

## 二十三年药房风雨路，成就行业先驱

### ——老百姓公司深度报告



## 买入(首次)

行业：医药生物

日期：2024年04月25日

分析师：孟维肖

E-mail: mengweixiao@yongxingsec.com

SAC编号: S1760524030001

分析师：徐昕

E-mail: xuxin@yongxingsec.com

SAC编号: S1760523100002

### 基本数据

04月22日收盘价(元)	32.37
12mthA股价格区间(元)	22.81-36.08
总股本(百万股)	584.93
无限售A股/总股本	99.67%
流通市值(亿元)	188.72

### 最近一年股票与沪深300比较



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

### 相关报告:

### 核心观点

公司是国内营收规模领先、覆盖区域最广的大型药品零售连锁企业之一。公司发家于湖南长沙，开创平价药店大卖场模式，截至2023年9月30日，公司门店总数突破至13,065家，其中直营门店8,945家，加盟门店4,120家，覆盖全国20个省份。经过20余年发展，公司已成为行业旗帜标杆，先后多次荣获中国药品零售企业综合竞争力百强榜第一名，具有良好的口碑和广泛的认知度。

行业集中度持续提升，处方外流逐步兑现，赛道景气度高。2022年我国药房连锁率已提升至55.92%，近年来保持增长趋势。从集中度来看，2022年百强药店营收规模合计约为2800亿元，市场份额占比突破至55.83%，其中格局开始出现分化，头部公司营收增速更快，前10强企业十年营收复合增长率达到19.97%，显著高于百强企业及市场整体的复合增速，头部效应明显。对标美国，我国CR10仅占30.91%，市场提升空间大。处方外流方面，国家从顶层设计上不断完善处方外流政策，进入2021年后政策不断加码，职工医保账户改革、双通道及门诊统筹政策出台，都有望加速处方外流，受益于此第二终端零售药房市场份额在终端药品销售额比重持续提升。

坚持“四驱马车”战略，内生+外延双轮驱动。公司门店遍布全国20个省区直辖市，自2020年起公司新增自建门店数量呈现快速增长趋势，业绩逐步进入兑现期。公司聚焦发展“9+7”优势省份市场，借助星火并购模式聚焦区域扩张，多年并购项目培育专业团队，强大整合能力保证并购标的业绩高效完成。同时，公司是行业内最早大力发展加盟业务企业之一，高标准、严要求的加盟模式，保证加盟门店经营质量，加盟模式有望增厚利润，加强议价能力，促进自有品牌销售。

门店转型加速，打造专业药房，提升盈利能力。公司自2019年起开始实施大店拆小店的方案，优化大面积门店，截至目前大店优化工作已有显著成效，店均面积、日均平效逐步改善。公司物流网络建设日趋完善，供应链管理能力提升，统采占比及自有品牌销售明显提升。公司积极对接门诊统筹，截至2023年三季度末，旗下成功对接门诊统筹门店数为2,893家，占公司总门店数22.14%，同时公司重视慢病管理能力提升，强化药事服务能力并通过打造专业药房提升承接处方外流能力，2023年前三季度“门诊慢特病”定点资格门店达到1,280家；有双通道资格门店达到266家。公司深耕数智化建设，不断夯实和强化信息化基础，赋能线上新零售业务，截止2023年三季度末，已有10,005家门店上线O2O服务，占公司门店总数的76.58%，线上渠道销售额达14.9亿，同比增长60%。

### 投资建议

公司近年来门店精细化管理能力提升，自建门店规模增大并逐步进入业绩释放期，通过其全国性的布局网络进一步实现优势区域深耕，积极打造轻资产运营的加盟业务实现下沉市场突破，此外公司布局DTP等专业化药房持续提升药事服务能力，有望率先享受门诊统筹红利，并积极拥抱新零售业态，业绩有望持续增长。我们预测2023-2025年公司归母净利润为9.05/11.06/13.47亿元，同比增速分别为15.2%、22.3%、21.8%，对应EPS分别为1.55/1.89/2.30元，对应P/E分别为21/17/14倍。考虑到公司成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

### 风险提示

市场竞争加剧风险；门店扩张不及预期的风险；加盟店发展或不及预期的风险；行业政策风险。

### ■ 盈利预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	20,176	21,813	26,561	32,050
年增长率 (%)	28.5%	8.1%	21.8%	20.7%
归属于母公司的净利润	785	905	1,106	1,347
年增长率 (%)	17.3%	15.2%	22.3%	21.8%
每股收益 (元)	1.36	1.55	1.89	2.30
市盈率 (X)	29.76	20.93	17.12	14.06
净资产收益率 (%)	12.0%	12.2%	13.0%	13.7%

资料来源：Wind，甬兴证券研究所（2024年04月22日收盘价）

## 正文目录

1. 老百姓：二十三年风雨路，铸就行业传奇 .....	5
1.1. 苦心经营二十三载，树立行业旗帜标杆 .....	5
1.2. 股权结构稳定，股权激励助推业绩腾飞 .....	7
1.3. 业绩增长韧性足，盈利能力稳定 .....	8
2. 行业集中度持续提升，处方外流逐步兑现，赛道景气度高 .....	9
2.1. 1 连锁化率提升，龙头连锁药店有更大市场空间 .....	9
2.2. 政策驱动叠加门诊统筹落地，处方外流有望提速 .....	11
3. 坚持“四驾马车”战略，内生+外延双轮驱动 .....	14
3.1. 全国网络布局已具规模，自建门店显著提速 .....	14
3.2. 星火并购模式聚焦区域扩张 .....	15
3.3. 加盟业务优势显著，联盟业务齐头并进 .....	18
4. 门店转型加速，打造专业药房，提升盈利能力 .....	19
4.1. 大店分拆降本增效，营运效率得到改善 .....	19
4.2. 物流网络建设日趋完善，统采比例受益提升 .....	20
4.3. 强化药事服务能力，乘门诊统筹东风，积极承接处方外流 .....	21
4.4. 数字化建设卓有成效，赋能线上新零售业务 .....	23
5. 盈利预测与基本假设 .....	24
6. 投资建议 .....	24
7. 风险提示 .....	25

## 图目录

图 1: 公司业务版图 .....	5
图 2: 公司发展历程 .....	6
图 3: 公司历年所获行业殊荣 .....	7
图 4: 公司营收维持高增速 .....	8
图 5: 公司利润增长稳健 .....	8
图 6: 公司零售业务占主导 .....	8
图 7: 2015-2023 年前三季度营业收入结构(单位: 百万元) .....	9
图 8: 2015-2023 年前三季度营业收入品类占比 .....	9
图 9: 公司近年毛利率与净利率 .....	9
图 10: 公司历年费用率 .....	9
图 11: 2012-2022 年连锁化率提升明显 .....	10
图 12: 医保账户改革示意图 .....	12
图 13: 中美日处方药渠道销售占比情况 .....	13
图 14: 处方流转平台示意图 .....	13
图 15: 我国三大终端药品销售额情况(单位: 亿元) .....	14
图 16: 2022 年我国三大终端药品销售额占比 .....	14
图 17: 近 5 年药店主要类别销售总额占比 .....	14
图 18: 公司新增自建门店开始提速 (单位: 家) .....	15
图 19: 公司自建门店店龄结构 .....	15
图 20: 公司在江苏地区布局 .....	16
图 21: 2016 年-2023 年前三季度不同区域门店数量 (单位: 家) .....	16
图 22: 2016 年-2023 年前三季度不同区域营收 (单位: 百万元) .....	16
图 23: 公司加盟门店示意图 .....	18
图 24: 公司加盟门店数量增长快 (单位: 家) .....	18
图 25: 公司对加盟门店实行“七统一”管理 .....	18
图 26: 公司对加盟门店的扶持 .....	19
图 27: 公司各门店类型数量占比 .....	20
图 28: 公司各门店类型店均面积 (单位: 平方米) .....	20

图 29: 近年来公司直营门店日均平效 (单位: 元/平方米) .....20  
图 30: 公司物流信息圈.....21  
图 31: 公司统采比例占比持续提升.....21  
图 32: 药店慢病管理体系.....22

表目录

表 1: 2022 年股权激励方案业绩考核目标.....8  
表 2: 国内药店十强、二十强、五十强、百强销售数据.....10  
表 3: 处方外流相关政策..... 11  
表 4: 近年来公司并购项目三年业绩完成情况.....17  
表 5: 公司专业化药房数量 (单位: 家) .....23  
表 6: 公司线上业务保持快速发展.....24  
表 7: 公司盈利预测.....24

## 1. 老百姓：二十三年风雨路，铸就行业传奇

### 1.1. 苦心经营二十三载，树立行业旗帜标杆

公司是国内营收规模领先、覆盖区域最广的大型药品零售连锁企业之一。公司发家于湖南长沙，2001年10月在长沙湘雅路开办了全国首家平价药房，首创开架自选的平价药店模式，受到市场关注后迅速开始异地扩张和布局，引领了全国医药零售行业的平价浪潮。截至2023年9月30日，公司门店总数突破至13,065家，其中直营门店8,945家，加盟门店4,120家，覆盖全国20个省份、150余个地级市。

此外，公司兼营药品批发与制造，下设多家子公司大力发展行业高标准的药店加盟模式、联盟模式及中医馆连锁等业态、积极探索新零售业务，致力于成为以科技驱动的健康服务平台，打造零售引领、服务协同，不断向新零售、处方药等领域拓展的创新平台。

图1:公司业务版图



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

公司发展至今已有逾二十多年历史，我们认为发展历程主要可以分为三个阶段：

1) 2001-2008年：初露头角，独领风骚。

2001年10月，老百姓首家门店长沙湘雅店率先推出“开架式药品自选超市”的模式对外营业，首创中国平价药房模式，打破医药零售格局。2002年12月，西安新城店、杭州国都店相继开业，公司开始走出省外，探索实现打造全国性品牌的构想。“平价药房”模式持续推进，利用大卖场模式，带动全国范围的药品大降价，形成了平价药房的冲击波，2004年公司实现销售额18.2亿元，夺得全国连锁药店销售额和利润的双料冠军。

