

老百姓 (603883.SH)

2022年11月02日

Q3 业绩提速增长，怀仁并表经营质量持续提升
——公司信息更新报告
投资评级：买入（维持）
蔡明子（分析师）
龙永茂（联系人）

caimingzi@kysec.cn

longyongmao@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790121070011

日期	2022/11/1
当前股价(元)	35.56
一年最高最低(元)	51.77/27.94
总市值(亿元)	207.99
流通市值(亿元)	207.08
总股本(亿股)	5.85
流通股本(亿股)	5.82
近3个月换手率(%)	39.22

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《收入、利润增速逐季提升，扩张步入“万店”阶段——公司信息更新报告》-2022.9.1

《拟股权激励健全长效激励机制，持续推动公司发展——公司信息更新报告》-2022.8.1

《经营趋势不断向好，“四驾马车”持续深耕下沉市场，成长空间大——公司信息更新报告》-2022.5.1

● 利润增速逐季提升，华中区域领先优势突显，维持“买入”评级

10月28日，公司发布2022三季度报告：2022年前三季度实现营收137.76亿，同比增加22.13%；归母净利润6.10亿，同比增加14.46%；扣非净利润5.67亿，同比增加18.88%；经营现金流净额19.03亿，同比增加13.85%；EPS1.05元/股（-0.25元/股）。公司业绩符合我们的预期。老百姓门店扩张进展顺利，精细化管理能力、整合能力强，成长空间大，我们维持对公司的盈利预测不变，预计2022-2024年归母净利润分别为7.64/9.20/10.97亿元，EPS分别为1.31/1.57/1.88元/股，当前股价对应P/E分别为27.2/22.6/19.0倍，维持“买入”评级。

● 怀仁并表盈利能力显著提升，加盟业务有望走出增长的第二曲线

门店持续稳健扩张，步入“万店”阶段。星火模式持续推进。公司收购区域龙头，实现快速扩张和深耕市场。怀仁药房整合进程继续快速推进，经营质量持续提升：第一，业绩指标向好，盈利能力持续稳健提升。第二，集团营运营销体系全面赋能，怀仁药房门店运营基本面提升。第三，发挥怀仁药房会员管理优势，聚焦会员核心指标提升。加盟业务有望成为增长的第二曲线。从平效看，公司大店拆小店以及提升门店专业服务能力、拥抱新零售取得了明显成效，公司各类门店坪效呈现提升趋势。

● 不断提升门店精细化管理及专业服务能力，坚持数字化转型及自有品牌打造

(1) 精益管理门店经营提升门店产出：公司全面提升组织效能，进一步强化门店精益化运营管理。(2) 不断提升专业服务能力。(3) 承接处方外流能力强。公司重视医院周边布局，高标准建设的院边店以及丰富的上游合作厂家资源，使公司在“双通道”政策下拥有更多竞争优势，公司具有双通道资格的门店达181家。(4) 线上业务保持高速增长。(5) 发展自有品牌打造商品竞争优势。

● 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,967	15,696	18,885	22,926	27,580
YOY(%)	19.8	12.4	20.3	21.4	20.3
归母净利润(百万元)	621	669	764	920	1,097
YOY(%)	22.1	7.8	14.1	20.4	19.3
毛利率(%)	32.1	32.1	33.2	33.2	33.1
净利率(%)	5.5	5.0	4.8	4.8	4.8
ROE(%)	16.3	16.5	16.6	17.4	17.7
EPS(摊薄/元)	1.06	1.14	1.31	1.57	1.88
P/E(倍)	33.5	31.1	27.2	22.6	19.0
P/B(倍)	5.0	4.8	4.2	3.7	3.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 利润增速逐季提升，华中区域领先优势突显.....	3
2、 怀仁并表盈利能力显著提升，加盟业务有望走出增长的第二曲线.....	3
3、 全方位提升门店精细化管理能力及专业服务能力，坚持数字化转型及自有品牌打造.....	4
4、 盈利预测与投资建议.....	5
5、 风险提示.....	5
附：财务预测摘要.....	6
表 1： 老百姓盈利预测.....	5

1、利润增速逐季提升，华中区域领先优势突显

2022Q3 公司经营规模持续扩展，经营业绩稳健提升。分季度看，公司 Q1/Q2/Q3 收入分别为 41.41 亿元 (+13.81%)、48.5 亿元 (+26.89%)、47.85 亿元 (+25.28%)；归母净利润分别为 2.42 亿 (+6.26%)、2.15 亿元 (+20.41%)、1.53 亿元 (+20.79%)；扣非净利润分别为 2.16 亿 (+12.75%)、2.04 亿元 (+18.77%)、1.47 亿元 (+29.34%)。收入、利润增速逐季提升，经营持续向好。

