公司研究

公司首次覆盖报告

开源证券 证券研究报告

# 老百姓（603883.SH）

2020 年 07 月 05 日

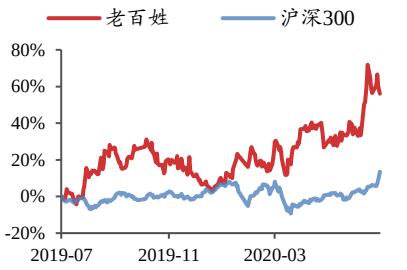
# 区域市占率提升空间大，专业服务能力、互联网平台实力不断增强

## ——公司首次覆盖报告

**投资评级：买入（首次）**

| 日期 | 2020/7/3 |
|---|---|
| 当前股价(元) | 93.80 |
| 一年最高最低(元) | 103.50/56.46 |
| 总市值(亿元) | 273.90 |
| 流通市值(亿元) | 256.08 |
| 总股本(亿股) | 2.92 |
| 流通股本(亿股) | 2.73 |
| 近 3 个月换手率(%) | 65.19 |

**股价走势图**




数据来源：贝格数据

**杜佐远（分析师）**

duzuoyuan@kysec.cn

证书编号：S0790520050003

**● 2020 年起盈利能力有望持续提升，首次覆盖，给予“买入”评级**

老百姓门店扩张进展顺利，精细化管理能力、整合能力强，盈利能力处于提升期，预计公司 2020-2022 年净利率稳中有升；预计 2020-2022 年收入分别为 142.54 亿、172.50 亿、208.64 亿，归母净利润分别为 6.32 亿、7.70 亿、9.53 亿，当前股价对应 P/E 分别为 44/36/29 倍，与其他上市药房相比估值具性价比，首次覆盖给予“买入”评级。

**● 上市药房凭借专业化转型及线上布局将突出重围，行业维持高景气度**

药店行业核心逻辑在于处方外流、集中度提升、电商渠道布局，近几年带量采购、非药品核查等因素虽然短期对药店业绩有影响，但实则加速了龙头药店从销售商品为重心向以客户需求为导向转变，为顾客建立健康管理方案，推动基于病种的药物关联搭配回归服务本质；DTP 药房、门特门慢等特色专业药房快速发展，未来药店之间比拼的将是专业化服务能力。因此，行业政策实则强化了药店核心成长逻辑。同时，在带量采购全国扩围、各省市相继出台政策鼓励医保定点药店积极参与带量采购的趋势下，药店适当加成以及纳入政府采购平台的逐步推进将使得上市药房拥有合理利润空间。

**● 老百姓：区域市占率提升空间大，股东结构持续优化**

1）近 2 年公司股东结构持续优化，拟引进林芝腾讯作为战投，全方位提升公司互联网技术与平台实力；2）“并购+自建+加盟+联盟”多管齐下，强大整合力与精细化管理能力保证并购、加盟加速推进；3）致力打造客户服务平台，门店服务转型，打造专业药店，提升客户黏性与老店增速；4）老百姓前瞻性布局 DTP 药店， DTP 的销售金额 2019 年保持 50%以上增速；DTP 药房数量在总门店中的占比不断提升，承接处方外流能力不断增强。

**● 风险提示：** 门店并购后业绩不及预期；集采扩面短期对药品零售价有影响。

**财务摘要和估值指标**

| 指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 9,471 | 11,663 | 14,254 | 17,250 | 20,864 |
| YOY(%) | 26.3 | 23.1 | 22.2 | 21.0 | 20.9 |
| 归母净利润(百万元) | 435 | 509 | 632 | 770 | 953 |
| YOY(%) | 17.3 | 16.9 | 24.2 | 21.8 | 23.8 |
| 毛利率(%) | 35.2 | 33.6 | 33.6 | 33.6 | 33.6 |
| 净利率(%) | 4.6 | 4.4 | 4.4 | 4.5 | 4.6 |
| ROE(%) | 15.0 | 15.9 | 16.6 | 17.0 | 17.3 |
| EPS(摊薄/元) | 1.49 | 1.74 | 2.16 | 2.64 | 3.26 |
| P/E(倍) | 64 | 54 | 44 | 36 | 29 |
| P/B(倍) | 9.1 | 8.1 | 7.0 | 5.9 | 4.9 |

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

# 目 录

1、 上市药房凭借专业化转型及线上布局将突出重围，行业维持高景气度 ..... 4
1.1、 行业现状：增速放缓、集中度加速提升 ..... 4
1.2、 行业政策：医药分开加速，上市药房共享处方外流增量 ..... 8
1.3、 行业趋势：回归服务本质、专业药房快速发展、中小连锁通过加盟“投奔”上市药房 ..... 12
1.4、 近 3 年上市药房新开及并购均在提速，加盟店占比提升 ..... 13
2、 老百姓概况：公司治理和长期战略清晰，奠定发展壮大基础 ..... 14
2.1、 股权结构：中西合璧，集百家之所长 ..... 14
2.1.1、 股东结构持续优化 ..... 14
2.1.2、 2020 年 6 月拟定增引进林芝腾讯为战投，提升互联网技术与平台实力 ..... 15
2.2、 历史概况：并购+自建+加盟+联盟并驾齐驱 ..... 16
2.3、 核心数据：利润弹性较大，2020 年盈利能力有望提升 ..... 17
3、 看好老百姓的理由：激励充分、战略清晰、专业服务、院边店多 ..... 19
3.1、 管理层充分授权、员工激励充分，助力公司全国范围扩张 ..... 19
3.2、 “并购+自建+加盟+联盟”多管齐下，推动区域集中度快速提升 ..... 20
3.3、 门店加速服务转型，打造专业药房，提升客户黏性与老店增速 ..... 24
3.4、 前瞻性布局 DTP，承接处方外流能力强 ..... 25
3.5、 信息化建设提升经营效率 ..... 26
4、 详细模型、盈利预测、风险提示 ..... 27
4.1、 从招股书数据设置模型假设依据 ..... 27
4.2、 详细模型拆分 ..... 29
4.3、 模型汇总、盈利预测 ..... 31
5、风险提示 ..... 31
附：财务预测摘要 ..... 32

# 图表目录

图 1： 全国零售药店终端药品销售额增速放缓 ..... 4
图 2： 中国药品市场零售终端销售额增长 ..... 4
图 3： 零售药店总数稳步增长 ..... 5
图 4： 我国药店连锁化率逐年提升 ..... 5
图 5： 国内药品零售店均服务人次逐年下降（单位：人次/店） ..... 6
图 6： 药店行业新店盈利周期和关店率逐年提升 ..... 6
图 7： 我国执业药师资源的缺口大 ..... 6
图 8： 药店零售行业盈利能力稳定 ..... 7
图 9： 近 4 年大型连锁药店龙头的门店净增加数提升 ..... 7
图 10： 近 4 年大型连锁药店龙头的并购门店数提升 ..... 7
图 11： 2014 年-2019 年百强连锁的销售逐年增长 ..... 7
图 12： 行业相关政策对药店长期是利好 ..... 8
图 13： 零售药店重心从销售商品向以客户需求为导向转变 ..... 12
图 14： 上市药房加盟店数量（家）快速扩容 ..... 12
图 15： 春华资本和方源资本“接棒”EQT ..... 14
图 16： 历史概况：并购+自建+加盟+联盟并驾齐驱 ..... 16

图 17: 扩张及处方药占比提升短暂影响业绩增速 ..... 17
图 18: 老百姓营业收入（亿）增速放缓 ..... 17
图 19: 老百姓历年归母净利润（亿）增速放缓 ..... 17
图 20: 历史毛/净利率下降是正常现象，长期盈利能力提升 ..... 18
图 21: 老百姓费用率稳中有降 ..... 18
图 22: 老百姓预收账款/收入在上市药房中较高 ..... 18
图 23: 老百姓大药房产业链覆盖至生产、批发、零售 ..... 20
图 24: 老百姓大药房全国范围布局思路清晰 ..... 20
图 25: 2015-2019 旗舰店和大店日均坪效（元/平米）提升 ..... 22
图 26: 旗舰店和大店自 2017 年起占总店数比例逐年下降 ..... 23
图 27: 老百姓历年门店比例变化：中小门店占比提升 ..... 23
图 28: 老百姓大药房加盟优势明显 ..... 24
图 29: 老百姓 12 项免费服务提升客户黏性 ..... 25
图 30: 2016-2019 年活跃会员数、会员销售比、来客数占比稳中有升 ..... 25
图 31: 老百姓 DTP 药店布局优势明显 ..... 26
图 32: 康乐优选上线 3 个月便实现盈利 ..... 27

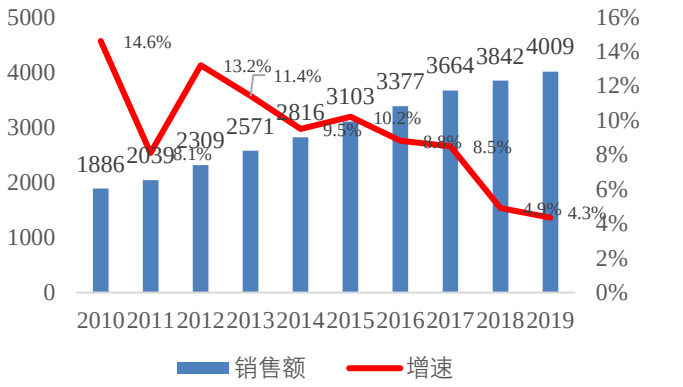
表 1: 各省鼓励零售药店参与带量采购并允许适当加价 ..... 9
表 2: 部分地区允许药店纳入政府采集平台 ..... 11
表 3: 4 大药房均在大力布局 DTP 药房 ..... 12
表 4: 近 3 年上市药房新开及并购均在提速，加盟店占比提升 ..... 13
表 5: 春华资本合伙人具备丰富投资及运营经验 ..... 15
表 6: 方源资本合伙人具备丰富投资及运营经验 ..... 15
表 7: 老百姓毛利率和净利率还有较大提升空间 ..... 18
表 8: 股权激励充分，覆盖面广 ..... 19
表 9: 2019 年股权激励已顺利实施 ..... 19
表 10: 公司过去几年经历快速并购期 ..... 21
表 11: 并购标的业绩完成率高（单位：万元） ..... 21
表 12: 老百姓商誉/净资产超过 60%，但商誉减值风险低 ..... 21
表 13: 一心堂县市和乡镇门店净利率、坪效等指标高于省会、地级市店 ..... 22
表 14: 老百姓主要在县域乡镇开展加盟，乡镇加盟店盈利水平高于一二线城市 ..... 24
表 15: 老百姓 DTP 门店占比与销售额提升 ..... 26
表 16: 招股书披露的公司自建和并购店经营数据：老店增速稳定 ..... 27
表 17: 老百姓零售业务详细模型拆分 ..... 29
表 18: 医药零售版块收入模型拆分 ..... 30
表 19: 医药制造+批发+其他版块收入模型拆分 ..... 30
表 20: 与同类上市药房相比，老百姓具备估值性价比 ..... 31
表 21: 老百姓盈利预测 ..... 31

# 1、 上市药房凭借专业化转型及线上布局将突出重围，行业维持高景气度

## 1.1、 行业现状：增速放缓、集中度加速提升

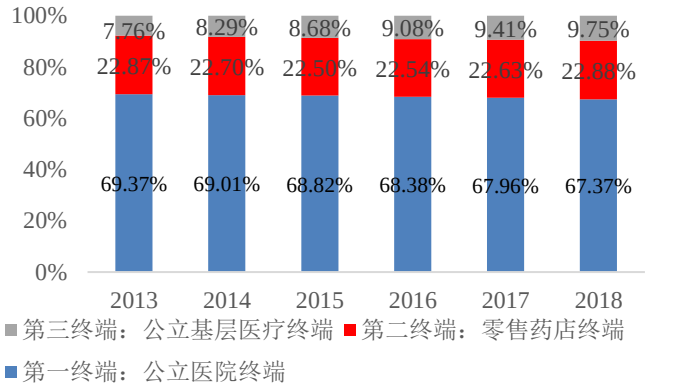
**零售终端销售额增速放缓：**2019 年零售药店终端市场规模 4009 亿元（按零售价计算），同比增长 4.3%，较 2018 年小幅度下滑。**放缓原因在于：**医保控费趋严，江浙执行医保支付限价；新医改政策相继落地执行；“神药”事件后保健品、补益类产品销售遇冷；定点药店专项检查频繁，部分地区非药品下架；保健品、医疗器械等非药品销售渠道多元化，对线下有一定分流等。往后看还将叠加带量采购下药品价格下降因素，行业增速继续承压。从市场份额上看，零售终端是中国药品市场第二大销售终端，其 2015-2018 年在 3 大终端中的市场份额有所提升，第一终端则出现下降，印证处方外流趋势。

**图1：全国零售药店终端药品销售额增速放缓**




数据来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》、米内网《2019 年度中国医药市场发展蓝皮书》、开源证券研究所

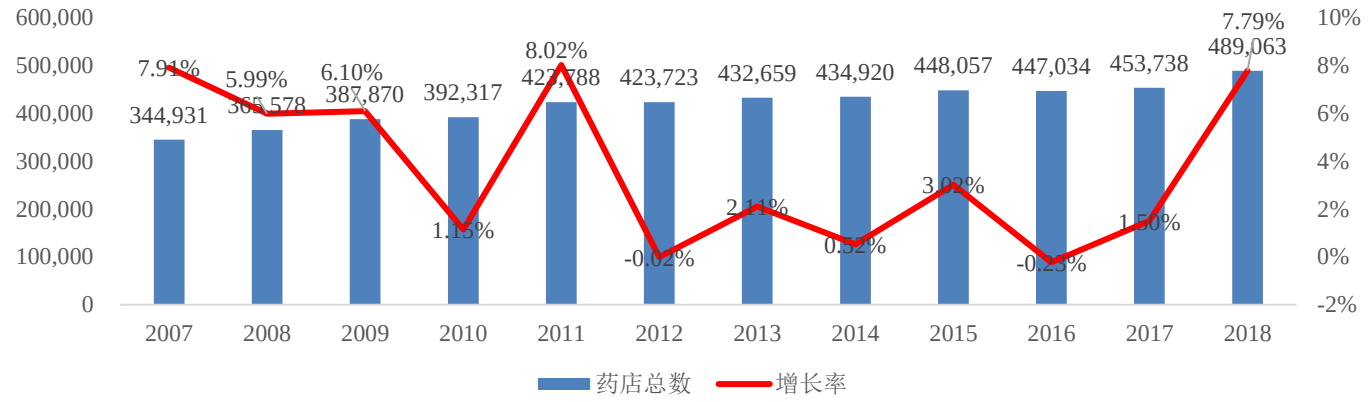
**图2：中国药品市场零售终端销售额增长**




数据来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》、米内网《2019 年度中国医药市场发展蓝皮书》、开源证券研究所