2) 2008-2015年：引战投、行改制、谋上市。

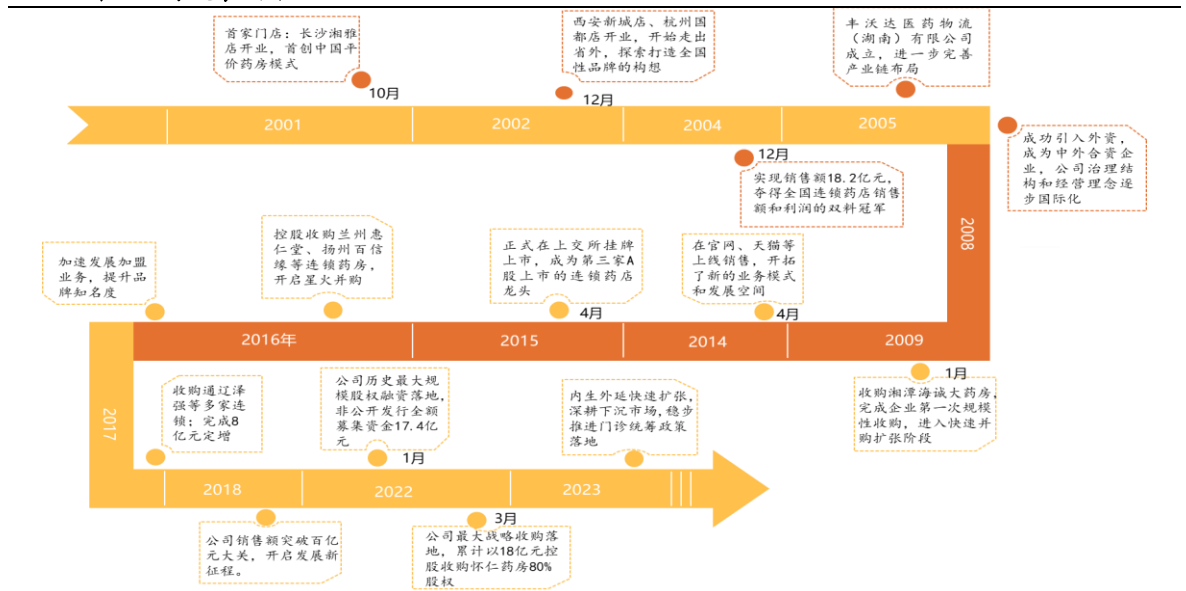
2008年公司成功引入外资，获得泽星投资增资人民币约2.47亿元，成为中外合资企业。EQT入资老百姓后，使得公司治理结构和经营理念逐步

国际化，同时公司资金实力逐渐雄厚于 2009 年 1 月收购湘潭海诚大药房（32 家门店），完成企业历史上第一次规模性收购。自此，公司进入快速并购扩张阶段。公司于 2011 年整体变更为外商投资股份有限公司，并于 2015 年 4 月正式在上交所挂牌上市，成为第一家 A 股上市的连锁药店龙头。

### 3) 2015 年至今：并购整合，聚焦优势区域

上市后，公司利用充分融资优势，于 2017 年定向发行股票、2019 年发行可转债进一步募集资金，加快行业内并购整合和扩张步伐，先后完成兰州惠仁堂、扬州百信缘等多家知名的区域连锁药房收购。2022 年 2 月公司非公开发行股票落地，共募资 17.4 亿元，用于聚焦优势区域发展，加速自建门店项目。同年 3 月公司以 16.37 亿元完成怀仁大药房 71.9643% 的股权收购，湖南地区市占率进一步提升。

**图2:公司发展历程**



资料来源：公司官网，公司公告，甬兴证券研究所

公司已成为行业旗帜标杆，作为国内零售药店行业“平价超市药店”模式的先行者，先后多次荣获西普会“中国药品零售企业综合竞争力百强榜”冠军、中国药品零售企业综合竞争力百强榜第一名，具有良好的口碑和广泛的认知度。

**图3:公司历年所获行业殊荣**


资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

## 1.2. 股权结构稳定，股权激励助推业绩腾飞

**股权结构集中且稳定，实控人持股比例高。**公司实际控制人为谢子龙和陈秀兰夫妇，双方为一致行动人，截至2023年前三季度，谢子龙和陈秀兰夫妇通过老百姓医药集团间接持有公司26.10%的股份，陈秀兰直接持有公司1.78%的股份，合计持股27.88%，持股比例高。

**外资股权平稳交接，腾讯入股叠加定增落地有望助力公司长远发展。**泽星投资为公司第二大股东，截至2023年前三季度持有22.09%股份。泽星投资原本由EQT设立的特殊主体Leader BVI全资控股，在2019年11月Leader BVI将持有的泽星投资全部股份以5.57亿美元的对价转让给Sonata Company Limited，至此泽星投资易主成功，其中方源资本与春华资本是Sonata Company Limited的实际控制人，二者通过旗下基金各持有Sonata Company Limited 50%的股权。

2020年9月23日，林芝腾讯通过大宗交易方式受让公司控股股东老百姓医药集团有限公司的股票4,373,400股，截至2023年三季报占公司总股本0.97%，跻身公司十大流动股东。林芝腾讯在互联网领域拥有领先的技术和平台优势，有望通过智慧零售、云计算、云服务等方面全面赋能公司业务发展，助力“新零售”战略发展。同时，公司于2022年1月完成了17.40亿元的定增，进一步为公司经营扩张奠定基础。

**股权激励受益人群广，业绩完成动力足。**2022年，公司发布了上市后的第二份股权激励计划，合计向312位中、高层管理人员授予263.64万股限制性股票，授予价格为16.78元/股，除去7名高级管理人员后，授予人群主要为公司中高层核心人员，覆盖面广有利于深度绑定核心员工利益，保持团队稳定性并激发工作热情。股权激励解锁条件设立相应的业绩考核标准，以2021年归母净利润为基数，2022、2023、2024年归母净利润增长率不低于15%、40%、65%。股权激励解锁条件合理，能有效提高核心员工工作热情，为公司未来业绩增长注入动力。

表1:2022年股权激励方案业绩考核目标

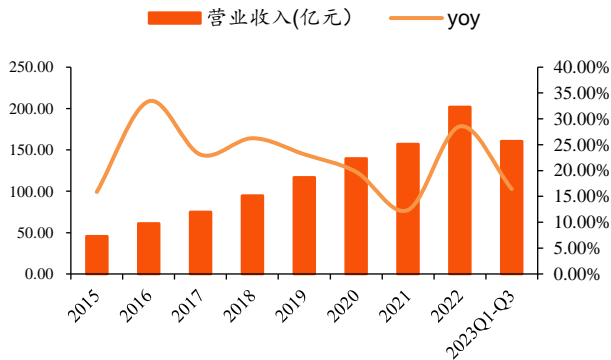
解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以2021年归母净利润为基数,2022年归母净利润增长率不低于15%
第二个解除限售期	以2021年归母净利润为基数,2023年归母净利润增长率不低于40%
第三个解除限售期	以2021年归母净利润为基数,2024年归母净利润增长率不低于65%

资料来源:公司公告,甬兴证券研究所

### 1.3. 业绩增长韧性足,盈利能力稳定

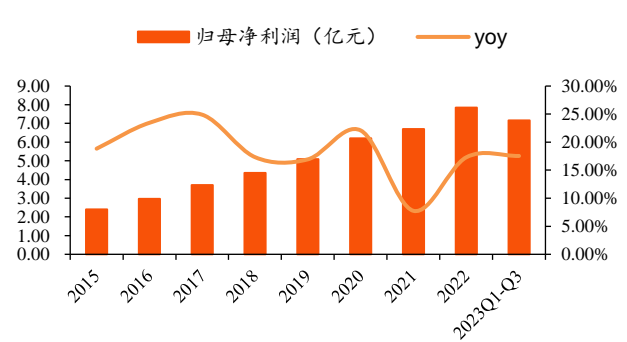
**公司营收、利润维持高增。**受益于门店的内生增长及对外拓展加速,公司上市后营收、利润保持稳健增长,2022年实现营业收入201.76亿元,同比增长28.54%,2015-2022年CAGR为23.64%;实现归母净利润7.85亿元,同比增长17.29%,2015-2022年CAGR为18.41%。2023年前三季度,公司实现营业收入160.42亿元,同比增长16.44%;实现归母净利润7.17亿,同比增长17.54%。

