



2023年08月04日

买入（首次覆盖）

## 老百姓（603883）：广布局，深耕作

——公司深度报告

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

dyh@longone.com.cn

证券分析师

伍可心 S0630522120001

wkw@longone.com.cn

数据日期	2023/08/03
收盘价	29.37
总股本(万股)	58,519
流通A股/B股(万股)	58,234/0
资产负债率(%)	65.57%
市净率(倍)	2.34
净资产收益率(加权)	4.36
12个月内最高/最低价	46.62/27.00



## 投资要点:

- **连锁药店龙头，前瞻性全国性布局。**公司是国内经营规模最大，覆盖区域最广的连锁药店企业之一，具备超前眼光，发展二十余年做出数个行业第一：1) 首创超市化经营平价药房模式；2) 2004年底实现全国药店行业销售规模第一；3) A股民营连锁药店上市公司中首家引入外资，实现管理和经营国际化；4) 唯一一家实现全国化布局（覆盖20省）的民营连锁药房上市公司；5) 首家门店破万的民营连锁药房上市公司。截至2023年3月31日，公司门店覆盖了全国20个省级市场、140多个地级以上城市，总门店数达到11231家，2015-2022CAGR为32.8%。2022年，公司营收与归母净利分别为201.8、7.9亿元，2015-2022年CAGR分别为23.6%、18.6%；业绩稳健增长，可持续性较强。
- **直营门店稳健扩张，加盟提速打造第二成长曲线。**公司零售与批发收入比约为7:1，零售收入由直营门店贡献，批发收入主要由加盟店及联盟业务贡献；直营店与加盟店比例为7:3。2022年公司零售与批发收入分别为176.0亿元(YoY+27.6%)、24.5亿元(YoY+37.2%)，2015-2022年CAGR分别为22.2%、45.6%。**1. 直营：店龄结构年轻，增长确定性强。**2023Q1，公司拥有直营店7903家，2015-2022年CAGR为26.4%。2022年公司店龄在一年及三年的新店占比分别为22%、64%。未来，新店盈亏平衡期缩短，有望贡献更多利润。**2. 加盟：门店高速扩张，带动批发业务成为第二增长曲线。**2023Q1公司加盟门店3328家，2017-2022年CAGR为60%，加盟门店数行业领先。2022年，公司加盟收入占批发收入超7成，业务遍及19个省份，是下沉的有效抓手。
- **多举措提升盈利能力：1. 扩张策略由“广”转“聚”，持续加密优势区域，利润率有望提升：**2022年公司推行“9+7”拓展战略，重点加密优势区域门店网络，执行“聚”策略后有望持续提升其盈利能力。**2. 承接处方能力强，提升消费人次及消费金额。**公司通过院边店持续一线引流提升品牌效应并深度绑定慢病患者，伴随各地纳入药店统筹政策落地，业绩放量可期。**3. 新零售业务高速发展，扩大单店辐射区域。**公司实现全渠道场景覆盖，2022年线上渠道销售额达17亿元(YoY+140%)。2023Q1，公司O2O外卖服务门店达8073家，24小时门店达500家。**4. 优化供应链管理，降本增效：**公司通过打造五大区域物流中心辐射全国门店与提升统采占比持续提升运营效率。2022年，公司统采销售占比66%，增长3个百分点。2022年，公司人均创收56.66万元，同比增长5.28%；人均创利2.20万元，同比下降3.93%；常态化运营恢复伴随药店统筹政策落地、高毛利自主品牌产品持续放量，盈利能力有望逐步提升。
- **盈利预测与投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级。**公司是民营连锁药店龙头企业，全国化布局下可深耕空间广阔，四驾马车并驾齐驱，扩张模式成熟；伴随公司门店数量持续扩张，经营效率不断提升，公司业绩有望持续快速增长。我们预测公司2023-2025年归属于母公司净利润分别为6.46/7.33/8.41亿元，对应EPS分别为1.60/2.01/2.48元，当前股价对应PE分别为17.7/14.1/11.4倍。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：行业政策风险；市场竞争风险；并购门店经营不达预期造成的风险。**

## 盈利预测与估值简表

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	13966.70	15695.66	20175.52	24,449.43	30,544.14	38,207.03
同比增速(%)	19.75%	12.38%	28.54%	21.18%	24.93%	25.09%
净利润(百万元)	621.09	669.24	784.96	936.30	1,177.38	1,451.86
同比增速(%)	22.09%	7.75%	17.29%	19.28%	25.75%	23.31%
毛利率(%)	32.06%	32.13%	31.88%	32.02%	32.00%	32.00%
每股盈利(元)	1.06	1.14	1.36	1.60	2.01	2.48
ROE(%)	14.48%	15.36%	12.02%	14.02%	15.86%	17.48%
PE(倍)	29.26	27.15	29.76	18.36	14.60	11.84

资料来源：携宁，东海证券（数据截止至2023年8月3日收盘）

## 正文目录

<b>1. 老百姓：全国布局的连锁药店龙头</b> .....	<b>6</b>
1.1. 前瞻性全国性布局 .....	6
1.2. 股权结构清晰，股权激励充分 .....	7
1.3. 融资途径多元，助力加速扩张 .....	8
1.4. 业绩稳健增长，精细化运营效果逐步兑现 .....	9
<b>2. 三大逻辑支撑行业发展空间进一步打开</b> .....	<b>11</b>
2.1. 药店行业集中度持续提升 .....	11
2.2. 处方外流加速推进 .....	11
2.3. 非药品类不断多元化 .....	14
<b>3. 直营稳健扩张，加盟优势显著</b> .....	<b>16</b>
3.1. 直营门店稳健扩张，店龄结构年轻 .....	16
3.2. 加盟优势显著，批发业务高增长 .....	19
<b>4. 多维度提升盈利能力</b> .....	<b>22</b>
4.1. 经营策略由“广”转“聚”，利润率有望提升 .....	22
4.2. 承接处方能力强，提升消费人次及消费金额 .....	25
4.3. 社区小店提升粘性，新零售扩大辐射 .....	26
4.4. 供应链体系持续精进，降本增效持续兑现 .....	27
<b>5. 盈利预测与估值分析</b> .....	<b>29</b>
5.1. 关键假设与盈利预测 .....	29
5.2. 估值分析 .....	29
<b>6. 投资建议</b> .....	<b>31</b>
<b>7. 风险提示</b> .....	<b>31</b>

## 图表目录

图 1 公司门店数量突破万家 .....	6
图 2 公司业务版图 .....	6
图 3 公司主要发展历程 .....	7
图 4 公司股权结构 .....	7
图 5 公司营业收入稳健增长 .....	9
图 6 公司归母净利润稳健增长 .....	9
图 7 公司单季度营业收入稳步增长 .....	9
图 8 公司单季度归母净利润稳步增长 .....	9
图 9 公司收入构成（按产品分） .....	10
图 10 公司毛利率（按产品分） .....	10
图 11 公司历年毛利率与净利率 .....	10
图 12 公司历年期间费用 .....	10
图 13 近十年全国零售药店数量 .....	11
图 14 医药分业与处方外流的相关政策变化 .....	12
图 15 近十年药店处方药与非处方药品销售占比 .....	12
图 16 医保账户调整情况 .....	13
图 17 全国药品终端市场规模 .....	14
图 18 全国药品终端渠道占比 .....	14
图 19 2021 年样本药店销售结构 .....	14
图 20 2021 年样本药店各大类品类客单价及毛利率情况 .....	14
图 21 客单价、客品数、品单价情况 .....	15
图 22 近五年日本药店行业总销售额情况 .....	15
图 23 近五年日本药店行业总销售额情况 .....	15
图 24 门店数量过万，复合增速达 32% .....	16
图 25 公司零售收入情况 .....	17
图 26 公司直营店数量 .....	17
图 27 近年新增门店自建多过并购 .....	17
图 28 公司直营店中已获取医保门店比例 .....	18
图 29 公司一年及三年内新店率变化情况 .....	18
图 30 公司历年新增自建门店数量 .....	18
图 31 公司历年门店净新增自建率 .....	18
图 32 公司历年新增并购 .....	19
图 33 公司商誉及占资产比例 .....	19
图 34 公司批发收入增长情况 .....	19
图 35 公司 2022 年加盟配送收入与联盟收入增速双高 .....	19
图 36 老百姓加盟门店数更多 .....	20
图 37 公司加盟门店扩张复合增速为 60% .....	20
图 38 公司加盟优势 .....	20
图 39 加盟店单店“七统一”管理模式 .....	21
图 40 公司加盟店连锁共享模式 .....	21
图 41 公司加盟优势 .....	21
图 42 公司市场版图 .....	22
图 43 公司直营门店各区域增长情况 .....	22
图 44 公司分区域营收及增长情况 .....	23
图 45 公司扩张策略由“广”转“聚” .....	24
图 46 各连锁药企布局省份数 .....	24

图 47 公司与益丰药房直营店单店收入.....	24
图 48 公司零售业务毛利率相对较低 .....	25
图 49 公司净利率相对较低.....	25
图 50 公司 DTP 药店及品种数量.....	26
图 51 公司“门诊慢特病”定点资格门店数量.....	26
图 52 公司直营门店店型结构 .....	26
图 53 公司直营门店经营效率 .....	26
图 54 公司物流信息圈.....	27
图 55 公司经营商品品规数量及统采占比情况.....	28
图 56 公司人效变化.....	28
图 57 公司 PE-Bands.....	30
图 58 当前公司 PE 历史五年分位数为历史低点.....	30
表 1 公司历次股权激励情况 .....	8
表 2 公司 IPO 及后续直接融资情况梳理 .....	8
表 3 “十四五”药品零售行业目标规划.....	11
表 4 进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知.....	13
表 5 盈利预测.....	29
表 6 可比公司一览.....	31
附录：三大报表预测值 .....	32

# 1.老百姓：全国布局的连锁药店龙头

老百姓是国内经营规模最大，覆盖区域最多的大型医药连锁企业之一。公司于 2001 年在湖南成立，2015 年 4 月挂牌上交所。公司经营业务包括药品及健康相关商品的销售，药品批发与制造。公司凭借强大的经营管理和资源整合能力不断扩张，截至 2023 年 3 月 31 日，老百姓的营销网络覆盖全国 20 个省级市场、140 多个地级以上城市，总门店数达到 11231 家，是全国首家门店数量破万的民营上市连锁药店。2022 年，公司销售额 201.76 亿元，国内零售药店连锁企业销售额排名第三。

图1 公司门店数量突破万家



资料来源：公司官网，东海证券研究所

图2 公司业务版图



资料来源：公司官网，东海证券研究所

## 1.1.前瞻性全国性布局

公司具备超前眼光，发展二十余年做出数个行业第一：1) 2001 年 10 月以超市化经营模式开出了第一家门店，首创中国平价药房模式；2) 2004 年底实现全国药店行业销售规模第一；3) A 股民营连锁药店上市公司中首家引入外资，实现管理和经营国际化；4) 唯一一家实现全国化布局（覆盖 20 省）的民营连锁药房上市公司；5) 首家门店破万的民营药房上市公司。截至 2023 年 3 月 31 日，老百姓的营销网络（不含联盟）覆盖了全国 20 个省级市场、140 多个地级以上城市，总门店数达到 11231 家。

### 2001-2007 年：深耕湖南，逐步扩张跨省经营

2001 年 10 月，老百姓以超市化经营模式开出了第一家门店，首创中国平价药房模式；随后逐步尝试复制现有低价模式，走向连锁之路；2002 年 12 月，公司成功实现了西征东进，跨省经营，西安新城店、杭州国都店相继开业，经营模式可复制性逐步得到验证；2004 年底，在全国药店半数亏损的情况下，销售额增至 18.2 亿元，为全国药店行业销售规模第一；2004 年至 2007 年连续四年居全国药品零售行业销售额排行榜第一。

### 2008-2014 年：引入外资实现管理经营国际化，并购中小连锁进入新区域

2008 年，公司引入外资 EQT，其间接持有泽星投资 99.30% 的股权，泽星投资成为公司第一大股东与谢子龙夫妇共同成为实际控制人，公司实现管理和经营的国际化。泽星投资注资 8200 余万美元助力公司扩张，并购中小连锁药店以快速进入新市场：2009 年 1 月，公司斥资 2000 余万元成功收购湘潭海诚大药房的 32 家药店，实现历史上第一次规模性收购；2011 年，公司斥资 2.5 亿元收购安徽百姓缘，进入安徽市场。2014 年起，公司积极开拓电子商务渠道，在官网、天猫、京东上线销售，月销售额突破 800 万元，开启新的业务模式。

### 2015 年至今：积极并购，布局全国

2015 年 4 月，公司上市，成为第三家在 A 股上市的连锁药店；同年控股收购兰州惠仁堂，“星火模式”逐步确立，公司积极扩张，通过自建+并购在 15 个省份实现布局，形成旗舰店、大店和中小成店的多层次门店网络，深耕根据地市场。公司积极探寻新的零售增长模式。自 2017 年开始探索医药 O2O，公司历经两年的发展，相继签约饿了么、美团外卖、京东到家、平安好医生等众多平台，完成全国 2000+门店 3 公里半径范围内的用户送药需求。2018 年，公司 O2O 业务迅猛发展，为 120 万+用户提供送药上门服务；同年，公司销售额突破百亿元大关；2022 年 3 月公司最大战略收购落地，湖南门店突破 3000 家；2022 年 6 月公司率先迈入“万店时代”，年末销售额突破两百亿元大关。

图3 公司主要发展历程

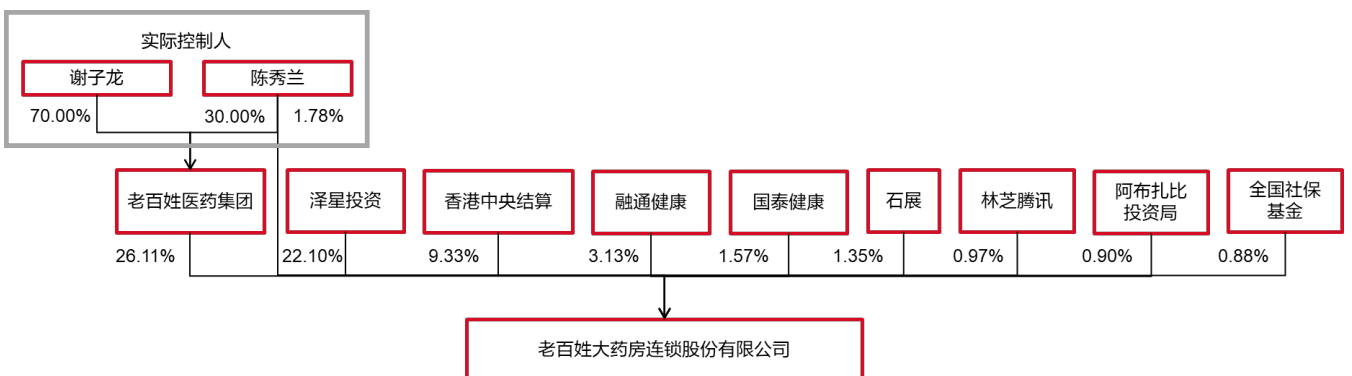


资料来源：公司官网，公司公告，东海证券研究所

## 1.2. 股权结构清晰，股权激励充分

公司股权结构稳定。截至 2023 年 Q1，公司第一大股东为老百姓医药集团，实际控制人为谢子龙、陈秀兰夫妇，直接和间接持股的比例合计 27.89%。从公司总体股权结构来看，公司股权相对稳定。

