

全面推动战略转型升级， 药店龙头步入 2.0 时代

老百姓：拥抱互联网，深耕华中布局全国的药品零售行业领跑者

老百姓深耕药品零售行业 19 年，现已成功开发 22 个省级市场，拥有门店超 5000 家，年销售额超过 100 亿元，已经发展成为中国经营规模最大，覆盖省份最多的大型医药上市连锁企业之一。

防疫内需战略渠道保障短期业绩，长期逻辑持续健康增长可期

药店行业稳增长龙头高扩张，集中度提升带来的结构性投资机会仍将持续。硬件端、供给端及支付端积极探索，我国处方外流进程加速，长期把握流量价值。我国推动 O2O 模式发展，线上线下融合是药品新零售的大势所趋，龙头药店率先受益。

迎合行业变化战略转型升级提升内生盈利能力

公司战略转向区域聚焦，统采比例提升，SKU 数量下降，推动内生能力向好。成立慢病管理中心，提升专业药事服务能力，深挖流量价值。非院边旗舰店优化取得阶段性成果，拖累业绩因素解除。

四驾马车带动公司规模扩张，长期健康增长可期

公司构筑“自建+并购+加盟+联盟”的“四驾马车”立体深耕模式，兼顾横向与纵向扩厂。自建+并购保障直营门店快速扩张。加盟+联盟，轻资产模式迅速实现渠道下沉并扩大规模布局未来。

推行数字化转型战略，拥抱互联网全面迎接线上线下融合

公司自 2019 年开始全面推动数字化转型战略，春华资本、方源资本进入公司成为二股东，赋能新零售；近期与腾讯达成合作，持续赋能新零售，现已实现微信端流量导入。

建立长效激励机制，保障长远健康发展

公司 2019 年发布限制性股票激励计划，有效的将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，确保公司长期健康发展。

盈利预测与投资评级

预计公司 2020 - 2022 年实现归母净利润分别为 6.32 亿元、7.84 亿元和 9.73 亿元，分别同比增长 24.2%、24.1%和 24.1%，对应 PE 为 46.4X、37.4X 和 30.1X，维持买入评级。

风险分析

行业政策变动风险；市场竞争加剧；规模扩张进度不达预期；并购门店整合不达预期；商誉减值计提。

重要财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,471.1	11,663.2	14,549.8	18,108.7	22,539.9
增长率(%)	26.3%	23.1%	24.8%	24.5%	24.5%
净利润(百万元)	435.0	508.7	631.9	784.3	973.2
增长率(%)	17.3%	16.9%	24.2%	24.1%	24.1%
ROE(%)	14.3%	14.6%	16.4%	17.9%	19.4%
EPS(元/股, 摊薄)	1.49	1.74	2.20	2.74	3.39
P/E(倍)	68.7	58.7	46.4	37.4	30.1
P/B(倍)	9.8	8.6	7.6	6.7	5.8

老百姓 (603883)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 执证编号: S1440517050001

SFC 中央编号: ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-85130388

SAC 执证编号: S1440519080003

发布日期: 2020 年 09 月 21 日

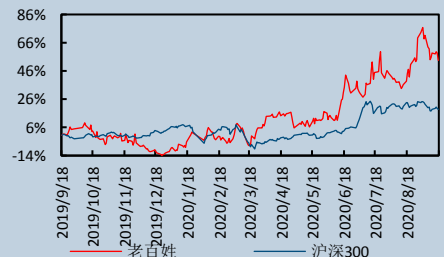
当前股价: 78.75 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	10.63/14.42	17.21/1.9	57.88/38.83
12 月最高/最低价 (元)			116.13/60.43
总股本 (万股)			40,873.21
流通 A 股 (万股)			38,220.4
总市值 (亿元)			321.88
流通市值 (亿元)			300.99
近 3 月日均成交量 (万)			423.19
主要股东			
老百姓医药集团有限公司			32.0%

股价表现



相关研究报告

【中信建投医药商业 II】老百姓
 20.08.21 (603883):Q2 业绩提速，规模持续扩张，
 全年增长可期

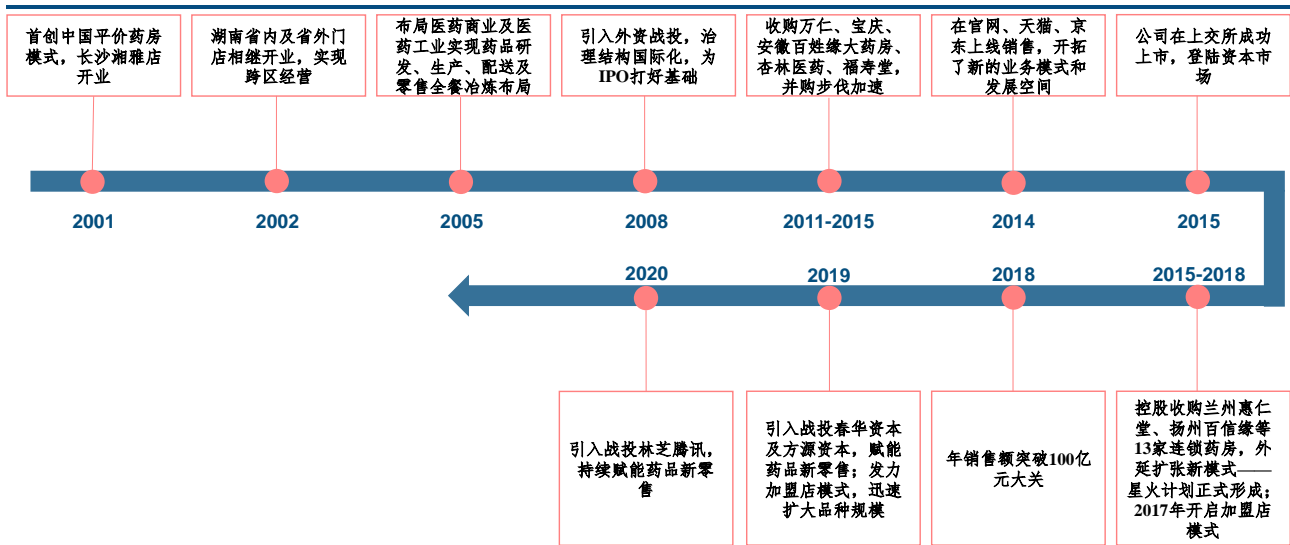
目录

拥抱互联网，深耕华中布局全国的药品零售行业领跑者.....	1
行业：加速向头部企业集中	4
集中度提升带来的结构性投资机会仍将持续.....	4
处方外流进程加速，长期把握流量价值	5
线上线下融合是药品新零售的大势所趋	6
区域品种双聚焦提升经营质量，围绕处方外流布局新商业模式.....	8
战略转向区域聚焦，内生盈利能力向好	8
成立慢病健康管理中心，提升专业药事服务能力，深挖流量价值.....	9
非院边旗舰店优化取得阶段性成果，坪效回升拖累业绩因素解除.....	10
四驾马车带动公司规模扩张，长期健康增长可期.....	12
直营+星火+加盟+联盟，驱动公司规模扩张.....	12
自建+并购保障直营门店快速扩张，保障长期业绩增长	13
加盟+联盟：轻资产模式迅速实现渠道下沉并扩大规模布局未来	16
推行数字化转型战略，拥抱互联网全面迎接线上线下融合.....	17
全面推动数字化转型战略，实现全面数字化的人货场.....	17
股权变更落地，完善治理结构	17
牵手腾讯，赋能新零售助力长期发展	17
建立长效激励机制，保障长远健康发展	18
盈利预测与投资评级	20
风险分析	22

拥抱互联网，深耕华中布局全国的药品零售行业领跑者

全国药店行业龙头企业，区域聚焦提升内生盈利能力。老百姓大药房连锁股份有限公司创立于 2001 年，深耕药品零售行业 19 年，现已成功布局了湖南、陕西、浙江等 22 个省级市场，拥有门店超 5000 家，年销售额超过 100 亿元，已经发展成为中国经营规模最大、覆盖省份最多的大型医药上市连锁企业之一。2019 年公司明确执行“区域聚焦”战略，目标在 11 个优势市场将市占率提高到第一的位置，随着区域聚焦战略的执行，公司 SKU 数量持续下降，统采销售占比全年提升 4pp，在满足患者需求的前提下，进一步提升公司与上游厂家的议价能力，未来内生盈利能力有望进一步提升。

