

# 医药商业中报总结——集中度加速提升，龙头企业有望率先触底反弹

行业投资评级：强大于市|首次评级

中邮证券研究所

蔡明子 (首席分析师)

SAC编号: S1340523110001

龙永茂 (分析师)

SAC编号: S1340523110002

中邮证券

2024年9月9日

## ➤ 医药商业：Q2业绩承压，下半年业绩有望环比改善

2024年上半年度，医药商业板块营收同比下滑0.04%，基本持平；归母净利润同比下滑7.96%。医药商业板块受到消费力疲软、医保控费及监管措施加强、门诊统筹落地滞后等外部因素影响，Q2业绩整体承压，环比Q1呈下滑趋势。基于2023年下半年业绩基数较低，且新店、次新店有望逐步贡献业绩，预计下半年业绩环比改善，我们看好行业龙头在行业整合阶段强者恒强。

## ➤ 零售药店：行业出清提速，25年龙头药店客流量预计提升

据中康数据，零售药店店均销售额在今年3-6月同比均出现下滑，龙头药房上半年度在高压的外部环境下营收均实现稳健增长，展现了龙头药房经营的韧性，但由于扩张带来的新店亏损，导致部分公司利润端下滑。据国家药监局发布的《药品监督管理统计年度数据（2023年）》数据，2023年，全国药店数量达到66.7万家，行业竞争持续加剧，但在上半年消费力疲软、医保控费及监管措施加强、门诊统筹落地滞后等外部因素影响下，行业开始分化，中小药店生存环境愈发恶劣，行业面临整合，龙头药房有望凭借其专业化的服务能力、强大的供应链体系、数字化精细化管理以及内控合规体系在行业整合阶段脱颖而出。

## ➤ 医药流通：主业稳健发展，寻求新成长曲线

我们认为主业稳健发展基础上，依托自身平台优势，通过发展高毛利业务走出新成长曲线的标的更具发展潜力。例如上海医药23年底与赛诺菲签订的药品CSO订单带来公司2024 H1公司药品CSO合约推广业务突飞猛进，实现销售金额约40亿元，同比增幅达172%。九州通2024H1总代推广业务、医药工业业务分别实现增速14.18%、21.61%的较快增长。柳药集团2024H1批发业务在维稳的基础上，零售业务增长18.29%，工业业务增长7.28%，上半年度保持收入、利润稳健增长。

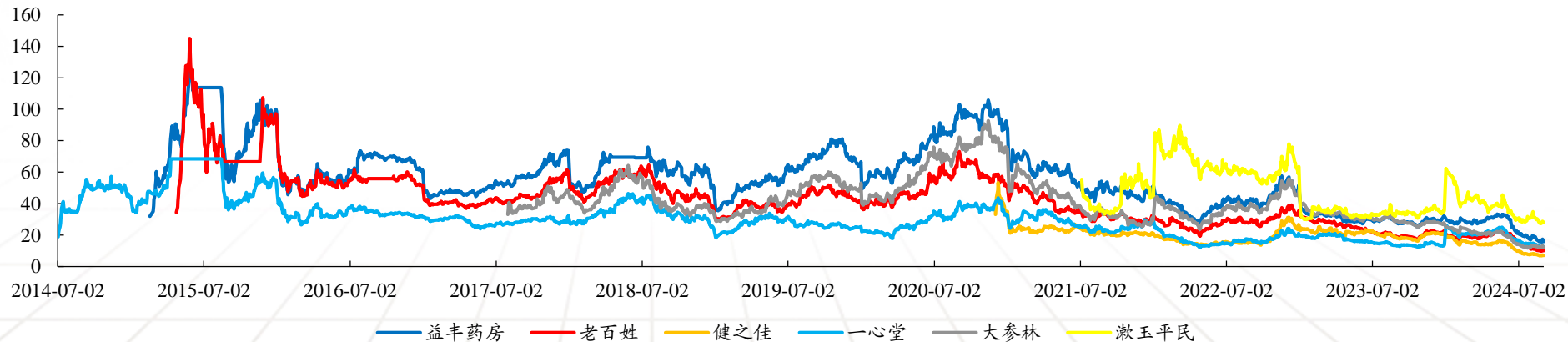
➤ **推荐标的：**上海医药、九州通、益丰药房。 **受益标的：**柳药集团、老百姓、大参林、一心堂、健之佳、漱玉平民等。

