开源证券

老百姓（603883.SH）

2022 年 02 月 12 日

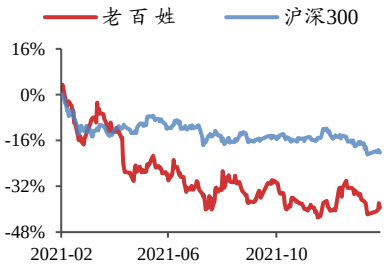
定增落地全面优化公司业务运营，助力可持续发展

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2022/2/11
当前股价(元)	44.21
一年最高最低(元)	80.00/41.50
总市值(亿元)	198.33
流通市值(亿元)	180.39
总股本(亿股)	4.49
流通股本(亿股)	4.08
近 3 个月换手率(%)	46.6

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-拟收购怀仁大健康 650 余家门店，夯实湖南大本营话语权》-2021.12.13

《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

蔡明子（分析师）
caimingzi@kysec.cn
证书编号：S0790520070001

龙永茂（联系人）
longyongmao@kysec.cn
证书编号：S0790121070011

● 定增有望全面提升公司综合竞争力

2 月 11 日，公司公告发布定增发行情况报告书：实际募集资金净额 17.25 亿元（扣除发行费用），总计发行 3992.782 万股，发行价 43.59 元/股，发行对象 20 名。本次定增预计能够进一步提升公司的门店数量、门店经营质量，符合公司的整体发展战略和经营目标，有利于公司的持续、稳定、健康发展。考虑到 2021 年三、四季度局部地区疫情影响药店经营，我们下调对公司的盈利预测，2021-2023 年归母净利润预计由 6.96/8.90/11.24 亿元调整为 6.84/8.68/10.96 亿元，对应 EPS 分别为 1.67/2.12/2.2.68 元/股，当前股价对应 PE 分别为 26.4/20.8/16.5 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。

● 拟新建连锁药店 1680 家，加快推进星火模式，加速连锁门店布局

根据定增预案，公司拟在湖南省、江苏省、内蒙古自治区、广西壮族自治区、陕西省、安徽省、浙江省、天津市、湖北省、河南省、河北省、上海市、山东省、山西省、甘肃省共 15 个省市合计新建连锁药店 1,680 家。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。公司持续推进“星火”模式，有利于让公司在行业整合的发展大趋势中占得先机。

● 拟开展数字化平台建设等项目提升运营能力，拟补充流动资金优化资本结构

公司拟在江苏省南京市江宁空港经济开发区建设综合楼及物流分拣中心，项目总投资额 3.11 亿元，该物流体系预计能够有效地减少企业物流支出，提高公司的效益；公司拟建设数字化智能引擎平台、数字化应用服务平台、数字化聚合服务平台和企业数字化平台等 4 个子项目，项目总投资额 3.66 亿元，该项目有利于优化业务流程，从而降低管理成本，提高企业的竞争力；公司拟使用募集资金 5.22 亿元补充流动资金，此次补充流动资金预计能够优化公司资本结构，降低财务风险，提高偿债能力、后续融资能力和抗风险能力。

● 风险提示： 门店扩张速度和后期整合、盈利水平低于预期。

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	15,363	19,051	22,861
YOY(%)	23.1	19.8	10.0	24.0	20.0
归母净利润(百万元)	509	621	684	868	1,096
YOY(%)	16.9	22.1	10.2	26.8	26.3
毛利率(%)	33.6	32.1	33.4	33.6	33.8
净利率(%)	4.4	4.4	4.5	4.6	4.8
ROE(%)	15.9	15.9	15.2	16.2	17.0
EPS(摊薄/元)	1.24	1.52	1.67	2.12	2.68
P/E(倍)	35.5	29.1	26.4	20.8	16.5
P/B(倍)	5.3	4.2	3.7	3.2	2.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

目　录

1、 定增有望全面提升公司综合竞争力 3
2、 拟新建连锁药店 1680 家，加快推进星火模式，加速连锁门店布局 3
3、 拟开展物流分拣加工项目、数字化平台建设项目提升运营能力，拟补充流动资金优化资本结构 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、 定增有望全面提升公司综合竞争力

