

药品零售行业全景图



证券分析师

叶寅

投资咨询资格编号：S1060514100001

邮箱：YEYIN757@PINGAN.COM.CN

张熙

投资咨询资格编号：S1060519060003

邮箱：ZHANGXI218@PINGAN.COM.CN

平安证券

中国平安 PINGAN

金融·科技

2019年9月11日



要点总结

本篇报告从药品零售行业构成三要素（药品、药店、人员）分别介绍行业现状以及未来趋势，通过勾勒出各要素的特点从而画出一幅完整的行业全景图。

药品：行业集中度持续提高，处方外流带来长期增量

2018年，我国药品零售渠道实现销售额3919亿元，在终端药品销售中占比为22.9%。由于中大型连锁企业竞争优势明显，在行业监管趋严的背景下，行业集中度持续提高，2017年CR10达到17%，CR100达到31%。政策促进医药分家将是长期趋势，从而导致处方外流。预计处方外流市场规模接近3000亿元，为药品零售市场带来50%以上的增量。

药店：全国药店数量趋近饱和，结构调整促进连锁率提高

2018年，我国药店总门店数量达到48.9万家。2010年后，药店数量逐渐饱和，增速从原来的5%以上的增速降到0-3%。我国药店店均服务人口2850人，接近世卫组织建议的2500人/店。由于连锁药店相对于单体药店竞争优势明显，因此在存量竞争的市场下，连锁药店数量增速高于行业增速。2014年到2018年，连锁率从39.4%提高到52.1%。

执业药师：执业药师缺口较大，远程审方助力解决

我国有注册执业药师46.8万人，每万人执业药师人数为3.4名，距离世界药学联合会公布的每万人口拥有6.2名执业药师的标准仍有较大差距。据2016年11月份的数据，我国零售药店的执业药师配备率仅为51%，约一半的药店无执业药师。估算我国执业药师缺口达到20万人。针对执业药师不足的情况，多省提出了远程审方的解决办法。该办法将有效解决执业药师不足的问题。

头部企业：处于高速增长期，盈利能力强

A股四大连锁药店公司各自雄踞一方，深耕已有区域市场，并适时扩张到新的省份。通过自建及收购，维持门店数量在20%左右或以上的增速，带动业绩较高速增长。四家公司的净利率均在5%左右，ROE在11%-18%，具有较强盈利能力。



要点总结

投资建议：板块一致性强，关注短期滞涨公司

由于药店行业整体景气度较高，头部连锁药店增长空间大，因此四家连锁药店企业的发展前景均不错，在股价表现上相关性很强。建议关注短期滞涨的一心堂，公司由于执业药师不足，影响了处方药销售及新店的增加。目前正在积极试行采用远程药师审方的方式解决该问题，后续有望恢复正常增速。

证券代码	证券简称	2018年营业收入(亿元)	2018年归属母公司股东的净利润(亿元)	毛利率	净利率	总市值(亿元)	EPS(TTM)	PE(TTM)
603883.SH	老百姓	94.71	4.35	35.21%	5.32%	203.60	1.69	42.08
002727.SZ	一心堂	91.76	5.21	40.53%	5.66%	142.74	1.00	25.23
603939.SH	益丰药房	69.13	4.16	39.73%	6.39%	290.56	1.32	58.20
603233.SH	大参林	88.59	5.32	41.65%	5.93%	303.69	1.20	48.64

数据来源：WIND

风险提示：

- 1、行业政策变化风险；
- 2、市场竞争加剧的风险；
- 3、药品安全风险。

目录



药品

- 行业集中度持续提高，处方外流带来长期增量

药店

- 全国药店数量趋近饱和，结构调整促进连锁率提高

执业药师

- 执业药师缺口较大，远程审方助力解决

头部企业

- 处于高速增长期，盈利能力强

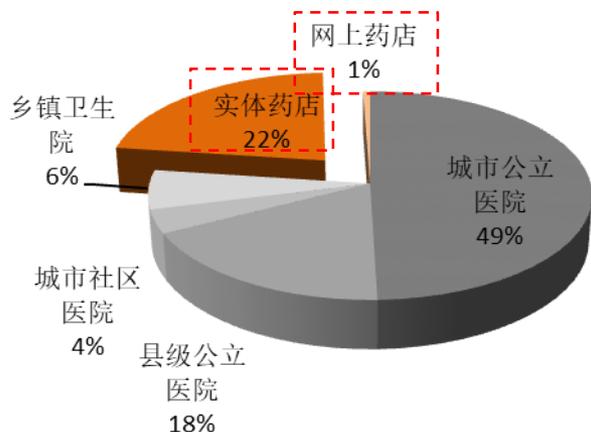


药品：零售行业规模及增速

2018年我国药品零售市场规模为3919亿元，同比增长7.5%

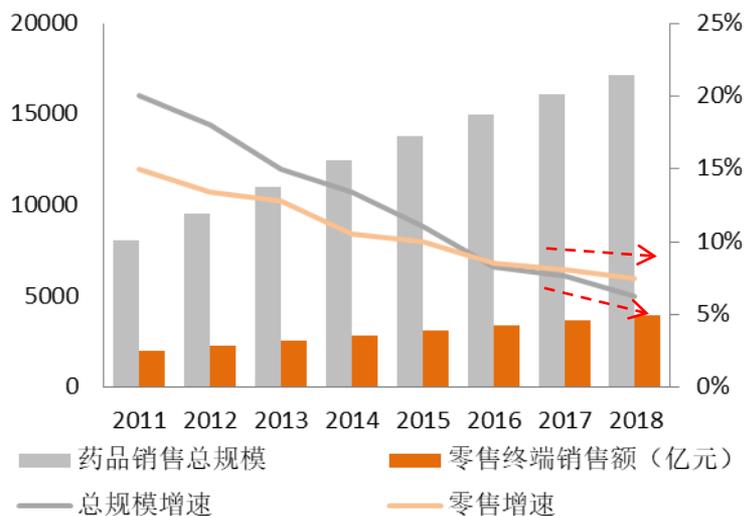
- ✓ 零售是我国药品销售终端的重要渠道之一。据米内网统计，2018年，我国药品销售规模为17131亿元，药品零售渠道实现销售额3919亿元，占比为22.9%。其中实体药店实现销售额3820亿元（占比22%），网上药店实现销售额99亿元（占比1%）。
- ✓ 药品销售零售渠道增速高于行业增速
 - 2015年之前，由于医保护容、宏观经济高速发展等原因，药品销售总体增速高于零售渠道增速，两者之间的剪刀差逐渐缩小。
 - 2015年前后，医疗改革进入深水区，限制药占比、取消药品加成、控制辅助用药等政策开始落地执行，医院药品销售规模受此影响，增速下降明显。
 - 药品在医院销售受到限制，部分厂家转战零售渠道，处方外流为药品零售渠道带来新的增量。因此，2016年之后，药品零售终端增速高于行业整体增速。

我国药品零售占整体市场规模的23%



数据来源：米内网，平安证券研究所

我国药品零售端增速高于行业增速



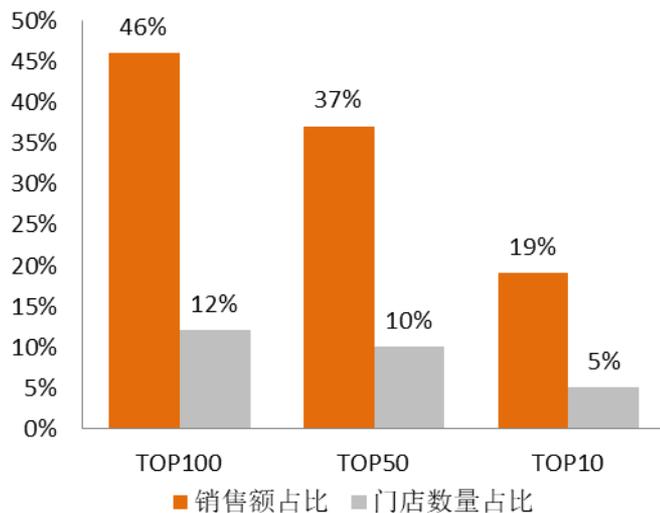


药品：行业集中度分析

我国药品零售行业CR10为17%，处于持续提高的过程中

- ✓ 头部企业的门店创收能力更强。
 - 2017年，我国TOP100连锁药店企业的门店数量占比为12%，其收入占比达到46%。TOP10连锁药店企业的门店数量占比为5%，其收入占比为19%。说明头部企业的平均单店规模更大。
- ✓ 行业集中度持续提高。
 - 连锁药店中CR10/CR50/CR100的在2014到2017年逐年上升，行业集中度持续提高。
- ✓ 相比于日本、美国，我国药店行业集中度仍然较低。
 - 美国TOP3连锁药店的集中度为77%，日本TOP3连锁药店的集中度为17%，而我国TOP3连锁药店的集中度为7.4%，仍有较大提升空间。

