



“并购+自建+加盟”多模式推行，全国范围渗透性扩张

2019.8.13

唐爱金(分析师) 冯俊曦(研究助理)

电话: 020-88836115 020-88836115

邮箱: tangaj@gzgzhs.com.cn Fengjx@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310516100001

● 外延并购：战略清晰且外延能力突出，全国范围快速整合

老百姓通过收购区域龙头，利用龙头企业的强影响力纵向并购拓展市场，同时实现跨省扩张和省内深耕。以江苏省并购为例，老百姓并购龙头标的扬州百信缘从而快速切入江苏市场，后续通过持续整合仪征德修堂、扬州明宣大药房、兴阳和大药房等药房后持续深耕，老百姓在江苏省市占率从2016年的1.52%迅速提升至2018年的5.09%。老百姓通过并购快速实现跨省扩张，目前已布局21个省市。从并购整合效果分析，整体并购标的质地较优且价格合理，业绩承诺顺利完成。根据过往披露的并购信息进行统计，老百姓收购标的平均价格为PS 0.97倍，平均单店营收241.01万元，在当地市占率均值为1.72%，收购标的平均业绩承诺完成率113%。

● 自建门店：盈利能力强，以“近医院，进乡镇”渗透性方针持续扩张

公司自建门店平均盈亏平衡周期1.5年，行业内具备较强的盈利能力和深耕扩张优势。老百姓把门店分为旗舰店、大店、中小成店，以“近医院，进乡镇”的渗透性拓展方针进行布局，2018年拥有直营门店3289家，覆盖华中、华南、华北、华东、西北等地区。其中，旗舰店选址多在客流量大的商业中心或者是医院旁边，承接处方外流且药品品种种类齐全，旗舰店营收占比约28%（高于益丰7%的比例）；中小成店从2014年的830家增长至2018年的2970家，年复合增速约37.54%，老百姓在乡镇等县级地区中小成店占比增速显著，符合公司“进乡镇”的拓展方针。此外，公司于2013年开始试点处方共享，目前已经布局80家DTP药房，承接343个处方药品种，DTP药房销售从2016年的1.38亿元增长至2018年的5.19亿元，年复合增速高达94.07%。

● 加盟模式：老百姓加盟模式成熟，有望迅速填补空白市场

老百姓于2016年正式布局加盟业务，2019Q1加盟店数量达749家，已覆盖全国15个省市，老百姓加盟店数量位于四家上市药房之首，加盟模式最为成熟。加盟模式主要的盈利模式是对加盟商收取配送费用，配送费的毛利率约8%-10%，净利率约2%-3%（2019Q1公司整体净利率5.83%），轻资产属性的加盟模式具备较强盈利能力。通过正文的敏感性分析，我们认为：加盟提速扩张对公司业绩具有较大的提振作用。

● 门店注重精细化运营，渠道品牌溢价凸显

门店精细化管理体现在优化库存管理、严控费用、掌握医保资源、有效管理会员等多个维度，2018年老百姓存货周转天数仅为88.66天，为四家上市药房最低（均值为106.13天）；销售费用率为22.78%，显著低于其余三家上市药房。

● 盈利预测与估值：

预计公司2019-2021年对应EPS分别为1.91、2.37、2.93元，对应36倍、30倍、24倍PE。首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级。

● 风险提示：门店扩张不达预期、网售处方药放开、处方外流不达预期等

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	9471.09	11702.42	14341.56	17592.17
同比(%)	26.26%	23.56%	22.55%	22.67%
归属母公司净利润	435.04	547.81	679.32	840.35
同比(%)	17.32%	25.92%	24.01%	23.70%
每股收益(元)	1.52	1.91	2.37	2.93
P/E	45.71	36.30	29.27	23.67
P/B	6.53	5.78	5.07	4.39

数据来源：IFind、公司公告、广证恒生

强烈推荐

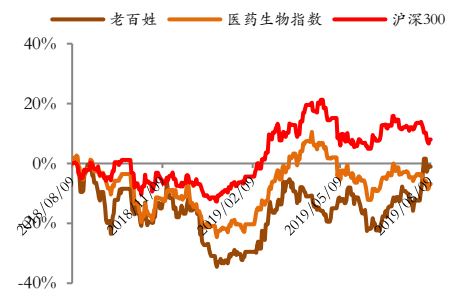
现价: 85.95

目标价: 69.40

股价空间: 24%

医药生物行业

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
老百姓	13.77	13.24	41.63
医药生物	-3.31	-4.59	16.89
沪深300	-3.26	-1.64	12.99

基本资料

总市值(亿元)	194
总股本(亿股)	2.87
流通股比例	33.04%
资产负债率	60.29%
大股东	老百姓医药集团有限公司
大股东持股比例	34.81%

相关报告

广证恒生-行业深度-零售药房专题报告-从融资、并购、整合、自建、加盟五个维度评估药房的扩张能力和剖析其投资价值-2019.7.30

广证恒生-医药零售专题报告-杜邦分析庖丁解牛，鉴别零售药房核心竞争力与业绩驱动力-20180626

广证恒生-零售药房专题系列报告一-鉴美国经验以研判国内零售药房行业整合趋势-2018.3.6



目录

目录	2
图表目录	3
1. 老百姓：以华中为根据地，逐步扩张至全国	5
1.1 广覆盖、倡导“平价超市药店”模式的国内医药零售龙头	5
1.2 实控人合计持有股份 36.82%，29 家子公司覆盖医药零售、批发、制造等领域	5
1.3 股权激励充分惠及大部分核心人员	6
1.4 公司业绩稳步增长，产品结构不断优化	7
1.5 以华中地区为根据地，逐步扩张至全国	9
2. 充分发挥资本市场融资功能，支撑公司快速扩张	9
2.1 善于利用资本市场，至今累计融资超 30 亿元	9
2.2 现有资金和银行授信保障未来三年公司持续扩张	10
2.3 成立产业并购基金，加快外延发展	10
3.“并购+自建+加盟”多模式推行，快速全国扩张	11
3.1 并购战略明晰且外延能力突出，全国快速整合	11
3.1.1 并购区域龙头且辐射基层市场，实现跨省快速扩张	11
3.1.2 以合理价格并购优质标的，实现快速跨省扩张	13
3.1.3 借助强大整合能力，老百姓大部分并购标的业绩承诺顺利完成	14
3.2 以“近医院，进乡镇”渗透性方针自建门店扩张	15
3.2.1 老百姓凭借高效自建能力，持续优化全国布局	15
3.2.2 以“近医院，进乡镇”渗透性拓展方针合理布局门店	16
3.2.3 率先布局 DTP 药房，积极承接外流处方	18
3.2.4 开展慢病管理和开设中医馆，形成多个病种的专业服务体系	19
3.3 老百姓加盟模式成熟，有望迅速填补空白市场	20
3.3.1 2016 年正式布局加盟模式，目前加盟店数量为四家上市药房之首	20
3.3.2 通过统一管理和赋能保证加盟店运营质量，老百姓加盟模式行业领先	20
3.3.3 加盟模式具备轻资产扩张属性，利好公司快速填充空白市场	22
3.3.4 老百姓加盟模式对业绩弹性的测算	22
4. 门店注重精细化运营，渠道品牌溢价凸显	22
4.1 门店精细化管理，存货周转和费用管控严格高效	22
4.2 老百姓等上市药房毛利率高于行业均值，渠道和规模优势显现	24
5. 盈利预测与估值分析	25
5.1 营业收入拆分与盈利预测	25
5.2 横向对比估值：老百姓目前估值处于历史中下水平	27
5.3 纵向对比估值：相对于益丰和大参林，老百姓估值存在提升空间	27
6. 风险提示：	28



图表目录

图表 1.	覆盖中国 21 省的大型医药连锁企业, 建立自有营销网络.....	5
图表 2.	实际控制人为谢子龙、陈秀兰夫妇, 子公司覆盖多个领域.....	6
图表 3.	老百姓 2019 年限制性股票激励计划.....	6
图表 4.	激励对象名单及授予情况	7
图表 5.	2019 年 Q1 营收 27.27 亿元, 同比增长 23.37%	7
图表 6.	2019 年 Q1 利润 1.59 亿元, 同比增长 22.13%	7
图表 7.	老百姓销售收入主要以中西成药、非药品、中药的销售为主.....	8
图表 8.	总体毛利率稳步上升, 从 2012 年的 36.56% 上升至 2016 年的 40.22%	8
图表 9.	2014-2018 年分地区营收占比	9
图表 10.	2018 年分地区市占率	9
图表 11.	老百姓各地区营收增长情况	9
图表 12.	四家上市药房历年融资情况梳理	9
图表 13.	未来三年老百姓扩张所需资金测算.....	10
图表 14.	四家上市公司截止 2019 年 Q2 融资情况 (单位: 百万元)	10
图表 15.	老百姓于安徽、甘肃、江苏并购模式: 并购区域龙头且辐射基层市场.....	11
图表 16.	老百姓通过并购区域龙头快速实现跨省扩张, 目前已布局 21 个省市.....	12
图表 17.	县域药品零售市场对比分析	13
图表 18.	老百姓历年并购标的梳理与分析	13
图表 19.	四家药房收购标的价格对比 (PS 值)	14
图表 20.	四家药房收购标的市占率对比	14
图表 21.	老百姓并购标的整合效果分析	14
图表 22.	益丰药房各收购标的整合效果分析.....	15
图表 23.	2018 年 H1 一心堂各地区经营情况梳理.....	15
图表 24.	四大上市药房自建门店盈利能力对比.....	16
图表 25.	老百姓历年新开自建门店数量	16
图表 26.	老百姓历年各类型门店数量情况梳理.....	17
图表 27.	老百姓各类门店营收占比	17
图表 28.	益丰药房各类门店营收占比	17
图表 29.	老百姓各类门店的日均坪效对比	18
图表 30.	四大上市药房布局 DTP 药房情况.....	18
图表 31.	老百姓 DTP 药房布局情况.....	18
图表 32.	老百姓 DTP 药房销售情况.....	18
图表 33.	老百姓糖尿病干预中心	19
图表 34.	老百姓慢病生活馆	19
图表 35.	糖尿病干预中心辐射周边药店和院边店.....	19
图表 36.	百杏堂中医馆提供专业服务, 与旗舰药店互相引流.....	20
图表 37.	各上市药房历年加盟店数量梳理和统计.....	20
图表 38.	通过统一管理和赋能, 保证加盟店具备直营水准.....	21
图表 39.	综合比对上市药房的加盟模式	21
图表 40.	药店加盟店盈利模式分析	22
图表 41.	加盟提速扩张对业绩弹性的敏感性分析.....	22
图表 42.	老百姓存货周转效率领先于行业	23
图表 43.	老百姓销售费用管控能力领先于行业.....	23
图表 44.	四大药房会员数量 (万人)	23



图表 45.	四大药房会员销售百分比 (%)	23
图表 46.	老百姓门店会员销售占比情况	23
图表 47.	四大药房医保门店数量 (间)	24
图表 48.	四大药房医保门店比例 (%)	24
图表 49.	老百姓销售人员人均产出领先行业.....	24
图表 50.	老百姓等上市药店, 具备渠道溢价能力, 毛利率领先于行业.....	25
图表 51.	老百姓 2019-2021 年营收拆分和预测	26
图表 52.	老百姓历年市盈率 PE (预测) 情况梳理.....	27
图表 53.	四大上市药房历年市盈率 PE (预测) 对比.....	27

1. 老百姓：以华中为根据地，逐步扩张至全国

1.1 广覆盖、倡导“平价超市药店”模式的国内医药零售龙头

老百姓自 2001 年创立以来，已成功开发了湖南、陕西等 21 个省级市场，拥有门店超 4000 家、总资产 77 亿元、员工 2 万余人、销售额逾 100 亿元，目前已成为覆盖中国 21 省的大型医药连锁企业。公司主要通过自有营销网络从事药品及健康相关商品的销售，经营商品包括中西成药、中药饮片、养生中药、健康器材、健康食品、个人护理品和生活用品等品类。除药品零售外，老百姓兼营药品批发与制造，同时大力发展 DTP 专业药房、中医馆和电子商务 O2O 等业务。老百姓是国内零售药店行业“平价超市药店”模式的先行者，具有良好口碑和广泛认知度。