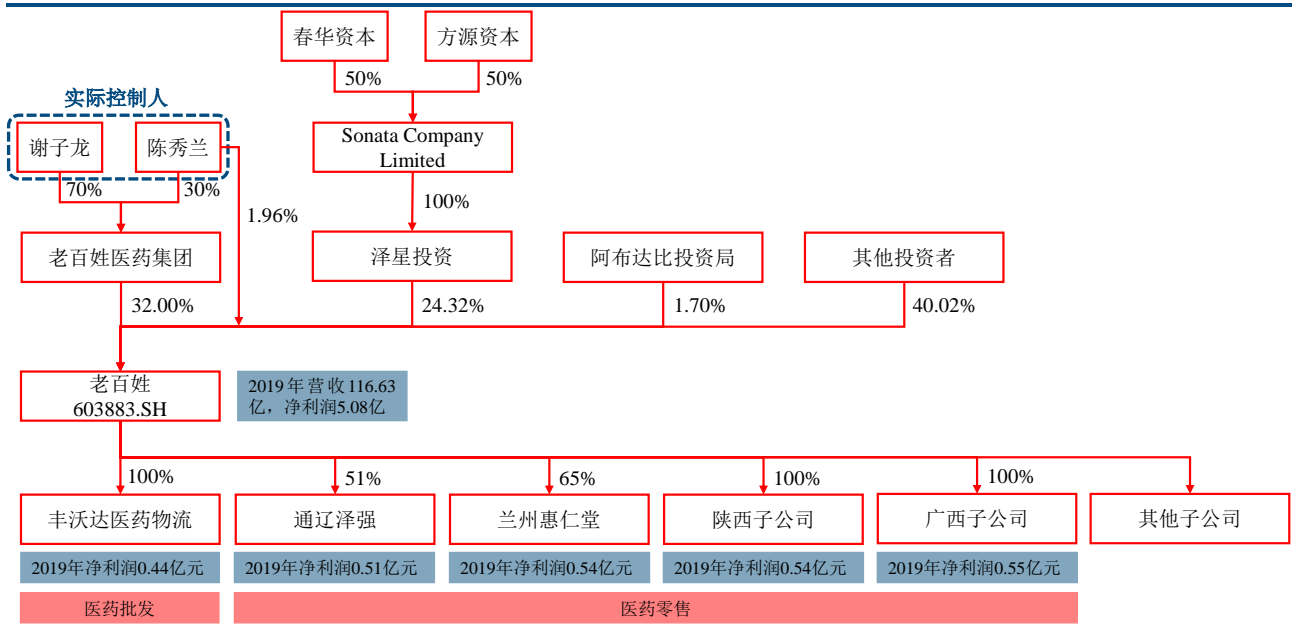
图表1：老百姓历史沿革



资料来源：公司官网，公司公告，中信建投

引进战投，赋能药品新零售，实控人控制权稳定。2019 年底，公司原股东 Leader BVI 将其持有的泽星投资全部股份（占公司总股本比例 24.78%）转让给 Sonata Company Limited，Sonata Company Limited 分别由春华资本和方源资本旗下基金各持有 50% 股权，标志着公司历时 2 年的战投引进事宜正式落地。春华资本及方源资本所投项目包括阿里巴巴、蚂蚁金服、美团、京东、快手、字节跳动等互联网科技头部企业，未来有望在药品新零售领域为公司对接资源，赋能公司数字化转型。近期公司与林芝腾讯达成战略合作，林芝腾讯是深圳市腾讯产业投资基金有限公司的下属企业，在互联网领域拥有领先的技术和平台优势。腾讯将与公司在智慧零售、云计算、云服务等领域建立全面、深入的战略合作关系，赋能新零售。截至 20 年中报，公司实际控制人为谢子龙、陈秀兰夫妇合计直接和间接持有公司 32% 的股份，股权结构稳定，公司董事长为谢子龙先生。

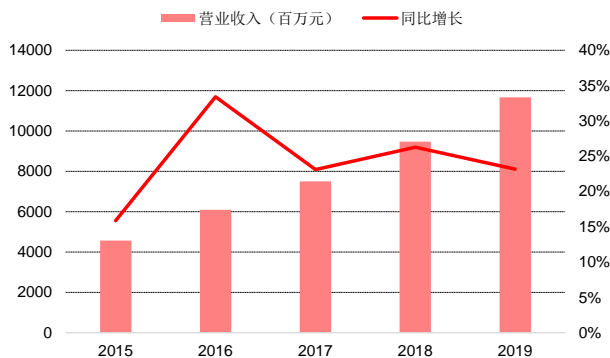
图表2：老百姓股权及业务结构



资料来源：公司官网，公司公告，中信建投

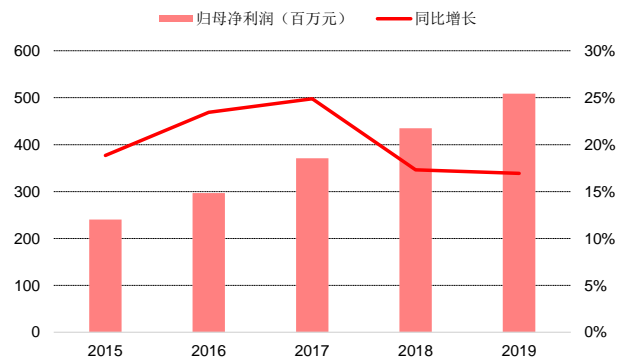
经营规模稳步增长，顺应行业趋势持续加强处方药业务布局。近5年来公司营业收入复合增速为26%，归母净利润复合增速为21%，保持了健康的经营规模增长。综合毛利率从2015年的37.22%下降到2019年底的33.59%，净利率率从2015年的5.26%下降到4.36%，主要由于公司顺应行业处方外流趋势持续加大处方药业务布局，公司中西成药毛利率由2015年的32.02%下降到2019年的29.89%，毛利额占比从2015年的60.14%提高到2019年的70.97%，其中主要为处方药占比提升。加大处方药布局虽然短期来看会损失毛利率及净利率，但长期来看处方外流是大势所趋，而处方药经营需要较强的药事服务能力，公司提前布局有望提升专业化服务水平及扩大经营规模增强话语权把握未来趋势，有利于保障公司长期健康发展。

图表3：老百姓近年营业收入及增速



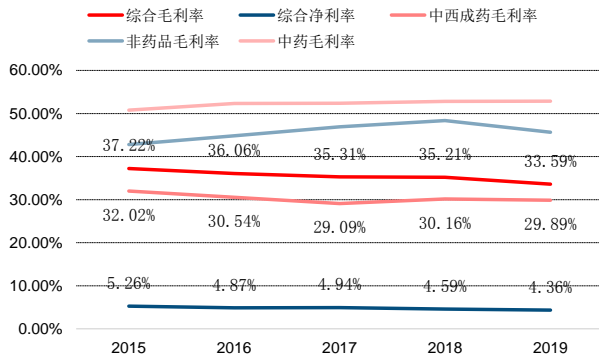
资料来源：Wind，中信建投

图表4：老百姓近年归母净利润及增速



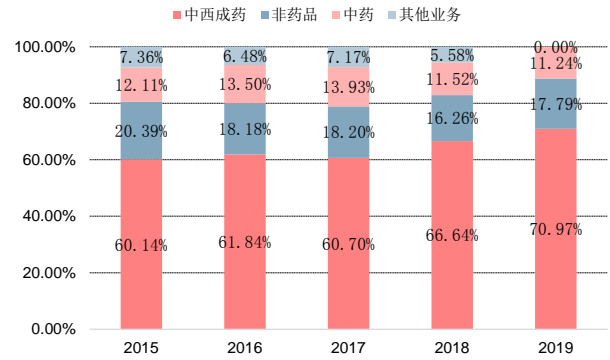
资料来源：Wind，中信建投

图表5：老百姓近年毛利率及净利率趋势



资料来源：Wind，中信建投

图表6：老百姓近年毛利额构成

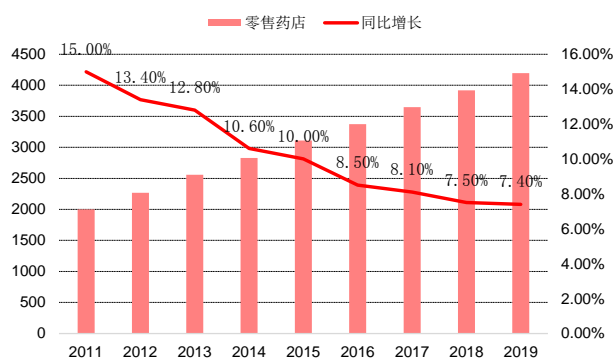


资料来源：Wind，中信建投

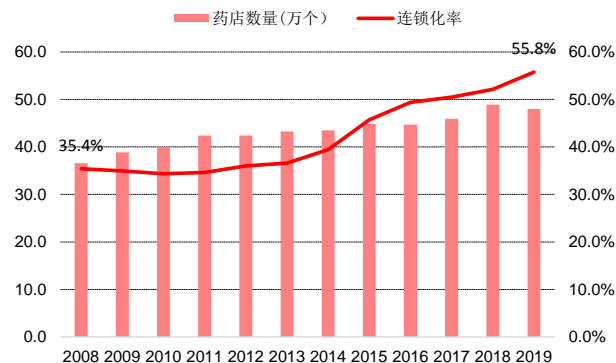
行业：加速向头部企业集中

集中度提升带来的结构性投资机会仍将持续

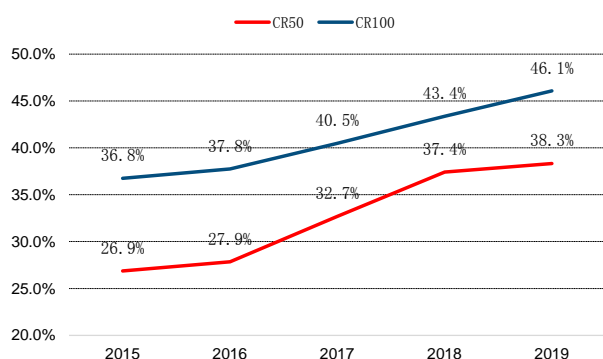
零售药店行业维持稳健增长，四大连锁市占率持续提升。根据米内网统计数据，2019 年我国公立医院、零售药店及公里基层医疗机构市场合计药品销售额实现 17955 亿元，同比增长 4.8%；2019 年，零售药店市场药品销售额实现 4196 亿元，同比增长 7.4%，零售药店增速继续保持快于行业整体增速的趋势。截至 2019 年底，药店行业连锁化率达到 55.8%，CR50 及 CR100 保持持续提高趋势。上市公司层面，四大连锁药店上市公司市占率由 2011 年的 3% 持续提升至 2019 年底的 10%，未来随着龙头门店规模的持续扩张，龙头公司市占率仍将持续提升。

