

药品零售产业链梳理，未来增长驱动力在哪？

今天我们要梳理的行业，在卫生事件发生后，小幅下调之后，马上强劲反弹，一些行业龙头持续创下历史新高，并且，在刚刚过去的昨天，还拉出久违的涨停板。



图：行业龙头 A 走势 来源：Wind



图：行业龙头 B 走势 来源：Wind



图：行业龙头 C 走势 来源：Wind



图：行业龙头 D 走势 来源：Wind

上述 4 家行业龙头，分别是益丰药房、一心堂、大参林、老百姓，短短三个月内，涨幅分别为 58%、77%、73%、34%。没错，我们今天研究的产业链，就是四大龙头聚集的**药品零售产业链**。

对于药品零售行业，眼下，我们还需要解决几个核心问题：

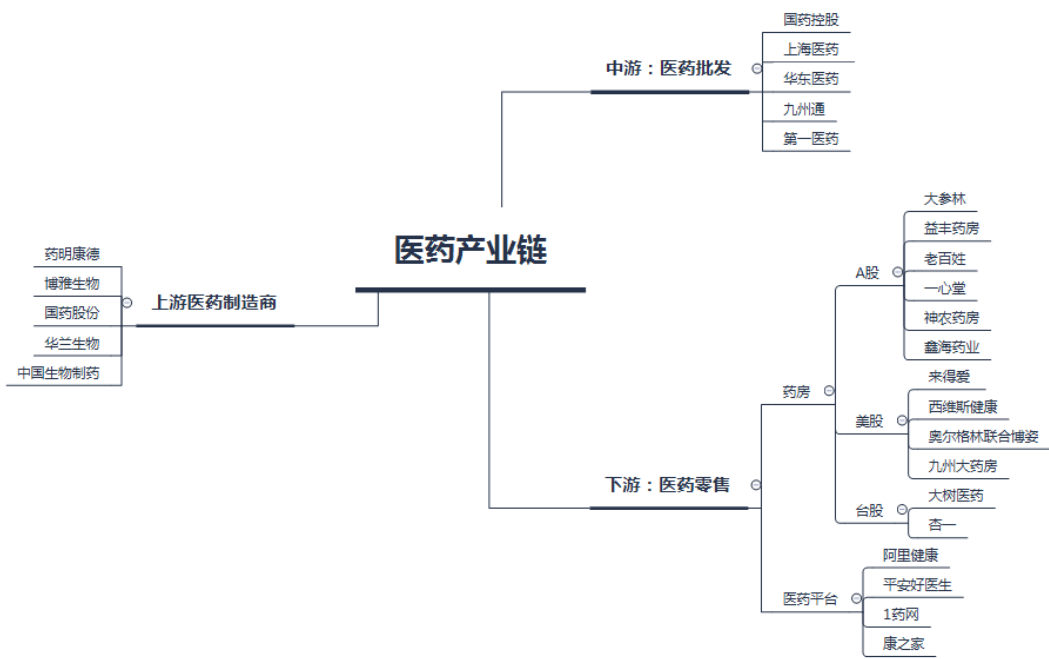
一是，药品零售行业的供需情况如何？从宏观层面和行业层面来看，影响因素有哪些？

二是，药店零售这个行业，未来的增长，从量和价两个维度来看，各自驱动力在哪？行业竞争格局如何？

三是，若并购、扩张自营门店数量等方式，是代表公司业绩增长的驱动力，那么扩张门店这件事，有什么壁垒要突破？

(壹)

按照药品从生产到用户使用这个流程来看，我们将医药产业链，大致分为三个环节，分别是医药制药、医药批发、医药零售。这三个环节，各自代表公司我们在下图中标注。本篇报告中，我们重点关注医药零售环节。



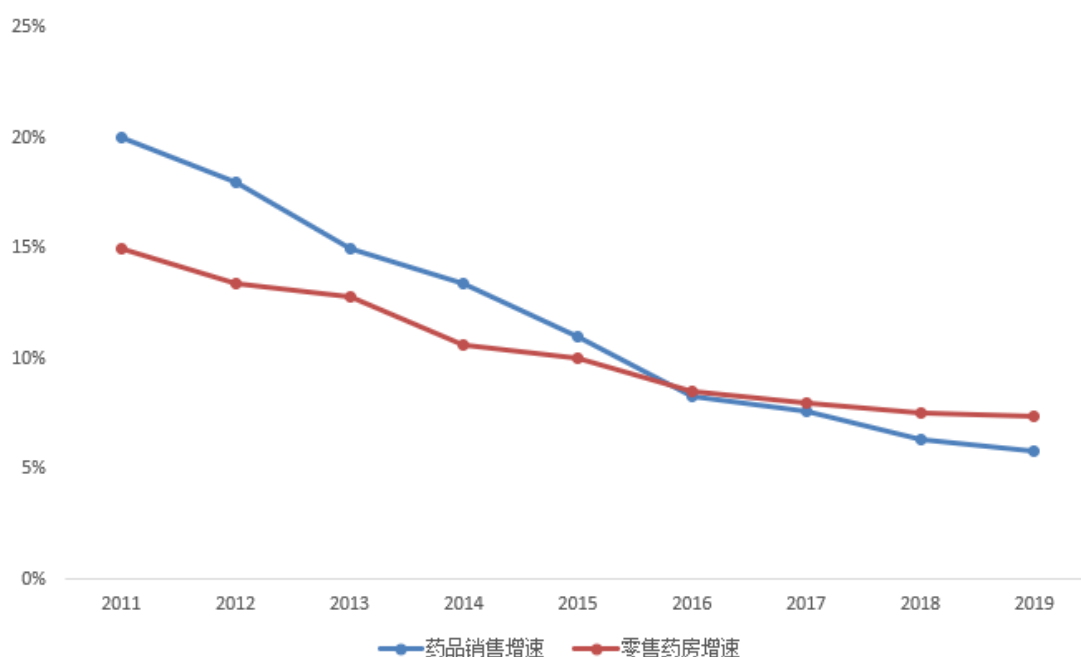
图：医药产业链

来源：塔坚研究

(贰)

通常来说，一款药品，抵达终端消费者的渠道，大致分三种，一是公立医院（占比 66.6%）、一是零售药店（占比 23.4%）、一是公立基层医疗终端（占比 10.1%）。

根据米内网发布的 2019 年数据，我国医药销售额近 1.8 万亿元，同比增长 4.8%，其中药店零售渠道达到 4196 亿元，同比增长 7.1%。

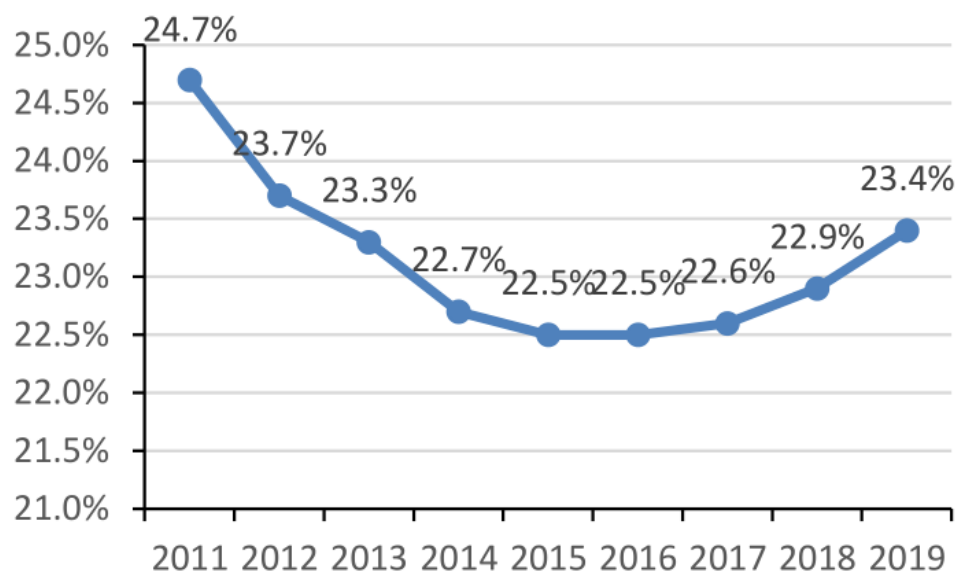


图：药品销售增速及零售药房增速

来源：塔坚研究

注意，自 2016 年开始，零售药房作为药品销售的一个渠道，增速开始高于整体药品销售额的增速，这是由于零售药房渠道占比逐步提升导致的（占比从 2016 年的 22.6% 提升到 2019 年的 23.4%）。

图 2：零售药店渠道在整体药品销售占比（%）



图：零售药店渠道占整体药品销售占比

来源：米内网、塔坚研究

因此，研究零售药店未来的增速，驱动力有两个：

一是药品行业零售额未来增长情况，一是零售药房作为其中之一的渠道，未来占比提升的空间多大。

用公式来表达为增长公式，就是**药店零售增速 = (1 + 药品行业零售额增速) * (1 + 药店零售渠道占比提升)**。

(叁)

先来看药品零售行业整体情况。

影响我国整体药品零售额的因子，我们重点关注三个：

一是，药品价格变化；

二是，老龄化趋势加剧，药量需求增加；

这两个因子，分别代表药品零售的价和量，先来看价。

近期，一些代表性的行业事件，对于药价格的负面作用均较大，比如，2017 年 9 月全国取消药品 15% 的加成、2018 年 12 月后 4+7 城市以及全国陆续开展大量采购，医院药品价格整体下降，同时一部分药品价格大幅下降。

2018 年药品带量采购试点后，25 个中选药品价格平均降幅为 52%，峰值降幅 96%，2019 年带量采购从 11 个城市扩展到全国，25 个中选要求在原有基础上再降 25%。

带量采购这个政策，此前，我们在专业版报告库中曾多次分析，此处不赘述。它的目的主要是以量换价，推动医疗机构使用中选的价格适宜的药品，降低公立医疗机构运行成本。

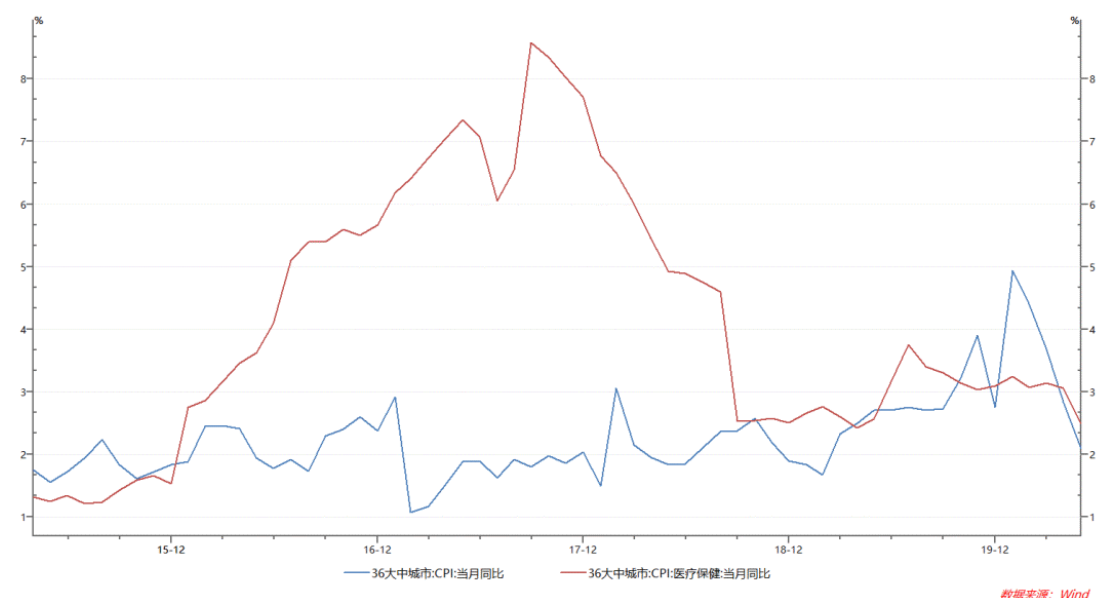
由于没有的药品均价整体数据，我们用 36 大中城市医疗保健 CPI 当月同比数据的变动，作为观察药品均价变动的基础数据。



图：36 大中城市医疗保健 CPI 当月同比情况

来源：Wind、塔坚研究

从数据上来看，从 2018 年开始，医疗保健 CPI 出现大幅下跌，近期数据显示，2020 年 05 月，医疗保健 CPI 同比增速为 2.50%，同期整体 CPI 水平增速为 2.10%。**也就是说，医药产品的价格，正在逐渐向 CPI 涨幅收敛。**

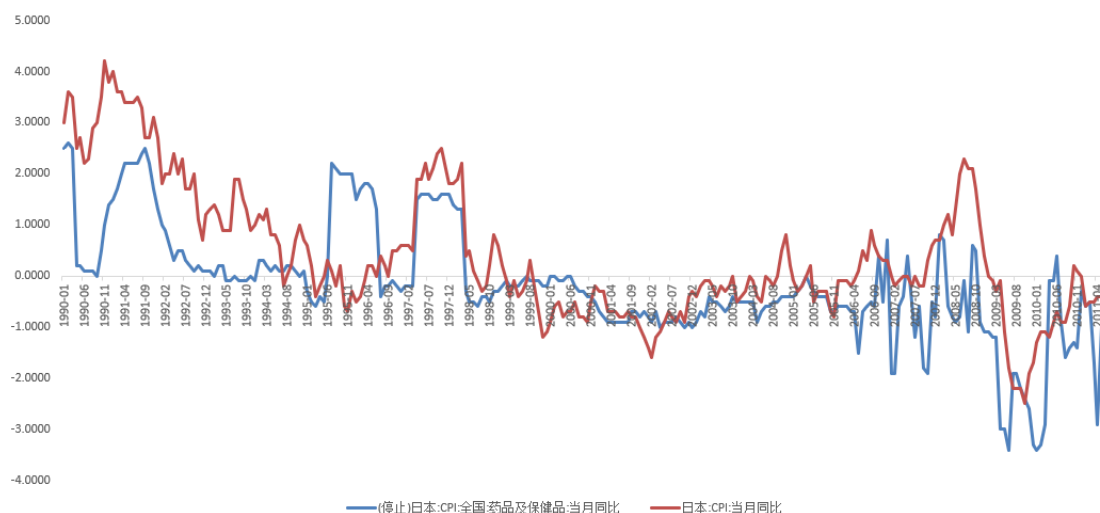


图：大中城市医疗保健及整体 CPI 波动情况

来源：Wind

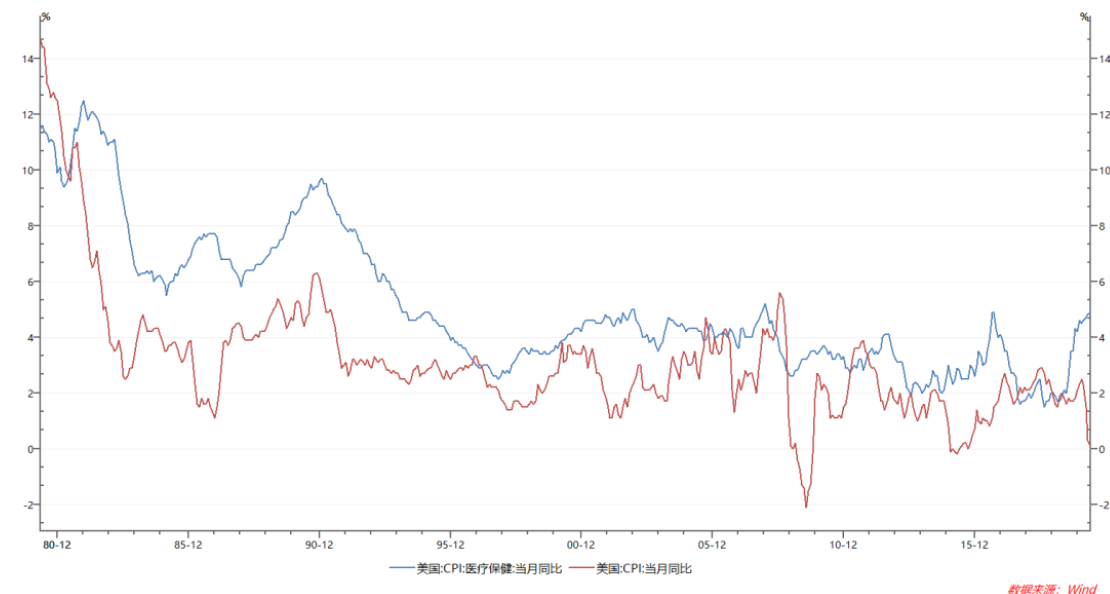
我们认为，接下来，我国药品的价格大概率很难超过通胀，因为一旦跑赢太多，群众的幸福感就会打折扣，政策就可能继续出台进行打压。后续对这个数据具体是跑输还是趋近，需要密切留意政策变动。

医药政策，对于药品价格有着比较显著的影响，以日本和美国为例，日本的药品价格受到政府管控，药价跑输 CPI；而美国的药品价格为市场化定价，因而美国药价大幅跑赢 CPI。



图：日本药品价格 CPI 和整体 CPI 情况

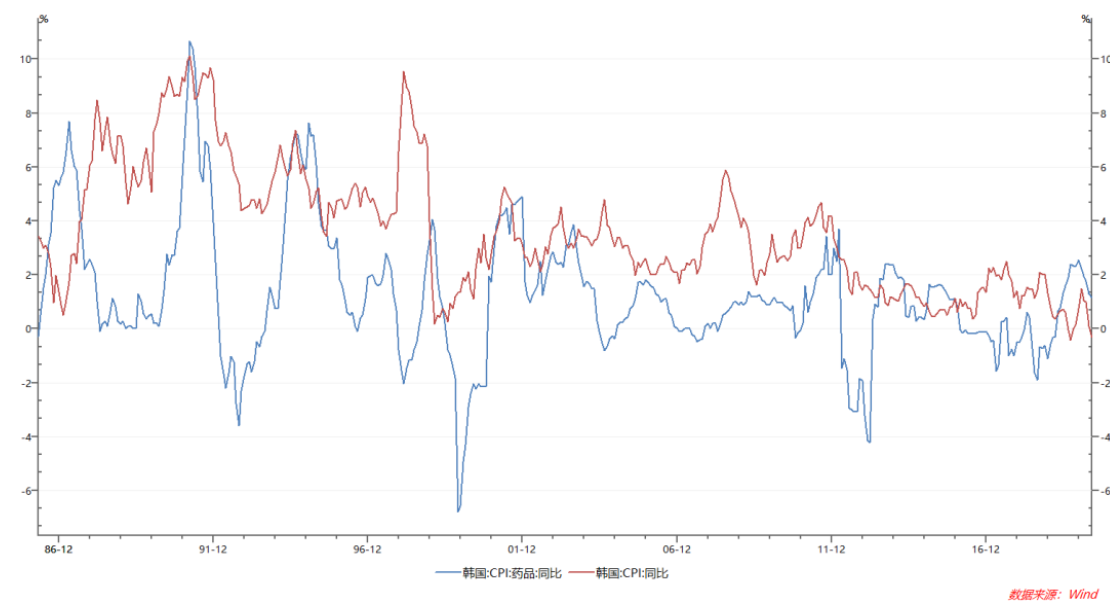
来源：Wind、塔坚研究



图：美国医疗保健 CPI 和整体 CPI 情况

来源：Wind

此外，我们再来关注一下韩国和德国药品 CPI 和整体 CPI 情况，其中发现，韩国药品 CPI 长期处于通胀水平之下，而德国药品 CPI 则有时会跑赢 CPI，但整体趋势也与 CPI 接近。



图：韩国药品 CPI 和整体 CPI 情况 来源：Wind



图：德国药品 CPI 和整体 CPI 情况

来源：Wind

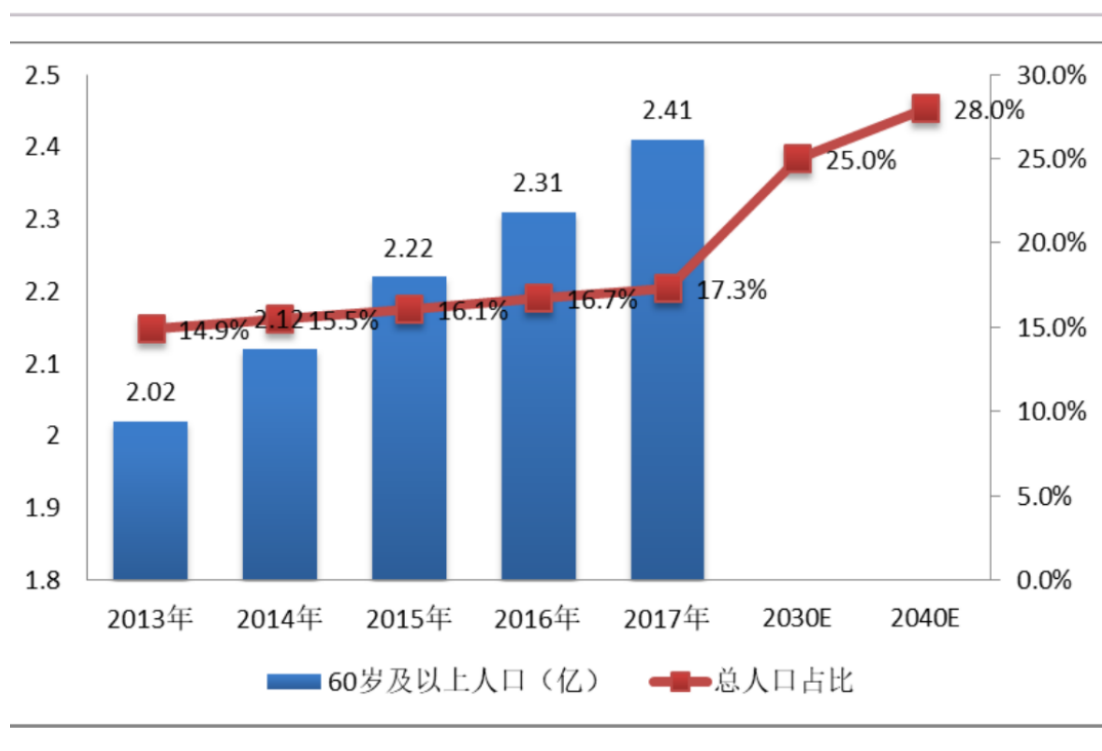
结合以上几个地区的药品 CPI 水平，逻辑就比较清晰了：沿着我国目前医药政策，侧重点在于医保控费、带量采购，是以量换价的思路，在这样的思路之下，未来药品长期涨价的动能不足，更可能的情况是，向发达市场一样，趋近于 CPI 水平。

因此，我们可以合理假设，未来药品价格的增速中枢略低于 3% 的 CPI 目标。

(肆)

