

从711到药店模式分析

——连锁药店海外系列深度（三）

行业评级：看好

2024年3月25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

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

◆ 对比便利店：连锁药店处于什么发展阶段？

便利店经历“行业高增长期——集中度提升期——龙头海外扩张期”三个阶段，相比便利店发展阶段，我国连锁药店正处于“集中度提升期”；

◆ 参考便利店：连锁化业态胜出的关键变量是什么？

连锁业态成长性=门店连锁化数×单店盈利能力，因此连锁业态的关键是这两个变量拓展/提升的策略。

1. 规模化效益：门店快速扩张（加盟占比提升）；

2. 精细化管理：自有品牌、SKU优化等；

◆ 估值与投资建议

我国连锁药店处于处方外流初期、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。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28倍。建议关注有望获取更多统筹资质、门店数量加速拓展、精细化管理能力较强的药店龙头，推荐老百姓、益丰药房、大参林，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

对比便利店：连锁药店发展阶段评估

- 便利店：从行业高增长到集中度提升到龙头扩张
- 连锁药店：集中度快速提升期

02

参考便利店：连锁业态胜出的关键变量分析

- 便利店：711的规模化&精细化
- 连锁药店：规模化与精细化的发展路径

03

估值与投资建议

04

风险提示

01

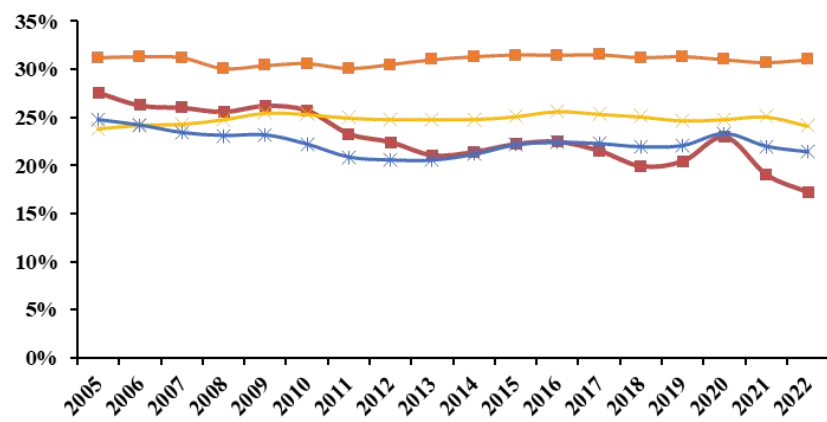
对比便利店： 药店发展阶段？

业态分析：便利店具有较高净利率与存货周转率

- **便利店业态：高净利率与存货周转率。**比较便利店与大型连锁超市两种零售业态，便利店净利率更高、存货周转率高于超市。
- **连锁药店更贴近于便利店业态。**连锁药店由商圈店向社区店下沉，门店面积缩小，追求便利与服务，更贴近于便利店业态。

