导语：连锁药房大逃杀！

作者：市值风云 App：贝壳 XY

并购后遗症“大发作”，又变实控人提款机？套现 13 亿后，又要减持 3.4 亿！老百姓：利润腰斩，还有 57 亿商誉高悬

2022 年 10 月，风云君就曾关注到老百姓（603883.SH）控股股东医药集团（全称老百姓医药集团有限公司）减持一事，彼时一口气减持了 2%股份，轻松到手 3.44 个小目标。

股东名称	减持数量（股）	减持比例	减持期间	减持方式	减持价格区间（元/股）	减持总金额(元)	减持完成情况	当前持股数量（股）	当前持股比例
老百姓医药集团有限公司	11,646,890	2%	2022/9/28～2022/9/28	大宗交易	29.54－29.54	344,049,130.60	已完成	152,741,673	26.23%

（来源：老百姓公告 20220929）

你以为这是实控人谢氏夫妻手头紧张时拿来应急的一次无奈之举？

错，后续的事实一再证明，这仅仅是他们减持路的开始，和冰山一角。

二、减持计划的主要内容

股东名称	计划减持数量（股）	计划减持比例	减持方式	减持期间	减持合理价格区间	拟减持股份来源	拟减持原因
老百姓医药集团有限公司	不超过：22,802,868 股	不超过：3%	大宗交易减持，不超过：15,201,912 股 竞价交易减持，不超过：7,600,956 股	2025/5/28 ～ 2025/8/27	按市场价格	IPO 前取得	调整资产和融资结构，降低股票质押率

（来源：老百姓公告 20250507）

这不，时隔两年半后，医药集团的减持又来啦！它在 5 月 6 日盘后宣布，拟减持老百姓不超过 3%股份。以当日收盘价 19.80 元/股计算，如若顶格减持，将直接到手 4.51 亿。

公告日期	股东名称	变动数量(万股)	参考市值(万元)
2022-09-29	老百姓医药集团有限公司	-1,164.69	-34,404.94
2020-09-24	老百姓医药集团有限公司	-437.34	-32,148.86
2020-05-15	老百姓医药集团有限公司	-573.36	-42,629.32
2018-11-21	陈秀兰	-100.00	-6,096.59
2018-08-14	陈秀兰	-206.69	-15,636.13
合计		**-2,482.08**	**-130,915.84**

（来源：Choice 终端，制表：市值风云 APP）

而自上市至今，谢氏夫妻五次减持，已累计套现超 13 亿，若再加上这次减持所

得，有望突破 17 个小目标！

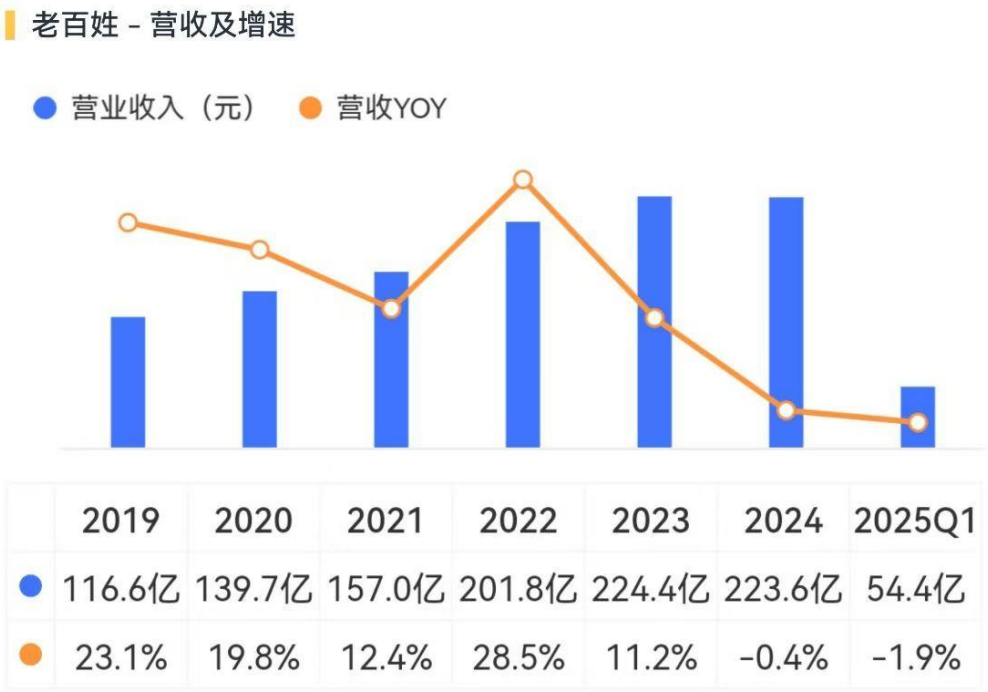
话说回来，作为普通大众最熟悉的连锁药房龙头，老百姓怎么会遭实控人连连减持？莫非是信心不足、拿钱撤退？