图表1. 覆盖中国 21 省的大型医药连锁企业，建立自有营销网络



资料来源：公司官网、WIND、广证恒生

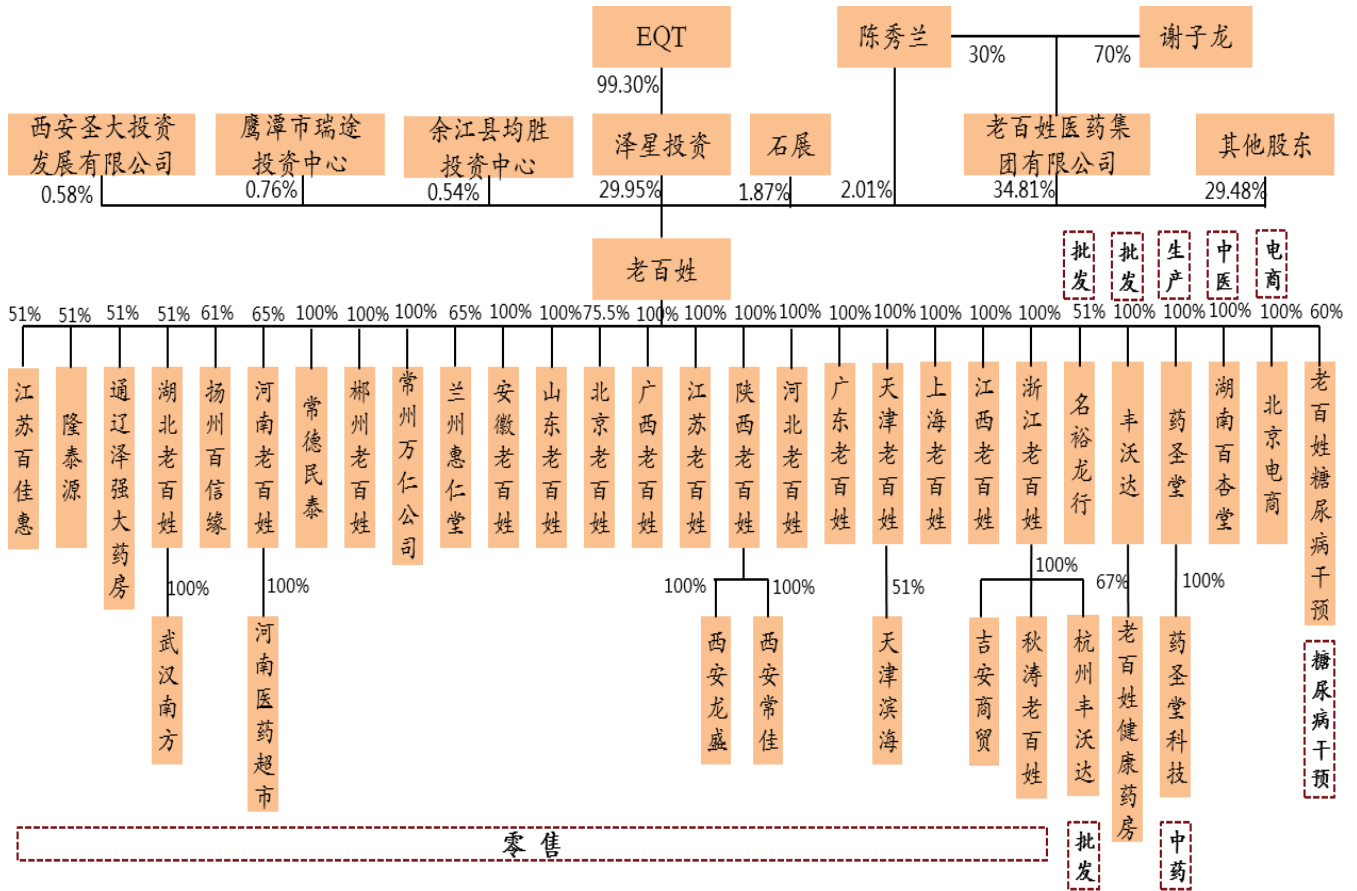
1.2 实控人合计持有股份 36.82%，29 家子公司覆盖医药零售、批发、制造等领域

公司共同实际控制人为谢子龙、陈秀兰夫妇。其中，谢子龙、陈秀兰夫妇通过医药集团间接持有公司股份 34.81%，陈秀兰直接持有公司股份 2.01%，公司股权较为集中。公司第二大股东为泽星投资，持有上市公司股权 29.95%。

除了零售药房之外，公司还布局医药批发、加工生产、中医中药、电商等业务，与下游零售连锁业务形成有效协同。



图表2. 实际控制人为谢子龙、陈秀兰夫妇，子公司覆盖多个领域



资料来源：招股说明书，2019 年一季报，公开发行可转债募集说明书，广证恒生

1.3 股权激励充分惠及大部分核心人员

2019 年 3 月，公司发布 19 年限制性股票激励计划，拟向公司高管及其他核心技术（业务）人员等 207 人以发行股票的方式实施限制性股票激励方案。该方案首次授予数量为 161.11 万股，约占公司总股本的 0.56%。

图表3. 老百姓 2019 年限制性股票激励计划

	内容
限制性股票首次授予日	2019 年 3 月 28 日
限制性股票首次授予数量	161.1099 万股
限制性股票首次授予人数	207 人
限制性股票首次授予价格:	30.12 元/股
股票来源	公司向激励对象定向增发的本公司 A 股普通股股票
授予限制性股票登记日	2019 年 4 月 24 日
授予限制性股票登记数量	161.1099 万股

资料来源：公司公告、广证恒生

从激励范围来看, 7名高管中, 1名执行总裁(王黎), 4名副总裁(杨芳芳、王琴、胡健辉、张林安), 1名副总裁兼财务负责人(朱景炀), 各授予2.62万股, 占比1.48%, 董秘(张钰), 授予1.97万股, 占比1.11%。本次股权激励授予高级管理人员的数量占方案总数不足10%, 绝大多数授予其他核心人员, 方案具有普惠性。这一方案的实施有望进一步稳定现有管理团队, 充分调动员工积极性。

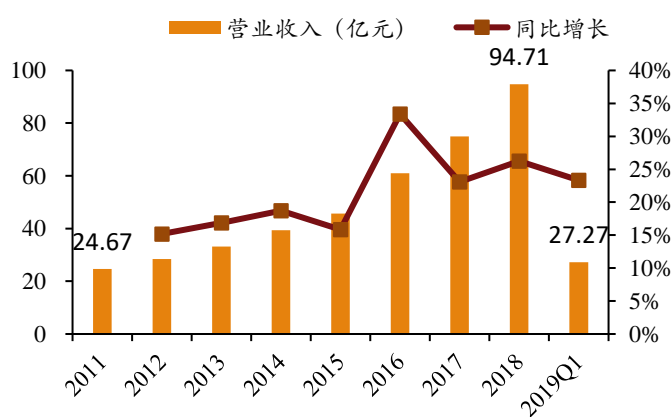
图表4. 激励对象名单及授予情况

类型	人数	获授限制性股票数量(万股)	占限制性股票总数的比例(%)	占公司目前总股本的比例(%)
高级管理人员	7	17.6877	9.97	0.0621
王黎	1	2.6204	1.48	0.092
杨芳芳	1	2.6204	1.48	0.092
王琴	1	2.6204	1.48	0.092
朱景炀	1	2.6204	1.48	0.092
胡健辉	1	2.6204	1.48	0.092
张林安	1	2.6204	1.48	0.092
张钰	1	1.9653	1.11	0.069
其他核心人员	200	143.4222	80.81	0.5033
小计	207	161.1099	90.77	0.5654
预留部分		16.3773	9.23	0.0575
合计		177.4872	100	0.6229

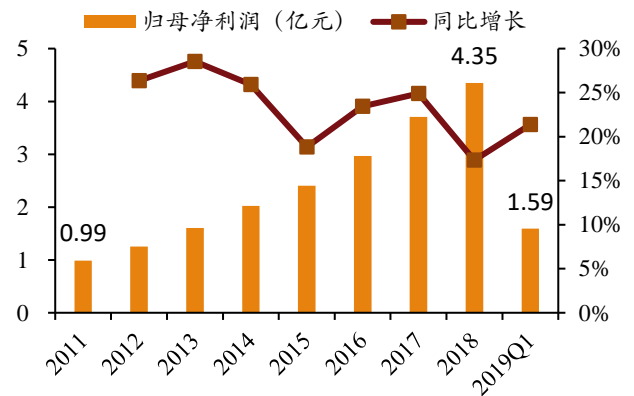
资料来源: 公司公告、广证恒生

1.4 公司业绩稳步增长, 产品结构不断优化

经营业绩分析, 公司营业收入从2011年的24.67亿元增长到2018年的94.71亿元, 年复合增长率约为21.19%; 归母净利润从2011年的0.99亿到2018年的4.35亿元, 年复合增长约为23.35%。其中, 2019年第一季度营业收入27.27亿元, 同比增长23.37%, 归母净利润实现1.59亿元, 同比增长22.13%。

图表5. 2011-2018年营收, 年复合增速为21.2%


资料来源: 公司公告、WIND、广证恒生

图表6. 2011-2018年利润, 年复合增速为23.35%


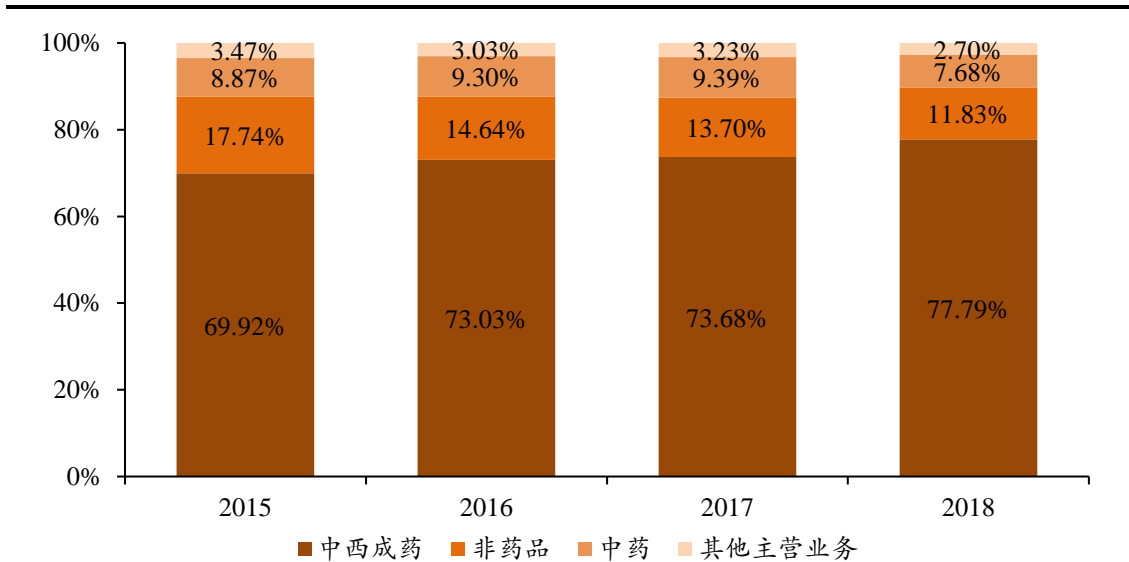
资料来源: 公司公告、WIND、广证恒生

营收构成分析，公司收入主要来源是医疗零售业务，2018 年零售业务营业收入占总收入的比例超过 88%，其中以中西成药、非药品、中药的销售为主。

- **中西成药**：营业收入从 2014 年的 26.66 亿元增长至 2018 年的 73.67 亿元，复合增长率为 28.93%；
- **非药品**：营业收入从 2015 年的 8.10 亿元增长至 2018 年的 11.20 亿元，复合增长率为 11.41%；
- **中药**：营业收入从 2015 年的 4.05 亿元增长至 2018 年的 7.27 亿元，复合增长率为 21.53%。

近年来，中西成药、非药品、中药饮片销售占营业收入稳中有升，其中中西成药销售占比增幅最大，2014 年到 2018 年，从 69.92% 稳步提升到 77.79%，产品结构向最适合公司的最优结构调整。

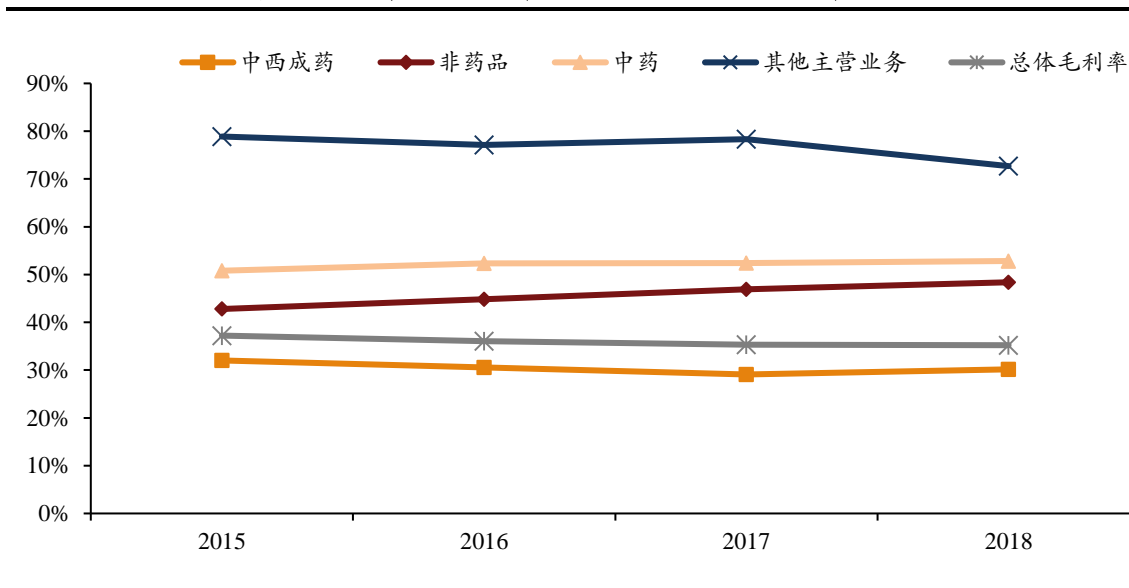
图表7. 老百姓销售收入主要以中西成药、非药品、中药饮片的销售为主



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

盈利能力分析，公司近 5 年毛利率均值为 36.16%。其中，2018 年整体毛利率为 35.21%，主要产品中西成药、非药品、中药的毛利率分别约为 30.16%、48.38%、52.83%。