**2018 年迎来近 7 年最高增长：**由于药品零售市场规模的扩大，我国零售药店总数也保持持续增长，零售药店已从 2007 年的 34.49 万家增长到 2018 年的 48.91 万家，CAGR3.22%，其中 2018 年迎来近 7 年的最高增幅，主要原因可能是工商注册简化审批以及当年产业资本收购热情较高、大量药店为寻求并购而选择新开店扩大规模等。

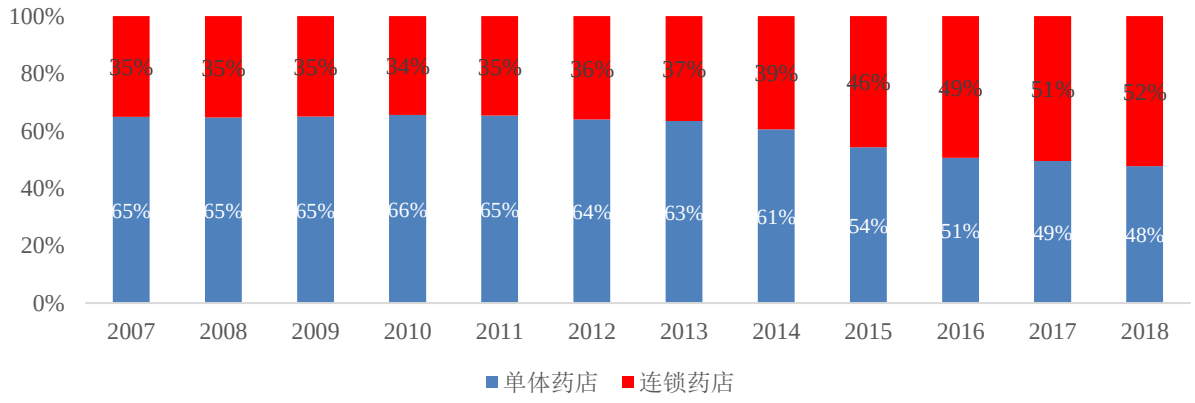
**图3：零售药店总数稳步增长**




数据来源：米内网《2019 年度中国医药市场发展蓝皮书》、开源证券研究所

**药店连锁率持续提高：**2007 年，我国连锁药店数量占比仅为 35.10%，2018 年增长到 52.24%，逐年提升的原因在于：1）从政府监管来看，监管会继续趋严，惩罚会增加中小药店成本；带量采购等政策影响下，中小药店议价能力弱，同店增速甚至为负。2）连锁零售企业一般具备资本实力强、精细化管理和议价能力强的竞争优势，在执业药师、资金、厂家资源、供应链能力方面领先于其他中小药店。相比美国的药店连锁率 2018 年已经达到 62%，我国药店连锁率在 2018 年为 52%，我国药店连锁率的提升仍然有较长的路要走。

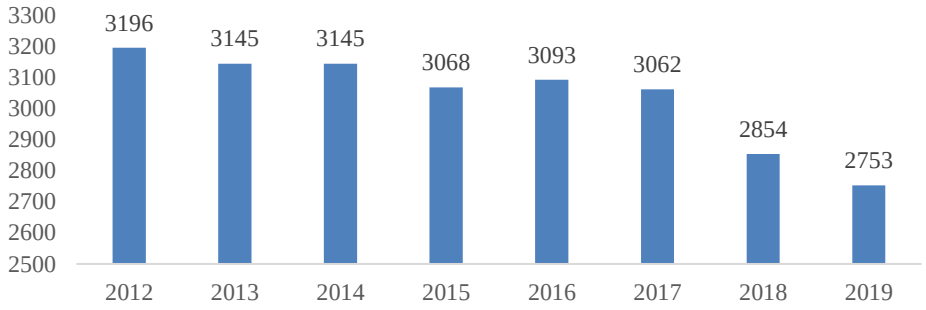
**图4：我国药店连锁化率逐年提升**




数据来源：米内网《2019 年度中国医药市场发展蓝皮书》、开源证券研究所

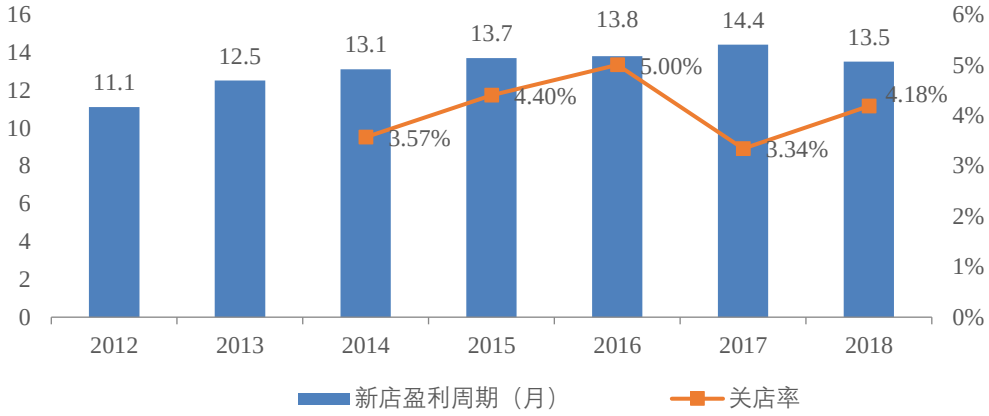
**竞争区域激烈，同店服务人次下降、新店盈利周期拉长：**最近几年，由于药品零售行业的快速发展，药店设立门槛较低，药店门店数量迅猛增长，导致单店服务人数出现了一定程度的下降，市场竞争进入相对白热化的阶段，单店服务人次总体呈现下降趋势，2017-2018 年店均服务人口同比分别下降 6.79%、3.54%。同时，行业规范性提高使得单店投资额逐年增加，新店盈利周期拉长；行业关店率 2018 年达到 4.18%。

**图5：国内药品零售店均服务人次逐年下降（单位：人次/店）**




数据来源：CFDA、卫计委、开源证券研究所

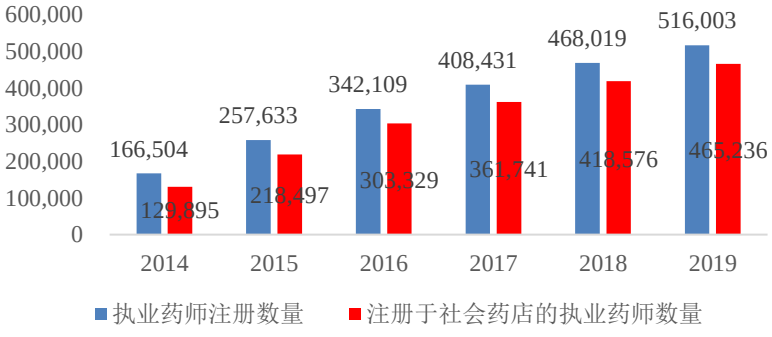
**图6：药店行业新店盈利周期和关店率逐年提升**




数据来源：米内网《2019 年度中国医药市场发展蓝皮书》、开源证券研究所

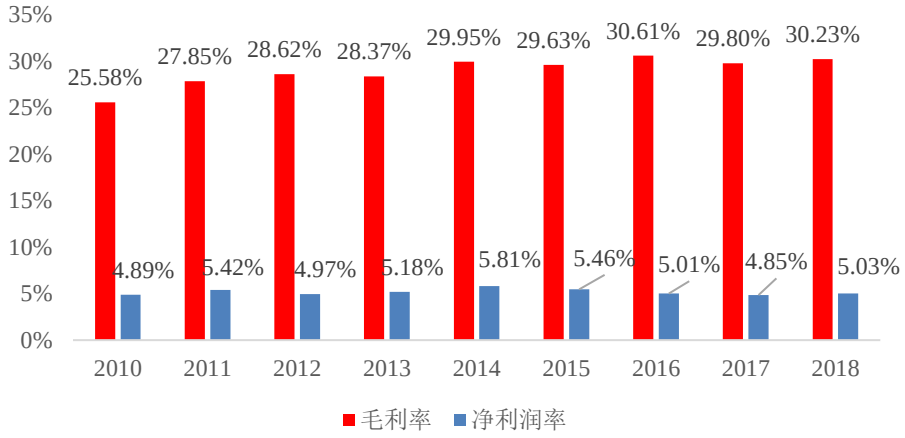
**毛利率稳健提升，净利润徘徊 5%：**随着药品零售行业的集中度提升，最近几年整个行业平均毛利率呈稳健提升、并趋稳的态势，毛利率从 2010 年的 25.58%提升至 2018 年的 30.23%。但随着人力资源成本上涨（如执业药师门槛提升）、房屋租金等成本的上升，行业净利率基本上稳定在 5%左右。

**图7：我国执业药师资源的缺口大**




数据来源：商务部、CFDA、卫计委、公司公告、开源证券研究所

**图8：药店零售行业盈利能力稳定**

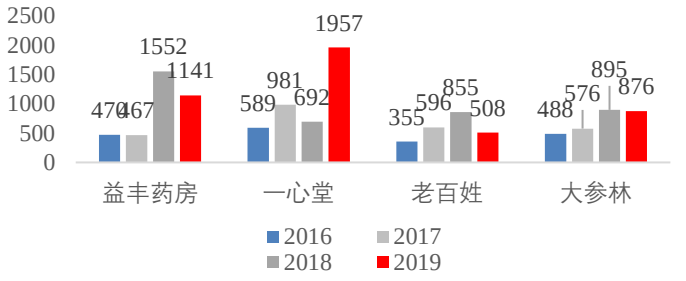



数据来源：米内网《2019 年度中国医药市场发展蓝皮书》、开源证券研究所

尽管整体药店行业增速趋缓，药店龙头企业由于标准化运营和多年开拓新店丰富经验，其新店盈利周期普遍低于行业平均值。近 3 年连锁药店龙头总的新增门店及其新并购门店呈逐年增长的模式，而其并购的门店在 2017-2018 年呈井喷式增长，连锁药店的竞争力相对于单体药店愈发强劲。

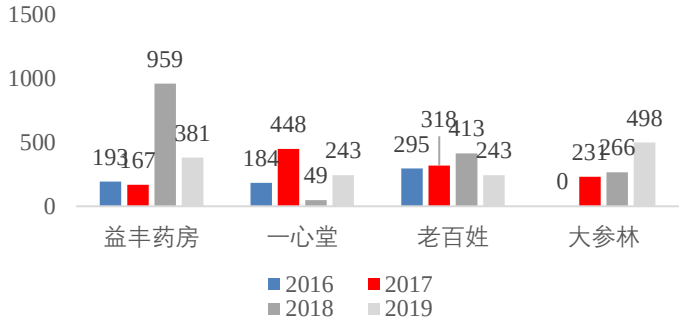
中小连锁及单体药店发展天花板明显，行业将迎来集中度的快速提升，从上市零售药店整体保持着 20%以上的增长来看，集中度的提升是零售药店行业增长的核心因素。

**图9：近 4 年大型连锁药店龙头的门店净增加数提升**



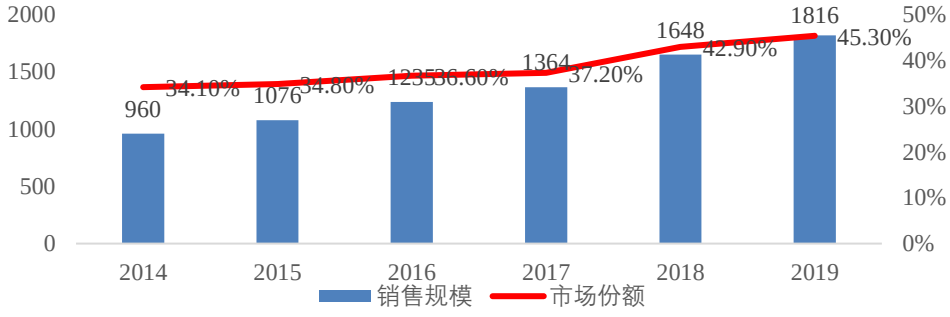

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图10：近 4 年大型连锁药店龙头的并购门店数提升**




数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图11：2014 年-2019 年百强连锁的销售逐年增长**




数据来源：商务部、CFDA、卫计委、公司公告、开源证券研究所

## 1.2、 行业政策：医药分开加速，上市药房共享处方外流增量

从企业经营层面看，带量采购、网售处方药、药店执行医保支付价等政策对上市药店利好>利空。

不是所有的药店都有能力承接处方外流，前提是院边店位置、面积、品种数、资质（特慢病等）达到医院和患者要求，还要有强大的议价能力，才能在处方药价格下降趋势中维持盈利空间。上市药店显然最受益于处方外流，因此处方外流又将促进行业集中度提升。

**图12：行业相关政策对药店长期是利好**

| | |
|---|---|
| 网售处方药 | •结论：是线下零售的补充，不具备颠覆性。<br>•线上需具备一定条件：跟医院对接，或接入处方共享平台、有冷链配送能力、有药品追溯系统、有医保接入。<br>•不能邮寄，强化了“网订店取、网订店送”的互联网售药模式。 |
| 医保支付限价 | •结论：加成和药店纳入政府集采后，药店将有合理利润空间。<br>•鼓励药店加入带量采购，带量品种允许加成10-15%；广东、山东、浙江、上海、陕西等药店也（将）被纳入集采平台，缓解“价格倒挂”局面。<br>•药店通过不同品种的灵活定价，吸引客流，能够维持综合毛利率的稳定。 |
| 个人账户改进 | •改进的方向是：保存量、弱化功能（弱化个人账户医疗保障功能，增加保健预防功能）、扩大范围（个人账户可支付范围包括购买商业健康险、直系亲属共用、住院护理费用支付等）、强化监管。<br>•取消概率极小，未来个人账户的使用会更加注重医疗保健功能。 |
| 带量采购 | •价格下降，但同时采购价格也下降，不一定会影响毛利率，但客流增加，以量换价。<br>•中标与非中标厂家都更加重视零售渠道，药店议价能力提升；厂家患者教育资源注入药店，提升慢病服务能力，增加慢病用药关联销售和复购率。<br>•给药店带来增量：中标品种、未中标品种、未通过一致性评价仿制药、通过一致性但未中标、原研药等。<br>•慢病统筹试点扩大，给药店带来高黏性慢病患者。 |
| 远程审方 | •目前已经有包括湖南、陕西、福建、重庆、云南、海南、山西、黑龙江等多地出台政策，支持零售药店远程审方落地。<br>•上市药店通过远程审方+鼓励员工考证有效缓解执业药师短缺，2020年起扩张速度有望加快。<br>•单体药店短期不具备大规模接入远程审方的条件，与上市药房差距进一步拉大。 |
| 线上医保支付试点 | •电子医保卡提升居民刷卡便利性，但是使用场景还是在线下，主要是保证医保资金安全。<br>•偏向于020模式的融合。 |