种种猜疑下，老百姓究竟基本面如何？

一、营收停滞利润腰斩，同行业绩齐陷寒冬

业绩数据是最直观的答案。

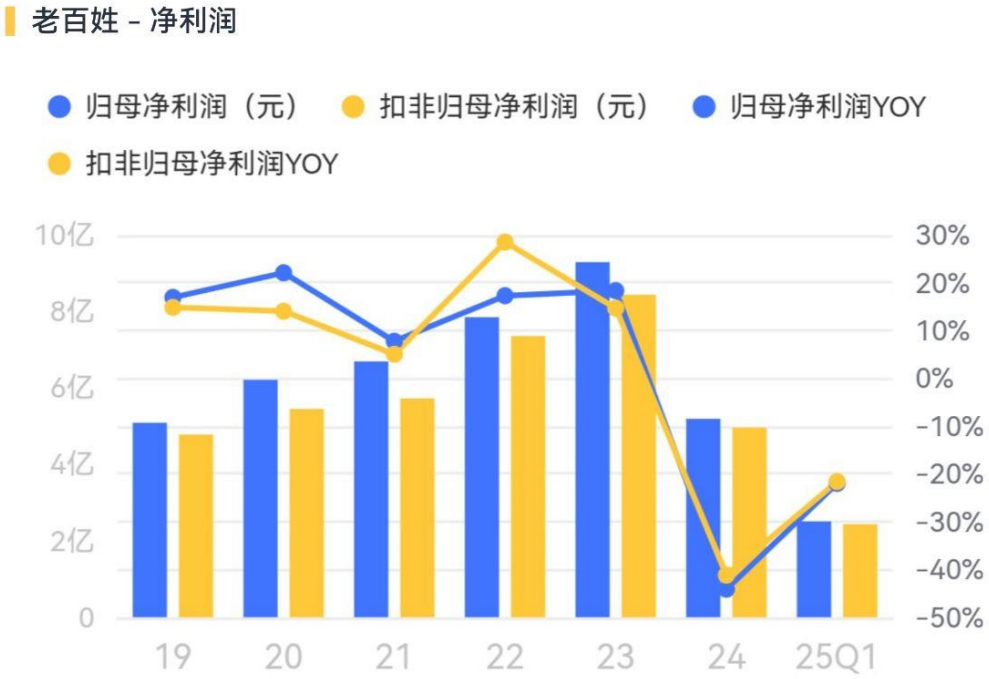
2024 年，老百姓实现营收 223.6 亿元，同比微跌 0.4%；2025 年一季度，营收跌幅放大到 1.9%，规模为 54.4 亿元。



	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1
●	116.6亿	139.7亿	157.0亿	201.8亿	224.4亿	223.6亿	54.4亿
●	23.1%	19.8%	12.4%	28.5%	11.2%	-0.4%	-1.9%