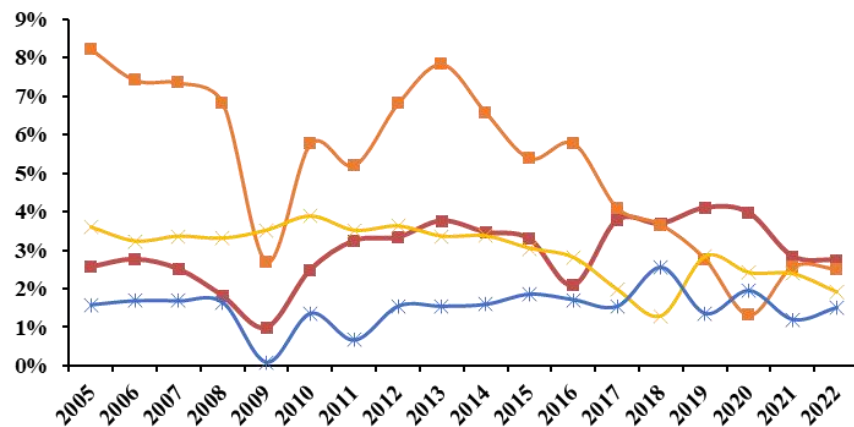
图：2005-2022年便利店与超市代表企业毛利率（%）

SEVEN & I LAWSON 沃尔玛 克罗格



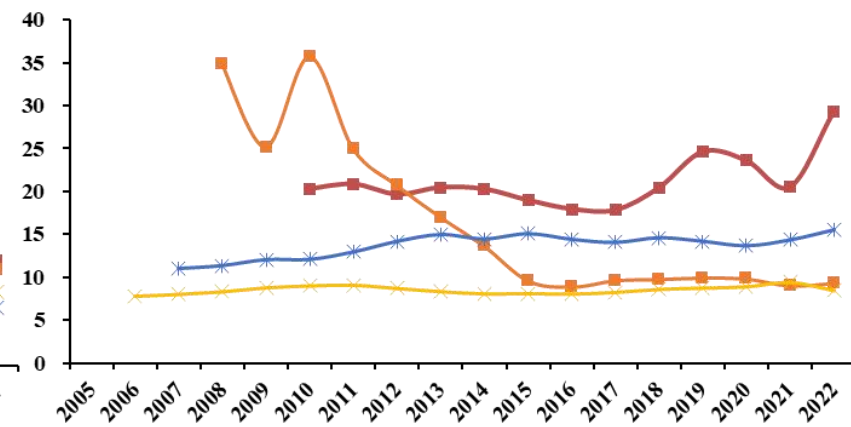
图：2005-2022年便利店与超市代表企业净利率（%）

SEVEN & I LAWSON 沃尔玛 克罗格



图：2005-2022年便利店与超市代表企业存货周转率

SEVEN & I LAWSON 沃尔玛 克罗格



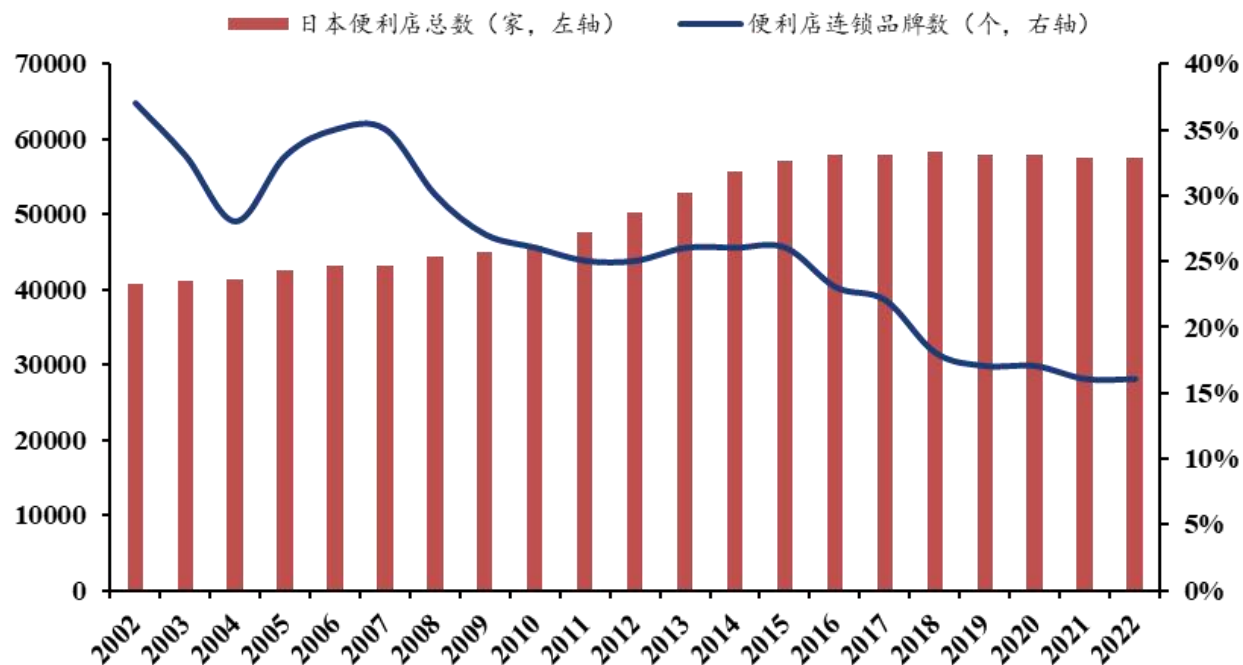
资料来源：Bloomberg，，罗森年报，浙商证券研究所

注：罗森、Seven&I财年数据为当年3月初-次年2月末；沃尔玛、克罗格财年数据为当年2月初-次年1月末

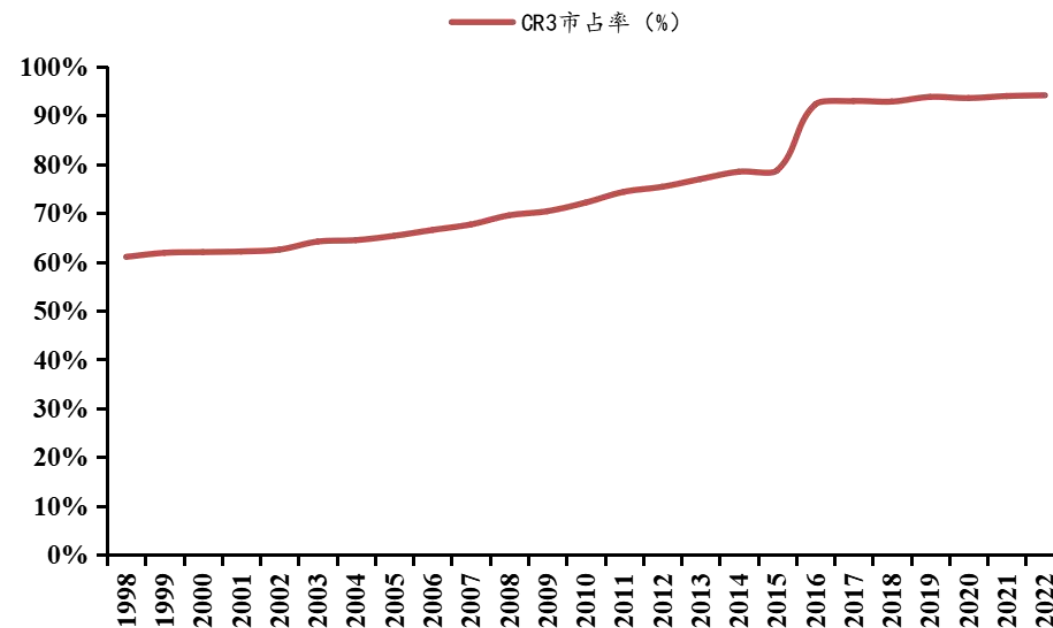
便利店周期：从行业高增长、集中度提升到龙头扩张

- 便利店发展周期：行业高增长期——集中度提升期——龙头海外扩张期。

图：2002-2022年日本便利店总数与连锁品牌数



图：1998-2022年日本便利店CR3市占率变化

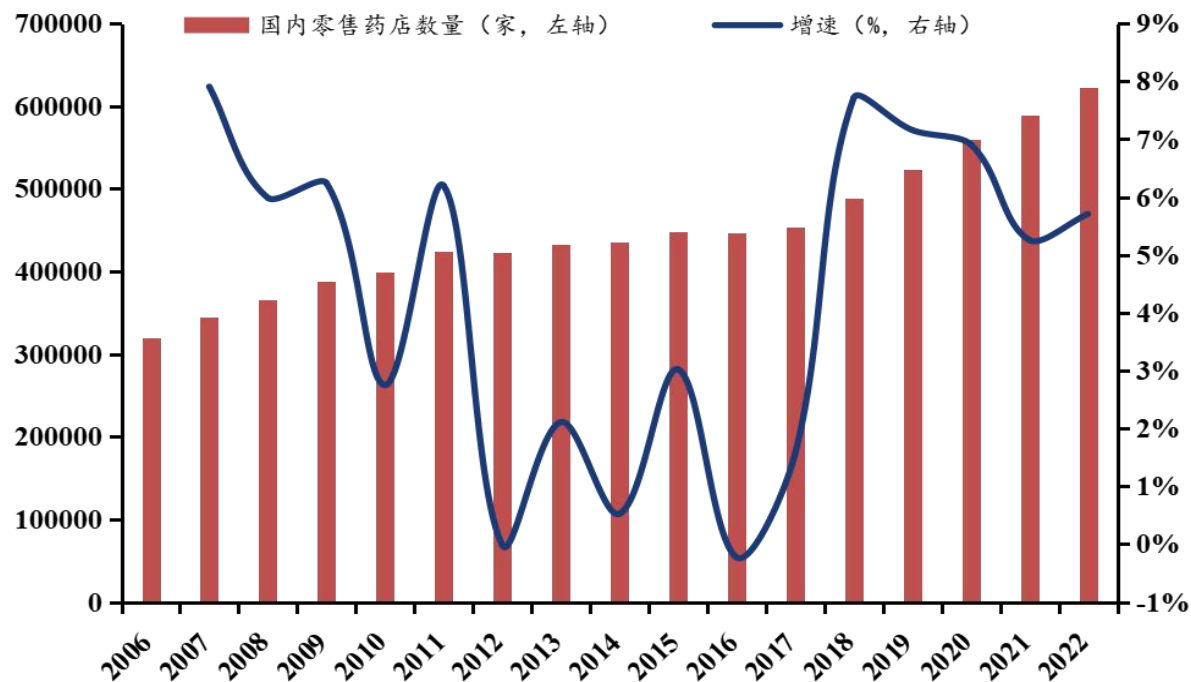


资料来源：JFA，Seven&I 年报，浙商证券研究所

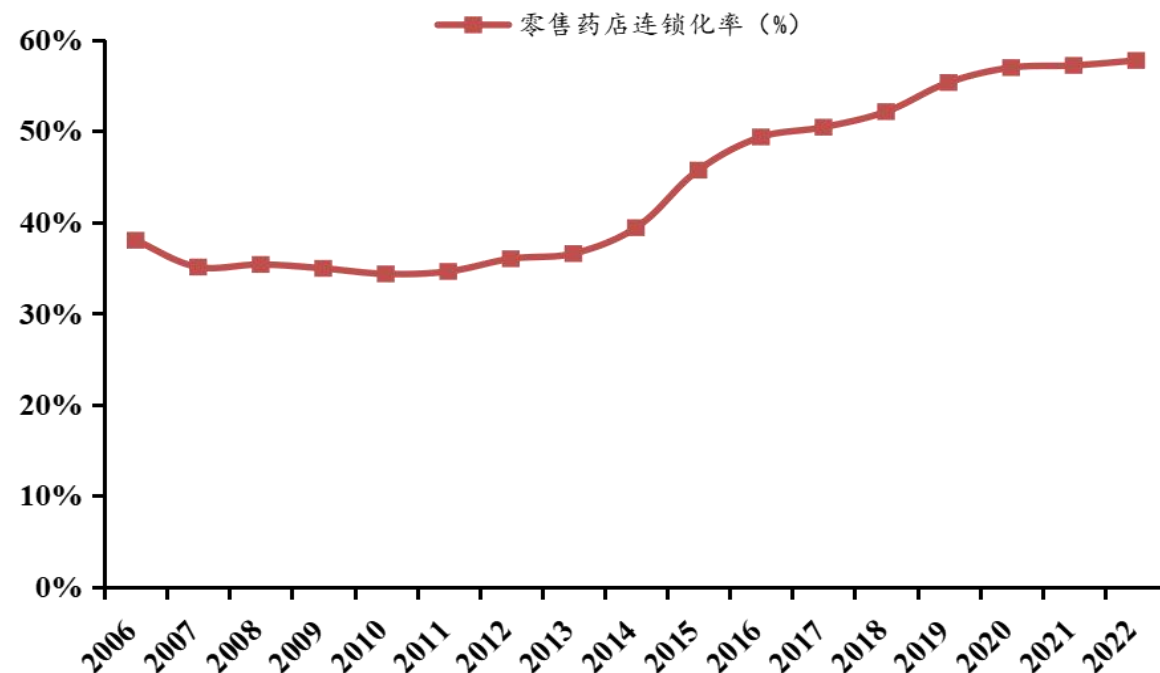
我国药店所处周期：集中度提升期

- 集中度提升期：2014年后我国药店连锁化率快速提升，2014-2022年连锁化率由39%提升至58%，行业集中度快速提升。整体看来，我国连锁药店仍处于集中度高速提升的初期，龙头门店数量增长、行业集中度提升仍是核心。

图：2006-2022年我国零售药店数量变化



图：2006-2022年我国药店连锁率变化

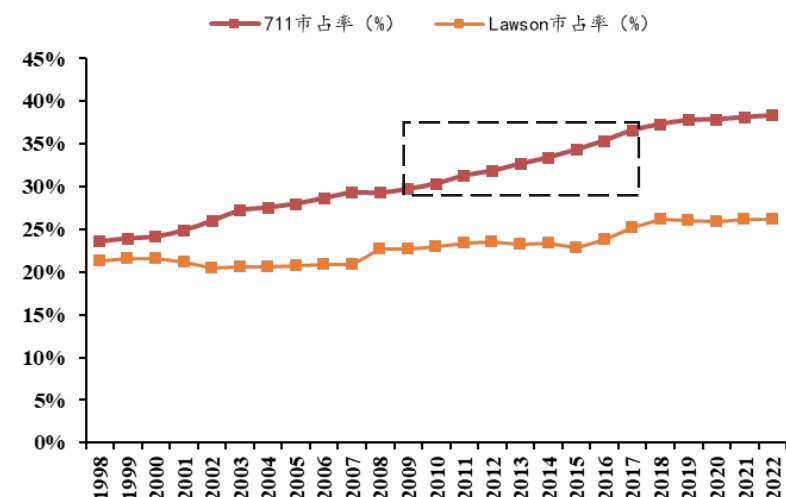


02

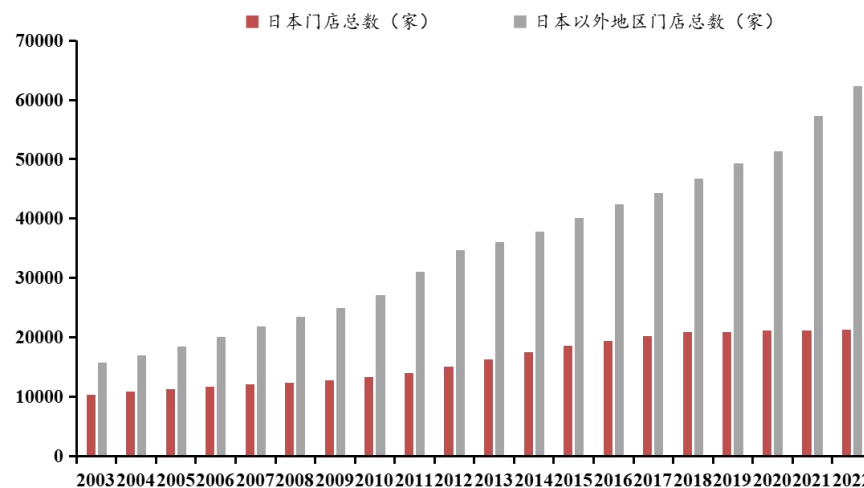
哪些特点的企业有望胜出？

- 头部集中度持续提升。1998-2022年，日本便利店711、Lawson等头部企业集中度持续提升，尤其是711，市占率（以门店数量计）由1998年的24%提升至2022年的38%，其中2011-2018年市占率提升速度较快。

