

## 医药生物

2020Q3 分析之连锁药店  
-高增长延续，长景气周期开启

分析师 江琦

联系人 孙宇瑶

邮箱: jiangqi@r.qlzq.com.cn

邮箱: sunyy@r.qlzq.com.cn

执业证书编号: S0740517010002

## 投资要点

- 我们对连锁药店四大龙头大参林、益丰药房、老百姓、一心堂的三季度数据进行了多维度解读，板块经营数据持续向好，行业长期高景气确定性正在加强，继续维持重点推荐。
- 整体业绩亮眼，高客流带动内生增长强劲。药店板块三季度报均交出亮眼答卷，大参林、益丰药房、老百姓、一心堂前三季度收入增速分别为 30.5%/27.7%/20.9%/20.6%、利润增速分别为 55.9%/41.2%/23.6%/24.8%，其中 Q3 收入增速分别为 27.4%/34.3%/21%/23.4%，利润增速分别为 55.2%/61.6%/21.9%/27.9%，较上年同期均有不同程度提速，板块整体处于快速增长的通道。今年以来药店四大龙头的同店增速基本维持双位数，其中客流贡献主要力量，Q1 疫情爆发之际防疫物资作为引流品类，极大地拉动了客流增长；后随着 Q2 疫情平息，非必需品的消费逐渐复苏，Q3 整体客流增速仍然维持高位。随着集采推进至第三批，院外渠道的价值越发得到重视，药店龙头与上游药企和医院的合作日益深入，处方外流进程亦有加速趋势，头部药店凭借规模与品牌优势有望承接更多的增量客流。
- 门店扩张提速，行业进入加速整合阶段。剔除加盟店和闭店，大参林、益丰药房、老百姓、一心堂四大药房前三季度分别净增门店分别为 694/519/742/645 家，直营总门店数分别达 5396/4885/4636/6911 家，门店扩张提速趋势明显。截止 20 年 Q3，四大药房的次新店占比分别为 16.53%/20.88%/15.29%/10.39%，均处于较高水平，有望在未来 2-3 年持续提供业绩动能。分区域来看，新增自建店大多以现有优势区域加密为主，四大龙头前三季度均没有大规模的跨区域收并购。但从行业整体环境来看，随着药店分级分类政策的推进，行业规范性的持续加强将会加速分化，头部企业在信息化建设、人才储备等方面具有明显优势，有望在行业整合浪潮中抢占先机。
- 品类结构变化明显，精益管理之下经营效率提升显著。从品类销售结构来看，四家药房非药品类的占比均有较大幅度提升，截止 20 年 Q3，大参林、益丰药房、老百姓、一心堂的非药品销售占比分别较 2019 年提升 5.52%/3.66%/3.80%/6.63%，主要是由于疫情相关的防护物品销售火爆。而非药品的毛利率通常在 40%-50%左右，较中西成药毛利率更高，四家药房 Q3 毛利率分别为 39.6%/39.3%/32.9%/36.3%，呈现企稳回升态势。今年以来期间费用率均有明显下降，大参林、益丰药房、老百姓、一心堂同比分别下降 3.0%/1.9%/1.6%/3.1%，主要是疫情影响下促销活动力度减小所致。从周转效率来看，四家药房的存货周转率均呈上升趋势，整体经营效率有显著提高。
- 行业整合加速+处方外流增量，连锁药店开启长景气周期。当前国内药店行业仍较为分散，相较美日成熟市场，国内药店集中度尚有很大提升空间。《中国药店》数据显示，2019 年国内药店连锁率提升至 55.74%，CR10 占比提升至 20%，药店行业正在加速整合。另一方面，带量采购推进下院外渠道价值凸显，电子处方共享平台也将加速处方外流进程，零售药店有望成为药品销售的主流终端。头部连锁药店在专业化、规范性、资质等方面优势明显，也将是外流处方药的主要承接阵地。继续重点推荐药店板块的龙头公司大参林、益丰药房，看好老百姓、一心堂。
- 风险提示：门店扩张不达预期的风险、医药政策扰动的风险等