图4:公司营收维持高增速



资料来源:Wind,公司公告,甬兴证券研究所

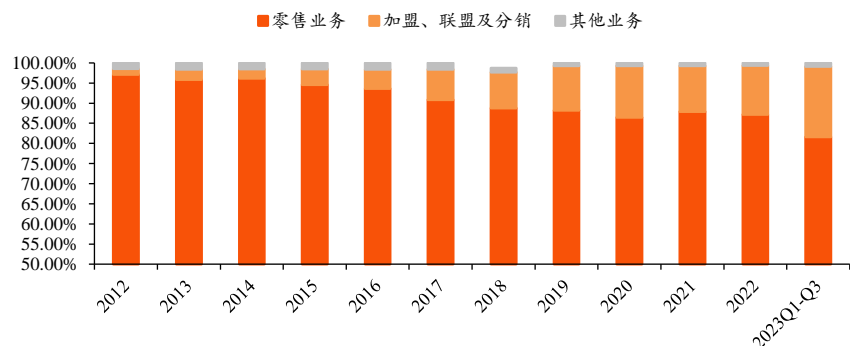
图5:公司利润增长稳健



资料来源:Wind,公司公告,甬兴证券研究所

**从业务结构看,**公司收入主要可以拆分为医药零售业务,加盟、联盟及分销业务。其中,零售业务为主要收入来源,收入占比常年保持80%以上,批发业务受加盟门店增多占比呈现提升趋势,2023年前三季度占营业收入的比例提升至17.51%。

图6:公司零售业务占主导



资料来源:Wind,公司官网,甬兴证券研究所

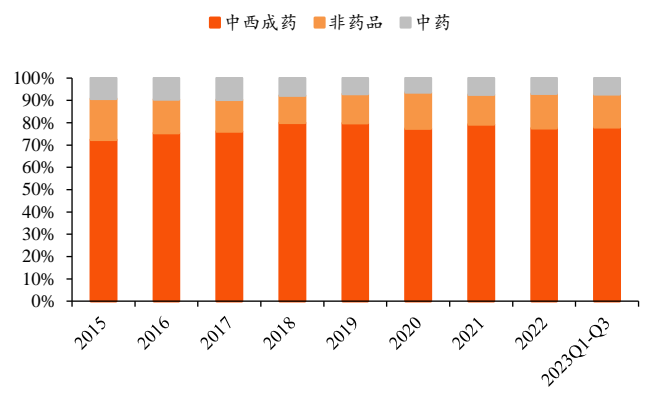
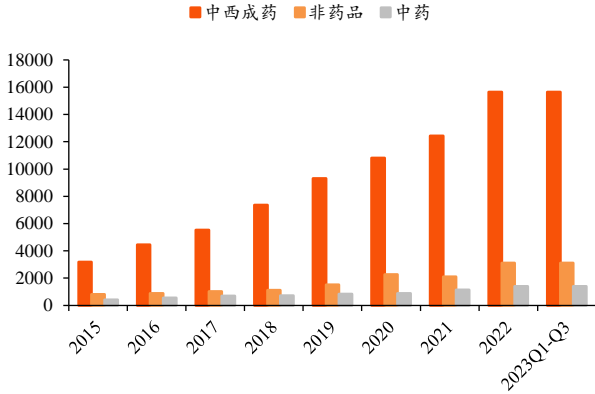
**从品类结构看,**公司经营品种主要包括中西成药、中药、非药品。2023年前三季度中西成药收入125.16亿元,占总收入的78.02%;非药品2023年前三季度实现营收23.69亿元,占总收入的14.77%;中药同期实现



营收 11.56 亿元，占总收入的 7.21%，同比增长 29.50%，我们认为预计受公司大力发展中医馆等模式影响。

图7:2015-2023 年前三季度营业收入结构(单位: 百万 元)

图8:2015-2023 年前三季度营业收入品类占比



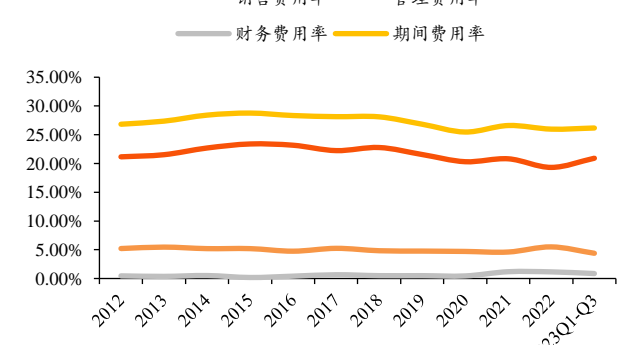
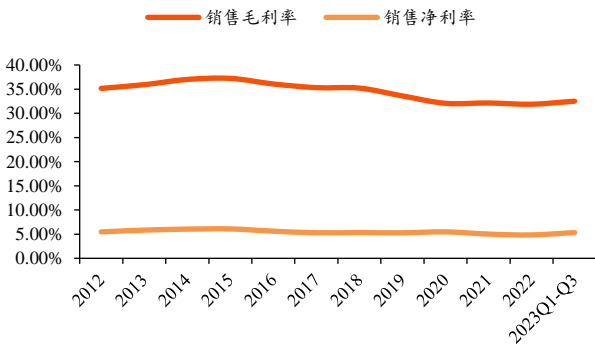
资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

**盈利能力整体稳定，费用率稳中有降。**受加盟业务占比提升、处方药销售占比较高等因素影响，公司近年来毛利率些许下滑，2023 年前三季度，毛利率为 32.50%。费用率方面，2022 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 19.32%、5.50%、1.16%，分别同比提升（减少）-1.49pct、+0.89pct、-0.03pct，管理费用率增加主要是股权激励计划影响。2023 年前三季度，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 20.92%、4.39%、0.86%，较去年同期分别下降 0.10、0.27、0.10 个百分点，预计主要受益于数字化改革和精细化管理。受此影响，公司 2023 年前三季度净利率为 5.32%。

图9:公司近年毛利率与净利率

图10:公司历年费用率



资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

资料来源: Wind, 公司公告, 甬兴证券研究所

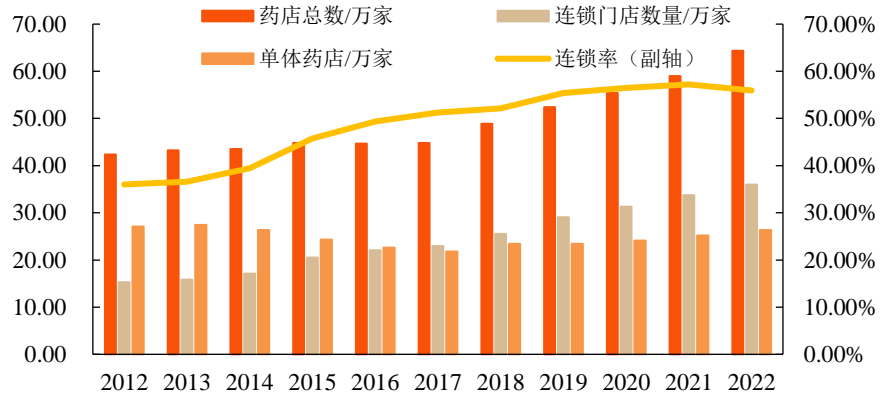
## 2. 行业集中度持续提升，处方外流逐步兑现，赛道景气度高

### 2.1.1 连锁化率提升，龙头连锁药店有更大市场空间

据药品监督管理统计年度数据显示，2012-2022 年我国零售药店数量由 42.38 万家增长至 64.39 万家，CAGR 为 4.27%，截止 2022 年底连锁药店

突破至 36 万家，同比增长 6.71%，近 10 年 CAGR 为 8.96%，2022 年连锁率已进一步提升至 55.92%，相较 2012 年提升 19.91pct，连锁化率明显提升。

**图11:2012-2022 年连锁化率提升明显**



资料来源：国家药监局，中国药店，华经产业研究院，甬兴证券研究所

**市场集中度不断提升，百强市占率突破 50%。**据中国药店最新数据统计显示，2022 年我国前 100 强药店营收规模合计约为 2800 亿元，同期国内整体药品零售总额约为 5015 亿元，百强销售额占比突破至 55.83%，自 2017 年开始百强销售额占比以年均近 3 个百分点的速度提升，2022 年更是提升了约 3.4pct。

**格局出现分化，头部公司营收增速更快。**2022 年零售药店 10 强企业营收合计约为 1550 亿元，同比增长 19.97%，显著高于国内 50 强企业 17.03% 和百强企业 13.68% 的同比增速。从更长维度看，受益于行业集中度的提升，前 10 强企业十年营收复合增长率达到 19.97%，明显高于百强企业 10 年复合增速 14.02%，并远超市场整体 7.86% 的复合增速，头部效应明显。

**表2:国内药店十强、二十强、五十强、百强销售数据**

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
十强销售额/亿元	489	651	826	861	1,184	1,292	1,550
二十强销售额/亿元	662	932	1,123	1,163	1,596	1,740	2,018
五十强销售额/亿元	949	1,217	1,497	1,632	1,810	1,926	2,254
百强销售额/亿元	1,287	1,507	1,735	1,962	2,230	2,463	2,800
<b>全国销售总额/亿元</b>	<b>3,408</b>	<b>3,723</b>	<b>4,002</b>	<b>4,258</b>	<b>4,550</b>	<b>4,696</b>	<b>5,015</b>
十强销售额增速		32.99%	26.97%	4.20%	37.52%	9.12%	19.97%
二十强销售额增速		40.84%	20.41%	3.57%	37.28%	9.02%	15.98%
五十强销售额增速		28.23%	23.01%	8.98%	10.92%	6.41%	17.03%
百强销售额增速		17.09%	15.18%	13.07%	13.66%	10.45%	13.68%
全国销售总额增速		9.24%	7.49%	6.40%	6.86%	3.21%	6.79%
<b>十强占比</b>	<b>14.36%</b>	<b>17.48%</b>	<b>20.65%</b>	<b>20.22%</b>	<b>26.02%</b>	<b>27.51%</b>	<b>30.91%</b>
二十强占比	19.42%	25.04%	28.05%	27.30%	35.08%	37.05%	40.24%
五十强占比	27.85%	32.69%	37.41%	38.32%	39.78%	41.01%	44.95%
<b>百强占比</b>	<b>37.75%</b>	<b>40.47%</b>	<b>43.36%</b>	<b>46.08%</b>	<b>49.01%</b>	<b>52.45%</b>	<b>55.83%</b>

资料来源：中国药店，甬兴证券研究所

**对标美日，我国头部药房占比低，市场空间大。**美国药店行业高度集中，美国零售药店行业并购整合开始于 20 世纪 90 年代初，逐步形成了多

家跨地区的全国性药品连锁企业，市场主要被 CVS、RiteAid、WBA 三巨头垄断，援引健之佳招股说明书，据中康 CMH 数据显示 2021 年美国药店连锁率达到 71.1%，前三大药房市占率合计占比为 87%。此外，日本前三大药房 2021 年市占率为 30%。2022 年国内零售药店百强占比 55.83%，十强仅占比 30.91%，占比低，市场提升空间大。

**政策受益，行业集中度有望持续提升。** 商务部发布《关于“十四五”时期促进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 家超五百亿元的专业化、多元化药品零售连锁企业，药品零售百强企业年销售额占药品零售市场总额 65% 以上，药品零售连锁率接近 70%，以目前行业所处水平来看，药店行业仍有很大发展空间。