头部连锁药店企业销售额及门店数量占比



头部连锁药店集中度持续提高



数据来源：药品流通运行统计分析报告，NMPA,平安证券研究所

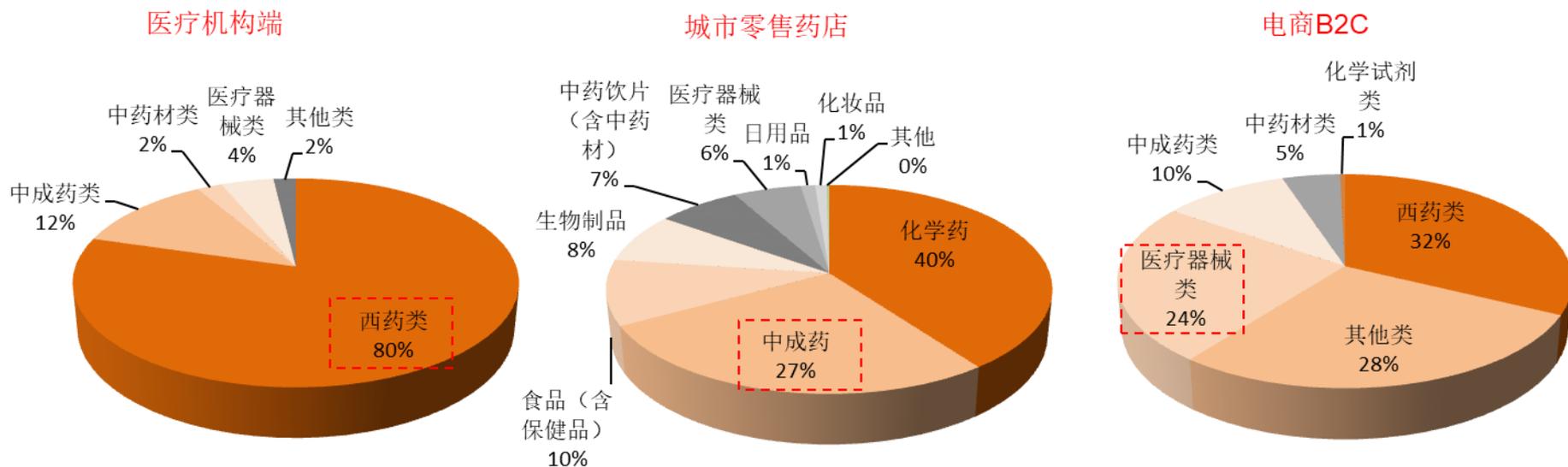


药品：零售渠道品类分析

零售药品以化学药和中成药为主

- ✓ **医疗机构用药结构以西药类为主。**西药类占医疗机构用药的80%，其次是中成药占比12%。这里的西药类包括化学药、生物制品、血液制品、疫苗等。
- ✓ **零售药店销售品类中，中成药占比突出。**由于OTC中成药较多，且大部分中成药满足患者自我诊疗的需求，所以中成药在零售药店销售较好。其在零售药店的占比达到27%，远高于在医疗机构端的占比。
- ✓ **药品电商端，医疗器械类占比突出。**医疗器械类在电商B2C端的占比达到24%，仅次于西药类的占比。这里的医疗器械类主要包括电子血压计、轮椅等家用医疗器械，以及计生用品。

各渠道销售品类占比



数据来源：2017年药品运行流通统计报告，平安证券研究所



药品：处方外流带来长期增量

我国处方外流市场规模近3000亿元

✓ 处方外流正在进行中

- 近三年以来，公立医药限制“药占比”，取消药品加成，从而导致处方外流。
- 终端数据符合这一趋势，近两年里药品在公立医院渠道的销售占比从68%下降到67%，零售药店渠道的销售占比从22.6%上升到23.1%。通过我们草根调研国内大型连锁药店，其处方药占比每年上升约2个百分点左右。

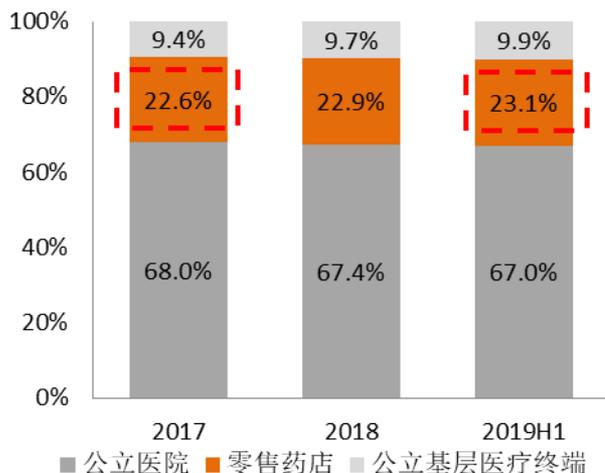
✓ 处方外流规模近3000亿

- 我国药品销售的三大终端中，零售药店只占23%，公立医院占比达到67%，用药金额为1.15万亿。
- 假设公立医院中50%药品为门诊处方，其中一半门诊处方外流到药店，则金额达到2875亿元，为药品零售市场带来50%以上的增量。

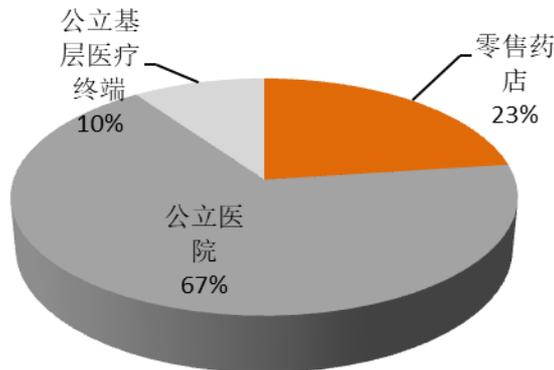
✓ 处方外流是长期趋势

- 我国医药分家过程可参考日本，日本从上个世纪90年代开始推动医药分家，直到2017年其医药分业率达到72.4%，耗时近30年。预计我国完成医药分家尚需较长时间。