➤ **风险提示：**新店盈利不及预期风险，并购整合不及预期风险，业务转型不及预期风险。

# 1 零售药店：行业出清提速，25年龙头药店客流量预计提升

- **中小药店加速退出，行业进入整合阶段，集中度加速提升。**据国家药监局发布的《药品监督管理统计年度数据（2023年）》数据，2023年全国药店数量达到66.7万家，行业竞争持续加剧，但在上半年消费力疲软、医保控费及监管措施加强、门诊统筹落地滞后等外部因素影响下，行业开始分化，中小药店生存环境愈发恶劣，行业面临整合，中康数据显示全国关闭的药店数量从2024年第一季度的6778家增加至第二季度的8792家，闭店加速。龙头药房有望凭借其专业化的服务能力、强大的供应链体系、数字化精细化的管理以及内控合规体系在行业整合阶段脱颖而出。
- **门诊统筹政策持续落地，处方外流长期带来业绩增量。**在门诊统筹政策持续规范化，监管趋严的大背景下，龙头药房基于规模、专业化服务能力、供应链等优势能够取得更多门诊统筹资质，具备当地市场门诊统筹先发优势，对于客流具备虹吸效应，能够吸引更多客流，同时统筹带来的医保消费金额提升、关联产品消费增加等有望带来客单价提升，门诊统筹有望带来业绩增量。
- **零售药店赛道建议关注个股机会，我们看好持续提升精细化管理能力维持盈利水平，积极布局门诊统筹门店的龙头药房。推荐标的：益丰药房；受益标的：老百姓、大参林、一心堂、健之佳、漱玉平民等。**

图表1：零售药店板块处于估值低位，具备估值性价比（PE）



资料来源：iFinD、中邮证券研究所（注：收盘日截至2024年9月2日）

# 1.1 零售药店：上半年营收稳健增长，Q2业绩增速放缓

- 2024年上半年度，龙头零售药店营收均实现稳健增长，据中康数据，2024年上半年全国零售药店市场累计规模达2582亿元，同比下滑3.9%，龙头药房展现出经营韧性。分季度来看，Q2增速整体放缓，主要有以下原因：（1）消费疲软，滋补、保健品等非刚性品种销售受到影响；（2）门诊统筹政策落地滞后；（3）年初在流感等呼吸道疾病的刺激下药店客流阶段性回升，二季度四类药去库存；（4）前期新开门店带来的亏损影响。