图4 公司股权结构



资料来源：公司 2023 年一季报，东海证券研究所

管理层均为各自领域的资深专家，经验丰富，助力公司长远发展。公司董事长谢子龙先生系中国医药商业协会荣誉会长，曾获“湖南省优秀企业家”称号，拥有长达 20 余年的药品批发零售经营经验；公司 8 位高管分别为来自医药、金融、财会、法律、计算机等专业、拥有多年国内外药品零售和大型企业的运营经验、医疗健康业咨询与投资经验，保证了公司更长远的稳定发展。

**股权激励充分，彰显公司发展信心。**公司 2019 年 3 月进行股权激励后，2022 年 8 月再次发布股权激励计划。本轮股权激励分为首次授予和预留授予，首次授予于 2022 年 8 月，预留授予为 2023 年 7 月，授予对象分别包括公司高级管理人员、中层管理人员及核心骨干 305、67 人，分别授予 255.84、38.72 万股限制性股票，分别占已发行股本的 0.439%、0.066%，每股授予价分别为 16.78、16.28 元。本轮授予的考核目标以 2022-2024 年归母净利润分别不低于 7.70、9.37、11.04 亿元为目标，其中首次授予要求三年均达到要求，预留授予仅考核 2023-2024 年是否达到要求。此次股权激励覆盖范围广泛，有助于公司绑定核心人才，彰显公司对未来业绩发展的信心，为整体收入提升带来向好预期。

**表1 公司历次股权激励情况**

授权日	激励股数	股占比	激励对象	激励人数	业绩考核目标	完成情况
2019年3月	177.49 万股	0.64%	高管 核心技术人员	207	以 2018 年净利润为基数，2019-2021 年增长率不低于 20%、45%、70%	前两期达成 第三期未达成
2022年8月	255.84 万股	0.52%	高管	305	首次授予：2022-2024 年归母净利润不低于 7.70、9.37、11.04 亿	第一期达成
2023年7月	38.72 万股		中层管理人员 核心骨干	67	预留授予：2023-2024 年归母净利润不低于 9.37、11.04 亿	-

资料来源：公司公告，东海证券研究所（已按照最新公布授予结果调整）

### 1.3. 融资途径多元，助力加速扩张

**借力资本市场积极完善业务布局拓展商业版图。**自 2015 年以来，公司共进行了 5 次融资（含 IPO），合计融资金额 47.66 亿元，具体来看：1）2015 年，公司通过 IPO 募资 10.99 亿元用于店铺的建设、物流配送服务的搭建、医药连锁信息服务平台建设以及对安徽百姓缘的股权收购。上市后公司在 2016 年营业收入实现同比 33.40% 的历史最高增长。2）2016 年，公司通过发行公司债募集 8 亿元补充流动资金。3）2017 年，公司通过定增募集 8 亿元，再次补充了流动资金。4）2019 年，公司通过发行可转债成功募集 3.27 亿元用于公司医药健康产业园的建设，以及大健康智慧服务平台的建设。5）2022 年，公司再度定增募集 17.4 亿元用于建设连锁药店、华东医药产品分拣加工以及企业数字化平台及新零售的建设。

**表2 公司 IPO 及后续直接融资情况梳理**

公告日期	融资类别	发行价格 (元)	融资金额 (亿元)	融资用途
2015/4/13	IPO	16.41	10.99	1. 新店建设项目 2. 老店改造项目 3. 长沙物流配送中心建设工程项目(二期) 4. 医药连锁信息服务平台建设项目 5. 安徽百姓缘 80.01% 股权收购项目 6. 补充流动资金
2016/7/18	公司债	100	8	1. 补充公司流动资金
2017/11/25	定增	44.58	8	1. 补充公司流动资金
2019/3/29	可转债	100	3.27	1. 老百姓医药健康产业园建设项目 2. 老百姓大健康智慧服务平台建设项目



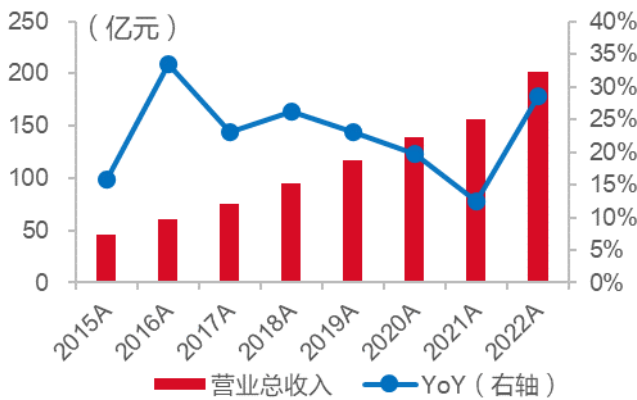
				3.节余募集资金永久补充流动资金	
				1.新建连锁药店项目	
2022/2/1	定增	43.59	0	17.4	2.华东医药产品分拣加工项目
2					3.企业数字化平台及新零售建设项目
				4.补充流动资金	

资料来源：公司公告，东海证券研究所

### 1.4.业绩稳健增长，精细化运营效果逐步兑现

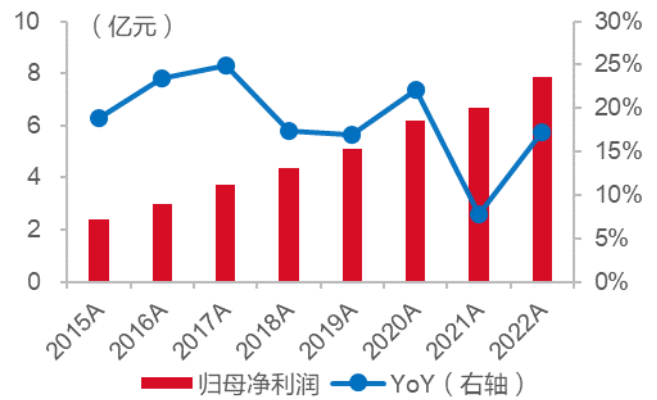
**业绩稳健增长，可持续性较强。**自上市后，公司融资渠道拓宽，扩张加速，营业收入从 2015 年的 45.68 亿元上升至 2022 年的 201.76 亿元，复合增长率为 23.64%；归母净利润从 2.41 亿元上升至 2022 年 7.85 亿元，实现年均复合增长 18.55%。2023 年 Q1，公司实现营业收入 54.41 亿元，同比增长 31.39%；实现归母净利润 2.91 亿元，同比增长 20.49%。短期来看，随着疫情影响褪去，公司各区域门店经营正常，业绩有望持续修复。中长期来看，行业集中度持续提升，公司高效组织变革和数字化转型成效逐步显现，业绩有望维持较高增长。

图5 公司营业收入稳健增长



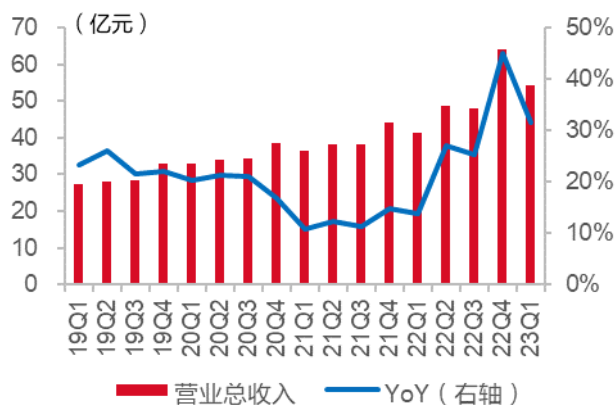
资料来源：Wind，东海证券研究所

图6 公司归母净利润稳健增长



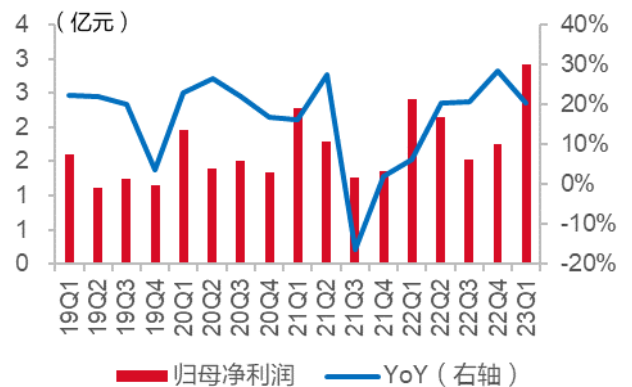
资料来源：Wind，东海证券研究所

图7 公司单季度营业收入稳步增长



资料来源：Wind，东海证券研究所

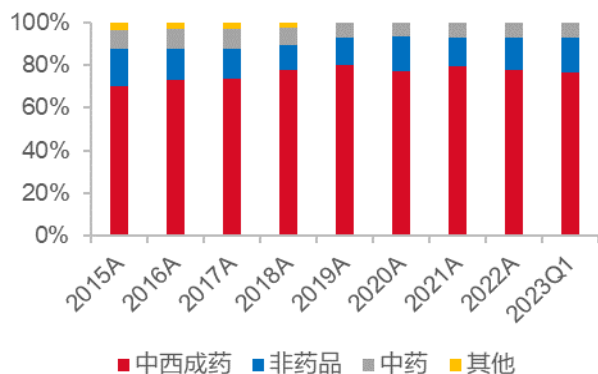
图8 公司单季度归母净利润稳步增长



资料来源：Wind，东海证券研究所

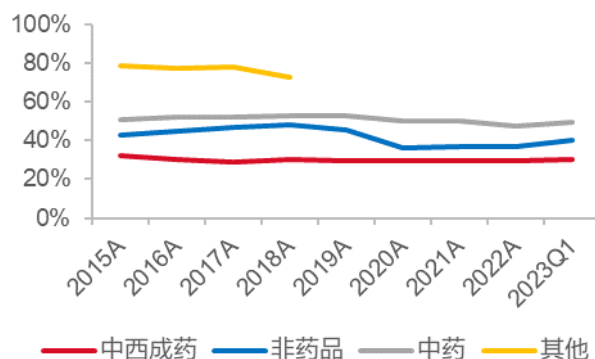
**产品营收结构与毛利率相对稳定，中西成药贡献近八成营收。**从产品构成来看，2022 年，中西成药、非药品、中药分别占公司营收的 77.60%、15.44%、6.96%，结构相对稳定。从各产品的毛利率来看，中药和中西成药的毛利率相对稳定，分别为 47.82%和 29.39%；非药品的毛利率为 37.21%，呈小幅波动，主要是疫情期间低毛利的防护用品销售收入提升所致。

图9 公司收入构成（按产品分）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图10 公司毛利率（按产品分）

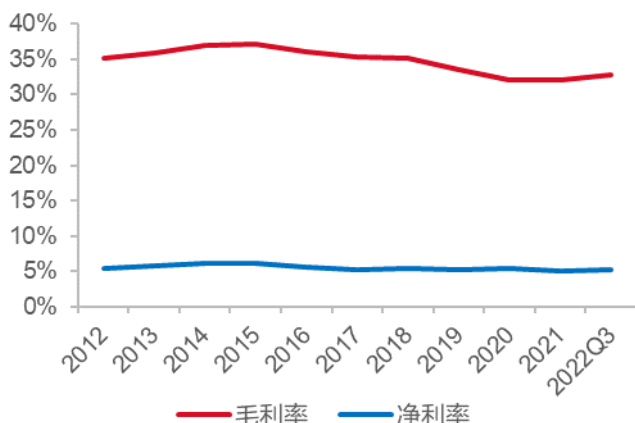


资料来源：Wind，东海证券研究所

**盈利能力相对稳定。**盈利方面，公司近些年毛利率略有下降，主要是受到限制非药品陈列、药品限价等政策影响、处方药销售及加盟店配送收入占比提升、公司毛利率较低的DTP门店比例提升所致。此外，公司毛利率在疫情期间一定程度上受到毛利较低的防疫物资销售增加影响。2022年，公司毛利率、净利率分别为31.88%、4.84%；2023年Q1，公司毛利率和净利率分别为33.00%、6.20%。

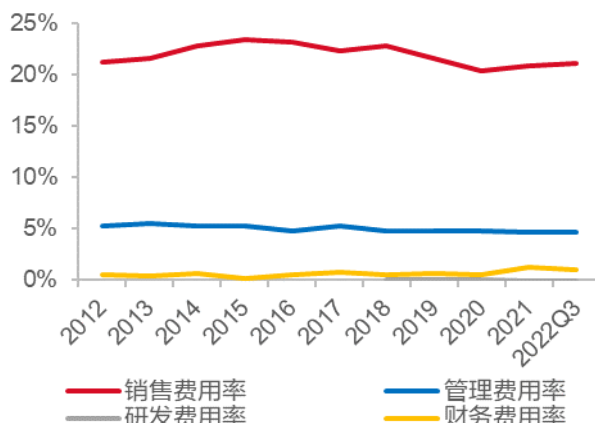
**精细化运营能力初步兑现，控费能力持续增强，总体费用率稳中有降。**2022年，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为19.32%、5.49%、1.15%，财务费用率基本持平，销售费用率降低1.49个百分点，管理费用率增加0.88个百分点，主要是股权激励计划影响。2023年Q1，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为20.18%、4.45%、0.68%，较去年同期分别下降0.87、0.27、0.21个百分点。组织变革及科技赋能推进下，降本增效趋势初步显现。