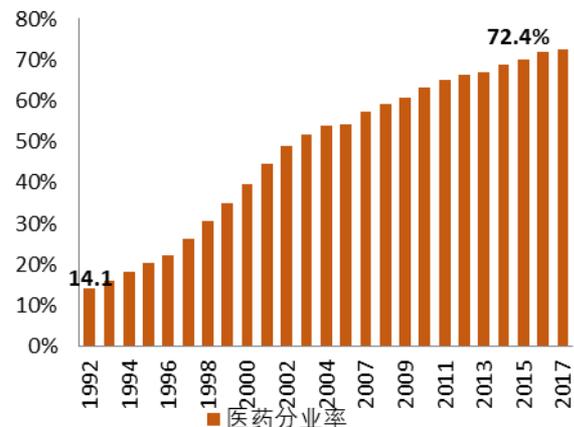
① 药品零售渠道占比逐年提高



② 中国药品销售终端分布



③ 日本门诊医药分业耗时近30年



注：医药分业率=流向药店的处方数量/医疗机构门诊处方数量

目录



药品

- 行业集中度持续提高，处方外流带来长期增量

药店

- 全国药店数量趋近饱和，结构调整促进连锁率提高

执业药师

- 执业药师缺口较大，远程审方助力解决

头部企业

- 处于高速增长期，盈利能力强



药店：我国药店数量趋近饱和

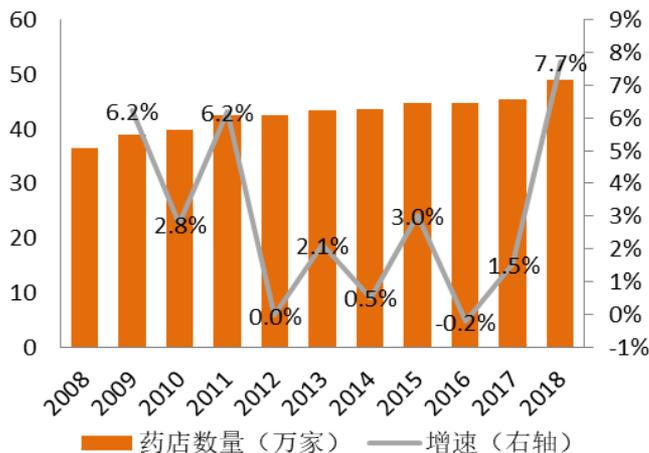
我国共有48.9万家零售药店

✓ 我国药店数量已接近饱和

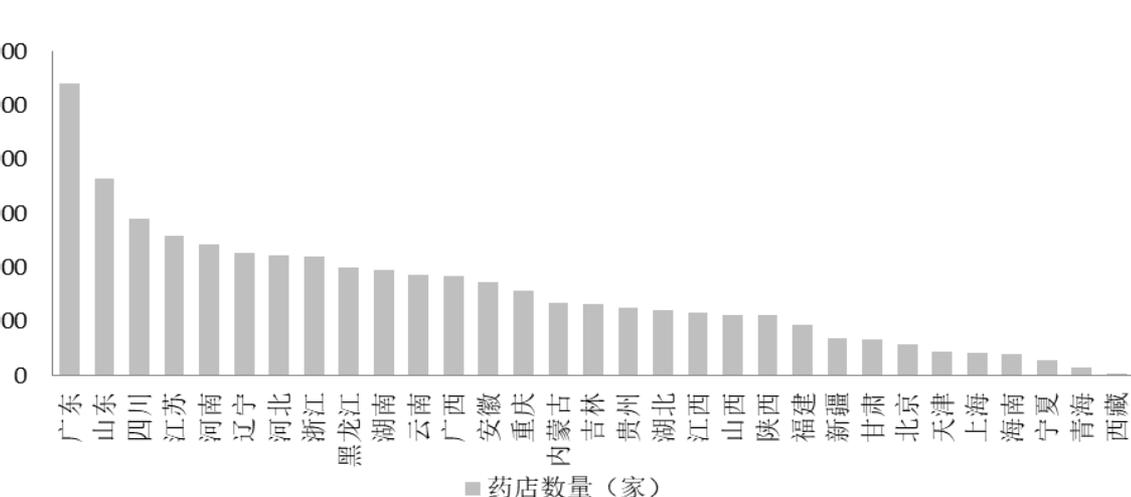
- 2018年，我国共有零售连锁企业5671家，零售连锁企业门店25.5万家，零售单体药店23.4万家。药店行业总门店数量达到48.9万家。
- 2010年后，药店数量逐渐饱和，增速从原来的5%以上的增速降到0-3%。从2015年开始，随着医药行业政策改革，对药品零售领域的监管逐渐趋严。各地药监局不定期飞检抽查执业药师是否在岗、药店仓储条件是否恰当、流通环节合规性等，陆续处罚了一批违规经营的药店。药店合规压力陡然增加，因此2015年药店数量首次出现了负增长。2018年数量突然上涨，推测可能是由于前两年一线市场交易过热，推动部分中小连锁开店积极性高涨所致。

- ✓ 我国药店数量最多的省份是广东省。2018年广东省的药店数量达到5.4万家，比第二名山东省多1.8万家。药店数量的多少，除了与人口数量相关以外，还与经济、看病习惯、政策等相关。一般而言，经济发达地区的居民拥有职工医保者多，患病后倾向于直接去医院，而只拥有新农合医保等医院报销比例低的患者倾向于去药店。广东是我国第一人口大省，且外来务工人员多，因此药店数量远高于其他省份。北京、上海由于对两家药店之间有距离限制，因此药店数量较少。

我国药店数量已接近饱和



我国各省药店数量分布





药店：我国药店所处位置分析

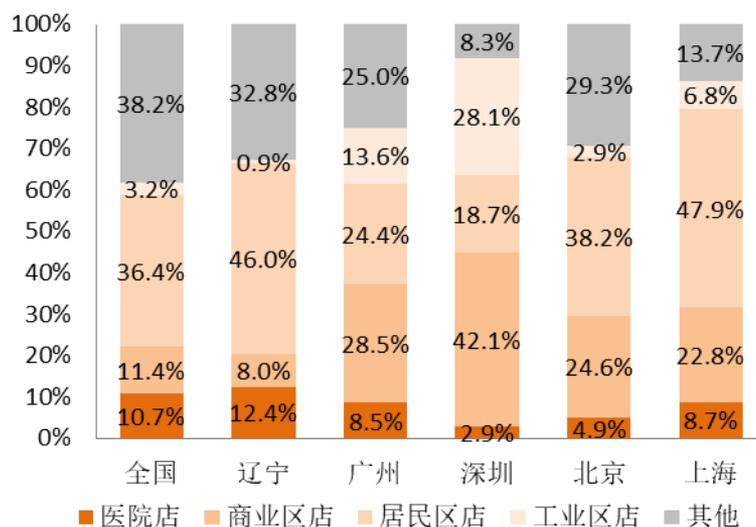
居民区药店占比较高

- ✓ 药店的所处位置决定了客流群体，对销售起到关键性作用。根据位置的不同，药店可分为医院店、商业区店、居民区店和工业区店。
- 医院店是当前最火热的店型。医院店背靠医院，具有稳定的客流，且在当前处方外流的进程中，医院店近水楼台先得月，受益明显。主要的大中型连锁药店均在大力布局医院店。
- 商业区店和居民区店增长迅速。随着我国城镇化率的提高，近年新建了很多住宅区，居民区店也随之增长；商业区店则落户于新建的卫星城、中小型CBD。
- ✓ 全国范围来看，居民区店占比最高，为36.4%；其次是商业区店占比为11.4%，医院店占比为10.7%；工业区店占比较少，仅有3.2%
- 不同地区的各种店型占比差异较大，主要跟各地的产业结构和人群特征相关。比如深圳，作为一个新兴的制造业和经济中心，其商业区店和工业区店占比明显高于其他地区。

不同店型药店的特点

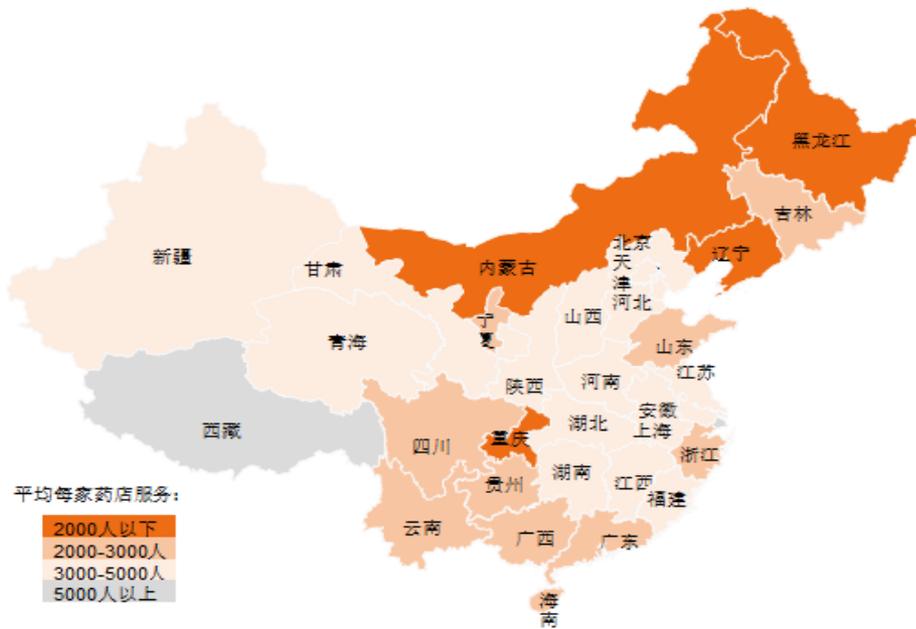
店型	位置	顾客群体	商品特点
医院店	位于医院附近	医院病人为主	医院特色专科药、处方药
商业区店	周围有商圈	购物人群	保健品、药妆、OTC类
居民区店	位于居民区附近	居民	常见病用药、慢病用药
工业区店	位于职场附近	职场工作人士	应激性用药、常见病用药

药店店型分布举例





药店：各省药店分布



各省店均服务人口分析

- ✓ 我国药店店均服务人口**2850人**，接近世界卫生组织建议的药店店均服务人口**2500人/店**。
- 上海的药店竞争格局最好，店均服务人数超过**5000人**，且经济发达，人口多。主要是因为上海的药店具有开店距离限制，两家药店之间的路网距离不小于**300米**。同样，北京也有**350米**的药店距离限制。
- 广东、山东等人口大省的店均服务人口在**2000-3000人**，接近全国平均数值。
- 店均服务人数在**2000人**以下的四个省份，辽宁和黑龙江属于早年经济发达的老工业区，且老龄化严重，因此店均服务人口较少。重庆有桐君阁和和平药房两大连锁药店，门店数量合计就超过**1万家**，带动整个药品零售行业热度较高。