2 月 11 日，公司公告发布定增发行情况报告书：实际募集资金净额 17.25 亿元（扣除发行费用），总计发行 3992.782 万股，发行价 43.59 元/股，发行对象 20 名。募集资金用于新建连锁药店项目、华东医药产品分拣加工项目、企业数字化平台及新零售建设项目、补充流动资金。

本次定增发行对象总计 20 名，发行完成后实控人谢子龙、陈秀兰夫妇直接+间接持股比例从 32.90%下降至 29.98%，仍为公司实控人；限售期为 6 个月。

本次拟定增预计能够进一步提升公司的门店数量、门店经营质量，符合公司的整体发展战略和经营目标，有助于公司不断扩大经营规模、提升盈利水平；预计公司资金实力将得到加强，使得公司能够拥有更充足的营运资金用于主业经营和拓展，从而有利于公司的持续、稳定、健康发展。

2、 拟新建连锁药店 1680 家，加快推进星火模式，加速连锁门店布局

根据定增草案，公司拟在湖南省、江苏省、内蒙古自治区、广西壮族自治区、陕西省、安徽省、浙江省、天津市、湖北省、河南省、河北省、上海市、山东省、山西省、甘肃省共 15 个省市合计新建连锁药店 1,680 家。项目建设期拟定三年，预计 2021 年 5 月开始，预计 2024 年 4 月底建成投产运行，项目总投资额 13.44 亿元，其中拟使用本次定增筹集资金 5.73 亿元，剩余 7.71 亿元通过自有资金或其他融资方式筹集。该项目计划采取边开店、边运营的方式。

截至 2021Q3，公司已成功开发 22 个省级市场，拥有直营门店 6055 家、加盟门店 2108 家，募投项目新建门店有望加速连锁门店布局，先于竞争对手抢占医药零售资源，从而在目标市场的零售药店市场竞争之中占据先机。且目前公司已形成规范的门店拓展与运营管理体系，在各业务环节建立了规范化、标准化的业务管理流程，公司丰富的门店拓展经验和卓越的运营管理能力有助于保障新建连锁药店高效经营、实现预期收益。

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。2021 年 12 月 10 日，公司公告称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。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。公司持续推进“星火”模式，有利于让公司在行业整合的发展大趋势中占得先机。

3、 拟开展物流分拣加工项目、数字化平台建设项目提升运营能力，拟补充流动资金优化资本结构

公司拟在江苏省南京市江宁空港经济开发区建设综合楼及物流分拣中心，项目总投资额 3.11 亿元，其中拟使用本次定增筹集资金 2.79 亿元，剩余 0.32 亿元通过自

有资金或其他融资方式筹集。该物流体系预计能够有效地降低采购成本，极大地提高人员和车辆、仓库等物流设备和设施的利用率，从而减少企业物流支出，提高公司的效益。

公司拟建设数字化智能引擎平台、数字化应用服务平台、数字化聚合服务平台和企业数字化平台等 4 个子项目，项目总投资额 3.66 亿元，全额通过本次定增筹集。该项目预计能够更精准锁定公司客户群，有利优化业务流程、制定商业决策，从而降低管理成本、提升生产效率、节省决策时间、实现实体店和网络的无缝连接，提高企业的竞争力。

公司拟使用募集资金 5.22 亿元补充流动资金。随着经营规模的扩大，公司不断通过银行借款、发行债券等方式进行外源融资，导致资产负债率从 2015 年末的 39.69%上升到 2021 年 9 月末的 67.72%，相比同行业上市公司处于较高水平。此次补充流动资金预计能够优化公司资本结构，降低财务风险，提高偿债能力、后续融资能力和抗风险能力。

4、 盈利预测与投资建议

考虑到三、四季度局部地区疫情影响药店经营，我们下调对公司的盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润由 6.96、8.90、11.24 亿元调整为 6.84、8.68、10.96 亿元，对应 EPS 分别为 1.67/2.12/2.2.68 元/股，当前股价对应 PE 分别为 26.4/20.8/16.5 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	15,363	19,051	22,861
YOY(%)	23.1	19.8	10.0	24.0	20.0
归母净利润(百万元)	509	621	684	868	1,096
YOY(%)	16.9	22.1	10.2	26.8	26.3
毛利率(%)	33.6	32.1	33.4	33.6	33.8
净利率(%)	4.4	4.4	4.5	4.6	4.8
ROE(%)	15.9	15.9	15.2	16.2	17.0
EPS(摊薄/元)	1.24	1.52	1.67	2.12	2.68
P/E(倍)	35.5	29.1	26.4	20.8	16.5
P/B(倍)	5.3	4.2	3.7	3.2	2.7