图11 公司历年毛利率与净利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

图12 公司历年期间费用



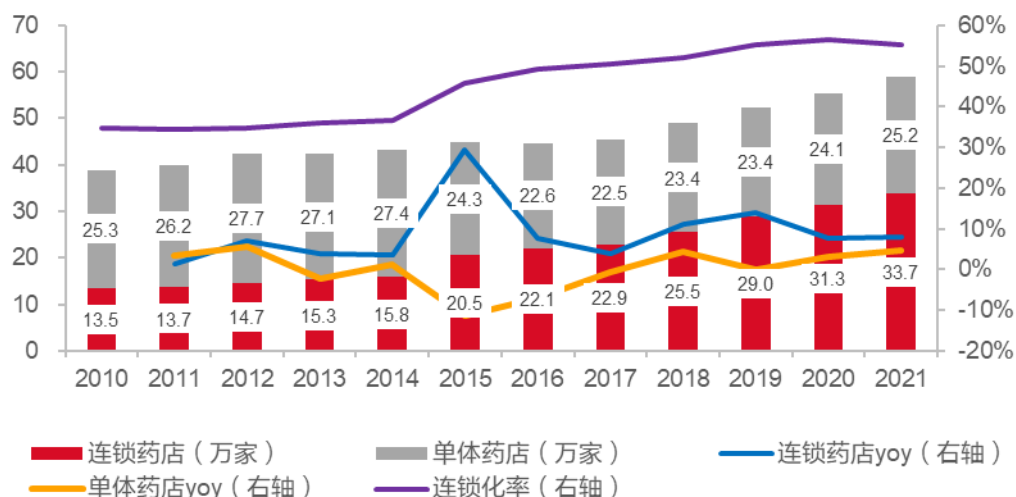
资料来源：Wind，东海证券研究所

## 2.三大逻辑支撑行业发展空间进一步打开

### 2.1.药店行业集中度持续提升

**连锁化率持续提升。**2012-2021年，零售药店总数量从42.4万家增加至61.0万家，增幅为43.9%；其中，连锁药店数量从14.7万家增加至33.7万家，增幅为130.0%，连锁化率从2012年的34.6%提升至2021年的55.3%，年均提升2.07个百分点。

图13 近十年全国零售药店数量



资料来源：商务部，中国药店，东海证券研究所

**头部企业有望加速受益。**《“十四五”药品流通行业高质量发展的指导意见》提出，到2025年，培育形成5-10家超500亿元的药品零售连锁企业，药店百强企业市占率超65%，药店连锁率接近70%，药店行业仍有很大发展空间。

表3 “十四五”药品零售行业目标规划

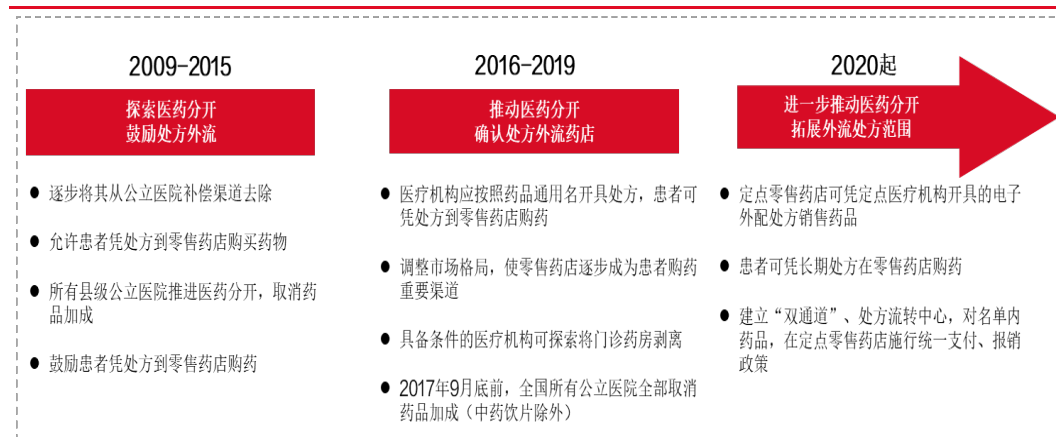
指标名称	目标	现状 (2021年)
药品零售连锁企业	到2025年，5-10家超五百亿元	50-300亿元
药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额	65%以上	52.50%
药品零售连锁率	接近70%	55.30%

资料来源：商务部官网，东海证券研究所

### 2.2.处方外流加速推进

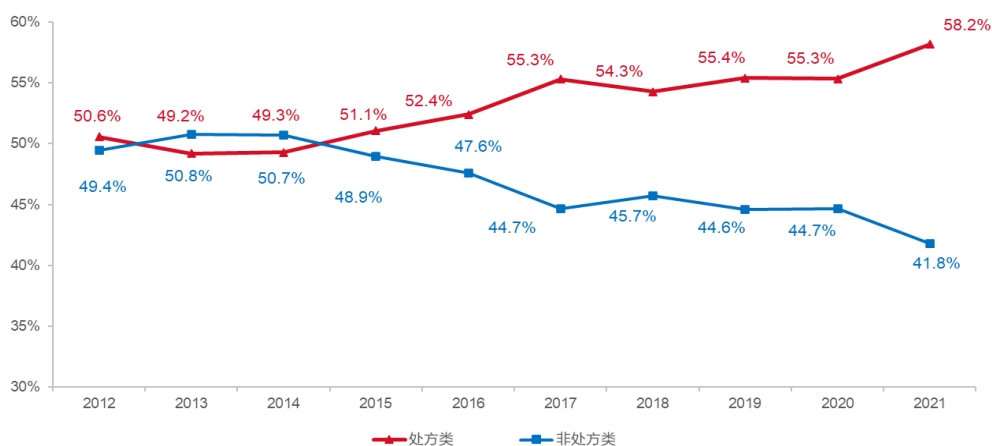
**医药分业，处方外流打开药店发展空间。**我国医药分业改革主要经历了3个阶段：探索期：允许处方外流，所有县级公立医院推进医药分开，取消药品加成；推进期：探索医院门诊患者多渠道购药，使零售药店逐步成为患者购药的重要渠道，探索将门诊药房剥离。深化改革期：患者可凭长期处方在零售药店购药，双通道药品可在符合条件的定点药店统一使用医保支付、报销政策，符合条件的定点药店可纳入统筹。伴随系列政策持续落地，从零售药店药品销售结构数据来看，处方药占比持续提升，2021年药店销售的处方药占药品规模比重为58.2%，较2012年提升7.6个百分点。

图14 医药分业与处方外流的相关政策变化



资料来源：中国政府网，东海证券研究所

图15 近十年药店处方药与非处方药品销售占比

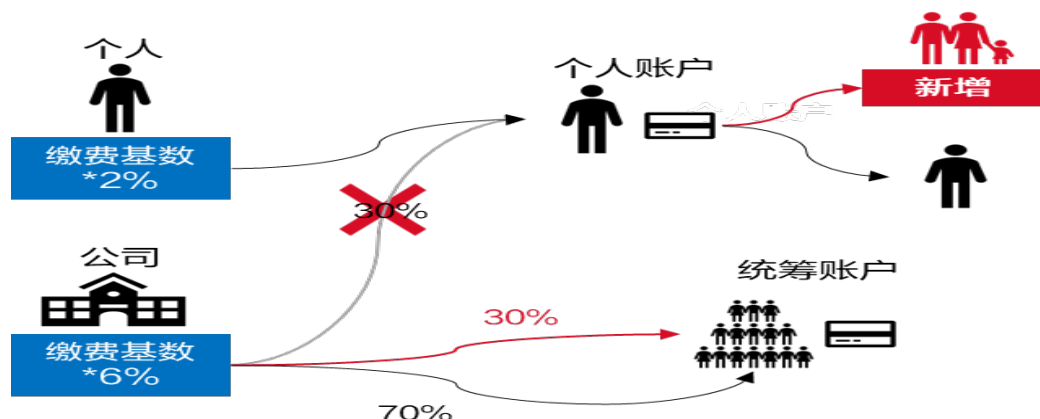


资料来源：中国药店，东海证券研究所

**集采为药店引流增收。**2019年，集采扩围意见提出，医保定点药店可自愿参加集采，且允许其适当加价，超出医保支付标准的部分由患者自付。2021年，《“十四五”全民医疗保障规划》明确鼓励定点药店参与集采。集采落标品种及原研药销售成为连锁药店增收引流利器：1) 药店购药品种更齐全。医院在集采实施后，基本只提供集采品种。院外零售药店市场成为未中标品种主要销售渠道，比如原来医院销售规模较大的落标品种和外资原研药都能给零售药房带来较大机会。2) 连锁药店采购议价能力强，集采品种定位为引流品种。3) 同价且更高可及性。连锁药店可及性远高于医院，且不需要挂号费和长时间排队，购药更便捷。

**医保账户结构调整，支付范围逐步扩充。**2021年，《关于建立健全职工基本医疗保险门诊共济保障机制的指导意见》对职工医保账户进行调整，调整后：个人账户：可实行家庭共济以支付直系亲属的医疗、医药及医保费用。新的制度功能转换，达到了共济保障、代际保障、提升管理效能的制度结果。统筹账户：逐步将门诊里多发病、常见病、慢性病、特病纳入支付范围；定点药店购入处方药，符合规定的纳入支付范围。同年，《医保定点暂行办法》中在此明确统筹账户的对接，进一步促进了处方外流到药店。

图16 医保账户调整情况



资料来源：《关于建立健全职工基本医疗保险门诊共济保障机制的指导意见》，东海证券研究所

**双通道机制完善，药店医保品种扩围。**2021年5月，《关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的指导意见》出台，明确医保谈判药品可在符合条件的药店购买并享受与医院相同的医保报销模式，细则由省级医保确定。零售端医保报销药品的扩容将给药房带来更大的市场空间，尚未进院的药品可在药店享受医保报销。同时，药店也可通过“双通道”承接国谈药品，进一步推动处方外流。“双通道”要求更严格的药店管控体系，对药店的医保管理、仓储冷链等提出了更高的要求，提高经营成本，头部连锁药店企业有望持续受益。

**定点药店纳入门诊统筹，处方加速外流。**2023年2月，国家医保局发布《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》，积极支持定点零售药店开通门诊统筹服务，完善基金支付、结算与监管等相关规定，是继医保账户调整后进一步落实扩大统筹基金支付范围的举措，统筹对接推进超预期。本次鼓励药店开通统筹服务，明确定点医药机构可开具最长12周的长期处方，有望进一步加快处方外流。

表4 进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知

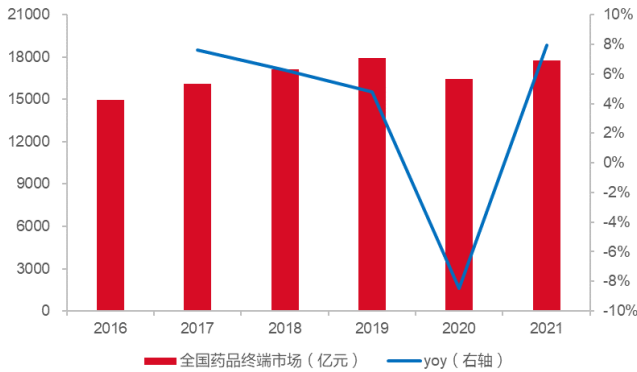
大类	细项	主要内容
支持定点零售药店开通门诊统筹服务	符合条件的定点零售药店可申请开通门诊统筹服务	
定点零售药店门诊统筹支付政策	支付范围 总额预算管理 强化管理 费用审核结算	确定起付标准、支付比例和最高支付限额等 探索建立定点零售药店门诊统筹总额预算管理 实行“有进有出”的动态管理 收到定点零售药店结算申请之日起30个工作日内完成医保结算
定点零售药店门诊统筹配套政策	加强药价协同 加强处方流转管理	支持定点零售药店通过省级医药采购平台采购药品 鼓励自愿参与药品集中带量采购 倡导参考省级医药采购平台价格销售医保药品 定点医药机构可为符合条件的患者开具长期处方，最长可开具12周

资料来源：国家医保局，东海证券研究所

**终端市场稳步增长，药店销售占比逐年提升。**全国药品终端市场稳步增长，2021年已达到1.7万亿元。患者购药的主要场景有公立医院、药店、基层医疗机构，2021年全国药品终端市场规模为17,747亿元，剔除疫情影响，2016-2019年药品终端市场CAGR为6.24%。药店销售占比逐年提升，2021年接近27%。2016-2019年零售药店销售占比从22.5%提升

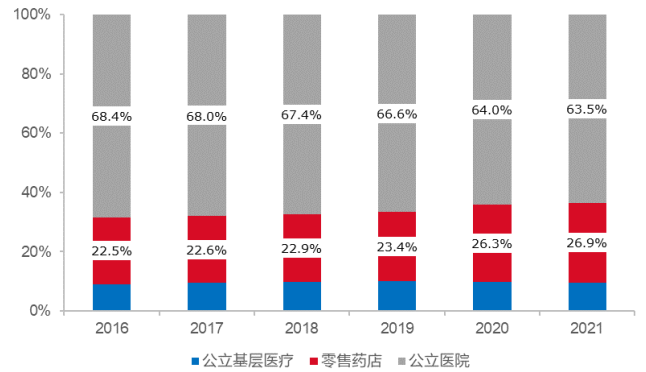
至 23.4%；2020 年起，受疫情影响，患者购药习惯改变等，零售药店销售占比较 2019 年提升近 3 个百分点。

图17 全国药品终端市场规模



资料来源：米内网，东海证券研究所

图18 全国药品终端渠道占比

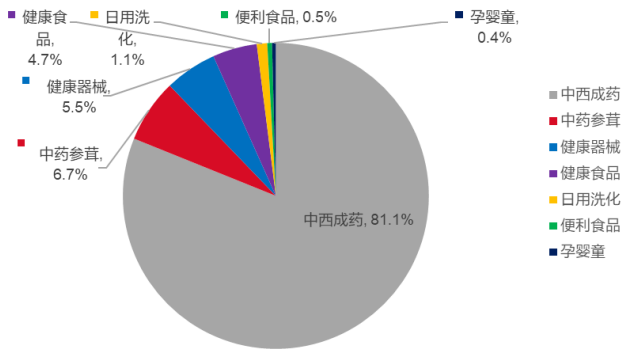


资料来源：米内网，东海证券研究所

### 2.3.非药品类不断多元化

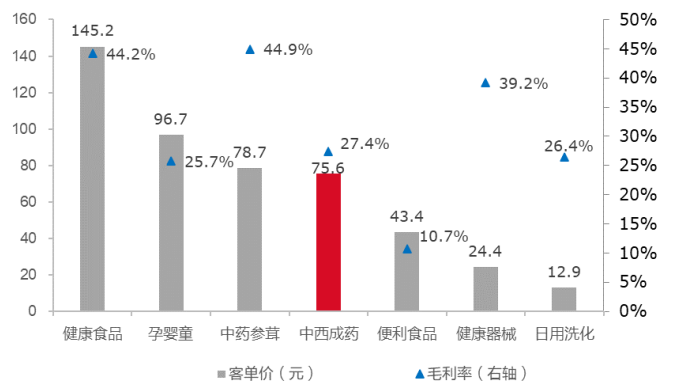
品类多元化打开药店行业天花板，非药品类客单价高、毛利率高。药店销售的主要品类有 7 种：中西成药(81.1%)、中药参茸(6.7%)、健康器械(5.5%)、健康食品(4.7%)、日用洗化(1.1%)、便利食品(0.5%)、孕婴童(0.4%)。客单价前三的品类有健康食品(145.2 元)、孕婴童(96.7 元)、中药参茸(78.7 元)；毛利率前三的品类有中药参茸(44.9%)、健康食品(44.2%)、健康器械(39.2%)。