资料来源：开源证券研究所

在带量采购全国扩围，各省市相继出台政策鼓励医保定点药店积极参与带量采购的趋势下，零售药店获取合理利润空间，主要靠两个政策支持：1）允许参与带采的药店在中选价格基础上适当加价，超出支付标准的部分由患者自付，支付标准以下部分由医保按规定报销；2）允许药店加入集采平台，降低药店采购价。未来药店同药不同价以及客户流失的情况将有效好转。

允许零售药店加价（6省）：湖北、贵州、广西、云南、甘肃、福建；鼓励零售药店参与（10省）：湖北、贵州、广西、云南、甘肃、江苏、山东、辽宁、江西、陕西；药店接入省级采购平台（5省）：西安、山东、浙江、福建、广东。

**表1：各省鼓励零售药店参与带量采购并允许适当加价**

| 序号 | 省份 | 执行时间 | 药品类别 | 机构范围 | 要点 |
|---|---|---|---|---|---|
| 1 | 甘肃 | 2019 年 12 月 | 34 个品种 | 1、全省所有公立医疗机构是国家组织药品集中带量采购和使用中选药品的采购主体<br>2、鼓励部队和驻甘武警医院及其他社会办医药机构积极参与。 | 1、中选价=医保支付价，原则上对同通用名下的药品按相同支付标准结算；<br>2、患者使用价格>支付标准，超出部分患者自付，患者使用价格<支付标准的药品，按实际价格支付；价格差异大的，2-3 年内调整到位；<br>3、医保定点零售药店参与此次采购的，可允许其在中选价格基础上适当加价。超出支付标准的部分由患者自付，支付标准以下部分由医保按规定报销。 |
| 2 | 湖北 | 2019 年 12 月 | 63 个品种 | 1、全省各级各类公立医疗机构、军队医疗机构和医保定点非公立医疗机构。<br>2、鼓励医保定点社会办医疗机构和医保定点零售药店自愿参与试点扩围工作。 | 1、国家集中采购中选价（多个中选价的选择低价，国家中选药品除外）作为该通用名药品的支付标准<br>2、价格差异较大的药品，在 2 年内调整到位。<br>3、医保定点零售药品占可在中选价格基础上适当加价，超出支付标准的部分由患者自付，支付标准以下部分由医保按规定报销。<br>4、未通过一致性评价的仿制药的支付标准不得高于中选药品。 |
| 3 | 广东 | 2020 年 1 月 | 25 个品种 | 1、除广州、深圳市以外全省所有公立医疗机构<br>2、自愿参与的军队医疗机构及医保定点社会办医疗机构。 | 1、药品医保支付标准与采购价协同<br>2、实行未中选药品与试点城市采购价格联动。 |
| 4 | 贵州 | 2020 年 1 月 1 日 | 25 个品种 | 1、全省所有公立医疗机构、联勤保障部队第九二五医院和武警贵州省总队医院。<br>2、鼓励其他医疗机构积极参与。 | 1、对于集中采购的药品，在医保目录范围内的以集中采购价格作为医保支付标准<br>2、价格差异较大，可渐进调整支付标准，在 2-3 年内调整到位<br>3、医保定点零售药店参与此次采购的，可允许其在中选价格基础上适当加价。 |
| 5 | 浙江 | 2019 年 12 月 | 25 个品种 | 1、全省所有公立医疗机构、军队医疗机构<br>2、鼓励其他医疗机构自愿参加。 | 以中选价格作为医保支付标准。 |
| 6 | 江苏 | 2019 年 12 月 31 日前 | 25 个品种 | 1、省内所有公立医疗机构、参加试点的军队医疗机构<br>2、自愿参加试点扩围的医保定点社会办医疗机构、医保定点零售药店。 | 1、按照上年度我省相关医疗机构试点扩围 25 个药品用量的 50%-70%计算中选药品约定采购总量。<br>2、探在医保药品目录范围内的以集中采购价格作为医保支付标准<br>3、价格差异较大，渐进调整支付标准，在 2-3 年内调整到位。 |
| 7 | 山西 | 2019 年 12 月 1 日 | 25 个品种 | 全省所有公立医疗机构，鼓励医保定点驻地军队医疗机构和其他医保定点医疗机构参加。 | 1、中标品种以中标价作为支付标准，同通用名下药品按相同的支付标准进行结算。<br>2、患者使用价格>支付标准，超出部分自己支付；患者使用价格<支付标准的药品，按实际价格支付。 |
| 8 | 山东 | 2019 年 12 月 | 国家组织集中采购选定的药品，逐步 | 1、全省所有公立医疗机构全部参加试点扩围工作。 | 1、采购量：在全国独家中选的品种按基数的 50%、两家中选的品种按 60%、3 家中选的品种按 70%分别计 |

| 序号 | 省份 | 执行时间 | 药品类别 | 机构范围 | 要点 |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | 扩大集中采购品种范围 | 2、鼓励驻鲁军队医疗机构和医疗保险协议定点民营医疗机构、零售药店积极参与。 | 算。<br>2、以集中采购中选价格作为医保支付标准<br>3、患者使用价格＞支付标准的药品，超出支付标准的部分自付，价格差异较大，渐进调整支付标准；价格＜支付标准的药品按实际价格支付。 |
| 9 | 湖南 | 2019 年 12 月 | 35 个品种 | 1、全省公立医疗机构和基层医疗卫生机构 2、鼓励军队及武警驻湘医疗机构、民营医保定点医疗机构加入 | 1、向医疗机构预付医保基金 30%，作为医疗机构向企业支付药品采购款的周转金，专款专用<br>2、探索医保支付标准与采购价协同，对于集中采购药品，在医保目录范围内的以集中采购价格作为医保支付标准<br>3、差异大的品种，通过 2-3 年过渡期完成调整 |
| 10 | 广西 | 2019 年 12 月 15 日 | 25 个品种。逐步扩大集中采购品种范围 | 1、全区各级公立医疗卫生机构、驻桂医保定点军队医疗机构;<br>2、鼓励医保定点社会办医疗机构、医保定点零售医药自愿参加。 | 1、按照 50%-70%作为本次集中采购约定采购量进行带量采购、以量换价<br>2、对试点扩围采购品种，在医保目录范围内的以中选价格作为医保支付标准<br>3、医保定点零售药店参与此次采购的，可允许在中选价格基础上适当加价 |
| 11 | 河南 | 2019 年 12 月 31 日前 | 25 个品种 | 1、全是范围内所有公立医疗机构、驻豫军队医疗机构<br>2、鼓励医保定点社会办医疗机构自愿参与 | 1、已中选价作为医保支付标准<br>2、同通用名非中选药品高于中选价，再加个联动的基础上，适当增加医保个人首自付比案；低于中选价，按实际价格支付，报销比例不变 |
| 12 | 江西 | 2019 年 12 月 | 1、从未通过质量和疗效一致性评价的仿制药对应的通用名药品中，遂选部分临床用量大、采购金额高且竞争较为充分的药品，组织实施带量采购（未公布名单）<br>2、国家组织集中采购选定的药品 | 1、公立医疗机构、军队医疗机构，自己经药品监督管理部门批准<br>2、鼓励医保定点社会办医疗机构、医保定点零售药店自愿参与。 | 1、1 家企业中选的，取年度采购用量的 50%、2 家企业中选的，取 75%为约定采购总量，其中 50%作为最低价中选企业的约定采购量，25%作为最高分中选企业的约定采购量，非中选药品竞争其余的市场份额。<br>2、实行医保支付标准与采购价协同，1 家企业中选的，原则上一带量采购中选价格作为支付标准;2 家企业中选的，中选药品以中选价格为支付标准，非中选药品以最低中选价格为支付标准。<br>3、价格差异大的，2-3 年调整到位 |
| 13 | 宁夏 | 2019 年 12 月 1 日 | 25 个品种 | 全区各级公立医疗机构、行政区域内军队医疗机构。鼓励社会医疗机构参与。 | 1、以中标价为医保支付标准，原则上对同一通用名下药品按相同的支付标准进行结算。<br>2、患者使用价格＞支付标准，找出部分患者自付，差异较大的。在 2-3 年内调整到位，并制定出台配套政策措施。 |
| 14 | 云南 | \ | 25 个品种 | 医疗机构。公立医疗卫生机构（含基层医疗卫生机构）。军队医院社会办医疗机构自愿参与 | 1、以中标价为支付标准，原则上同通用名下的药品按相同的支付标准进行结算。<br>2、患者使用价格＞支付标准，超出部分患者自付，差异较大的，在 2-3 年内调整到位。患者使用价格＜支付标准的药品，按实际价格支付。<br>3、医保定点零售药店参与此次采购的，可允许其在中选价格基础上适当加价，超出支付标准的部分由患者 |

| 序号 | 省份 | 执行时间 | 药品类别 | 机构范围 | 要点 |
|---|---|---|---|---|---|
| | | | | | 自付，支付标准以下部分由医保按规定报销。 |
| 15 | 陕西 | 2019 年 12 月 1 日 | 26 个品种；《联盟地区药品集中采购中选供应品种》及药品通用名与其相同（已在陕西省药械集中采购网挂网的相关药品（未公布名单）。 | 全省给你各类公立医疗机构（不含试点城市西安）。驻陕军队医疗机构和自愿参加试点扩国的医保定点社会办医疗机构。鼓励医保定点零售药店自愿参与 | |
| 16 | 安徽 | 2019 年 12 月 | | 明确只有公立医疗参与。 | 带量采购扩围同品种相比较 2018 年中选药品平均降价 59% |
| 17 | 内蒙古 | 2019 年 12 月 | 25 个品种 | 全区所有定点公立医疗机构全部参与试点扩围工作 | 1、医疗机构使用价格高于支付标准的药品，超出支付标准的部分由患者承担；使用价格低于支付标准的药品，按实际价格支付。使用药品价格与中选药品集中采购价格差异较大的，可渐进调整支付标准，2-3 年调整到位 |
| 18 | 四川成都 | 2019 年 3 月 | 国家组织药品集中采购中选药品对应通用名下的相关药品。 | 四川大学华西医院、四川省人民医院等成都市行政区域内公立医疗机构（不含军队医院） | 1、中选药品以中选价格作为医保报销基数<br>2、同一通用名下的非中选药品，其挂网采购价低于中选药品价格的，以挂网采购价为医保报销基础，其挂网采购价高于中选药品价格的，综合考虑药品价格降幅、药品适应症等因素，在不增加参保人员较大个人负担的情况下，分档提高个人自付比例，提高幅度为 0—10%之间 |
| 19 | 福建 | 2019 年 5 月 | | 医保定点的所有非公立医疗机构 | 1、国家集采通过联盟带量采购的方式，以量换价，中选药品降价效果明显。此次集采成功了 25 个品种，平均降幅 52%，最高降幅 96%；其中有 22 个是通过一致性评价的仿制药，3 个是原研药，仿制药替代效应显现；原研药吉非替尼片降价 76%，与周边国家和地区相比低 25%以上，“专利悬崖”显现。<br>2、超出医保支付标准的部分由患者按规定先行自付，医保支付标准以内部分纳入医保支付范围，按医保规定支付。 |

资料来源：政府网站、易联招采、开源证券研究所

**表2：部分地区允许药店纳入政府采集平台**

| 地区 | 时间 | 内容 |
|---|---|---|
| 西安 | 2019 年 3 月 25 日 | 大兴医院（民营医院）主动按照公立医院标准，开出 4+7 中选药品的第一张处方 |
| 山东 | 2019 年 5 月 15 日 | 医疗保险协议管理的民营医疗机构、连锁零售药店可以通过省平台网上采购药品 |
| 广东 | 2019 年 9 月 11 日 | 《关于做好我省药品零售企业药品交易报名工作的通知》中提到开展药品零售企业药品线上交易工作 |
| 浙江 | 2019 年 10 月 24 日 | 《医保定点药店管理暂行办法（征求意见稿）》要求医保定点医院配备省平台采购的药品 |
| 福建 | 2017 年 4 月 | 《关于医保定点非公立医疗机构执行药品（耗材）联合限价阳光采购有关问题的通知》<br>要求医保定点的所有非公立医疗机构全面实行“零差率”销售 |

资料来源：政府网站、易联招采、开源证券研究所

### 1.3、 行业趋势：回归服务本质、专业药房快速发展、中小连锁通过加盟“投奔”上市药房

零售药店正在从销售商品为重心向以客户需求为导向转变，为顾客建立健康管理方案，推动基于病种的药物关联搭配回归服务本质；DTP 药房、门特门慢等特色专业药房快速发展，未来药店之间比拼的将是专业化服务能力。