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
流动资产	5076	5635	5864	9816	10213
现金	1386	1372	854	3669	3200
应收票据及应收账款	1073	1150	1537	1750	2129
其他应收款	62	81	95	116	133
预付账款	420	428	654	652	868
存货	1988	2387	2586	3477	3720
其他流动资产	147	217	139	152	164
非流动资产	4848	5649	4777	5113	5257
长期投资	37	64	80	100	124
固定资产	902	1000	993	1114	1240
无形资产	435	433	474	513	541
其他非流动资产	3474	4153	3230	3386	3352
资产总计	9924	11284	10641	14930	15470
流动负债	5348	6291	5117	8332	7562
短期借款	1078	1158	807	965	1002
应付票据及应付账款	3266	4109	3030	6130	4975
其他流动负债	1004	1024	1280	1238	1584
非流动负债	702	187	27	37	8
长期借款	649	118	-38	-31	-56
其他非流动负债	53	69	65	68	64
负债合计	6050	6479	5144	8370	7570
少数股东权益	388	515	666	861	1105
股本	287	409	409	409	409
资本公积	1372	1587	1587	1587	1587
留存收益	1825	2324	2964	3781	4810
归属母公司股东权益	3487	4290	4831	5699	6794
负债和股东权益	9924	11284	10641	14930	15470

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1033	1447	-404	3311	23
净利润	615	764	835	1063	1340
折旧摊销	197	245	310	354	407
财务费用	67	63	27	-15	-45
投资损失	-5	-8	-5	-6	-6
营运资金变动	150	378	-1581	1914	-1672
其他经营现金流	8	6	10	1	-1
投资活动现金流	-838	-1010	572	-686	-547
资本支出	426	394	-707	235	123
长期投资	-62	-117	-16	-22	-24
其他投资现金流	-473	-733	-152	-472	-448
筹资活动现金流	-96	-495	-686	189	55
短期借款	261	80	-352	158	37
长期借款	565	-531	-156	7	-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	-178	24	43
现金净增加额	99	-58	-518	2815	-469

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	11663	13967	15363	19051	22861
营业成本	7746	9489	10228	12655	15125
营业税金及附加	48	44	77	95	114
营业费用	2514	2837	3340	4157	4993
管理费用	555	658	702	903	1078
研发费用	1	0	2	2	2
财务费用	67	63	27	-15	-45
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
营业利润	765	960	1045	1330	1678
营业外收入	11	13	13	12	13
营业外支出	6	16	9	10	12
利润总额	770	957	1048	1332	1679
所得税	155	192	213	269	340
净利润	615	764	835	1063	1340
少数股东损益	106	143	150	195	244
归母净利润	509	621	684	868	1096
EBITDA	1034	1239	1386	1671	2041
EPS(元)	1.24	1.52	1.67	2.12	2.68

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	23.1	19.8	10.0	24.0	20.0
营业利润(%)	21.7	25.4	8.9	27.3	26.2
归属于母公司净利润(%)	16.9	22.1	10.2	26.8	26.3
获利能力					
毛利率(%)	33.6	32.1	33.4	33.6	33.8
净利率(%)	4.4	4.4	4.5	4.6	4.8
ROE(%)	15.9	15.9	15.2	16.2	17.0
ROIC(%)	12.5	14.1	15.1	15.7	16.7
偿债能力					
资产负债率(%)	61.0	57.4	48.3	56.1	48.9
净负债比率(%)	12.5	-0.6	-0.5	-40.7	-27.7
流动比率	0.9	0.9	1.1	1.2	1.4
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.7	0.7
营运能力					
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
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.24	1.52	1.67	2.12	2.68
每股经营现金流(最新摊薄)	2.53	3.54	-0.99	8.10	0.06
每股净资产(最新摊薄)	8.39	10.50	11.82	13.94	16.63
估值比率					
P/E	35.5	29.1	26.4	20.8	16.5
P/B	5.3	4.2	3.7	3.2	2.7
EV/EBITDA	18.3	15.0	13.5	9.7	8.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

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