图19 2021 年样本药店销售结构



资料来源：中国药店，东海证券研究所

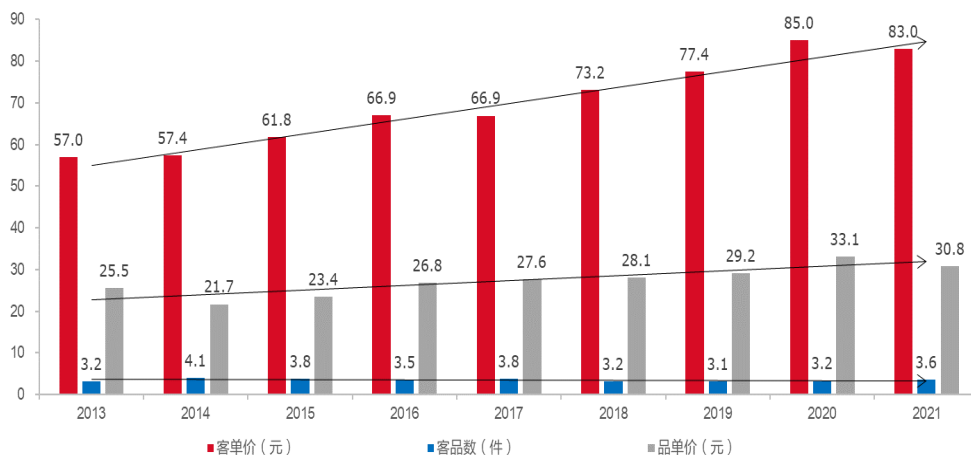
图20 2021 年样本药店各大类品类客单价及毛利率情况



资料来源：中国药店，东海证券研究所

零售药店的品单价、客单价逐年提高。品单价从 2013 年的 25.5 元增长至 2021 年的 30.8 元，增幅为 21%；客单价从 2013 年的 57.0 元增长至 2021 年的 83.0 元，增幅为 46%；客品数基本保持稳定，从 2013 年的人均 3.2 件增长至 2021 年的 3.6 件。

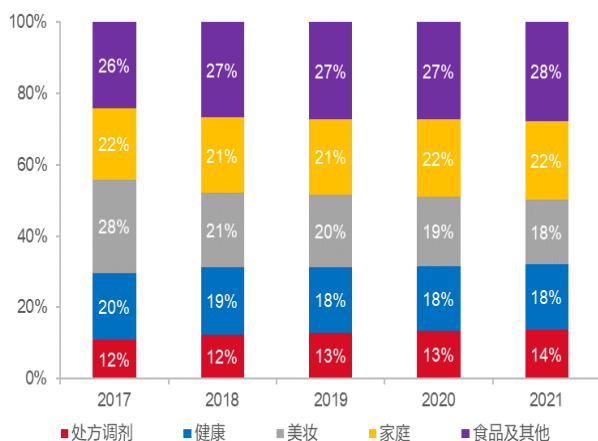
图21 客单价、客品数、品单价情况



资料来源：中国药店，东海证券研究所

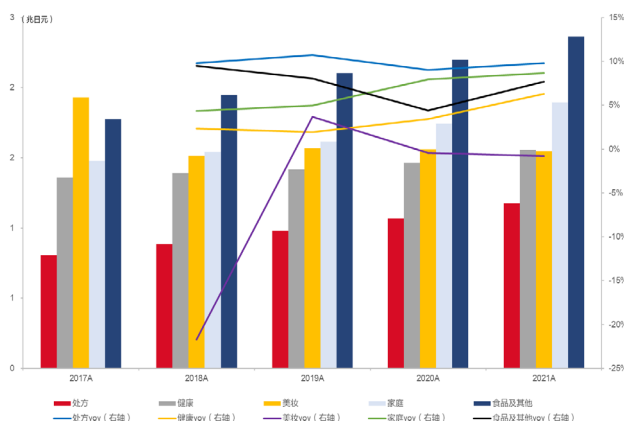
相较日本，我国药店销售品类相对单一，结构仍可优化，行业天花板仍有不断向上打开的空间。日本医疗重心从治疗向预防转变以及日本国民的自我预防意识增强，医药零售业已从疾病产业转向健康产业，药店经营品类已涵盖药品、健康产品、化妆品及家庭用品等。2021年，在日本零售药店的商品类别销售构成中，处方调剂与健康产品合计仅占据32%的份额，美妆占据18%的份额，日用杂货和其他产品合计占据50%的份额。

图22 近五年日本药店行业总销售额情况



资料来源：中国药店，东海证券研究所

图23 近五年日本药店行业总销售额情况

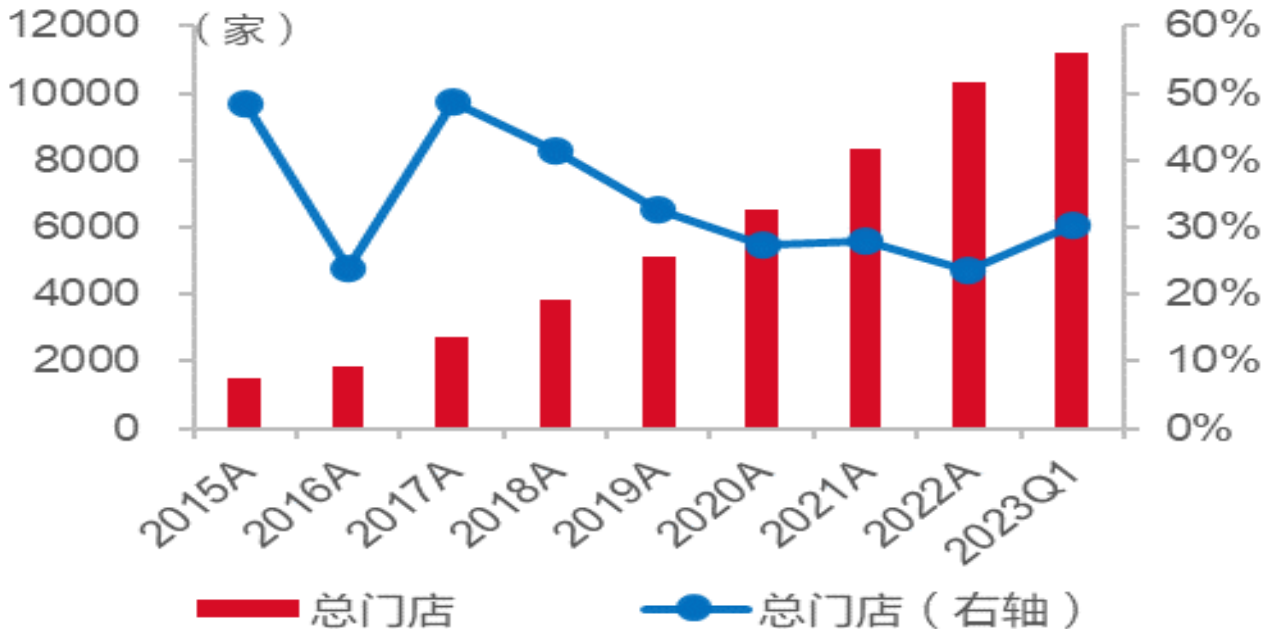


资料来源：中国药店，东海证券研究所

### 3.直营稳健扩张，加盟优势显著

内生外延稳健扩张，门店数量过万，7年复合增速33%。公司通过直营、星火（并购）、加盟、联盟四驾马车持续稳健扩张。2015-2022年，老百姓总门店数从1483增长到10783家，复合增长率为32.7%。截至2023年Q1，老百姓总门店数达到11231家。

图24 门店数量过万，复合增速达32%



资料来源：公司公告，东海证券研究所

#### 3.1.直营门店稳健扩张，店龄结构年轻

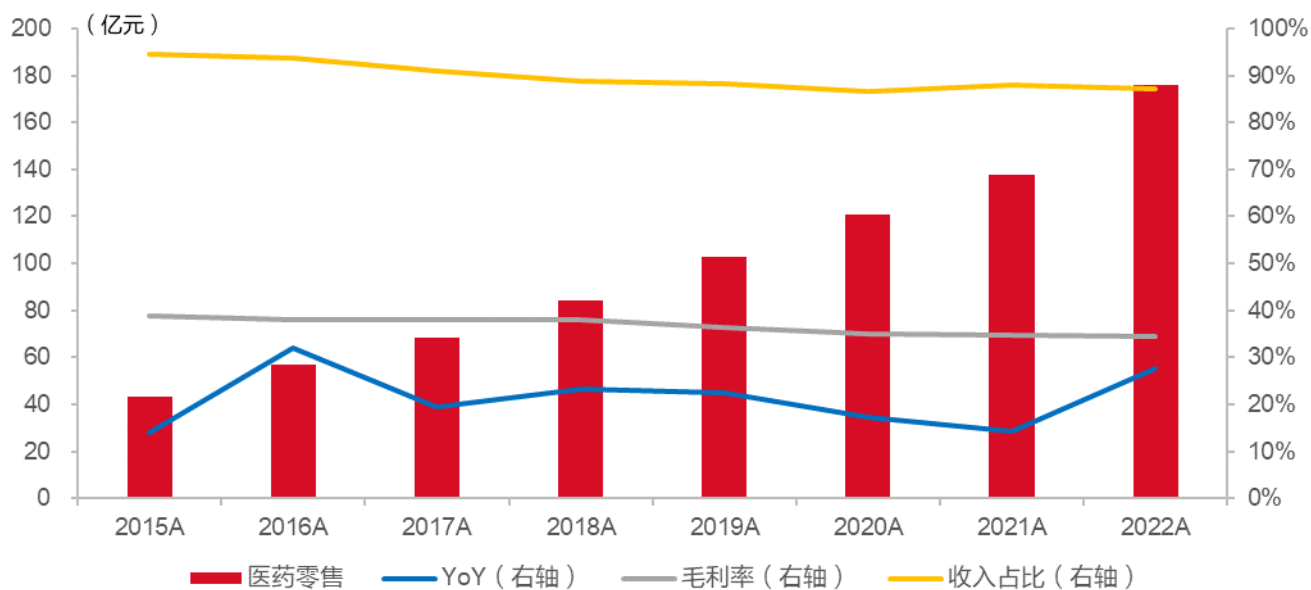
直营店持续扩张，公司零售收入稳健增长。公司零售业务主要是直营模式，以自建门店与并购模式双轮驱动持续推进“全国布局”和“全渠道布局”的发展战略，实现直营店稳健扩张。2022年与2023Q1，公司零售收入分别为175.97、45.83亿元，同比增速分别为27.60%、31.12%，占总营收比重分别为87.22%、84.25%，2015-2022年复合增速为23.64%。截至2023Q1，拥有直营店7903家，2015-2022年复合增速为26.41%。由于已经实现广布局，公司近五年每年新增门店的自建比例高于并购比例。

直营板块——持股比例100%。直营板块下，公司通过自建或者并购资产运营门店，实行100%控股及绝对直营。在重点发展的省区深耕下沉市场，公司坚持“根据地计划”发展规划即以城市为单位，在该城市区域通过大数据规划网络布局大量密集开店，形成该区域的市场占有率绝对领先地位，再拓展下沉、近医院、进乡镇、进社区，依靠精细化和数字化进一步提升自建能力，实现根据地门店密集合理布局、快速拓展，以确保内生发展的质量和速度。

星火板块——持股比例约50%-100%。星火板块下公司通过并购股权的门店，通常并购比例在50%-100%，并购模式多样化，不同区域不同策略。有在已布局区域也有在新进入区域凭借并购整合的丰富经验，以合理价格收购优质标的，快速抢占目标市场。以甘肃惠仁堂和江苏百信缘为例，公司以控股模式成功并购并以绝对优势新增一个省级市场和一个地级市场，以此实现提高市场占有率并具有前瞻性发展的快速拓展。



图25 公司零售收入情况



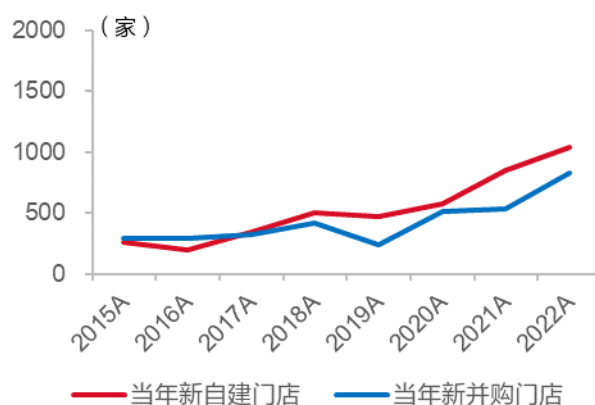
资料来源：公司公告，东海证券研究所

图26 公司直营店数量



资料来源：公司公告，东海证券研究所

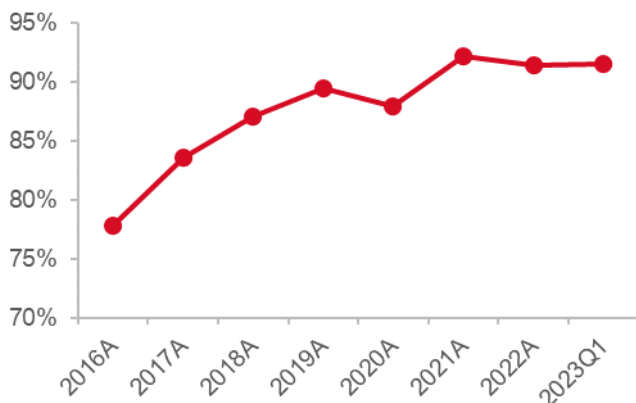
图27 近年新增门店自建多过并购



资料来源：公司年报，东海证券研究所（自建一年及三年内店龄门店/当期期末直营门店数量）

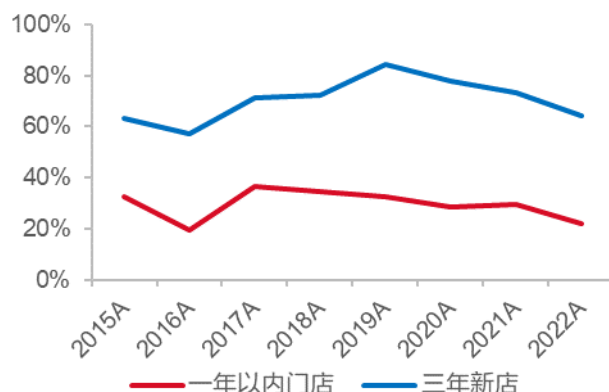
**店龄结构年轻，医保资质占比持续提升。**2022年，公司店龄结构受到一定程度影响，店龄在一年的新店占比为22%，三年内新店占比为64%。伴随常态化运营恢复，新店盈亏平衡期有望缩短，一年及三年内新店占比稳定，有望为公司贡献更多利润。