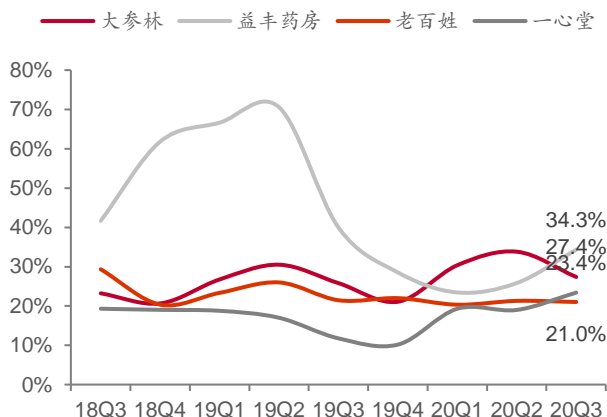
- 整体业绩亮眼，内生增长强劲。** 药店板块三季报均交出亮眼答卷，收入利润较上年同期均有不同程度提速，大参林、益丰药房、老百姓、一心堂四大龙头前三季度收入增速分别为 30.5%/27.7%/20.9%/20.6%、归母净利润增速分别为 55.9%/41.2%/23.6%/24.8%，其中 Q3 收入增速分别为 27.4%/34.3%/21%/23.4%，归母净利润增速分别为 55.2%/61.6%/21.9%/27.9%，板块整体处于快速增长的通道。

**图表 1：连锁药店三季报主要数据一览**

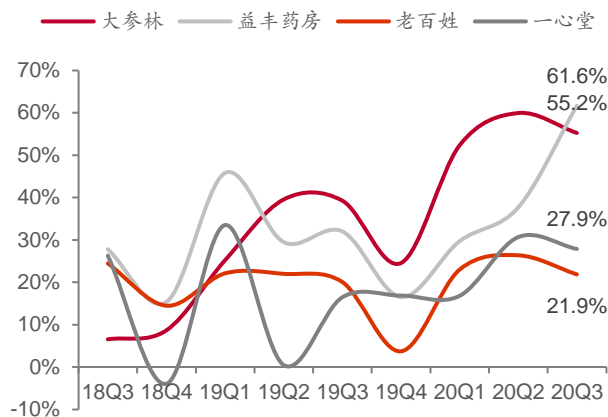
	大参林	益丰药房	老百姓	一心堂
最新市值	613	548	297	237
直营门店	5396	4885	4636	6911
加盟店	145	611	1541	0
总门店	5541	5496	6177	6911
前三季度净增加门店	694	519	742	645
(注：净增加门店仅统计自建和并购，不含加盟店)				
前三季度营业收入 (亿)	104.9	94.4	101.2	92.4
yoy	30.5%	27.7%	20.9%	20.6%
前三季度归母净利润 (亿)	8.7	5.9	4.9	6.0
yoy	55.9%	41.2%	23.6%	24.8%
前三季度扣非归母净利润 (亿)	8.5	5.7	4.5	5.8
yoy	57.7%	38.3%	20.5%	21.2%
毛利率	38.6%	38.5%	32.5%	36.2%
净利率	8.4%	7.0%	5.9%	6.5%
期间费用率	27.2%	29.0%	25.2%	28.0%
经营性现金流净额	10.9	5.9	7.1	6.3
现金流/净利润	1.5	1.5	2.1	1.1
现金及等价物余额 (亿)	22.8	24.4	6.4	14.3
存货周转率	2.8	3.1	3.2	2.6