多数省份药店仍在增长

- ✓ 2016年到2018年，我国药店数量从**44.7万家**增长到**48.9万家**。
- 增长数量最多的前三个省份分别是：辽宁（**3722家**）、浙江（**2873家**）、河南（**2765家**）。
- 增长幅度最高的前三个省份分别是：贵州（**16.7%**）、辽宁（**16.5%**）、江西（**16.1%**）。
- 下降的省份是：新疆、湖北、四川、重庆、吉林。

2016年-2018年各省药店数量变化



数据来源：中国药店，平安证券研究所



药店：连锁率分析

我国药店连锁率持续提高

- ✓ **连锁药店对于单体药店具有较大优势**
 - 首先是成本优势。连锁药店向上游采购规模大，议价能力强，因此商品成本比单体药店更低。规模越大的连锁药店，该优势越明显。
 - 其次是品牌优势。连锁药店的门店数量多，可以不断强化在顾客心中的品牌形象，且专业化服务能力更强。因此连锁药店的获客能力更强，品牌优势明显。
- ✓ 早年我国药店行业监管较松，行业增长迅速。当下进入到严监管时代，药店合规成本提升，连锁药店的竞争优势更加明显。从中长期来看，连锁率将持续提高。
- ✓ 2018年，我国共有零售药店48.9万家，其中连锁门店为25.5万家，连锁率达到52%。2014年到2018年，连锁率从39.4%提高到52.1%。

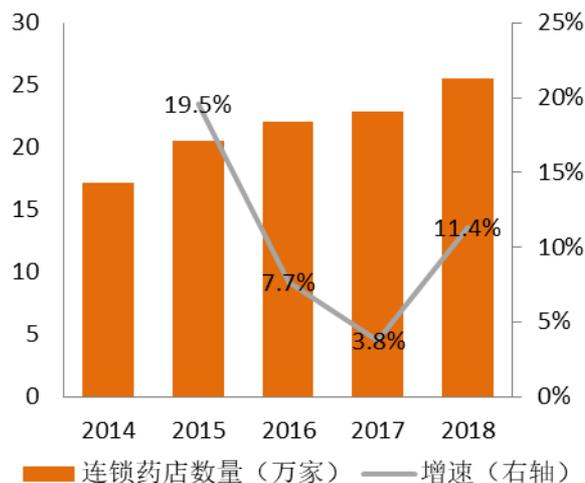
连锁药店与单体药店的优点比较

连锁药店
 上游议价能力强，
 毛利率高
 品牌效应强
 经营管理效率高
 专业服务能力强

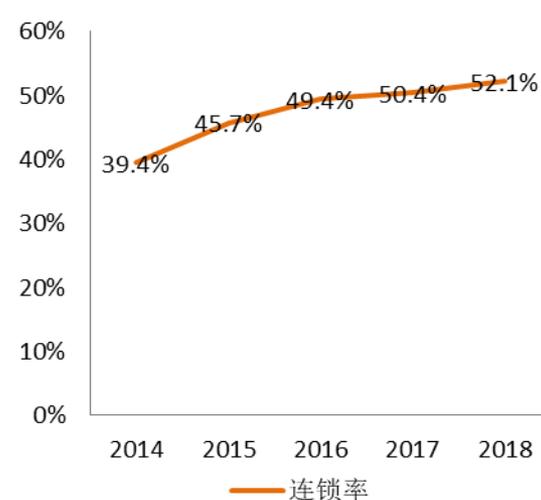
vs

单体药店
 店员即是老板，省
 了人工成本，对盈
 利能力要求较低
 人员稳定，多年积
 累下来稳定客户群
 体
 经营灵活

连锁药店数量及增速



药店连锁率持续提高





药店：连锁率分析

中等连锁率省份数量增加，推动全国连锁率提高

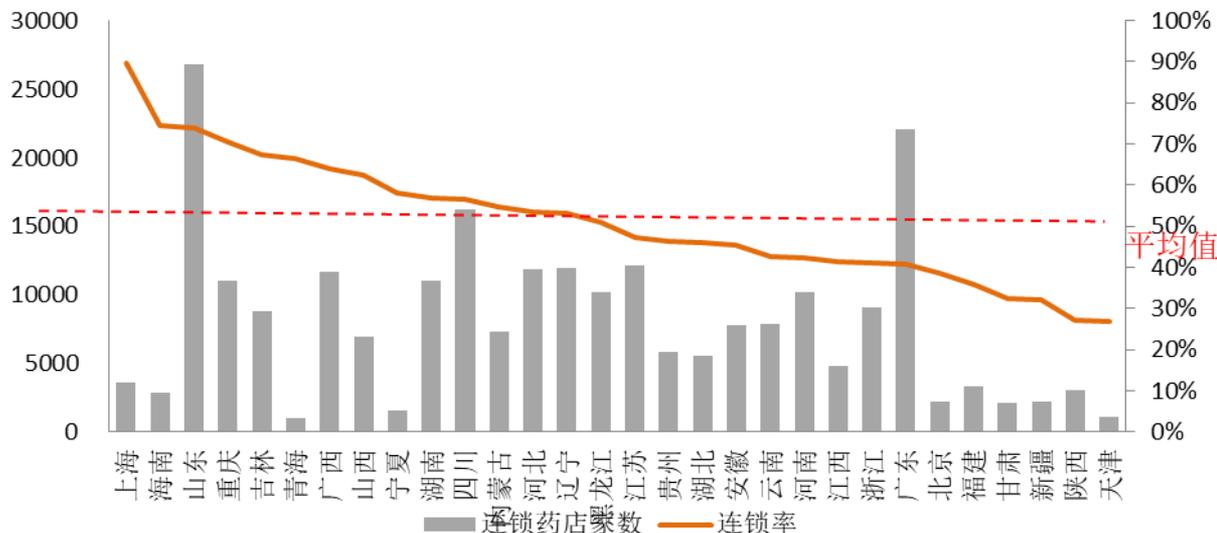
✓ 我国各省的药店连锁率差别较大

- 连锁率最高三个省份分别是：上海（89.7%），海南（74.7%），山东（73.9%）。
- 连锁率最低的三个省份是：天津（26.9%）、陕西（27.3%）、新疆（32.1%）。
- 药店数量最多的三个省份的连锁率分别为：广东（40.9%）、山东（73.9%）、四川（56.5%）。

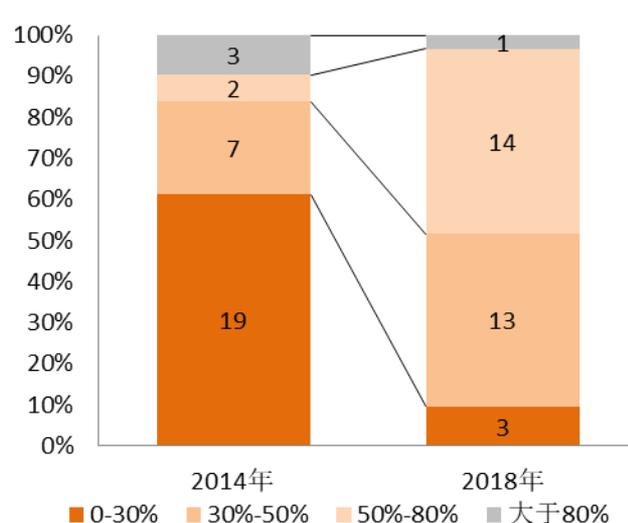
✓ 中等连锁率省份数量增加，推动全国连锁率提高

- 2014年到2018年，药店连锁率从39.4%提高到52.1%。
- 分省份来看，连锁率在0-30%的省份数量从2014年的19个降到2018年的3个；连锁率为30%-50%的省份数量从2014年的7个增加到13个；连锁率为50%-80%的省份数量从2014年的2个增加到14个。