## 2.2. 政策驱动叠加门诊统筹落地，处方外流有望提速

处方外流是指患者在医院进行疾病诊断治疗，拿到医生开具的处方后，不在院内药房进行处方调配，而选择到院外医疗机构进行购药的行为。

处方外流的主要目的是打破医院对药品的垄断，形成药价市场化竞争机制，打击药品销售利益输送链，破解以药养医的弊端。国家也从顶层设计上加速不断完善处方外流政策，2012 年国务院明确要破除“以药补医”，推进医药分开，逐步取消药品加成；2015 年国务院要求推进城市公立医院试点医药分开，提出试点公立医院药占比降到 30% 的目标（不含中药饮片）；2016 年国务院发文明确禁止医疗机构限制处方外流。相关政策主要集中在明确禁止限制处方外流和医院药品控费严格等角度出发。2017 年是处方外流的分水岭之年，国务院鼓励连锁药店发展、探索医院处方信息共享机制。西安、天津、北京等多地积极试行“电子处方”政策，发展处方流转平台。

表3:处方外流相关政策

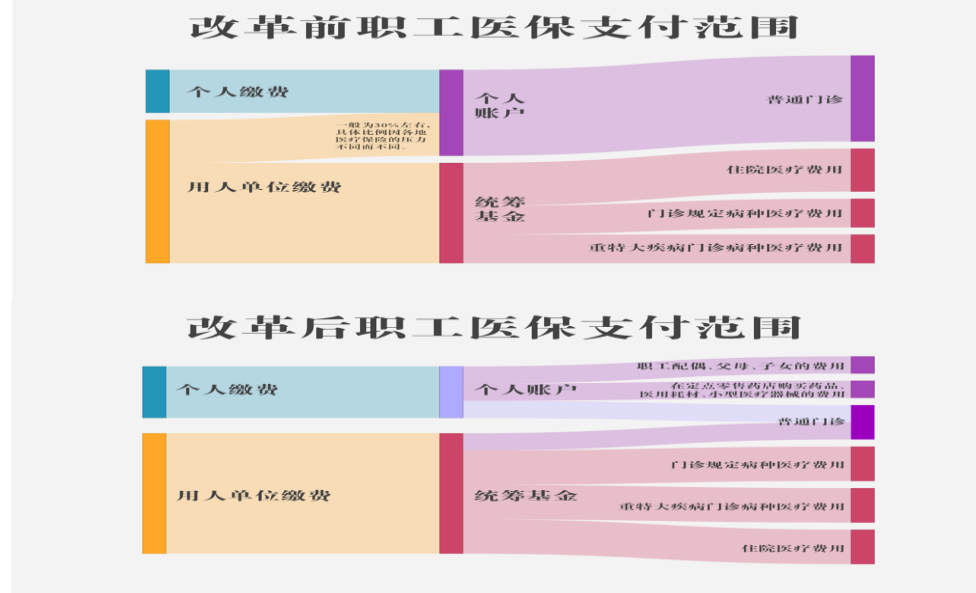
时间	发布机构	文件	要点
2012.03	国务院	《“十二五”期间深化医药卫生体制改革规划暨实施方案的通知》	破除“以药补医”机制为关键环节，推进医药分开，逐步取消药品加成政策。
2015.05	国务院	《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》	试点城市所有公立医院推进医药分开，积极探索多种有效方式改革以药补医机制，取消药品加成（中药饮片除外）。力争到 2017 年试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体降到 30% 左右。
2016.04	国务院	《关于深化医药卫生体制改革 2016 年重点工作任务的通知》	采取多种形式推进医药分开，禁止医院限制处方外流，患者可自主选择在医院门诊药房或凭处方到零售药店购药。
2017.05	国务院	《印发深化医药卫生体制改革 2017 年重点工作任务的通知》	试行零售药店分类分级管理，鼓励连锁药店发展，探索医疗机构处方信息、医保结算信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享
2018.04	国务院	《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》	对线上开具的常见病、慢性病处方，经药师审核后，医疗机构、药品经营企业可委托符合条件的第三方机构配送。探索医疗卫生机构处方信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享。

资料来源：国务院官网，甬兴证券研究所

进入 2021 年后，利于处方外流的政策不断加码。2021 年 4 月，国务院办公厅发布《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》，主要针对职工医保账户进行调整，在调整个人账户划入比例的同

时，同时拓宽统筹基金的使用范围，逐步将多发病、常见病的普通门诊费用纳入统筹基金支付范围，并且将符合条件的定点零售药店提供的用药保障服务纳入门诊保障范围，门诊统筹待遇也进一步提高。

图12:医保账户改革示意图



资料来源：央视网，甬兴证券研究所

同年，4月国家医保局、卫健委颁布《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》，提出定点零售药店要与医保信息平台、电子处方流转平台等对接，保证电子处方顺畅流转。

**定点药店纳入门诊统筹管理出台，处方外流有望提速。**为配合落地职工医保账户改革，切实保障患者需求，2023年2月15日，国家医保局下发《关于进一步做好定点零售药店纳入门诊统筹管理的通知》将符合条件的定点零售药店纳入门诊统筹管理，按照文件要求定点零售药店门诊统筹的起付标准、支付比例和最高支付限额等，可执行与本统筹地区定点基层医疗机构相同的医保待遇政策。同时强调，将加强医保电子处方中心建设，加速处方外流。对于零售药店而言，获得统筹定点药房的资格，将在医保个人账户的基础上新增医保统筹资金的支付方，我们认为借助门诊统筹和“双通道”政策，定点药店可接收更多的院外处方，加速处方外流，承接其背后市场增量。据公司年报显示，参考美日，2020年处方药药店渠道销售占比超过了45%，同期中国仅为15%，药房板块有望持续受益处方外流。

图13:中美日处方药渠道销售占比情况

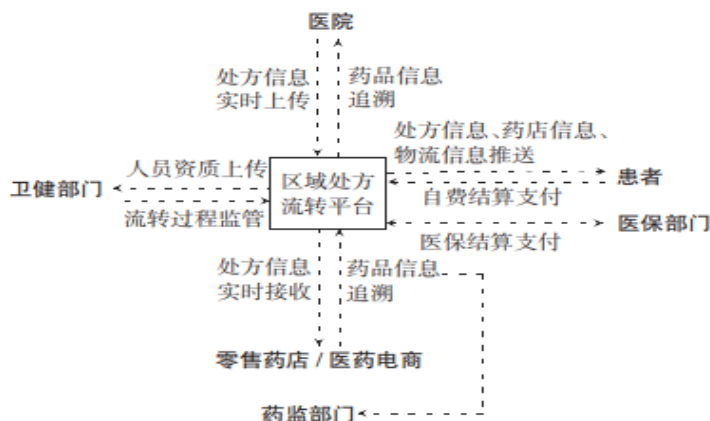
中美日处方药渠道销售占比情况



资料来源：公司公告，米内网，波士顿咨询，美国连锁药店协会，甬兴证券研究所

**各地门诊统筹逐步落地，结算端平台搭建完成，处方流转进程有望加速。**由于各地出台执行细则和推进进度略有差异，门诊统筹在全国落地节奏不统一，截至 23 年 8 月已有 25 个省份约 14.14 万家定点零售药店开通了门诊统筹报销服务，累计结算 1.74 亿人次，结算医保基金 69.36 亿元。此外，据西安日报援引国家医保局数据，截至 2023 年 7 月 18 日，已有 26 个省份依托国家统一医保信息平台，完成统一的医保电子处方中心上线应用，可实现全国跨省电子处方流转互认及医保报销，接入 1.02 万家定点医疗机构以及 6.63 万家定点零售药店。按照国家医保局要求，2023 年 12 月 31 日前，各省份要依托全国统一的医保信息平台电子处方中心，建立健全全省统一、高效运转、标准规范的处方流转机制，实现省域内“双通道”处方流转电子化。据云南医保协会报道，云南省肿瘤互联网医院已于 2023 年 11 月 1 日开出全国首张依托国家医保电子处方中心的线上电子处方，并流转至定点零售药店完成医保结算，这是全国统一医保信息平台深化应用的又一重要成果，我们认为随着各地推进医保电子处方流转，完善处方流转机制，处方流转的问题有望逐步解决。

图14:处方流转平台示意图

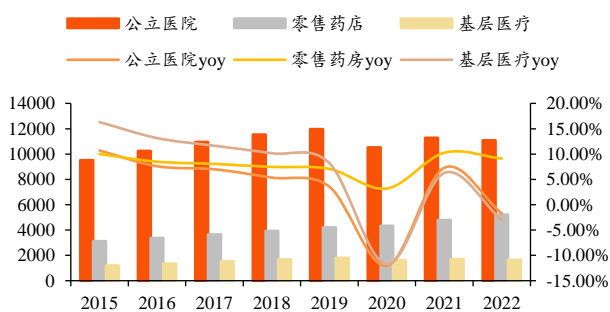


资料来源：《政府主导下信息共享型处方外流模式构建》2023 王春霞，甬兴证券研究所

**处方外流等多因素驱动零售药房份额稳健提升。**据米内网数据显示，2022 年我国三大终端药品销售额为 17,936 亿元，同比增长 1.1%。尽管公

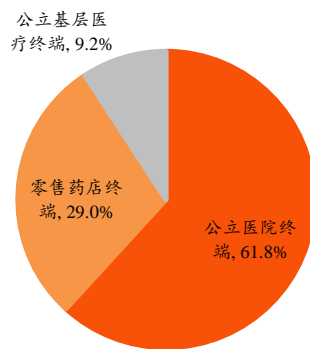
立医院终端市场份额仍居于首位，但从占比及增速来看均处于下滑趋势，其 2022 年销售额为 11,083 亿元，同比下降 1.7%，市场份额占比下滑至 61.8%。与之相比，作为第二终端的零售药房市场保持了稳健增长，2022 年药品销售额 5,209 亿元，同比增长 9.1%，在三大终端的份额占比提升至 29.0%。

图15:我国三大终端药品销售额情况(单位:亿元)