来源：wind，中泰证券研究所（市值截止 2020.11.02）

- 疫情催化叠加处方外流，环比加速趋势明显。** 今年以来药店四大龙头的同店增速基本维持双位数，其中客流贡献主要力量，Q1 疫情爆发之际防疫物资作为引流品类，极大地拉动了客流增长；后随着 Q2 疫情平息，非必需品的消费逐渐复苏，Q3 整体客流增速仍然维持高位。大参林、益丰药房、老百姓、一心堂 Q3 收入增速分别为 27.4%、34.3%、21.0%、23.4%；归母净利润增速分别为 55.2%、61.6%、21.9%、27.9%；其中益丰药房和一心堂均呈现环比加速趋势。随着集采推进至第三批，院外渠道的价值越发得到重视，药店龙头与上游药企和医院的合作日益深入，处方外流进程亦有加速趋势，头部药店凭借规模与品牌优势有望承接更多的增量客流。

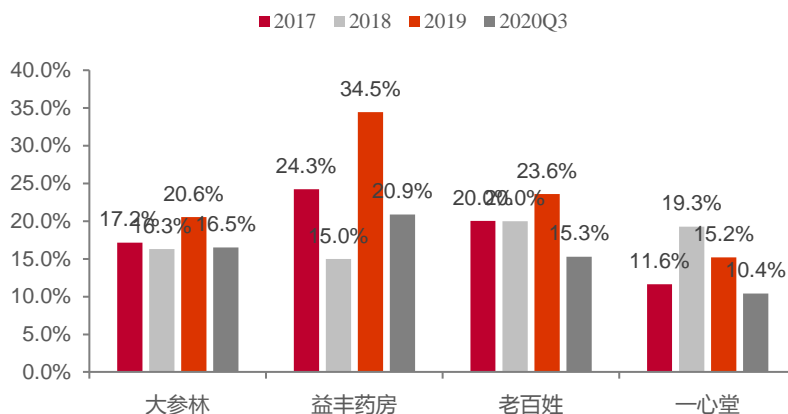
**图表 2: 2018Q3-2020Q3 四大药房季度收入增速**


来源: wind, 中泰证券研究所

**图表 3: 2018Q3-2020Q3 四大药房季度利润增速**


来源: wind, 中泰证券研究所

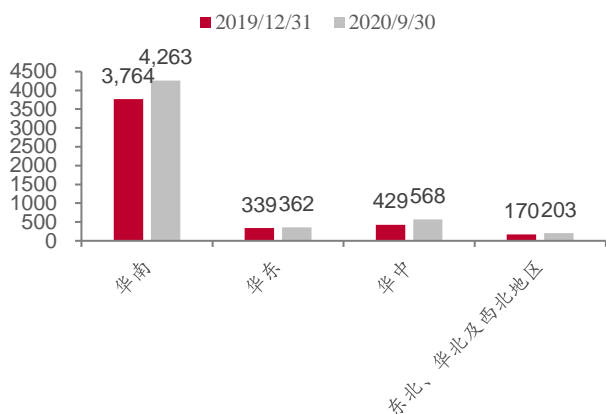
- 门店扩张提速，行业进入加速整合阶段。**剔除加盟店和闭店，大参林、益丰药房、老百姓、一心堂四大药房前三季度分别净增门店分别为 694/519/742/645 家，直营总门店数分别达 5396/4885/4636/6911 家，门店扩张提速趋势明显。截止 20 年 Q3，四大药房的次新店占比分别为 16.53%/20.88%/15.29%/10.39%，均处于较高水平，有望在未来 2-3 年持续提供业绩动能。