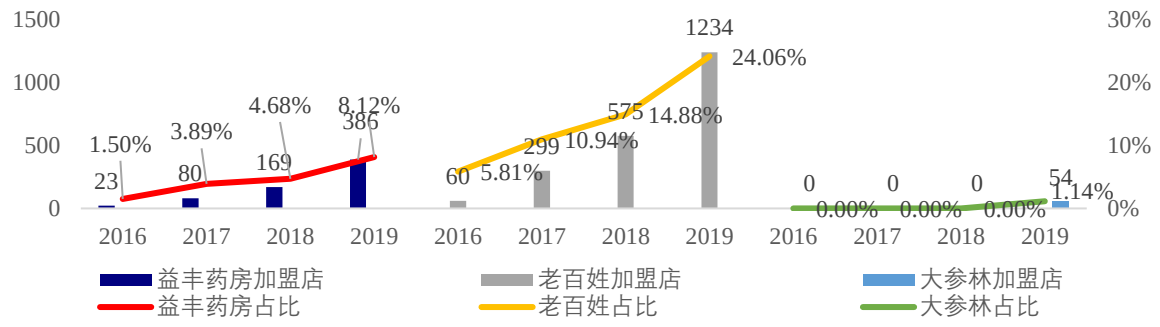
**图13：零售药店重心从销售商品向以客户需求为导向转变**

| | |
|---|---|
| 益丰大药房 | 益丰大药房量身打造了与业务紧密相联的会员管理系统，于 CRM 系统，通过会员销售管理、市场营销管理、会员专业病种服务、慢病管理以及大客户中心等为会员提供个性化的综合性的健康解决方案，提高会员的满意度和忠诚度。 |
| 一心堂 | 一心堂利用CRM客户关系管理系统提供慢病管理、母婴管理等深度服务，提升顾客粘度。 |
| 大参林 | 大参林已全面搭建“互联网+医药”等增值服务，以患者为中心的慢病管理模式，对慢病患者进行建档跟踪，定期提醒就医、用药、随访全方位健康管理服务。 |
| 老百姓大药房 | 老百姓大药房专门成立慢病生活馆，在全国精心选拔和培养 3025位慢病专家，为慢病患者建立个人健康档案，并提供一对一的专业用药指导与健康服务，为患者提供更齐全、更温暖、更专业的慢病管理服务。 |
| 国大药房 | 国大药房开展慢性病专业服务，尤其在糖尿病会员管理建立了一系列的服务体系。 |
| 南京医药 | 南京医药开展健康指挥员项目建设，打造以居民健康档案为核心、以电子病历为应用的医药信息化服务平台，提供免费慢病检测、健康讲座与养生教育、免费中医问诊等。 |

资料来源：公司公告、药店头条、开源证券研究所

行业整合加速了大量中小连锁加盟上市药房的进程，中小药店位置、客户优势+上市药房采购、管理优势强强联合，上市药房区域市占率快速提升。

**图14：上市药房加盟店数量（家）快速扩容**




数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表3：4 大药房均在大力布局 DTP 药房**

| | |
|---|---|
| 益丰药房 | 截至 2019 年 12 月 31 日，建成 DTP 专业药房 30 余家 |
| 一心堂 | 截止 2019 年，公司销售 DTP 品种 450 个商品 |
| 大参林 | 截至 2019 年，建成 56 家 DTP 专业药房 |

| 益丰药房 | 截至 2019 年 12 月 31 日，建成 DTP 专业药房 30 余家 | | |
|---|---|---|---|
| 老百姓 | 2017 | 2018 | 2019 |
| DTP 门店数(家) | 36 | 80 | 125 |
| DTP 品种（个） | 150 | 343 | 487 |
| DTP 含税销售额（万元） | 28,250 | 51,873 | 80,789 |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.4、 近 3 年上市药房新开及并购均在提速，加盟店占比提升

**表4：近 3 年上市药房新开及并购均在提速，加盟店占比提升**

| 公司 | 指标 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 老百姓 | 直营店总数 | 545 | 783 | 694 | 1483 | 972 | 2434 | 3289 | 3894 |
| | 加盟店总数 | 0 | 0 | 0 | 0 | 60 | 299 | 575 | 1234 |
| | **总门店数** | **545** | **783** | **694** | **1483** | **1032** | **2733** | **3864** | **5128** |
| | 当期新增门店数 | 71 | 257 | 260 | 543 | 488 | 657 | 919 | 1385 |
| | 其中新开 | 71 | 107 | 179 | 257 | 193 | 339 | 506 | 466 |
| | 其中并购 | 0 | 150 | 81 | 286 | 295 | 318 | 413 | 243 |
| 国大药房 | 直营店总数 | | 1632 | 1747 | 2128 | 2503 | 2801 | 3202 | 3744 |
| | 加盟店总数 | | 285 | 349 | 952 | 999 | 1033 | 1073 | 1277 |
| | **总门店数** | | **1917** | **2096** | **3080** | **3502** | **3834** | **4275** | **5021** |
| | 当期新增门店数 | | | | | | 432 | 474 | 531 |
| | 其中新开 | | | | | | | | |
| | 其中并购 | | | | | | | | |
| 一心堂 | 直营店总数 | 1872 | 2389 | 2623 | 3496 | 4085 | 5066 | 5758 | 6266 |
| | 加盟店总数 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | **总门店数** | **1872** | **2389** | **2623** | **3496** | **4085** | **5066** | **5758** | **6266** |
| | 当期新增门店数 | 367 | 517 | 234 | 873 | 589 | 1110 | 953 | 718 |
| | 其中新开 | | | | | 370 | 662 | | |
| | 其中并购 | | | | | 219 | 448 | | 243 |
| 益丰药房 | 直营店总数 | 599 | 660 | 810 | 1065 | 1512 | 1979 | 3442 | 4366 |
| | 加盟店总数 | 0 | 0 | 0 | 0 | 23 | 80 | 169 | 386 |
| | **总门店数** | **599** | **660** | **810** | **1065** | **1535** | **2059** | **3611** | **4752** |
| | 当期新增门店数 | 138 | 70 | 156 | 262 | 480 | 516 | 1505 | 1020 |
| | 其中新开 | - | - | - | 199 | 287 | 349 | 546 | 639 |
| | 其中并购 | - | - | - | 63 | 193 | 167 | 959 | 381 |
| 大参林 | 直营店总数 | | | 1602 | 1921 | 2409 | 2985 | 3880 | 4702 |
| | 加盟店总数 | | | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 54 |
| | **总门店数** | | | **1602** | **1921** | **2409** | **2985** | **3880** | **4756** |
| | 当期新增门店数 | | | 348 | 350 | 512 | 633 | 967 | 892 |

| 公司 | 指标 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 其中新开 | | | | | | 402 | 701 | 394 |
| | 其中并购 | | | | | | 231 | 266 | 498 |

数据来源：公司公告、开源证券研究所。注:一心堂 2014 年基本无新增门店，表中 234 家基本为 2013 新增药房在 2014 年交接或开始营业。

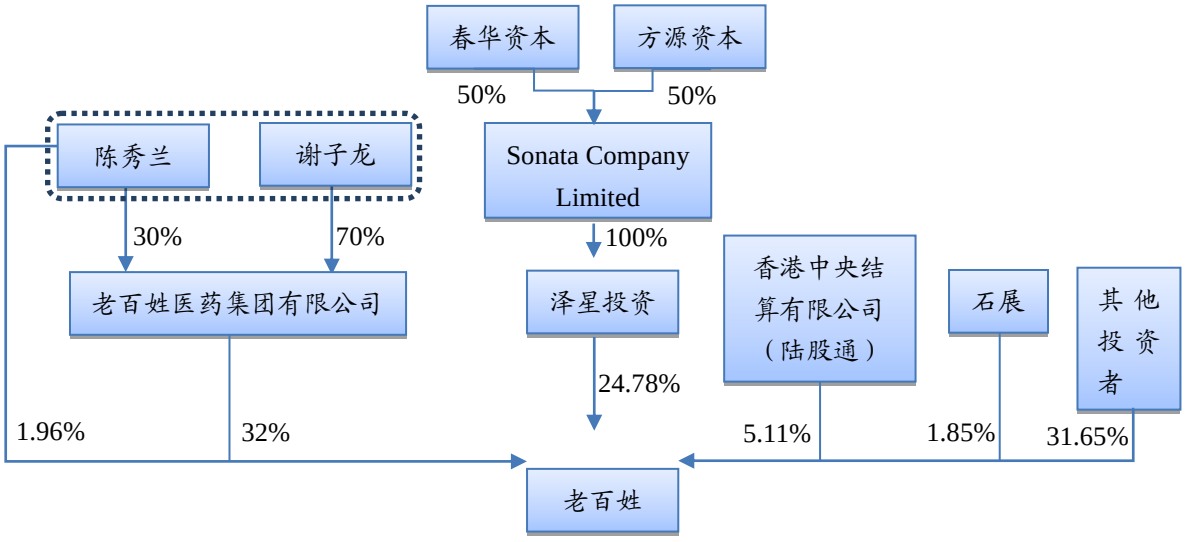
# 2、 老百姓概况：公司治理和长期战略清晰，奠定发展壮大基础

## 2.1、 股权结构：中西合璧，集百家之所长

### 2.1.1、 股东结构持续优化

**实控人合计持有公司 36.61%股份，对公司掌控力强：**谢子龙先生有 20 余年的药品经营企业管理经验，2001 年在经过详细市场调研后，创办了老百姓大药房（长沙湘雅店），打出“定价比国家核定零售价平均低 45%”的口号，依靠药品规模采购、缩减流通环节等措施，开创平价药店大卖场模式，迅速赢得客户口碑。上市初实控人夫妇合计持有公司 45%的股份，目前 33.97%，股权释放空间大。

**图15：春华资本和方源资本“接棒”EQT**




资料来源：公司公告、开源证券研究所

**国际资本全方位助力公司运营：**老百姓是国内第一家有外国私募股权基金作为共同控股股东的上市公司，已退出的 EQT 曾在公司治理、运营、海外药店龙头资源等全方位助力公司发展；2019 年 11 月 Sonata Company Limited 通过泽星投资间接持有公司 24.78%的股份成为二股东，Sonata Company Limited 的股东分别为春华资本（Primavera，50%）和方源资本（FountainVest，50%），均为国际知名股权投资机构：方源和春华在医疗服务、消费零售等板块投资经验丰富，并且投后管理能力突出，核心团队曾在淡马锡、高盛集团等任高管，在跨国企业、国有企业和民营企业均有丰富的管理和运营经验，将助力公司战略、运营、并购、新零售、数字化转型等方面不断完善。

**表5：春华资本合伙人具备丰富投资及运营经验**

| | 春华资本合伙人 |
|---|---|
| 胡祖六 | 曾任高盛集团合伙人及大中华主席、国际货币基金组织，目前任百胜中国董事会非执行董事长，是中国工商银行、香港交易及结算所有限公司、华夏基金、民生金融租赁有限公司中华股权投资协会及美国外交关系协会全球顾问委员会的董事会成员，拥有丰富的投行和管理经验。 |
| 汪洋 | 曾任高盛集团直接投资部董事总经理、中国国际金融公司直投部门经理和投资银行部副总经理，拥有丰富的投行经验。 |
| 黄匡杰 | 曾任高盛（亚洲）投资银行部董事总经理、瑞士银行投资银行部的董事，拥有丰富的投行经验。 |
| 翟海涛 | 曾任高盛集团董事总经理，负责高盛与若干重要的中国政府部门及金融机构的业务关系。 |
| 陈桐 | 曾在高盛集团投资银行部的香港和纽约办公室任职。 |
| 吴心怡 | 曾在高盛集团及摩根士丹利投资银行部任职。 |
| 张晶 | 曾在摩根士丹利特殊资产投资部及投资银行部任职。 |

资料来源：春华资本官网、开源证券研究所

**表6：方源资本合伙人具备丰富投资及运营经验**

| 职位 | | 2016 年方源资本方源资本管理团队 |
|---|---|---|
| 吕明方 | 合伙人 | 曾任上海医药集团，董事长 ，历任上海实业集团执行董事，副总裁，先后管理过 5 家境内外上市公司，担任董事长和 CEO，管理经验丰富。 |
| 唐葵 | 董事长 | 曾任淡马锡控股董事总经理，投委会成员，中国区总裁 ；历任高盛直投部门执行董事及投资银行部董事总经理，拥有丰富投行经验 |
| 胡勇敏 | 总裁 | 曾任淡马锡控股董事总经理，投委会成员，曾任瑞士信贷第一波士顿(香港)，执行董事，曾任贝尔斯登投资银行，副总裁，拥有丰富管理、投行经验 |
| 庄建 | 总裁 | 曾任淡马锡控股(香港)董事总经理；高盛投资银行部执行董事；美国苏利文克伦威尔律师事务所 |
| 赵辰宁 | 高级顾问 | 曾任职淡马锡控股(香港)董事总经理；CCMP 亚洲投资基金副总裁；尊网商通首席财务官；高盛集团投资银行部 |

资料来源：方源资本官网、开源证券研究所

### 2.1.2、 2020 年 6 月拟定增引进林芝腾讯为战投，提升互联网技术与平台实力

林芝腾讯是深圳市腾讯产业投资基金有限公司的下属企业，在互联网领域拥有领先的技术和平台优势。林芝腾讯预计将与公司在**智慧零售、云计算、云服务**等领域建立全面、深入的战略合作关系；充分利用双方于各自领域内的业务能力和资源，完善双方的业务布局，推动双方的业务升级，增强双方的创新能力。

**互联网帮助增加消费者的品牌认知与黏性：**老百姓 2019 年 O2O 线上门店超过 3500 家，覆盖了公司线下所有主要城市，累计完成 500 万+的年订单需求，同比增长达 166%。林芝腾讯在互联网领域拥有领先的技术和平台优势，具备丰富产业资源和经营管理优势，能够与公司开展多方位合作并进行全方位赋能，助推上市公司提高核心竞争力。

**定增后公司整体财务状况将得到改善，且实控人地位依然稳固：**本次募集资金不超过 6 亿用于偿还银行贷款，将降低公司的负债规模和资产负债率水平，改善公司的财务状况。发行前，公司实控人谢子龙夫妇合计持有公司 33.97%的股份，按发

行数量上限计算，发行后预计实控人合计将持有公司 33%的股份，地位稳固，对公司把控力强。

## 2.2、 历史概况：并购+自建+加盟+联盟并驾齐驱

**图16：历史概况：并购+自建+加盟+联盟并驾齐驱**

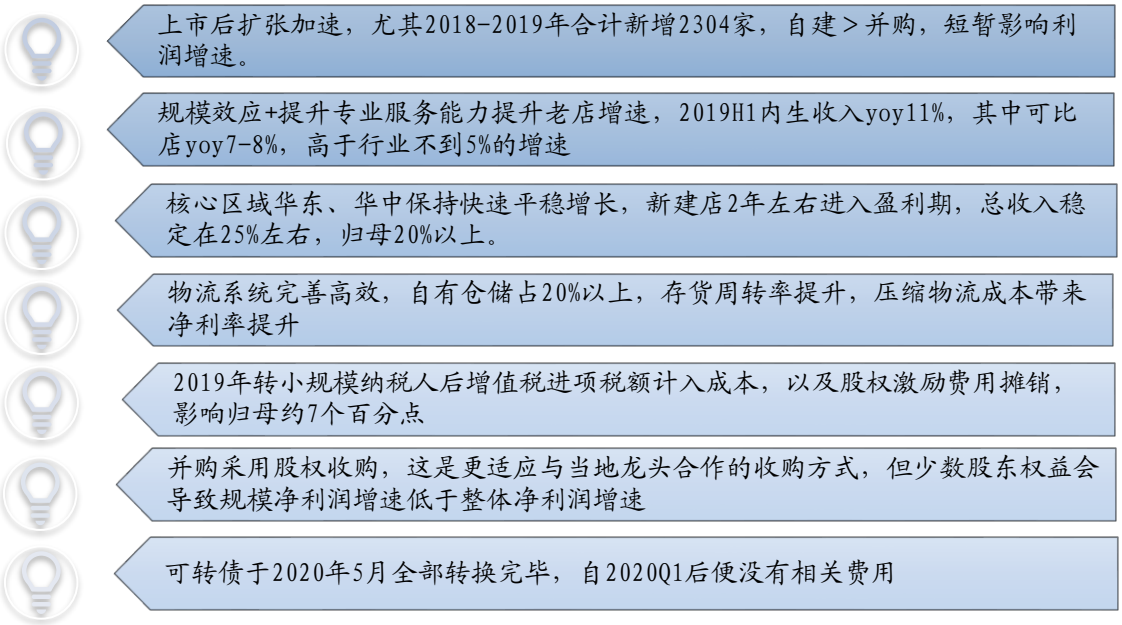



资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 2.3、 核心数据：利润弹性较大，2020 年盈利能力有望提升