资料来源:米内网,甬兴证券研究所

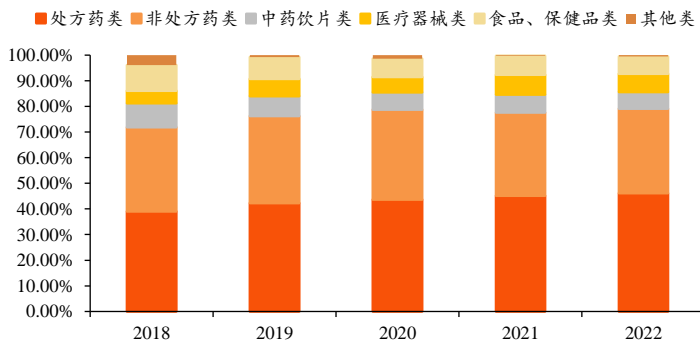
图16:2022年我国三大终端药品销售额占比



资料来源:米内网,甬兴证券研究所

此外，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，2022 年药店销售的处方药占销售规模比重为 46.21%，较 2018 年提升 7.19 个百分点。我们认为随着门诊统筹的持续推进，处方外流有望加速，此外随着国家药品集采持续推进，院外药品零售渠道价值得到重视，零售药房市场规模保持稳中向好态势。

图17:近5年药店主要类别销售总额占比



资料来源:中国药店,甬兴证券研究所

### 3. 坚持“四驾马车”战略，内生+外延双轮驱动

#### 3.1. 全国网络布局已具规模，自建门店显著提速

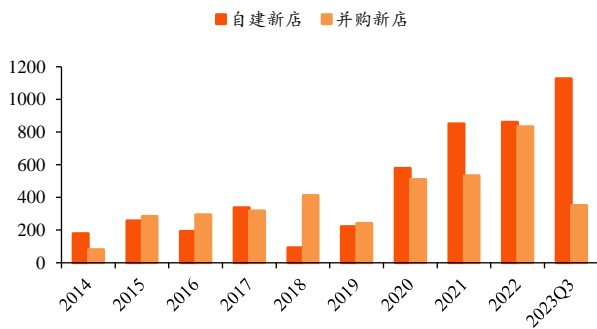
门店遍布全国 20 个省区直辖市，门店数增长快。公司自成立之初起便探寻全国零售网络铺盖，2001 年 10 月首家门店长沙湘雅店开店后，于次年走出湖南省，开拓西安和杭州市场，后于 2005 年加速开拓新兴省份，截至上市前，公司零售连锁网络遍布湖南、陕西、浙江、广西、安徽、山东、河北、广东、天津、江西、上海、湖北、河南、北京和江苏 15 个省、自治

区及直辖市，门店沿京广线和沪昆线覆盖中东部腹地，为行业内少有的全国布局企业。

上市后至今，公司运用融资优势，借并购等手段新开拓了多个省份市场，持续推进全国布局，截至 2023 年前三季度公司营销网络（含加盟业务）已覆盖全国 20 个省级市场、150 多个地级市，拥有直营门店 8,945 家，加盟门店 4,120 家，合计总门店数 13,065 家，门店数较 2015 年上市之初增长了 12 倍之多，全国布局成效显著。

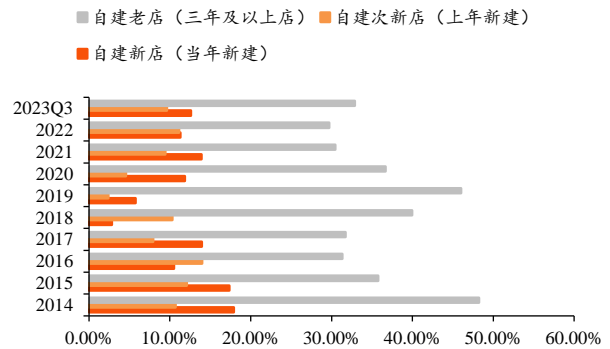
**新增自建门店数量提升，即将步入业绩释放期。**门店扩张是公司实现经营规模持续扩展的重要途径之一，截至 2023 年前三季度公司新增直营门店 1,479 家，从公司自建及收购门店数量来看，自 2020 年起新增自建门店数量开始超过新增并购门店，呈现增长趋势，公司新店拓展恢复到以自建为主，2023Q3 自建新店数占直营门店比约 12.6%，同期并购新店门店数占比仅 3.9%。根据公司介绍，在历经前期的筹备与培育阶段后，自营门店盈亏平衡周期约为 10-14 个月，公司 2021-2022 年每年 800 家以上的新建门店，业绩有望开始逐步释放。

图18:公司新增自建门店开始提速（单位：家）



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

图19:公司自建门店店龄结构



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

### 3.2. 星火并购模式聚焦区域扩张

自 2014 年头部连锁药房陆续上市后，凭借其得天独厚的融资优势，推动了行业并购整合。公司顺势推出“星火”并购模式，星火并购模式指，通过保留收购标的创始团队部分股权，进行利益深度捆绑，并设置业绩对赌考核，共同创造双赢局面。

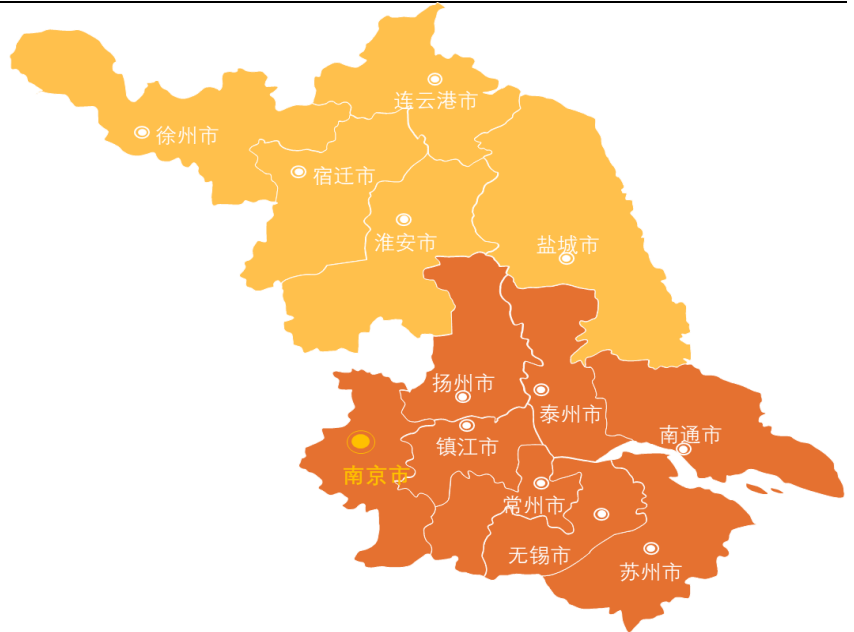
**星火模式在跨区域并购扩张和聚焦优势区域发展中起到关键促进作用：**

**1) 复盘江苏省**，2016 年 5 月公司收购扬州市百信缘医药 65% 股权，并以此加大对扬州市区的深耕，百信缘医药彼时作为公司非全资子公司在 2017 年发起了多桩收购，加大了对市区、县域药店的拓展。此外，公司亦以扬州市为跳板加大对周边市区渗透力度，先后在昆山、镇江、泰州、南通收购区域连锁龙头，如收购镇江华康 65% 股权、收购泰州隆泰源 51% 股权，收购江苏南通普泽 51% 股权等。坚持了公司“根据地”发展规划，深耕当地市场，通过收购市级、县级区域优质连锁药店，以点扩面，在江苏

请务必阅读报告正文后各项声明

省内形成了星火燎原之势，迅速抢占市场份额。

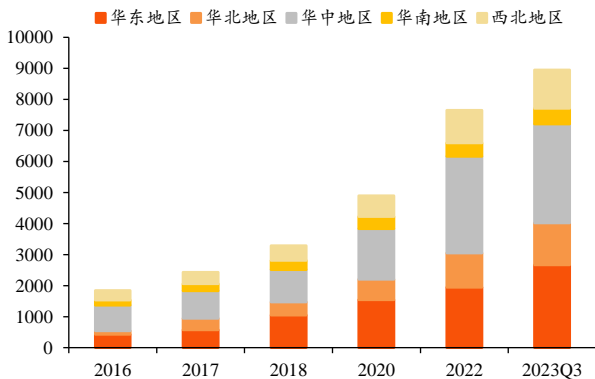
图20:公司在江苏地区布局



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

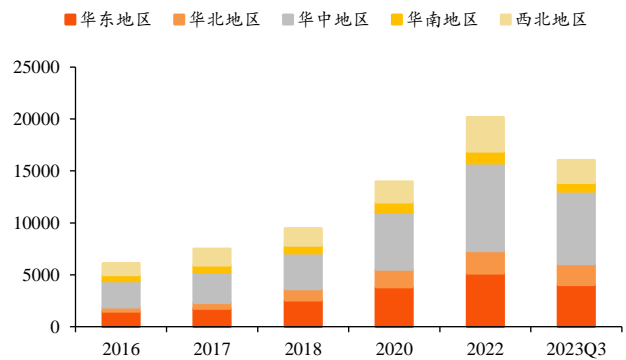
受益于“星火”模式在江苏市场的推进，公司成功将华东区域打造成为继华中区域外的最大收入来源地。截至2023年前三季度，华中、华东地区分别拥有直营门店3,186家、2,666家，门店合计占比达65.42%。华中区域为公司核心大本营包含了根据地湖南、湖北、江西、河南、贵州五个省份，区域收入占比一直位列公司第一，2023年前三季度贡献收入69.82亿元，同比增长16.77%，占总营收43.52%。华东地区为公司收入贡献第二大来源，主要包括江苏、浙江等省份。华东地区同期贡献收入40.24亿，同比增长18.42%，占比25.09%。

图21:2016年-2023年前三季度不同区域门店数量 (单位：家)



资料来源：Wind，公司公告，甬兴证券研究所

图22:2016年-2023年前三季度不同区域营收 (单位：百万元)