**图表 4: 四家药房次新店数量占比**


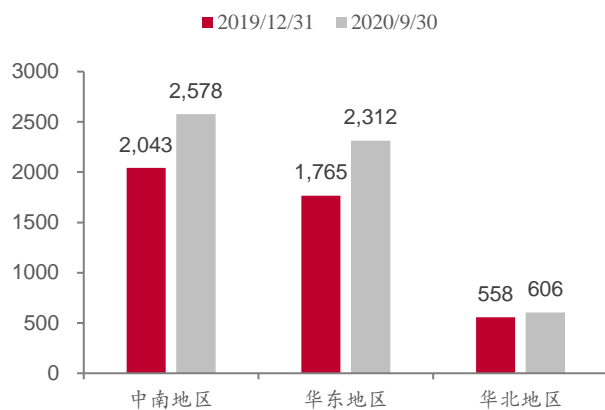
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 分区域来看，新开店大多以现有优势区域加密为主，今年尚未产生大规模跨区域并购。**截止 20 年 Q3，大参林在华南/华东/华中/其他地区分别新增门店 499/23/139/33 家，华南地区门店数占比达 79%；益丰药房在中南/华东/华北地区分别新增门店 535/547/48 家，中南和华东地区门店数占比分别 46.9%、42.1%；老百姓在华中/华南/华北/华东/西北地区新增门店数分别为 336/33/72/193/108 家，华中和华东地区门店数占比较高，分别为 33.8%、31.2%；一心堂在西南/华南/华北/华东/华中地区分别新增门店 143/281/38/9/-6 家，西南地区门店占比 77%，其中云南省

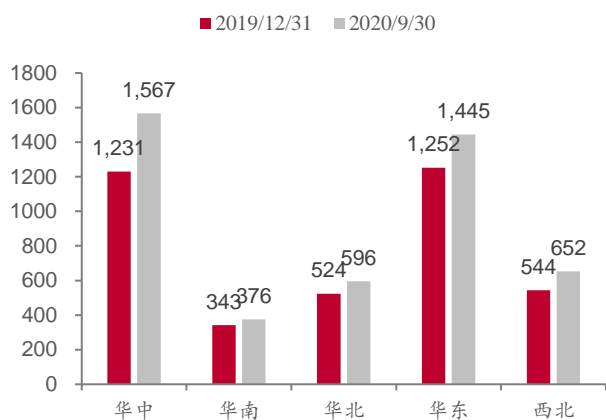
门店占比 60.2%。收并购方面，四大龙头前三季度均没有大规模收并购，但从行业整体环境来看，随着药店分级分类政策的推进，行业规范性持续加强将会加速分化，头部企业在信息化建设，人才储备等方面具有明显优势，有望在行业整合浪潮中抢占先机。

**图表 5: 大参林各区域门店数量**


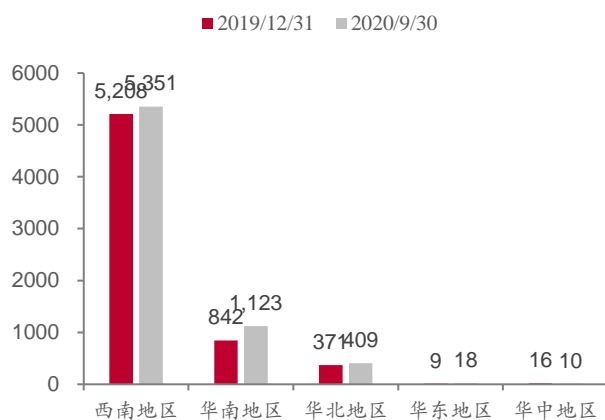
来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 6: 益丰药房各区域门店数量**