① 我国各省药店连锁率



② 处于各阶段连锁率的省份数量变化



数据来源：中国药店，平安证券研究所



药店：连锁率分析

平均每家零售连锁企业的门店数量触底反弹

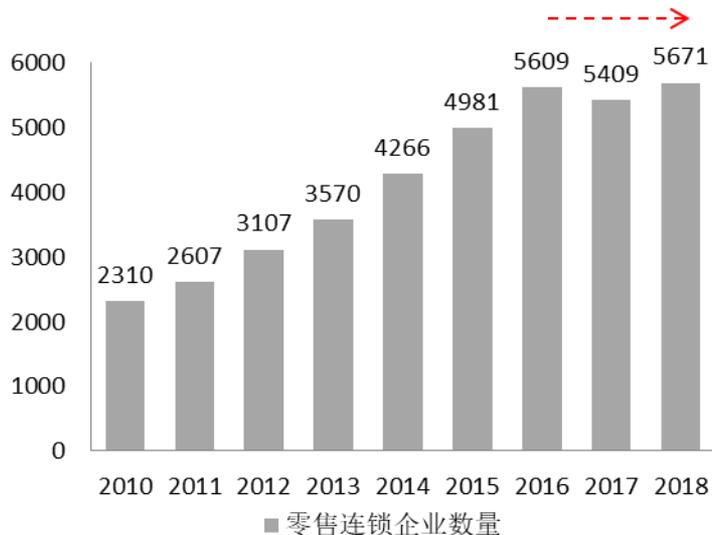
✓ 我国药品零售连锁企业数量趋近稳定

- 2016年，药品零售连锁企业数量逐年增加，从2010年的2310家增加到2016年的5609家。
- 2016年之后，由于连锁企业之间的兼并整合热度高涨，总体零售连锁企业数量不再继续增长。截止2018年底，我国共有5671家药品零售连锁企业。

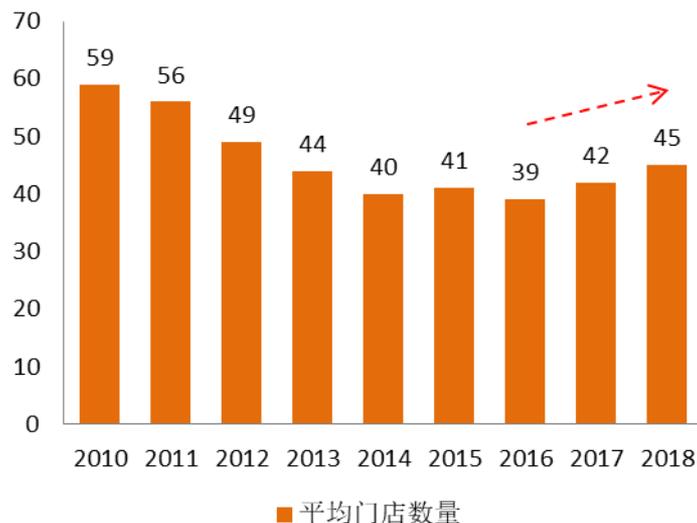
✓ 平均每家连锁药店企业的门店数量触底反弹

- 2016年之前，大量小型连锁药店企业涌现，将平均每家零售企业的门店数量从2010年的59家拉低到2016年的39家。
- 2016年之后，行业内的兼并整合热度空前，极大的刺激了小连锁的开店积极性，平均每家连锁药店企业的门店数量随之增加。

① 我国药品零售连锁企业数量



② 平均每家连锁药店企业的门店数





网上药店：巨头雄踞的高增长市场

国内网上药店市场规模99亿元，增速41%

✓ 我国网上药店市场处于高速增长期

• 根据米内网统计，我国网上药店市场在过去几年里高速增长，2018年市场规模达到99亿元，同比增长41%。

✓ 网上药店巨头集中在广东地区

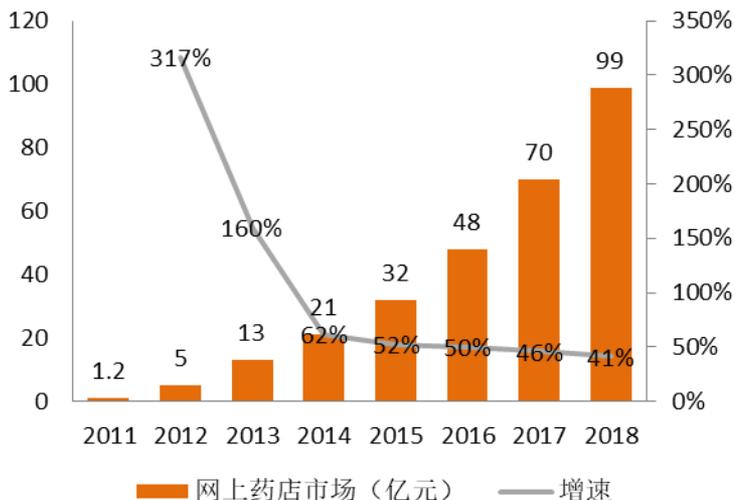
• 广东省相对开放的政策及经济环境促进了网上药店的发展，全国前四的网上药店均诞生于广东省。体量最大的1药网在2016年销售额达到20亿元。

✓ 网售处方药政策影响网上药店未来

• 新版《药品管理法》对网售处方药采取开放的态度，提出满足线上线下相同标准即可网络销售处方药。医保局发布《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》，明确了医保可支付互联网+医疗服务。相比于之前禁止网络销售处方药，政策上有明显松动。

• 若网售处方药放开，网上药店将有机会分享医院万亿药品处方，利好明显。

① 网上药店市场规模及增速



② TOP10网上药店及其销售规模

排序	公司	网站	2016年度销售额 (亿元)
1	广东壹号大药房连锁有限公司	1药网	20
2	广东七乐康药业连锁有限公司	七乐康网上药店	15.3
3	广东健客医药有限公司	健客网	15.1
4	广东康爱多连锁药店有限公司	康爱多网上药店	15
5	北京好药师大药房连锁有限公司		10.6
6	上海百秀大药房有限公司	可得网	9
7	浙江云开亚美医药科技有限公司	云开亚美	6.9
8	北京康复之家医疗器械连锁经营有限公司	德开大药房	5.5
9	成都泉源堂大药房连锁股份有限公司	泉源堂大药房网上药店	4.8
10	叮当送药(北京)科技有限公司	叮当快药	4

数据来源：米内网，中国药店，平安证券研究所

目录



药品

- 行业集中度持续提高，处方外流带来长期增量

药店

- 全国药店数量趋近饱和，结构调整促进连锁率提高

执业药师

- 执业药师缺口较大，远程审方助力解决

头部企业

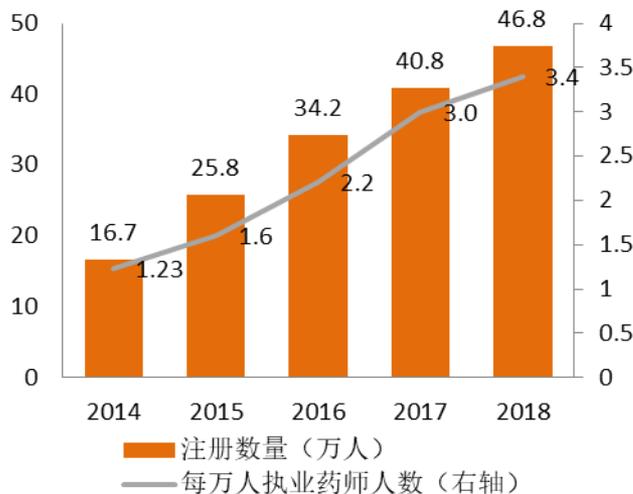
- 处于高速增长期，盈利能力强

执业药师：执业药师缺口较大，远程审方助力解决

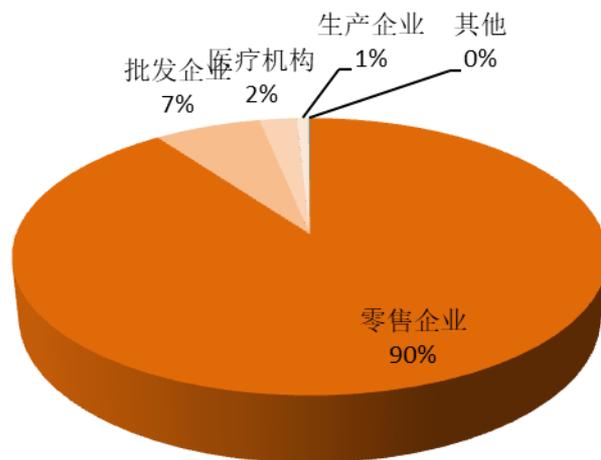
我国执业药师数量增长迅速，尚存较大缺口

- ✓ 《药品经营质量管理规范》规定“新开办药品经营企业必须配备执业药师”，药店属于药品经营企业，因此需要配备执业药师。但由于我国执业药师数量有限，目前尚不能完全按照《药品经营质量管理规范》的要求配备执业药师。
- ✓ 在国家鼓励和政策指引下，我国注册执业药师数量增长迅速，从2014年的16.7万人增加到2018年的46.8万人。每万人执业药师人数也从1.23名上升到3.4名，但距离世界药学会公布的每万人口拥有执业药师6.2人的标准仍有较大差距。
- ✓ 我国注册执业药师中，注册在零售企业的药师占比为90%，是执业药师最主要的注册单位。据2016年11月份的数据，我国零售药店的执业药师配备率仅为51%，约一半的药店无执业药师。