（来源：市值风云 APP）

利润表现更加惨烈，2024 年和 2025 年一季度分别为 5.2 亿、2.5 亿，同比下跌幅度分别高达 44.1%、22%。



	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025Q1
●	5.1亿	6.2亿	6.7亿	7.8亿	9.3亿	5.2亿	2.5亿
●	4.8亿	5.5亿	5.7亿	7.4亿	8.4亿	5.0亿	2.4亿
●	16.9%	22.1%	7.8%	17.3%	18.4%	-44.1%	-22.0%
●	14.9%	14.0%	5.0%	28.5%	14.7%	-41.2%	-21.6%

（来源：市值风云 APP）

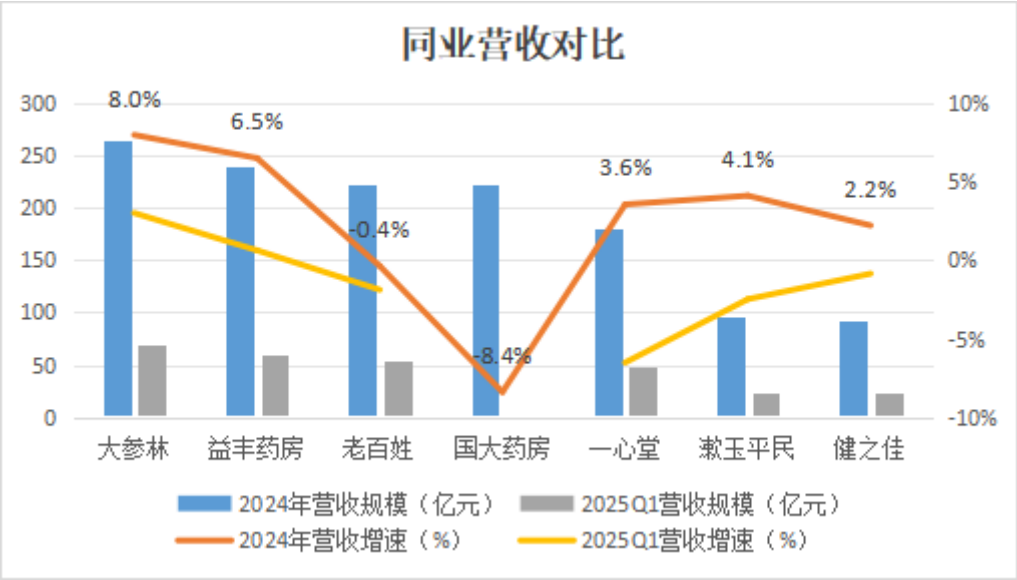
毫无疑问，营收下滑、利润腰斩，放在老百姓十年上市历程里都极为罕见，难道公司基本面真的垮了？

不妨通过同业对比来一探究竟。

过去一年里，七家上市连锁药房的营收同比涨幅均未超过 10%，最高涨幅仅为 8%；而 2022、2023 年等年份营收涨幅大多超 10%，甚至有不少超过 20%。

所以，行业整体营收失速显而易见。

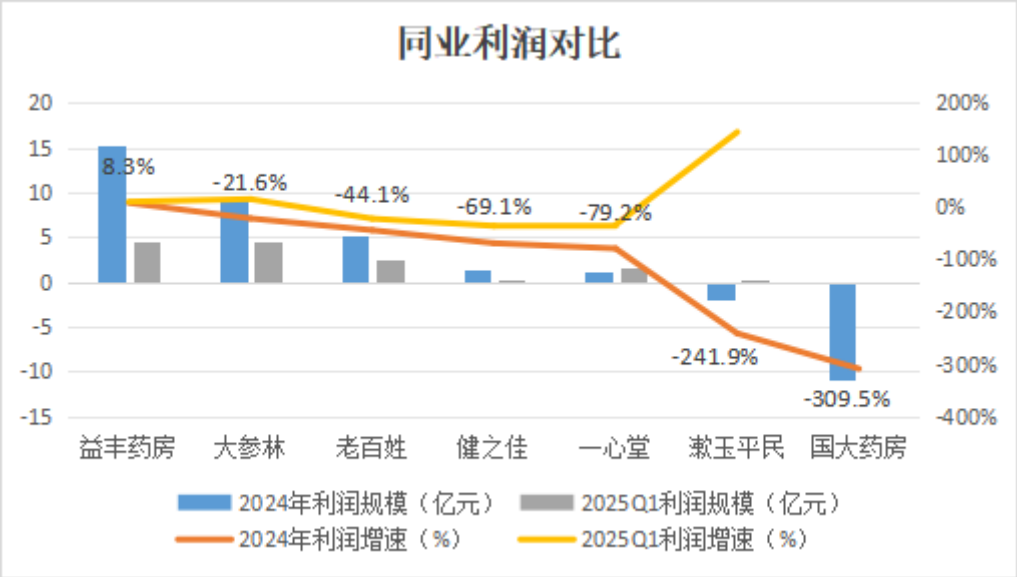
相较之下，老百姓虽然在营收规模上位列业内前三，但却是唯二的营收下滑选手。另一家为国药一致（000028.SZ）控股子公司国大药房。