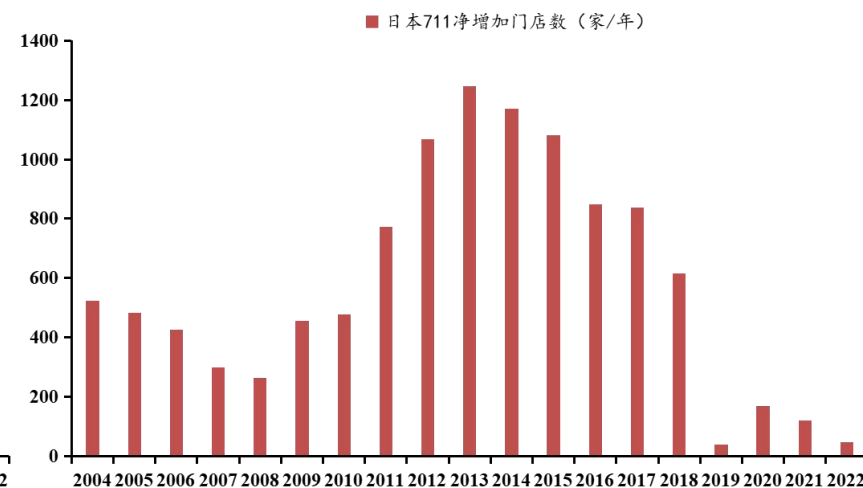
图：1998-2022年日本便利店TOP2市占率变化



图：2003-2022年711便利店门店数量变化（日本+海外）



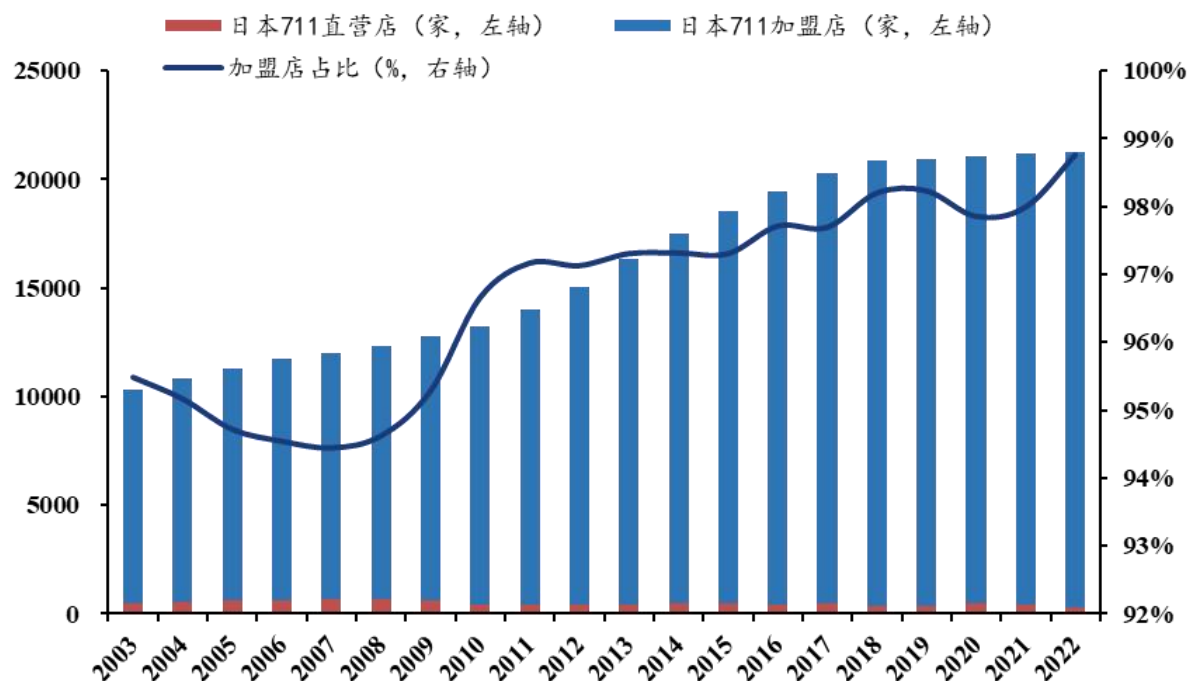
图：2004-2022年日本711便利店每年净增加门店数



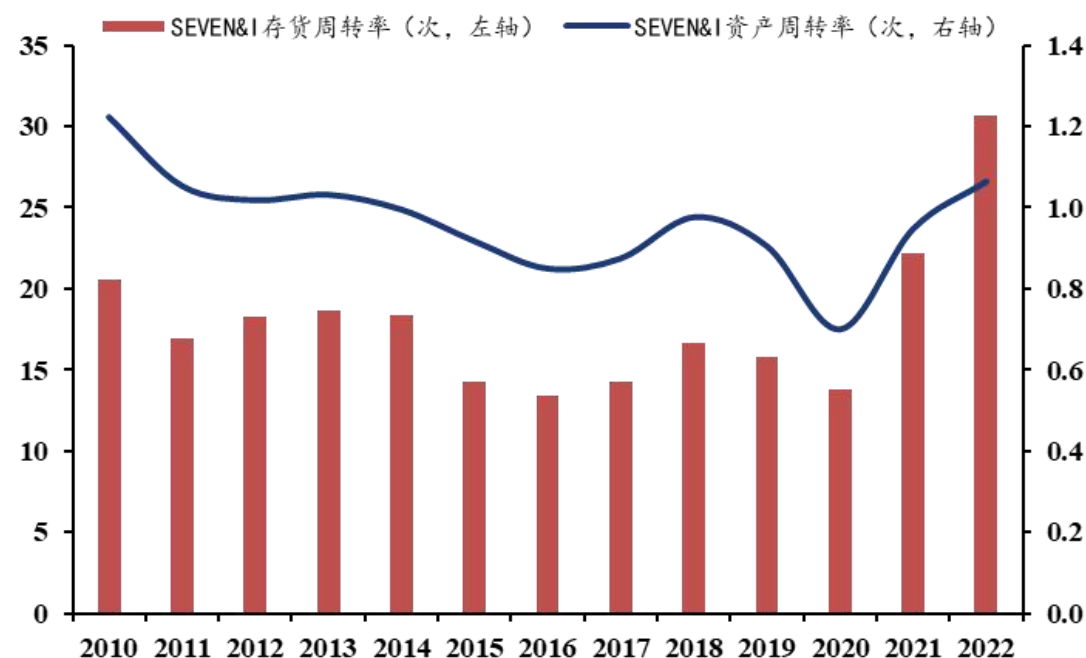
资料来源：Seven&I 年报，浙商证券研究所

- **规模化：通过加盟实现门店的快速扩张。**711门店快速扩张实现规模化效应主要依托加盟门店的快速拓展，公司加盟门店数量占比快速提升，并通过加盟模式实现了品牌影响力进一步提升。

图：2003-2022年711便利店门店数量变化及加盟门店占比



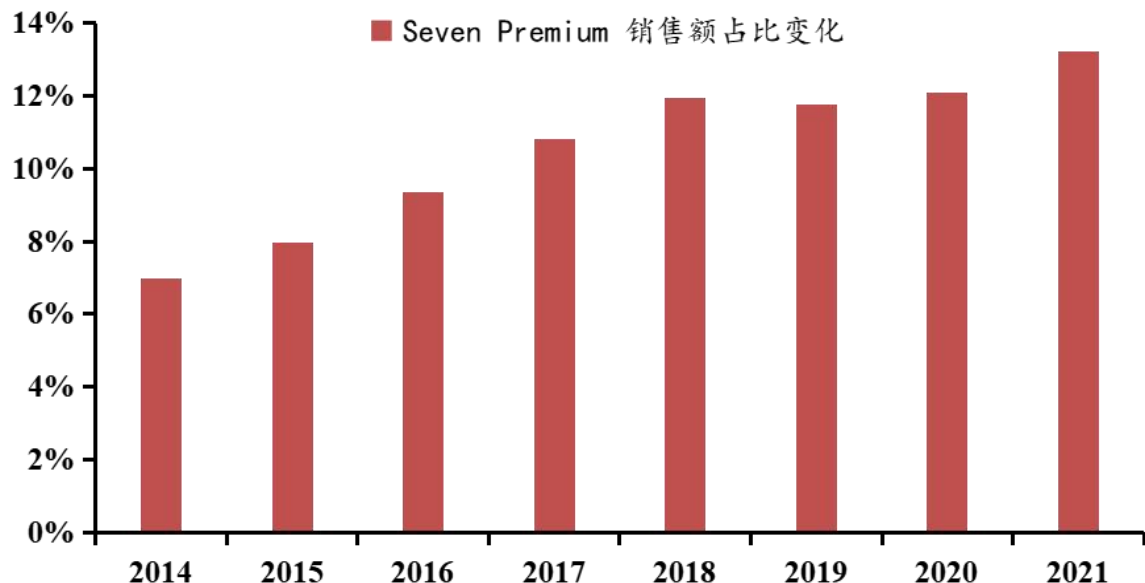
图：2010-2022年711存货周转率与资产周转率变化



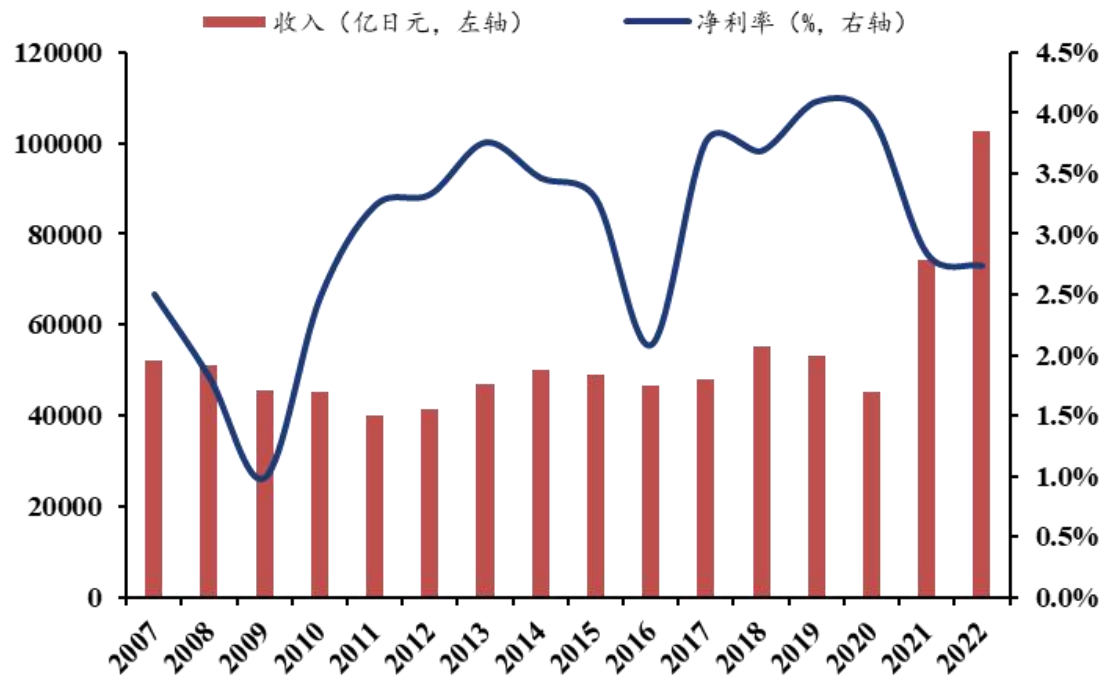
资料来源：Seven&I年报，Bloomberg，，浙商证券研究所

- 精细化SKU管理，自有品牌提毛利率。711门店自有品牌数占比较高，以加工食品和快餐为主，差异化定位，提升毛利率。711的自有品牌，包括7-The Price、7-Premium、7-Premium Gold等，以7-Premium为例，2014-2018年，销售额占比持续增长。
- 加盟拓门店、自有品牌提利润，公司实现了收入的快速增长以及较高的利润率水平。