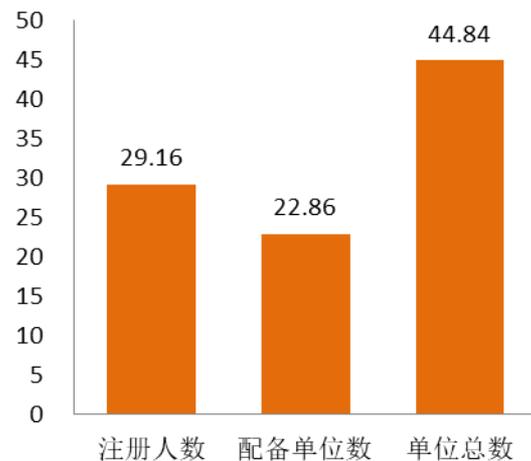
我国执业药师注册增长迅速



执业药师注册机构分类占比



2016年11月零售企业的执业药师注册情况 (单位: 万)

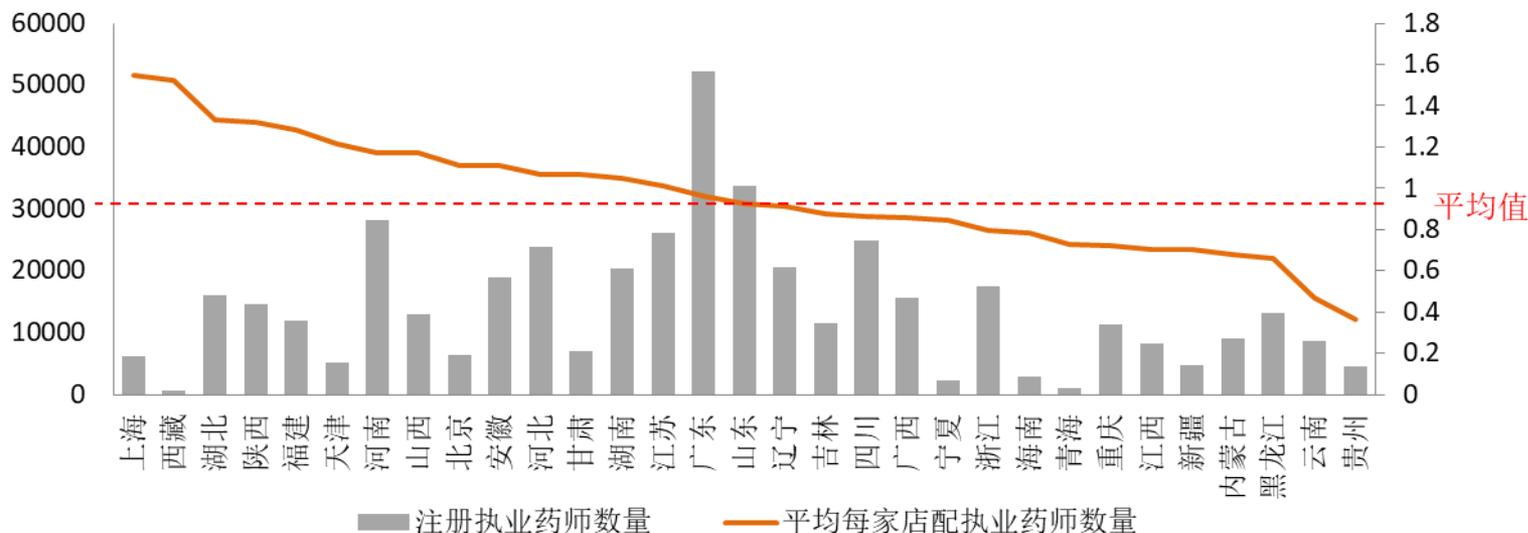


执业药师：执业药师缺口较大，远程审方助力解决

各省药店配备执业药师数量差距较大

- ✓ 我国各省的注册执业药师数量分化较大。数量最多的是广东省，拥有执业药师5.8万人，其次是山东省（3.7万人）和河南省（3.1万人）。注册执业药师数量最少的三个省份分别是：西藏（650人）、青海（1216人）、宁夏（2593人）。
- ✓ 全国药店的店均注册执业药师为0.93人。按照商务部于2018年11月公布的《全国零售药店分类分级管理指导意见(征求意见稿)》，要求二类药店至少需要配备1名执业药师，三类药店至少配备2名执业药师。我国的执业药师数量尚不能满足需求。
- ✓ 各省药店的执业药师配备差距较大。店均注册执业药师在1.5以上的省市仅有上海和西藏。药店数量最多的广东省稍高于全国平均线。配备率最低的两个省份是云南和贵州，店均注册执业药师不足0.5。

◎ 各省的注册执业药师数量和店均执业药师数量



数据来源：执业药师注册平台，平安证券研究所

执业药师：执业药师缺口较大，远程审方助力解决



远程审方助力解决执业药师不足的问题

- ✓ 按照商务部于2018年11月公布的《全国零售药店分类分级管理指导意见(征求意见稿)》，零售药店分为一类、二类和三类店，二类店要求至少配备1名执业药师，三类店要求至少配备2名执业药师，网上集中审方视为配有1名执业药师。
- ✓ 我国执业药师具有较大缺口。假设按照我国药店一类、二类和三类店分别占比为20%，30%，50%，则一共需要执业药师64万人。而目前我国注册于药店的执业药师大概仅为44万人，执业药师缺口达到20万人。
- ✓ 针对执业药师不足的情况，多省提出了远程审方的解决办法。目前大概全国一半的省份出台文件，提出了远程审方的具体细则。该方式将有效解决执业药师不足的问题。

◎ 药店分级分类规定的药师配备标准

分类	药师	执业药师
一类药店	1名	
二类药店	1名	1名
三类药店	2名	2名（网上集中审方视为配有1名）

◎ 多个省份出台远程审方文件

省份	要求
湖南	20家以内至少配备3名执业药师；每增加20家门店增配1名执业药师
西藏	1名执业药师为5家连锁门店进行处方药售前审方
海南	50家以内至少配备4名执业药师，每增加20家门店增配1名执业药师
浙江	20家门店至少配备3名执业药师，每增加20家门店增配1名执业药师
广西	20家门店至少配备3名执业药师，每增加15家门店增配1名执业药师
江苏	10家门店至少配备3名执业药师，每增加10家门店增配1名执业药师
福建	30家门店至少配备4名执业药师，每增加20家门店增配1名执业药师
广州	40家门店至少配备3名执业药师，每增加10家门店增配1名执业药师
吉林	10家门店至少配备3名执业药师，每增加10家门店增配1名执业药师
青海	10家门店至少配备1名执业药师，每增加10家门店增配1名执业药师

目录



药品

- 行业集中度持续提高，处方外流带来长期增量

药店

- 全国药店数量趋近饱和，结构调整促进连锁率提高

执业药师

- 执业药师缺口较大，远程审方助力解决

头部企业

- 处于高速增长期，盈利能力强



头部企业：处于高速增长期，盈利能力强

老百姓药店布局

老百姓 (3289家)



国大药房药店布局

国大药房 (4275家)



全国布局vs区域布局

- ✓ 全国布局的连锁药店：国大药房和老百姓的门店在全国分布范围大于15个省，为全国布局的连锁药店。此外，在资本推动下，高济医疗在短短两年间从无到有，跃居全国最大规模的连锁药店，其销售规模预计超过200亿。
- ✓ 区域布局的连锁药店：一心堂、大参林、益丰药房的优势区域分别位于西南、南方和中东部。

大参林药店布局

大参林 (3880家)



一心堂药店布局

一心堂 (5758家)