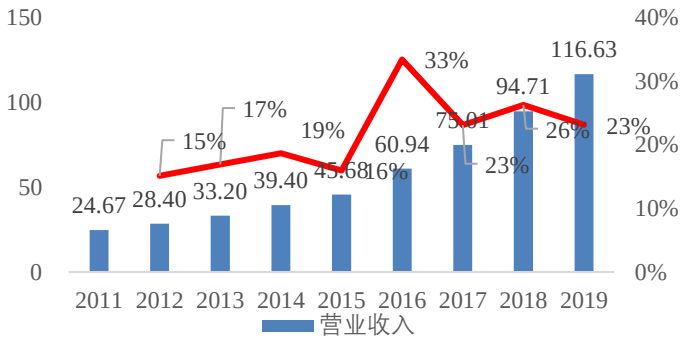
2019 年公司收入 116.63 亿，增速 23%，归母净利润 5.1 亿，增速 16%；过去几年增速略有放缓，但主要是扩张时期新开店较快，暂时影响净利润，以及处方药和 DTP 占比提升、加盟业务占比提升影响了毛利率，以上客观因素对公司估值有压制，但公司区域市占率在持续提升，老店增速也有较大提升空间，构成市场预期差。

**图17：扩张及处方药占比提升短暂影响业绩增速**



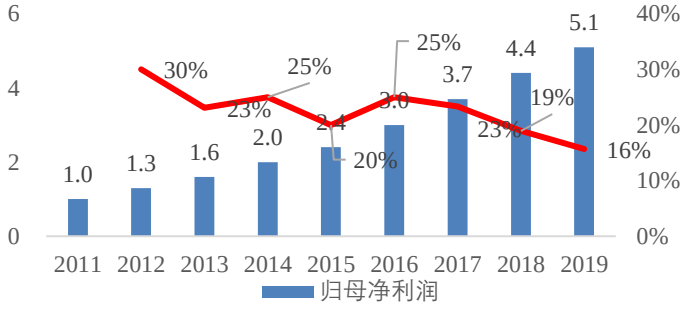

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**图18：老百姓营业收入（亿）增速放缓**



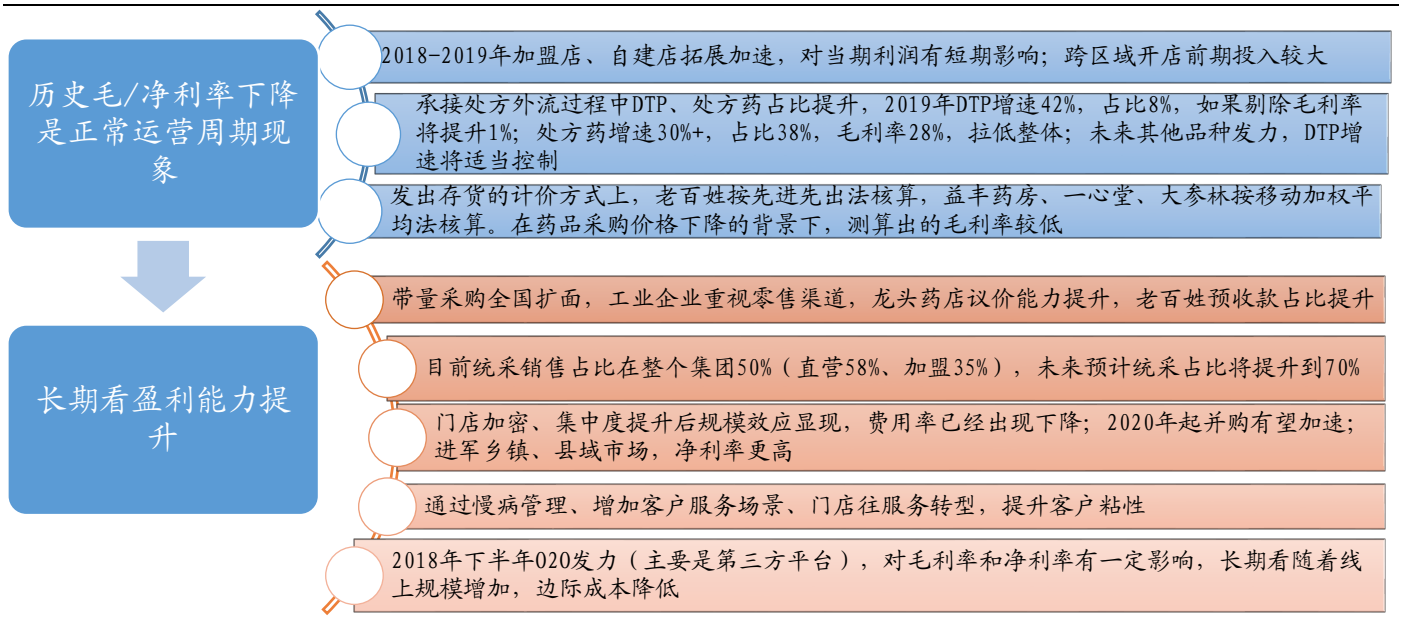

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图19：老百姓历年归母净利润（亿）增速放缓**




数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图20：历史毛/净利率下降是正常现象，长期盈利能力提升**



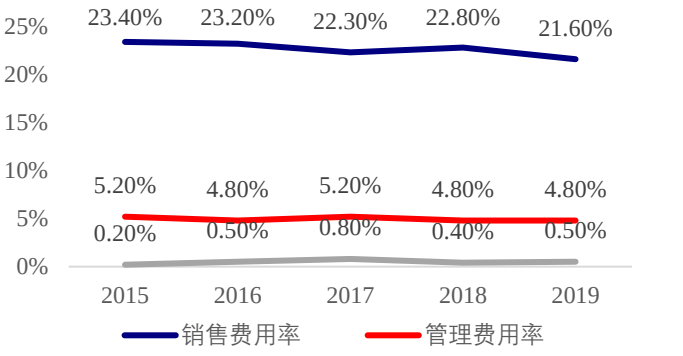

资料来源：公司公告、并购私塾、开源证券研究所

**表7：老百姓毛利率和净利率还有较大提升空间**

| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|---|---|
| 益丰药房 | 39.23% | 39.62% | 40.04% | 39.73% | 39.01% |
| | 6.26% | 6.10% | 6.60% | 6.39% | 5.93% |
| 老百姓 | 37.22% | 36.06% | 35.31% | 35.21% | 33.59% |
| | 6.08% | 5.61% | 5.29% | 5.32% | 5.27% |
| 一心堂 | 41.92% | 41.28% | 41.52% | 40.53% | 38.70% |
| | 6.51% | 5.66% | 5.45% | 5.66% | 5.76% |
| 大参林 | 41.03% | 40.22% | 40.26% | 41.65% | 39.48% |
| | 8.02% | 6.83% | 6.40% | 5.93% | 6.25% |

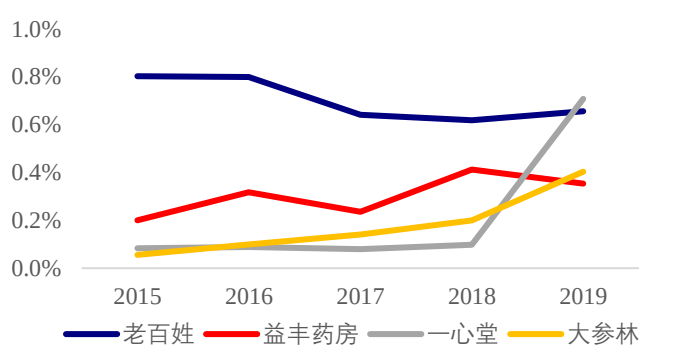
数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图21：老百姓费用率稳中有降**




数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图22：老百姓预收账款/收入在上市药房中较高**




数据来源：公司公告、开源证券研究所

# 3、 看好老百姓的理由：激励充分、战略清晰、专业服务、院边店多

## 3.1、 管理层充分授权、员工激励充分，助力公司全国范围扩张

**敢于用人、充分授权，为全国开疆扩土奠定基础：**类似华为“大权独揽，小权分散”，公司建立起“以人为本、任人唯贤”的人才理念，充分吸取外部的专业建议，例如公司果断任命 80 后王黎女士为执行总裁，王总 2008 年加入老百姓，历任品牌推广部长、市场营销总监、战略投资中心总经理、执行董事、执行总裁，企业掌舵人向年轻化过渡；同时公司中高层以 70/80 后为主，也搭建了完善的人才培养梯队——年轻、有拼劲的高、中、基层人员有了充分施展才能的空间，改变了传统家族企业垄断话语权、人才易流失的局面，强化公司大胆开拓的基因，也不难理解老百姓为何能将业务版图成功扩大到全国 22 省市了。

**股权激励充分：**2019 年 4 月，公司向 207 名激励对象（6 名高管+201 名核心人员）授予 161.11 万股，占总股本 0.57%，授予价格 30.12 元/股；9 月，进一步向 40 名激励对象（1 名高管+39 核心人员）授予 12.93 万股，授予价格 37.88 元/股，员工激励充分。股权激励的考核目标为：以 2018 年归母净利润为基数，2019-2021 年的增速不低于 20%、45%、70%；年化增速分别为不低于 20%、20.83%、17.24%。激励费用摊销：2019-2021 年分别为 3608/1388/555 万元，对利润影响很小。

**表8：股权激励充分，覆盖面广**

| 时间 | 对象 | 股数 | 股本占比 | 价格 | 考核要求 |
|---|---|---|---|---|---|
| 2019 年 3 月 28 日 | 6 名高管+201 名核心人员 | 161 万股 | 0.57% | 30.12 元/股 | 以 2018 年归母净利润为基数，19-21 年的增速不低于 20%、45%、70% |
| 2019 年 9 月 30 日 | 1 名高管+39 名核心人员 | 13 万股 | 0.05% | 37.88 元/股 | 以 2018 年归母净利润为基数，19-21 年的增速不低于 20%、45%、70% |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

**表9：2019 年股权激励已顺利实施**

| 2019 年 3 月 28 日 | 职位 | 人数 | 限制性股票数量（万股） | 占本次授予总数比例 |
|---|---|---|---|---|
| 高级管理人员 | | 7 | 17.6877 | 9.97% |
| 其中：王黎 | 执行总裁 | 1 | 2.6204 | 1.48% |
| 杨芳芳 | 副总裁 | 1 | 2.6204 | 1.48% |
| 王琴 | 副总裁 | 1 | 2.6204 | 1.48% |
| 朱景炀 | 副总裁，财务负责人 | 1 | 2.6204 | 1.48% |
| 胡健辉 | 副总裁，信息副总裁 | 1 | 2.6204 | 1.48% |
| 张林安 | 副总裁 | 1 | 2.6204 | 1.48% |
| 其他核心人员 | | 201 | 143.4222 | 80.81% |
| 小计 | | 208 | 161.1099 | 90.77% |
| 预留部分 | | | 16.3773 | 9.23% |

| 2019 年 3 月 28 日 | 职位 | 人数 | 限制性股票数量（万股） | 占本次授予总数比例 |
|---|---|---|---|---|
| 合计 | | | 177.4872 | 100% |
| **2019 年 9 月 30 日** | **职位** | **人数** | **限制性股票数量（万股）** | **占本次授予总数比例** |
| 高级管理人员 | | 1 | 2.1119 | 16.33% |
| 其中：冯诗倪 | 董事会秘书 | 1 | 2.1119 | 16.33% |
| 核心人员 | | 39 | 10.8201 | 83.67% |
| 合计 | | 40 | 12.932 | 100% |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 3.2、 “并购+自建+加盟+联盟”多管齐下，推动区域集中度快速提升

**布局思路清晰：**公司持续推进“全国布局”和“全渠道布局”，坚持“根据地计划”发展规划：即以城市为单位，在该城市区域大量密集开店，形成该区域的市场占有率绝对领先地位，执行“近医院，进乡镇”的渗透型拓展方针，实行“目标店铺”责任到人的开店考核。

直营、并购门店主要布局一线城市、省会城市及地级市等；加盟、联盟门店则主攻中小城市社区店、县域市场与新农村等。省会-农村市场同时扩张，区域市占率快速提升。截止 2020 年 Q1，公司加盟店 1323 家，在几家上市药房中加盟店数量最多。

**图23：老百姓大药房产业链覆盖至生产、批发、零售**




资料来源：公司官网

**图24：老百姓大药房全国范围布局思路清晰**



资料来源：公司官网

**强大整合力与精细化管理能力保证并购加速推进：**老百姓严格把关，选择资质优良并与公司形成市场互补的并购标的，并通过全方位的投后管理赋能标的公司，通过卓越的并购整合能力，发展公司内生增长和外延扩张双轮驱动战略，促进公司持续释放新动能。

**并购标的业绩完成率高达 115%：**2015-2019 年公司合计并购门店数量为 1555 家，并购门店 3 年业绩对赌完成率高达 115%。2016 年和 2017 年由于敬一堂 46 家门店因业务规模变更，管理层关闭部分门店，因此计提商誉减值准备金额共 942.97 万

元；2019 年江苏百佳惠、南通普泽、安徽邻加医未完成业绩承诺原因在于，为提升当地的占有率，分别新开店 8/24/15 家，新店前期投入较大，毛利率较低，影响 2019 年承诺利润的达成。其他并购标的业绩完成率高，商誉减值风险较低。