图表8. 总体毛利率稳步上升，从 2012 年的 36.56% 上升至 2016 年的 40.22%



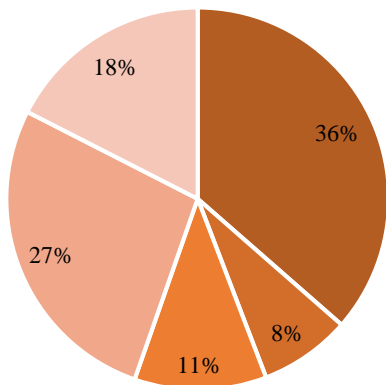
资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

1.5 以华中地区为根据地，逐步扩张至全国

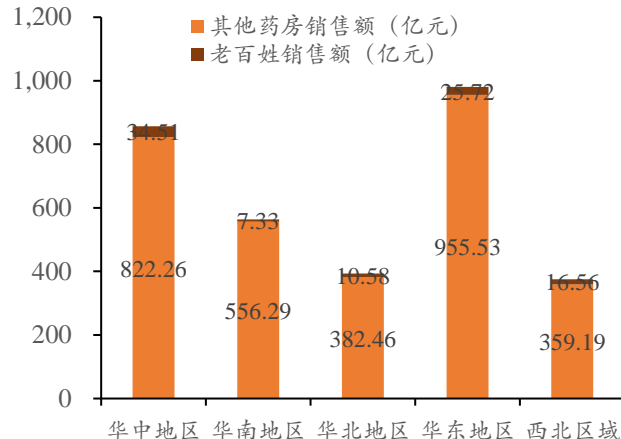
老百姓门店布局范围覆盖全国大部分重点省份，其中，华中地区为公司的根据地，2018 年华中区域的营收占比 36%，市占率达 14.75%。华南、华北、华东、西北地区市占率分别为 1.30%、2.69%、2.62%、4.41%。

图表9. 2014-2018 年老百姓分地区营收占比

■ 华中区域 ■ 华南区域 ■ 华北区域 ■ 华东区域 ■ 西北区域



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

图表10. 2018 年分地区市占率


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

从各地区营收增速分析，根据地华中地区保持稳健增长，2016-2018 年 CAGR 为 16.84%，华东地区和华北地区目前加速扩张，2016-2018 年 CAGR 分别为 32.01%、62.43%。老百姓以华中地区为根据地，正逐步扩张至全国。

图表11. 老百姓各地区营收增长情况

	华中区域	华东区域	西北区域	华北地区	华南区域	合计
2016	25.28	14.76	11.00	4.01	5.90	60.94
2017	29.62	17.48	15.80	5.57	6.53	75.01
2018	34.51	25.72	16.56	10.58	7.33	94.71
CAGR	16.84%	32.01%	22.70%	62.43%	11.46%	24.67%

资料来源：公司公告、广证恒生

2. 充分发挥资本市场融资功能，支撑公司快速扩张

2.1 善于利用资本市场，至今累计融资超 30 亿元

截止到 2019 年 H1，老百姓累计融资 30.26 亿元，为外延并购储备了充足资本。其中，IPO 融资 10.99 亿元，上市后增发 8 亿元，发行可转债 3.27 亿元，短融等 8 亿元。

图表12. 四家上市药房历年融资情况梳理

公司	IPO	增发	可转债	短融/中票/公司债	总额
益丰药房	778.8	1,953.45	0	0	2732.25
一心堂	794.22	900	602.64	2000	4296.86
老百姓	1,099.47	800	327	800	3026.47
大参林	989.05	0	1000	0	1989.05

资料来源：公司公告、广证恒生

2.2 现有资金和银行授信保障未来三年公司持续扩张

根据 2018 年年报, 公司现金余额约 11.18 亿元, 2019-2021 年按照自建 400 家、500 家、600 家门店 (自建成本 60 万元/家), 并购 350 家、400 家、500 家门店 (并购单店营收 254 万元/家、平均持股 70%、并购价格 PS=1) 进行测算, 预计未来 3 年扩张门店合计需要外部融资 16.92 亿元。截止于 2018 年底, 老百姓获得银行授信金额 44.01 亿元, 已使用银行授信 19.09 亿元, 剩余银行授信 24.92 亿元, 银行授信额度充足, 保障公司后续 3 年门店持续扩张所需资金。

图表13. 未来三年老百姓扩张所需资金预测测算

	2019E	2020E	2021E	合计
期初现金余额 (亿元)	11.18	11.70	14.34	37.23
经营现金流净值 (按净利润估算, 亿元)	5.48	6.79	8.40	20.67
投资现金流净值 (亿元)	-8.61	-10.10	-12.48	-31.19
自建门店成本 (亿元)	-2.40	-3.00	-3.60	
自建门店数量 (家)	400	500	600	
自建门店成本 (万元)	-60	-60	-60	
外延并购成本 (亿元)	-6.21	-7.10	-8.88	
并购门店数量 (家)	350	400	500	
并购单店营收 (万元/年)	254	254	254	
并购平均持股比例	70%	70%	70%	
并购价格 PS	1	1	1	
最低现金余额	11.70	14.34	17.59	43.64
最低现金余额/营收	10%	10%	10%	
营业收入	117.02	143.42	175.92	
现金缺口 (亿元)	-3.66	-5.95	-7.32	-16.92

资料来源: IFind、公司公告、广证恒生

2.3 成立产业并购基金, 加快外延发展

2019 年 1 月公司与鲲鹏资本、山东新旧动能、湖南光控星宸等企业就成立基金一事达成初步合作意向, 拟以自有资金 ≤2 亿元, 持股比例 ≤20%, 参与投资设立预计规模 10.05 亿元 (6 亿 ≤ 规模 ≤ 12 亿) 的健康产业投资基金威海鲲鹏 (有限合伙), 投资医药零售连锁企业及高度协同行业的相关标的。这是继 2017 年公司设立湖南天晖长银后第二次成立产业并购资金, 这有利于老百姓储备拟并购项目, 加快公司外延并购进程, 巩固全国连锁药店龙头地位, 降低门店整合风险。

图表14. 四家上市公司截止 2019 年 Q2 融资情况 (单位: 百万元)

投资基金名称	基金规模 (亿元)	基金期限	设立方		出资金额 (万元)	出资比例 (%)
威海鲲鹏健康投资合伙企业 (有限合伙)	10.05	5 年	普通合伙人	鲲鹏 (威海) 健康	500	0.50%
		投资期 3 年	有限合伙人	老百姓大药房	20,000	20%
		退出期 2 年	有限合伙人	山东新旧动能	25,000	25%
			有限合伙人	光控星宸	10,000	10%
			有限合伙人	其它社会资本	45,000	45%

资料来源: Wind、公司公告、广证恒生

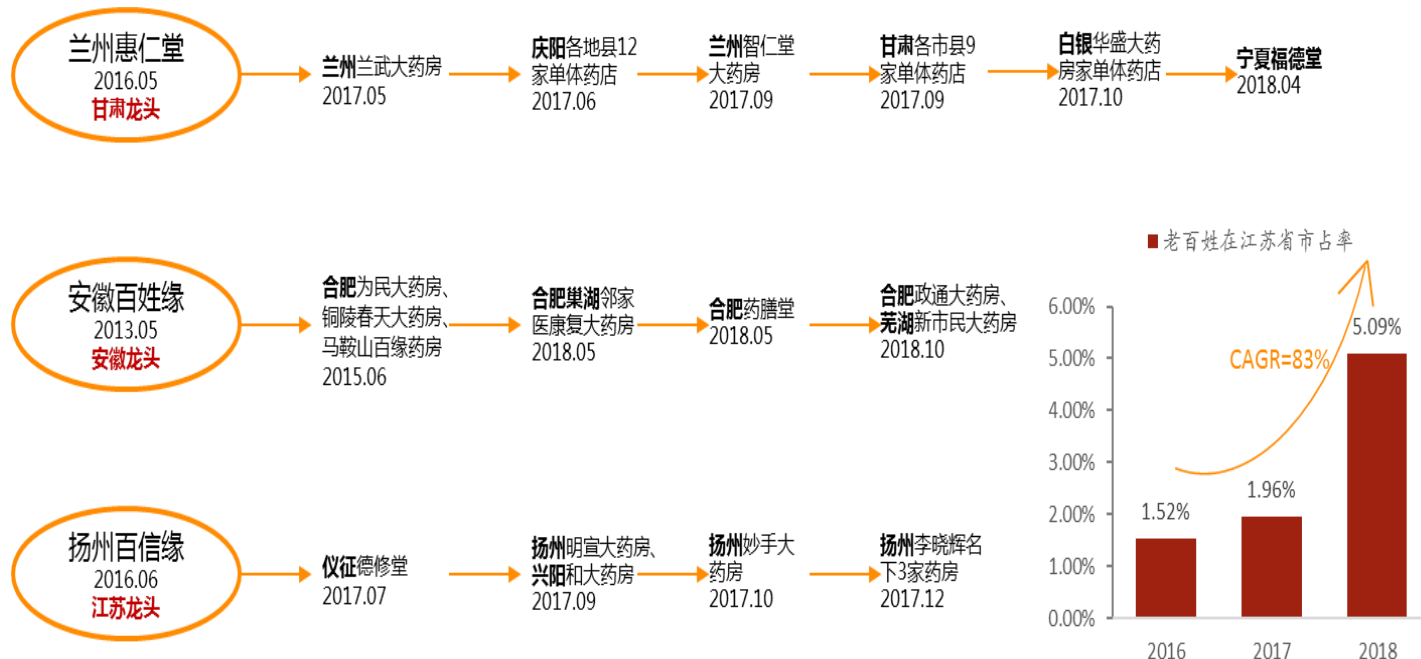
3.“并购+自建+加盟”多模式推行，快速全国扩张

3.1 并购战略明晰且外延能力突出，全国快速整合

3.1.1 并购区域龙头且辐射基层市场，实现跨省快速扩张

老百姓通过收购区域龙头，利用龙头标的的强影响力纵向并购拓展市场，同时实现跨省扩张和省内深耕。以安徽、甘肃、江苏三省的并购为例，老百姓的收购模式皆为“收购龙头标的，辐射二三四线城市”，此模式使老百姓快速打入新兴市场，并迅速提高当地市场的市占率（老百姓在江苏省市占率从2016年的1.52%迅速提升至2018年的5.09%）。

图表15. 老百姓于安徽、甘肃、江苏并购模式：并购区域龙头且辐射基层市场



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

老百姓通过并购区域龙头快速实现跨省扩张，目前已布局21个省市。2009年1月，公司完成第一次规模收购，通过收购湘潭海诚大药房稳固湖南省市场；从2011年至2018年，公司通过收购万仁大药房、控股扬州百信缘进入江苏省市场，收购宝庆大药房、安徽百姓缘进入安徽市场，收购杏林医药进入河南市场，收购通辽泽强进入内蒙古市场，控股收购兰州惠仁堂进入甘肃省市场。

图表16. 老百姓通过并购区域龙头快速实现跨省扩张，目前已布局 21 个省市



资料来源：公司官网、广证恒生

县域药品零售终端成长增速快且格局分散，具备较大整合空间。针对，县域市场“运营能力弱、盈利能力低”等痛点，老百姓以“收购龙头标的，辐射二三四线城市”的扩张方式逐步下沉，通过借助品牌、管理等优势，有望快速整合县域市场。

- **县域药品零售市场规模较大且格局分散，具备整合空间：**2018 年县域零售药店市场规模达 1386 亿元，全国零售药店市场占比超过 36%，县域零售市场的连锁化率为 49.45% 低于全国水平 51.8%，县域市场规模较大且格局分散，具备整合空间。
- **县域药店运营和盈利能力偏低，龙头药房整合具备竞争优势：**超过 50.90% 县域药店毛利率低于行业均值 30.23%（老百姓毛利率超过 35%），2018 年县域药店 66.80 万元/年的单店营收低于全国行业均值 78.57%，盈利能力偏低；此外，县域药店员工流动性较大，人均守备率低，医保门店占比低，在运营能力、服务能力、医保资源等方面全面落后于龙头药店，龙头药房整合县域药店市场具备竞争优势。