图：2014-2021年7-Premium销售额占比（%）变化

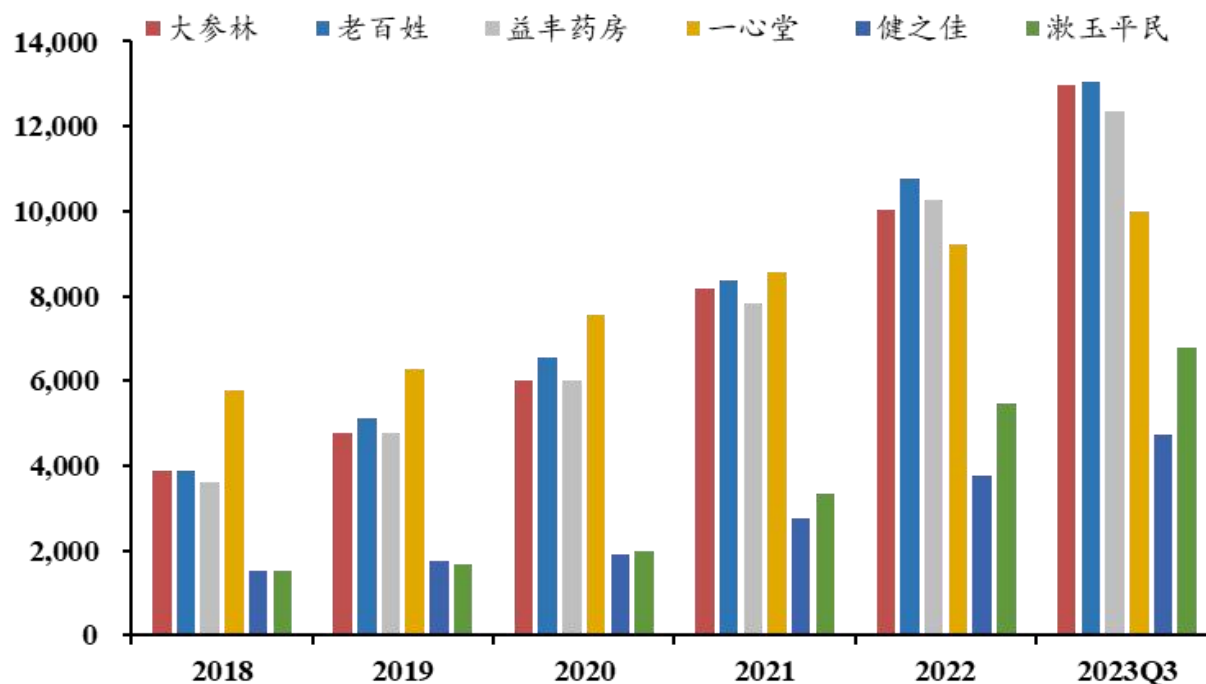


图：2007-2022年Seven&I收入（亿日元）及利润率

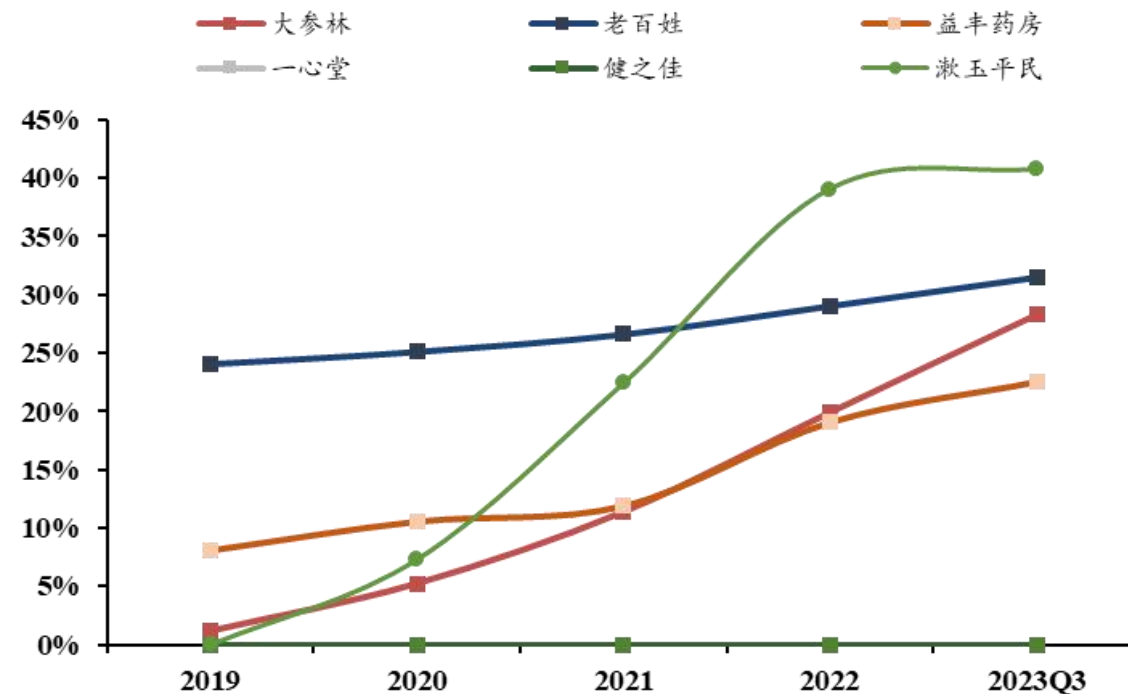


- 门店增长呈加速态势，拉动收入增长。2018-2023Q3，我国连锁药店上市企业门店数量持续高增长，2023Q1-3，各药店门店数量增长加速态势鲜明，龙头门店持续高增长、行业集中度提升。
- 加盟门店占比有望持续提升。从拓展方式来看，加盟门店的数量占比明显提升，6家药店加盟门店数量占比（合计）由2022年末的19%提升至2023Q3的22%，我们认为，下沉拓展持续，加盟门店占比有望进一步提升。