（来源：Choice 终端，制图：市值风云 APP）

行业整体的利润下滑情况更为严峻：除了益丰药房（603939.SH）“一枝独秀”实现正增长以外，其余六家均出现不同幅度下滑。

甚至于，老百姓近乎腰斩的下滑幅度还算是业内比较小的。



（来源：Choice 终端，制图：市值风云 APP）

二、药店行业的阵痛时代：政策挤压、需求退潮、供给过剩

以上数据，揭开了药店行业当下的真实图景——曾经疯狂跑马圈地的时代不再，周期性阵痛不可避免地到来，整个行业正处在变革的十字路口。

先来说政策层面。医保控费政策持续收紧，药品价格谈判、集采常态化等举措使药品进货成本与销售价格双重承压，利润空间被大幅挤压。且医保监管加强，对药店合规经营提出更高要求，违规成本增加。

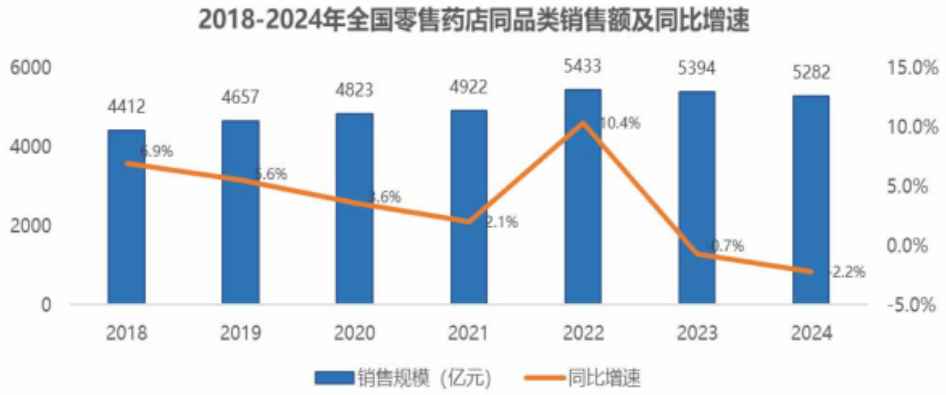
需求层面。风云君曾在上一次研究老百姓时得到这样的结论：中西成药引流、中药增利、非药品业务创收，就是连锁药房行业形成的通用产品格局。

而前两者在 2024 年面临一个共性问题，即 2023 年管控放开后引发囤药潮，同

时支原体肺炎、甲流高发引起用药需求激增，全年中药和西药的整体销售基数都偏高，自然对 2024 年形成增长压力。

再考虑到消费者健康意识提升但消费趋于理性和谨慎，对药品价格敏感度提高，非必要的非药品种需求下滑较多，使得连锁药房的一大创收利器瘸了腿，并且消费渠道多元化也使得实体药店的客流量明显缩减。