益丰药房药店布局

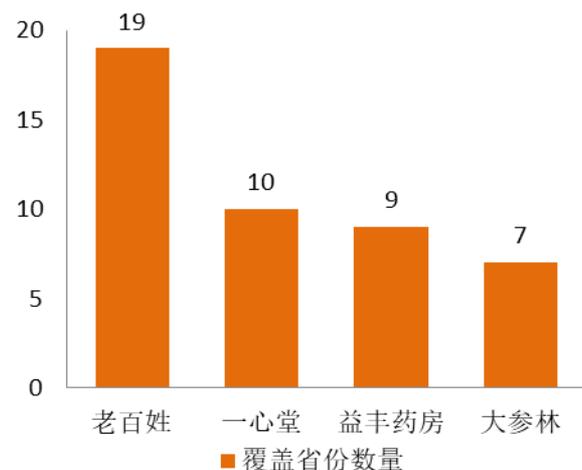
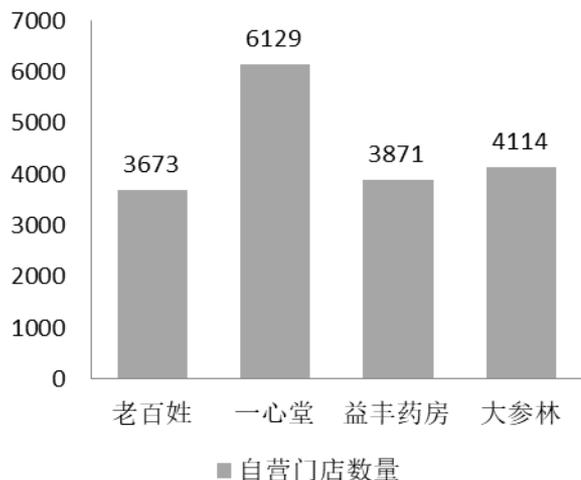
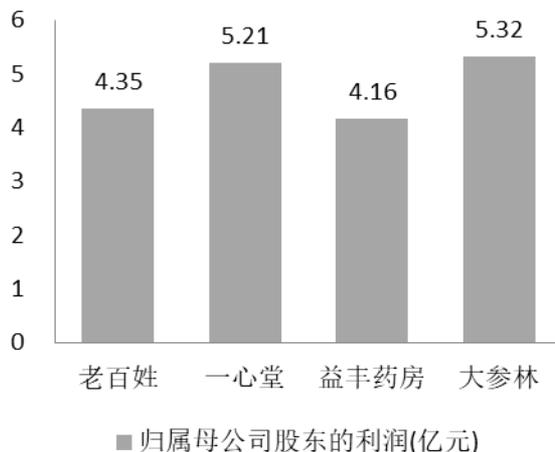
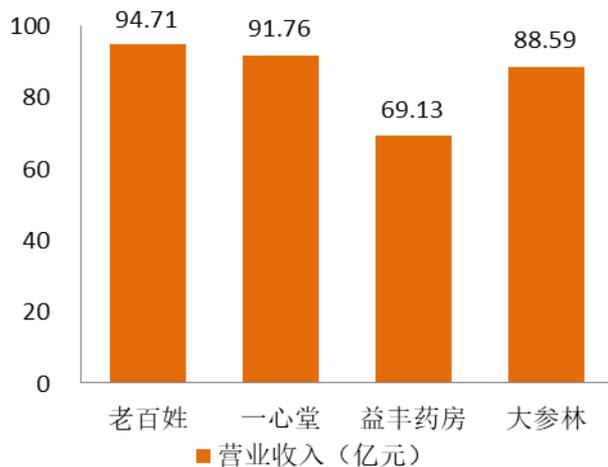
益丰大药房 (3611家)





头部企业：处于高速增长期，盈利能力强

A股四家药店上市公司2018年经营指标对比



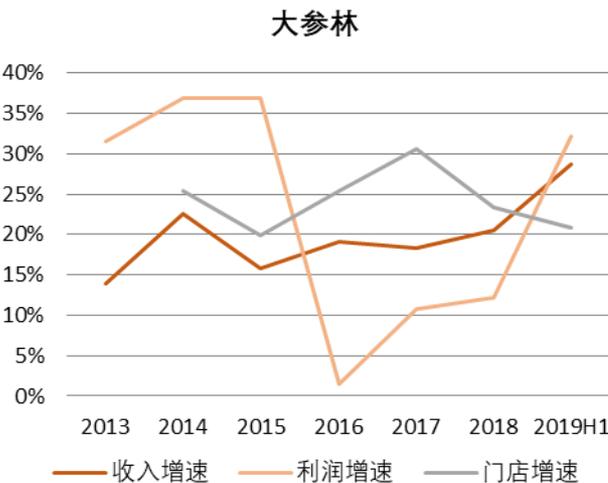
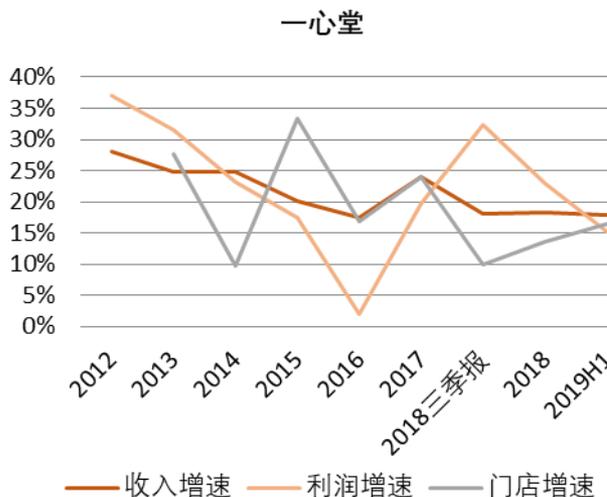
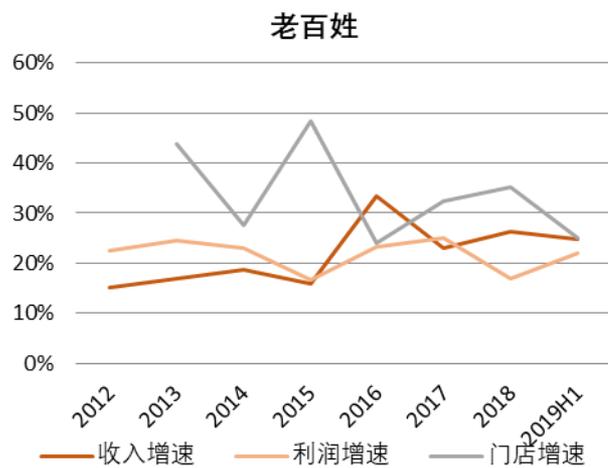
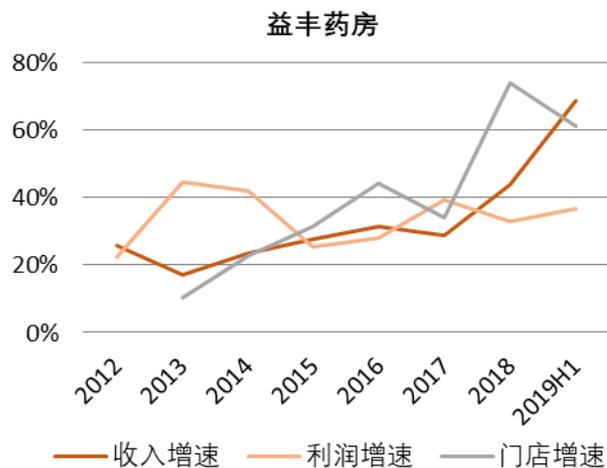
企业对比分析

- ✓ **收入规模和利润规模：**四家企业的收入规模在70-90亿左右，归属母公司净利润规模在4-5亿元。老百姓早年扩张的时候布局了很多大店，因此以最少的门店数量创造了最高的收入。益丰药房规模最小，但上市后迅速扩张，在四家企业中增速最快。
- ✓ **自营门店数量：**一心堂的门店数量最多，超过6000家。约一半的门店分布在云南省，公司近年开始下沉到乡镇市场，布局了大量乡镇店。其他几家企业的自营店在3500-4000家左右。老百姓近几年大力发展加盟店业务，除了3673家自营店外，还有903家加盟店。
- ✓ **覆盖省份数量：**老百姓覆盖全国19个省市，其市占率前三的优势省份数量达到11个，是全国布局的连锁药店企业。一心堂的门店主要分布于西南，覆盖10各省市。益丰药房主要分布于中部区域，2018年新进入河南，共覆盖9个省市。大参林主要分布在华南，共覆盖7个省市。



头部企业：处于高速增长期，盈利能力强

A股四家药店上市公司的收入、利润、门店数量增速



各家企业特点

- ✓ **一心堂**：公司2014年上市之后开启了通过大规模收购进行扩张的道路，四川和广西是公司省外扩张的重点区域，经过多年持续外延，公司成功从云南省内走出来，在广西、四川、海南多个省份名列前茅。
- ✓ **益丰药房**：公司的门店分布在华东和中南共计7个省份。2015年上市后加快了扩张进度，每年门店数量增长均在30%以上。基本维持两年左右进入一个新省份的节奏。
- ✓ **大参林**：广东地区药店龙头企业，其75%的门店分布在广东省内，近两年维持20%以上的门店数量增速。公司在省内市场份额占比不到20%，所以省内仍有很大的扩张空间，此外广西和河南也是公司重点布局区域。
- ✓ **老百姓**：国内除了国控以外，布局最为广泛的连锁药店，广泛的布局在多省份打下良好根基，为公司的后续扩张奠定很好的基础。

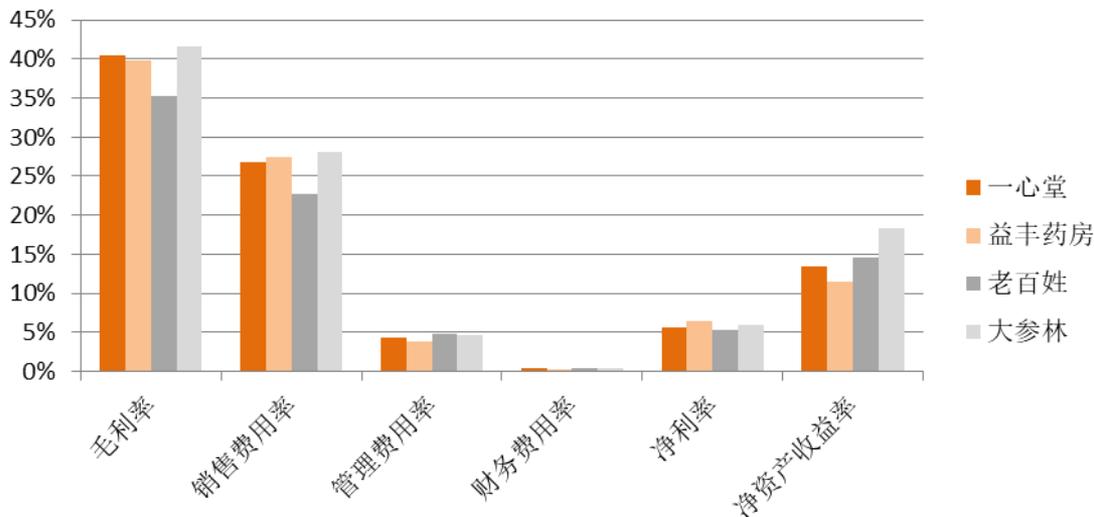


头部企业：处于高速增长期，盈利能力强

四家公司净利率水平相近

- ✓ **毛利率**：老百姓的毛利率为35%，其他三家在40%左右。老百姓的毛利率较低主要是因为其中西成药的品类构成差异，公司致力于走亲民平价道路，处方药和品牌药占比较高，而这两类产品的毛利率较低。其他三家在产品策略上走厂家定制品种，产品毛利率较高。
- ✓ **销售费用率**：老百姓的销售费用率约为23%，其他三家约为27%左右。该指标的差异主要是由于产品品类差异导致，处方药和品牌药推广费较低，所以老百姓的销售费用率较低。
- ✓ **净利率与ROE**：四家公司的净利率均在5%左右。益丰药房的ROE最低，主要由于近几年公司收购较多，商誉较大；大参林的ROE明显高于其他几家，主要原因是其收购较少。从长远发展来看，几家公司ROE趋于一致。

四家公司经营指标对比



投资建议：板块一致性较强，关注短期滞涨公司

四家公司股价走势具有较强相关性

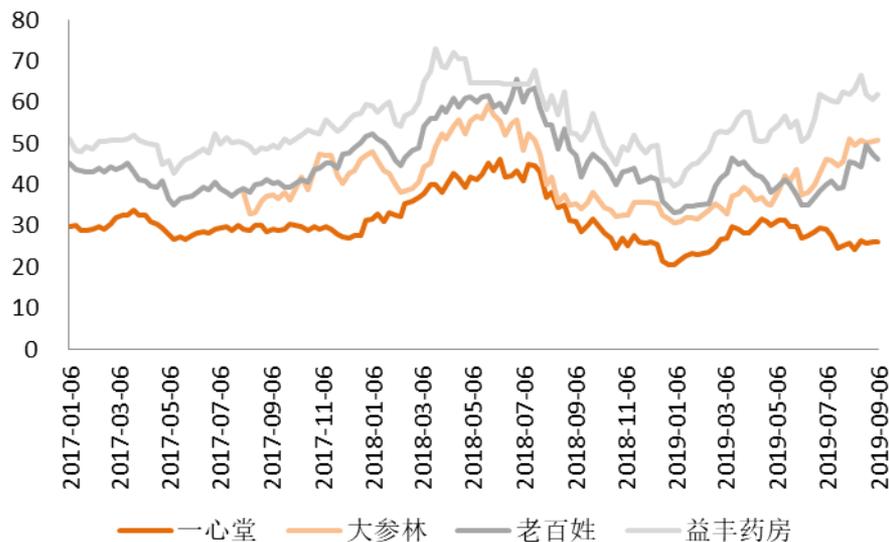
✓ 药品零售板块具有估值溢价

• 药品零售行业处于集中度持续提高过程中，大型连锁药店竞争优势明显，通过自开店和收购可维持较高业绩增速，预计仍可持续数年。在医药分家的背景下，处方外流可为药品零售行业提供长期增量。头部连锁药店的业绩增长持续性强，具有较高板块溢价，四家上市公司的PE(TTM)在30-60倍之间，医药生物板块的PE(TTM)约为30倍出头。

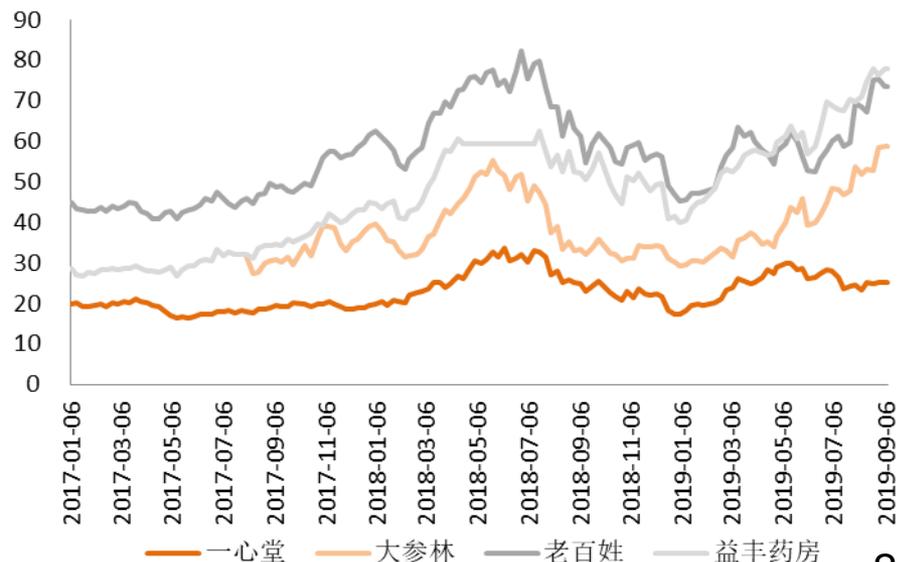
✓ 四家药店股价走势相关性较强，关注短期滞涨公司

• 由于药店行业整体景气度较高，头部连锁药店增长空间大，因此四家连锁药店企业的发展前景均不错，在股价表现上相关性很强。建议关注短期滞涨的一心堂，公司由于执业药师不足，影响了处方药销售及新店的增加。目前正在积极试行采用远程药师审方的方式解决该问题，后续有望恢复正常增速。

◎ 四家公司PE (TTM) 走势



◎ 四家公司收盘价走势（单位：元）





风险提示

1、行业政策变化风险

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、医保支付方式改革等系列政策的同时，行业监管日趋严格。新医改政策体系由于涉及面较广，具体执行需要应对各种复杂情况，在实施过程中可能会根据实际情况进行调整，存在一定不确定性。

2、市场竞争加剧的风险

随着行业集中度的提升，一些全国性和区域性的大型医药零售连锁企业逐步形成，零售企业之间的竞争日趋激烈。同时随着基层医疗机构用药水平持续提升、国家药品集中采购政策落地、药品零售企业经营成本上升，加之互联网和移动终端购物方式为主的消费群体正在逐步形成，市场竞争加剧。

3、药品安全风险

医药流通行业对药品安全的要求非常高，药品的运输、储存均需特定条件，如果质量控制的某个环节出现疏忽，则可能造成药品安全风险。

分析师声明及风险提示：

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2019版权所有。保留一切权利。