**表10：公司过去几年经历快速并购期**

| | 并购门店数量 | 总金额（亿） |
|---|---|---|
| 2015 年 | 286 | 7.32 |
| 2016 年 | 295 | 11.88 |
| 2017 年 | 318 | 6.99 |
| 2018 年 | 413 | 3.79 |
| 2019 年 | 243 | 4.68 |

数据来源：公司公告、开源证券研究所。注：并购门店总数按并购合同口径计算，非交割数。

**表11：并购标的业绩完成率高（单位：万元）**

| | | 实际业绩 | | 业绩承诺 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 子公司 | 年份 | 净利润 | 年含税销售 | 净利润 | 年含税销售 | 完成率 |
| 兰州惠仁堂 | 2016 | 4937 | 78700 | 3600 | 65000 | 137% |
| | 2017 | 5471 | 102833 | 4320 | 74800 | 127% |
| | 2018 | 5021 | 100557 | 5180 | 86000 | 96.93% |
| 扬州百信缘 | 2016 | 1131 | 29573 | 1000 | 25000 | 113% |
| | 2017 | 1266 | 34322 | 1200 | 26500 | 106% |
| | 2018 | 1761 | 39782 | 1400 | 28000 | 126% |
| 江苏百佳惠 | 2018 | 4002 | 93975 | 3626 | 84549 | 110% |
| | 2019 | 932 | / | 936 | / | 99.6% |
| 镇江华康 | 2018 | 529 | 10422 | 552 | 10335 | 96% |
| | 2019 | 765 | / | 654 | / | 117% |
| 隆泰源 | 2018 | 806 | 13537 | 779 | 13109 | 103% |
| | 2019 | 968 | / | 919 | / | 105% |
| 南通普泽 | 2018 | 1556 | 21559 | 1357 | 18597 | 115% |
| | 2019 | 1488 | / | 1601 | / | 93% |
| 安徽邻加医 | 2018 | 545 | 13169 | 588 | 14400 | 93% |
| | 2019 | 644 | / | 705 | / | 91% |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表12：老百姓商誉/净资产超过 60%，但商誉减值风险低**

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---|---|---|---|---|
| 益丰药房 | 17.79% | 21.83% | 65.53% | 67.54% |
| 老百姓 | 62.79% | 49.05% | 58.99% | 66.92% |
| 一心堂 | 31.87% | 28.63% | 26.60% | 34.58% |
| 大参林 | 9.37% | 5.77% | 17.30% | 23.20% |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**抓住行业集中度快速提升机遇，2020 年起并购（星火计划）有望加速：**在行业集中度快速提升的时期，老百姓将抓住发展机遇，通过星火计划提升区域市占率。

**提升方式：**（1）主要靠并购，目前政策环境下，小连锁难生存，寻求并购更有优势。（2）依靠加盟和联盟模式，先做好前 11 个省份的布局。（3）发展县域、乡镇

市场，这些地区受互联网的影响小，并且县市级、乡镇级城市药店毛利率、净利率高于省会级和地级市（参考一心堂披露数据）。（4）自建店加速及借助现有 O2O 网络，更合理地布局。

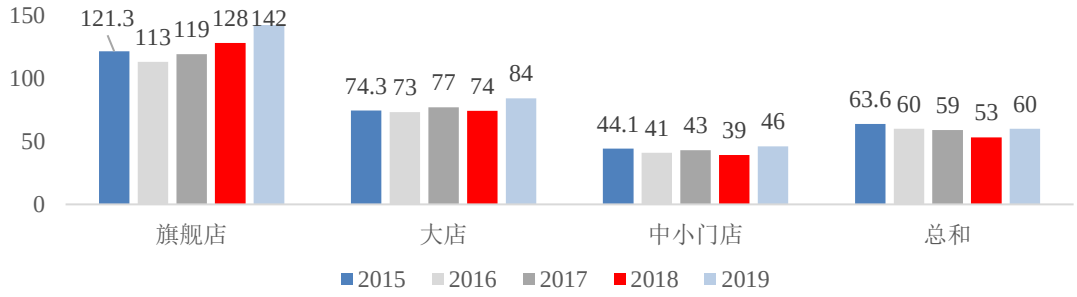
**表13：一心堂县市和乡镇门店净利率、坪效等指标高于省会、地级市店**

| | 年份 | 毛利率 | 净利率 | 日均坪效（元/平方米） | 租金效率（年销售额/租金） |
|---|---|---|---|---|---|
| 省会级 | 2017 年 | 33.52% | 10.62% | 51.3 | 12.13 |
| | 2018 年 | 31.57% | 10.78% | 49.16 | 11.83 |
| | 2019 年 | 34.78% | 6.94% | 47.3 | 11.8 |
| 地市级 | 2017 年 | 36.57% | 14.72% | 49.77 | 14.69 |
| | 2018 年 | 34.61% | 14.33% | 48.91 | 15.15 |
| | 2019 年 | 37.76% | 11.34% | 44.87 | 16.58 |
| 县市级 | 2017 年 | 37.65% | 17.04% | 45.38 | 15.71 |
| | 2018 年 | 35.86% | 16.29% | 46.07 | 15.55 |
| | 2019 年 | 39.24% | 13.84% | 43.71 | 14.32 |
| 乡镇级 | 2017 年 | 37.60% | 14.48% | 37.63 | 22.82 |
| | 2018 年 | 36.19% | 15.39% | 39.66 | 23.37 |
| | 2019 年 | 39.39% | 14.99% | 40.75 | 26.65 |

数据来源：一心堂年报、开源证券研究所

**2019 年开始大店拆小店，整体坪效提升，预计 2020 年完成：**即关闭 1 家大店（500 平米以上、周边无医院等），在原址周边开 2-3 家中小店，承接原有大店的客流同时通过降租、搬迁等方式降低成本，提升净利率。

**图25：2015-2019 旗舰店和大店日均坪效（元/平米）提升**

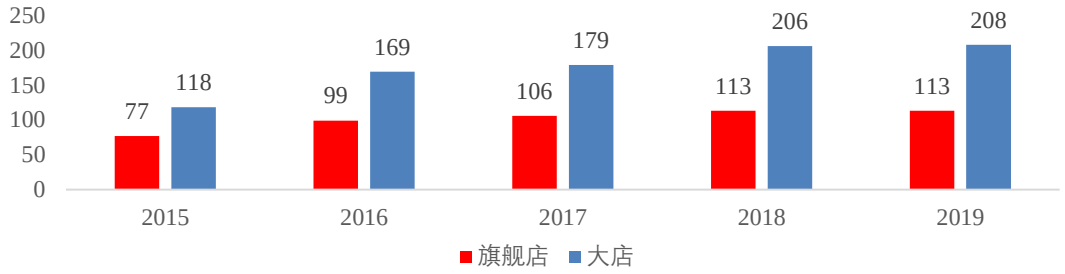



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2018 年增值税改革，年应征增值税销售额 500 万元及以下的的商业企业视为小规模纳税人，税率降为 3%；2019 年对月销售额 10 万元以下(含本数)的增值税小规模纳税人，免征增值税，中小店可以获得更多的税收优惠。

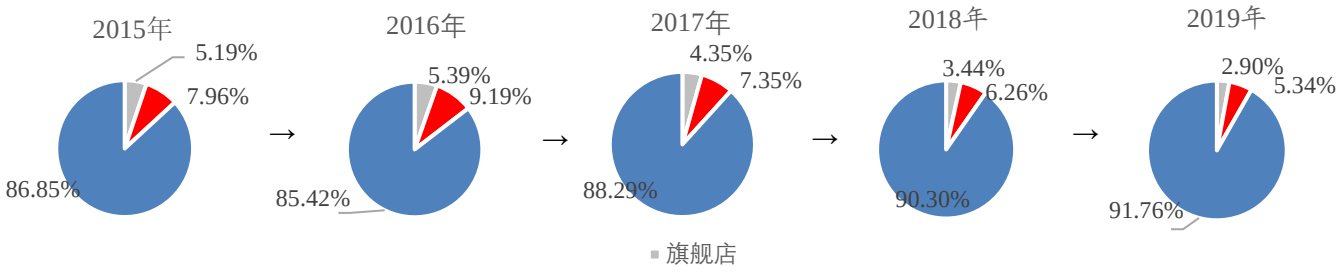
**中小门店坪效提升：**大店和旗舰店的数量自 2017 年起在总店数占比逐年下降，自 2019 年起数量开始减少，中小店数量与在总店数占比逐年上升，2019 年中小门店日均坪效同比提升 7 元/平米。

**图26：旗舰店和大店自 2017 年起占总店数比例逐年下降**




数据来源：公司公告、开源证券研究所

**图27：老百姓历年门店比例变化：中小门店占比提升**




数据来源：公司公告、开源证券研究所

**老百姓对加盟店赋能：**老百姓对加盟企业的品牌、商品、营销、物流、系统、培训、会员、新零售、服务、政策研究方面赋能，统一加盟管理模式，并在市场评估、选址、装修改造、办证换证、开业策划、商品规划、运营、厂商支持、专业培训、融资服务等方面提供加盟扶持。

**统采占比提升：**加盟店药品由集团统一采购，议价能力更强，采购价格更低。

**管理赋能净利润提升：**行业平均水平的门店净利率在 5%左右，毛利率 35%左右，而老百姓加盟门店的盈利水平高于行业（见下表）。

**区域市占率不断提高：**以陕西为例：直营店围绕“大西安”战略，专注发展西安、咸阳，加盟店以西安三环外和西安市以外未开发区域为重点，进军陕南、陕北市场，与直营公司优势互补，提升门店数量，加速提升市占率。

**图28：老百姓大药房加盟优势明显**




资料来源：公司官网

**表14：老百姓主要在县域乡镇开展加盟，乡镇加盟店盈利水平高于一二线城市**

| 加盟城市 | | 一线城市 | 二线城市 | 县域乡镇 |
|---|---|---|---|---|
| 店铺面积 | | 150 ㎡ | 120 ㎡ | 100 ㎡ |
| 加盟基础费用 | 装修费 | 9 | 6 | 4 |
| | 设备费 | 6 | 5 | 4 |
| | 进货费/原料费 | 7 | 6 | 5 |
| | 广告宣传及开业费 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| | **小计** | **22.3** | **17.3** | **13.3** |
| 加盟成本费用 | 店面租金 | 10.8 | 7.8 | 5.4 |
| | 人员工资 | 25.2 | 18 | 12 |
| | 水电杂费 | 1.9 | 1.68 | 1.44 |
| | 销售费用 | 25.2 | 19.8 | 14.4 |
| | 流动资金 | 9 | 6 | 4 |
| | **小计** | **72.1** | **53.28** | **37.24** |
| 加盟费用 | 加盟费 | 4 | 4 | 4 |
| | 含：IT设备使用费/年 | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| | 含：管理费/年 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| | 含：品牌费 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| | 含：保证金 | 1.8 | 1.8 | 1.8 |
| | **小计** | **4** | **4** | **4** |
| 加盟总费用 | **投资合计** | **98.4** | **74.58** | **54.54** |
| 盈利分析 | 年营业额 | 168 | 132 | 96 |
| | 毛利率 | 30-35% | 30-35% | 40.00% |
| | 毛利润 | 50.4-58.8 | 39.6-46.2 | 38.4 |
| | 成本费用 | 41.96-50.36 | 30.82-37.42 | 31.06 |
| | 净利润 | 8.44 | 8.78 | 7.34 |
| | 净利率 | 5.02% | 6.65% | 7.65% |

数据来源：公司官网、华夏致富网、开源证券研究所

### 3.3、 门店加速服务转型，打造专业药房，提升客户黏性与老店增速

**致力打造客户服务平台，所有店往服务转型：**稳定的客源、品牌效应带来的厂家资源支持、POCT设备的广泛应用为服务转型提供基础。 2019年，在各门店每周

特别设立固定专项的“护肝关爱日、高血压/脂关爱日、糖尿病关爱日、痛风关爱日、胃肠关爱日”外，专门成立慢病生活馆，为慢病患者建立个人健康档案，并提供一对一的专业用药指导与健康服务，同时门店增加体验度高的品种，会员数、会员销售比与来客数占比皆有提升。

**专业人才培养能力强：**目前，老百姓全国门店有 3025 位慢病专家，大多由自己的店员培养而来，加上厂家给予的资源支持，无需增加额外人工成本，助力慢病服务管理。通过优化考核激励体系，以及推行“一店两师”（店长同时是执业药师与健康管理师），充分调动专业人才的积极性。

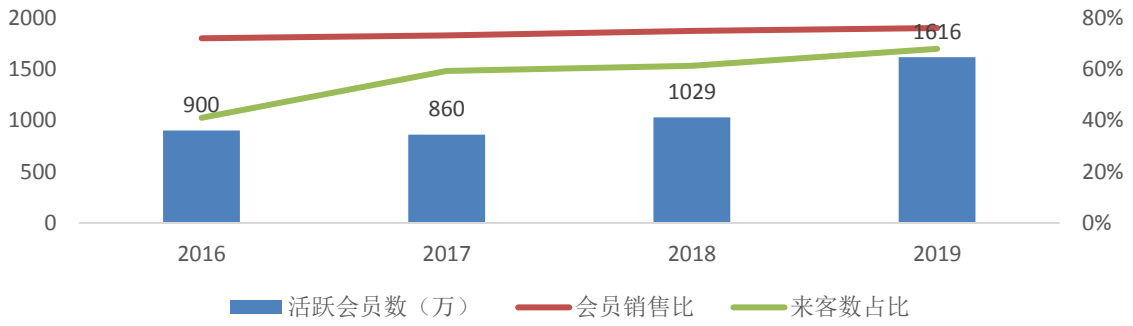
**申办中医诊所资质，提升中药饮片销售占比：**除积极探索中医馆连锁（百杏堂）外，老百姓门店也在积极申请中医诊所资质，在门店设中医坐诊区域，通过优化引进中医大夫、营造中医诊室、养生中药、饮片真假鉴别等。此举有效提升了门店中药饮片销售及占比。