图：2019-2023Q3各连锁药店门店总数量（家）

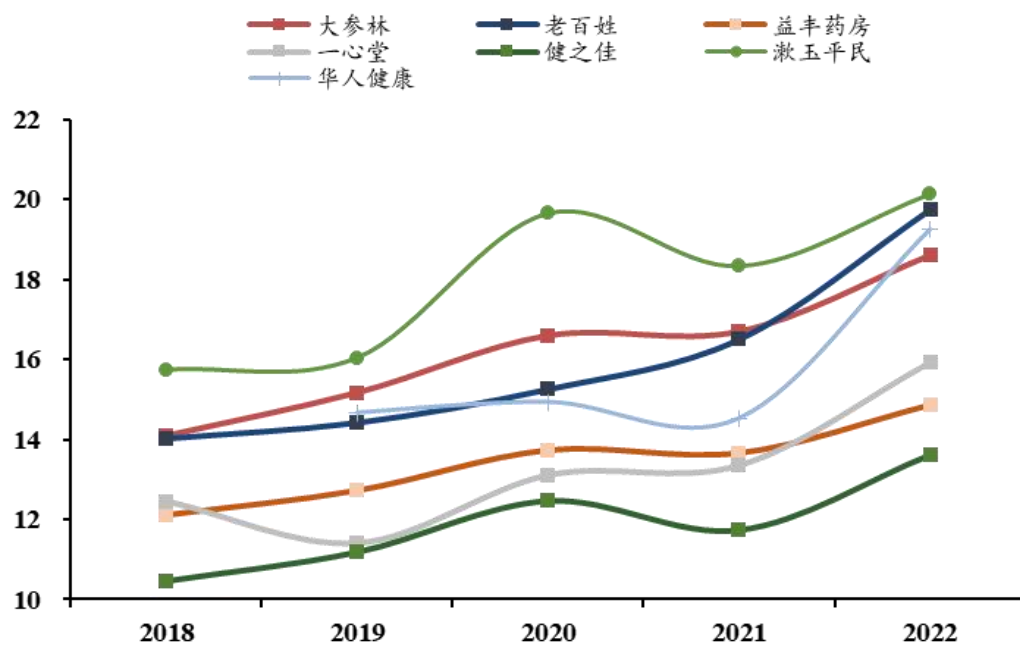


图：2019-2023Q3各连锁药店加盟门店数量占比

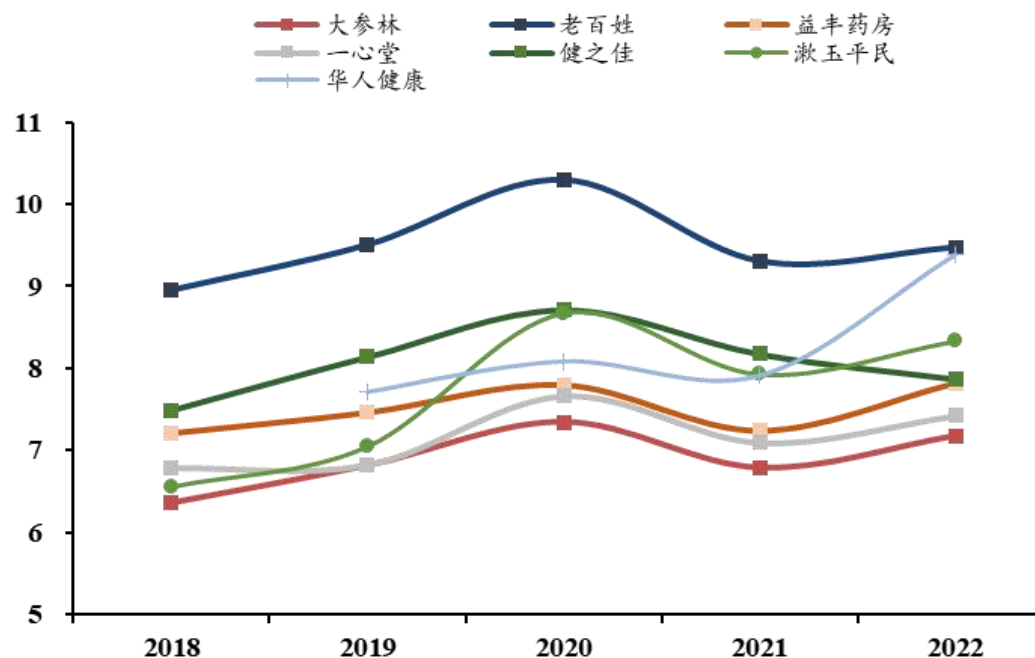


- 我们认为，连锁药店的盈利模式为通过规模效应赚取差价，租金效率与销售效率的评价至关重要。
- 租金效率提升趋势鲜明：**自2018年“互联网+”推行以来，各药店为应对互联网售药，租金效率（总收入/销售费用中的租金支出）持续提升，我们分析原因如下：（1）加盟店占比增加。（2）门店下沉。
- 销售效率恢复趋势鲜明。**我们用销售费用中的总收入/销售薪酬计算销售效率，2021年需求影响有所下降，2022年恢复趋势鲜明，我们认为随着门店下沉、加盟增加等策略，2023年后销售效率有望持续提升。

图：2018-2022年连锁药店租金效率

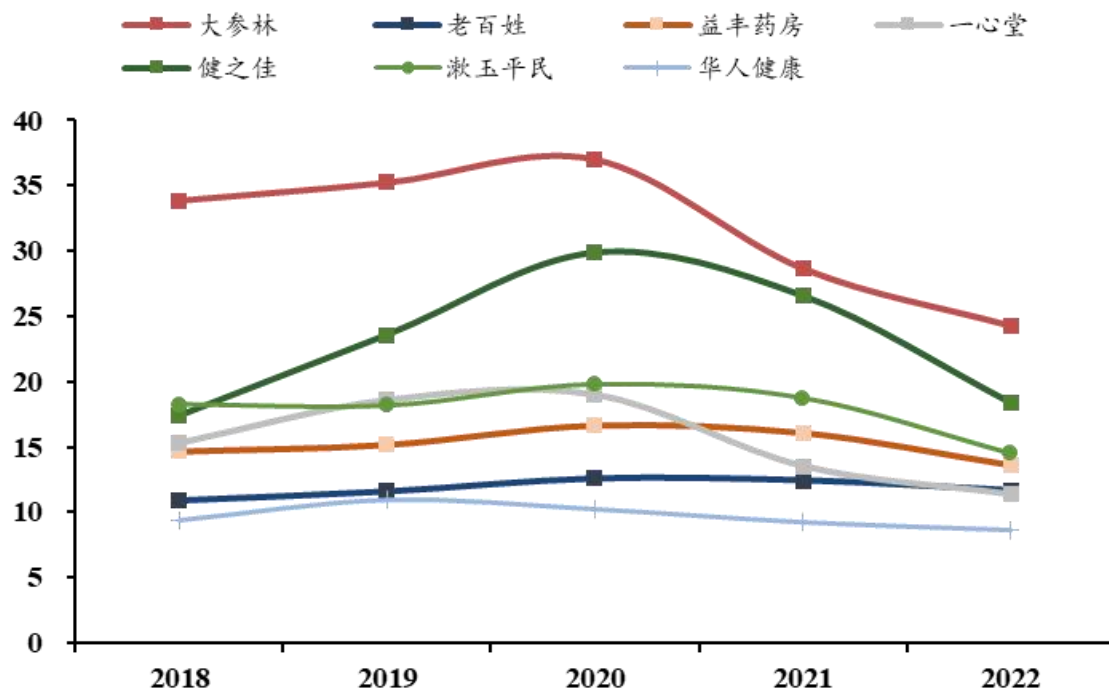


图：2018-2022年连锁药店销售效率

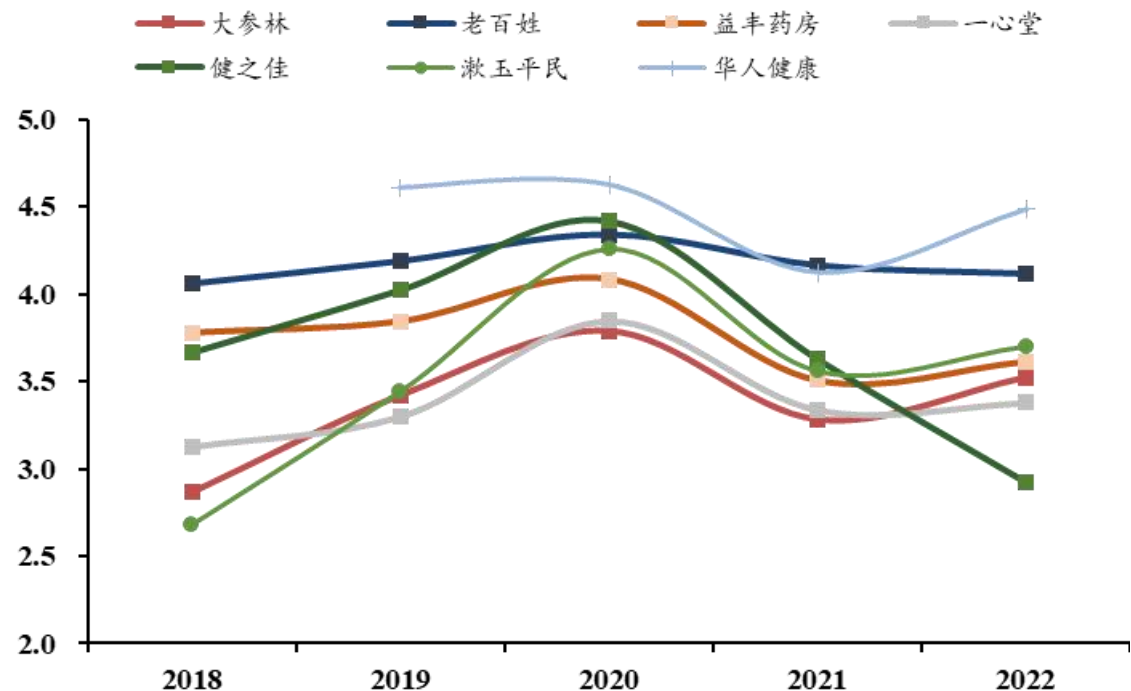


- 加盟占比提升&四类药去库存，存货周转率上行。大参林、益丰药房、一心堂等在加盟占比提升/四类药去库存的影响下，存货周转率均有上行趋势，我们认为，加盟占比提升持续，存货周转率有望同比提升；
- 应收账款周转率下降。收入增加带来应收医保款及赊销款增加，几家连锁药店周转率均有下降趋势。我们认为，随着统筹医保支付占比提升，应收账款周转率或仍有下降趋势。