来源：公司公告，中泰证券研究所

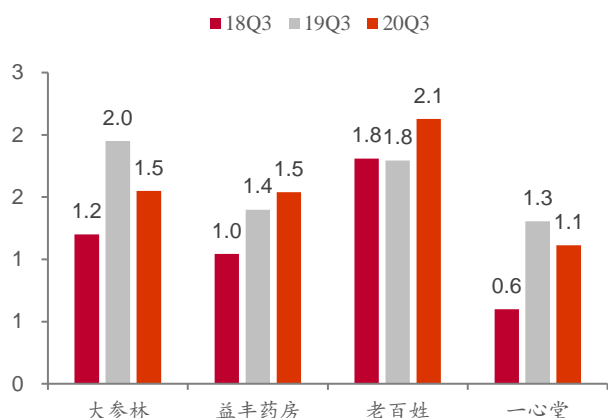
**图表 7: 老百姓各区域门店数量**


来源：公司公告，中泰证券研究所

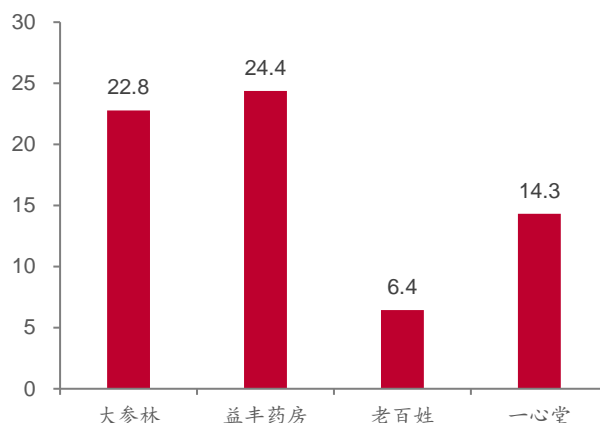
**图表 8: 一心堂各区域门店数量**


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 现金流充裕保障后续扩张。**四大药房的现金流动性都保持在较高水平，大参林、益丰药房、老百姓、一心堂经营性现金流/净利润分别为 1.5、1.5、2.1、1.1，其中益丰药房和老百姓较 19 年同期均有所提升。截止 20 年 Q3，四家药房现金及等价物余额分别为 22.8 亿、24.4 亿、6.4 亿、14.3 亿，大参林和益丰药房分别在今年发行可转债融资 14.05 亿和 15.81 亿，充沛的现金流将为公司后续开疆拓土提供坚实基础。

**图表 9: 四家药房经营性净现金流/净利润**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 10: 四家药房现金及等价物余额 (亿)**


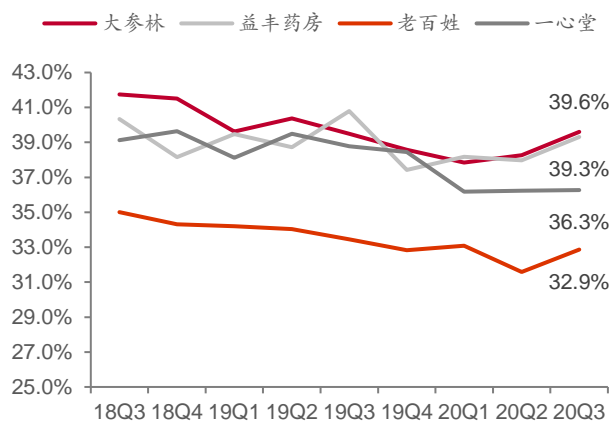
来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (数据截止 2020 年 Q3)

- 品类结构变化明显, 疫情物资畅销推高毛利率。**从品类销售结构来看, 四家药房非药品类的占比均有较大幅度提升, 截止 20 年 Q3, 大参林、益丰药房、老百姓、一心堂的非药品销售占比分别较 2019 年提升 5.52%、3.66%、3.80%、6.63%, 主要是由于疫情相关的防护物品销售火爆。而且非药品的毛利率通常在 40%-50%左右, 较中西成药毛利率更高, 四家药房 Q3 毛利率分别为 39.6%、39.3%、32.9%、36.3%, 呈现企稳回升态势。
- 精益管理之下经营效率提升显著。**今年以来期间费用率均有明显下降, 大参林、益丰药房、老百姓、一心堂同比分别下降 3.0%、1.9%、1.6%、3.1%, 主要是疫情影响下促销活动力度减小所致。从周转效率来看, 四家药房的存货周转率均呈上升趋势, 整体经营效率有显著提高。