根据中康数据，2024 年，全国零售药店全品类销售额规模为 5,282 亿元，同比下滑 2.2%，这也是过去七年首次出现负增长。



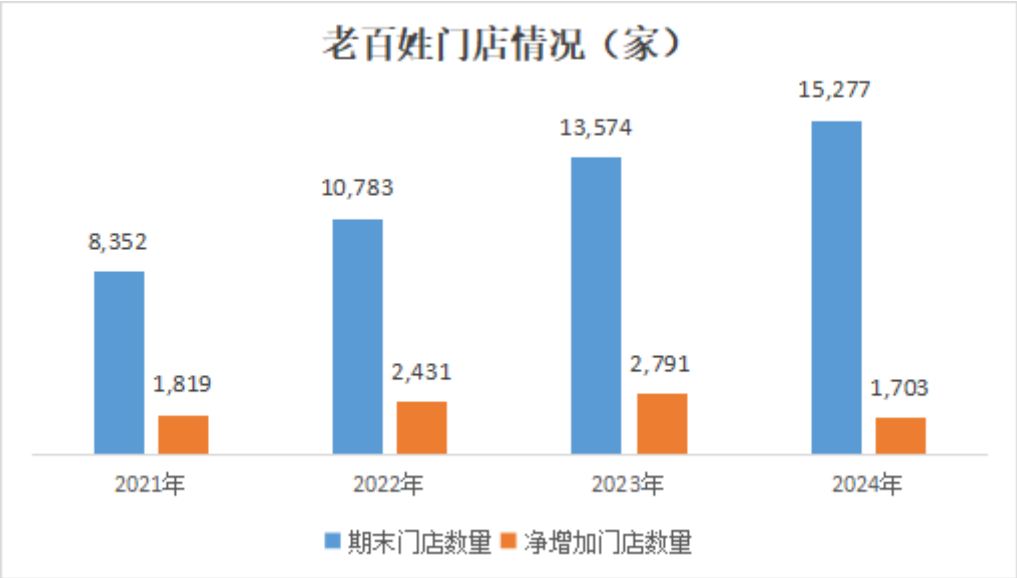
（来源：中康 CMH）

最后是供给层面。长达十年的门店扩张竞速赛，致使我国药店数量在 2024 年突破 70 万家，结构性供给过剩到了无以复加的地步。各药房在区域市场内竞争白热化，价格战、促销战频繁上演，不断压缩药店的利润空间。

闭店，成为不少药店特别是中小药店的归宿。据米内网数据，2024 年全年我国

药店闭店数量达到惊人的 3.9 万家，闭店率高达 5.7%。

头部连锁药房也难逃其中，虽然多数仍保持门店数量增长，但速度已明显放缓。拿老百姓来说，2024 年净增加门店 1,703 家，较上年足足减少了 1,000 家以上，更是创下 2021 年以来新低。



（来源：老百姓年报，制图：市值风云 APP）

甚至国大药房直接选择了缩减门店数量，2024 年退出并关闭 1,273 家直营店、389 家加盟店，期末门店数量降为 9,569 家，相较期初净减少了近千家门店，暂别“万店俱乐部”。因闭店产生的减值，也是国大药房 24 年利润大亏的一大主因。