图：2018-2022年连锁药店应收账款周转率（次）

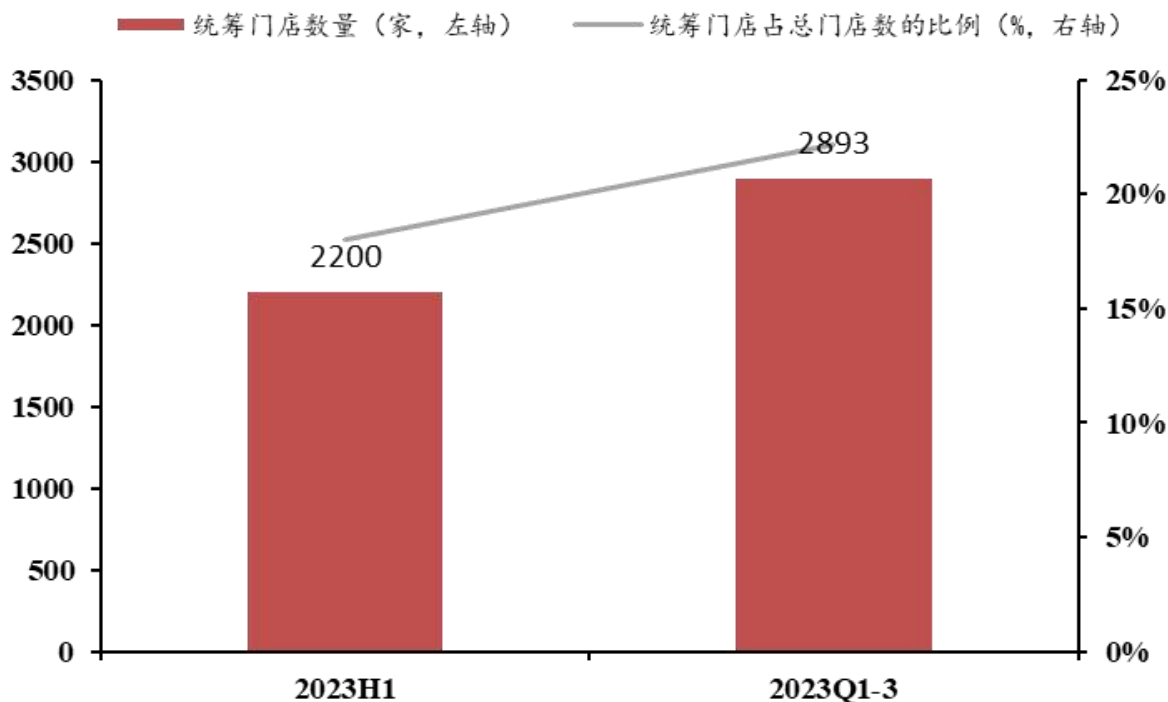


图：2018-2022年连锁药店存货周转率（次）

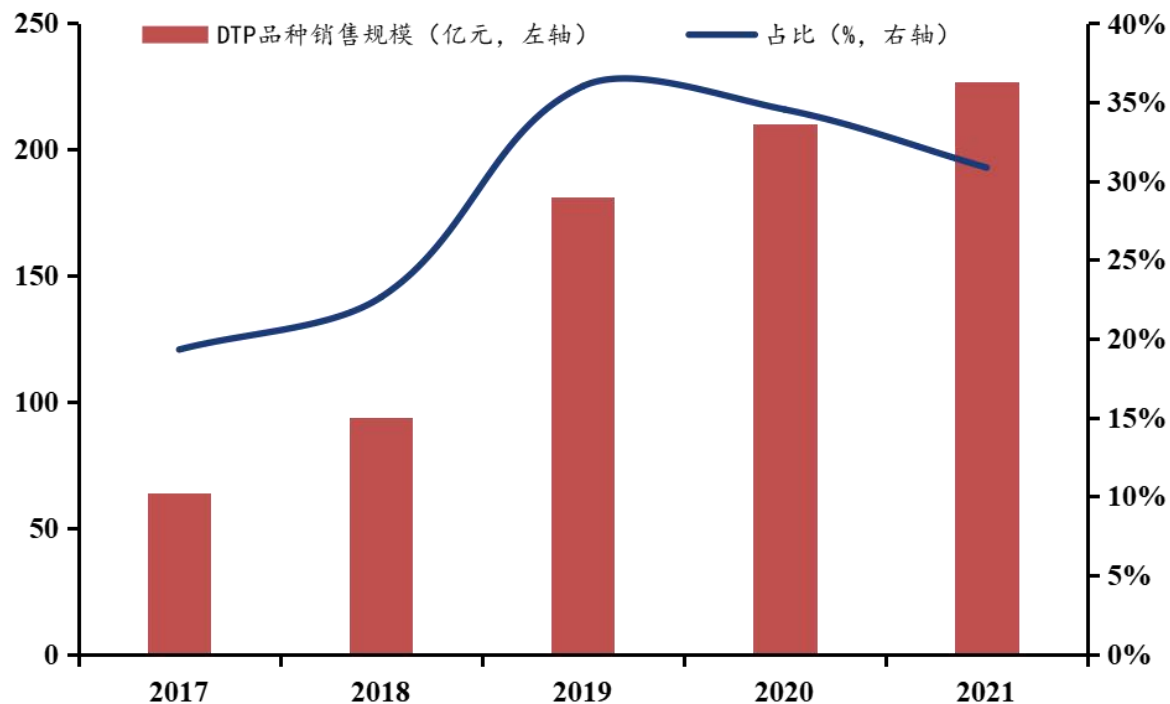


- 处方外流有望加速、SKU管理要求提升。2023Q3，国内统筹门店落地明显加速，6月中旬统筹门店4万家，8月末14万家，统筹落地带来明显引流，拉动同店高增长。我们认为统筹有望推动处方外流的加速，正如我们在2021年9月深度报告《中美日比较下的深度思考-连锁药店行业深度分析》中所述，我国连锁药店有望成为千亿处方外流市场的主要承接者，SKU管理需求提升。

图：2023H1-2023Q3年连锁药店（以老百姓为例）统筹门店数量变化



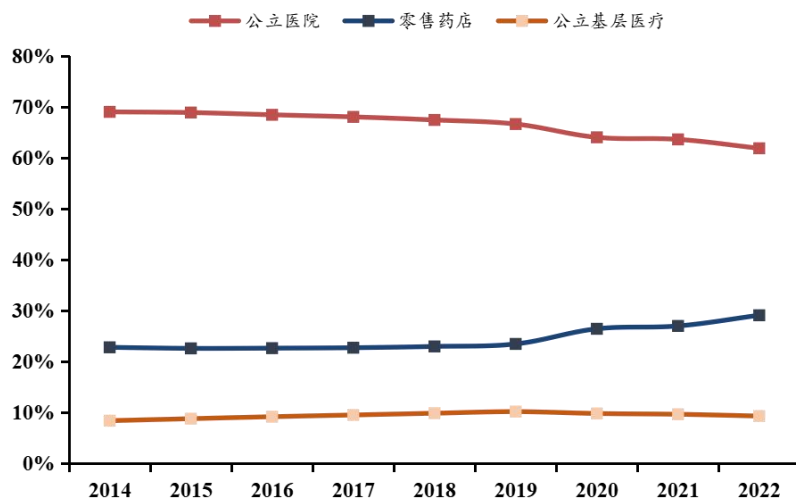
图：2017-2021年我国实体药店DTP销售规模及占比



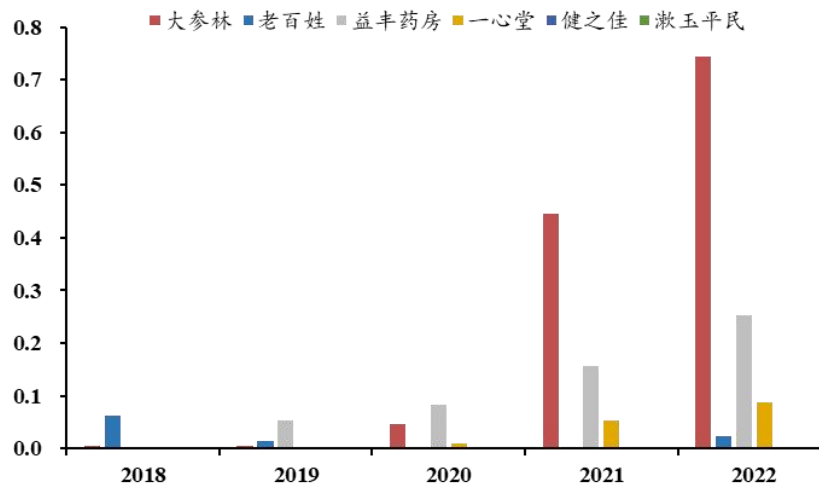
资料来源：老百姓年报&三季报，华经产业研究院，浙商证券研究所

- 处方外流、新业态等驱动下，精细化管理初步探索。2018-2022年，药店上市龙头企业数字化管理带来的研发投入有增长态势，数字化、精细化管理持续推进，管理费用率也有提升趋势。我们认为，在处方药占比提升、线上销售占比提升等影响长期毛利率假设下，公司SKU管理仍有极大探索空间，进而保证毛利率的相对稳定。