图表7： 近年医药零售市场规模及增速


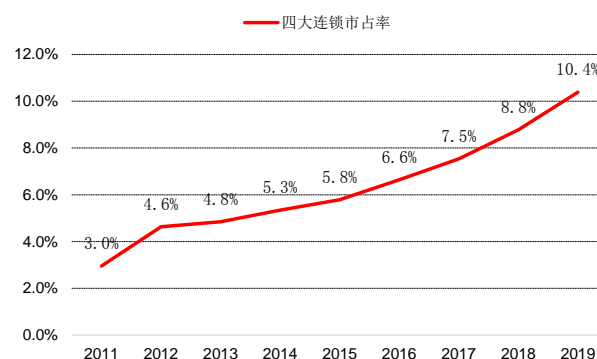
资料来源：米内网，中信建投

图表8： 近年我国药店连锁化率逐步提升


资料来源：中国药店，米内网，中信建投

图表9： 近年医药零售市场集中度持续提升


资料来源：中国药店，中信建投

图表10： 近年我国四大连锁药店市占率持续提升


资料来源：公司公告，中信建投

处方外流进程加速，长期把握流量价值

硬件端：省级处方流转平台建设稳步推进。2018年4月我国推动处方外流顶层设计《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》出台，截至目前已有28个省份发文落实“互联网+医疗健康”政策要求明确鼓励并探索当地处方外流进程，10个省份发文落实建设推广省级处方流转平台，为未来理想化处方外流模式做好硬件铺垫。

图表11：2018年以来我国省级处方流转平台建设梳理

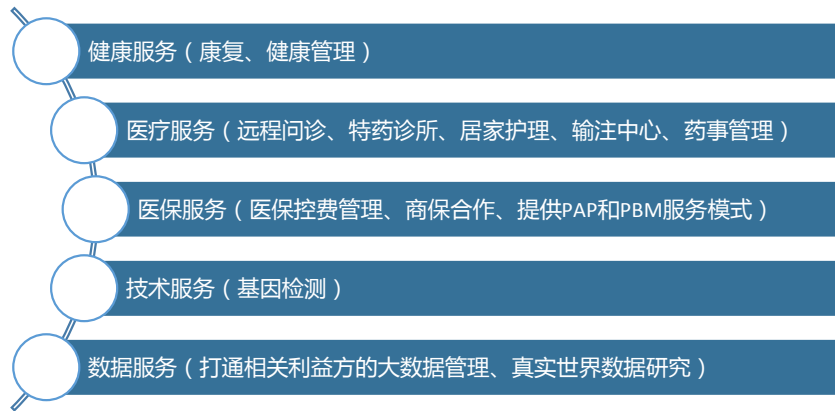
省份	时间	文件	要点
广东	2018/6/5	广东省促进“互联网+医疗健康”发展行动计划（2018-2020年）	推广处方流转平台，发展配送中心
广西	2018/9/21	广西促进“互联网+医疗健康”发展实施方案	推广处方流转平台，发展药品配送中心
四川	2018/11/15	关于促进“互联网+医疗健康”发展的实施意见	推动区域电子处方平台建设
辽宁	2018/11/20	《辽宁省促进“互联网+医疗健康”发展实施方案》	推广处方流转平台，发展配送中心
江西	2018/11/23	关于推进“互联网+医疗健康”发展的实施意见	开展处方流转信息平台建设
浙江	2018/12/6	浙江省“互联网+医疗健康”示范省建设行动方案（2019-2022年）	建立处方审核及流转平台
重庆	2018/12/12	重庆市加快“互联网+医疗健康”发展行动计划（2018-2020年）	探索建立电子处方信息共享流转机制
湖南	2019/1/19	关于促进“互联网+医疗健康”发展的实施意见	建设处方流转和监管系统，推进医疗机构处方信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享 探索建立全省统一的处方流转系统，构建医疗机构医师电子开方、药师
海南	2019/3/4	海南省促进“互联网+医疗健康”发展实施方案	电子审方、药品零售企业配药、物流送药上门或患者就近便捷取药的药事服务新模式
山东	2019/7/8	关于印发山东省推进“互联网+医疗健康”示范省建设行动计划（2019-2020年）的通知	建设处方流转平台

资料来源：各省人民政府网站，中信建投

供给端：集采短期影响有限，长期推动处方外流进程，转型升级把握流量价值。

集采短期影响有限：1) 第一批集采(25个品种，全国范围)：预计中标品种在四家药店销售占比均低于1%，对应通用名品种合计销售占比介于2%-3%之间，中标品种销售占比很低，直接降价影响有限；2) 第二批集采(33个品种，全国范围)：33个通用名品种在四家药店销售占比在5%以下，预计中标品种销售占比仍维持低位，直接降价影响有限；3) 2020年春节前四大连锁已经完成58个中标品种院店同价价格调整，价格倒挂影响客流因素解除。

集采长期推动处方外流进程，转型升级把握流量价值：1) 国家鼓励医保定点药店自愿使用省级药品采购平台进行国家集采品种的采购，可以从价格及品种双维度解决部分集采处方药采购难题；2) 集采品种多为流量品种，未中标产品未来会重视零售渠道，部分原研药有望采取新的价格策略与药店合作，药店有望成为部分原研药销售的主要渠道，为药店带来增量客流；3) 在医改零差率的背景下，《深化医疗保障制度改革的意见》已明确深化药品集采制度改革，带量采购成功实施有望改变医生行为，推动处方外流进程；4) 围绕逐步明确的增量客流，药房的商业模式会更加多元化。

图表12： 未来药房的多元化商业模式预判


资料来源：中信建投

支付端：个账改进及分类分级管理推动专业药房争夺统筹市场。

《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（征求意见稿）》明确改革个人账户同时建立健全门诊供给保障机制。《意见》明确：1）**加强供给保障属性**：我国近年来已有多地试点探索个账家庭共济保障功能，本次改进个账可用于家庭成员在医疗终端及药店使用；2）**削弱个账增量资金用于建立门诊统筹**：改进前，在职职工个账筹资端由员工个人工资 2% 缴纳及员工工资单位 1.8% 比例缴纳合计构成；改进后，在职职工个账筹资端仅由员工个人工资 2% 缴纳构成，增量资金削弱近 50%。个账未来削弱的增量资金用于建立门诊统筹保障机制。退休职工改进前各地划拨比例不统一，改进后划入额度按所在地区改革当时基本养老金 2% 左右测算；3）**规范个账使用范围**：除家庭共济外，个账不得用于公共卫生费用、体育健身或养生保健消费等不属于基本医疗保险保障范围的其他支出。

城镇职工医保个人账户改进带来医药零售行业投资机会：1）本次个人账户改进方案内容及力度符合我们此前深度报告结论，存量资金无变化，削弱增量资金，加强共济保障属性，建立门诊统筹；2）个账削弱增量资金对药店端现有消费模式影响较小。2019 年城镇职工个人账户收入 5840 亿元，支出 4724 亿元，当年结余 1116 亿元，累计结余 8426 亿元，个人账户改进后削弱每年增量资金，支出端部分可选消费有可能减少，但个人账户累计结余仍有较多存量资金，整体支出端刚性需求预计影响不大；3）结合最新版《药店分类分级管理指导意见》，明确指出医保管理部门优先选择高评级药店签订医保服务协议，纳入定点药店范围。鼓励通过高评级药店提供门诊特殊病、门诊慢性病用药的医保费用结算服务；4）我们认为，未来零售药店行业头部企业将继续享受政策红利，在个人医保账户改进及药店分类分级的进程中更多的承接门诊慢、特病药品零售业务。长期来看，门诊统筹资质与个人账户有望完成平稳交错过渡，门诊统筹资质将为药品零售行业带来增量客流及增量市场，推动行业持续健康发展。

线上线下融合是药品新零售的大势所趋

2020 年 1 月 22 日，国家医保局发布《零售药店医疗保障定点管理暂行办法（征求意见稿）》，放开线上渠道医保推动 O2O 模式发展，监管力度加强推动行业集中度提升。

推动我国 O2O 模式发展，龙头药店率先受益：《办法》首次提出互联网药店、有药品网络销售业务或通过药品网络交易第三方平台开展药品网络销售的零售药店，依托其实体药店申请定点，同时由于统筹地区定点规

模根据实际需求确定并执行总额预算指标，因此线上渠道预计仍以区域性运营，不会出现依托少量线下门店开展线上无限制刷卡销售的现象。整体来看：1) 本次《办法》对于线上渠道医保资质的放开有利于我国药品零售线上渠道的发展，将有利的推动 O2O 模式发展；2) 线下门店资源分布均匀及线上渠道完善的龙头药品零售企业率先受益；3) 线上线下融合实现资源互补是大势所趋，共谋发展；

“连坐”制度加强监管，推动行业集中度提升：《办法》明确同一统筹区域内的连锁药店因违规终止医保协议后相同法人的其他连锁药店同时终止。我们认为，本次《办法》的“连坐”制度加大了医保监管力度，能够有力的打击违规刷卡现象，推动行业集中度提升，经营规范的零头企业率先受益；

图表13：《零售药店医疗保障定点管理暂行办法（征求意见稿）》要点梳理

条款项目	条款内容
定点规模	统筹地区医疗保障行政部门根据医保收支平衡情况，结合区域零售药店资源配置、参保人购药需求等确定本辖区定点零售药店的规模布局
申请范围	取得《药品经营许可证》的零售药店均可自愿申请医疗保障定点。互联网药店、有药品网络销售业务或通过药品网络交易第三方平台开展药品网络销售的零售药店，依托其实体药店申请定点
总额预算	定点零售药店应当严格执行服务协议确定的总额预算指标
定点协议终止	定点零售药店出现列示 16 种情形之一的，应终止服务协议，并向社会公布终止协议的零售药店名单。第 14 条为同一统筹区域内的连锁零售药店其中一家因违反医保相关规定被终止服务协议的，相同法人的其他连锁药店同时终止