行业预计，今明两年将有更多的药店被出清，2025 年的关店数量或将达到 5 万-10 万家。有专家预测，全国的药店数量降至 40 万左右之时，才能实现供需平

衡。

也就是说，连锁药店行业还将经历很长的阵痛期。

这是不是预示着，老百姓也终有一天要走上国大药房大规模闭店的这条路？

三、狂奔后遗症：57 亿商誉高悬头顶！加盟模式稀释毛利

仅靠关店就能解决问题？风云君认为提质增效更为关键。

这些年，老百姓主要依靠直营、星火、加盟、联盟四种方式扩张：

直营是自建；

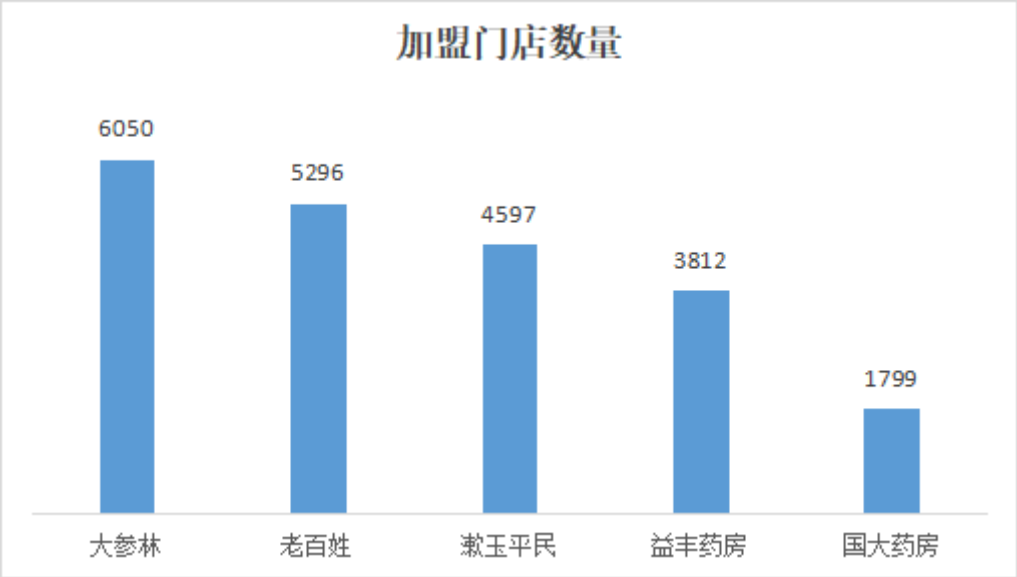
星火是并购；

加盟主要是针对县域或乡镇市场的中小连锁药房，给它们提供包括商品 100%配送在内的“七统一”服务；

联盟是向中小连锁药房提供管理咨询和供应链整合服务。

其中，老百姓在加盟店上的扩张一直更为活跃，截至 2024 年末拥有加盟店 5,296 家，与 2021 年末的 2,223 家相比，短短三年时间数量翻了 1.4 倍，而同期直营门店的数量增长为 63%。