**图29：老百姓 12 项免费服务提升客户黏性**




资料来源：公司官网

**图30：2016-2019 年活跃会员数、会员销售比、来客数占比稳中有升**




数据来源：公司公告、开源证券研究所

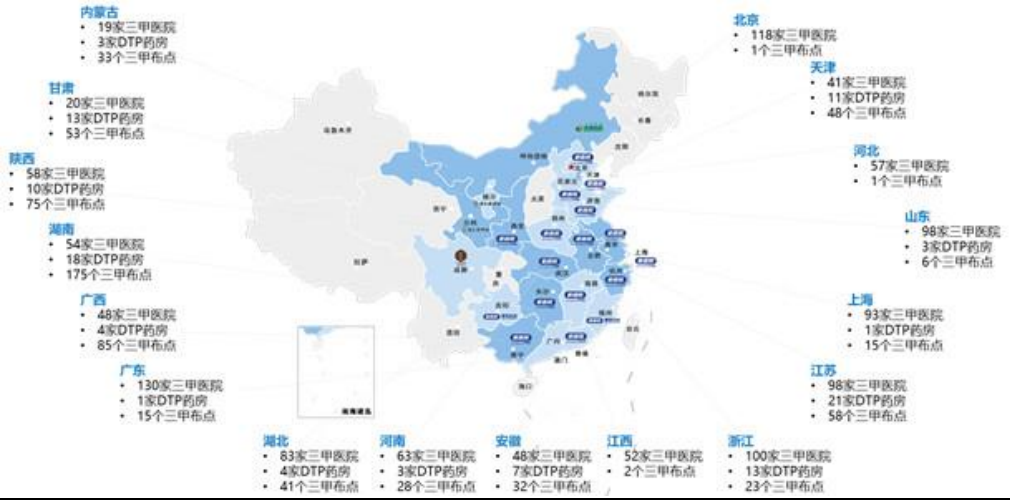
## 3.4、 前瞻性布局 DTP，承接处方外流能力强

**承接处方外流能力不断增强：**老百姓是最早布局 DTP 药房的零售药房龙头企业，2019 年处方药和 DTP 销售占比达 45.1%；截止 2020 年 Q1，DTP 药房数量达到 132 家，在总门店中的占比不断提升。另外，老百姓的执业药师配备率为 1.1 人/店。由此，其承接处方外流能力不断增强。

布局特慢病是行业趋势，虽然毛利率低，但销售额很高，主要是抗癌药、移植

用药、罕见病用药等，并且 DTP 的库存周率转远高于处方药的库存周转。所以只要 DTP 只要做到营业额足够大，盈利能力就会很强，净利率基本上高于传统药店，因为占用人员、面积少。

**图31：老百姓 DTP 药店布局优势明显**




资料来源：2019 西普会、新康界产业资本研究中心、万得风

**表15：老百姓 DTP 门店占比与销售额提升**

| 老百姓 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 |
|---|---|---|---|
| DTP 门店数（家） | 36 | 80 | 125 |
| 在总门店中占比 | 1.56% | 2.07% | 2.44% |
| DTP 品种（个） | 150 | 343 | 487 |
| DTP 含税销售额（万元） | 28,250 | 51,873 | 80,789 |
| DTP 销售额增速 | 105.11% | 83.62% | 55.74% |
| 益丰药房 | 截至 2019 年，建成 DTP 专业药房 30 余家 | | |
| 一心堂 | 截止 2019 年，公司销售 DTP 品种 450 个商品 | | |
| 大参林 | 截至 2019 年，建成 56 家 DTP 专业药房 | | |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 3.5、 信息化建设提升经营效率

公司在 BI 系统、大数据平台、云计算平台、多媒体智能平台、互联网 APP 等 IT 领域持续深耕，形成对老百姓大药房自身业务具有强大支撑能力的信息系统。公司 BI 报表新增上线量较 2018 年同比增长 104%，业务报表范围已覆盖公司所有业务部门，BI 报表系统每天为公司节省专职数据统计人员工时 2215.5 小时，较 2019 年同比幅增长 259.7%。公司先后上线了数字化供应链系统、处方药慢病管理系统、DTP 管理系统、空间陈列软件、“员工助手”APP、知识库等系统程序，有效提升了业务操作的专业规范性、商品周转率、精细化管理同时也为敏锐感知顾客需求提供了有力支持。

**“大数据+人工智能+物联网”助力打造新零售生态圈：**通过门店布局与配送时效相结合让门店销售时空延展，实现线上购药全渠道覆盖；通过品牌产品推广及专业服务，极大提升了 O2O 的客流量，节约了连锁发展新客户的成本；同时 CRM 升级迭代，会员精准营销突显优势，通过客户信息数字化，随时随地服务用户。目前，

公司 O2O 线上门店超过 3500 家，2019 年累计完成 500 万+的订单需求，同比增长达 166%。康乐优选自营平台上线 3 个月便实现盈利。

**图32：康乐优选上线 3 个月便实现盈利**




资料来源：康乐优选 APP

# 4、 详细模型、盈利预测、风险提示

## 4.1、 从招股书数据设置模型假设依据

**表16：招股书披露的公司自建和并购店经营数据：老店增速稳定**

| | | 2012 | 2013 | 2014 | 2013YOY | 2014YOY |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 2011 年新开店 | 开业时长 | 12-24 个月 | 24 个月以上 | 24 个月以上 | | |
| | 收入 | 9,201 | 10,133 | 10,669 | 10.12% | 5.29% |
| | 利润总额 | 403 | 872 | 1,247 | 116.26% | 43.10% |
| | 净利润 | 302 | 654 | 936 | | |
| | 净利率 | 3.29% | 6.45% | 8.77% | | |
| 2011 年并购店 | 开业时长 | 12-24 个月 | 24 个月以上 | 24 个月以上 | | |
| | 收入 | | 20,999 | 21,914 | | 4.36% |
| | 单店收入 | | | | | |
| | 利润总额 | 1,695 | 2,091 | 2,314 | 23.31% | 10.68% |
| | 净利润 | 1,272 | 1,568 | 1,735 | | |
| | 单店净利润 | | | | | |
| | 净利率 | | 7.47% | 7.92% | | |
| 2011 年底已开业门店 | 收入 | 271,410 | 283,842 | 290,760 | 4.58% | 2.44% |
| | 单店收入 | | 599 | 613 | | |
| | 利润总额 | 37,961 | 41,203 | 44,298 | 8.54% | 7.51% |
| | 净利润 | 28,471 | 30,902 | 33,223 | | |
| | 单店净利润 | | 65.19 | 70.09 | | |
| | 净利率 | 10.49% | 10.89% | 11.43% | | |
| 2012 年新开店 | 开业时长 | 1-12 个月 | 12-24 个月 | 24 个月以上 | | |

| | | 2012 | 2013 | 2014 | 2013YOY | 2014YOY |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 收入 | 7,809 | 14,049 | 16,116 | | |
| | 单店收入 | 110 | 198 | 227 | 79.92% | 14.71% |
| | 利润总额 | (628) | 922 | 1,595 | -246.67% | 73.09% |
| | 净利润 | (628) | 691 | 1,197 | -210.00% | 73.09% |
| | 单店净利润 | (9) | 10 | 17 | -210.00% | 73.09% |
| | 净利率 | -8.05% | 4.92% | 7.42% | | |
| 2012 年并购店 | 开业时长 | 1-12 个月 | 12-24 个月 | 24 个月以上 | | |
| | 收入 | | | | | |
| | 利润总额 | | | | | |
| 2012 年底已开业门店 | 收入 | 279,219 | 297,891 | 306,876 | 6.69% | 3.02% |
| | 单店收入 | 531 | 566 | 583 | | |
| | 利润总额 | 37,333 | 42,124 | 45,893 | 12.84% | 8.95% |
| | 净利润 | 27,999 | 31,593 | 34,420 | | |
| | 单店净利润 | 53.23 | 60.06 | 65.44 | | |
| | 净利率 | 10.03% | 10.61% | 11.22% | | |
| 2013 年新开店 | 开业时长 | | 1-12 个月 | 12-24 个月 | | |
| | 收入 | | 7,227 | 15,182 | | 110.07% |
| | 单店收入 | | 68 | 142 | | |
| | 利润总额 | | (760) | 502 | | -166.12% |
| | 净利润 | 0 | (760) | 377 | | |
| | 单店净利润 | | -7.10 | 3.52 | | |
| | 净利率 | | -10.51% | 2.48% | | |
| 2013 年并购店 | 开业时长 | | 1-12 个月 | 12-24 个月 | | |
| | 收入 | | 15,712 | 38,038 | | 142.09% |
| | 单店收入 | | 105 | 254 | | |
| | 利润总额 | | 1,634 | 2,993 | | 83.12% |
| | 净利润 | 0 | 1,226 | 2,245 | | 83.12% |
| | 单店净利润 | | 8.17 | 14.96 | | |
| | 净利率 | | 7.80% | 5.90% | | |
| 2013 年底已开业门店 | 收入 | 279,219 | 320,831 | 360,096 | 14.90% | 12.24% |
| | 利润总额 | 37,333 | 42,999 | 49,388 | 15.18% | 14.86% |
| | 净利润 | 27,999 | 32,249 | 37,041 | | |
| | 净利率 | 10.03% | 10.05% | 10.29% | | |
| 2014 年新开店 | 开业时长 | | | 1-12 个月 | | |
| | 收入 | | | 11,747 | | |
| | 单店收入 | | | 66 | | |
| | 利润总额 | | | (1,322) | | |
| | 净利润 | 0 | 0 | (1,322) | | |
| | 单店净利润 | | | -7.39 | | |
| | 净利率 | | | -11.26% | | |
| 2014 年并购店 | 开业时长 | | | 1-12 个月 | | |
| | 收入 | | | 12,665 | | |
| | 单店收入 | | | 156 | | |

| | | 2012 | 2013 | 2014 | 2013YOY | 2014YOY |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 利润总额 | | | 53 | | |
| | 净利润 | 0 | 0 | 40 | | |
| | 单店净利润 | | | 0.49 | | |
| | 净利率 | | | 0.32% | | |
| 2014 年底已开业门店 | 收入 | 279,219 | 320,831 | 384,508 | 14.90% | 19.85% |
| | 利润总额 | 37,333 | 42,999 | 48,119 | 15.18% | 11.91% |
| | 净利润 | 27,999 | 32,249 | 36,089 | | |
| | 净利率 | 10.03% | 10.05% | 9.39% | | |

数据来源：老百姓招股书、开源证券研究所

注：1）根据招股书披露值计算单店收入、净利润，以及单店增速。2）净利润为推算值，净利润=利润总额*（1-25%）

## 4.2、 详细模型拆分

收入模型：按业务分为医药零售、医药制造、医药批发、其他 4 个板块，逐一拆分。利润模型：由于医药制造、其他两板块体量较小，利润模型中只考虑零售和批发两板块。其中，2019 年次新店占比达到历史峰值；**2019-2022E 老店占比逐年提升**。

**表17：老百姓零售业务详细模型拆分**

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| **门店总数** | 545 | 783 | 999 | 1483 | 1898 | 2733 | 3864 | 5,128 | 6731 | 8261 | 9291 |
| **直营店** | 545 | 783 | 999 | 1483 | 1838 | 2434 | 3289 | 3894 | 5231 | 6261 | 7291 |
| **关闭店** | 23 | 19 | 44 | 59 | 133 | 61 | 64 | 104 | 70 | 70 | 70 |
| **1.自建直营店** | 545 | 633 | 768 | 966 | 1026 | 1304 | 1746 | 2,108 | 2588 | 3068 | 3548 |
| **（1）当年新店** | 71 | 107 | 179 | 257 | 193 | 339 | 506 | 466 | 550 | 550 | 550 |
| 当年新店店均收入（万元） | 110 | 68 | 66 | 64 | 64 | 60 | 60 | 55 | 55 | 55 | 55 |
| 当年新店收入（百万元） | 78 | 72 | 117 | 164 | 123 | 203 | 304 | 256 | 303 | 303 | 303 |
| 净利率 | -8.05% | -10.51% | -11% | -14% | -14% | -14% | -14% | -16% | -15% | -15% | -16% |
| 净利润（百万元） | -6.29 | -7.60 | -13.23 | -22.90 | -17.57 | -29.09 | -43.41 | -41.01 | -45.38 | -45.38 | -48.40 |
| **（2）1-2 年店** | | 71 | 107 | 179 | 257 | 193 | 339 | 506 | 466 | 550 | 550 |
| **次新店数量占比** | | 11% | 14% | 19% | 25% | 15% | 19% | 24% | 18% | 18% | 16% |
| 店均收入（万元） | | 198 | 142 | 118 | 115 | 100 | 108 | 100 | 90 | 90 | 95 |
| 收入（百万元） | | 140.49 | 152 | 211 | 294 | 193 | 366 | 506 | 419 | 495 | 523 |
| 净利率 | | 4.92% | 2.48% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% | 1% |
| 净利润（百万元） | | 7 | 4 | 2 | 2.94 | 1.93 | 3.66 | 5.06 | 4.19 | 4.95 | 5.23 |
| **（3）老店** | | 455 | 482 | 530 | 576 | 772 | 901 | 1136 | 1572 | 1968 | 2448 |
| **老店数量占比** | | 72% | 63% | 55% | 56% | 59% | 52% | 54% | 61% | 64% | 69% |
| 店均收入（万元） | | 599 | 613 | 580 | 610 | 515 | 515 | 475 | 440 | 420 | 420 |
| 收入（百万元） | | 2725 | 2957 | 3074 | 3514 | 3976 | 4640 | 5396 | 6917 | 8266 | 10282 |
| 净利率 | | 10.89% | 11% | 8% | 8% | 8% | 6% | 6% | 6% | 6% | 6% |
| 净利润（百万元） | | 297 | 332 | 246 | 265 | 298 | 278 | 313 | 401 | 471 | 586 |
| **2.并购直营店** | 0 | 150 | 231 | 517 | 812 | 1130 | 1543 | 2093 | 2643 | 3193 | 3743 |
| **（1）当年新店** | 0 | 150 | 81 | 286 | 295 | 318 | 413 | 550 | 550 | 550 | 550 |
| 当年新店店均收入（万元） | 0 | 104.75 | 156.36 | 156 | 156 | 150 | 150 | 150 | 135 | 135 | 135 |
| 当年新店收入（百万元） | 0 | 157 | 127 | 447 | 461 | 477 | 620 | 825 | 743 | 743 | 743 |