图表17. 县域药品零售市场对比分析

对比指标		全国药品零售市场	县域药品零售市场
整合空间	市场规模	2015年：3092亿元 2018年：3842亿元	2015年：1125亿元 2018年：1386亿元
	市场占比	--	2015年：36.38% 2018年：36.07%
	连锁化率	2015年：49.40% 2018年：51.80%	2015年：43.90% 2018年：49.45%
盈利能力	单店营收	2015年：69.02万元 2018年：78.57万元	2015年：58.20万元 2018年：66.80万元
	毛利率	2015年：29.63% 2018年：30.23%	2015年：50.90% 县域药店毛利率低于30%
运营能力	人均守备率	2016年：21.6平方米/人	2016年：19平方米/人
	员工流动率	2016年：6%	2016年：8%
	医保门店占比	87.08%（老百姓）	2015年：59%

资料来源：中国药店、中康咨询、广证恒生

3.1.2 以合理价格并购优质标的，实现快速跨省扩张

老百姓善于通过合理价格跨区域收购优质标的抢占市场。其中，收购标的多为优质区域龙头，当地市场占有率高且营收状况良好，有利于帮助公司实现快速跨省扩张。

- **收购区域龙头，质地较优且价格合理，利好公司快速跨省扩张：**根据过往披露的并购标的信息进行统计，老百姓收购标的平均价格（当年PS）为0.97倍，平均单店营收241.01万元，当地市场占有率均值为1.72%。

图表18. 老百姓历年并购标的梳理与分析

收购标的	收购股份	覆盖省份	收购年份	收购价格(PS)	门店	单店营收(万元)	省市占率
庆和堂大药房	100%	江苏	2015	0.99	30	297.44	1.02%
康一馨大药房	100%	湖南	2015	0.66	55	290.91	1.64%
兰州惠仁堂	65%	甘肃	2015	1.03	143	365.03	6.74%
扬州百信缘	65%	江苏	2016	0.68	43	444.99	1.52%
通辽泽强大药房	51%	内蒙古	2017	0.59	216	213.63	4.18%
新普泽大药房	51%	江苏	2017	0.75	60	372.14	1.61%
百家惠苏禾	51%	江苏	2017	0.70	103	66.3	0.09%
参芝林	100%	广西	2018	1.04	16	132.31	0.13%
药膳堂大药房	100%	安徽	2018	2.47	16	63.22	0.07%
三品堂	55%	江苏	2018	0.84	24	164.17	0.24%
均值				0.97	71	241.01	1.72%

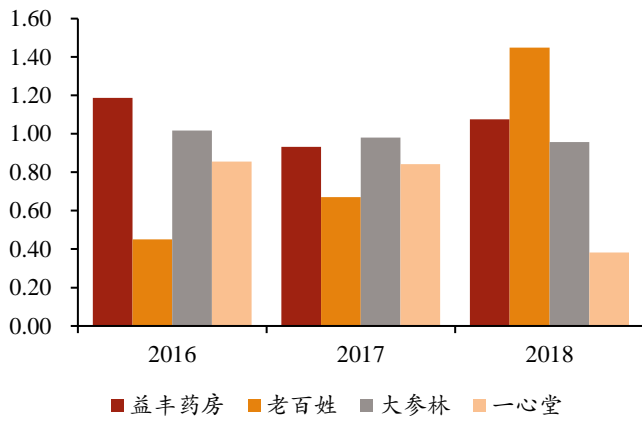
资料来源：公司公告、广证恒生

- **比对四家上市药房，老百姓以合理价格在全国范围内发起并购，具备先发优势：**

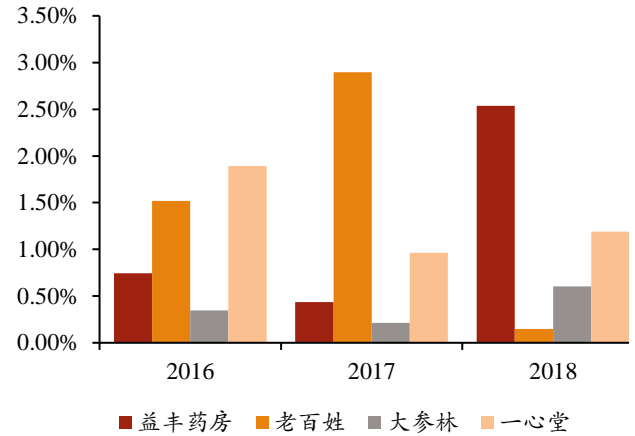
- (1) **并购区域层面**，益丰药房、老百姓在全国范围进行并购，一心堂并购区域主要集中在云贵川地区，大参林多数并购集中于广东、河南和华东地区，过去并购规模较小；
- (2) **并购价格层面**，益丰药房、老百姓、大参林、一心堂近三年平均并购价格PS分别为0.88、

0.86、0.99、0.97。其中，益丰药房、老百姓个别并购价格较高（如益丰药房并购河北的新兴药房，PS 约 1.77；老百姓并购安徽的药膳堂大药房，PS 约 2.47），但整体平均并购价格较为合理；

(3) 并购标的的质量层面，老百姓持续并购优质标的（特别是 2016-2017 年，并购标的的平均当地市占率分别为 1.52% 和 2.90%，显著高于行业），在抢占稀缺优质并购标的上具备先发优势。

图表19. 四家药房收购标的的价格对比 (PS 值)


资料来源：WIND、公司公告、中国药店、广证恒生

图表20. 四家药房收购标的的市占率对比


资料来源：WIND、公司公告、中国药店、广证恒生

3.1.3 借助强大整合能力，老百姓大部分并购标的业绩承诺顺利完成

老百姓拥有强大的整合能力，标的被收购后营业收入均有提高，大部分门店的利润体量得以提升，业绩承诺基本完成。其中，典型并购标的惠仁堂、百姓缘、通过泽强的成长能力、盈利能力均得以提升，且基本完成承诺业绩，收购标的平均业绩承诺完成率 113%。

图表21. 老百姓并购标的的整合效果分析

老百姓	收购前				VS	收购后			
	标的	营收 (万元)	利润 (万元)	净利率		业绩承诺 (万元)	营收 (万元)	利润 (万元)	净利率
	通过泽强	14,999.36	782.91	5.22%	3,000	93,975.35	4,002	4.26%	133.40%
	兰州惠仁堂	89,825.81	5,471.39	6.09%	5,180	100,557.00	5,021	4.99%	96.93%
	扬州百信缘	30,069.64	1,266.48	4.21%	1,400	39,782.00	1,761	4.43%	125.79%
	南通普泽	17,460.88	1,315.92	7.54%	1,357	21,559.00	1,556	7.22%	114.66%
	安徽邻加医	-	-	-	588	13,169.00	545	4.14%	92.69%
	江苏百佳惠	-	-	-	731	18,470.00	1,038	5.62%	142.00%
	镇江华康	-	-	-	552	10,422.00	529	5.08%	95.83%
	隆泰源	-	-	-	779	13,537.00	806	5.95%	103.47%

资料来源：WIND、公司公告、广证恒生

对比益丰药房和一心堂的整合效果，我们认为：老百姓、益丰药房的异地整合能力更优。其中，益丰药房以新兴药房为例，并购后第二年其成长能力、盈利能力均得以提升，且基本完成承诺业绩；一心堂于 2015 年开始正式切入川渝市场，2018 年 Q1 开始实现盈利，改善明显。

- **益丰药房并购新兴药房，并实现快速整合：**（1）从成长能力看，收购前，2017 年归母净利润同比增速 22.53%；收购后，2018 年归母净利润同比增速 48.66%；（2）从盈利能力看，新兴药房的净



利率稳步提高,从2016年的5.08%上升到2018年二季度的5.74%;三费比率也有所下降,从2016年的29.52%,下降到2018年二季度的26.82%;(3)从业绩承诺看,新兴药房承诺2018、2019、2020年的归母净利润分别达到6,500万元、8,450万元、9,950万元。2018年实际完成归母净利润为6,391.13万元,完成率98.33%。

图表22. 益丰药房各收购标的整合效果分析

益丰药房	收购前				VS	收购后			
	标的	营收(万元)	利润(万元)	净利率		业绩承诺(万元)	营收(万元)	利润(万元)	净利率
新兴药房	90491.63	4,299.23	4.99%	6,500.00		49,914.67	6391.13	5.74%	98.33%
九州大药房	20,593.95	1,482.76	7.20%	1,725.00		-	2,015.18	-	116.82%
上虹大药房	23,184.96	1,035.60	4.47%	1,340.00		-	1,551.90	-	115.81%
市民大药房	14,184.25	1,416.55	9.99%	1,300.00		-	1,646.61	-	126.66%

资料来源:公司公告、WIND、广证恒生

- 一心堂以并购+自建形式切入川渝市场:川渝地区门店从2015年的256家提升至2019Q1的916家;历经3-4年时间,于2018年Q1改善明显并实现盈利,2018年H1川渝地区交易次数、客单价分别同比增长45.76%、1.29%,营收端同比增长47.64%。

图表23. 2018年H1一心堂各地区经营情况梳理

布局区域	销售占比	交易次数同比增长	客单价同比增长	营收同比增长
云南	69.81%	10.55%	3.64%	14.57%
川渝	12.89%	45.76%	1.29%	47.64%
华南	10.98%	20.39%	-3.72%	15.91%
其它	6.31%	12.96%	-1.59%	11.16%
总计	100.00%	16.18%	1.48%	17.90%

资料来源:公司公告、WIND、广证恒生

3.2 以“近医院,进乡镇”渗透性方针自建门店扩张

3.2.1 老百姓凭借高效自建能力,持续优化全国布局

通过历史数据分析四家药房新建门店的盈亏平衡周期,我们认为:老百姓新建门店的盈亏平衡周期较短,行业内具备较强的盈利能力和区域深耕优势。

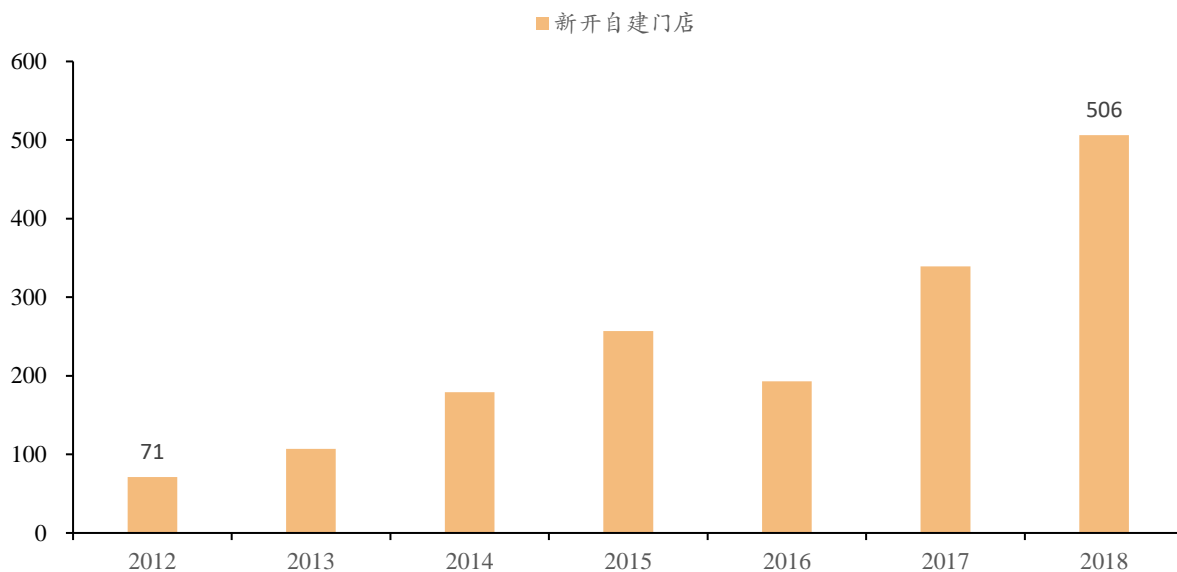
- 益丰药房:按照2012年新店营业数据,新店第一年、第二年、第三年单店利润分别为-15.43万元、-6.05万元、9.13万元,盈亏平衡周期约2年;
- 老百姓:按照2012年新店营业数据,新店第一年、第二年、第三年单店利润分别为-8.85万元、-12.98万元、22.47万元,盈亏平衡周期约1.5年;
- 大参林:按照2014年新店营业数据,新店第一年、第二年、第三年单店利润分别为-13.99万元、-1.22万元、7.30万元,盈亏平衡周期约2年。其中,省内、省外盈亏平衡周期分别为1.5和2年。
- 一心堂:按照招股说明书披露数据,新店盈亏平衡周期约22个月。