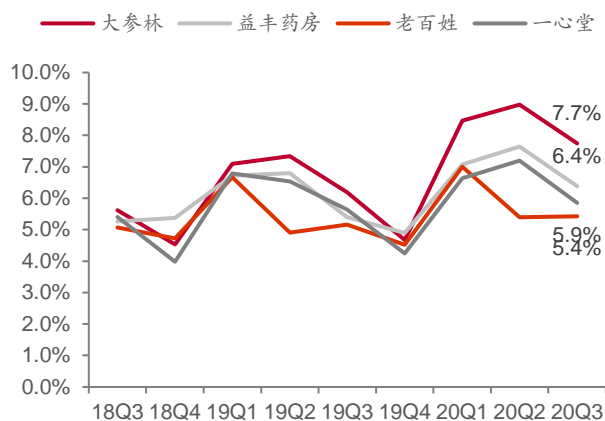
**图表 11: 四家药房各品类销售结构变化**

		2019		2020Q3		占比变化
		销售金额 (亿)	占比	销售金额 (亿)	占比	
大参林	中西成药	77.23	70.97%	65.02	63.33%	-7.64%
	中药	13.40	12.31%	14.82	14.43%	2.12%
	非药品	18.19	16.72%	22.83	22.23%	5.52%
益丰药房	中西成药	71.58	71.75%	64.31	70.03%	-1.72%
	中药	11.32	11.35%	8.63	9.40%	-1.94%
	非药品	16.87	16.91%	18.89	20.57%	3.66%
老百姓	中西成药	93.03	79.77%	77.32	76.40%	-3.36%
	中药	8.33	7.14%	6.78	6.70%	-0.44%
	非药品	15.27	13.09%	17.10	16.90%	3.80%
一心堂	中西成药	76.74	83.37%	41.64	76.03%	-7.34%
	中药	8.05	8.75%	5.18	9.46%	0.71%
	非药品	7.26	7.89%	7.95	14.52%	6.63%

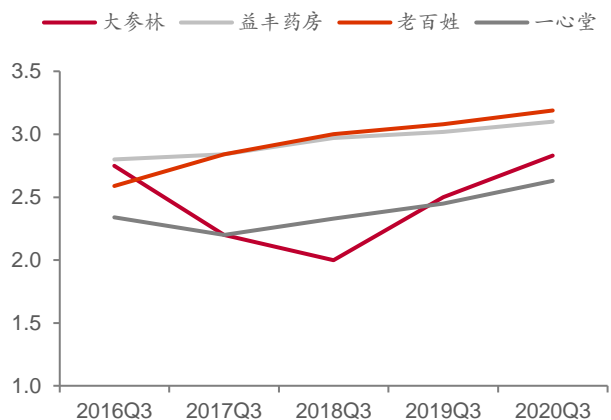
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 12: 四家药房分季度毛利率情况**


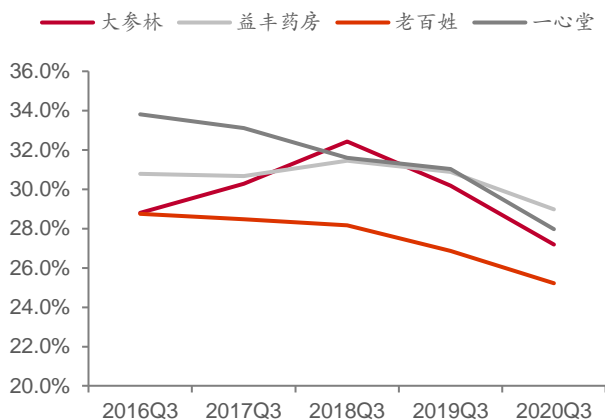
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 13: 四家药房分季度净利率情况**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 14: 四家药房历年存货周转率情况**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 15: 四家药房历年期间费用率情况**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

## 风险提示

- **门店扩张不达预期的风险:** 门店自建扩张是另一条药店成长之路, 由于自建门店存在资金、人员等要求, 可能出现门店扩张不达预期的风险。
- **医药政策扰动的风险:** 药店区别于其他零售行业, 受到国家部门的严格监管, 尤其近年来监管不断趋严, 包括执业药师、药店的医保基金监管等可能对行业带来扰动。另一方面, 随着国家医改深化, 医保控费持续进行, 医保个人账户取消等政策变化可能对药店行业带来深远影响。



**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。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, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。