图表2：2024H1龙头药房营收稳健增长

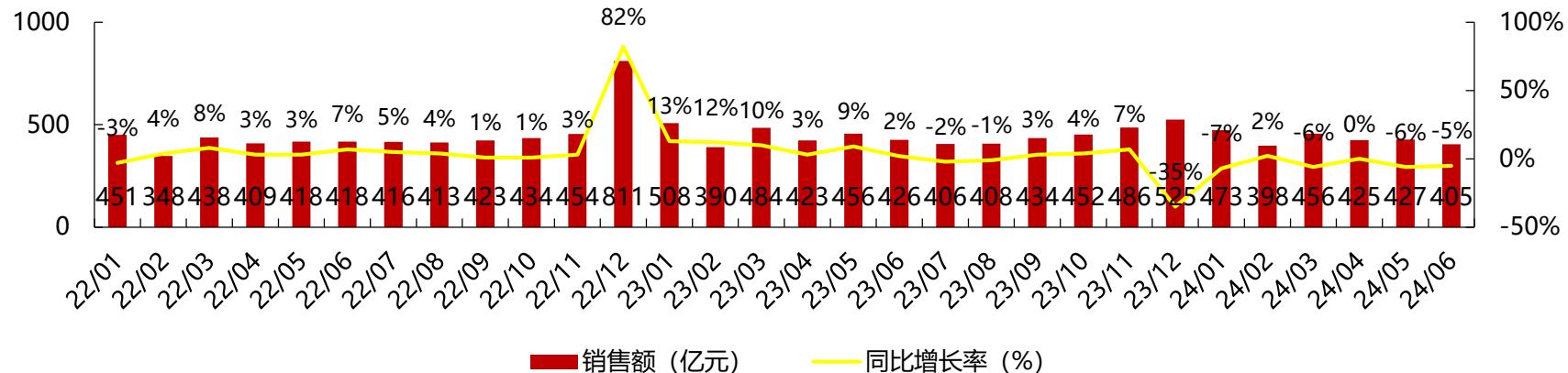
零售药店	单位：百万元	2023Q1	2023Q2	2023H1	2023Q3	2023Q4	2023A	2024Q1	2024Q2	2024H1
益丰药房	营业收入	5266	5441	10707	5181	6700	22588	5971	5791	11762
	YOY	26.94%	18.23%	22.36%	12.70%	2.47%	13.59%	13.39%	6.45%	9.86%
	归母净利润	336	369	705	294	413	1412	407	391	798
老百姓	营业收入	5441	5370	10811	5231	6396	22437	5539	5401	10940
	YOY	31.39%	10.72%	20.24%	9.31%	-0.05%	11.21%	1.81%	0.56%	1.19%
	净利润	291	222	513	203	212	929	321	181	503
大参林	营业收入	5947	6045	11992	5731	6808	24531	6752	6593	13345
	YOY	27.16%	19.85%	23.37%	12.44%	5.87%	15.45%	13.54%	9.07%	11.29%
	归母净利润	497	421	917	257	-8	1166	398	259	658
一心堂	营业收入	4436	4240	8676	4137	4567	17380	5100	4206	9305
	YOY	11.02%	6.81%	8.92%	1.89%	-15.51%	-0.29%	14.96%	-0.81%	7.26%
	归母净利润	239	265	505	181	-136	549	242	40	282
健之佳	营业收入	2167	2171	4338	2162	2581	9081	2314	2171	4485
	YOY	49.41%	39.52%	44.29%	26.96%	-8.00%	20.84%	6.79%	0.01%	3.40%
	归母净利润	76	82	158	120	136	414	52	11	63
漱玉平民	营业收入	2072	2189	4261	2273	2657	9191	2439	2379	4818
	YOY	30.56%	21.44%	25.71%	22.36%	3.15%	17.49%	17.69%	8.71%	13.08%
	归母净利润	65	74	139	23	-29	133	11	14	24
	YOY	30.38%	20.12%	24.67%	23.58%	-128.98%	-42.01%	-83.72%	-81.63%	-82.60%