图表24. 四大上市药房自建门店盈利能力对比

公司	益丰药房			老百姓			大参林			一心堂		
	新开门店 营收	新开门店 利润	盈亏平衡 周期	新开门店 营收	新开门店 利润	盈亏平衡 周期	新开门店 营收	新开门店 利润	盈亏平衡 周期	新开门店 营收	新开门店 利润	盈亏平衡 周期
1-12个月	56.32	-15.43	平均2年 左右	109.98	-8.85	平均1.5年	49.35	-13.99	省内1-1.5 年, 省外 2-2.5年	--	--	平均2年 左右 (22个月)
12-24个月	123.55	-6.05		197.88	12.98		118.15	-1.22		--	--	
24-36个月	151.36	9.13		226.98	22.47		145.02	7.30		--	--	
数据来源	2012年新店数据			2012年新店数据			2014年新店数据			招股说明书数据		

资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

公司凭借着高效的自建门店扩张不断优化市场布局，自建扩张步伐持续加快，新增自建门店从 2012 年的 71 家提升至 2018 年的 506 家，2018 年公司拥有直营门店 3289 家，覆盖华中、华南、华北、华东、西北等地区。

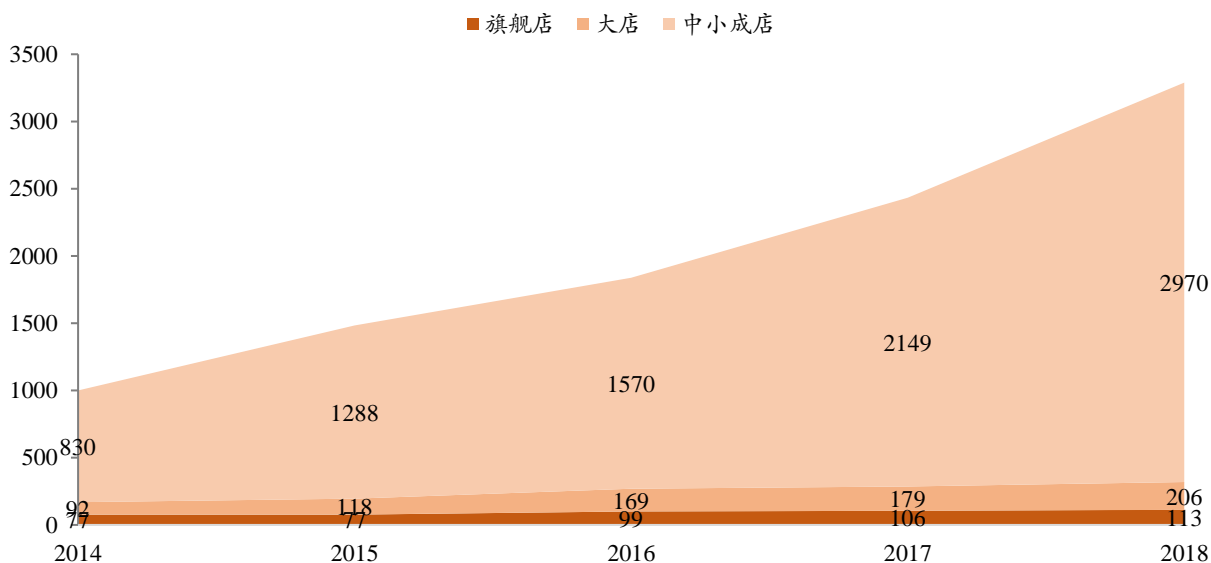
图表25. 老百姓历年新开自建门店数量


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

3.2.2 以“近医院，进乡镇”渗透性拓展方针合理布局门店

老百姓把门店分为旗舰店、大店、中小成店，以“近医院，进乡镇”的渗透性拓展方针进行合理布局。其中，旗舰店从 2014 年的 77 家增长至 2018 年的 113 家，多为院边店；中小成店从 2014 年的 830 家增长至 2018 年的 2970 家，年复合增速约 37.54%，老百姓在乡镇等县级地区中小成店占比增速显著，符合老百姓“进乡镇”的拓展方针。

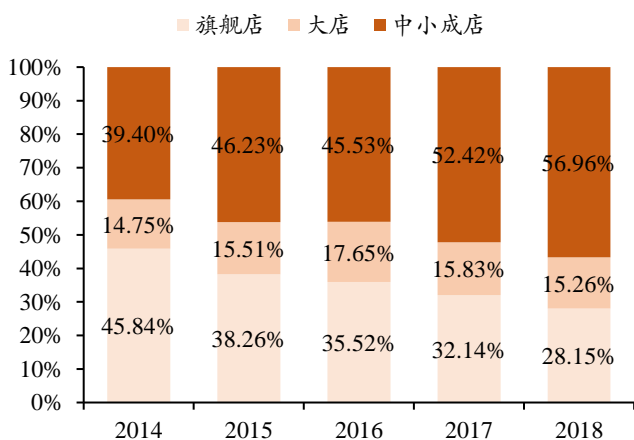
图表26. 老百姓历年各类型门店数量情况梳理



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

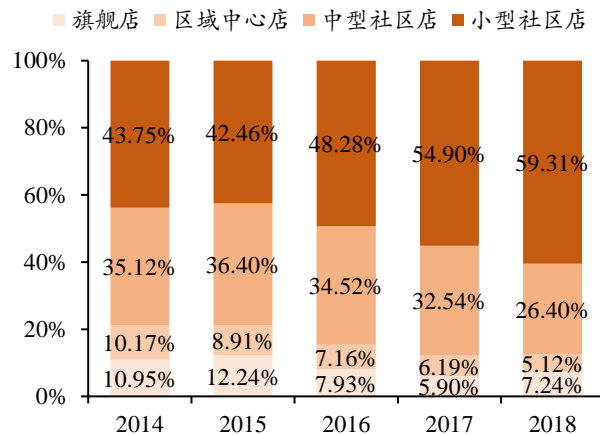
旗舰店选址多在客流量大的商业中心或者是医院旁边；旗舰店药品品种种类齐全，消费者选择更多；承接处方外流，旗舰店对整体营收起重要的作用。比较四家上市药店的门店类型设置，益丰药房和老百姓都设置了旗舰店；比较发现，老百姓旗舰店的营收贡献占比(28%)高于益丰药房(7%)。

图表27. 老百姓各类门店营收占比



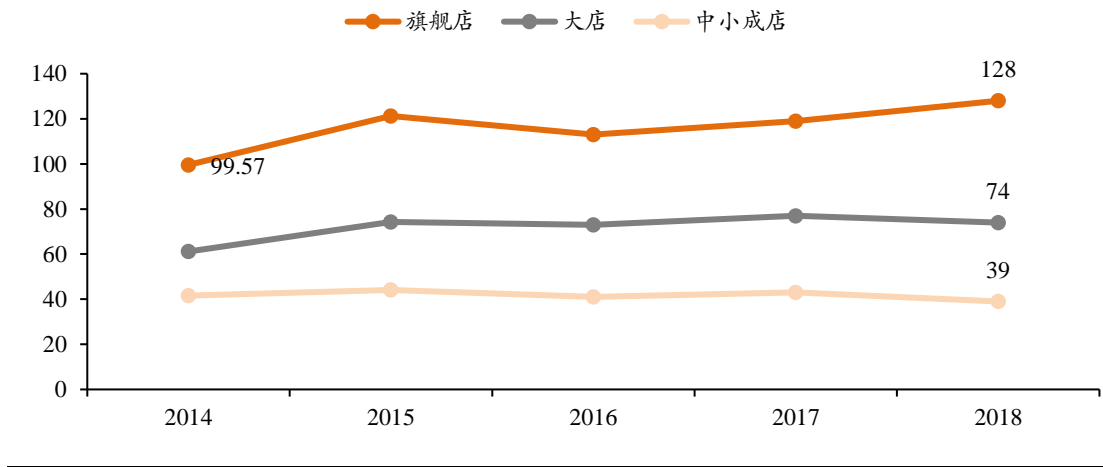
资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

图表28. 益丰药房各类门店营收占比



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

2018年，老百姓旗舰店、大店、中小成店的日均坪效分别为128元/平方米、74元/平方米、39元/平方米，旗舰店的日均坪效明显高于其他类型门店。受处方外流红利影响，旗舰店历年日均坪效持续稳步上升，老百姓旗舰店的日均坪效从2014年的99.57元/平方米提升至2018年的128元/平方米。

图表29. 老百姓各类门店的日均坪效对比


资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

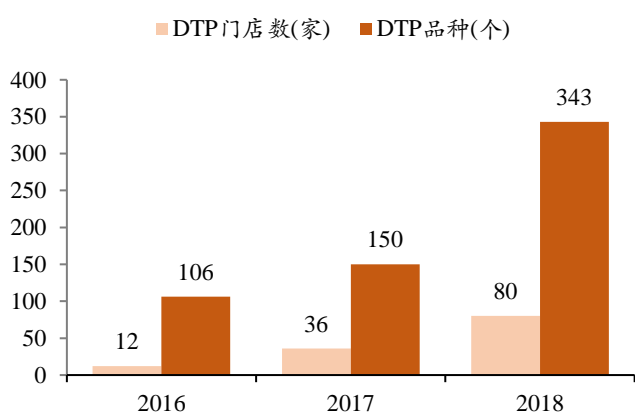
3.2.3 率先布局 DTP 药房，积极承接外流处方

老百姓于2013年开始试点处方共享，目前已经布局80家DTP药房，承接343个处方药品种，在行业当中处于领先地位。目前DTP药房保持快速增长态势，DTP药房销售从2016年的1.38亿元增长至2018年的5.19亿元，年复合增速高达94.07%，其中2018年销售同比增长84%。

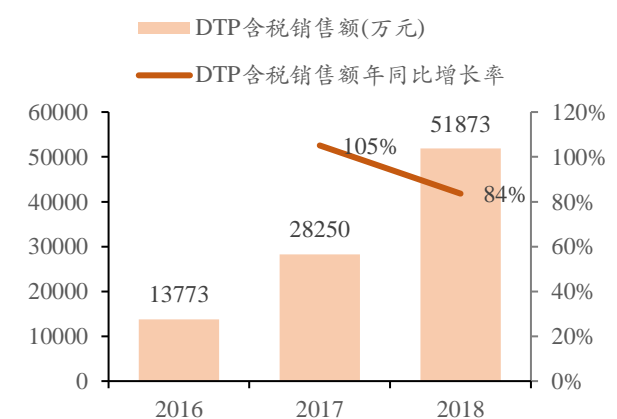
图表30. 四大上市药房布局 DTP 药房情况

	益丰药房	一心堂	老百姓	大参林
开始试点处方共享时间	2014	2016	2013	2013
合作平台	春雨医生、杏仁医生、微医、易复诊	易复诊	易复诊、微医	微问诊、易复诊
DTP 布局	20家药房 200个处方品种	-	80家药房 343个处方品种	30家药房

资料来源：中国药店、21世纪药店、联众医药网、广证恒生

图表31. 老百姓 DTP 药房布局情况


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

图表32. 老百姓 DTP 药房销售情况


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

3.2.4 开展慢病管理和开设中医馆，形成多个病种的专业服务体系

2014年首开慢病生活馆,已遍布全国重点城市(长沙、西安、北京、天津、上海、广州等):加入慢病生活馆的会员可享受专业咨询接待服务,每周两次免费检测血糖服务,每月领取《糖尿病健康及养生手册》,每季度参加专家健康讲座或义诊活动。

- **糖尿病干预中心提供技术支持:**2016年10月26日,由老百姓大药房与国家中医药管理局亚健康干预技术实验室共同设立的“老百姓糖尿病干预中心”正式成立,系国内唯一的糖尿病干预技术的专业机构用。
- **糖尿病干预中心试点成功,并开放专业药房加盟机会:**开业当年,已接待300名糖尿病患者调理。2019年,糖尿病干预中心现开放加盟。

图表33. 老百姓糖尿病干预中心



资料来源:广证恒生

图表34. 老百姓慢病生活馆



资料来源:广证恒生

- **糖尿病干预中心辐射周边药店和院边店:**糖尿病干预中心附近2公里内,有10家老百姓大药房,附近还有多家医院,协同效应明显。

图表35. 糖尿病干预中心辐射周边药店和院边店



资料来源:百度地图、广证恒生

百杏堂中医馆提供专业服务，与旗舰药店互相引流：百杏堂名医馆目前已在湖南长沙、陕西西安、浙江杭州、江苏扬州和常州等城市布局开馆。成立两年已成为湖南省民营机构中中医保有量最大的医疗机构，目前开设的名义重点专科有：中医儿科、妇科、不孕不育科、肿瘤科。日均就诊量超 1000 人。百杏堂中医馆选址大多在老百姓旗舰店周边，用优质的名医资源吸引客流。