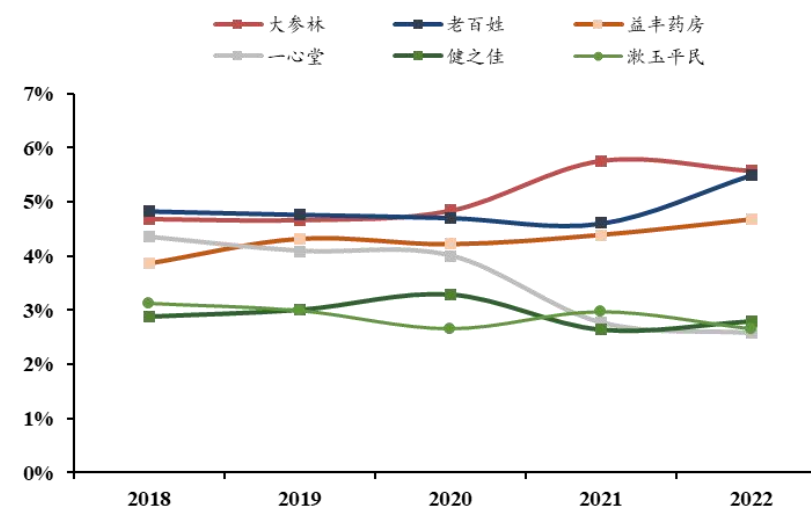
图：2014-2022年我国药品三大终端销售占比



图：2018-2022年我国药店上市公司研发费用变化（亿元）



图：2018-2022年我国药店上市公司管理费用率变化

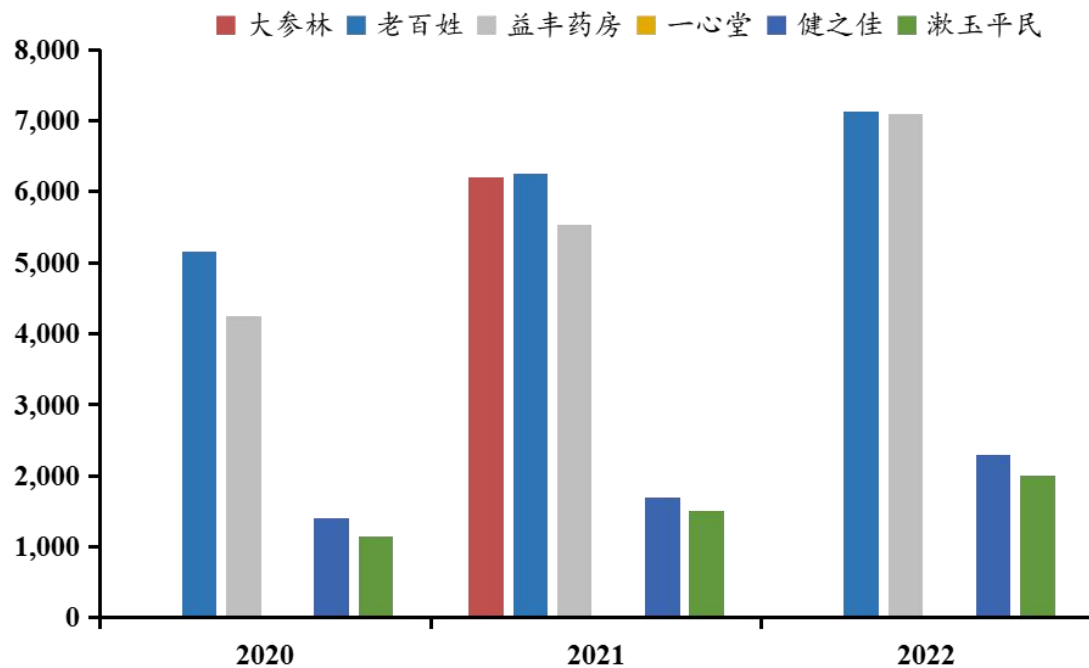


资料来源：米内网，，浙商证券研究所

02 我国药店精细化：慢病会员服务体系，日均坪效提升

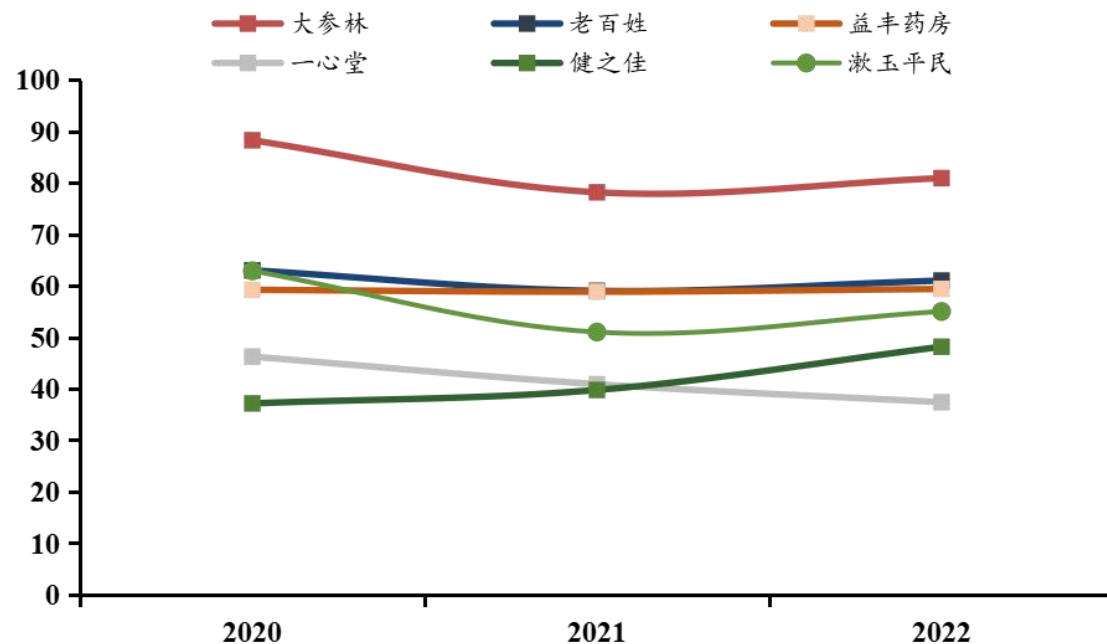
- **会员比例提升。**相对便利店，药店具有专业服务的要求，专业化服务也有望形成客户粘性，增加客流量，我国连锁药店积极探索专业化、差异化的服务，2020-2022年，药店上市企业会员人数持续增长，带来收入贡献。
- **日均坪效相对稳定。**受益于精细化管理的持续推进，2022年行业日均坪效呈现提升趋势。我们认为，随着SKU的优化、产品结构的调整等，即使在下沉影响下，日均坪效或仍有提升趋势，从而拉动收入增长。

图：2020-2022年药店上市企业会员人数变化（万人）



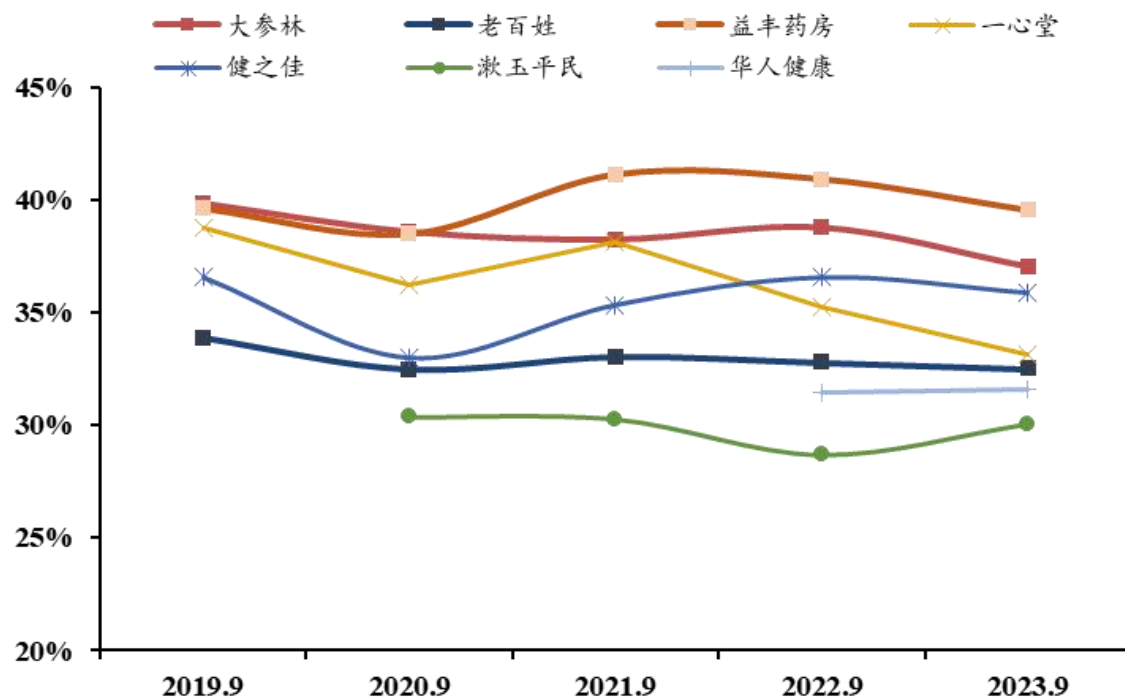
注：大参林2020与2022年数据未披露；一心堂数据未披露

图：2020-2022年药店上市企业日均坪效（元/平方米）

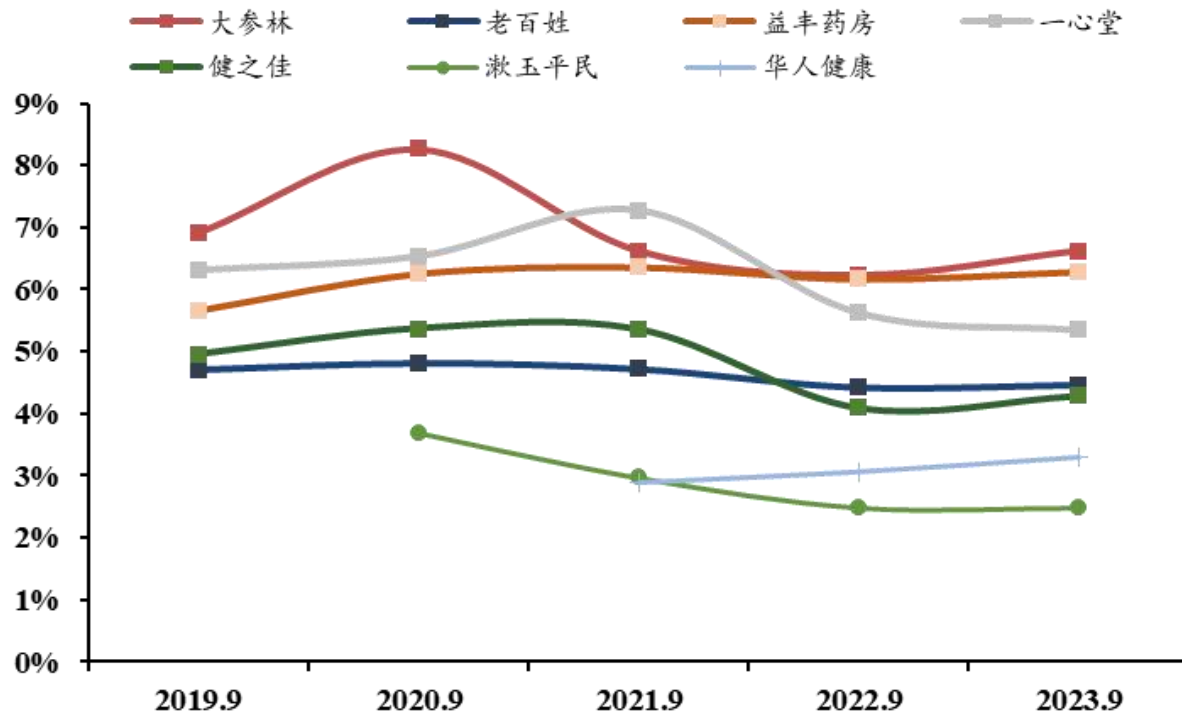


- 集中度提升下，药店收入有望持续增长。门店快速增长有望带来收入的持续增长。
- 产品结构调整以及精细化管理下，利润率保持相对稳定。长期看来，互联网售药以及处方外流带来的毛利率下降不可避免，但受益于精细化管理下产品结构调整（自有品牌等占比提升）、下沉拓展加速下租效人效持续提升的对冲，行业净利率有望维持相对稳定。