资料来源：Wind，公司公告，甬兴证券研究所

2) 以内蒙古自治区为例，2017年9月公司斥资收购通过泽强51%股份，成功切入内蒙古自治区。通过泽强是内蒙古自治区通辽市药品零售龙头，公司借此收购，填补内蒙古自治区的市场空白，并以此为大本营，进一步拓展内蒙古市场。2020、2021年公司，通过泽强作为公司控股子公司



**表4:近年来公司并购项目三年业绩完成情况**

子公司	年份	实际净利润	承诺净利润	净利润完成率
兰州惠仁堂	2016	4,937	3,600	137%
	2017	5,471	4,320	127%
	2018	5,021	5,180	97%
扬州百信缘	2016	1,131	1,000	113%
	2017	1,266	1,200	106%
	2018	1,761	1,400	126%
江苏百佳惠	2018	1,038	731	142%
	2019	932	936	100%
	2020	939	1,123	84%
镇江华康	2018	529	552	96%
	2019	765	654	117%
	2020	977	772	127%
隆泰源	2018	806	779	103%
	2019	968	919	105%
	2020	1,193	1,084	110%
南通普泽	2018	1,556	1,357	115%
	2019	1,488	1,601	93%
	2020	2,056	1,889	109%
安徽邻加医	2018	545	588	93%
	2019	644	705	91%
	2020	1,011	847	119%
通辽泽强	2018	4,002	3,626	110%
	2019	4,665	4,283	109%
	2020	4,960	5,063	98%
山西百汇	2020	1,336	1,150	116%
	2021	1,294	1,300	99.54%
	2022	1,788	1,465	122%
湖南怀仁	2022	12,546	11,000	114%
<b>平均完成比例</b>				<b>110%</b>

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

先后发起两桩收购，成功进入到呼和浩特市场。同时，公司持续加码内蒙古区域，于2020年12月底发布收购赤峰人川大药房100%股权公告，人川大药房位于内蒙古核心区域赤峰市，是赤峰市最大的药品零售连锁企业。通过此次全资收购，公司在内蒙古地区市占率和影响力进一步提升，有利于提高当地议价能力，整合内蒙地区地采资源，目前公司内蒙古市占率位居首位。

**星火模式在延续，密集深耕发展华中区域。**2022年，公司以自有资金17.25亿元控股收购怀仁药房75.8445%股权成功落地，怀仁药房是湘西地区最具影响力的零售连锁药店之一，拥有直营药店660余家，分布在怀化、湘西自治州、邵阳、张家界等大湘西区域及贵州，位列21世纪药店百强榜单22位，此次收购填补了公司湖南营销网络覆盖中空白区域，能有效形成了区域合力，进一步提高湖南区域市占率，截至2022年末，公司位于湖南的门店已超过3,500家，成为了湖南省域门店数和销售额最多的连锁药店企业。

**多年并购项目培育专业团队，强大整合能力保证并购标的业绩高效完成。**在多年并购经验基础上，公司专业化并购团队严格把控尽职调查筛选优质标的，同时全方位完善投后管理、赋能标的公司，实现对公司文化的认同。在专业化并购团队和标的公司原始股东的共同努力下，公司大型收购项目3年整体对赌业绩完成度高，平均业绩对赌完成率约为110%。2022年湖南怀仁净利润超业绩承诺达成，再次彰显了公司卓越的整合能力。

### 3.3. 加盟业务优势显著，联盟业务齐头并进

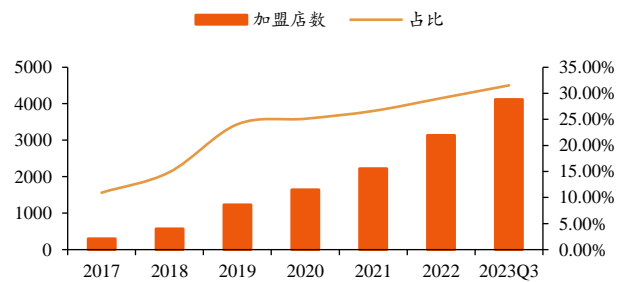
公司是行业内最早大力发展加盟业务企业之一，已步入收获期。自2015年起，公司前瞻性地开始大力发展加盟业务，借加盟之势，实现空白区域新突破，同时快速提升区域品牌影响力。公司下设老百姓健康药房专门负责管理加盟业务，加盟门店招牌后缀都有健康药房，用以区分公司直营门店。加盟门店重点布局锚定县城乡镇市场，势头发展火热，门店数量从2017年299家，增长到2023年前三季度的4,120家。

图23:公司加盟门店示意图



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

图24:公司加盟门店数量增长快（单位：家）



资料来源：Wind，公司公告，甬兴证券研究所

**高标准、严要求的加盟模式，保证经营质量。**据中国药店总结，加盟模式业态在我国药店行业已大致经历了四个阶段，前两个阶段分别是2002-2005年快速圈地期与加盟野蛮成长期及2006-2008年集中剥离期。早期两个阶段暴露出加盟门店在进货渠道不规范、服务人员专业水平参差不齐、违规经营等问题，一直饱受业内人士和监管部门所诟病，使得连锁药店声誉受损。公司在总结加盟业态发展水平不足的基础上，依托其健康药房对加盟业务采用类直营管理模式，同时实行“七统一”管理，即要求合格加盟商统一品牌标识、统一管理制度、统一计算机系统、统一人员培训、统一采购配送、统一票据管理、统一药学服务标准，保证药品质量与服务质量，商品实现100%配送，解决困扰行业许久的加盟模式弊端。

图25:公司对加盟门店实行“七统一”管理



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

除此之外公司对加盟店实施多项扶持政策，从早期选址指导、开业策划到后期的运营指导和专业培训，公司都有全方位的支持，切实赋能加盟

商。据搜药公众号报道，2023 年上半年，加盟业务新渠道招商模式初见成效，老百姓第三届“318 加盟直播招商节”全款签约店数刷新招商节纪录。

**图26:公司对加盟门店的扶持**



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

**加盟模式增厚利润，加强议价能力，促进自有品牌销售。**加盟模式为公司带来了新的收入增长点，具体细看主要来源于配送购销差价、加盟费、管理费和软件使用费，公司对加盟店实行商品 100%配送，加盟店的药品、货物均由公司负责统一采购配送；此外，我们认为加盟门店还可以增加公司整体的采购量，增强向上游企业的议价能力，进一步降低采购成本。加盟店还将推动老百姓自有品牌的销售，优化收入结构。

**联盟业务齐头并进，构建共赢生态。**公司深谙中小连锁药房和单体药房在数字化经营管理、上游议价、品牌影响等方面处于劣势地位，在行业监管趋严之下抗风险能力更弱，以此为契机，公司设立“药简单”作为老百姓联盟平台，定位于“县域龙头的全托管专家”，以医药零售连锁联盟、营运营销、专业培训及全品类商品输出等综合赋能服务为主体，向中小连锁药房提供管理咨询和供应链整合服务，创造合作空间。截至2023年三季度，药简单业务覆盖 23 个省市，其中重点深耕 12 个省市，联盟合作企业达到 198 家，涉及门店数近 10000 余家。2023 年前三季度，公司联盟业务实现配送销售额 1.47 亿元，同比增长 30%。

## 4. 门店转型加速，打造专业药房，提升盈利能力

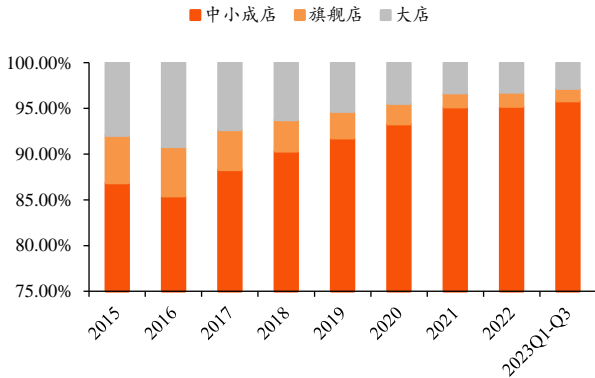
### 4.1. 大店分拆降本增效，营运效率得到改善

公司发展早期专注于大店模式，取得了较好效果，随着经济发展，分商区化特征越来越明显，许多城市原有的核心商圈吸引力正在下降，新兴商圈分流作用明显，在这趋势下，门店客流下降，房租及人力等成本上增加了大店经营压力。公司自 2019 年以来启动大店优化，实施大店拆小店的方案，优化大面积门店，增加中小成店铺数量，以整体提升平效，主要将一家大店拆分为 3-4 家小店，或缩减大店面积。

大店优化工作已有显著成效，店均面积、日均平效逐步改善。截至

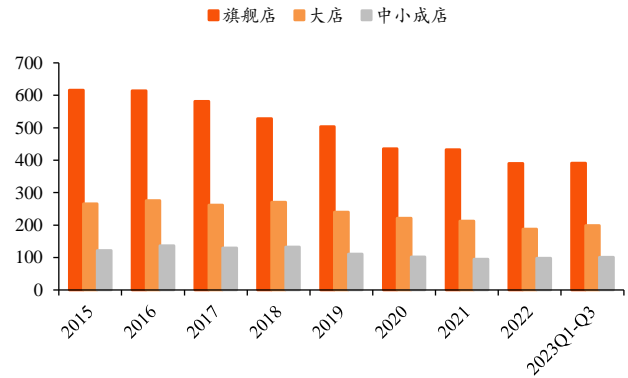
2023 年前三季度，公司旗舰店、大店、中小成店数量分别为 121、254、8,570 家，其中大店和旗舰店门店合计占比为 4.19%，较 19 年 8.24% 的占比下降近一半。从店均面积来看，公司旗舰店店均面积由 2019 年的 504 平方米下降至 2023 年前三季度的 392 平方米，同期大店店均面积由 240 平方米下降至 198 平方米，中小成店店均面积由 111 平方米下降至 101 平方米。

图27:公司各门店类型数量占比



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

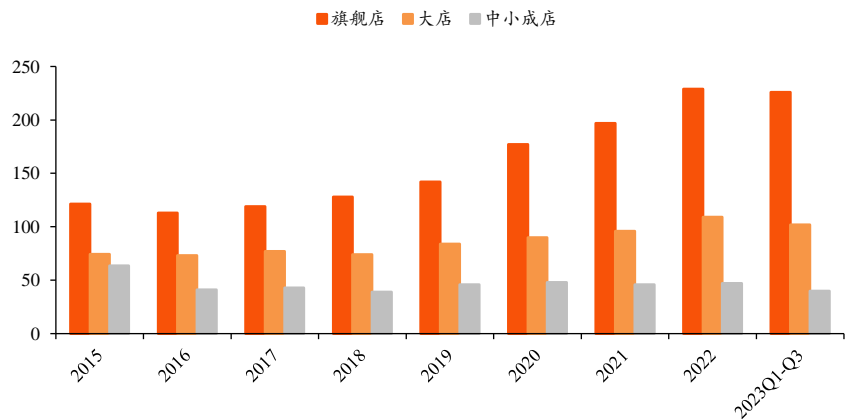
图28:公司各门店类型店均面积 (单位:平方米)



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

从平效数据来看，大店平效提升明显，2019-2023 年前三季度，旗舰店日均平效由 142 元/平方米提升至 226 元/平方米，大店日均平效由 84 元/平方米提升至 102 元/平方米，中小成店日均平效略微下滑，由 46 元/平方米下降至 40 元/平方米，主要原因系公司 2023 年新增门店较多，且新增门店以中小成店（社区店）为主，绝大部分新增门店在地级市及以下基层市场布局，虽然此类门店平效略低，但租金、人力等成本也更低，盈利性及成长性较好。

图29:近年来公司直营门店日均平效 (单位:元/平方米)



资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

#### 4.2. 物流网络建设日趋完善，统采比例受益提升

公司重视供应链管理和物流网络的建设。据物流技术与应用网站介绍，医药连锁经营企业的核心竞争力在于集中采购、集中库存、统一配送、规模销售的成本优势。在此种经营模式下，物流体系发挥着重要作用。依托

国内发达的运输网络，公司不断完善和扩宽物流体系网络，建立了区域为中心辐射周边、省级配送中心直配门店的高效物流网络。目前，公司建立了 1 个全国性物流中心（湖南长沙），4 个区域物流中心（杭州、西安、天津、合肥）以及 20 个省级配送中心，仓储面积超过 22 万平方米。同时，通过引进 WMS（仓储管理系统）、WCS（仓库控制系统）、DPS（数据化拣货系统）、TMS（运输管理系统）等先进的物流管理系统，实现物流体系的高效运行。

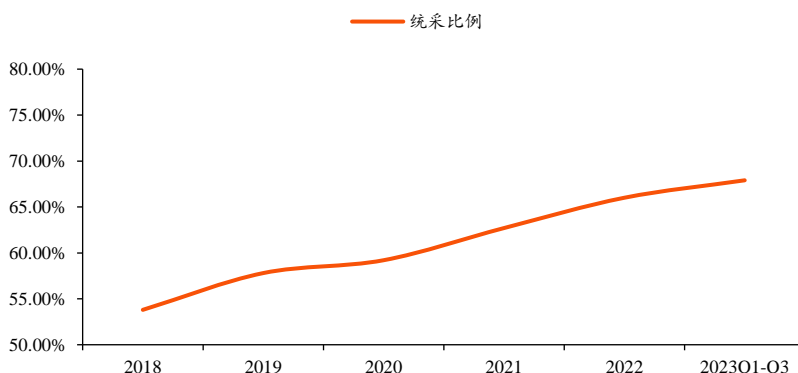
图30:公司物流信息图



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

**统采比例受益于物流网络建设逐年提升。**2023 前三季度，公司统采销售占比 67.9%，较 2022 年同期提升 1.9pct，上市之初统采比例低于 40%，自 2019 年长沙全国性物流中心投入运营来，统采占比提速快。此外随着公司对并购门店的整合深入，在兼顾不同区域顾客产品偏好差异的同时，推进采购物流战略整合以提升供应链效率，统采占比有望持续提升。据公司测算，统采占比每提升一个百分点会带来大约 0.1-0.2 个百分点的毛利率提升。同时，在“精细化运作，全方位服务”的战略方针下，公司自有品牌在产品开发及供应链共建方面持续突破，业绩保持高速发展。2023 年前三季度，自有品牌销售占比 19.5%。

图31:公司统采比例占比持续提升



资料来源：公司官网，甬兴证券研究所

#### 4.3. 强化药事服务能力，乘门诊统筹东风，积极承接处方外流

公司积极对接门诊统筹，分布区域广。由于各地在门诊统筹政策落地请务必阅读报告正文后各项声明

和执行细则等方面存在差异，公司全国布局的门店网络体系有望率先迎来门诊统筹政策带来的挑战和机遇，截至 2023 年三季度末，在公司门店网络覆盖的 20 个省份中，门诊统筹政策已落地 14 个省份，旗下成功对接门诊统筹门店数为 2,893 家，占公司总门店数 22.14%，其中直营门店落地 2,538 家，占比 28.4%。在公司覆盖的 150 余个城市中，已落地门诊统筹的城市为 57 个，占重点城市的 57.3%。

**统筹落地后提升客流和客单价，公司积极应对享受政策红利。**从经营数据看，纳入门诊统筹管理给门店客流和客单价均带来了积极影响，根据公司两年以上可比老店 2023 年二季度统计数据，统筹门店医保成交人次、销售额都比非统筹门店高，且门诊统筹落地门店毛利率保持平稳。后续随着政策对于社会药房“应纳尽纳”的总方针逐步落地，叠加“医院电子处方流转药店”的步伐加快，门诊统筹药店数量及占比有望持续提升，公司基于门诊统筹的大趋势，依据各城市不同政策，制定针对性策略，有望进一步迎来处方外流红利。

**重视慢病管理能力提升，强化药事服务能力。**我国慢性病患者基数庞大，慢病用药市场空间大。慢病的规范化治疗离不开长期用药与规范管理，作为慢病管理的重要阵地，零售药店已成为身边可靠的购药渠道，助力患者提高治疗便利性和依从性，公司致力于提升慢病服务体验，为顾客提供全面、科学、持续的深度慢病管理服务，公司全国大部分门店铺设血糖、血压、心率、血尿酸、血脂等慢病的蓝牙自测设备，有利于通过执行标准化流程协助顾客健康监测及合理用药。

图32:药店慢病管理体系



资料来源：中国药店，甬兴证券研究所

同时，2018 年公司正式成立“慢病与健康管理中心”，以会员为中心，针对会员健康危险因素进行全面管理，提供“一对一”、“精准化”的健康管理服务，为顾客提供更优的疾病解决建议。截至 2023 年三季度末，公司慢病管理服务累计建档 1200 万+人，累计自测服务自测 5100 万+人次，累计回访 2200 万+人次，举行线上线下患教 2.2 万+场次。

门诊统筹叠加长处方新规，处方外流有望提速。2021 年 8 月 10 日，

国家卫健委、医保局联合印发《长期处方管理规范（试行）》。新规强调，医师开具长处方后，患者可以自主选择在医疗机构或者社会零售药店进行调剂取药。根据患者的诊疗需要，长处方的处方量一般在 4 周内，病情稳定的患者可适当延长，但最长不超过 12 周，社会零售药店作为慢病管理不可或缺的环节地位得到认可。据健康界报道，自国家层面《长期处方管理规范（试行）》发布以来，特别是伴随着各省市门诊统筹的推进，各地多有制订落地细则，根据各省市实际情况，相关条款有所区别，处方的周期以及覆盖病种范围均得到进一步放宽。据弗若斯特沙利文数据显示 2020 年慢病的处方量占全部处方量的 87.0%，新规允许患者可以在接入慢病资质的社区药店中自由购药，将加速处方外流进程，具备药事服务能力的龙头药店将长期受益于慢病管理业务带来的增量业绩。

**专业药房与药事服务能力两手抓，提升承接处方外流能力。**公司高标准建设专业药房，2023 年前三季度新增“门诊慢特病”定点资格门店 227 家，达到 1,280 家；新增具有双通道资格门店 39 家，达到 266 家；新增 DTP 门店 9 家，达到 171 家，公司直营门店中医保门店占比 86.88%，能较好承接处方外流。此外，公司通过鼓励员工考取执业药师和药师资格、积极组织一线员工培训等方式，持续提升专业药事服务能力，强化承接处方外流能力。

**表5:公司专业化药房数量（单位：家）**

	2020	2021	2022	2023H1
DTP	125	145	162	171
双通道		149	227	266
门特门慢		452	1053	1280

资料来源：公司公告，甬兴证券研究所

#### 4.4. 数字化建设卓有成效，赋能线上新零售业务

**公司深耕数智化建设，不断夯实和强化信息化基础。**2019 年开始，公司快速推行数字化转型战略，利用数字化技术优化业务布局、组织架构，夯实竞争优势，受益于数字化推进，公司在经营管理水平和效率、采购降本增效等方面提升明显，同时在数字化领域持续多年的投入，使得公司在 BI 系统、大数据平台、云计算平台互联网 APP 等 IT 领域已有建树，已具备较全面的信息支持系统。

**线下门店全面上线 O2O 服务，借数字化营销提升服务能力。**公司 O2O 业务中台上线后，已实现线下门店全面对接第三方 O2O 平台，截止 2023 年三季度末，已有 10,005 家门店上线 O2O 服务，占公司门店总数的 76.58%，线上渠道销售额达 14.9 亿，同比增长 60%。同时公司依托数字化驱动全渠道发力，通过自建线上商城、入驻第三方医药电商平台和 O2O 服务平台扩大服务半径，为患者提供更优质的服务体验，报告期内公司继续推动跨界合作，与微信支付、阿里健康、字节跳动健康等进行业务探讨，增加多渠道运营。