资料来源：医保局，中信建投

《“互联网+”医保服务》落地，线上处方外流进程加速。2020 年 3 月，国家医保局发布《关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见》，明确指出为减少疫情期间接触，政策要求落实“长处方”（一般为 3 个月，患者可以一次性开具三张处方，每月使用一张处方）医保报销，参保人员凭在线处方可以在定点医疗机构或零售药店配药，探索推进定点零售药店配药直接结算，慢病统筹医保对接药店拉开帷幕，叠加《零售药店医疗保障定点管理暂行办法（征求意见稿）》中的要求，我们认为线上线下渠道完备的大型企业有望率先承接增量慢病群体客流而受益，未来有望进一步通过慢病管理体系将增量客流转化入复购率高的会员体系。

图表14：《关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见》要点梳理

条款	详细内容
将符合条件的“互联网+”医疗服务费用纳入医保支付范围	1) 经卫生健康行政部门批准设置互联网医院或批准开展互联网诊疗活动的医疗保障定点医疗机构，按照自愿原则，与统筹地区医保经办机构签订补充协议后，其为参保人员提供的常见病、慢性病“互联网+”复诊服务可纳入医保基金支付范围。 2) 按照《国家医疗保障局关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》（医保发〔2019〕47 号）规定，落实相关价格和支付政策。定点非公立医疗机构提供的“互联网+”复诊服务，参照定点公立医疗机构的价格和支付政策进行结算。
鼓励定点医药机构提供“不见面”购药服务	1) 落实“长处方”的医保报销政策。 2) 积极推进城乡居民高血压、糖尿病门诊用药保障机制落地。 3) 参保人员凭定点医疗机构在线开具的处方，可以在本医疗机构或定点零售药店配药。 4) 探索推进定点零售药店配药直接结算，按照统筹地区规定的医保政策和标准，分别由个人和医保基金进行结算，助力疫情防控。 5) 鼓励定点医药机构在保障患者用药安全的前提下，创新配送方式，减少人群聚集和交叉感染风险。

资料来源：医保局，中信建投

区域品种双聚焦提升经营质量，围绕处方外流布局新商业模式

战略转向区域聚焦，内生盈利能力向好

战略转向区域聚焦，统采比例提升，SKU 数量下降，推动内生能力向好。截至 2020 年中期，公司营销网络（含加盟业务）已覆盖全国 22 个省级市场、130 多个地级以上城市，是全国规模领先、覆盖面广的药品零售企业之一。2019 年公司明确执行“区域聚焦”战略，目标在 11 个优势市场（市占率排名前三名，包括湖南、湖北、浙江、江苏、安徽、陕西、广西、天津、甘肃、内蒙、河南）将市占率提高到第一的位置，随着区域聚焦战略的执行，公司 SKU 数量持续下降，统采比例全年提升 4pp，在满足患者需求的前提下，进一步提升公司与上游厂家的议价能力，未来内生盈利能力有望进一步提升。

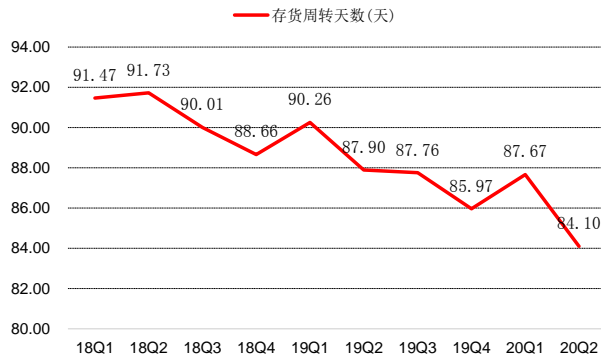
11 个核心省份成长空间较好，长期增长可期：1) **市场规模：**全国平均值单省 137 亿元/年，江苏、河南、浙江、湖南、湖北、安徽共 6 省高于全国平均值，市场空间较大；2) **单店产出：**全国平均 88.75 万元/店/年，江苏、河南、浙江、湖南、湖北、安徽、天津共 7 省单店产出高于全国平均，竞争格局良好；3) **连锁化率：**全国平均为 55%，河南、湖北、安徽、陕西、内蒙古、甘肃、天津共 7 省连锁化率低于平均水平，连锁药店仍有较大发展空间；4) **店均服务人口：**全国平均值为 2926 人/店，目前江苏、河南、浙江、湖南、湖北、安徽、陕西、甘肃、天津共 9 省高于全国平均水平，竞争格局良好。整体来看，通过宏观数据梳理，公司 11 个核心省份中的江苏、河南、浙江、湖南、湖北、安徽、天津等地市场空间较大，竞争相对良好，未来长期增长可期。

图表15：老百姓核心 11 省份药品零售市场梳理

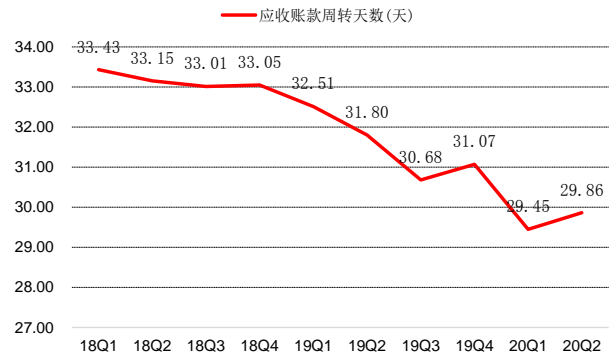
省份	零售市场规模 (亿元)	省份市 场份额	药店门店总 数(家)	平均单店产出 (万元/年)	连锁化率	2019 年店均 服务人口	公司市占率	竞争格局
江苏	320.94	7.54%	27000	118.87	59.26%	2989	10%	益丰、老百姓、全益
河南	243.20	5.71%	26000	93.54	48.14%	3708	2%	高济、张仲景、大参林、老百姓
浙江	217.20	5.10%	18292	118.74	61.79%	3198	3%	瑞人堂、九洲、老百姓
湖南	185.76	4.36%	20395	91.08	59.17%	3392	14%	老百姓、益丰、千金
湖北	160.69	3.77%	11369	141.34	50.68%	5213	3%	天济、益丰、老百姓
安徽	157.44	3.70%	16905	93.13	54.88%	3766	4%	高济、老百姓、丰原
广西	129.77	3.05%	17405	74.56	68.83%	2850	6%	大参林、一心堂、老百姓
陕西	99.80	2.34%	11835	84.33	30.57%	3275	9%	怡康、老百姓、众友系
内蒙古	91.43	2.15%	14115	64.78	54.04%	1800	6%	老百姓、人川、仁和堂
甘肃	54.47	1.28%	8062	67.56	31.99%	3283	14%	众友、老百姓、德生堂
天津	54.31	1.28%	4628	117.35	31.24%	3375	13%	老百姓、瑞澄、海王
全国	4257.94	100%	479780	88.75	55.74%	2926		

资料来源：《中国药店》，中信建投（部分省份门店数量数据根据当地药监局数据整理，与国家局数据口径稍有滞后）

受益区域聚焦战略，SKU 下降，统采比例提升，运营效率提升，内生趋势向好。受益于公司区域聚焦战略及精品商品体系的打造，持续优化商品 SKU 品类和提高统采比例，2019 年，公司经营商品品规下降至 3.8 万余种，同比下降 46%，统采销售占比提升 4 个百分点至 50%，截至 2020 年上半年，公司经营商品品规下降至 3.4 万余种，同比下降 50%，统采销售占比提升 3 个百分点至 53%，在满足患者需求的前提下，进一步提升公司与上游厂家的议价能力。在运营效率上进一步加快周转，存货周转、应收账款周转持续向好，未来内生盈利能力向好。

图表16：老百姓存货周转天数逐步下降


资料来源: Wind, 中信建投

图表17：老百姓应收账款周转天数逐步下降


资料来源: Wind, 中信建投

成立慢病健康管理中心，提升专业药事服务能力，深挖流量价值

成立慢病健康管理中心，提升慢病患者粘性，深挖流量价值。为响应“健康中国”战略，2018年公司正式成立“慢病与健康管理中心”，并全面开展慢病管理关爱日“351”工程，即5个慢病关爱日、5个培训平台、5种检测项目和一套管理考核体系，实现以会员为中心，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。公司重视慢病服务人才的培养，以做好对慢病患者全病程的服务与管理为目标。截至2020年中期，公司执业药师配置率1.1人/店，能为顾客提供专业而精细的服务。另外，公司在3782家门店铺设了慢病自测设备、培养了3589名慢病管理专家。2020年在原来5个关爱日（肝病、高血压与高血脂、糖尿病、痛风、胃肠道疾病）的基础上新增呼吸关爱日和疼痛关爱日，为相应病种患者提供用药指导、健康自测等服务，为顾客的健康长期护航。截至2020年中期，公司慢病服务累计建档360万人、累计服务自测会员人数306万、患教2395场次，对公司来客数及复购率提升明显，2020年Q1公司慢病相关品类同比增长27.1%。

图表18：老百姓慢病管理351工程介绍

5个病种日	5个检测项目	5个培训平台
周一：护肝关爱日	血压	慢病讲师特训营（4天/次/季度）
周二：高血压/高血脂关爱日	血脂	慢病专家培训班（4天/次/季度）
周三：糖尿病关爱日	血糖	微课堂（1次/月）
周四：痛风关爱日	尿酸	员工助手APP（每月>4个课时）
周五：胃肠关爱日	幽门螺旋杆菌	现场检核带教（不定时）