资料来源：iFinD、中邮证券研究所

## 1.2 零售药店：上半年行业客流下行，有望加速集中度提升

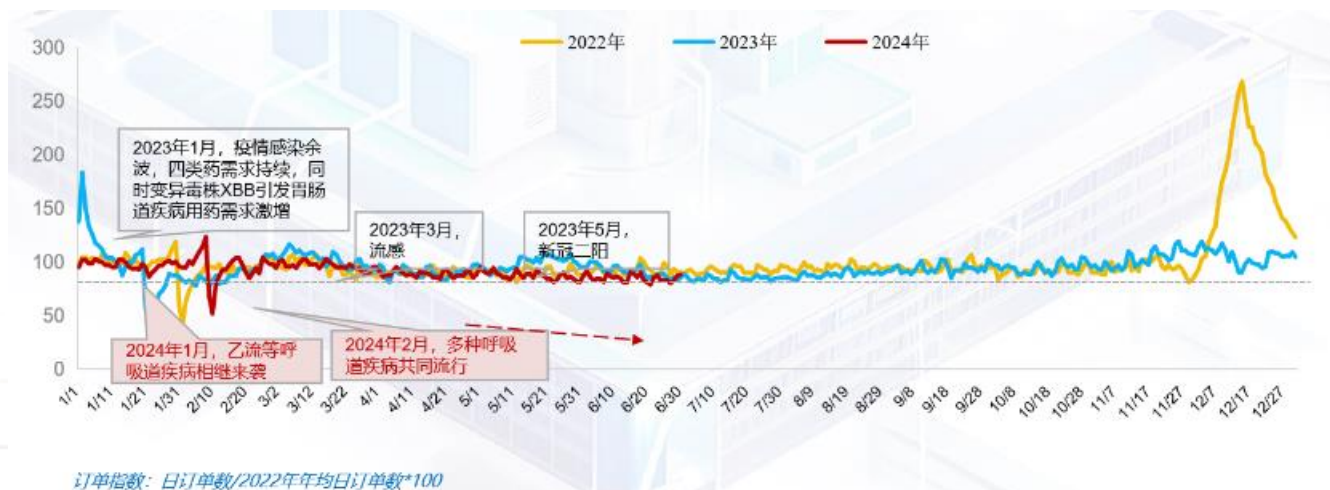
- 从行业整体销售来看，中康CMH数据显示 2024年上半年全国零售药店市场累计规模达2582亿元，同比下滑3.9%。
- 从客流来看，年初在流感等呼吸道疾病的刺激下药店客流阶段性回升；但受经济下行、门诊统筹政策以及线上电商冲击等多重因素影响，3-6月整体客流水平呈现连续下滑趋势，不及往年水平。中小药店生存环境愈发恶劣，行业面临整合。**在行业加速出清的背景下，龙头药房有望凭借其专业化的服务能力、强大的供应链体系、数字化精细化的管理以及内控合规体系在行业整合阶段脱颖而出，2025年客流有望持续提升。**

图表3：2024年上半年全国零售药店市场累计规模同比下滑3.9%



资料来源：中康CMH、中邮证券研究所

图表4：零售药店3-6月整体客流水平呈现连续下滑趋势



资料来源：中康CMH、中邮证券研究所

### 1.3 零售药店：积极布局门诊统筹，不断提升专业化服务能力

- **龙头药房具备统筹资质布局优势，统筹政策落地有望带来客流客单提升。** 定点药房纳入门诊统筹管理，执行与定点基层医疗机构相同的医保待遇，引流效果明显。国家医保局2023年2月15日发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》，积极支持定点零售药店开通门诊统筹服务、完善定点药店门诊统筹支付政策、明确定点零售药店纳入门诊统筹的配套政策，代表零售药店在国家医药健康保障体系中的作用和地位明显提升，也是对处方流转、医药分业实质性的推动。对于零售药店而言，获得统筹定点药房的资格，将在医保个人账户的基础上新增医保统筹资金的支付方，更能因医院处方外流获取客流。在门诊统筹政策持续规范化，监管趋严的大背景下，龙头药房基于规模、专业化服务能力、供应链等优势能够取得更多门诊统筹资质，具备当地市场门诊统筹先发优势，对于客流具备虹吸效应，能够吸引更多客流，同时统筹带来的医保消费金额提升、关联产品消费增加等有望带来客单价提升，门诊统筹有望带来业绩增量。

图表5：龙头药房积极布局门诊统筹资质门店

单位：家	老百姓	大参林	健之佳	漱玉平民
门诊统筹资质门店	5028	1782	863	-
DTP门店	176	248	-	-
门诊慢特病定点资格门店	1660	1165	慢病638家，特病228	110余家
双通道资格门店	330	602	147	-

资料来源：各公司公告、中邮证券研究所（注：数据截至2024H1）

请参阅附注免责声明

## 1.4 零售药店：多元化经营提升客单价

- **统筹落地推动处方外流，零售药店迎来机遇，龙头药房通过多元化的经营举措提升客单价。** 统筹落地是大趋势，未来院外市场持续扩容，零售药店将承接更多客流，零售药店积极布局多元业务，有望通过关联消费创造增量。例如各家积极布局自有品牌产品、大参林实施参茸滋补药材差异化经营策略提升公司竞争优势、一心堂探索泛健康业务及异业合作新模式、健之佳坚持多元化店型创新等。

**图表6：龙头药房多元化经营提升客单价**

多元化经营举措	
益丰药房	公司持续推进可控精品战略和全国最优工程，不断完善和打造包括自有品牌、独家品种、厂商共建品种在内的商品精品群，通过为顾客提供质量可靠、疗效确切、性价比高且渠道可控的商品精品，与同行形成商品竞争壁垒，实现差异化竞争。
老百姓	1、持续打造新零售“私域平台。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%。 2、打造中药文化创增量。打造中药文化创增量丰富门店中药营销场景，创造中药文化共鸣。公司在门店丰富场景营销和消费体验，通过直观的产品展示和宣传，向消费者传达中药养生文化，形成中医药养生文化共鸣。 3、自有品牌持续创新。
大参林	实施参茸滋补药材差异化经营策略。公司在参茸滋补药材消费群体中建立了良好的口碑。公司打造一系列以“东紫云轩”为核心品牌的各类型滋补产品，为消费者提供质量有保证、高性价比的产品。公司实施参茸滋补药材差异化经营策略，保证公司的商品优势及竞争优势。与此同时，公司还推出了以“可可康”为核心品牌的中西成药产品以及以“东腾阿胶”为品牌的阿胶系列产品。公司通过直营业务、加盟业务以及分销业务实现对自产的自有品牌产品的销售。
一心堂	1、积极探索泛健康业务。在稳固主营业务药品零售的同时，积极探索美妆、个护、健康食品和母婴等泛健康品类的发展，致力于为消费者提供更全面、更优质的健康生活产品。 2、通过异业合作新模式，提高门店客流、丰富消费场景，为购消费提供便利。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，面向广大居民提供购药外的购彩服务。2024年上半年一心堂彩票销售6562万元。
健之佳	公司自成立以来，长期学习、探索美日同行模式，始终坚持多元化创新并逐步形成差异化的专业竞争优势。通过定位于“健康+专业+便利”的零售药房、定位于“品质+时尚+快捷”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，强化用户对专业、可信赖服务及商品品质的可感知。
漱玉平民	公司坚持“开放、共生”的核心价值观，努力建设合作发展平台，在探索“新业态、新布局、新战略”的道路上不断前行。2024年上半年，“漱小玉”贴牌商品及赠品不断丰富，并通过线上线下活动的联动，以丰富的互动形式提升了品牌影响力。

资料来源：各公司公告、中邮证券研究所

## 1.5 零售药店：新店、次新店增长导致业绩承压，后续逐步释放业绩

- 2024年上半年，龙头药房仍然保持稳健有序扩张，但由于直营店增长速度较快，大部分保持在15~25%增速之间，新店、次新店占比平均在20%的水平，新店、次新店带来的亏损导致龙头药房业绩短期承压，预计后续新店、次新店逐渐释放业绩，业绩增速有望逐渐恢复。

图表7：2024H1龙头药房有序扩张

2024H1	益丰药房	老百姓	大参林	一心堂	健之佳	漱玉平民
总门店数	14736	14969	16151	11291	5444	8247
直营店总数	11310	9923	10772	11291	5444	4340
加盟店总数	3426	5046	5379	0	0	3907
当期新增直营门店数	1135	868	1081	1317	335	264
其中新开	842	828	797	-	254	46
其中并购	293	40	284	-	81	218
当期新增加盟店	440	757	1214	0	0	674
当期关闭门店数	89	230	218	281	7	28
当期净增加门店数	1486	1395	2077	1036	328	910