**表6:公司线上业务保持快速发展**

	2019	2020	2021	2022	2023Q1-Q3
O2O 上线门店数量	超过 3500 家	/	6581	7876	10005
占比	约 68.25%	/	78.80%	73.04%	76.58%
线上渠道收入 (亿元)	1.74	2.89	7	17	14.9
yoy	/	65.70%	170%	140%	60%

资料来源:公司公告,甬兴证券研究所

## 5. 盈利预测与基本假设

### 基本假设:

公司业务主要由医药零售、医药批发及其他业务三个部分构成:

1) **医药零售业务:** 公司主要通过新开门店、并购带来的外延式增长和已有门店的内生式增长,公司自 2020 年起加快了自建门店的步伐,我们假设公司 2023-2025 年新增自建门店 1140、1350、1350 家,在不考虑大型并购的基础下,2023-2025 新增并购门店分别为 360、400、400 家。我们认为随着公司统采比例提升及高毛利自主品牌销售放量下,有望在一定程度上弥补处方药放量摊薄毛利率的情况,毛利率将保持相对稳定,预计 2023-2025 年毛利率分别为 36.30%、36.20%、36.10%。

2) **医药批发业务:** 批发业务主要是对加盟商及中小连锁的配送,其中以加盟商的配送为主,加盟业务为轻资产运营,公司在加盟门店规模和品牌力都积累了先发优势,未来将持续推进加盟业务发展,加快门店扩张,我们假设 2023-2025 年公司将新增加盟门店 1500、1750、1750 家,毛利率将保持相对稳定,预计 2023-2025 年毛利率分别为 11.50%、11.50%、11.50%。

3) **其他业务:** 子公司药圣堂对集团外部单位的商品销售收入和门店转租收入,业务占比低。增速稳定,我们预计 2023-2025 年收入增速为 20%,毛利率维持 34%左右。

**表7:公司盈利预测**

百万元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	13,966.70	15,695.66	20,175.51	21,813.13	26,560.81	32,050.17
YOY	19.75%	12.38%	28.54%	8.12%	21.77%	20.67%
毛利率	32.06%	32.13%	31.88%	32.68%	32.33%	31.90%
医药零售(合计)	12,079.74	13,790.88	17,597.33	18,489.66	22,236.00	26,376.00
yoy	17.40%	14.17%	27.60%	5.07%	20.26%	18.62%
毛利率	35.15%	34.73%	34.56%	36.30%	36.20%	36.10%
医药批发(合计)	1785.15	1785.42	2450.19	3169.88	4140.50	5453.00
yoy	38.83%	0.02%	37.23%	29.37%	30.62%	31.70%
毛利率	12.07%	11.78%	12.49%	12%	12%	12%
其他(合计)	101.81	119.36	127.99	153.59	184.31	221.17
yoy	21.11%	17.24%	7.23%	20%	20%	20%
毛利率	15.75%	36.56%	34.28%	34.00%	34.00%	34.00%

资料来源:Wind,甬兴证券研究所

## 6. 投资建议

公司近年来门店精细化管理能力提升,自建门店规模增大并逐步进入  
 请务必阅读报告正文后各项声明



业绩释放期，通过其全国性的布局网络进一步实现优势区域深耕，积极打造轻资产运营的加盟业务实现下沉市场突破，此外公司布局 DTP 等专业化药房持续提升药事服务能力，有望率先享受门诊统筹红利，并积极拥抱新零售业态，业绩有望持续增长。我们预测 2023-2025 年公司营收分别为 218.13/265.61/320.50 亿元，同比增速分别为 8.1%/21.8%/20.7%，我们预测 2023-2025 年公司归母净利润为 9.05/11.06/13.47 亿元，同比增速分别为 15.2%、22.3%、21.8%，对应 EPS 分别为 1.55/1.89/2.30 元，对应 P/E 分别为 21/17/14 倍。我们选取行业内的益丰药房、大参林、健之佳为可比公司，老百姓目前的市盈率分低于行业均值，考虑到公司后续的成长性，首次覆盖给予“买入”评级。

## 7. 风险提示

### 1) 市场竞争风险。

随着行业集中度提升，部分全国性和区域性的大型医药零售连锁企业逐步形成，零售企业竞争日益加剧。

### 2) 门店扩张不及预期的风险。

公司经营门店数量逐步提升，对门店的管理、经营难度也随之加大，虽然公司当前自营门店产生了较好的效益，但新开门店未来盈利状况的实现，受政策环境、市场需求、门店管理、自身经营等多重因素的影响。因此，若新建连锁药店未来经营状况未达预期，可能对公司业绩造成不利影响。

### 3) 加盟店发展或不及预期的风险。

目前主要头部连锁药店都聚焦发展加盟业务发展，公司加盟门店扩张存在不及预期风险。

### 4) 行业政策风险。

药品零售行业的发展受到国家有关政策的规范及影响程度较大。国家颁布多项政策涉及面较广，具体执行需应对各种复杂情况，在实施过程中可能会根据实际情况进行调整，存在一定的不确定性行业政策变动的不确定性可能对公司的经营带来一定风险。

资产负债表						现金流量表					
单位：百万元						单位：百万元					
至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>6,228</b>	<b>9,463</b>	<b>10,685</b>	<b>13,595</b>	<b>17,254</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>2,298</b>	<b>2,314</b>	<b>2,614</b>	<b>3,154</b>	<b>3,542</b>
货币资金	1,409	2,411	3,283	4,519	6,137	净利润	787	976	1,103	1,357	1,653
应收及预付	1,564	2,838	2,968	3,670	4,587	折旧摊销	1,214	1,325	1,117	1,223	1,261
存货	2,730	3,949	4,109	5,029	6,104	营运资金变动	130	-217	215	398	454
其他流动资产	525	266	325	377	426	其它	167	230	180	175	174
<b>非流动资产</b>	<b>10,730</b>	<b>11,934</b>	<b>12,535</b>	<b>13,218</b>	<b>13,880</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,002</b>	<b>-1,457</b>	<b>-1,703</b>	<b>-1,872</b>	<b>-1,883</b>
长期股权投资	63	65	68	70	71	资本支出	-459	-297	-1,959	-1,881	-1,894
固定资产	1,043	1,099	1,100	1,103	1,111	投资变动	-1,061	-1,336	305	-13	-16
在建工程	133	160	288	349	404	其他	-482	176	-49	22	27
无形资产	466	600	629	639	656	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-413</b>	<b>-143</b>	<b>-39</b>	<b>-46</b>	<b>-41</b>
其他长期资产	9,025	10,010	10,450	11,057	11,638	银行借款	3,632	1,839	147	150	160
<b>资产总计</b>	<b>16,958</b>	<b>21,397</b>	<b>23,220</b>	<b>26,814</b>	<b>31,134</b>	股权融资	16	1,732	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>8,613</b>	<b>10,846</b>	<b>11,556</b>	<b>13,793</b>	<b>16,460</b>	其他	-4,061	-3,714	-186	-196	-201
短期借款	1,616	766	906	1,056	1,216	<b>现金净增加额</b>	<b>-118</b>	<b>717</b>	<b>873</b>	<b>1,236</b>	<b>1,617</b>
应付及预收	4,935	6,963	7,441	9,217	11,321	<b>期初现金余额</b>	<b>797</b>	<b>680</b>	<b>1,396</b>	<b>2,269</b>	<b>3,505</b>
其他流动负债	2,061	3,117	3,208	3,519	3,923	<b>期末现金余额</b>	<b>680</b>	<b>1,396</b>	<b>2,269</b>	<b>3,505</b>	<b>5,122</b>
<b>非流动负债</b>	<b>3,566</b>	<b>3,453</b>	<b>3,497</b>	<b>3,497</b>	<b>3,497</b>						
长期借款	875	1,578	1,585	1,585	1,585						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	2,691	1,875	1,912	1,912	1,912						
<b>负债合计</b>	<b>12,179</b>	<b>14,300</b>	<b>15,053</b>	<b>17,290</b>	<b>19,957</b>						
股本	409	585	585	585	585						
资本公积	1,139	2,637	2,646	2,646	2,646						
留存收益	2,739	3,314	4,214	5,320	6,667						
归属母公司股东权益	4,358	6,530	7,401	8,507	9,854						
少数股东权益	421	568	766	1,017	1,323						
<b>负债和股东权益</b>	<b>16,958</b>	<b>21,397</b>	<b>23,220</b>	<b>26,814</b>	<b>31,134</b>						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	12.4%	28.5%	8.1%	21.8%	20.7%
营业利润增长	-0.3%	26.2%	12.4%	23.1%	21.8%
归母净利润增长	7.8%	17.3%	15.2%	22.3%	21.8%
<b>获利能力</b>					
毛利率	32.1%	31.9%	32.7%	32.3%	31.9%
净利率	5.0%	4.8%	5.1%	5.1%	5.2%
ROE	15.4%	12.0%	12.2%	13.0%	13.7%
ROIC	8.4%	9.1%	8.9%	9.6%	10.3%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	71.8%	66.8%	64.8%	64.5%	64.1%
净负债比率	96.6%	42.9%	28.9%	13.4%	-1.6%
流动比率	0.72	0.87	0.92	0.99	1.05
速动比率	0.37	0.44	0.50	0.55	0.61
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.11	1.05	0.98	1.06	1.11
应收账款周转率	12.43	11.68	10.05	10.51	10.20
存货周转率	4.16	4.12	3.64	3.93	3.92
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.23	1.36	1.55	1.89	2.30
每股经营现金流	5.62	3.96	4.47	5.39	6.05
每股净资产	10.66	11.16	12.65	14.54	16.85
<b>估值比率</b>					
P/E	40.15	29.76	20.93	17.12	14.06
P/B	4.63	3.62	2.56	2.23	1.92
EV/EBITDA	10.69	9.76	8.09	6.64	5.46

资料来源：Wind，甬兴证券研究所

## 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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准指数。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司(以下简称“本公司”)或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

## 版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

**重要声明**

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享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。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。