图：2019-2023年前三季度连锁药店毛利率（%）



图：2019-2023年前三季度连锁药店净利率（%）

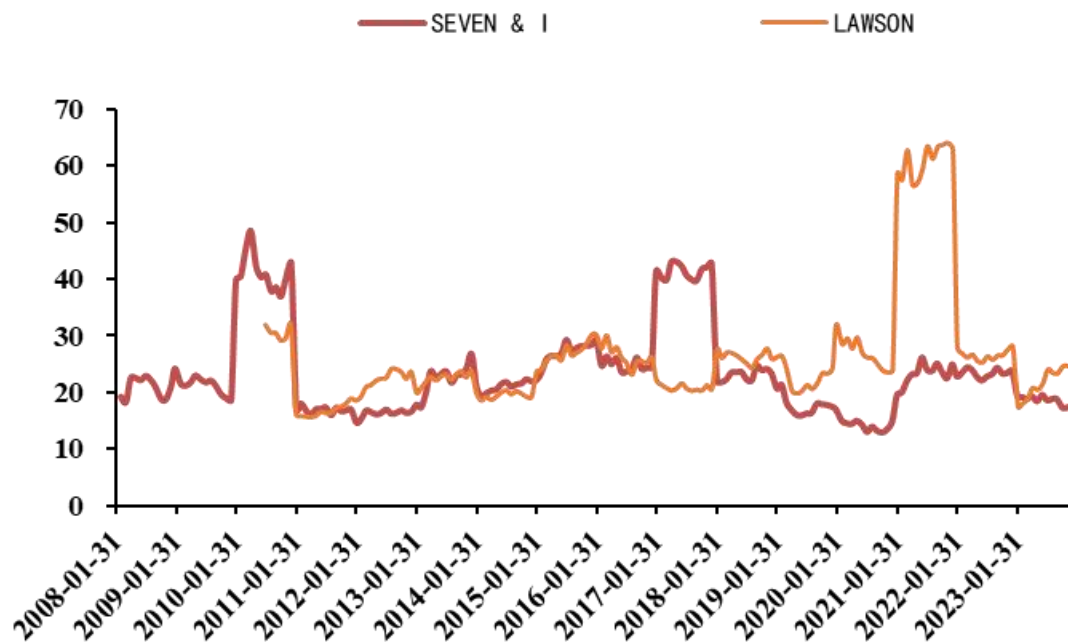


03

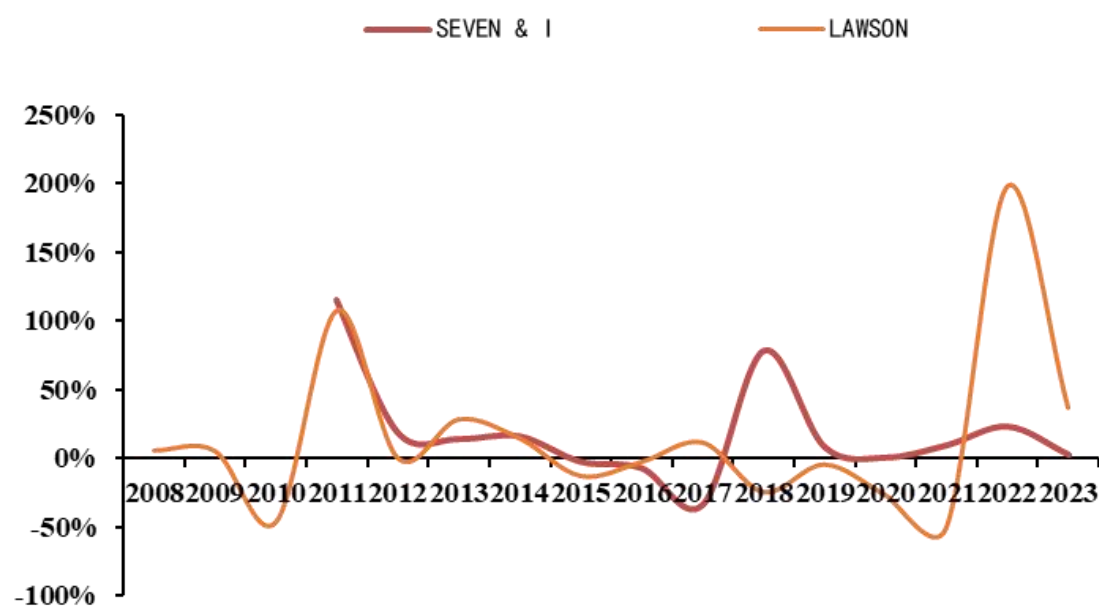
估值与 投资建议

- 日本便利店**20-30倍PE**。日本便利店龙头在集中度提升期对应20-30倍PE，同为连锁业态，我国连锁药店正处于集中度提升期、收入利润高增长期，估值不到20倍PE，估值相对较低。

图：日本便利店估值(采用当年PE)



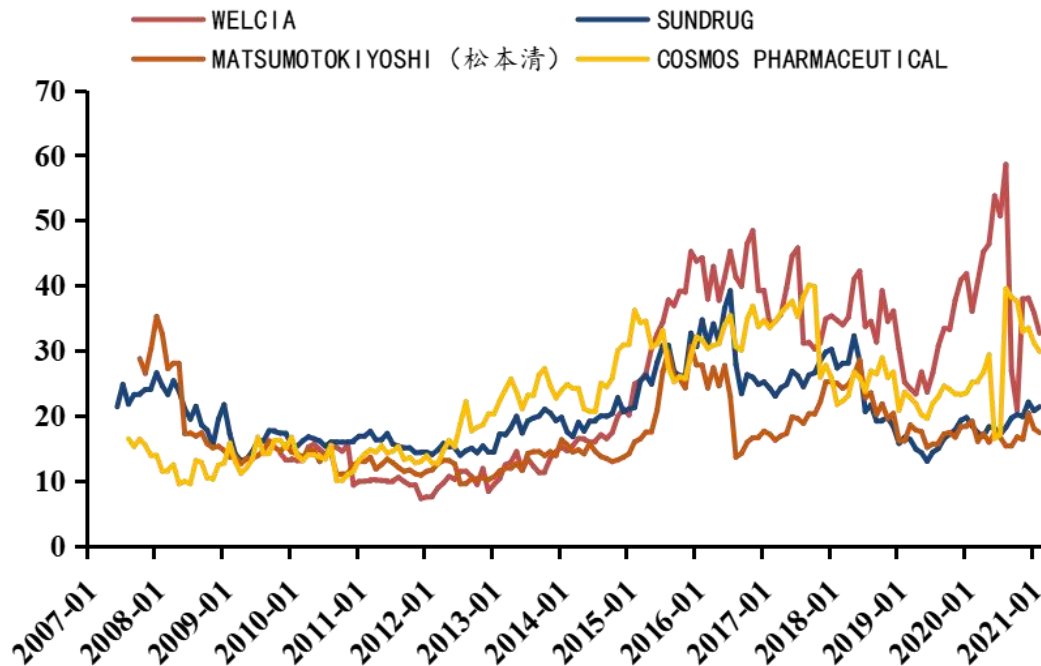
图：日本便利店利润同比增速(%)



资料来源：，浙商证券研究所

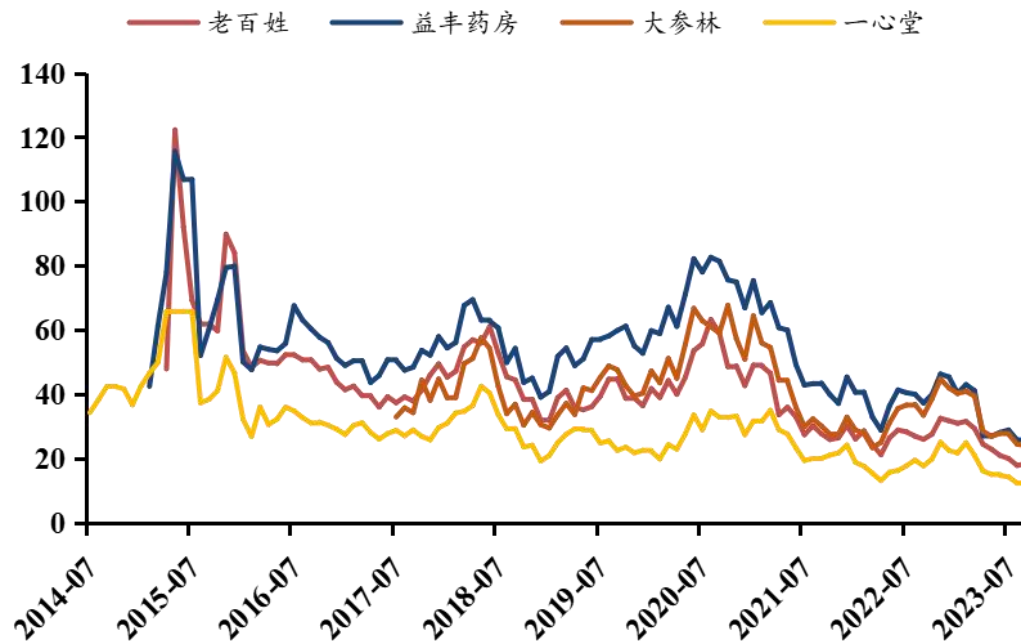
- 日本连锁药店估值情况，我国连锁药店估值仍有较大提升空间。如我们2023年10月行业深度报告（《中日对比下，药店投资机会展望》）中药店发展阶段分析，参考日本连锁药妆店在门店数量快速拓展期龙头平均30倍左右PE，我国连锁药店仍处于门店数量高增长期、处方外流承接期，龙头平均仅20倍左右PE，我们认为估值仍有较大提升空间。

图：日本连锁药店估值



资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

图：我国连锁药店估值



资料来源：，浙商证券研究所

- 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。对应我们在2023年10月行业深度报告（《中日对比下，药店投资机会展望》）中日本等处于相似阶段时给出的估值和成长性分析，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28倍。

表：我国零售药店龙头估值

公司名称	现价（元/股）	总市值 （亿元）	EPS（元/股）			P/E（倍）			PEG（24E）
	2024/3/20		2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	2024E	
603233.SH 大参林	21.65	246.56	0.91	1.14	1.47	24	19	15	0.58
603883.SH 老百姓	28.79	168.40	1.34	1.61	1.93	21	18	15	0.74
603939.SH 益丰药房	38.00	384.02	1.25	1.34	1.66	30	28	23	1.10
002727.SZ 一心堂	18.67	111.27	1.69	2.01	2.35	11	9	8	0.13
605266.SH 健之佳	46.81	60.31	2.82	3.18	3.93	17	15	12	0.66
301017.SZ 漱玉平民	14.91	60.44	0.57	0.68	0.89	26	22	17	0.65
			1.43	1.66	2.04	21.59	18.56	14.84	0.64

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

- 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，关注一心堂、健之佳、漱玉平民等。

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>