资料来源：各公司公告、中邮证券研究所

图表8：新店、次新店快速增长导致业绩短期承压

	益丰药房	老百姓	大参林	一心堂	健之佳	漱玉平民
<b>截至2023H1</b>						
总门店数	11580	12291	11989	9569	4493	-
直营门店数	9089	8524	8911	9569	4493	3868
加盟门店数	2491	3767	3078	0	0	-
<b>截至2024H1</b>						
总门店数	14736	14969	16151	11291	5444	8247
直营门店数	11310	9923	10772	11291	5444	4340
加盟门店数	3426	5046	5379	0	0	3907
<b>直营门店增速</b>	<b>24%</b>	<b>16%</b>	<b>21%</b>	<b>18%</b>	<b>21%</b>	<b>12%</b>
<b>新店、次新店占比</b>	<b>22%</b>	<b>23%</b>	<b>20%</b>	<b>-</b>	<b>19%</b>	<b>9%</b>

资料来源：各公司公告、中邮证券研究所



## 2 医药流通：主业稳健发展，寻求新成长曲线

- **医药流通板块**，我们认为主业稳健发展基础上，依托自身平台优势，通过发展高毛利业务走出新成长曲线的标的更具发展潜力。例如上海医药2024H1与赛诺菲签订的药品CSO订单带来公司2024H1公司药品CSO 合约推广业务突飞猛进，实现销售金额约40亿元，同比增幅达172%。九州通2024H1总代推广业务、医药工业业务分别实现增速14.18%、21.61%的较快增长。柳药集团2024H1批发业务在维稳的基础上，零售业务增长18.29%，工业业务增长7.28%，上半年度保持收入、利润稳健增长。

图表9：CSO业务毛利率较高

业务	毛利率情况
配送	约6-8%
总代	约10-15%
CSO	超过20%

资料来源：商务部《2022年药品流通行业运行统计分析报告》、百洋医药公告、九州通公告、中邮证券研究所

### 3 推荐及受益标的

图表10：推荐及受益标的

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				归母净利润增速 (%)				P/E			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
601607.SH	上海医药	19.25	37.68	53.07	58.52	64.40	-32.92	40.83	10.27	10.05	17	12	11	10
600998.SH	九州通	4.90	21.74	26.18	30.15	34.91	4.27	20.42	15.19	15.77	11	9	8	7
603939.SH	益丰药房	19.08	14.12	15.99	19.23	23.18	11.90	13.24	20.29	20.51	16	14	12	10
603883.SH	老百姓	17.92	9.29	10.85	13.05	15.56	18.35	16.84	20.25	19.21	16	14	11	10
603233.SH	大参林	13.42	11.67	13.90	16.79	20.35	12.63	19.17	20.77	21.23	13	11	9	7
002727.SZ	一心堂	12.18	5.49	8.73	10.36	12.10	-45.60	58.91	18.68	16.72	13	8	7	6
605266.SH	健之佳	22.19	4.14	4.36	5.21	6.23	10.72	5.16	19.52	19.64	8	8	6	5
301017.SZ	漱玉平民	13.56	1.33	2.21	2.82	3.65	-42.01	65.71	27.66	29.66	36	22	17	13

资料来源：iFinD、中邮证券研究所（注：除上海医药、九州通、益丰药房，盈利预测来自iFinD一致预期，收盘价为2024年9月6日）

# 风险提示

- 新店盈利不及预期风险，并购整合不及预期风险，业务转型不及预期风险。

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属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，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的6个月内的相对市场表现，即报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在10%与20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在5%与10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048



**中邮证券**

CHINA POST SECURITIES