资料来源: 公司路演资料, 中信建投


图表19：老百姓 ZYTO 体检仪器使用说明

免费健康体检

ZYTO仪器英译为：ZYTO Hand Cradle，是一款采用尖端生物采集技术GSP（生物电流反应技术）的高性能仪器，通过中国CFDA认证为一类医疗器械，通过美国FDA（510K）认证为二类医疗器械。整个检测过程只需1-3分钟，无需抽血等侵入型检测方式，只需通过一个手柄扫描设备，即可给到个性化的亚健康综合报告，适用人群包括婴儿和孕妇，检测时不受珠宝首饰、手机等电子设备的影响。

仪器对人体的四大核心、六大生活方式进行亚健康情况评估

1、解毒系统	✓	9、睡眠	✓
2、肠胃系统	✓	10、毒性压力	✓
3、激素/内分泌系统	✓	11、器官腺体评估	✓
4、免疫系统	✓	12、脊柱评估	✓
5、饮食与营养	✓	13、牙齿评估	✓
6、水合作用	✓		
7、炎症	✓		
8、心理/情绪压力	✓		



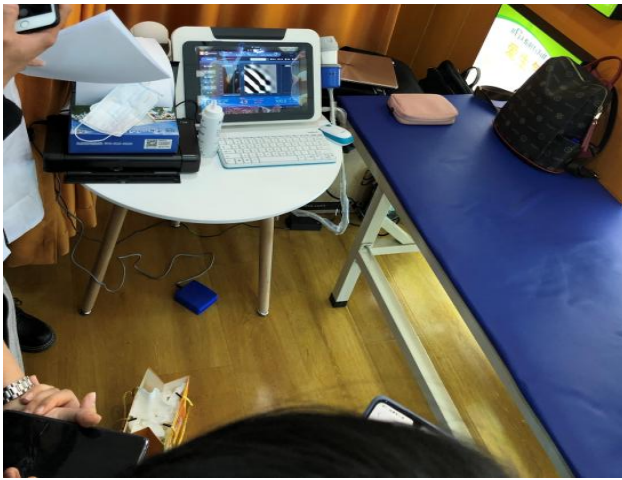
资料来源：老百姓西安北大街旗舰店，中信建投

图表20：老百姓 ZYTO 体检仪器



资料来源：老百姓西安北大街旗舰店，中信建投

图表21：老百姓肝病检测专区



资料来源：老百姓西安北大街旗舰店，中信建投

图表22：老百姓北大街旗舰店中医馆



资料来源：老百姓西安北大街旗舰店，中信建投

非院边旗舰店优化取得阶段性成果，坪效回升拖累业绩因素解除

旗舰店分拆社区店，降本获得良好成长性。因城市去中心化，商圈大店吸客能力下降，公司在 2019 年全面启动大店优化工作，取得良好成果。2019 年公司计划 100 家大店优化项目，截至 2019 年末已取得明显优化成果 60 家，通过“拆大店”的方式将门店搬迁至附近社区获得更好成长性，通过减租、分租等方式营业面积缩减 6100 平米，旗舰店坪效实现大幅回升。同时，通过引入有吸引力的健康体验项目，打造体验式旗舰药店，旗舰店经营效率提升，焕发出新的生机与活力。此外，公司一方面通过慢病管理 351 工程、建立病友群，推广特定病种关爱日，为顾客提供自测服务以及用药指导，吸引客流提高复购率；另一方面，以公司西安北大街旗舰店为例，在门店加设慢病监测区、中医馆、养生茶叶区、保健品区等需要线下体验消费品类，增强客流及粘性。

图表23：老百姓大店拆解模型预测

	拆解前	拆解后
店数	1	4
面积（平方米）	2000	400
员工数	35	16
租金（万元）	250	200
季度销售额（万元）	750	675
季度毛利额（万元）	240	195
季度毛利率	26%	29%
季度利润额（万元）	45	60

资料来源：中信建投

图表24：老百姓日均坪效 19 年以来持续提升

	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
旗舰店	121.3	113.3	119	128	142	149
大店	74.3	73.3	77	74	84	85
中小成店	44.1	41.3	43	39	46	48
平均	63.6	59.5	59.2	53	60	61

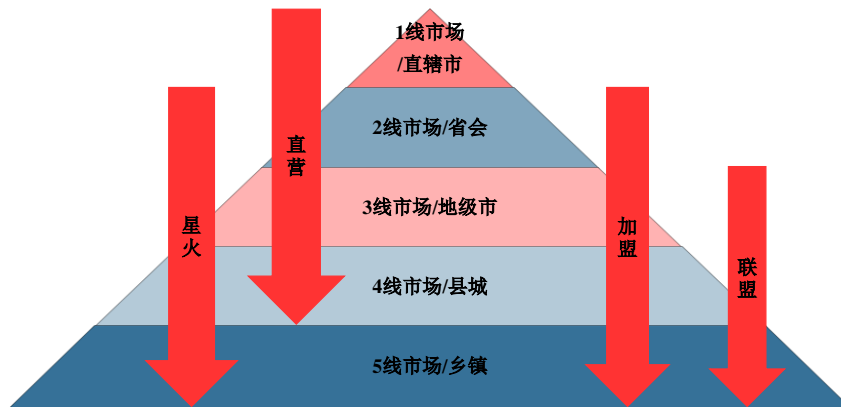
资料来源：公司公告，中信建投（元/平方米）

四驾马车带动公司规模扩张，长期健康增长可期

直营+星火+加盟+联盟，驱动公司规模扩张

四驾马车兼顾横向与纵向扩张，驱动公司立体纵深实现良好规模扩张。公司利用自身网络布局优势，针对中国各级城市及县域乡镇的不同市场特征，构筑“自建+并购+加盟+联盟”的“四驾马车”立体深耕模式，兼顾横向与纵向发展。其中通过自建和并购横向扩张城市市场网络，加盟、联盟业务则以城郊及县域乡镇市场为主实现纵向下沉。内生发展和外延扩展的双引擎驱动，实现老百姓大药房全国连锁网络快速扩张与持续优化，精准提升不同层级的市占率。在分级拓发展模式的基础上，公司制订了未来 5 年各城市发展规划，将重点发展、次重点发展、收缩或退出的市场进行了明确和指标量化。未来，公司线下实体药店的发展将会更加聚焦、更为高效。截至 2020 年中期，公司拥有 5801 家门店，其中直营 4365 家、加盟 1436 家，多年来保持较快门店扩张速度。

图表25：老百姓直营+星火+加盟+联盟扩张模式介绍



资料来源：中信建投

直营：公司坚持“根据地”发展规划，在政策环境较好和有主导地位的城市，加大开店力度，特别关注政府新规划区域和交通枢纽变化，进驻由此新增的人流集中点。同时执行“近医院，进乡镇”的渗透型拓展方针，实行“目标店铺”责任到人的开店考核，以此实现提升市场占有率并具有前瞻性发展的快速拓展。

星火（并购）：2015 年开始，公司通过保留原始创始人部分股权的“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。截至 2020 年中期，公司已通过星火模式并购超 1500 家门店，遍布江苏、甘肃、内蒙、安徽、湖南、山东、山西、湖南 8 个省份。同时，公司拥有强大的整合能力，总部各业务线积极赋能并购门店，形成矩阵式的管理模式。在强化商品结构、降低采购成本、提高资金效率、建立营运标准、优化人才梯队、梳理工作流程等方面快速整合，通过全方位的投后管理使并购项目的营业收入和净利润保持较高增速。

加盟：公司自 2016 年开始，以管理层创业的模式发展老百姓加盟店——老百姓健康药房。截至 2020 年中期，公司加盟业务已遍及 17 个省级市场，成为公司门店网络下沉至县域乡镇市场的重要抓手。公司对加盟店实行统一企业标识、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、统一药学服务标准的“七统一”高标准管理，商品实现 100% 配送。公司加盟业务展现出资产轻、扩张快、净资产收益率高、抗风险能力强等优势。随着加盟商获利再投资，已经形成良好的加盟品牌效应，2020 年上半年实现配送收入 4 亿元，同比提升 74.67%，覆盖药品零售市场份额近 7 亿元。

联盟：公司充分发挥联盟的零售药店管理咨询和商采优势，在现有省份下沉城郊、县域、乡镇市场，为广大区域小型连锁药店及单体药店赋能。联盟模式能够帮助公司继续扩大商采优势，扩大品种规模提升产业链议价能力，提升盈利能力。

图表26：老百姓 2012 年至今门店扩张梳理

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
直营门店总数	545	783	999	1482	1838	2434	3289	3894	4365
加盟店总数	0	0	0	0	0	299	575	1234	1436
门店总数	545	783	999	1482	1838	2733	3864	5128	5801
新增门店数量（自建）	71	107	179	257	193	339	506	466	418
新增门店数量（并购）	0	150	81	286	295	318	413	243	94
关店	23	19	44	59	133	61	64	104	41

资料来源：公司公告，中信建投

自建+并购保障直营门店快速扩张，保障长期业绩增长

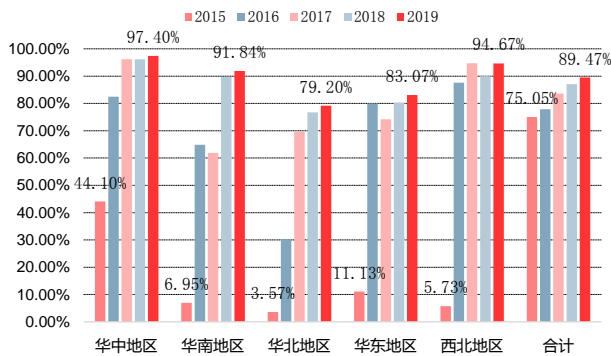
单店盈利能力稳定，直营门店扩张速度维持稳健，长期增长可期。公司 2013-2014 年经营规模较小，未出现快速门店数量扩张单店收入维持高位，2015 年开始加速扩张，单店营业收入围绕在 300 万元左右波动，单店盈利能力基本稳定。医保店占比稳步提升进一步保障盈利能力。门店扩张速度方面，2019 年受严查执业药师政策影响门店扩张速度放缓至 18.4%，2020 年上半年门店扩张速度回升至 18.8%，结构方面自建店为主，全年直营门店数量增长有望突破 900 家，门店扩张速度有望达到 25%左右，恢复至快速扩张轨道，保障长期业绩增长。

图表27：老百姓 2015 年至今直营门店增速保持较快扩张

门店数量	2015	2016	2017	2018	2019	2020H1
华中地区	727	822	886	1,037	1,231	1,487
华南地区	147	165	223	299	343	349
华北地区	134	116	368	421	524	559
华东地区	372	429	577	1052	1252	1370
西北地区	103	306	380	480	544	600
门店合计	1,483	1,838	2,434	3,289	3,894	4,365
门店合计增速	-	23.9%	32.4%	35.1%	18.4%	18.8%
加盟店	0	0	299	575	1234	1436

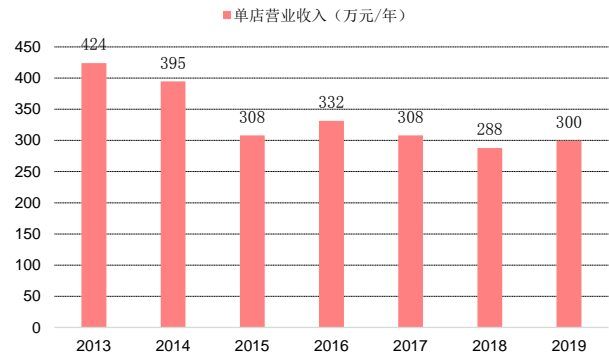
资料来源：公司公告，中信建投

图表28：老百姓 2015-2019 医保店占比逐步提升



资料来源：公司公告，中信建投

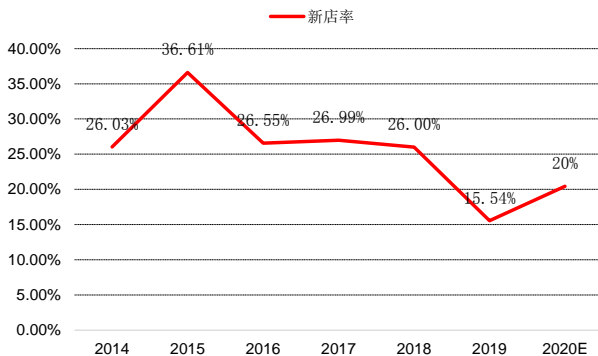
图表29：老百姓单店年收入近年稳定在 300 万元左右



资料来源：公司公告，中信建投

新店率及三年内新店率稳定，长期盈利能力有保障。根据药店门店成长周期来看，一般情况下新店自建后第 2 年可以获得医保资质实现 100%或 100%以上增长，第 3 年一般实现 40%左右增长，第 4 年实现 20%-30%增长，第 5 年实现 10%-20%增长，第 6 年开始增速基本文件在个位数，因此我们认为在连锁药店企业中新店率及三年内次新店率较高的企业盈利能力有保障。公司 2015 年至今新店率基本维持在 20%左右，2019 年主要受严查执业药师政策影响当期门店扩张，预计 2020 年公司自建+并购有望实现 1000 家左右扩张，新店率重回 20%左右理想区间。此外由于门店基数增长较快，新店率略有下降基本正常。在新店自建率方面，公司 2016 年至 2019 年维持稳步上升状态，对长期增长有保障，2020 年有望继续维持在较高水平。

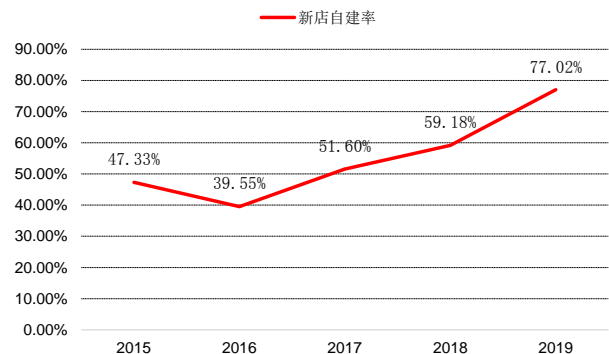
图表30：老百姓 2014 至今新店率基本稳定



资料来源：公司公告，中信建投

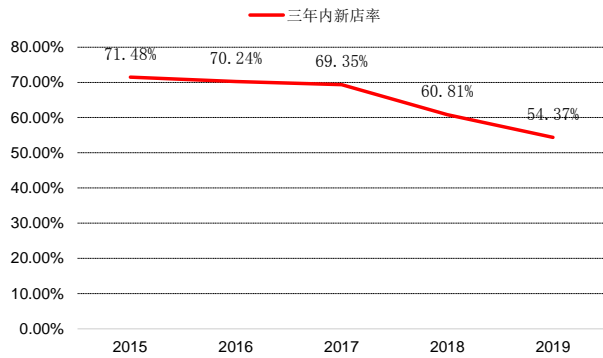
新店率=当年新增门店/期末总门店

图表31：老百姓 2015-2019 年新店自建率稳步提升

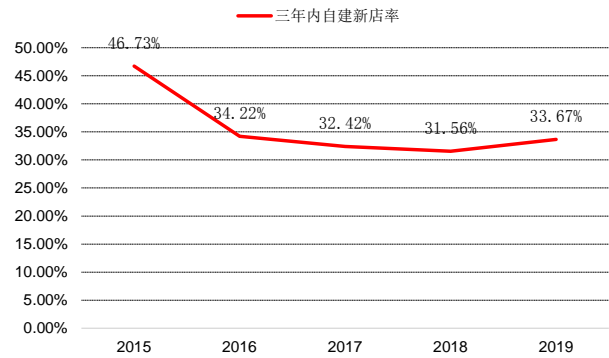


资料来源：公司公告，中信建投

新店自建率=当年自建新店数/当年新店总数

图表32：老百姓 2015-2019 三年内新店率维持在较高水平


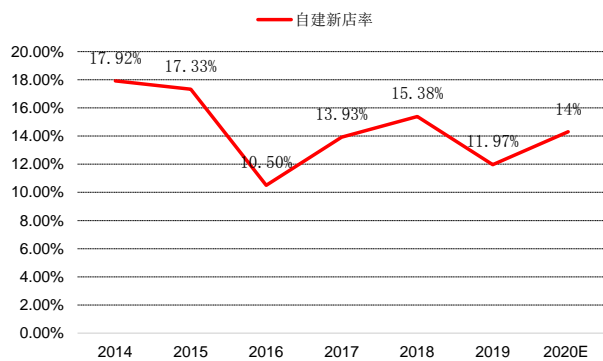
资料来源：公司公告，中信建投

 $三年内新店率 = 3年内净增门店数 / 期末总门店$
图表33：老百姓 2015-2019 年三年内自建新店率维持稳健


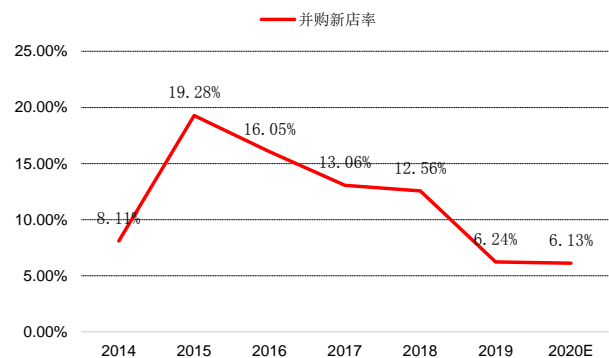
资料来源：公司公告，中信建投

 $三年内自建新店率 = 3年内新增门店数 / 期末总门店$

自建新店率 2020 有望重回理想水平，并购新店率企稳。自建新店率方面随着随着 2020 年自建门店数量增多有望重回理想水平，直营门店建设目前呈现自建为主并购为辅的局面，2020 年并购新店率有望继续维持在 6% 左右水平。

图表34：老百姓 2020 年自建新店率有望重回较高水平


资料来源：公司公告，中信建投

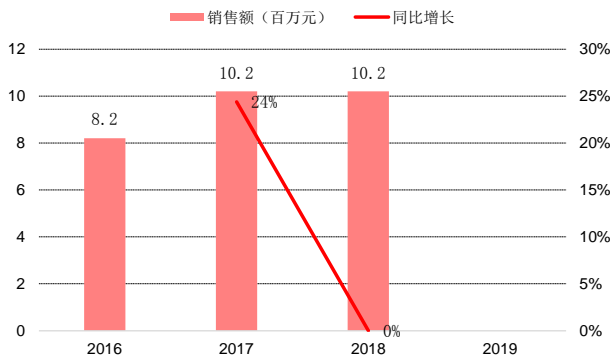
 $自建新店率 = 当年新增自建门店数 / 期末总门店$
图表35：老百姓 2015-2019 并购新店率逐步下降


资料来源：公司公告，中信建投

 $并购新店率 = 当年新增并购门店数 / 期末总门店$

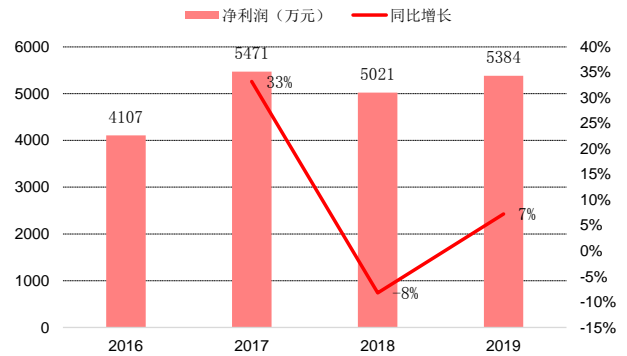
星火模式+强大整合能力保障并购标的实现增长。2015 年开始，公司通过保留原创始人部分股权的“星火”模式控股收购区域龙头，实现跨省扩张和深耕优势市场的同时保留原资产经营人股份，实现共同成长保障业绩增长。公司拥有强大的整合能力，总部各业务线积极赋能并购门店，形成矩阵式的管理模式，在强化商品结构、降低采购成本、提高资金效率、建立营运标准、优化人才梯队、梳理工作流程等方面快速整合，通过全方位的投后管理使并购项目的营业收入和净利润保持较高增速。公司 2016 年收购兰州惠仁堂 65% 股权，兰州惠仁堂 2016 年拥有 143 家门店，至今已发展至 330 余家门店，本次并购不仅完成业绩承诺此外在标的资产快速扩展给的同时依然维持较好业绩增长，星火模式+强大整合能力是保障公司长期健康增长的动力之一。2019 年惠仁堂内部进行管理人员调整，外部遇到保健品销售政策影响依然维持 7% 正向增长，预计未来保持稳健 10% 增长。

图表36： 2016-2019 兰州惠仁堂营收及增速



资料来源：公司官网，中信建投 2019 数据缺失

图表37： 2016-2019 兰州惠仁堂净利润及增速



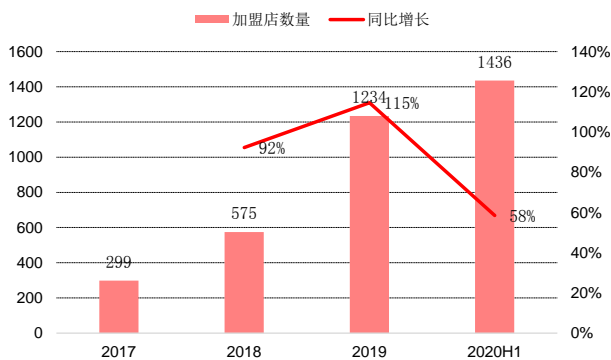
资料来源：公司公告，中信建投

加盟+联盟：轻资产模式迅速实现渠道下沉并扩大规模布局未来

当前时代背景下，加盟店模式能够满足上市公司及加盟商双方诉求，看好长期发展趋势：1) 处方外流逐步探索叠加医药工业集采常态化，长期来看更多的品牌处方药有望进入零售药店渠道，药店渠道处方药占比有望逐步提升，大型连锁药店企业追求快速扩张经营规模并进行渠道下沉布局未来，未来有望更好的与品牌处方药企达成合作实现长期健康发展，轻资产加盟模式能够很好的满足大型连锁药店企业诉求；2) 一方面，药店行业严查执业药师、打击骗保常态化、监管加强推动行业向规范化前行；另一方面，两票制后部分小经销商被整合，部分单体药店面临采购难题，依靠品种规模强大的大型连锁药店企业能够实现健康经营。因此我们认为，当前时代背景下，加盟模式能够满足加盟商与连锁药店的双方诉求，实现共赢。整体来看，加盟和联盟模式是对未来的合理布局，不仅在早期可以迅速做大品种规模提升竞争力，更属于对未来门店扩张的前期孵化。

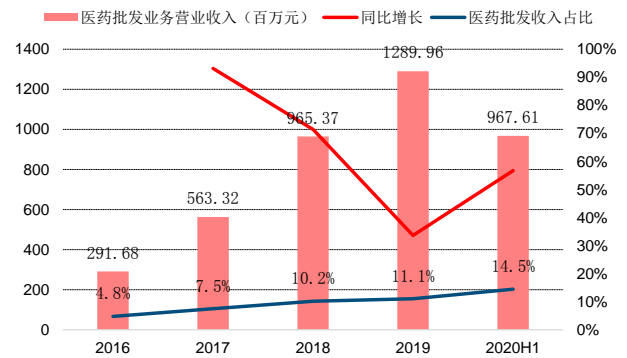
“七统一”高标准管理+100%商品配送+对接 IT 运营系统，实现加盟业务良好经营。截至 20 年中期，公司加盟业务已遍及 17 个省级市场，成为公司门店网络下沉至县城乡镇市场的重要抓手。公司对加盟店：1) 实行统一企业标识、管理制度、计算机系统、人员培训、采购配送、票据管理、药学服务标准的“七统一”高标准管理；2) 商品实现 100%配送；3) 加盟店全面对接公司 IT 运营系统；4) 定期对加盟店开展业务培训严抓经营细节。通过全面严格的业务模式能够实现对加盟店业务的良好经营管控，实现良好发展。

图表38： 老百姓 2017 年至今加盟店数量及增速



资料来源：公司公告，中信建投

图表39： 加盟+联盟业务带动医药批发业务快速增长



资料来源：公司公告，中信建投

推行数字化转型战略，拥抱互联网全面迎接线上线下融合

全面推动数字化转型战略，实现全面数字化的人货场

推动数字化转型战略，实现数字化人货场。公司自 2019 年开始全面推动数字化转型战略，利用信息技术赋能，在数字化门店体验、全渠道业态、私域流量、智能运营等方面深度发展，为线上线下提供完善的健康服务生态体系。

2019 年：公司在 BI 系统、大数据平台、云计算平台、多媒体智能平台、互联网 APP 等 IT 领域持续深耕，通过技术赋能一线，不断提升业务运营效率，依靠云计算能力及互联网相关技术构建优化各类业务系统，形成对老百姓大药房自身业务具有强大支撑能力的信息系统。此外，公司先后上线了数字化供应链系统、处方药慢病管理系统、DTP 管理系统、空间陈列软件、“员工助手”APP、知识库等系统程序，有效提升了业务操作的专业规范性、商品周转率、精细化管理同时也为敏锐感知顾客需求提供了有力支持。

2020 年：公司升级完成的 CRM2.0 系统更聚焦慢病管理体系，为慢病顾客打造一站式的药事管理闭环。通过 CRM2.0 与大数据标签库两翼助力，实现识别会员画像特征智能化，洞察顾客需求精准化；公司 O2O 业务中台成功上线，实现第三方 O2O 平台与线上门店在商品销售、库存、订单管理的无缝对接；2020 年 1 月上线的智能拓展选址系统 LSS 平台，将个体经验系统化、标准化，结合大数据平台分析建模，有效提升开店成功率。

股权变更落地，完善治理结构

战投引进事宜落地，完善治理结构，赋能公司发展。2019 年底公司公告，收到股东泽星投资通知，Leader BVI 与 Sonata Company Limited 于当日签署了《股权转让协议》，Leader BVI 将其持有的泽星投资全部股份转让给 Sonata Company Limited。本次权益变动后，Sonata Company Limited 将通过泽星投资间接持有老百姓 24.78% 的股份。本次权益变动后，Sonata Company Limited 将通过泽星投资间接持有老百姓 7101 万股，占老百姓总股本的比例约为 24.78%，交易金额为 5.57 亿元。Sonata Company Limited 分别由春华资本和方源资本旗下基金各持有 50% 股权。春华资本集团所投项目包括百胜中国、阿里巴巴、蚂蚁金服等领军企业，方源资本是亚洲领先的私募股权投资机构，专注于对行业领军企业的长期投资，其投资人包括部分全球最大的主权财富基金、公共养老基金等机构投资者。

我们认为：1) 本次权益变动，标志着公司历时 2 年的战投引进事宜正式落地，进一步改善了公司治理结构，未来将进一步聚焦公司经营，迈入全新发展阶段；2) 春华资本及方源资本所投项目包括阿里巴巴、蚂蚁金服、美团、京东、快手、字节跳动等互联网科技头部企业，未来有望在药品新零售领域为公司对接资源，赋能公司数字化转型。

牵手腾讯，赋能新零售助力长期发展

牵手腾讯赋能新零售，保障长期健康发展。近期公司与林芝腾讯达成战略合作，林芝腾讯是深圳市腾讯产业投资基金有限公司的下属企业，在互联网领域拥有领先的技术和平台优势。腾讯将与公司在智慧零售、云计算、云服务等领域建立全面、深入的战略合作关系，赋能新零售。

微信搜一搜导流，初步实现互联网巨头线上平台导流。公司管理团队已与腾讯相关团队全面对接，并迅速

打开微信搜一搜接口，实现微信流量对老百姓小程序的导流，可实现平均 30 分钟药品送达的效果，未来更多的运营管理提效及经营层面流量融合值得期待。

图表40： 微信搜一搜“购药”关键字呈现老百姓小程序



资料来源：微信，中信建投

图表41： 老百姓线上购药小程序平均 30 分钟送达



资料来源：微信，中信建投

建立长效激励机制，保障长远健康发展

发布限制性股票激励计划，长期健康发展有保障。2019 年 3 月 11 日晚，公司发布 2019 年限制性股票激励计划（草案）。本次公司限制性股票激励计划拟对高级管理及核心技术（业务）人员共 208 人授予限制性股票总量 181.82 万股，约占激励计划公告时公司股本总额的 0.64%，其中首次授予 165.44 万股，占公司总股本的 0.58%；预留 16 万股，占公司总股本的 0.06%，授予价格为 30.12 元/股。同时设立公司业绩考核指标及个人绩效考核指标，在公司业绩考核指标方面，以 2018 年净利润为基数，2019-2021 年净利润增长分别不低于 20%、45%、70%（同比增速分别为 20%、21%、17%）；个人绩效考核指标方面，年度考核完成率≥100%则为合格，否则不合格，考核周期每年一次。

我们认为，本次公司的限制性股票激励计划能够建立起长效激励机制：1）充分调动公司核心管理团队和核心业务（技术）骨干的积极性，有效的将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，确保公司长期健康发展；2）本次业绩考核既有公司层面业绩考核也有个人绩效完成率考核，考核方案合理有效，能够充分调动授予对象积极性。结合公司经营情况，完成业绩考核压力不大；3）本次授予限制性股票的成本总额为 5551 万元，在授予日后分 36 个月摊销，第一年摊销费用最高为 3608 万元，每年摊销费用对公司业绩影响有限。

图表42： 老百姓 2019 年限制性股票激励计划概览

激励方式	限制性股票
股份来源	定向发行
权益数量	共计 181.82 万股，占公司总股本的 0.64%；首次授予 165.44 万股，占公司总股本的 0.58%；预留 16 万股，占公司总股本的 0.06%
授予对象	共计 208 人。高级管理人员 7 人；核心业务（技术）人员 201 人
授予价格	30.12 元/股
公司业绩考核指标	以 2018 年净利润为基数，2019-2021 年净利润增长分别不低于 20%、45%、70%（同比增速分别为 20%、21%、17%）
个人绩效考核要求	年度考核完成率 \geq 100%，合格；100% $>$ 年度考核完成率 \geq 90%，一般；90% $>$ 年度考核完成率，不合格；
限售期	首次授予的限制性股票限售期为自首次授予的限制性股票授予登记完成之日起 12 个月、24 个月、36 个月；预留限制性股票限售期为自预留授予的限制性股票授予登记完成之日起 24 个月、36 个月、48 个月
解除限售安排	首次授予股份以 12 个月为间隔分 3 期解锁，解锁比例分别为 40%、30%、30%；预 16 万股以 12 个月为间隔分 3 期解锁，解锁比例分别为 40%、30%、30%
费用摊销	本次授予限制性股票的成本总额为 5551 万元，在授予日后分 36 个月摊销，每年摊销费用分别为 3608 万元、1388 万元和 551 万元

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2020 - 2022 年实现营业收入分别为 145.50 亿元、181.08 亿元和 225.40 亿元，分别同比增长 24.8%、24.5%和 24.5%，归母净利润分别为 6.32 亿元、7.84 亿元和 9.73 亿元，分别同比增长 24.2%、24.1%和 24.1%，折合 EPS 分别为 2.20 元/股、2.74 元/股和 3.39 元/股，对应 PE 为 46.4X、37.4X 和 30.1X，维持买入评级。

图表43：老百姓盈利预测

	2019	2020E	增长率	2021E	增长率	2022E	增长率
利润表（百万元）							
营业收入	11,663.2	14,549.8	24.8%	18,108.7	24.5%	22,539.9	24.5%
营业成本	7,745.5	9,675.6	24.9%	12,042.3	24.5%	14,989.0	24.5%
营业税金及附加	48.1	83.4	73.2%	96.6	15.9%	114.1	18.1%
营业费用	2,514.2	3,058.4	21.6%	3,851.7	25.9%	4,830.3	25.4%
管理费用	554.8	696.9	25.6%	869.2	24.7%	1,081.9	24.5%
财务费用	66.6	113.7	70.6%	94.2	-17.1%	88.6	-6.0%
资产减值损失	-5.8	6.4	-211.3%	3.4	-46.2%	1.4	-60.4%
公允价值变动收益	-	-8.7		1.5	-116.7%	1.9	33.3%
投资净收益	4.9	1.7	-65.7%	2.2	33.3%	2.9	31.3%
营业利润	765.1	908.4	18.7%	1,154.9	27.1%	1,439.4	24.6%
营业外收入	10.9	13.7	25.4%	12.9	-5.3%	12.5	-3.4%
营业外支出	5.6	7.8	40.5%	6.7	-13.9%	6.7	-0.4%
利润总额	770.4	914.2	18.7%	1,161.1	27.0%	1,445.2	24.5%
所得税	155.4	192.0	23.5%	243.8	27.0%	303.5	24.5%
净利润	615.0	722.2	17.4%	917.2	27.0%	1,141.7	24.5%
少数股东损益	106.3	90.3	-15.0%	132.9	47.1%	168.5	26.8%
归属母公司净利润	508.7	631.9	24.2%	784.3	24.1%	973.2	24.1%
EBITDA	906.2	1,095.0	20.8%	1,322.1	20.7%	1,601.0	21.1%
EPS（摊薄）	1.74	2.20	26.5%	2.74	24.1%	3.39	24.1%
资产负债表（百万元）							
流动资产	5,075.8	6,406.1	26.2%	7,375.8	15.1%	9,554.5	29.5%
现金	1,385.9	1,164.0	-16.0%	1,735.6	49.1%	1,803.2	3.9%
应收账款	1,135.2	1,594.7	40.5%	1,749.4	9.7%	2,384.9	36.3%
其它应收款	-	16.5		2.1	-87.3%	18.1	769.7%
预付账款	419.9	688.8	64.0%	661.8	-3.9%	976.5	47.6%
存货	1,988.1	2,807.8	41.2%	3,076.1	9.6%	4,227.9	37.4%
其他	146.6	134.3	-8.4%	150.8	12.3%	143.9	-4.6%
非流动资产	4,848.5	4,769.6	-1.6%	4,637.8	-2.8%	4,386.2	-5.4%
长期投资	37.4	37.4	0.0%	37.4	0.0%	37.4	0.0%
固定资产	902.1	850.5	-5.7%	799.0	-6.1%	747.4	-6.5%
无形资产	433.8	412.3	-4.9%	390.9	-5.2%	369.5	-5.5%

	2019	2020E	增长率	2021E	增长率	2022E	增长率
其他	3,475.2	3,469.3	-0.2%	3,410.6	-1.7%	3,231.9	-5.2%
资产总计	9,924.3	11,175.7	12.6%	12,013.6	7.5%	13,940.7	16.0%
流动负债	5,347.9	5,862.8	9.6%	6,748.3	15.1%	7,381.0	9.4%
短期借款	1,077.8	1,363.8	26.5%	-	-100.0%	496.2	
应付账款	1,285.9	1,880.9	46.3%	1,960.6	4.2%	2,805.7	43.1%
其他	2,984.3	2,618.1	-12.3%	4,787.7	82.9%	4,079.1	-14.8%
非流动负债	701.6	982.3	40.0%	276.0	-71.9%	774.5	180.6%
长期借款	379.5	562.3	48.2%	-	-100.0%	435.1	
其他	322.1	420.0	30.4%	276.0	-34.3%	339.4	23.0%
负债合计	6,049.6	6,845.0	13.1%	7,024.3	2.6%	8,155.5	16.1%
少数股东权益	387.6	473.4	22.1%	604.1	27.6%	768.9	27.3%
归属母公司股东权益	3,874.7	4,330.7	11.8%	4,989.4	15.2%	5,785.2	16.0%
负债和股东权益	9,924.3	11,175.7	12.6%	12,013.6	7.5%	13,940.7	16.0%
现金流量表（百万元）							
经营活动现金流	1,032.5	-587.4	-156.9%	2,905.5	-594.6%	-378.8	-113.0%
净利润	615.0	631.9	2.7%	784.3	24.1%	973.2	24.1%
折旧摊销	197.4	73.0	-63.0%	73.0	0.0%	73.0	0.0%
财务费用	57.9	113.7	96.1%	94.2	-17.1%	88.6	-6.0%
投资损失	-4.9	-1.7	-65.7%	-2.2	33.3%	-2.9	31.3%
营运资金变动	-24.4	-1,485.9	5988.5%	1,821.8	-222.6%	-1,681.1	-192.3%
其它	191.5	81.6	-57.4%	134.4	64.7%	170.5	26.9%
投资活动现金流	-837.6	-0.1	-100.0%	-9.4	9152.2%	11.2	-220.0%
资本支出	66.0	-22.0	-133.3%	-7.3	-66.7%	12.2	-266.7%
长期投资	-371.7	-	-100.0%	-	-	-	
其他	-531.8	21.9	-104.1%	-2.0	-109.2%	-1.0	-50.7%
筹资活动现金流	-95.8	365.6	-481.7%	-2,324.6	-735.9%	435.1	-118.7%
短期借款	261.5	286.0	9.4%	-1,363.8	-576.9%	496.2	-136.4%
长期借款	295.8	182.8	-38.2%	-562.3	-407.6%	435.1	-177.4%
其他	-653.0	-103.2	-84.2%	-398.5	286.2%	-496.2	24.5%
现金净增加额	99.2	-222.0	-323.7%	571.6	-357.5%	67.6	-88.2%

资料来源: Wind, 中信建投

风险分析

行业政策变动风险；市场竞争加剧；规模扩张进度不达预期；并购门店整合不达预期；商誉减值计提；

分析师介绍

贺菊颖：医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年医药行业研究经验。2012-2013 年新财富医药行业第 6 名和第 3 名；2007-2011 年，新财富医药行业第 4、2、5、2 名（团队），负责整体投资方向判断。

刘若飞：北京大学生物技术硕士。2017 年加入中信建投证券研究发展部，主要覆盖疫苗、药店及中药细分领域。勤奋、专注，打造差异化研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B
 座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:杨洁
 邮箱: yangjie@csc.com.cn

上海
 浦东新区浦东南路528号上海
 证券大厦北塔22楼2201室
 电话:(8621) 6882-1612
 联系人:翁起帆
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务
 中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:陈培楷
 邮箱: chenpeikai@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱: charleneliu@csci.hk