图28 公司直营店中已获取医保门店比例



资料来源：公司年报，东海证券研究所

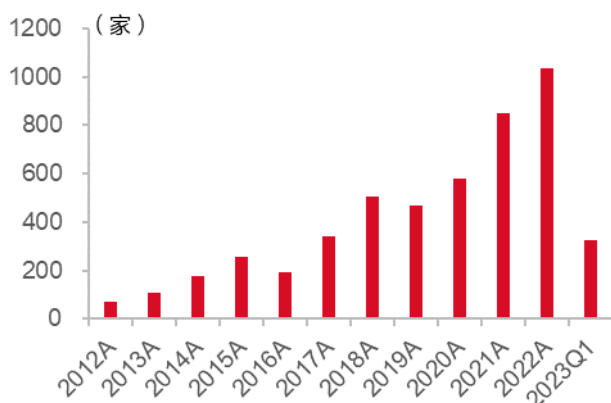
图29 公司一年及三年内新店率变化情况



资料来源：公司年报，东海证券研究所（自建一年及三年内店龄门店/当期期末直营门店数量）

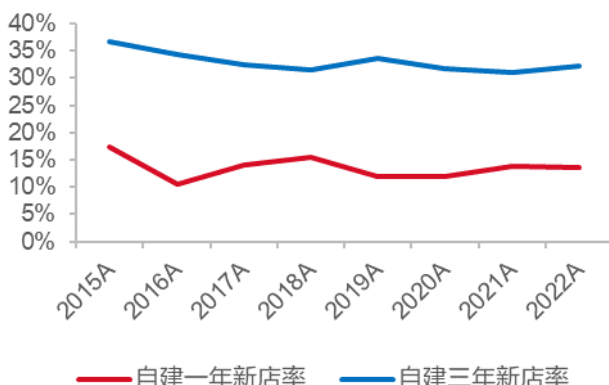
**新增门店自建率回升。**伴随门店快速扩张及常态化运营,2022年公司新增直营1695家,预计一年及三年的门店净新增自建率约13%、31%,自建仍为公司门店扩张的核心地位。根据中国药店统计,药店医保资质获取周期平均在14个月,新建店通常在1.5-2年时间可达到盈亏平衡,随后有望借助医保及客户粘性,业绩持续放量。公司新增自建门店率趋稳,为后续业绩收入提供稳定保障。

图30 公司历年新增自建门店数量



资料来源：公司年报，东海证券研究所

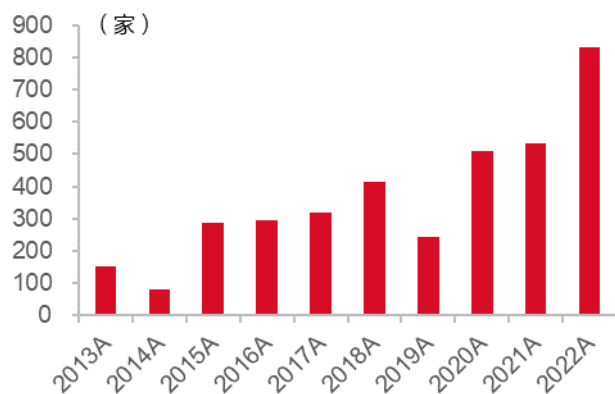
图31 公司历年门店净新增自建率



资料来源：公司年报，东海证券研究所（自建一年及三年内店龄门店/当期期末直营门店数量）

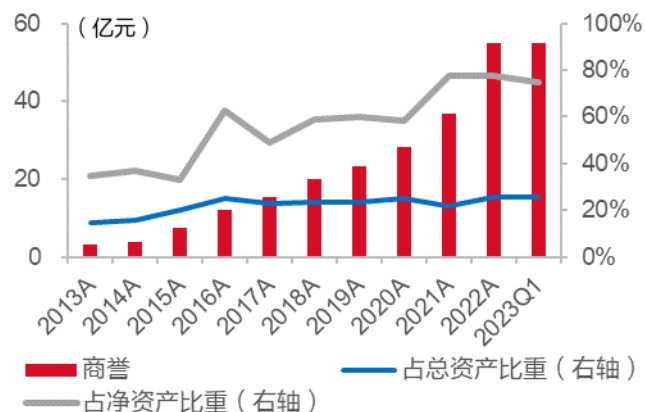
**星火式跨省并购强化区域影响力。**公司通过“星火”模式控股收购区域龙头,实现跨省扩张和深耕优势市场,共同成长保障业绩增长。“星火模式”拥有一批熟悉行业运营规律的专业化并购专家团队,一方面分析确定目标战略市场,严格把控、筛选优质标的;另一方面,通过全方位的投后管理、文化融合赋能标的公司的同时,实现团队本地化运营,保持团队的积极性,企业得以健康快速地发展。并购项目基本达到甚至超过预期业绩。卓越的并购整合能力,为公司内生增长和外延扩张双轮驱动的发展战略做出贡献,公司发展持续释放新动能。近年来,公司持续加大并购力度,伴随星火并购的持续推进,整合进程的稳步发展,未来将不断给公司发展注入新动能。

图32 公司历年新增并购



资料来源：公司年报，东海证券研究所

图33 公司商誉及占资产比例

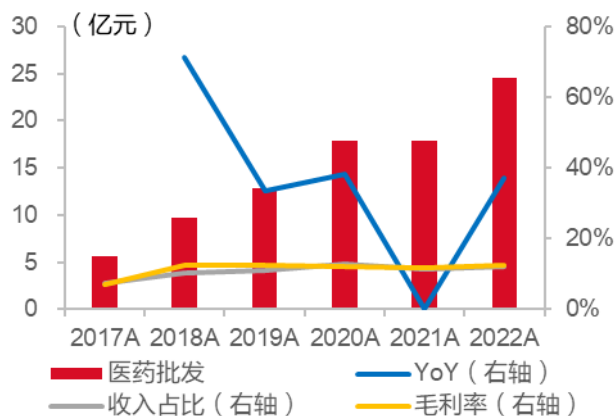


资料来源：公司年报，东海证券研究所

### 3.2. 加盟优势显著，批发业务高速增长

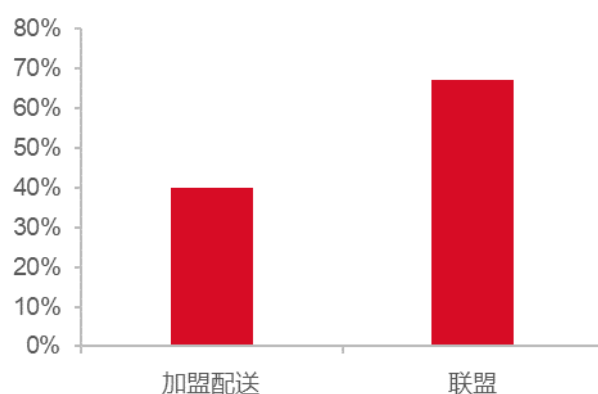
**批发收入高速增长，加盟业务贡献超 70%。**公司的批发收入主要由加盟及联盟业务贡献，公司大力发展加盟、联盟业务，更好更快的下沉至县城乡镇市场，把握国家乡村振兴战略机会，把优质医药服务送到基层市场。2022 年公司批发收入为 24.50 亿元，同比增速为 37.23%，2017-2022 年复合增速为 34.18%。其中，加盟业务实现年配送收入约 18 亿元，同比增长 40%，占批发收入达 73.47%；联盟业务实现收入同比增长 67%。

图34 公司批发收入增长情况



资料来源：公司年报，东海证券研究所

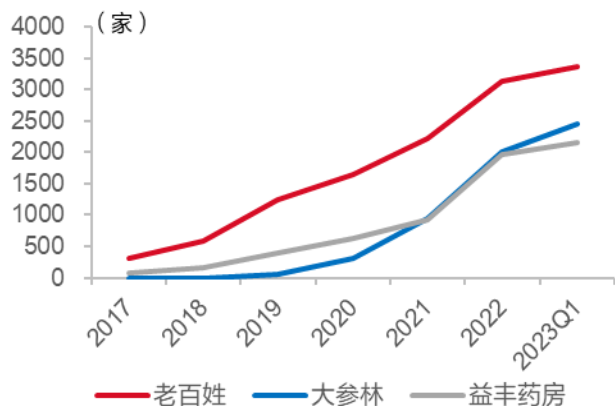
图35 公司 2022 年加盟配送收入与联盟收入增速双高



资料来源：公司年报，东海证券研究所

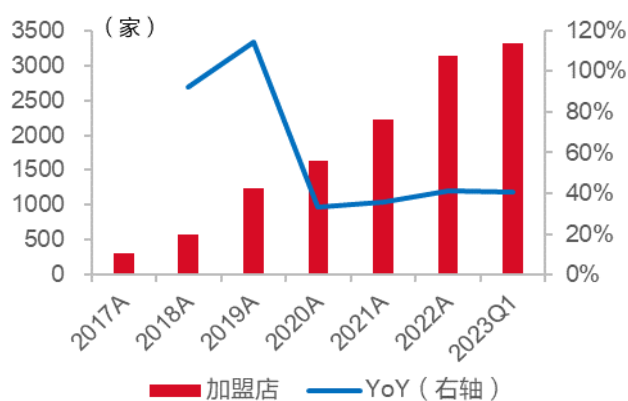
**加速下沉及同业整合，加盟门店数量行业领先。**公司发展加盟业务主要是为了助力公司在下沉县城乡等非核心市场拓展，吸纳单体药店和中小连锁药房，吸引同行加入有利于行业整合。公司自 2017 年开始强化加盟业务“老百姓健康药房”以来，加盟业务快速发展，随着加盟商获利再投资，已经形成良好的加盟品牌效应。目前，公司加盟业务已遍及 19 个省份，成为公司门店下沉的有效抓手，加盟门店 3328 家，2017-2022 年复合增速为 60%。

图36 老百姓加盟门店数更多



资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

图37 公司加盟门店扩张复合增速为 60%



资料来源: 公司年报, 东海证券研究所

**双赢模式, 优势显著。**公司在加盟业务上优势显著: 提供“一站式”的前期支撑: 包括前期市场评估、选址、装修、办证、开业策划、商品策划、运营指导、厂商支持、专业培训、融资服务。加盟后的优势: 1) 高标准管理降本增效。提供高标准的“七统一”管理模式, 使加盟店运营更合规的同时降本增强。2) 品牌优势及会员效应。提供广大可选商品及高毛利产品提升加盟门店竞争力及盈利能力; 提供强大的品牌效应及广大的会员群体, 精准营销, 为加盟店引流; 3) 商品优势。公司 SKU 高达 25000+, 品类齐全, 统采高比例下议价能力强, 可保留毛利更高。此外, 公司可提供高毛利的自有品牌产品及独家全国或区域代理产品。4) 物流优势。公司全国现代化物流仓储中心, 可保障门店到货迅速, 降低加盟门店仓储运输成本。5) 可承接不同群体加盟业务。公司可针对单店及中小连锁企业, 在保留其所有权的情况下, 提供不同解决方案, 助力提升其盈利能力。

图38 公司加盟优势



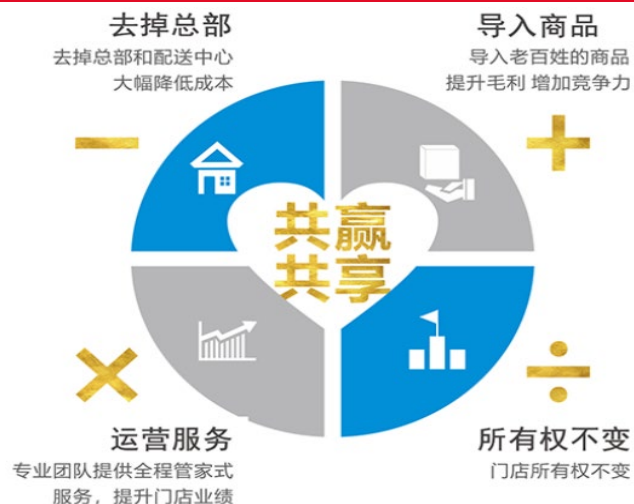
资料来源: 公司官网, 东海证券研究所

图39 加盟店单店“七统一”管理模式



资料来源：公司官网，东海证券研究所

图40 公司加盟店连锁共享模式



资料来源：公司官网，东海证券研究所

图41 公司加盟优势

<p><b>品牌优势</b></p> <p>沪市主板上市药店品牌 股票代码:603883</p>	<p><b>商品优势</b></p> <p>精选27000+品种,满足顾客所需。品类覆盖更全,3000+高毛品种更有优势。上千厂家资源扶持,集采优势价格更低。</p>	<p><b>会员优势</b></p> <p>共享6800万+海量会员群体、会员卡全国通用。会员精准营销,为加盟店吸流锁客。</p>	<p><b>新零售赋能</b></p> <p>成熟的O2O发展平台与运营经验,线上线下融合一体化赋能门店,多渠道销售模式让门店业绩更好。</p>	<p><b>系统优势</b></p> <p>业内先进的CRM系统、仓库管理系统(WMS)、SAP企业管理系统为门店经营助力。</p>
<p><b>营销优势</b></p> <p>专注药店22年、全国10000+家门店成功,专业营运团队、更值得信赖!</p>	<p><b>培训优势</b></p> <p>庞大的讲师团队,线上线下一体化教学,经营全程培训指导,培训形式丰富多样,赋能门店专业能力成长。</p>	<p><b>物流优势</b></p> <p>耗资亿元打造的现代化物流体系,“五星级”立体自动化仓库。全国4大物流配送中心,保障门店商品到店更迅速,为销售助力。</p>	<p><b>服务优势</b></p> <p>一站式包干服务,从筹备选址到装修配送,再到开业营销、后期管理帮扶,一对一督导,让加盟商经营开店更轻松。</p>	<p><b>政策扶持</b></p> <p>行业政策解读与分析,同时为门店提供授信金融服务,为门店保驾护航、助力赋能。</p>

资料来源：公司官网，东海证券研究所

**专业化药房管理经验，联盟模式打造“县域龙头的全托管专家”。**为了使得公司以分级发展模式，精准提升不同层级市场占有率。公司联盟业务向中小连锁药房提供管理咨询和供应链整合服务，通过全国统一招商与省区招商相结合、合作模式创新等方式实现快速发展，用联盟发展打造“县域龙头的全托管专家”。公司通过搭建线上+线下培训服务平台，提升联盟企业的运营、商品、采购、品类管理、专业服务管理能力，充分发挥联盟的零售药店管理咨询和商采优势，加强赋能区域医药零售连锁联盟企业。2022年，公司联盟业务合作企业达到150家，涉及门店5,000多家，实现销售额同比增长67%。

## 4.多维度提升盈利能力

### 4.1.经营策略由“广”转“聚”，利润率有望提升

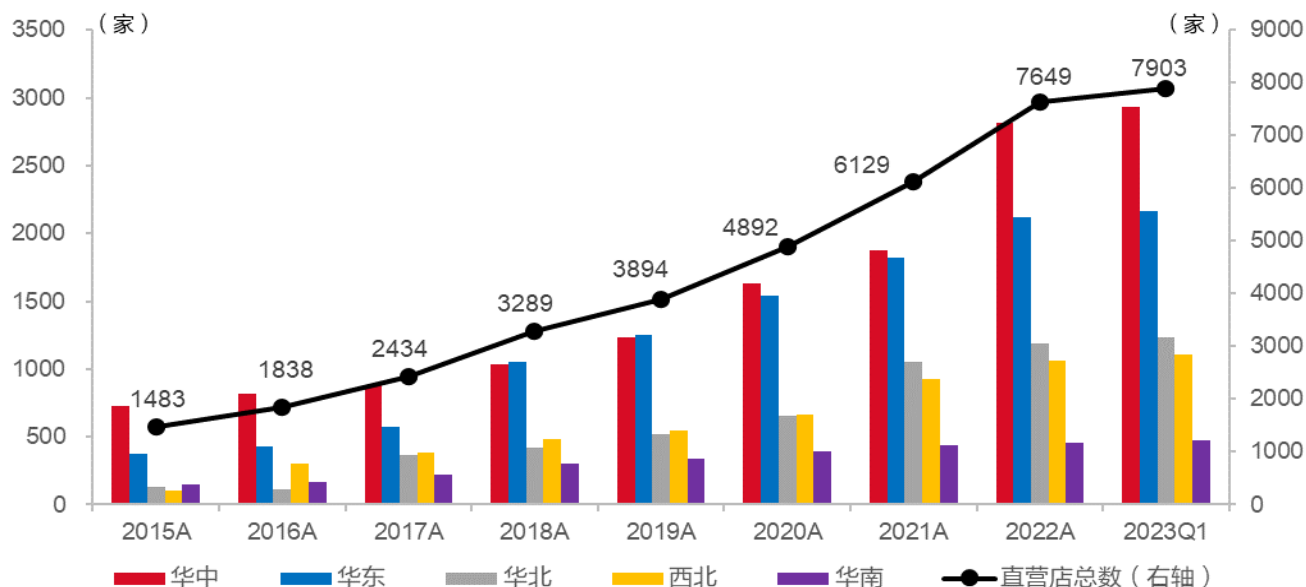
网络覆盖全国 20 省，五大区域多点开花。截至 2023Q1，老百姓连锁布局网络（不含联盟）覆盖全国 20 个省份的 140 个地级市，布局最广，在六家民营连锁药房中覆盖省份最多。华中、华东为公司优势区域，西北正快速成长。截止至 2023Q1，公司在华中区域直营门店占比最高，为 37.1%；其次是华东区域，占比为 27.4%。2022 年，公司五大区域按营收规模排序分别为华中、华东、西北、华北、华南，营业收入分别为 84.34 亿元、51.46 亿元、32.97 亿元、21.57 亿元、11.42 亿元，2016-2022 年复合增速分别为 22.24%、23.14%、20.08%、32.37%、11.64%。

图42 公司市场版图



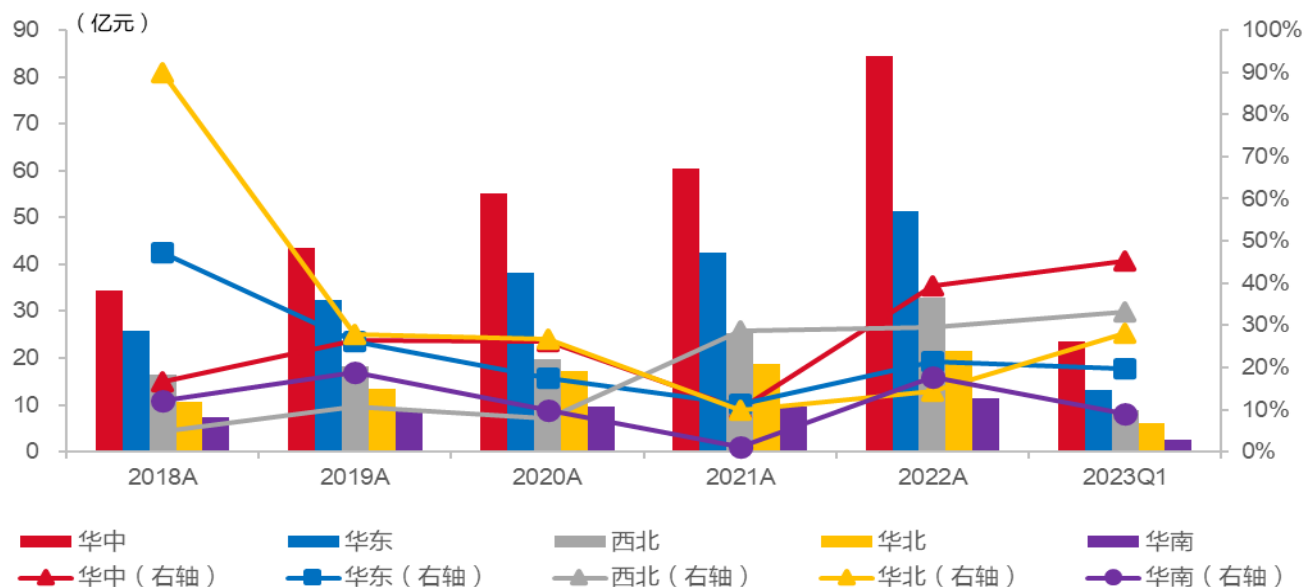
资料来源：公司官网，东海证券研究所

图43 公司直营门店各区域增长情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

图44 公司分区域营收及增长情况

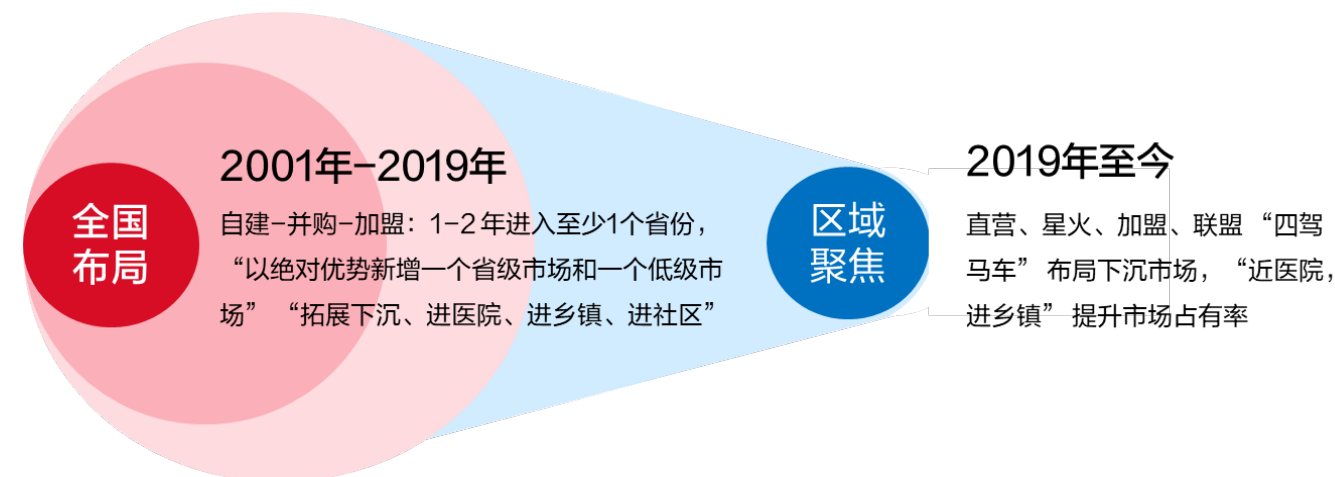


资料来源：公司公告，东海证券研究所

**广阔的市场布局为公司提供更大的深耕空间。**2022年，公司推行“9+7”拓展战略，兼顾横向与纵向发展，在已完成全国市场广覆盖的基础上，加深加密优势市场的门店网络，加大加快低线城市及县域乡镇市场的拓展。广阔的市场布局为公司提供实施“新农村”和下沉战略提供更大的选择空间。2022年新增门店中下沉市场门店占比86%。

**广覆盖后转变策略，持续加密重点区域巩固既有优势，提升利润率。**早期广覆盖的扩张策略。2001-2019年期间，公司通过1-2年进入至少1个省份的策略，布局了全国22个省份，在每个省份执行：“以绝对优势新增一个省级市场和一个低级市场”的经营方针，以“拓展下沉、近医院、进乡镇、进社区”的策略进行密集开店，形成该区域的市场占有率绝对领先。在跨省扩张上，从早期自建为主逐步过渡至并购当地知名连锁企业后再自建加密的方式。**当前的区域聚焦策略。**2019年至今，公司开始转型为“聚焦”战略。公司每年在重点发展省份根据省市政策、城市规划、市场规模、竞争格局等情况，通过直营、星火、加盟、联盟的“四驾马车”快速布局潜力下沉市场，坚持扩张模式多元化，不同区域不同策略的拓展思路，坚持“近医院，进乡镇”的拓展策略，加速提升市场占有率。

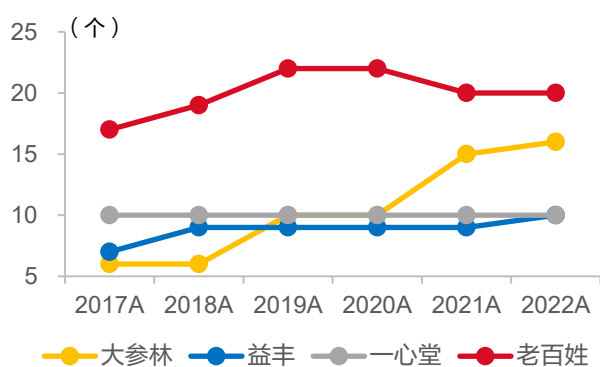
图45 公司扩张策略由“广”转“聚”



资料来源：公司公告，东海证券研究所

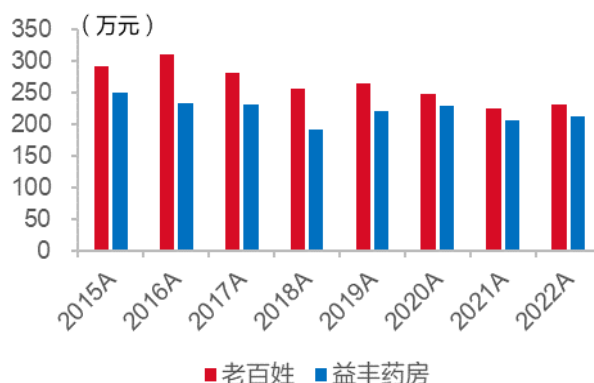
分析同业扩张策略，公司执行“聚”策略后有望持续提升其盈利能力。相较于同行，公司在单店收入相对较高的情况下，毛利率仍然较低，结合公司 2022 年公布的剔除 DTP 药房的零售业务毛利率（36.04%），我们认为除公司 DTP 业务强势外，造成该差异主要是扩张策略差异，其次是运营方式差异。通常，新进入的区域由于公司品牌力及区域优势尚未建立，竞争相对激烈，前期盈亏平衡周期或较长。在经过数年扩张后，已经形成一定规模但规模效应尚未完全体现，未来的盈利能力提升空间显著。具体来看，除公司以外的几家龙头连锁药企毛利率均相对较高，且采取“少区域高密度”的扩张策略。益丰药房近几年重点深耕既有优势区域，跨省（新进入）扩张节奏较缓，近五年仅在 2022 年新增 1 个省份至 10 个省份，因此毛利率相对较高，且长期执行“精细化管理”策略以降本增效提升净利率。对照一心堂的发展策略也是如此，持续加密已有区域以巩固当地优势，布局省份维持在 10 个。从大参林的扩张路径验证，在 2021 年从 10 个省份扩张至 16 个，但 76.42% 的营收仍来自既有的优势区域华南地区，毛利率未受到显著影响，且由于华南地区的高毛利的中药材需求更高，也导致大参林的毛利率相对较高。因此，我们认为公司由“广”转“聚”持续加密的扩张策略有望持续提升其盈利能力，参照 2022 年大参林、益丰药房、一心堂年报数据，公司的零售业务毛利率与公司整体净利率分别有 3.87-5.95 个百分点和 0.2-2.3 个百分点的提升空间。

图46 各连锁药企布局省份数



资料来源：公司公告，东海证券研究所

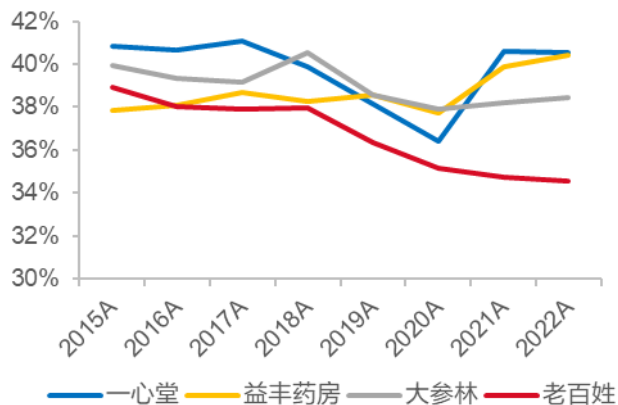
图47 公司与益丰药房直营店单店收入



资料来源：公司公告，东海证券研究所

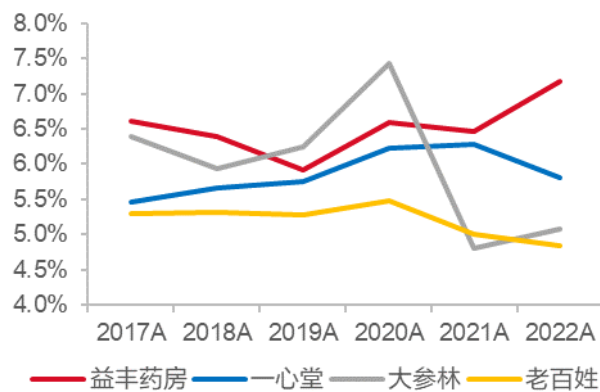


图48 公司零售业务毛利率相对较低



资料来源：Wind，东海证券研究所

图49 公司净利率相对较低



资料来源：Wind，东海证券研究所

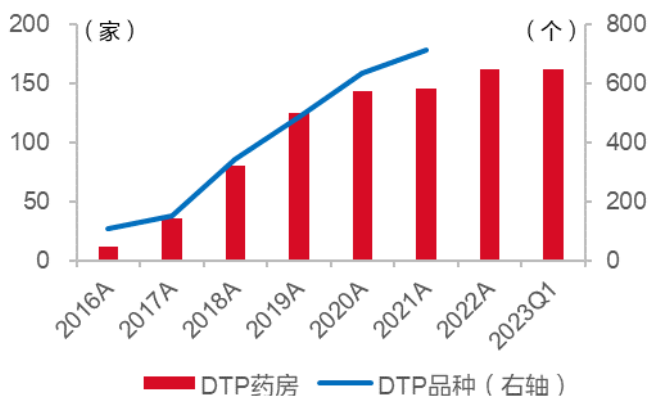
## 4.2.承接处方能力强，提升消费人次及消费金额

**高标准建设专业药房，承接处方外流能力强。**经过多年发展，老百姓积累了丰富的门店拓展经验和选址数据，根据不同商圈和业务的特点，布局 DTP 药房、O2O 店和院边店等不同店型店态。

**院边店品牌效应强：更近的距离，更多的品种，更高的消费人次。**连锁药店经营中，通常将院边店视为兵家必争之地，距离医院在数百米甚至一百米以内，凭借更全的品种和更近的距离可以更早进入医生、患者及其家属视野并留下印象，可以在第一时间第一线承接院内外流处方，引流及品牌效应显著。通常院边店的收入会显著高于平均门店收入。根据公司 2023 年一季报显示，直营门店中，双通道资格门店达到 234 家，DTP 药房达到 162 家，医保门店 7234 家，占比 91.53%，院边店占比约 10%（院边店最新披露数据为 2022 年三季报），有效承接处方外流。

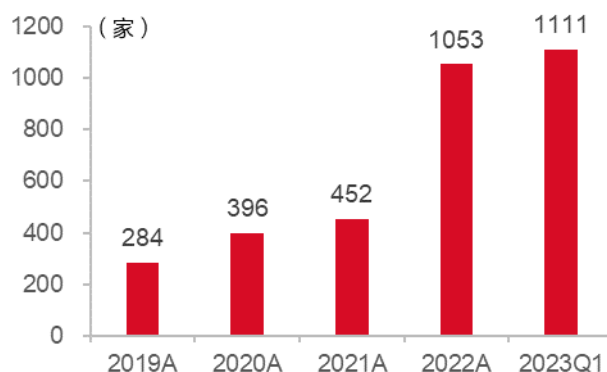
**专业化服务深度绑定高频次、高消费的慢病患者，增收效应或显著。**公司慢病服务体系不断升级，慢病与健康管理中心为顾客提供全链条、全生命周期病程管理服务，持续提高客户粘性：1）在全国万家门店铺设了血糖、血压、心率、尿酸、血脂、血氧等慢病自测蓝牙智能设备，通过用药指导、用药提醒、指标检测、报告解读、专属优惠等为慢病会员提供增值服务。2）加强对“慢病专家”的系统化培训，提升其专业技能和服务水平。3）通过搭建智能系统与数据平台，实现个性化慢病会员管理。截至 2023 年 Q1，公司慢病管理服务累计建档 900+万人、累计服务自测 4,300+万人次、累计回访 2,100 万人次，举行线上线下患教 2.2 万场次。2023 年 Q1，公司“门诊慢特病”定点资格门店达到 1111 家，慢病品种基本实现全门店覆盖。慢病患者通常需要长期服药，考虑到在入店消费时会补齐家中所需药品，慢病患者年均药品消费金额及频次均显著高于普通消费者，我们预计慢病业务对门店增收效应显著。

图50 公司 DTP 药店及品种数量



资料来源：公司公告，东海证券研究所（最新公布的 DTP 品种数量截止至 2021 年年报）

图51 公司“门诊慢特病”定点资格门店数量

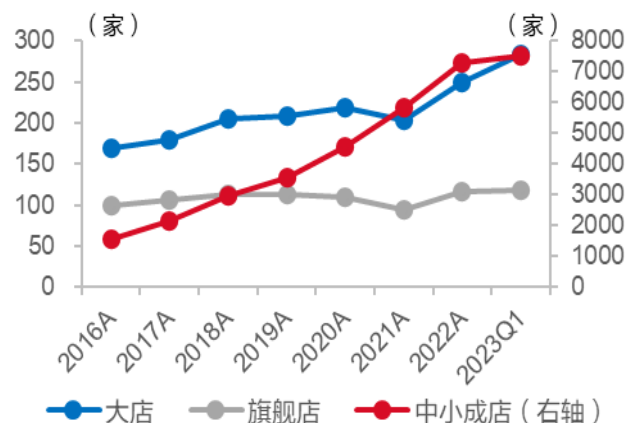


资料来源：公司公告，东海证券研究所

### 4.3. 社区小店提升粘性，新零售扩大辐射

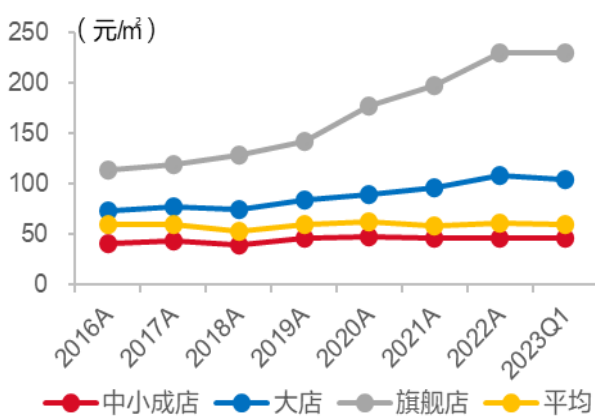
**加密社区小店，提升社区粘性与运营效率。**公司自 2019 年启动大店优化以来，一直坚持大店改为小店的战略。通过专注于做社区的小店，增添公司送货上门的服务，增强与社区居民的粘性。截至 2023 年 Q1，店型方面，公司中小成店、大店、旗舰店数分别为 7502、283、118 家，较 2016 年分别增长 377.83%、67.46%、19.19%。日均坪效方面，公司中小成店、大店、旗舰店、平均数分别为 46、104、230、60 元/平方米，较 2016 年分别提升 11.38%、41.88%、103.00%、0.84%。

图52 公司直营门店店型结构



资料来源：公司年报，东海证券研究所

图53 公司直营门店经营效率



资料来源：公司年报，东海证券研究所

**会员人数稳步增长，粘性持续增强。**截至 2023 年 Q1，公司会员总数已达到 7,673 万，一季度新增会员 551 万，活跃会员 1,115 万。报告期内，公司重点进行数字化链路梳理及优化，以场景链路拉齐慢病、社群、营销、会员等关联业务，并进行顾客消费过程的关键节点分析，用 MVP（最小可用产品）模式不断完善顾客各消费场景设计，实现全渠道场景覆盖。

**新零售打造全渠道业务，持续提升品牌竞争力，收入增速达 140%。**自 2019 年开始全面推动数字化转型战略以来，公司充分利用“大数据+人工智能+物联网”建立生态圈，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，全面提升用户体验。通过品牌产品推广及专业服务，极大提升了 O2O 的客流量，尤其是多元化的会员及厂商活动对新客户的吸引，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，触点多样化，随时随地服务于用户的购药、问诊需

求。公域方面，公司在多个平台全国排名位居前列，增长率保持领先。私域方面，不断迭代小程序“一键搜购”功能，在2月全国甲流流行期间，供给甲流抗原检测试剂盒、奥司他韦等产品，为数万名顾客提供及时送药服务，守护广大百姓健康。同时，公司继续寻求跨界合作，与微信支付、阿里健康、字节跳动健康等进行业务探讨。2022年，公司线上渠道销售额达17亿元，同比增长140%。截至2023年Q1，公司O2O外卖服务门店达8073家，24小时门店达500家。

#### 4.4. 供应链体系持续精进，降本增效持续兑现

**供应链体系智能高效，精细化管控降本增效。**公司拥有行业领先的现代化医药物流服务体系，打造了以长沙为全国物流枢纽，西安、合肥、杭州、天津等地为区域物流中心辐射周边、20个省级配送中心直配门店的高效物流网络。同时，江苏扬州大型区域物流中心正在按计划建设。随着物流数字化建设不断加强，公司将逐步实现订单全链路可视化及闭环管理。

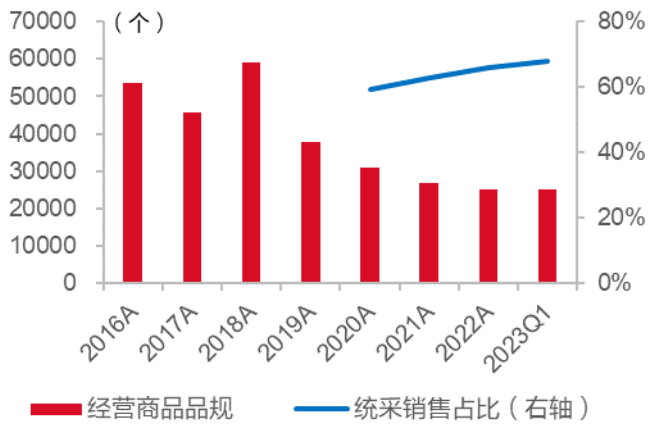
图54 公司物流信息圈



资料来源：公司官网，东海证券研究所

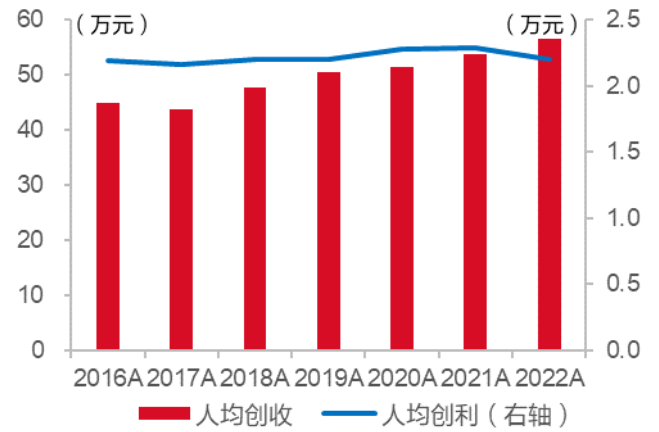
**商品与库存管理持续优化，精益运营人效稳步提升。**公司运用数字化工具重点对商品的引进、价格、目录、库存进行管理优化提升，根据公司2023年一季报显示，公司经营商品SKU 2.5万余种，统采销售占比提升至68.1%。通过精益运营，公司人效也稳步提高。2022年，公司人均创收56.66万元，同比增长5.28%；人均创利2.20万元，同比下降3.93%；常态化运营恢复伴随药店统筹政策落地，盈利能力有望逐步修复。

图55 公司经营商品品规数量及统采占比情况



资料来源：公司年报，东海证券研究所

图56 公司人效变化



资料来源：Wind，东海证券研究所

## 5.盈利预测与估值分析

### 5.1.关键假设与盈利预测

公司目前主要收入来源有零售业务、批发业务等，我们综合多因素分析研究后，分别对各项业务做出以下盈利假设和预测：

**零售业务：**我们预计公司在实现广布局后，以并购当地连锁企业从而打开市场的需求降低，主要以更经济的自建方式进行门店扩张。我们假设公司 2023-2025 年新增自建 1300、1600、1900 家，新增并购 300、500、700 家。我们预计公司在常态运营、转换扩张策略以持续加密为主及高毛利自主品牌销售放量下，有望在一定程度上抵消处方药销售持续放量拖低毛利率的情况，毛利率将逐步小幅提升，预计 2023-2025 年毛利率分别为 34.70%、35.10%、35.30%。

**批发业务：**公司批发业务主要由加盟和联盟业务贡献，2022 年加盟配送收入占批发收入超 7 成，且显著提速。公司在全国布局下持续加密，品牌影响力及供应链能力持续提升，虹吸全国加盟商，我们假设公司将持续发力加盟业务，使其成为公司第二成长曲线，预计 2023-2025 年公司新增加盟 1500、1800、2200 家。我们假设批发业务毛利率将伴随新增加盟、联盟店业绩放量及低毛利防疫物资销售减少而逐步爬坡，预计 2023-2025 年毛利率分别为 12.60%、12.80%、13.00%

表5 盈利预测

(百万元)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>总收入</b>	<b>9371</b>	<b>11579</b>	<b>13865</b>	<b>15576</b>	<b>20048</b>	<b>24449</b>	<b>30544</b>	<b>38207</b>
yoy	26.97%	23.57%	19.74%	12.34%	28.71%	21.96%	24.93%	25.09%
<b>毛利率</b>	<b>34.06%</b>	<b>32.28%</b>	<b>30.63%</b>	<b>30.75%</b>	<b>30.34%</b>	<b>31.30%</b>	<b>31.21%</b>	<b>30.98%</b>
<b>零售收入</b>	<b>8405</b>	<b>10289</b>	<b>12080</b>	<b>13791</b>	<b>17597</b>	<b>20608</b>	<b>25130</b>	<b>30726</b>
yoy	23.30%	22.41%	17.40%	14.17%	27.60%	17.11%	21.94%	22.27%
占比	89.70%	88.86%	87.12%	88.54%	87.78%	84.29%	82.27%	80.42%
<b>毛利率</b>	<b>37.97%</b>	<b>36.32%</b>	<b>35.15%</b>	<b>34.73%</b>	<b>34.56%</b>	<b>34.70%</b>	<b>35.10%</b>	<b>35.30%</b>
<b>批发收入</b>	<b>965</b>	<b>1290</b>	<b>1785</b>	<b>1785</b>	<b>2450</b>	<b>3707</b>	<b>5276</b>	<b>7339</b>
yoy	71.37%	33.62%	38.39%	0.02%	37.23%	51.30%	42.31%	39.10%
占比	10.30%	11.14%	12.88%	11.46%	12.22%	15.16%	17.27%	19.21%
<b>毛利率</b>	<b>12.63%</b>	<b>12.35%</b>	<b>12.07%</b>	<b>11.78%</b>	<b>12.49%</b>	<b>12.60%</b>	<b>12.80%</b>	<b>13.00%</b>
<b>其他</b>	<b>35</b>	<b>84</b>	<b>102</b>	<b>119</b>	<b>128</b>	<b>134</b>	<b>138</b>	<b>143</b>
yoy	-46.21%	138.98%	21.11%	17.24%	7.23%	5.00%	3.00%	3.00%
占比	0.38%	0.73%	0.73%	0.77%	0.64%	0.55%	0.45%	0.37%
<b>毛利率</b>	<b>23.51%</b>	<b>29.80%</b>	<b>15.47%</b>	<b>30.63%</b>	<b>26.78%</b>	<b>26.00%</b>	<b>26.00%</b>	<b>26.00%</b>

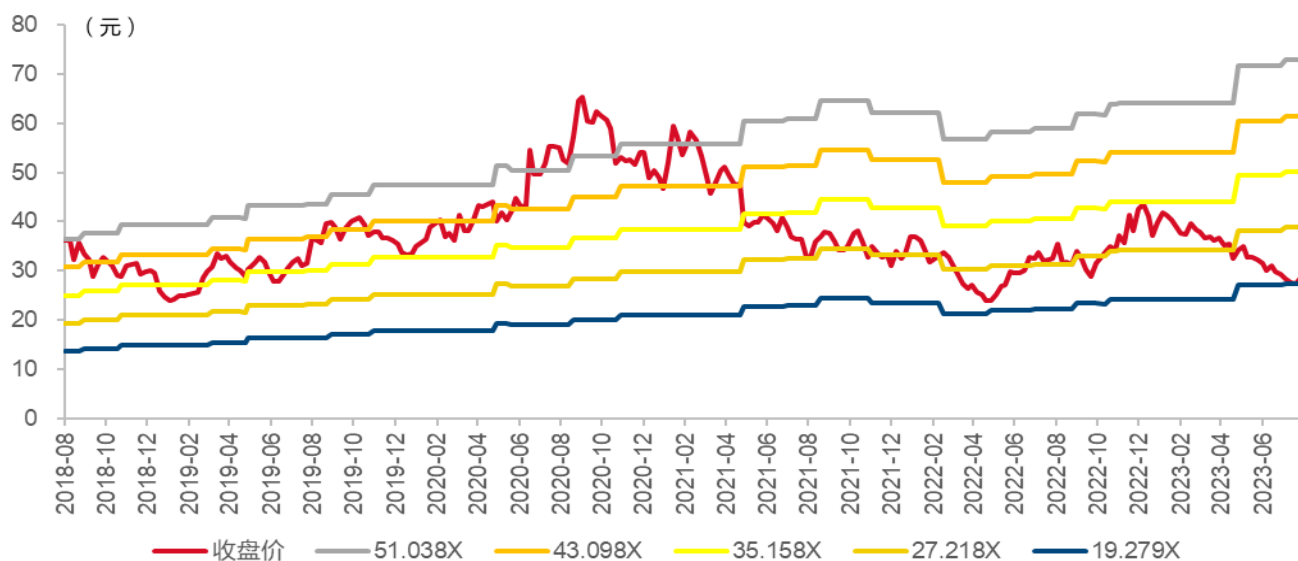
资料来源：公司公告，东海证券研究所

### 5.2.估值分析

纵向来看，公司市盈率处于历史底部，可提升空间显著。公司历史五年 PE 最高为 62.55 倍，最低为 19.28 倍，均值为 36.44 倍。截至 2023 年 8 月 3 日收盘，公司 PE 为 20.60 倍，历史五年分位数为 2%。我们看好行业未来集中度提升趋势，公司作为前瞻性全国布局的行业龙头，积极扩张下市场份额有望持续提升。另外，常态运营叠加公司经营策略“由广转密”，我们认为公司盈利能力有望持续提升。

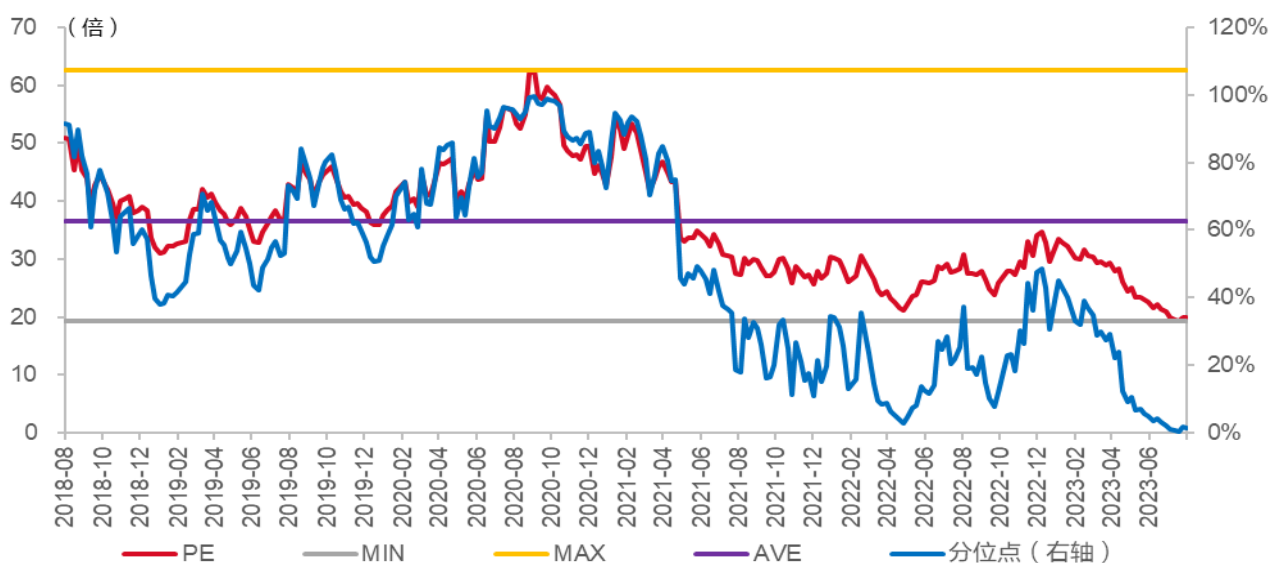
横向来看，公司市盈率处于行业较低水平，估值性价比突出。大参林、益丰药房、老百姓以及一心堂是上市较早的连锁药房，处于行业第一梯队，在门店及营收规模上可比性较高，公司的市盈率低于行业平均水平（2023E：18.36 倍），估值性价比突出。

图57 公司 PE-Bands



资料来源：Wind，东海证券研究所（截止至 2023 年 8 月 3 日收盘）

图58 当前公司 PE 历史五年分位数为历史低点



资料来源：Wind，东海证券研究所（截止至 2023 年 8 月 3 日收盘）

表6 可比公司一览

证券代码	公司简称	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002727.SZ	一心堂	158.24	26.55	2.03	2.40	2.83	13.10	11.08	9.39
603233.SH	大参林	343.15	30.13	1.17	1.48	1.83	25.68	20.42	16.46
603939.SH	益丰药房	407.24	40.31	1.60	2.01	2.49	25.25	20.04	16.17
行业均值							21.34	17.18	14.01
603883.SH	老百姓	171.87	29.37	1.60	2.01	2.48	18.36	14.60	11.84

资料来源：Wind，东海证券研究所（数据为2023年8月3日收盘价，一心堂、大参林为Wind一致预期）

## 6.投资建议

**首次覆盖，给予“买入”评级。**公司是民营连锁药店龙头企业，全国化布局下可深耕空间广阔，四驾马车并驾齐驱，扩张模式成熟；伴随公司门店数量持续扩张，经营效率不断提升，公司业绩有望持续快速增长。□我们预测公司2023-2025年归属于母公司净利润分别为6.46/7.33/8.41亿元，对应EPS分别为1.60/2.01/2.48元，当前股价对应PE分别为17.69/14.07/11.41倍。给予“买入”评级。

## 7.风险提示

**行业政策风险：**医保仍为我国主要的诊疗购药支付方，近年医保支付政策改革频频落地，药店纳入门诊统筹政策也相应出台，但考虑到各地具体政策及落地节奏不同，存在未落地或落地政策不及预期的城市零售药店流量被医疗机构倒吸回流的风险；如果公司无法及时根据政策变化，对经营管理进行相应的调整，可能对公司发展产生不利影响。

**市场竞争风险：**我国医药零售行业正处于集中度及连锁化率逐步提升的时期，全国性药店龙头加速扩张，同时区域性零售药店龙头也扩大规模，行业竞争加剧。此外，随着移动互联网消费场景的普及，线上售药也对传统线下药店造成一定影响。

**并购门店经营不达预期的风险：**公司通过内生+外延扩张加速发展，年新增并购门店数处于历史较高水平。虽然前期并购项目业绩均达成预期，但并购门店经营状况受政策环境、市场需求、整合情况等多因素影响，存在盈利不达预期的可能性，进而对公司整体业绩产生不利影响。

## 附录：三大报表预测值

## 利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	20,176	24,449	30,544	38,207
%同比增速	29%	21%	25%	25%
营业成本	13,744	16,796	21,012	26,370
毛利	6,431	7,653	9,532	11,837
%营业收入	32%	31%	31%	31%
税金及附加	55	71	86	107
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	3,898	4,865	6,109	7,680
%营业收入	19%	20%	20%	20%
管理费用	1,107	1,296	1,558	1,929
%营业收入	5%	5%	5%	5%
研发费用	2	1	2	0
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	232	176	207	164
%营业收入	1%	1%	1%	0%
资产减值损失	-7	0	0	0
信用减值损失	-7	0	0	0
其他收益	56	139	156	173
投资收益	21	26	37	42
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	6	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>1,207</b>	<b>1,408</b>	<b>1,764</b>	<b>2,172</b>
%营业收入	6%	6%	6%	6%
营业外收支	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>1,208</b>	<b>1,408</b>	<b>1,764</b>	<b>2,172</b>
%营业收入	6%	6%	6%	6%
所得税费用	231	270	338	416
净利润	976	1,139	1,426	1,756
%营业收入	5%	5%	5%	5%
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>785</b>	<b>936</b>	<b>1,177</b>	<b>1,452</b>
%同比增速	17%	19%	26%	23%
少数股东损益	191	202	249	304
EPS (元/股)	1.36	1.60	2.01	2.48

## 基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	1.36	1.60	2.01	2.48
BVPS	11.16	11.03	12.52	14.38
PE	29.76	18.36	14.60	11.84
PEG	1.72	0.95	0.57	0.51
PB	3.62	2.66	2.35	2.04
EV/EBITDA	9.73	6.71	5.30	4.08
ROE	12%	14%	16%	17%
ROIC	9%	9%	9%	11%

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2023 年 8 月 3 日收盘）

## 资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,411	4,025	7,130	8,568
交易性金融资产	3	3	3	3
应收账款及应收票据	2,182	2,351	2,910	3,545
存货	3,949	4,386	5,399	6,592
预付账款	656	756	904	1,134
其他流动资产	263	291	333	383
流动资产合计	9,463	11,812	16,679	20,225
长期股权投资	65	65	65	65
投资性房地产	335	326	317	308
固定资产合计	1,099	1,291	1,516	1,692
无形资产	600	635	669	704
商誉	5,493	6,493	7,493	8,293
递延所得税资产	75	76	76	76
其他非流动资产	4,268	3,647	2,918	2,073
<b>资产总计</b>	<b>21,397</b>	<b>24,344</b>	<b>29,733</b>	<b>33,436</b>
短期借款	766	1,066	1,566	1,266
应付票据及应付账款	6,948	8,352	10,448	13,038
预收账款	15	26	33	41
应付职工薪酬	578	534	668	838
应交税费	198	244	305	382
其他流动负债	2,341	2,744	3,019	3,383
流动负债合计	10,846	12,966	16,039	18,949
长期借款	1,578	1,878	2,278	1,878
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	34	33	33	33
其他非流动负债	1,840	2,239	3,039	2,839
<b>负债合计</b>	<b>14,300</b>	<b>17,117</b>	<b>21,390</b>	<b>23,700</b>
归属于母公司的所有者权益	6,530	6,457	7,325	8,414
少数股东权益	568	770	1,019	1,322
股东权益	7,098	7,227	8,343	9,736
<b>负债及股东权益</b>	<b>21,397</b>	<b>24,344</b>	<b>29,733</b>	<b>33,436</b>

## 现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	2,314	3,519	4,006	4,745
投资	-1,336	-5	-5	-5
资本性支出	-297	-1,836	-1,945	-1,676
其他	176	-109	-53	-58
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1,457</b>	<b>-1,951</b>	<b>-2,003</b>	<b>-1,738</b>
债权融资	-141	1,280	1,700	-900
股权融资	1,732	2	0	-13
支付股利及利息	-411	-517	-598	-657
其他	-1,323	-5	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-143</b>	<b>761</b>	<b>1,102</b>	<b>-1,570</b>
<b>现金净流量</b>	<b>717</b>	<b>2,329</b>	<b>3,105</b>	<b>1,438</b>



## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 座机：( 8621 ) 20333275  
 手机：18221959689  
 传真：( 8621 ) 50585608  
 邮编：200215

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 座机：( 8610 ) 59707105  
 手机：18221959689  
 传真：( 8610 ) 59707100  
 邮编：100089