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 净利率 | 0 | 7.80% | 0.32% | 4% | 3% | 3% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% |
| 净利润（百万元） | 0 | 12.26 | 0.41 | 15.65 | 15.22 | 15.26 | 12.39 | 16.50 | 14.11 | 13.37 | 12.62 |
| **（2）1-2 年店** | | 0 | 150 | 81 | 286 | 295 | 318 | 413 | 550 | 550 | 550 |
| 店均收入（万元） | | 0 | 253.59 | 203 | 235 | 235 | 210 | 210 | 180 | 180 | 180 |
| 收入（百万元） | | 0 | 380 | 165 | 671 | 692 | 668 | 867 | 990 | 990 | 990 |
| 净利率 | | 0 | 5.90% | 6% | 5% | 5% | 5% | 3% | 2% | 2% | 2% |
| 净利润（百万元） | | 0 | 22.44 | 9.06 | 35.55 | 35.98 | 33.39 | 29.49 | 19.80 | 19.80 | 15.84 |
| **（3）老店** | | 0 | 0 | 150 | 231 | 517 | 812 | 1,130 | 1,543 | 2,093 | 2,643 |
| 店均收入（万元） | | 0 | - | 256 | 256 | 256 | 230 | 220 | 205 | 205 | 205 |
| 收入（百万元） | | 0 | - | 384 | 592 | 1324 | 1868 | 2486 | 3163 | 4291 | 5418 |
| 净利率 | | 0 | 0% | 8% | 7% | 7% | 7% | 6% | 6% | 6% | 6% |
| 净利润（百万元） | | 0 | - | 30.74 | 42.89 | 95.34 | 121.39 | 144.19 | 183.46 | 235.99 | 298.00 |
| **3. 关闭直营店** | 23 | 19 | 44 | 59 | 133 | 61 | 64 | 80 | 70 | 70 | 70 |
| 店均收入（万元） | 0 | 20 | 20 | 70 | 10 | 10 | 20 | 60 | 60 | 50 | 50 |
| 收入（百万元） | | 4 | 9 | 41 | 13 | 6 | 13 | 48 | 42 | 35 | 35 |
| 净利率 | | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表18：医药零售版块收入模型拆分**

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 医药零售模型值= | | | | | | | | | | | |
| 1.自建+2.并购-3.关店 | | | | | | | | | | | |
| 医药零售收入 | | 3,091 | 3,724 | 4,404 | 5,641 | 6,859 | 8,452 | 10,289 | 12,492 | 15,051 | 18,222 |
| YOY | | | 20.5% | 18.2% | 28.1% | 21.6% | 23.2% | 21.7% | 21.4% | 20.5% | 21.1% |
| 医药零售净利润 | | 308 | 345 | 281 | 344 | 418 | 406 | 467 | 577 | 700 | 869 |
| YOY | | | 12.0% | -18.7% | 22.7% | 21.3% | -2.8% | 15.1% | 23.6% | 21.2% | 24.2% |
| 医药零售净利率 | | 10.0% | 9.3% | 6.4% | 6.1% | 6.1% | 4.5% | 4.5% | 4.6% | 4.6% | 4.8% |
| | | | | | | | | | | | |
| 医药零售实际值 | | | | | | | | | | | |
| 医药零售收入 | 2,760 | 3,183 | 3,792 | 4,323 | 5,704 | 6,817 | 8,405 | 10,289 | 12,493 | 15,052 | 18,223 |
| YOY | | 15.31% | 19.12% | 14.01% | 31.96% | 19.50% | 23.30% | 22.41% | 21.4% | 20.5% | 21.1% |
| 模型值-实际值 | | -92.2 | -67.4 | 81.0 | -63.1 | 42.3 | 46.6 | -0.4 | -0.5 | -0.6 | -0.7 |

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表19：医药制造+批发+其他版块收入模型拆分**

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 医药制造 | | | | | | | | | | | |
| 收入 | 19 | 26 | 27 | 34 | 55 | 65 | 35 | 35 | 35 | 35 | 35 |
| YOY | | 39.33% | 1.80% | 28.41% | 61.38% | 18.63% | -46.21% | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| 医药批发 | | | | | | | | | | | |
| 收入 | 40 | 85 | 93 | 177 | 292 | 563 | 965 | 1,290 | 1,677 | 2,113 | 2,557 |
| YOY | | 110.33% | 9.07% | 90.63% | 64.76% | 93.13% | 71.37% | 30% | 30% | 26% | 21% |
| 净利润 | | 3.41 | 3.71 | 7.08 | 11.67 | 25.35 | 43.44 | 58.05 | 75.47 | 95.09 | 115.05 |

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| YOY | | | 9.07% | 90.63% | 64.76% | 117% | 71% | 34% | 30% | 26% | 21% |
| 净利率 | | 4.0% | 4.0% | 4.0% | 4.0% | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 4.5% | 4.5% |
| 其他 | | | | | | | | | | | |
| 收入 | 22 | 27 | 32 | 35 | 43 | 56 | 65 | 84 | 92 | 102 | 112 |
| YOY | | 22.36% | 17.38% | 8.65% | 25.46% | 28.79% | 16.94% | 10.00% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |

数据来源：公司公告、源证券研究所

### 4.3、 模型汇总、盈利预测

老百姓店龄结构从 2019 年开始持续优化，老店占比进入提升期，次新店占比 2019 年达到历史高峰，带来业绩提速与净利率提升。随着规模优势的体现，加盟店净利率也将提升——预计公司净利率 2020-2022 年稳中有升。**盈利预测：**公司门店扩张进展顺利，精细化管理能力、整合能力强，盈利能力处于提升期，预计 2020-2022 年收入分别为 142.54 亿、172.50 亿、208.64 亿，归母净利润分别为 6.32 亿、7.70 亿、9.53 亿，当前股价对应 P/E 分别为 44/36/29 倍，与其他上市药房相比估值具性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表20：与同类上市药房相比，老百姓具备估值性价比**

| 证券代码 | 证券简称 | 收盘价（元） | 归母净利润增速（%） | | | | P/E（倍） | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 603939.SH | 益丰药房 | 82.69 | 30.58 | 32.54 | 30.41 | 29.43 | 51 | 61 | 47 | 36 |
| 603233.SH | 大参林 | 75.00 | 32.17 | 34.32 | 27.51 | 26.55 | 40 | 52 | 41 | 32 |
| 002727.SZ | 一心堂 | 36.40 | 15.90 | 20.45 | 18.55 | 18.84 | 22 | 29 | 24 | 20 |
| 可比公司平均 | | | 26.22 | 29.10 | 25.49 | 24.94 | 38 | 47 | 37 | 29 |
| 603883.SH | 老百姓 | 93.80 | 16.9 | 24.2 | 21.8 | 23.8 | 54 | 44 | 36 | 29 |

数据来源：Wind、开源证券研究所。注：收盘日期为 2020/07/03；益丰药房、大参林、一心堂数据来源为 Wind 一致预期。

**表21：老百姓盈利预测**

| | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 9,471 | 11,663 | 14,254 | 17,250 | 20,864 |
| YoY(%) | 26.3 | 23.1 | 22.2 | 21.0 | 21.0 |
| 净利润(百万元) | 435 | 509 | 632 | 770 | 953 |
| YoY(%) | 17.3 | 16.9 | 24.2 | 21.8 | 23.8 |
| 毛利率(%) | 35.2 | 33.6 | 33.6 | 33.6 | 33.6 |
| 净利率(%) | 4.6 | 4.4 | 4.4 | 4.5 | 4.6 |
| ROE(%) | 15.0 | 15.9 | 16.6 | 17.0 | 17.3 |
| EPS(摊薄/元) | 1.49 | 1.74 | 2.16 | 2.64 | 3.26 |
| P/E(倍) | 64 | 54 | 44 | 36 | 29 |
| P/B(倍) | 9.1 | 8.1 | 7.0 | 5.9 | 4.9 |

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 5、风险提示

门店并购后业绩不及预期；集采扩面短期对药品零售价有影响。

## 附：财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 4311 | 5076 | 5618 | 8276 | 9260 |
| 现金 | 1118 | 1386 | 566 | 2841 | 2158 |
| 应收票据及应收账款 | 947 | 1073 | 1447 | 1655 | 2071 |
| 其他应收款 | 66 | 62 | 110 | 96 | 148 |
| 预付账款 | 364 | 420 | 600 | 670 | 841 |
| 存货 | 1711 | 1988 | 2796 | 2905 | 3927 |
| 其他流动资产 | 106 | 147 | 100 | 109 | 115 |
| **非流动资产** | 4174 | 4848 | 4152 | 4404 | 4623 |
| 长期投资 | 2 | 37 | 47 | 59 | 73 |
| 固定资产 | 464 | 902 | 953 | 1014 | 1099 |
| 无形资产 | 341 | 435 | 480 | 531 | 581 |
| 其他非流动资产 | 3367 | 3474 | 2672 | 2800 | 2869 |
| **资产总计** | 8485 | 9924 | 9770 | 12680 | 13883 |
| **流动负债** | 4946 | 5348 | 4780 | 6855 | 7037 |
| 短期借款 | 816 | 1078 | 779 | 676 | 802 |
| 应付票据及应付账款 | 2486 | 3266 | 2821 | 4817 | 4638 |
| 其他流动负债 | 1644 | 1004 | 1179 | 1362 | 1597 |
| **非流动负债** | 170 | 702 | 488 | 402 | 290 |
| 长期借款 | 84 | 649 | 431 | 339 | 225 |
| 其他非流动负债 | 86 | 53 | 57 | 63 | 65 |
| **负债合计** | 5115 | 6050 | 5268 | 7258 | 7327 |
| 少数股东权益 | 323 | 388 | 503 | 654 | 835 |
| 股本 | 285 | 287 | 407 | 407 | 407 |
| 资本公积 | 1298 | 1372 | 1252 | 1252 | 1252 |
| 留存收益 | 1463 | 1825 | 2373 | 3057 | 3896 |
| **归属母公司股东权益** | 3046 | 3487 | 3999 | 4768 | 5721 |
| 负债和股东权益 | 8485 | 9924 | 9770 | 12680 | 13883 |

| 现金流量表(百万元) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 913 | 1033 | -566 | 3053 | -108 |
| 净利润 | 504 | 615 | 748 | 920 | 1134 |
| 折旧摊销 | 226 | 197 | 296 | 343 | 396 |
| 财务费用 | 43 | 67 | 45 | 6 | -21 |
| 投资损失 | -0 | -5 | -2 | -2 | -3 |
| 营运资金变动 | 134 | 150 | -1649 | 1787 | -1615 |
| 其他经营现金流 | 7 | 8 | -4 | -1 | 1 |
| **投资活动现金流** | -1413 | -838 | 411 | -592 | -612 |
| 资本支出 | 873 | 426 | -513 | 174 | 144 |
| 长期投资 | -75 | -62 | -9 | -18 | -15 |
| 其他投资现金流 | -615 | -473 | -111 | -435 | -483 |
| **筹资活动现金流** | 218 | -96 | -807 | -44 | 38 |
| 短期借款 | 642 | 261 | -441 | 39 | 126 |
| 长期借款 | -805 | 565 | -217 | -92 | -114 |
| 普通股增加 | 0 | 2 | 120 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -35 | 74 | -120 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | 415 | -998 | -149 | 9 | 27 |
| **现金净增加额** | -282 | 99 | -962 | 2417 | -682 |

| 利润表(百万元) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 9471 | 11663 | 14254 | 17250 | 20864 |
| 营业成本 | 6137 | 7746 | 9466 | 11456 | 13856 |
| 营业税金及附加 | 58 | 48 | 71 | 86 | 104 |
| 营业费用 | 2157 | 2514 | 3099 | 3764 | 4557 |
| 管理费用 | 451 | 555 | 660 | 811 | 981 |
| 研发费用 | 6 | 1 | 1 | 2 | 2 |
| 财务费用 | 43 | 67 | 45 | 6 | -21 |
| 资产减值损失 | 10 | -6 | 12 | 8 | 6 |
| 其他收益 | 20 | 39 | 29 | 30 | 33 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 5 | 2 | 2 | 3 |
| 资产处置收益 | -0 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| **营业利润** | 629 | 765 | 931 | 1150 | 1415 |
| 营业外收入 | 14 | 11 | 14 | 13 | 12 |
| 营业外支出 | 7 | 6 | 8 | 7 | 7 |
| **利润总额** | 636 | 770 | 936 | 1156 | 1421 |
| 所得税 | 132 | 155 | 189 | 236 | 288 |
| **净利润** | 504 | 615 | 748 | 920 | 1134 |
| 少数股东损益 | 69 | 106 | 116 | 151 | 181 |
| **归母净利润** | 435 | 509 | 632 | 770 | 953 |
| EBITDA | 883 | 1034 | 1278 | 1505 | 1796 |
| EPS(元) | 1.49 | 1.74 | 2.16 | 2.64 | 3.26 |

| 主要财务比率 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | | |
| 营业收入(%) | 26.3 | 23.1 | 22.2 | 21.0 | 20.9 |
| 营业利润(%) | 28.8 | 21.7 | 21.6 | 23.6 | 23.1 |
| 归属于母公司净利润(%) | 17.3 | 16.9 | 24.2 | 21.8 | 23.8 |
| **获利能力** | | | | | |
| 毛利率(%) | 35.2 | 33.6 | 33.6 | 33.6 | 33.6 |
| 净利率(%) | 4.6 | 4.4 | 4.4 | 4.5 | 4.6 |
| ROE(%) | 15.0 | 15.9 | 16.6 | 17.0 | 17.3 |
| ROIC(%) | 10.8 | 12.5 | 14.6 | 15.5 | 16.1 |
| **偿债能力** | | | | | |
| 资产负债率(%) | 60.3 | 61.0 | 53.9 | 57.2 | 52.8 |
| 净负债比率(%) | 19.0 | 12.5 | 17.8 | -30.5 | -14.5 |
| 流动比率 | 0.9 | 0.9 | 1.2 | 1.2 | 1.3 |
| 速动比率 | 0.4 | 0.5 | 0.4 | 0.7 | 0.6 |
| **营运能力** | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.2 | 1.3 | 1.4 | 1.5 | 1.6 |
| 应收账款周转率 | 10.8 | 11.6 | 11.3 | 11.1 | 11.2 |
| 应付账款周转率 | 2.9 | 2.7 | 3.1 | 3.0 | 2.9 |
| **每股指标(元)** | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 1.49 | 1.74 | 2.16 | 2.64 | 3.26 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 3.13 | 3.54 | -1.94 | 10.45 | -0.37 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 10.43 | 11.75 | 13.50 | 16.14 | 19.40 |
| **估值比率** | | | | | |
| P/E | 63.6 | 54.4 | 43.8 | 35.9 | 29.0 |
| P/B | 9.1 | 8.1 | 7.0 | 5.9 | 4.9 |
| EV/EBITDA | 44.7 | 38.1 | 31.2 | 24.9 | 21.4 |

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%～20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |
| 备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。 | | |

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

**上海**
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

**深圳**
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

**北京**
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

**西安**
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn