

## 老百姓 (603883.SH)

2021年12月13日

## 拟收购怀仁大健康 650 余家门店，夯实湖南大本营话语权

投资评级：买入（维持）

——公司信息更新报告

日期	2021/12/13
当前股价(元)	45.91
一年最高最低(元)	83.26/41.50
总市值(亿元)	187.77
流通市值(亿元)	187.31
总股本(亿股)	4.09
流通股本(亿股)	4.08
近3个月换手率(%)	44.15

蔡明子 (分析师)	古意涵 (联系人)
caimingzi@kysec.cn	guyihan@kysec.cn
证书编号: S0790520070001	证书编号: S0790121020007

### ● 增厚公司业绩拟收购湘西最具影响力药房之一，夯实湖南大本营话语权

12月10日，公司公告称：老百姓与湖南怀仁大健康产业发展股份有限公司签署合作协议，拟以支付现金方式购买重组后怀仁大健康 46%-72%的股权。怀仁大健康在湖南及贵州共拥有 650 余家自营药店，将有效填补老百姓在大湘西区域的市场，夯实湖南大本营话语权，本次交易完成后，老百姓在湖南省 14 个地州市中将实现 7 个门店数量排名第 1，湖南省门店数有望超过 2700 家（含加盟），成为湖南省域门店数第一的连锁药房企业。考虑疫情影响门店运营，我们下调 2021-2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润由 6.96、8.90、11.24 亿元调整为 6.84、8.56、10.55 亿元，对应 EPS 分别为 1.67/2.09/2.58 元/股，当前股价对应 PE 分别为 27.4/21.9/17.8 倍，老百姓门店扩张进展顺利，精细化管理能力、整合能力强，盈利能力处于提升期，维持“买入”评级。

### ● 自建+并购并重，加盟模式快速推进，拟定增进一步加速扩张步伐

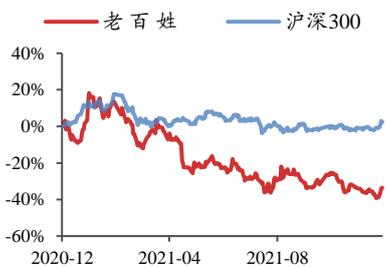
截至 2021Q3 公司门店数达到 8163 家，其中直营门店 6055 家、加盟门店 2108 家。公司 2021 前三季度新增门店 1866 家，其中直营门店 1259 家（自建门店 724 家，资产性并购 143 家，股权并购 392 家），加盟门店 607 家，门店稳健扩张。持续推进星火模式：截至 2021Q3，公司通过星火模式并购超 2400 家门店（较 2021H1 新增 300 家左右），遍布江苏、甘肃、内蒙等 9 个省份。拟定增进一步加速扩张步伐：7月8日，公司收到证监会对定增预案的批复，该预案于6月21日申请获得证监会通过，此次定增拟募集资金总额不超过 17.40 亿元，用于新建药店、补充流动资金等，预计能够进一步加速公司扩张以及提升经营质量。

### ● 全方位提升公司经营能力，打造“老百姓”品牌

公司通过大力培养药事专业人才、不断提升承接处方外流能力、积极发展线上业务、加强会员管理等措施全方位提升经营能力，助力发展可持续。

● **风险提示：** 门店扩张速度和后期整合、盈利水平低于预期。

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《公司信息更新报告-Q3 收入稳健增长，扩张加速，新零售高速发展》- 2021.11.1

《公司信息更新报告-Q2 业绩加速增长超预期，星火模式持续推进》- 2021.8.18

《公司信息更新报告-拟收购江苏 3 家药房剩余股权，星火模式持续推进》- 2021.7.18

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,663	13,967	15,782	19,570	23,484
YOY(%)	23.1	19.8	13.0	24.0	20.0
归母净利润(百万元)	509	621	684	856	1,055
YOY(%)	16.9	22.1	10.1	25.2	23.4
毛利率(%)	33.6	32.1	33.4	33.5	33.6
净利率(%)	4.4	4.4	4.3	4.4	4.5
ROE(%)	15.9	15.9	15.2	16.0	16.5
EPS(摊薄/元)	1.24	1.52	1.67	2.09	2.58
P/E(倍)	36.9	30.2	27.4	21.9	17.8
P/B(倍)	5.5	4.4	3.9	3.3	2.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 拟收购湘西最具影响力药房之一，夯实湖南大本营话语权.....	3
2、 直营、星火、加盟、联盟“四驾马车”深耕下沉市场 .....	3
3、 全方位提升公司经营能力，打造“老百姓”品牌 .....	3
4、 盈利预测与投资建议 .....	4
5、 风险提示 .....	4
附： 财务预测摘要 .....	5

## 图表目录

表 1： 老百姓盈利预测 .....	4
--------------------	---

## 1、拟收购湘西最具影响力药房之一，夯实湖南大本营话语权

12月10日，公司公告称：老百姓与湖南怀仁大健康产业发展股份有限公司签署合作协议，拟以支付现金方式购买重组后怀仁大健康46%-72%的股权。怀仁大健康在湖南及贵州共拥有650余家自营药店，将有效填补老百姓在大湘西区域的市场，夯实湖南大本营话语权。

怀仁大健康立足湖南，凭借对怀化、邵阳、湘西土家族苗族自治州、张家界等湖南大湘西区域医药市场、顾客需求、消费习惯、专业服务的深刻认识，历经二十多年的深耕细作，逐步在大湘西地区建立了合理的业务布局，并拓展至周边贵州区域。怀仁大健康在湖南及贵州共拥有650余家自营药店，根据企查查数据，在怀化市（300余家）、邵阳市（150余家）、湘西自治州（100余家）的门店数名列第一，老百姓湖南门店主要布局在长沙、郴州、衡阳、娄底、湘潭、株洲等湘东、湘南和湘中区域，怀仁大健康门店将有效填补公司在湘西区域的市场，区域市场份额和竞争优势得以显著提升。交易完成后公司将实现对怀仁大健康的控股。最终收购股权比例、交易对方及交易价格由交易各方协商确定。

**投资意义：**第一，本次收购将实现公司对湖南省主要区域的全方位覆盖，填补老百姓在相对空白的湘西市场，进一步扩大竞争优势；第二，夯实公司湖南大本营话语权，本次交易完成后，老百姓在湖南省14个地州市中将实现7个门店数量排名第1，本次交易完成后老百姓湖南省门店数有望超过2700家（含加盟），成为湖南省域门店数第一的连锁药房企业；第三，有助于提升公司规模经济效应、成本协同效应，加强对上游供应商的议价能力，降低产品采购成本提升整体盈利能力。

## 2、直营、星火、加盟、联盟“四驾马车”深耕下沉市场

截至2021Q3公司门店数达到8163家，其中直营门店6055家、加盟门店2108家。公司2021前三季度新增门店1866家，其中直营门店1259家（自建门店724家，资产性并购143家，股权并购392家），加盟门店607家，门店稳健扩张。

**持续推进星火模式。**截至2021Q3，公司通过星火模式并购超2400家门店（较2021H1新增300家左右），遍布江苏、甘肃、内蒙等9个省份。7月16日，公司公告称拟支付现金2.1亿元，收购华康大药房、江苏百佳惠、泰州隆泰源药房剩余股权，此次收购有利于公司优化治理结构，提升决策效率，进一步完善网点布局。2021年8月，公司拟以自有资金14.28亿元收购河北华佗药房51%的股权，其年销售规模约17亿元，门店715家，此次收购是公司“星火”模式取得的硕果，有利于让公司在行业整合的发展大趋势中占得先机。

**拟定增进一步加速扩张步伐。**7月8日，公司收到证监会对定增预案的批复，该预案于6月21日申请获得证监会通过，此次定增拟募集资金总额不超过17.40亿元，用于新建药店、补充流动资金等，预计能够进一步加速公司扩张以及提升经营质量。

## 3、全方位提升公司经营能力，打造“老百姓”品牌

（1）培养药事专业人才：截至2021Q3，公司已培养了5,163名慢病管理专家，在全国5,016家门店铺设了血糖、血压、心率、尿酸、血脂等慢病自测蓝牙智能设备，慢病服务累计建档855.07万人、累计服务自测2,563.7万人次、累计回访1,493万人次，举行线上线下患教9,025场次、创建社群8000多个，入群人数近50万。

(2) 不断提升承接处方外流能力: 截至 2021Q3, 公司直营门店中医保门店占比 87.37%, 院边店占比 10%, DTP 药房 145 家, 特殊门诊 425 个。公司 DTP 药房中具有双通道资格的门店达 93 家, 与非双通道 DTP 门店相比, 店均销售额提升超过 2 倍、特药销售额提升超过 4 倍。

(3) 线上业务保持高速增长: 广布局、店距合理、统一品牌的优势使公司更好地承接线上业务发展, 更适应未来互联网医疗的发展趋势。2021 年前三季度, 公司线上渠道实现销售额 5 亿元, 同比增长 160%。截至 2021Q3, 公司 O2O 外卖服务门店达到 6,356 家, 24 小时门店增至 469 家。

(4) 加强会员管理: 在腾讯互联网基因的加持下, 公司进行 5000 多万会员数据的梳理和整合, 立足微信生态, 建立线上线下打通的会员唯一识别码, 为会员营销提供数据支撑, 同时依托企业微信助力智慧药店的私域沉淀, 开启社群渠道。2021Q3 公司会员总数已达到 5,913 万, 三季度新增会员数 197 万, 三季度活跃会员数 941 万。

(5) 发展自有品牌打造商品竞争优势: 截至 2021Q3, 公司经营商品品规 2.9 万余种 (-6.4%); 自有品牌产品已超过 600 个, 前三季度销售额达到 13.7 亿元, 同比增长 75%, 毛利额同比增长 82%。三季度公司自有品牌销售占比超过 16.8%, 较 2020 年同期增加 8 个百分点。

#### 4、盈利预测与投资建议

考虑疫情影响门店运营, 我们下调 2021-2023 年盈利预测, 预计 2021-2023 年归母净利润由 6.96、8.90、11.24 亿元调整为 6.84、8.56、10.55 亿元, 对应 EPS 分别为 1.67/2.09/2.58 元/股, 当前股价对应 PE 分别为 27.4/21.9/17.8 倍, 老百姓门店扩张进展顺利, 精细化管理能力、整合能力强, 盈利能力处于提升期, 维持“买入”评级。

表1: 老百姓盈利预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11,663	13,967	15,782	19,570	23,484
YOY(%)	23.1	19.8	13.0	24.0	20.0
归母净利润(百万元)	509	621	684	856	1,055
YOY(%)	16.9	22.1	10.1	25.2	23.4
毛利率(%)	33.6	32.1	33.4	33.5	33.6
净利率(%)	4.4	4.4	4.3	4.4	4.5
ROE(%)	15.9	15.9	15.2	16.0	16.5
EPS(摊薄/元)	1.24	1.52	1.67	2.09	2.58
P/E(倍)	36.9	30.2	27.4	21.9	17.8
P/B(倍)	5.5	4.4	3.9	3.3	2.8

数据来源: 聚源、开源证券研究所

#### 5、风险提示

门店扩张速度和后期整合、盈利水平低于预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	5076	5635	6074	9850	10448
现金	1386	1372	822	3643	3118
应收票据及应收账款	1073	1150	1610	1767	2218
其他应收款	62	81	99	117	139
预付账款	420	428	683	658	903
存货	1988	2387	2721	3513	3906
其他流动资产	147	217	139	152	164
<b>非流动资产</b>	4848	5649	4805	5147	5295
长期投资	37	64	80	100	124
固定资产	902	1000	1016	1141	1271
无形资产	435	433	474	513	541
其他非流动资产	3474	4153	3235	3392	3358
<b>资产总计</b>	9924	11284	10880	14997	15743
<b>流动负债</b>	5348	6291	5351	8409	7894
短期借款	1078	1158	807	965	1002
应付票据及应付账款	3266	4109	3224	6195	5254
其他流动负债	1004	1024	1320	1249	1637
<b>非流动负债</b>	702	187	32	43	14
长期借款	649	118	-33	-25	-50
其他非流动负债	53	69	65	68	64
<b>负债合计</b>	6050	6479	5384	8452	7908
少数股东权益	388	515	666	858	1093
股本	287	409	409	409	409
资本公积	1372	1587	1587	1587	1587
留存收益	1825	2324	2964	3769	4760
<b>归属母公司股东权益</b>	3487	4290	4830	5686	6741
负债和股东权益	9924	11284	10880	14997	15743

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	1033	1447	-412	3325	-23
净利润	615	764	834	1048	1290
折旧摊销	197	245	311	357	411
财务费用	67	63	28	-14	-43
投资损失	-5	-8	-5	-6	-6
营运资金变动	150	378	-1590	1939	-1674
其他经营现金流	8	6	10	1	-1
<b>投资活动现金流</b>	-838	-1010	542	-693	-555
资本支出	426	394	-679	240	128
长期投资	-62	-117	-16	-22	-24
其他投资现金流	-473	-733	-153	-475	-452
<b>筹资活动现金流</b>	-96	-495	-681	189	53
短期借款	261	80	-352	158	37
长期借款	565	-531	-151	8	-25
普通股增加	2	122	0	0	0
资本公积增加	74	214	0	0	0
其他筹资现金流	-998	-381	-179	23	41
<b>现金净增加额</b>	99	-58	-550	2821	-525

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	11663	13967	15782	19570	23484
营业成本	7746	9489	10507	13014	15593
营业税金及附加	48	44	79	98	117
营业费用	2514	2837	3450	4296	5155
管理费用	555	658	731	939	1127
研发费用	1	0	2	2	2
财务费用	67	63	28	-14	-43
资产减值损失	-6	-5	1	-5	-5
其他收益	39	102	54	65	74
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	8	5	6	6
资产处置收益	-1	-1	0	0	0
<b>营业利润</b>	765	960	1044	1312	1617
营业外收入	11	13	13	12	13
营业外支出	6	16	9	10	12
<b>利润总额</b>	770	957	1047	1314	1617
所得税	155	192	213	266	327
<b>净利润</b>	615	764	834	1048	1290
少数股东损益	106	143	150	193	235
<b>归母净利润</b>	509	621	684	856	1055
EBITDA	1034	1239	1386	1657	1985
EPS(元)	1.24	1.52	1.67	2.09	2.58

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	23.1	19.8	13.0	24.0	20.0
营业利润(%)	21.7	25.4	8.8	25.7	23.2
归属于母公司净利润(%)	16.9	22.1	10.1	25.2	23.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	33.6	32.1	33.4	33.5	33.6
净利率(%)	4.4	4.4	4.3	4.4	4.5
ROE(%)	15.9	15.9	15.2	16.0	16.5
ROIC(%)	12.5	14.1	15.1	15.5	16.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	61.0	57.4	49.5	56.4	50.2
净负债比率(%)	12.5	-0.6	0.2	-40.3	-26.8
流动比率	0.9	0.9	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.7	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.3	1.3	1.4	1.5	1.5
应收账款周转率	11.6	12.6	11.4	11.6	11.8
应付账款周转率	2.7	2.6	2.9	2.8	2.7
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.24	1.52	1.67	2.09	2.58
每股经营现金流(最新摊薄)	2.53	3.54	-1.01	8.14	-0.06
每股净资产(最新摊薄)	8.39	10.50	11.82	13.91	16.50
<b>估值比率</b>					
P/E	36.9	30.2	27.4	21.9	17.8
P/B	5.5	4.4	3.9	3.3	2.8
EV/EBITDA	19.0	15.5	14.0	10.2	8.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn