	1.93	21	18	15	0.72
603939.SH	益丰药房	39.05	394.63	1.25	1.34	1.66	31	29	24	1.13
002727.SZ	一心堂	19.40	115.63	1.69	0.92	1.98	11	21	10	0.14
605266.SH	健之佳	45.05	58.05	2.82	3.18	3.93	16	14	11	0.64
301017.SZ	漱玉平民	13.62	55.21	0.57	0.67	0.91	24	20	15	0.57
	平均值			1.43	1.48	1.98	21	20	15	0.63

资料来源：wind，浙商证券研究所

注：已覆盖公司（大参林、老百姓、益丰药房）为浙商测算值，一心堂、健之佳、漱玉平民用wind一致预测值

推荐:

- **大参林**: 中参为特色的药店龙头, 利润率相对较高, 区域&门店加速拓展驱动收入利润高增长。
- **老百姓**: 覆盖最广的药店龙头, 统采提毛利率、统筹门店落地加速拉动收入, 2024年收入利润有望双增。
- **益丰药房**: 精细化管理的药店龙头, 中西成药毛利率位于行业高位, 门店稳步拓展驱动收入利润增长。

建议关注: 一心堂、健之佳、漱玉平民等。

05

风险提示

1.行业竞争加剧的风险：（1）区域性零售药店龙头扩大规模，与全国性药店龙头形成竞争，零售企业竞争日益加剧。（2）其他行业通过并购进入药品零售行业，加剧市场竞争。（3）互联网售药冲击。若政策推动开放网上处方药，或互联网药店探索出有利的竞争模式，将直接影响实体药店的销售额。

2.门店扩张速度不及预期的风险。门店数量扩张为连锁药店收入增长的核心驱动，若融资难度提升、市场竞争、政策环境、自身经营以及消费者购买习惯等因素发生变动，或公司并购整合或加盟门店数量不及预期，将直接影响公司扩张速度。

3.政策变动的风险。连锁药店受政策影响较大，若统筹门店落地、处方外流、集采降价等政策波动，或将对药店的经营产生影响。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>