与同业相比，无论在加盟店数量还是扩张速度，老百姓都要排在业内前列，仅次于大参林。



（来源：各公司年报，制图：市值风云 APP）

与此同时，加盟门店在总门店中的数量占比也来到 34.67%，相较 2021 年近乎上升了 10 个百分点。

但同期，加盟店的收入占比却仅有 13.89%，利润占比更是仅有 5.47%，与数量结构明显错配。

原因主要在于加盟与直营在盈利模式的差异。老百姓在加盟店上赚的是配送购销差价、加盟费、管理费和软件使用费，而在直营店上赚的是药品的购销差价。

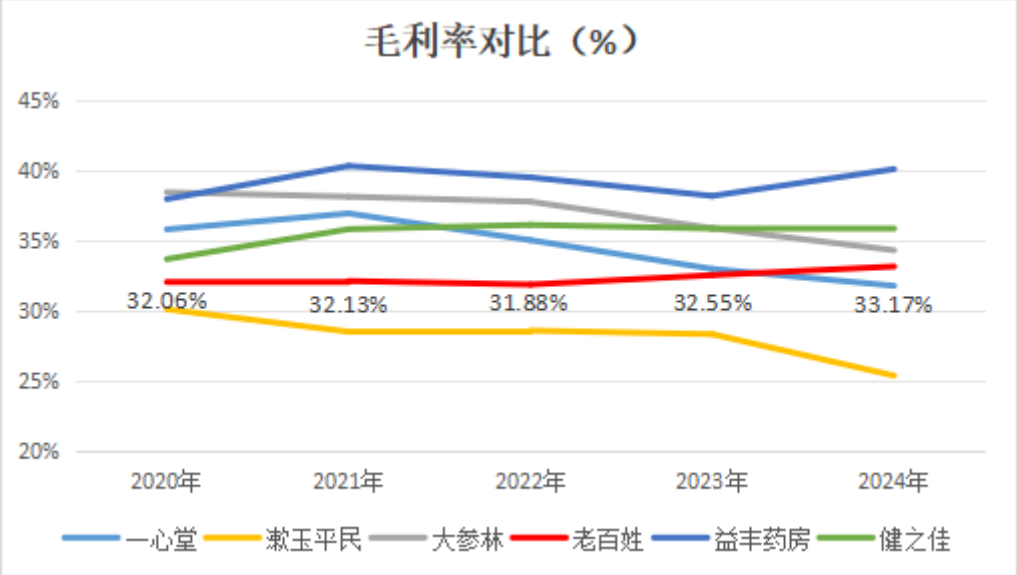
显然，前者的利润空间远小于后者：2024 年相差足足 23 个百分点。

单位：元币种：人民币

主营业务分行业情况						
分行业	营业收入	营业成本	毛利率（%）	营业收入比上年增减（%）	营业成本比上年增减（%）	毛利率比上年增减（%）
零售	19, 106, 710, 524	12, 148, 669, 938	36. 42	-1. 25	-2. 38	增加 0. 73 个百分点
加盟、联盟及分销	3, 104, 570, 127	2, 699, 022, 682	13. 06	5. 92	4. 22	增加 1. 42 个百分点
其他	146, 329, 544	94, 639, 835	35. 32	-6. 80	-5. 51	减少 0. 89 个百分点
合计	22, 357, 610, 195	14, 942, 332, 455	33. 17	-0. 36	-1. 27	增加 0. 62 个百分点

（来源：老百姓 2024 年报）

所以，**加盟模式的高速扩张，虽然带来了规模的快速增长，但却大大拉低了公司的整体毛利水平。**与其他上市连锁药房相比，老百姓的毛利率基本只能排在中下游。



（来源：各公司年报，制图：市值风云 APP）

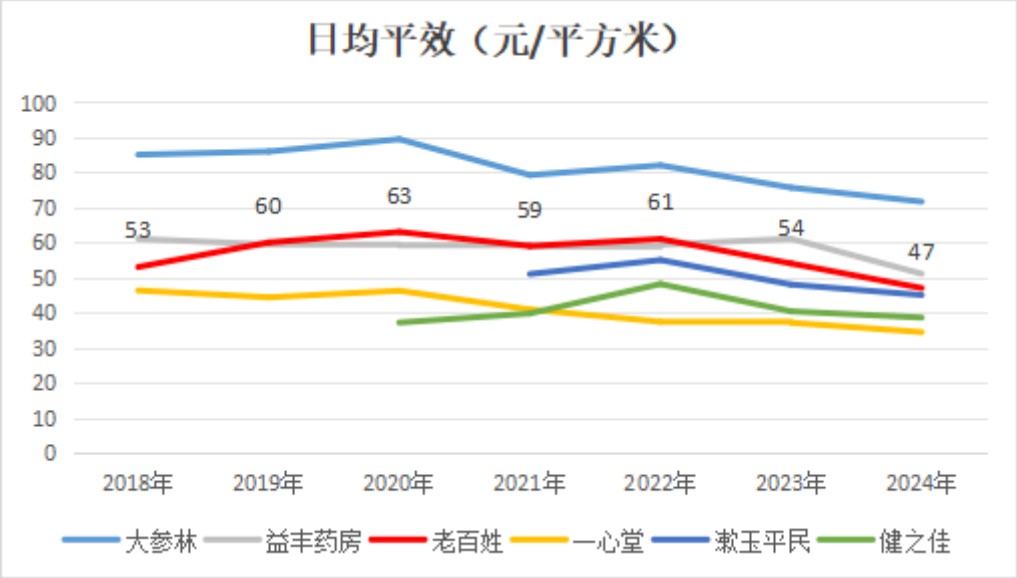
但更需要警惕的是，加盟模式并不像直营店那样直接控制，使得加盟门店违规问题频发，多次因被销售劣质药、提供虚假资料骗取药品经营许可、捆绑销售、哄

抬价格等遭到行政处罚，这无疑会对老百姓的声誉带来负面影响。

而在直营模式上，有一个指标不得不提——日均平效，即单位平米的日均销售额，直接反映的是公司精细化管理能力和赚钱能力。

而老百姓近两年的日均平效呈现直线下滑，往年基本稳定在 60 元/平方米上下，2024 年直接跌至 47 元/平方米。

虽然同行的日均平效有高有低，且这两年大多也在下滑中，但老百姓这样的跌幅无疑是业内下跌最多的，一定程度上也说明公司在经营管理上存在着不小的问题。



（来源：各公司年报，制图：市值风云 APP）

这些直营店，其实有很大比例是公司早些年疯狂“跑马圈地”并购导致的，仅是 2021 年末并购门店数量就超过 2,500 家，占到当时直营门店的四成以上。

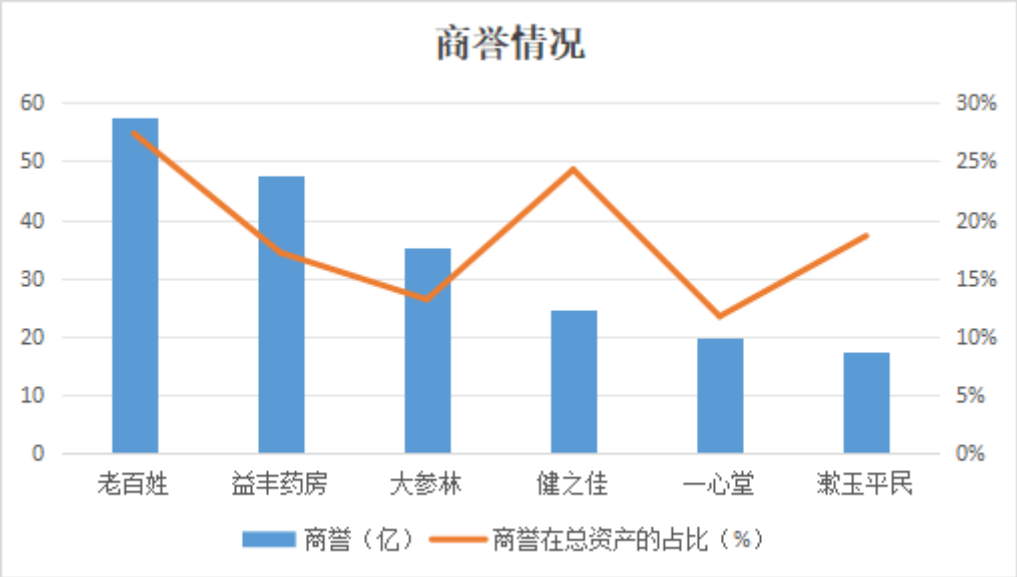
Wind 数据显示，自 2014 年以来，老百姓对外并购事件多达数十起。

并购自然就要考虑钱花得值不值。拿 2022 年 3 月的那笔并购来说，老百姓斥资 16.37 亿收购怀仁大药房 71.96%股权，拿下它的 660 余家门店，相当于每家门店的收购价格约 250 万元。

但是要知道，即使开一家新店，成本也仅几十万元，这笔收购相当于溢价了好几倍，无论如何都不能称得上划算！

老百姓成立 20 年里，很难算清在并购上撒了多少钱，但商誉却是实打实积攒下了，且数额不断激增，截至 2025 年一季度末高达 57.56 亿元！是 2011 年 1.06 亿的 54 倍，在总资产中的比重也达到 27.37%，较 2011 年上升超 20 个百分点。

无论是商誉金额，还是在总资产中的占比，老百姓都位居同业第一。



（来源：各公司年报，制图：市值风云 APP）

有商誉，自然就要提防减值。2024 年，老百姓就计提商誉减值准备 1.08 亿元。

随着日均平效的直线下滑，余下的 57.56 亿商誉，风云君只能说：危！

反正话已经说到这里了，风云君不妨再多问一句：当下控股股东选择了巨额减持，究竟有没有快人一步、提桶跑路的意思？