图表36. 百杏堂中医馆提供专业服务，与旗舰药店互相引流



资料来源：百度地图、广证恒生

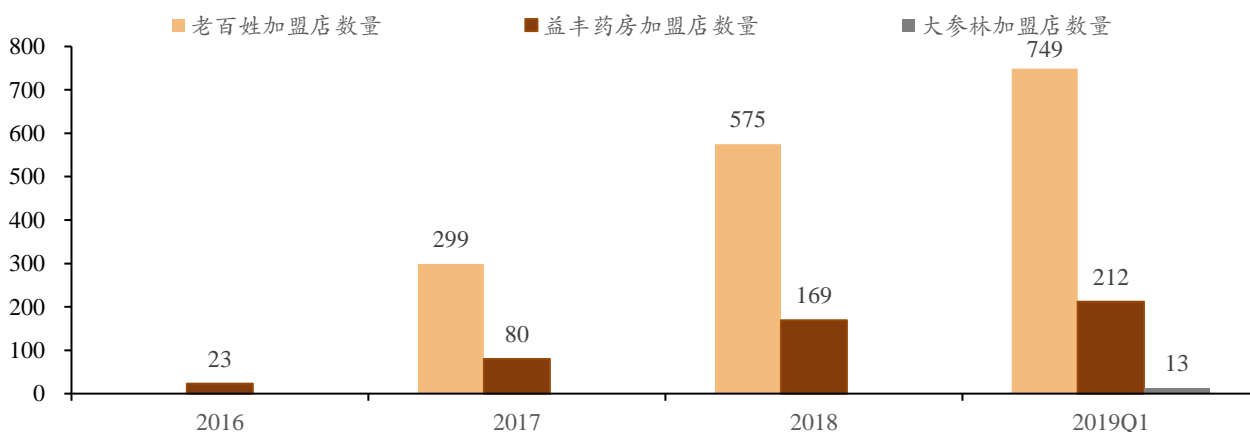
3.3 老百姓加盟模式成熟，有望迅速填补空白市场

3.3.1 2016 年正式布局加盟模式，目前加盟店数量为四家上市药房之首

加盟模式具备投资收益率高、投资金额小等优势，有利于药店的渠道下层和区域性深耕。通常直营店大多在省会、二三线城市布局，加盟店多在县乡、基层市场布局。一般药房在商品质量、采购配送、人员监管、加盟指导等层面对加盟店进行管理，通过收取管理费用、信息费用、配送费用实现盈利。

老百姓与 2016 年开始布局“健康药房”加盟业务，2017 年新增上海、浙江、广西三个省份的拓展，加大在空白区域版图扩张力度，2018 年，新开加盟店 290 家，2019Q1 加盟店数量达 749 家，已覆盖全国 15 个省市，老百姓加盟店数量位于四家上市药房之首，加盟模式最为成熟。

图表37. 各上市药房历年加盟店数量梳理和统计



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

3.3.2 通过统一管理和赋能保证加盟店运营质量，老百姓加盟模式行业领先

老百姓通过“品牌+管理+软件系统+人员培训+采购配送+票据管理+药学服务标准”等七大方面，对加盟药店进行统一管理并予以赋能，在保证加盟商品质量和规范运营的同时，充分发挥老百姓作为全国知名连锁的品牌优势。

图表38. 通过统一管理和赋能，保证加盟店具备直营水准



资料来源：公司官网、广证恒生

从品牌、商品、系统、会员、覆盖领域等多维度对上市药房的加盟模式进行比对分析，我们认为：老百姓作为全国性品牌连锁药店，品牌优势明显，共享全国范围内超过3100万会员群体，提供4.86万种商品、3000种高毛利品种、1000个厂家直供品种，拥有覆盖全国4000家直营店的管理经验，有利于给加盟店迅速赋能以达到直营经营水准。目前，在四家上市药房当中，老百姓开放加盟省份数量和加盟店数量最多，加盟模式业内领先。

图表39. 综合对比上市药房的加盟模式

对比维度	老百姓	益丰药房	大参林
品牌优势	全国性连锁，目前开放加盟省份包括湖南、浙江、上海、广西、江西、广东、江苏、河南、贵州、安徽、福建、陕西、宁夏、湖北等	全国性连锁，目前在上海、长沙、株洲、岳阳等地区开放加盟	两广和河南地区品牌优势较强，目前广东省开放加盟
商品优势	4.86万种商品，3000种高毛利品种，1000个厂家直供品种	3万余种商品，55%的中高毛利率品种；代理品种收入占比46.97%；常规品种53.03%	超5万个商品，1000个独家优势品种，4000个高毛品种，2000家直供厂商
会员优势	共享3100万会员群体	共享1800万会员群体	共享2700万会员群体
系统优势	拥有业内领先的会员深度挖掘系统CRM、仓库管理系统WMS、企业管理系统SAP	信息管理系统(SAP/ERP)、物流管理系统(WMS)、仓库控制系统(WCS)，会员深度挖掘系统(CRM)	信息系统包括零售管理套件MOM系统、门店运营管理系统POS系统、仓库管理WMS系统和财务管理套件EBS系统，分别实现总部零售运营管理、门店运营管理、仓库管理和财务管理功能
营销优势	全国4000家直营店的管理经验	全国3400家直营店的管理经验	两广和河南等3800家直营店的管理经验
培训优势	讲师团队500余人	专业培训团队解决门店培训痛点	--
配送优势	现代化物流体系，建立11个升级配送中心与物流配送网络，覆盖全部门店，实现全国范围内48小时配送到货	以湖南物流配送中心为基础，逐步推进多个省级配送中心省级建设，拣货时效、配送时效、订单满足率和人效行业领先	现代化物流园投入使用，提升物流周转率，降低采购与运营成本
加盟店	2019Q1加盟店数量达749家	2019Q1加盟店数量达212家	2019Q1加盟店数量达13家

资料来源：公司公告、公司官网、广证恒生

3.3.3 加盟模式具备轻资产扩张属性，利好公司快速填充空白市场

在加盟模式之下，老百姓在商品质量、采购配送、人员监管、加盟指导等方面对加盟店进行管理，通过收取管理费用、信息费用、配送费用实现盈利。加盟模式主要的盈利模式是对加盟商收取配送费用，配送费毛利率约 8%-10%，净利率约 2%-3% (2019Q1 公司整体毛利率 5.83%)，轻资产属性的加盟模式具备较强盈利能力。

图表40. 药店加盟店盈利模式分析

上市公司	核心管控	盈利模式	加盟地区	加盟门店
老百姓	商品质量、购买配送、运营监控等	第一年押金 4-5 万，第二年开始管理费用 6000/年，信息费 3000/年，配送费毛利率 8%-10%，净利率约 2%-3%	已覆盖全国 15 个省市	749
大参林	商品质量、购买配送、运营监控等	加盟保证金约 3 万，加盟费 1 万/年，管理费 850 元/月 (运营优异可免)，配送费净利率约 2%	广东、广西	13

资料来源：公司公告、草根调研、广证恒生

3.3.4 老百姓加盟模式对业绩弹性的测算

假设 2019-2021 年分别新增自建门店 400、500、600 家门店，分别新增并购 350、400、500 家门店，分别新增加盟店 300、300、300 家，预计未来三年归母净利润复合增速 24.54%，分别同比增长 26%、24%、24%。通过敏感性分析对加盟提速带来的业绩弹性做以下分析，并认为：成熟的加盟模式和加盟提速扩张对公司业绩具有较大的提振作用：

- **加盟扩张提速-保守假设：**按照 2019-2021 年 400 家、500 家、600 家加盟药店的扩张速度进行测算，未来三年利润端复合增速 26.06%；
- **加盟扩张提速-中性假设：**按照 2019-2021 年 800 家、1000 家、1200 家加盟药店的扩张速度进行测算，未来三年利润端复合增速 30.07%；
- **加盟扩张提速-乐观假设：**按照 2019-2021 年 1200 家、1400 家、1800 家加盟药店的扩张速度进行测算，未来三年利润端复合增速 33.57%。

图表41. 加盟提速扩张对业绩弹性的敏感性分析

相关假设		营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
		2019	2020	2021	2019	2020	2021
加盟不提速	绝对值	117.02	143.42	175.92	5.48	6.79	8.40
	同比增长	23.56%	22.55%	22.67%	25.92%	24.01%	23.70%
加盟提速 (保守假设)	绝对值	117.68	146.15	182.55	5.51	6.92	8.71
	同比增长	24.25%	24.19%	24.91%	26.59%	25.63%	25.95%
加盟提速 (中性假设)	绝对值	120.31	155.10	200.86	5.62	7.33	9.57
	同比增长	27.02%	28.92%	29.50%	29.26%	30.35%	30.60%
加盟提速 (乐观假设)	绝对值	122.93	163.40	217.76	5.74	7.71	10.37
	同比增长	29.80%	32.92%	33.26%	31.94%	34.35%	34.43%

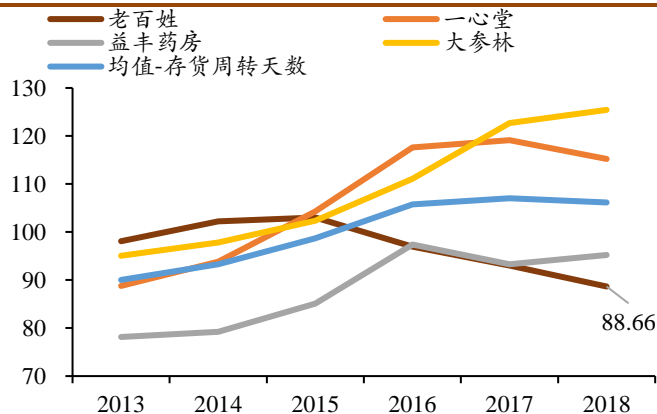
资料来源：IFind、公司公告、广证恒生

4. 门店注重精细化运营，渠道品牌溢价凸显

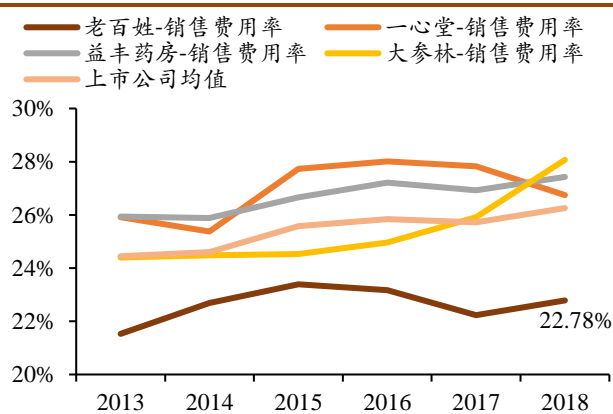
4.1 门店精细化管理，存货周转和费用管控严格高效

零售药房作为特殊的人力密集型行业，其药品质量管控和人工成本管控在门店运营当中尤为重要。从存货周转效率分析，2018 年老百姓存货周转天数仅为 88.66 天，为四家上市药房最低 (均值为 106.13 天)；

从人力成本层面分析,老百姓对销售费用严格管控,2018年销售费用率为22.78%,显著低于其余三家上市药房。

图表42. 老百姓存货周转效率领先于行业


资料来源:公司公告、WIND、广证恒生

图表43. 老百姓销售费用管控能力领先于行业


资料来源:公司公告、WIND、广证恒生

商品库存管理-优化配送和管理销售,且保证商品质量:

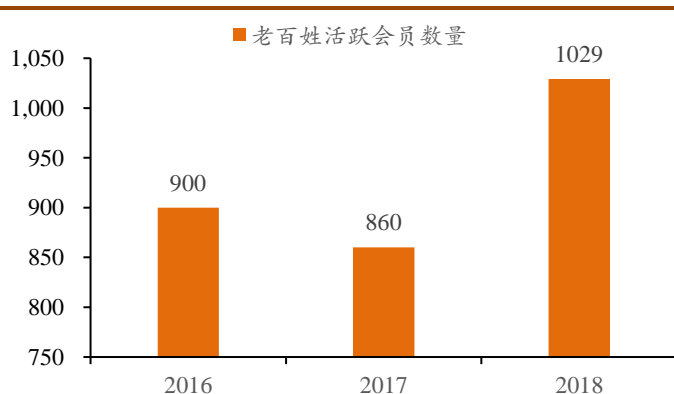
(1) 商品配送和管理效率上,通过WMS系统、WCS系统和ERP系统实现物流配送中心商品管理的自动化操作,其中WMS作为核心控制系统,能智能化、自动化实现货位安排、商品跟踪定位、优化装箱流程和检测复核等;

(2) 商品质量上,一方面通过实地飞检,实地考察药品生产商,从源头保证商品质量;另一方面利用药品质量信息共享平台,对药品实施及时监控,能30分钟内把有质量风险的药品从门店下架;

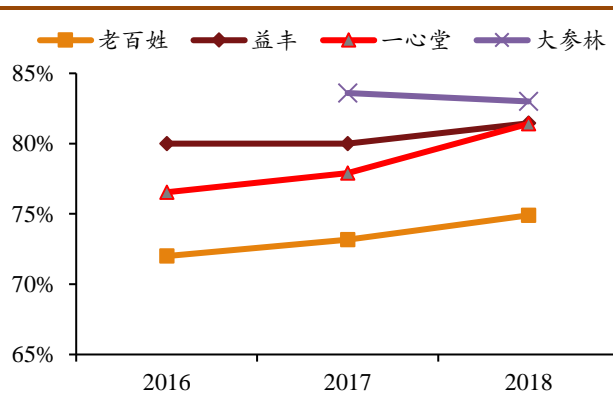
优化产出和严控费用:管理会员、掌握医保资源、提升人均产出:

(1) 会员数量持续增长,以会员营销服务推动销售增长:

从2016年到2018年,老百姓活跃会员数量从900万人增加到1029万人,会员来客占比从41%提高到61.3%。老百姓从“一切围绕着消费者”的角度出发,通过处方药专业运营+推广微信办卡和微信绑定会员卡等工作,为会员提供便利,打造行业内规模领先、忠诚度高、稳定的会员体系。同时,公司通过多样化的会员营销服务推动会员销售的不断增长。

图表44. 老百姓活跃会员数量(万人)


资料来源:公司公告、WIND、广证恒生

图表45. 四大药房会员销售百分比(%)


资料来源:公司公告、WIND、广证恒生

图表46. 老百姓门店会员销售占比情况

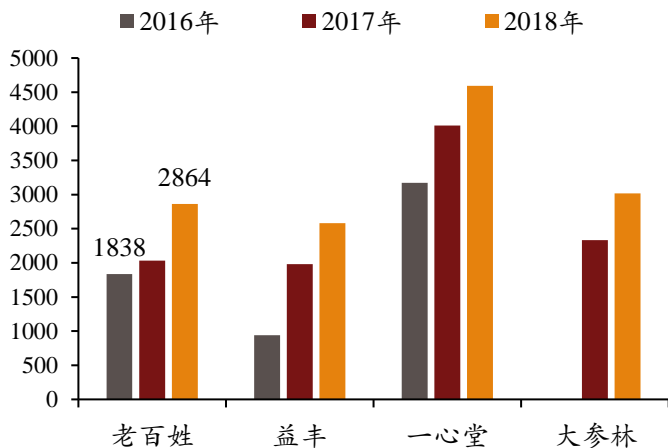
会员情况	2016年	2017年	2018年
活跃会员数	900余万	860余万	1,029万
会员销售占比	72%	73.17%	74.9%
会员来客占比	41%	59.31%	61.3%

资料来源:公司公告、广证恒生

(2) 掌握医保资源，医保门店占比领先于其他三家上市药房：

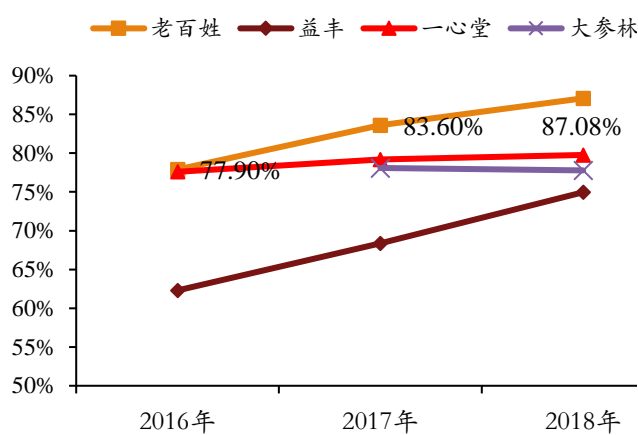
医保门店数量上,2016年到2018年老百姓医保门店数量从1838间增加到2864间,CAGR为15.93%。老百姓的医保门店比例从2016年的77.90%稳步提升至2018年的87.08%，在四大上市药房中有绝对优势。

图表47. 四大药房医保门店数量 (间)



资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

图表48. 四大药房医保门店比例 (%)

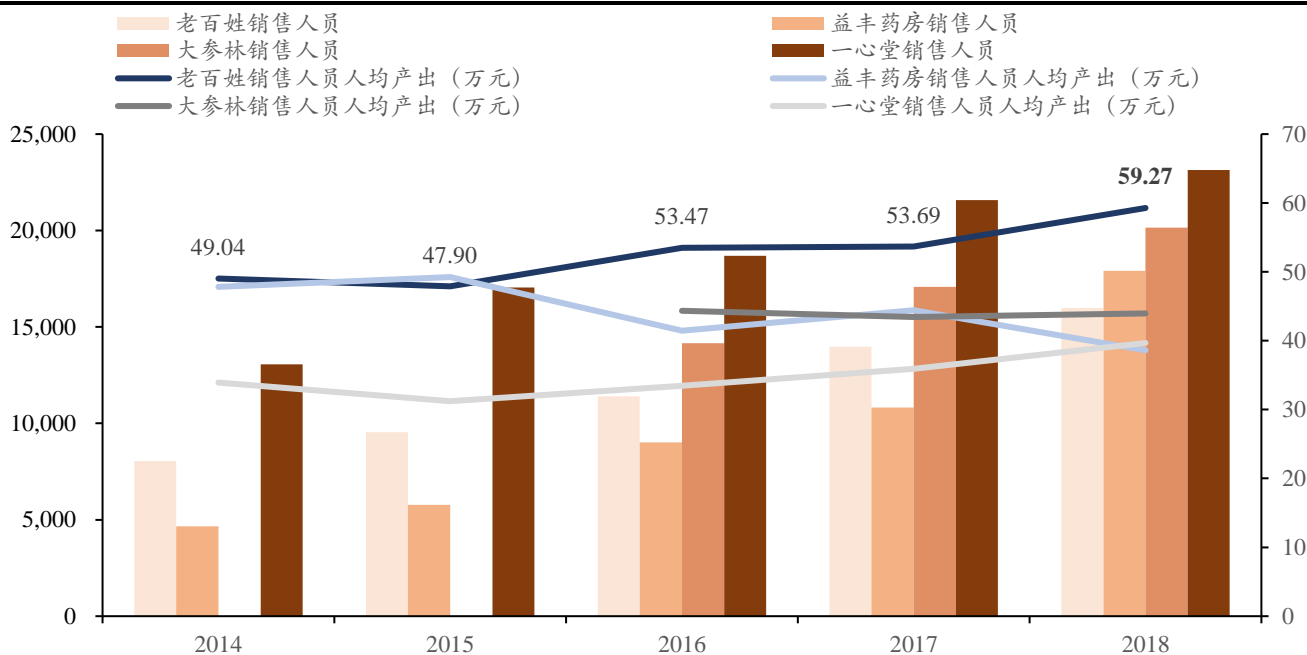


资料来源：公司公告、WIND、广证恒生

(3) 得益于会员和医保资源，老百姓销售人员人均产出领先同行：

2018年老百姓、大参林、一心堂、益丰药房销售人员人均产出分别为59.27万元/年、43.97万元/年、39.67万元/年、38.61万元/年，人均产出领先行业。

图表49. 老百姓销售人员人均产出领先行业



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

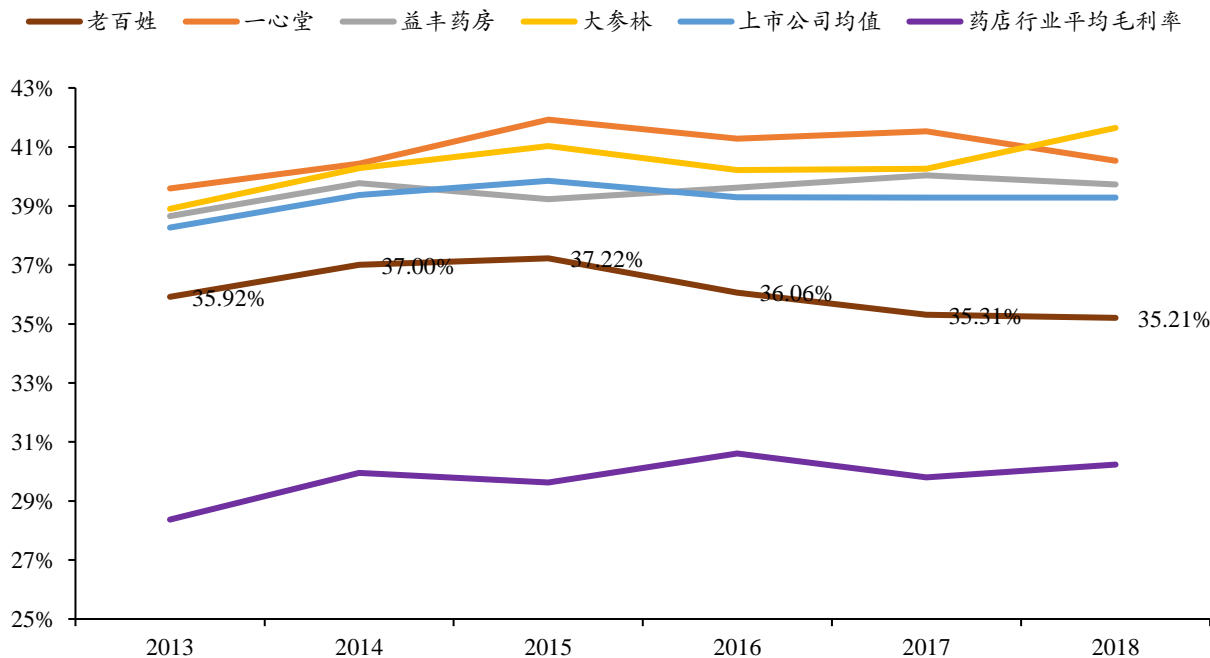
4.2 老百姓等上市药房毛利率高于行业均值，渠道和规模优势显现

老百姓等上市药房毛利率 (35%以上) 显著高于行业均值 (约30%)，一方面得益于大型连锁具备的规模优势和渠道溢价优势，另一方面得益于公司全国统一采购和厂家直供的采购模式。

- **大型连锁的渠道溢价优势：**老百姓拥有超过4.86万种商品，其中拥有超过3000种高毛利品种，1000个厂家直供品种。高毛利品种保障老百姓较为充足的利润空间。

- **全国统采和厂家直供模式优化采购成本：**统采方面，老百姓 50%商品全国统采，100 亿+海量采购规模，砍掉中间环节；直供方面，与全球各大药企达成直供合作模式。其中，与中国 100 强制药企业中的 91 家达成战略合作，与世界 100 强制药企业中的 73 家达成战略合作。

图表50. 老百姓等上市药店，具备渠道溢价能力，毛利率领先于行业



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

5. 盈利预测与估值分析

5.1 营业收入拆分与盈利预测

假设 2019-2021 年分别新增自建门店 400、500、600 家门店，分别新增并购 350、400、500 家门店，分别新增加盟店 300、300、300 家，预计 2019-2021 年营收分别为 118.99 亿元、149.64 亿元、187.61 亿元，分别同比增长 25.64%、25.76%、25.37%。利润端预计 2019-2021 年对应 5.48 亿元、6.79 亿元、8.40 亿元，分别同比增长 25.92%、24.01%、23.50%，分别对应 36 倍、29 倍、24 倍 PE。



图表51. 老百姓 2019-2021 年营收拆分和预测

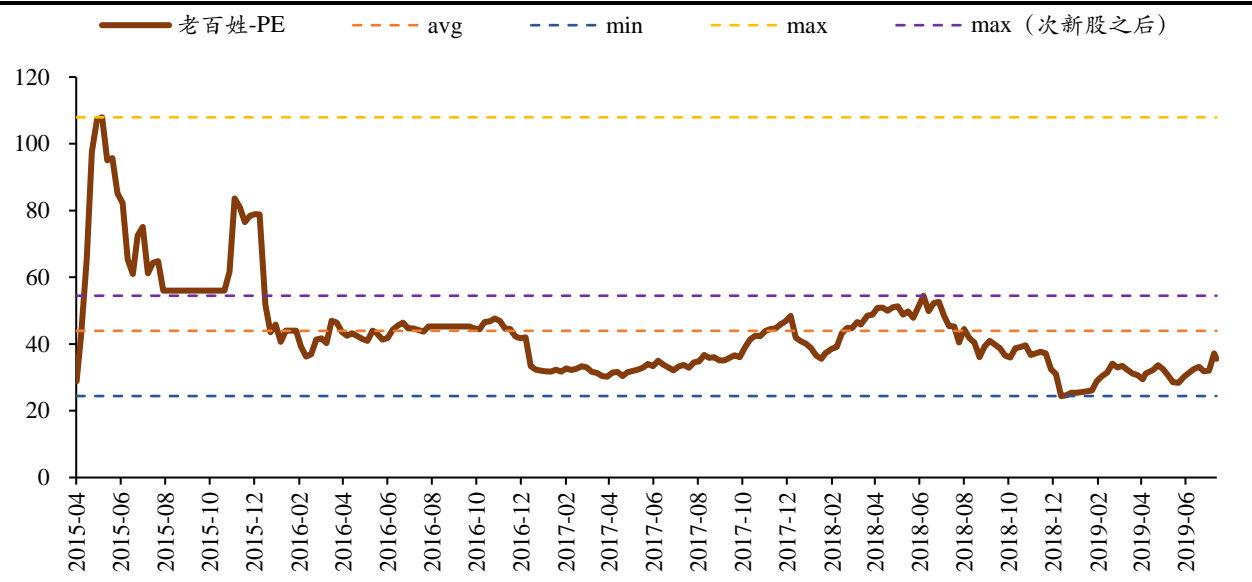
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总营收 (亿元)	24.67	28.42	33.21	39.43	45.68	60.94	75.01	94.71	117.02	143.42	175.92
同比增长		15.18%	16.88%	18.72%	15.87%	33.40%	23.09%	26.26%	23.56%	22.55%	22.67%
毛利润 (亿元)	8.36	9.99	11.93	14.59	17.01	21.98	26.49	33.35	40.79	49.33	59.96
毛利率	33.89%	35.15%	35.92%	37.00%	37.22%	36.06%	35.31%	35.21%	34.85%	34.40%	34.08%
医药零售营收 (亿元)	24.43	27.60	31.83	37.92	43.23	57.04	68.17	84.05	102.48	123.11	148.94
同比增长		12.96%	15.31%	19.12%	14.01%	31.96%	19.50%	23.30%	21.93%	20.13%	20.98%
毛利润	8.35	9.91	11.80	14.47	16.83	21.68	25.85	31.91	38.94	46.78	56.60
毛利率	34.17%	35.91%	37.06%	38.17%	38.93%	38.01%	37.92%	37.97%	38.00%	38.00%	38.00%
年初自营门店数量		497	545	783	999	1483	1838	2434	3289	3979	4809
新开自建门店		71	107	179	257	193	339	506	400	500	600
并购门店		0	150	81	286	295	318	413	350	400	500
关闭门店		23	19	44	59	133	61	64	60	70	80
年末自营门店数量	497	545	783	999	1483	1838	2434	3289	3979	4809	5829
其中: 自建新店		71	107	179	257	193	339	506	400	500	600
自建次新店			71	107	179	257	193	339	506	400	500
并购新店		0	150	81	286	295	318	413	350	400	500
并购次新店			0	150	81	286	295	318	413	350	400
老店数量			455	482	680	807	1289	1713	2310	3159	3829
自营门店单店营收 (万元)		506.46	406.50	379.54	291.48	310.35	280.07	255.55	257.56	256.00	255.52
其中: 自建新店			67.54	65.62	65.62	65.62	65.62	65.62	65.62	65.62	65.62
自建次新店			141.89	141.09	141.89	141.89	141.89	141.89	141.89	141.89	141.89
并购新店			104.75	156.36	104.75	104.75	104.75	104.75	104.75	104.75	104.75
并购次新店			253.59	378.39	253.59	253.59	253.59	253.59	253.59	253.59	253.59
自营老店			626.98	586.91	499.28	517.80	406.47	370.88	340.00	320.00	320.00
自建门店营收分类											
其中: 自建新店总营收			0.72	1.17	1.69	1.27	2.22	3.32	2.62	3.28	3.94
自建次新店总营收			1.01	1.51	2.54	3.65	2.74	4.81	7.18	5.68	7.09
并购新店总营收			1.57	1.27	3.00	3.09	3.33	4.33	3.67	4.19	5.24
并购次新店总营收			0.00	5.68	2.05	7.25	7.48	8.06	10.47	8.88	10.14
自营老店总营收			28.53	28.29	33.95	41.79	52.39	63.53	78.54	101.09	122.53
医药批发营收 (亿元)	0.05	0.40	0.85	0.93	1.77	2.92	5.63	9.65	13.43	19.09	25.64
同比增长		701.58%	110.33%	9.08%	90.63%	64.75%	93.13%	71.37%	39.16%	42.09%	34.33%
毛利润	0.00	0.01	0.02	0.03	0.08	0.14	0.40	1.22	1.61	2.29	3.08
毛利率	0.73%	1.53%	2.66%	3.25%	4.43%	4.79%	7.13%	12.63%	12.00%	12.00%	12.00%
其中: 加盟店配送业务营收						0.39	2.81	7.03	10.55	15.92	22.15
同比增长								149.97%	50.03%	50.86%	39.18%
年初加盟店数量							60	299	575	875	1175
新开加盟店数量							239	276	300	300	300
年末加盟店数量						60	299	575	875	1175	1475
新店数量						60	299	276	300	300	300
次新店数量							60	299	276	300	300
老店数量								60	299	575	875
加盟店单店营收 (万元)							94.10	122.31	120.59	135.47	150.20
新店单店营收						65.62	65.62	65.62	65.62	65.62	65.62
次店单店营收							141.89	141.89	141.89	141.89	141.89
老店单店营收								163.17	156.08	168.56	182.05
其他批发业务营收	0.05	0.40	0.85	0.93	1.77	2.52	2.82	2.62	2.88	3.17	3.49
同比增长		701.58%	110.33%	9.08%	90.63%	42.51%	11.76%	-7.05%	10%	10%	10%
其他业务营收 (亿元)	0.19	0.41	0.53	0.58	0.69	0.99	1.21	1.01	1.11	1.22	1.34
同比增长		121.07%	30.16%	9.73%	17.62%	43.31%	23.10%	-17.10%	10%	10%	10%
毛利润	0.01	0.07	0.11	0.09	0.10	0.16	0.23	0.21	0.23	0.26	0.28
毛利率	6.48%	17.40%	20.79%	14.98%	14.42%	15.98%	19.34%	21.07%	21%	21%	21%

资料来源: 公司公告、IFind、广证恒生

5.2 横向对比估值：老百姓目前估值处于历史中下水平

自上市以来，老百姓平均 PE、PE 最小值、PE 最大值（次新股之后）分别为 43.95 倍、24.41 倍、54.47 倍，当前（2019/08/05）老百姓动态 PE 为 35.59 倍，处于历史平均估值中下水平。

图表52. 老百姓历年市盈率 PE（预测）情况梳理



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生

5.3 纵向对比估值：相对于益丰和大参林，老百姓估值存在提升空间

截止到 2019/08/05，益丰药房、大参林、老百姓、一心堂动态市盈率 PE 分别为 45.34 倍、41.40 倍、35.59 倍、20.85 倍。考虑到老百姓扩张能力和门店运营能力不弱于益丰和大参林，相对于益丰和大参林，老百姓估值存在提升空间。

图表53. 四大上市药房历年市盈率 PE（预测）对比



资料来源：公司公告、Wind、广证恒生



6.风险提示：

- 门店扩张不达预期
- 新店盈利不达预期
- 药店零售行业竞争加剧
- 处方外流不达预期
- 网售处方药放开风险



盈利预测模型:

资产负债表							利润表						
会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	835.39	1354.76	1118.20	1170.24	1434.16	1759.22	营业收入	6094.43	7501.43	9471.09	11702.42	14341.56	17592.17
应收票据及账款	581.34	805.81	946.62	1083.68	1355.57	1686.92	营业成本	3896.53	4852.87	6136.58	7623.60	9408.76	11596.61
预付账款	214.35	377.15	363.60	458.48	561.87	689.23	营业税金及附加	41.07	51.87	58.22	77.23	94.65	116.11
其他应收款	52.46	45.38	65.94	70.54	86.44	106.03	销售费用	1412.41	1668.06	2157.42	2601.39	3140.28	3804.93
存货	1196.86	1311.45	1711.07	1879.79	2319.97	2859.44	管理费用	289.65	393.77	457.57	561.72	659.71	791.65
其他流动资产	60.95	84.89	105.61	126.65	155.21	190.39	财务费用	32.82	58.41	42.54	41.29	48.15	56.78
流动资产总计	2941.35	3979.44	4311.04	4789.37	5913.23	7291.23	其他经营损益	-14.44	-15.27	-9.69	-10.40	-10.40	-10.40
长期股权投资	0.00	0.00	2.36	352.36	752.36	1202.36	投资收益	0.00	0.00	0.13	0.00	0.00	0.00
固定资产	251.55	260.39	463.56	650.10	830.66	997.40	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	17.23	173.42	343.83	286.53	229.22	171.92	营业利润	407.51	461.19	609.21	786.79	979.61	1215.71
无形资产	180.89	288.65	339.67	491.59	643.47	786.97	其他非经营损益	15.50	31.87	27.07	16.37	16.37	16.37
长期待摊费用	229.01	314.31	464.60	232.30	0.00	0.00	利润总额	423.01	493.06	636.28	803.17	995.99	1232.08
其他非流动资产	1289.66	1682.69	2559.71	2594.47	2634.24	2679.01	所得税	80.96	96.21	132.28	172.52	213.93	264.64
非流动资产合计	1968.34	2719.45	4173.73	4607.35	5089.95	5837.66	净利润	342.04	396.86	504.00	630.65	782.06	967.44
资产总计	4909.69	6698.89	8484.78	9396.72	11003.17	13128.89	少数股东损益	45.15	26.06	68.97	82.84	102.73	127.08
短期借款	480.50	174.20	816.36	1060.94	1134.63	1480.96	归属母公司股东净利润	296.90	370.80	435.04	547.81	679.32	840.35
应付票据及账款	1247.11	1716.51	2485.72	2506.39	3222.18	3971.44	EBITDA	575.80	717.70	904.39	1295.84	1601.54	1736.15
其他流动负债	413.24	760.30	1643.79	1006.55	1241.28	1529.10	NOPLAT	356.05	418.22	516.26	650.21	807.01	999.16
流动负债合计	2140.85	2651.00	4945.87	4573.88	5598.09	6981.50	EPS(元)	1.04	1.29	1.52	1.91	2.37	2.93
长期借款	791.91	888.43	83.70	104.28	104.28	126.29							
其他非流动负债	31.60	58.34	85.87	85.87	85.87	85.87	主要财务比率						
非流动负债合计	823.50	946.77	169.57	190.15	190.15	212.16	会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
负债合计	2964.36	3597.78	5115.44	4764.03	5788.24	7193.66	成长能力						
股本	267.00	284.95	284.95	284.95	284.95	284.95	营收增长率	0.33	0.23	0.26	0.24	0.23	0.23
资本公积	561.43	1333.22	1298.48	1298.48	1298.48	1298.48	EBIT增长率	0.25	0.21	0.23	0.24	0.24	0.23
留存收益	1021.96	1312.66	1462.75	1855.29	2342.06	2944.22	EBITDA增长率	0.30	0.25	0.26	0.43	0.24	0.08
归属母公司权益	1850.39	2930.83	3046.17	3438.71	3925.49	4527.65	净利润增长率	0.23	0.16	0.27	0.25	0.24	0.24
少数股东权益	94.94	170.28	323.16	406.00	508.73	635.82	盈利能力						
股东权益合计	1945.33	3101.11	3369.33	3844.71	4434.22	5163.46	毛利率	0.36	0.35	0.35	0.35	0.34	0.34
负债和股东权益合计	4909.69	6698.89	8484.78	8608.74	10222.46	12357.13	净利率	0.06	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05
							ROA	0.16	0.13	0.14	0.16	0.17	0.19
							ROE	0.06	0.06	0.05	0.06	0.06	0.06
							ROIC	0.17	0.14	0.15	0.16	0.16	0.18
现金流量表							估值倍数						
会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	P/E	66.98	53.63	45.71	36.30	29.27	23.67
税后经营利润	343.16	398.24	504.25	617.79	769.20	954.58	P/S	3.26	2.65	2.10	1.70	1.39	1.13
折旧与摊销	119.97	166.23	225.57	451.38	557.40	447.29	P/B	10.75	6.79	6.53	5.78	5.07	4.39
财务费用	32.82	58.41	42.54	41.29	48.15	56.78	股息率	0.00	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
其他经营资金	-182.69	-130.75	140.67	-254.88	83.31	-24.80	EV/EBIT	43.15	37.00	30.58	25.20	20.55	17.03
经营性现金净流量	313.26	492.13	913.03	855.59	1458.06	1433.84	EV/EBITDA	34.16	28.43	22.96	16.42	13.40	12.64
投资性现金净流量	-586.10	-629.09	-1413.15	-872.14	-1027.14	-1182.14	EV/NOPLAT	55.25	48.79	40.22	32.73	26.59	21.97
筹资性现金净流量	345.81	524.30	218.06	68.60	-167.01	73.36							
现金流量净额	72.97	387.34	-282.07	52.04	263.91	325.06							

数据来源: IFind、公司公告、广证恒生



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

分析师简介:

唐爱金: 医药行业首席分析师。浙江大学化学硕士, 曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员, 具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验。五年证券分析从业经验, 团队曾经获得“天眼”中国最佳分析师评选 2016 年医药行业第一名。

冯俊曦: 美国 Syracuse University 金融硕士, 拥有出色的海外研究能力和研究体系, 专注于药品制剂、医药商业、医疗服务等领域研究, 2017 年加入广证恒生。

广证恒生:

地 址: 广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼

电 话: 020-88836132, 020-88836133

邮 编: 510623

股票评级标准:

强烈推荐: 6 个月内相对强于市场表现 15% 以上;

谨慎推荐: 6 个月内相对强于市场表现 5%—15%;

中 性: 6 个月内相对市场表现在 -5%—5% 之间波动;

回 避: 6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

分析师承诺:

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内, 公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示:

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东(广州证券股份有限公司)各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度, 有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下, 投资者阅读本报告时, 我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下, 我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险, 投资需谨慎。