价的维度看完后，我们来看量的维度，主要驱动力，就是人口老龄化。

我们重点关注人口结构情况，根据统计局发布的数据来看，2019 年我国 60 岁以上的人口占比为 18.10%，呈现逐年上升趋势。且根据中国产业信息网预测，到 2030 年 60 岁以上人口占比为 25%，2040 年则达到 28.0% 水平。



图：中国老龄化人口占比

来源：中国产业信息网、联讯证券

那么，未来随着老龄化趋势，这部分人口体量，可为药品销售总量贡献多少增速呢？

此处，我们对标日本的老龄化人口结构及其药品供给额数据，来做一个粗略的预测。

在做预测之前，我们需要先调整一下数据口径：

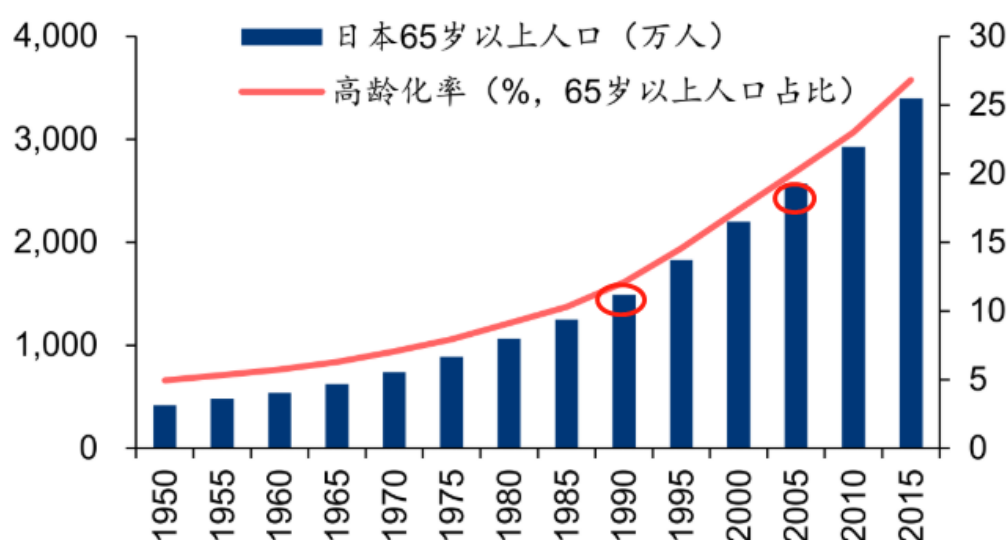
由于目前可查询的机构预测数据为我国 60 岁以上人口占比，而对标日本时，我们发现其统计口径为 65 岁以上人口占比，我们此次要把 60 岁以上人口占比情况，微调到 65 岁人口占比，在统计口径上与日本保持一致。

2019 年，我国 60 岁以上人口占比为 18.10%，而 65 岁以上人口占比为 12.60%，差额（60 岁-65 岁之间）人口占比为 5.5%。我们以此为基础，可推算出，到 2030 年我国 65

岁以上人口占比大约为 19.5% (25%-5.5%)，2040 年我国 65 岁以上人口占比大约为 22.5% (28%-5.5%)。

日本与我国人口结构较为接近的年份是 1990 年到 2005 年（这期间日本 65 岁以上人口占比为 12%到 19%），应该与我们的 2019 年到 2030 年时间段内，老龄化人口较为接近。

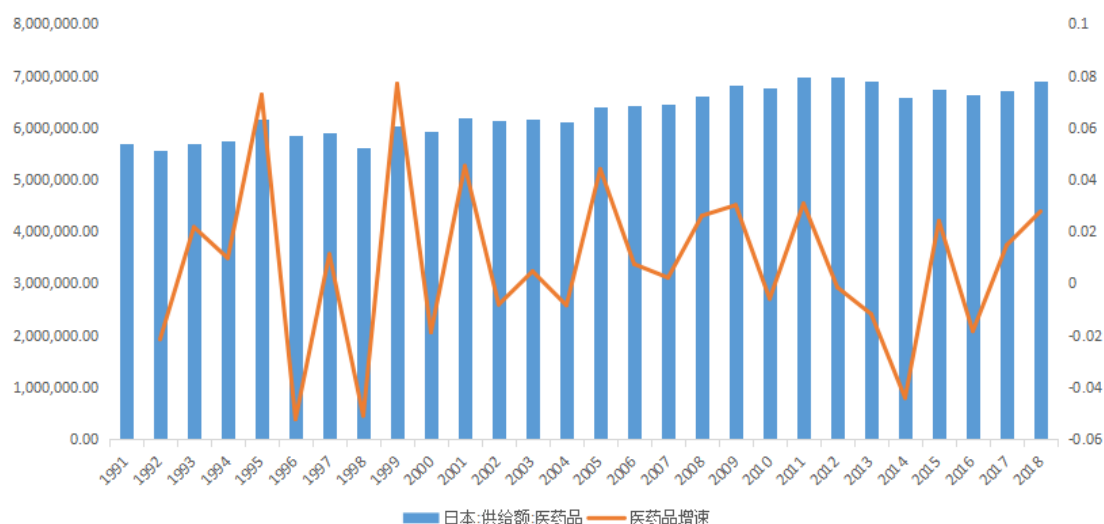
好，到这一步，我们已经将与日本对标的时间周期选定——我们的 2019 年到 2030 年，近似接近于日本的 1990 年到 2005 年。



图：日本 65 岁以上人口占比情况

来源: Wind、华泰证券

接着，来看日本药品供给额在 1990 年到 2005 年，这一时间段的增速波动情况。日本医药供给额从 1991 年到 2005 年，整体增速为 14.64%，年化增速中枢为 0.96%。



图：日本医药品供给额及增速情况

来源：Wind、塔坚研究

我们将日本药品销售额，剔除价格因素后，得出 1992 年到 2005 年，老龄化加剧贡献量的年化增速中枢为 0.54%。这个数据，我们计算完后，其实是有点惊讶的。惊讶的原因是，在老龄化加剧的大背景下，没想到测算出的药品销售额年化增速仍然比较低，乍看上去和常理不太符合。

但其实，我们核对了数据，并思考之后，想明白了：药品销售总量增速不高，是因为，一方面，药品有特殊属性，它和食品饮料不同，药品在摄入量上是有限制的；另一方面，药品销售额包含量和价两个因子，政策对价格是有打压的，因而总销售额的增长也不会太高。

综上，若按照我国在 2030 年老龄化情况与日本接近的前提下，则我国药品销售额的增速

中枢 = (1 + 老龄化贡献) * (1 + CPI 贡献) - 1，将数值代入后，药品销售额未来 11 年的

年化中枢，为 3.56%。

(伍)

上面的逻辑分析完,也就是说:整个药品销售行业的总量增长,其实并不高,仅有 3.56%,只能勉强跑赢 CPI。但其实除了总量外,药房领域还有一个驱动因素——药房销售渠道占比提升。

复盘医药行业终端占比结构,能够发现,2015 年、2016 年,是零售药店终端占比的一个低值区间,2017 年开始,零售药店终端的占比开始触底反弹,呈现上升趋势,这背后的推手是——**处方药外流**。

图表 2: 医药行业三大终端历年占比对比图

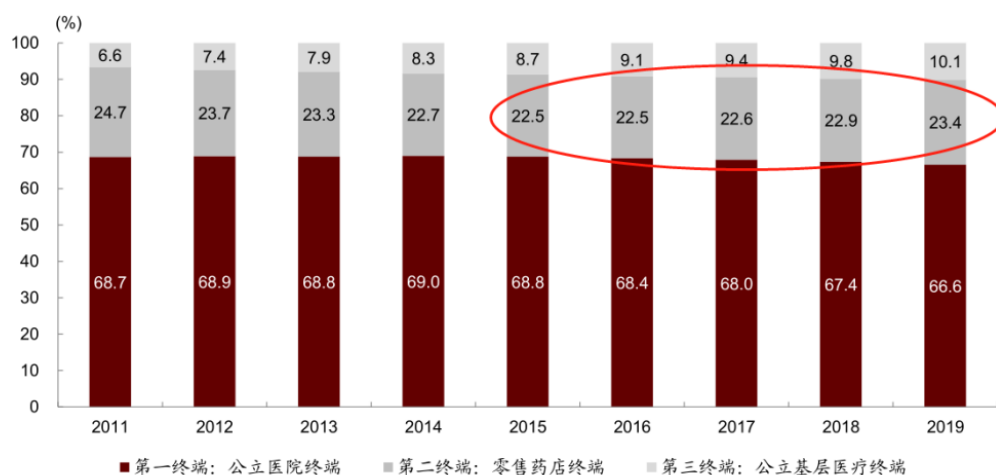


图: 医药行业终端渠道占比情况

来源: 米内网、中金公司

2016 年, 有关部门发文《关于促进医药产业健康发展的指导意见重点工作部分分工方案》, 其中明确医疗机构应当按照药品通用名开具处方, 并主动向患者提供处方, 保障患者的购药选择权, 不得限制处方外流。

2018 年 4 月 28 日, 有关部门印发《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》, 探索医疗卫生机构处方信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享。多省推出电子处方试点, 有利于加速推动处方外流。

由此可见, 由于处方外流政策的促进, 2017 年到 2019 年, 零售药店终端的结构占比分别提升 0.1%、0.3%、0.5%。

然而, 虽然处方外流政策已经出台, 但在实际操作层面上来看, 考虑到处方来源、医保统筹和药店承接能力等限制因素的存在, 药店端的大幅提升, 仍然会受到阻碍。

但是, 这个政策对公立医疗的促进效果长远来看, 限制影响弱于药店端。比如, 患者在基础就医, 可享受统筹支付、个人账户支付、报销比例高于药店 10%。

而随着分级诊疗的进一步推广, 基层医疗用药限制放开, 将会更多的承接常见处方药、慢性病续方, 对处方外流、医药零售会形成较强的分流效应。

因此, 在处方药外流这里, 它是医药零售的一个增量空间, 但对于这个增量空间, 它的竞争优势又弱于公立基层医疗终端。

因此，对于其未来的结构占比情况，我们给予两种情景假设：乐观情况下，其结构占比可维持 2019 年 0.5%水平增幅，保守情况下为 0.1%水平增幅。

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
药品零售总额	17932	18570	19231	19916	20625	21359	22119	22907	23722	24567	25441	26347
药品零售总额增速		3.56%	3.56%	3.56%	3.56%	3.56%	3.56%	3.56%	3.56%	3.56%	3.56%	3.56%
药店零售占比	23.40%	23.50%	23.60%	23.70%	23.80%	23.90%	24.00%	24.10%	24.20%	24.30%	24.40%	24.50%
保守情况——占比增长		0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%	0.10%
乐观情况——占比增长		0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%
药店零售	4196	4364	4539	4720	4909	5105	5309	5521	5741	5970	6208	6455
保守——药店零售增速		4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	3.99%	3.99%	3.99%	3.99%	3.99%	3.98%
乐观——药店零售增速		5.77%	5.73%	5.68%	5.64%	5.60%	5.56%	5.52%	5.48%	5.45%	5.42%	5.38%

图：测算药店零售额情况

来源：塔坚研究

经测算，保守情况下，药店零售额增速为 4%左右，乐观情况下为 5.77%左右，因此其未来增速的范围是 4%到 6%之间。

(陆)

分析完行业增速后，我们发现，药房领域从总量看，其实是一个低速增长的行业。即使在较为乐观的假设之下，行业增长也仅有 5.77%，明显低于名义 GDP 增速。然而，当前，各大药房龙头的增速都明显高于这个水平。按 2019 年年报数据来看，益丰药房营收同比增速 48.66%、老百姓营收同比增速 23.15%、大参林营收同比增速 25.76%、一心堂营收同比增速 14.20%。

显然，这样的增长背后，还有另一个驱动因素——行业集中度提升。

目前，我国零售药房市场集中度较低，根据 2019 年各家上市公司收入情况来看，头部 5 家公司，合计市占率为 13.42%。

	2019 年收入	市占率
国药一致药房业务收入	127.54	3.04%
益丰药房	102.76	2.45%
大参林	111.41	2.66%
一心堂	104.79	2.50%
老百姓	116.63	2.78%
药店零售总额	4196	

图：头部药房市占率情况

来源：塔坚研究

图 35：中国零售药店连锁率情况

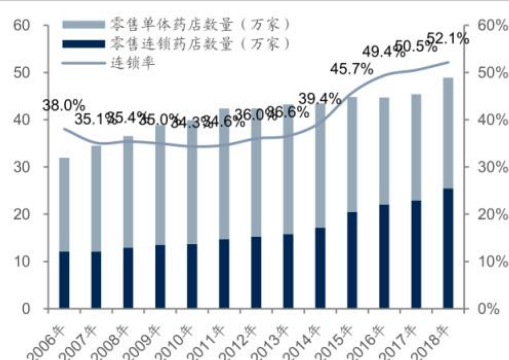
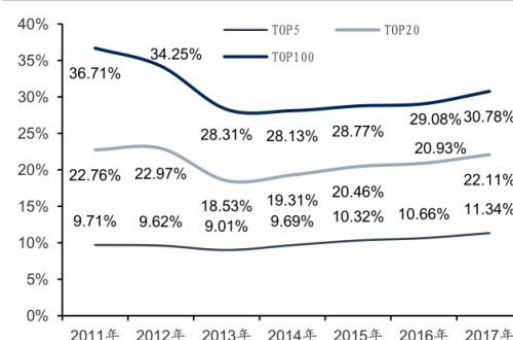


图 36：中国零售药店集中度变化情况



图：中国零售药店连锁化情况和集中度情况

来源：国信证券

近几年来，我们零售药店的连锁化率和头部的集中度都呈现上升的趋势，尽管有所上升，但这一点，与发达国家仍有明显差距。比如，美国 TOP3 零售药店的市占率有 66%，日本 TOP10 零售药店市占率为 67%。而我国 TOP5 零售药店的市占率只有 13.42%。

较低的集中度，也意味着我国药品零售行业竞争较为低效。

此处，我们做一个延伸思考，未来随着头部公司市场集中度的提升，整个行业的毛利率和回报方面，会有什么影响？

首先，虽然医改政策频繁出台，会促使药品整体的价格下降，医药流通环节和医药零售端都会面临毛利率下降的压力。但是，随着行业竞争格局的进一步提升，龙头公司对上游流通环节的溢价能力会提升；此外，随着门店数量的增加，边际成本会呈现递减趋势，因此能够填补药品价格下调对其毛利率的负面影响。所以，长期来看头部公司的毛利率水平，波动不会太大。

再看回报层面，既然未来毛利率、净利率影响不大，那么回报方面的波动，重点就要关注周转情况，也就是单店运营效率。若门店扩张后，单店运营效率能够提升，整体周转率水平能够提升，则整体的回报情况会有好转。

所以，未来，行业龙头在扩张门店过程中，能否提升运营效率，是我们对这个行业需要持续关注指标。如果有龙头一边扩张门店数，一边能够提升运营效率，那么意味着其在经营层面，可能有非常强的手段。

从数据上来看，如果假定我国药房的集中度在 10 年有所提升，CR5 上升至 34%，即，参照日本 CR10 为 68%的一半，能够贡献的增速中枢大概为 9.74%。此时，若叠加药店零售行业整体的增速，则测算下来，我国的龙头公司未来 10 年，相应的增速中枢能够达到 14%到 16%之间。

好，增速问题解决之后，那么，接下来更重要的问题来了：具体到公司层面，哪家的市占率提升更确定？

(柒)

从政策层面来看，当前，对行业龙头的竞争较为有利，监管力度加大后，中小药房出清后，行业自然向头部集中。2019 年以来，监管政策力度不断加大：执业药师审核+五险一金缴纳+增值税进/销项核查力度，越来越多的不合规运营中小连锁及单体药店退出市场。

根据我们不完全统计，2019 年全国药房 GSP 飞检数总计 46964 次，其中限期整改 11726 次(占飞检比例的 25%)，撤销/收回/吊销/注销 GSP661 家(占总比例的 1.4%)，其中吊销/撤销主要原因为，药房合规化。但上市龙头公司之间的竞争，并未呈现明显差异。各家的扩张方式接近，均以直营、并购、加盟等方式扩张。

并且，即使是 2020 年卫生事件期间，上市公司的药房扩张计划并未出现大的改变，比如益丰药房预计全年扩张门店 700 家，并购 300-400 家，国大药房预计通过自建和并购方式，合计扩张 700 家左右门店。

图 5：各区域零售药店市场同比增速（%）

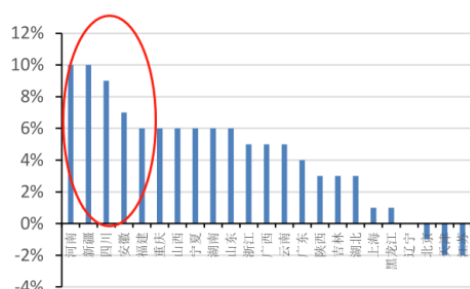
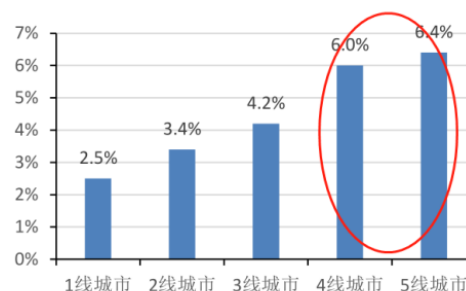


图 6：各城市级别零售药店市场同比增速（%）



图：各区域零售药店的情况 来源：招商银行研究院

需要注意的是，上市公司的账面上普遍资金充裕，且募资能力较强，换句话说，资金，并不是头部药店零售公司在扩张、并购、或加盟门店时的壁垒。

那么，影响市占率的核心，在什么地方？

答案：执业药师的规模。

2019 年年底，我国执业药师人数为 51.6 万，按照 2020 年规划，每万人口执业药师数量超过 4 人，则需要的执业药师人数为 56 万，仍有 5 万人口差距。而上市公司在执业药师招聘和培养上，也在下苦力。

各家在此处的披露并不详细，比如，大参林在 2019 年中报中提到，公司会提供政策和福利，鼓励员工报考执业药师，益丰药房也在 2019 年的中报中提到，将利用相关信息技术，鼓励员工学校，进行药师咨询服务。国药一致在 2019 年开展 1000 多场线下药学专业培训等。目前，几家上市公司中，只有老百姓披露了其执业药师的配置率为 1.1 人/店，而 2018 年行业均值水平为 0.85 人/店。考虑到药房扩张过程中，执业药师是其一个较为核心的壁垒，如果执业药师数量不达标，则新店无法扩张。

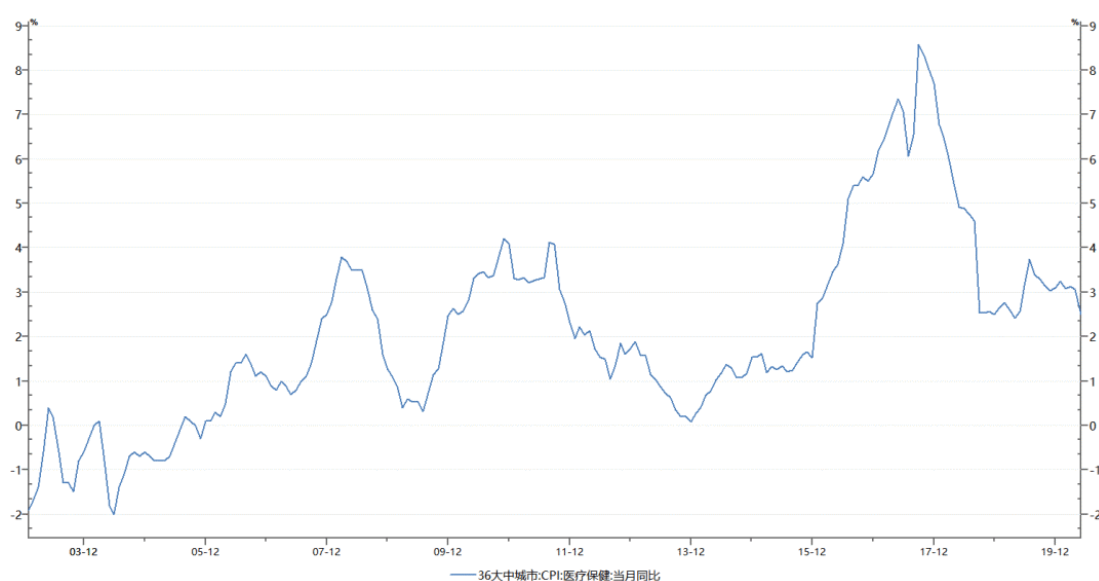
因此，此处应当作为一个比较核心的调研点——需要调研上市几家药房公司，旗下职业药师数据情况，单店配备药师比例，以及按照年度并购、扩张门店数量规划，如何保证职业药师的数量匹配，以及内部是否有高效的职业药师培训体系。

需要注意的是，目前，药房环节各家在药师资源上的优势并不明显，但如果我们换一个视角，其实，有一家互联网巨头，在此处有超人的布局——平安好医生。其通过在线问诊确认药品，随后再以快递、骑手的渠道进行配送，目前，各大药房均在与其进行合作。

(捌)

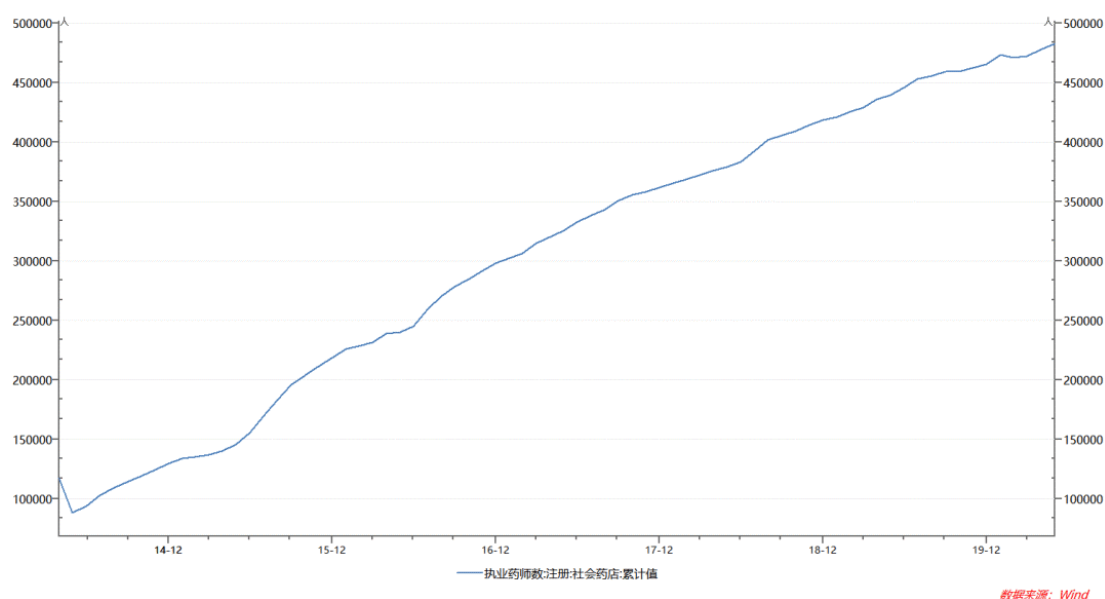
关于药房零售板块，我们重点要关注的行业高频指标主要有两个：

一是，36 大中城市医疗保健 CPI 当月同比，这个月频指标主要用来关注药品价格整体走势情况。



图：36 大中城市医疗保健 CPI 情况 来源：Wind

一是，社会药店的执业药师数量当月新增、累计占比情况（月频数据），该指标可帮助我们观测头部药房机构在扩张时的整体动能情况，若该指标快速提升，则意味头部机构扩张时的壁垒减弱，则扩张步伐会加大，有助于头部公司市占率的快速提升。



图：执业药师数：注册：社会药店：累计值 来源：Wind

(玖)

接下来，我们通过现有的经营数据，重点来对比一下：当前，各家龙头的竞争优势分别在什么地方，以及，未来谁更有可能成为市占率更高的龙头。

一、员工视角：

	人均创收 (万元)	人均薪酬 (万元)	员工人数增速
益丰药房	42.43	7.27	16.49%
老百姓	50.47	6.81	16.61%
一心堂	37.91	6.63	2.39%
大参林	41.63	7.51	12.19%

图：可比药房零售公司员工情况 来源：塔坚研究

从员工视角来看，老百姓的人均创收和员工人数增速较快，而人均薪酬福利方面，大参林表现较好。益丰，则在各方面表现较为均衡，三项均排第二。

二、坪效视角：

	日均坪效 (元/平方米)
益丰药房	59.43
老百姓	60
一心堂	44.34
大参林	85.97

图：可比药房零售公司坪效情况 来源：塔坚研究

从坪效上来看，大参林明显高于同行，主要是其门店位于经济发达地区且门店店铺面积较小，而一心堂的坪效较低，主要在于其布局在地市级、乡镇级区域，且店铺面积较大导致的。老百姓和益丰的坪效接近。

三、扩张思路：

	门店数量	门店增速	商誉总资产比例	覆盖区域
益丰药房	4752（加盟386家）	38.06%	33.19%	中南、华东地区
老百姓	5128（加盟1234家）	55.91%	23.42%	华中、华东地区
一心堂	6266	8.52%	13.33%	云南、四川
大参林	4756（加盟54家）	25.16%	11.34%	广东等华南地区

图：可比药房零售公司门店情况来源：塔坚研究

	门店数量	单店收入	单店利润	单店现金流
益丰药房	4752（加盟386家）	216.25	12.81	20.27
老百姓	5128（加盟1234家）	227.44	12.94	21.73
一心堂	6266	167.24	12.70	20.68
大参林	4756（加盟54家）	234.26	14.66	35.94

图：可比药房零售公司单店情况

来源：塔坚研究

从门店数量、门店增速，以及并购强度来看，益丰、老百姓两家的扩张幅度较大，门店增速较快。这两家的布局已经进入多地区的阶段，未来更有可能成为全国连锁性药房，而一心堂和大参林则仍在某一区域内发展。

从并购强度来看，益丰的并购较为激进。然而，从单店贡献收入、利润、现金流来看，大参林表现较好，同时它的坪效水平在行业中也位列头部。这意味着，其经营效率更高。比较可惜的是，其扩张节奏、增速不如前两家。

几个指标综合起来看，成长属性较好的是益丰、老百姓，这两家目前已经开始进行全国化布局，且坪效、人员培养上做的较好。区域型药房中，大参林表现更好，其人均产出和坪效要明显高于同行业，且扩张节奏相对谨慎。表现较弱的是一心堂（相对其他三家，低坪效、低人均创收、低人均薪酬、低员工增速）。

(拾)

好，行业增长驱动力看完后，我们再继续深入，梳理一下这条产业链图谱。

	证券简称	总市值 亿元	总资产回报率 ROA 【报告期】去年 【单位】%	净资产收益率 ROE 【报告期】去年 【单位】%	营业收入（同比 【报告期】最新 一期）【单位】 万元	营业收入复合年 增长率 【报告期】2019 【单位】%	预测营业收入增长 率 【年度】2020 【截止日期】最新 【单位】%	预测营业收入增长 率 【年度】2021 【截止日期】最新 【单位】%	预测净利润增长 率 【年度】2020 【截止日期】最新 【单位】%	预测净利润增长 率 【年度】2021 【截止日期】最新 【单位】%	市盈率 PE(TTM)	市净率PB	1.扣非净利润 【报告期】去年 【单位】万元	销售毛利率	销售净利率	净资产收益率 【报告期】最新 【单位】%	
上游 医药制造	药明康德	1,918	9.50	9.37	10,60	15.09	20.15	26.12	18.25	22.32	108.6	50.29	20.8	14.8	14.8	32	
	博腾生物	160	10.66	9.63	11.19	-0.05	45.58	22.00	20.89	26.00	23.29	37.5	407.29	64	61.1	15.3	11
	博瑞生物	251	10.83	10.14	16.23	-10.26	8.84	10.85	13.85	11.29	15.06	16.5	17.01	0.5	4.2	13	
	金平生物	753	22.88	21.27	21.27	-5.42	24.15	25.43	18.27	20.06	17.28	59.2	59.28	0	64.7	37.6	39
中游 医药流通	中国生物制药	1,563	10.76	7.49	8.97	0.22	21.40	13.37	18.30	22.23	12.21	58.2	79.7	12.3	12.3	22	
	国药控股	595	6.85	6.38	13.86	23.44	10.07	8.76	11.29	6.36	11.97	8.7	2.80	8.8	5.5	7	
	上海医药	453	5.81	5.62	10.12	-12.07	15.60	9.91	12.90	12.30	12.74	12.8	9.67	13.9	2.6	10	
	九州通	526	5.16	5.42	9.28	10.19	17.35	14.78	14.39	32.52	21.85	17.0	9.66	22	5.5	7	
下游 医药零售	第一医药	23	6.05	7.53	7.65	63.19	-5.44	140.27	29.1	140.27	29.1	140.27	29.1	140.27	29.1	140.27	29.1
	大参林	459	12.51	17.85	19.31	30.49	21.17	27.77	25.51	34.45	27.56	57.5	25.83	14	20.1	6.3	18
	益丰药房	414	10.09	10.73	12.48	23.57	40.22	29.86	23.27	20.84	26.41	20.4	26.07	14	26.2	6.9	21
	老百姓	240	9.00	15.57	20.52	24.25	23.42	23.40	24.05	23.57	44.0	23.15	17	33.3	5.3	19	
下游 医药平台	一心堂	175	10.42	12.17	13.98	19.61	18.86	18.61	17.59	20.45	18.55	27.6	14.77	45	20.4	6.8	19
	大参林	9	5.47	11.16	12.08	24.21	33.06	89.12	65.10	297.39	1,384.65	27.1	16.40	24.2	2.0	2.0	5
	益丰药房	2,445	9.45	-9.16	-9.16	88.32	172.36	89.12	65.10	297.39	1,384.65	27.1	16.40	24.2	2.0	2.0	5
	老百姓	1,087	-6.83	-7.39	-7.39	61.36	103.42	36.80	27.00	11.54	72.39	-145.1	-211.23	23.1	-14.7	9	

图：药店零售产业链情况 来源：塔坚研究

从产业链图来看，上游医药制药公司，其历史收入增速和未来收入增速，高低不一，此处由于我们重点关注下游医药零售板块，未将上游医药制造公司列全，只选代表公司，因此数据上我们不做重点分析。

重点来看，下游医药零售板块中，代表公司的历史三年复合增速大致在 20%以上，而且，根据券商预测未来 1 年、2 年，其营收增速也都在 20%-30%之间。可以看出，代表公司的未来的收入增速较为可观。

具体来看这四家公司历史和未来收入情况：

	营业总收入复合年增长率 【截止年度】2019 【前推N年，N=】4 【单位】%	净利润复合年增长率 【截止年度】2019 【前推N年，N=】4 【单位】%	一致预测营业收入2年复合增长率 【交易日期】最新收盘日 【单位】%	一致预测净利润2年复合增长率 【交易日期】最新收盘日 【单位】%
益丰药房	37.8534	32.5901	29.3645	31.4704
老百姓	26.4041	20.5975	23.4571	24.1108
一心堂	18.4621	14.9047	18.0981	19.4981
大参林	20.6072	15.4564	26.6346	30.9607

图：代表公司历史和未来收入、净利润情况 来源：塔坚研究

上表几家公司，各自过去 4 年复合营收、净利润增速对比来看，益丰历史增速和未来预期增速都较高，主要原因在于其扩张方式有自营、加盟、并购三种方式同步进行，扩张较为激进，因为市场机构也给予其更高的增长预期。而大参林，其扩张区域主要在广东及周边地区，区域消费能力较强，未来也给予较高的增长预期。

(拾壹)

分析完产业链上下游的情况，我们再来看药店零售中代表公司回报情况：

证券代码	证券简称	ROE	ROA	ROIC	ROIC（剔除现金）
603939.SH	益丰药房	12.6940	10.0929	10.7339	20.8851
603883.SH	老百姓	15.5728	8.9992	10.0843	19.4575
002727.SZ	一心堂	13.9788	10.2197	12.1730	21.0156
1099.HK	国药控股	13.8570	6.8039	6.3759	26.2222
603233.SH	大参林	19.3092	12.5130	17.6545	31.8856

图：回报情况 来源：塔坚研究

从回报层面来看，表现较好的是大参林，这样的分析，也与此前我们在分析经营数据时的结论相符，其扩张相对谨慎，且坪效明显高于同业，运营更为精耕细作。

具体来看，其主要产品中包含参茸滋补药材，每年贡献 14% 的收入，而这款药材的毛利率高达 40% 以上，明显高于中西成药 36% 左右的毛利率水平。

证券代码	证券简称	营业总收入	净利润	经营活动产生的现金流量净额	销售毛利率	销售净利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	所得税率
603939.SH	益丰药房	102.76	6.09	9.63	38.68	5.96	26.09	4.32	0.37	25.0000
1099.HK	国药控股	4,252.73	106.20	187.77	8.83	2.50	2.95	1.63	0.81	15.0000
002727.SZ	一心堂	104.79	6.03	9.63	38.39	5.79	27.05	4.09	0.20	25.0000
603883.SH	老百姓	116.63	6.15	10.33	33.31	5.29	21.56	4.77	0.57	25.0000
603233.SH	大参林	111.41	6.97	17.08	39.15	6.10	26.02	4.67	0.27	25.0000

图：经营数据 来源：塔坚研究

注意，在费用率上各家公司有些细微差别，比如老百姓的销售费用率低，但管理费用率高，主要原因在于其基本员工薪酬不高，但高管薪酬相对较高。

证券简称	总资产周转率	存货周转率	应收账款周转率	固定资产周转率
益丰药房	1.2	3.8	15.2	24.5
国药控股	1.7	9.9	3.7	37.4
一心堂	1.4	3.3	18.6	19.9
老百姓	1.3	4.2	11.6	17.1
大参林	1.5	3.4	35.2	12.5

图：周转率情况 来源：塔坚研究

从周转率这个指标来看，做医药流通的国药控股周转率数据较好，其他主营药店零售的公

司，其周转率数据相差不大，其中需要注意的是大参林应收账款周转率较高，主要是应收账款的对手方为其下游的批发药房，回款速度较高，而其他公司应收账款周转率较低，主要是其应收账款中医保款占比较高，回款慢导致的。

此外，从存货周转率角度来看，国药控股明显优于其他公司，原因在于其业务包括医药流通，周转率水平较高。而其他四家药房公司，从它们的存货周转率上来看，老百姓表现较高，但各家公司差异不太大。

证券简称	净营业周期 【报告期】 2017年报 【单位】 天	净营业周期 【报告期】 2018年报 【单位】 天	净营业周期 【报告期】 2019年报 【单位】 天
益丰药房	79.9972	78.1270	75.6281
老百姓	62.6711	63.7428	61.6598
一心堂	69.9878	64.7913	52.4960
大参林	66.5518	73.8993	56.7956

图：净营业周期 来源：塔坚研究

此外，对零售行业来说，净营业周期这个数据也需要细看。近三年，这四家药房公司净营业周期都呈现缩短趋势，说明头部药房零售的运营效率在稳步提升。其中，一心堂的净营业周期较短，运营效率较高，主要原因在于其门店数量不多，且扩张步伐不激进，旗下多为成熟药房门店。

资产类	益丰药房	一心堂	老百姓	大参林
固定资产	4.44	5.59	9.02	9.38
无形资产	3.46	0.91	4.34	3.52
商誉	30.45	10.61	23.24	9.84
存货	18.21	20.28	19.88	20.55
应收票据及应收账款	7.50	5.23	10.73	3.56
预付款项	1.99	4.71	4.20	0.97

负债类	益丰药房	一心堂	老百姓	大参林
应付票据及应付账款	30.19	23.16	32.66	32.00
预收账款	0.36	0.74	0.77	0.45
带息债务	7.75	4.83	18.49	3.29
资本性支出	4.54	2.07	4.26	5.01

单位效益	益丰药房	一心堂	老百姓	大参林
收入/CAPEX	22.63	50.66	27.35	22.22
净利润/CAPEX	1.34	2.92	1.44	1.39
现金流/CAPEX	2.12	4.75	2.42	3.41
人均薪酬（万元）	7.27	6.63	6.81	7.51
人均创收（万元）	42.43	37.91	50.47	41.63

图：资产负债及单位效益情况 来源：塔坚研究

从资产负债表结构来看，药店零售这门生意的核心资产是存货、商誉（并购驱动）和应付账款。从单位 CAPEX 贡献角度来看，一心堂的单位效益较高。此外，从人均薪酬角度来看，大参林人均薪酬较高，这一点可能与其主要布局在广东地区有关，而人均创收较高的是老百姓。

研究完以上信息，我们来总结一下这条产业链的基本面.....

以上，为本行业报告部分内容。近期我们新开辟了基金笔记、宏观笔记、行业笔记三个研究系列。如需获取全部行业笔记、基金笔记、宏观笔记、建模笔记，请扫描下方二维码订阅**专业版报告库**。一分耕耘一分收获，只有厚积薄发的硬核分析，才能在关键时刻洞见未来。



扫码阅读优塾核心产品

专业版估值研报库

如需了解更多，请添加工作人员微信：ys_dsj

【版权与免责声明】 1) 关于版权：版权所有，违者必究，未经许可，不得以任何形式进行翻版、拷贝、复制。2) 关于内容：我们只负责财务分析、产业研究，内容观点仅供参考，不支持任何形式的决策依据，也不支撑任何形式的投资建议。本文是基于公众公司属性，根据其法定义务内向公众公开披露的财报、审计、公告等信息整理，不为未来的变化做背书，未来发生的任何变化均与本文无关。我们力求信息准确，但不保证其完整性、准确性、及时性。市场有风险，研究需谨慎。3) 关于主题：财务建模报告工作量巨大，仅覆盖部分重点行业及案例，不保证您需要的所有案例都覆盖，请谅解。4) 关于平台：优塾团队所有内容以微信平台为唯一出口，不为任何其他平台内容负责，对仿冒、侵权平台，我们保留法律追诉权力。