分行业看，2022 年前三季度公司医药零售业务实现营收 116.47 亿元(+22.07%)，加盟、联盟及分销营收为 20.23 亿元 (+21.18%)。分产品看，中西成药营收为 108.95 亿元(+20.38%)，中药营收 8.93 亿元(+27.36%)，非药品营收 19.89 亿元(+30.05%)。

分地区看，华中地区是公司业务收入的重要来源，2022 年前三季度营收为 59.79 亿元 (+36.94%)，收入占比超过 43%，公司在该区域有较突出的领先优势，市场份额进一步提高；华南地区营收为 7.81 亿元 (+9.64%)；华北地区营收为 18.33 亿元 (+11.25%)；华东地区营收为 33.98 亿元 (+12.57%)；西北地区营收为 17.85 亿元 (+16.26%)。

从盈利能力来看，2022Q3 公司毛利率为 32.79% (-0.26pct)，销售净利率 5.18% (-0.24pct)。分行业看，2022Q3 公司零售业务毛利率为 36.31% (-0.32pct)，加盟联盟及分销毛利率为 11.94%(-0.93pct)；分产品看，中西成药毛利率为 30.23%(-0.02pct)，中药毛利率为 49.49% (-1.63pct)，非药品毛利率为 39.32% (-2.04pct)。

从费用率来看，公司整体费用率稳中有降，费用管理能力较强，2022Q3 公司销售费用率 21.02% (-0.45pct)，管理费用率为 4.66% (+0.53pct)，公司持续推进精细化管理，财务费用率 0.96% (-0.12pct)。

2、怀仁并表盈利能力显著提升，加盟业务有望走出增长的第二曲线

门店持续稳健扩张，步入“万店”阶段。截至 2022Q3 公司门店数达到 10,327 家，其中直营门店 7362 家、加盟门店 2965 家。公司 2022 年前三季度新增门店 2214 家，其中直营门店 1342 家，加盟门店 872 家，关闭门店 109 家。分季度看，公司 Q1/Q2/Q3 分别新增直营店 156/1049/137 家；加盟店 203/406/263 家。

星火模式持续推进。公司收购区域龙头，实现快速扩张和深耕市场。2022 年 3 月，公司以自有资金 16.37 亿元收购湖南怀仁大健康产业发展有限公司 71.96% 的股权。本次交易完成后，公司位于湖南地区的门店数将超过 3,000 家，成为了湖南省域门店数和销售额最多的连锁药店企业。2022 年 7 月，公司通过竞买以挂牌转让底价成功收购怀仁药房 3.8802% 少数股权，目前公司合计持有其 80% 股权。公司收购区

域龙头，实现快速扩张和深耕市场。2022 年前三季度公司及下属子公司共完成 10 起收购项目，包括股权收购、资产收购等，合计金额 19.56 亿元，收购药店 813 家（2022Q3 签订收购协议的门店数）。

怀仁药房整合进程继续快速推进，经营质量持续提升。第一，业绩指标向好，盈利能力持续稳健提升。怀仁药房第三季度净利润率同比明显提升，第三季度净利润率超 8%，较 2021 年前三季度净利率 5.4% 提升约 3 个百分点。第二，集团运营营销体系全面赋能，怀仁药房门店运营基本面提升。门店整体形象提升、服务质量优化改善、顾客满意度提高。第三，发挥怀仁药房会员管理优势，聚焦会员核心指标提升。运用新媒体、直播、私域、线上线下多渠道精准会员营销，9 月会员销售占比 88.36%，较 4 月提升 2.22 个百分点。

加盟业务有望成为增长的第二曲线。公司加盟业务“老百姓健康药房”运用强大的品牌力、专业的运营管理能力、新零售经营转型助力发展更多元加盟业务，截至 2022Q3 已扩张至 20 个省市加盟店 2965 家。开创了线上全国直播招商、网推、线下城市集中招商会与地推模式创新店加盟店招商，截至 2022Q3 累计实现配送收入 12 亿元，同比提升增长 29%。

从平效看，公司大店拆小店以及提升门店专业服务能力、拥抱新零售取得了明显成效，公司各类门店坪效呈现提升趋势。2018/2019/2020/2021/2022H1/2022Q3 公司旗舰店坪效分别为 128/142/177/197/232/233，大店分别为 74/84/90/96/103/103，中小成店 39/46/48/46/44/45（元/平米）。

3、全方位提升门店精细化管理能力及专业服务能力，坚持数字化转型及自有品牌打造

(1) 精益管理门店经营提升门店产出：公司全面提升组织效能，进一步强化门店精益化运营管理。第一、搭建全国训战体系，人才传、帮、带机制落地，提高一线核心人才经营管理能力；第二、加强门店会员营销，截至 2022Q3 会员总数已达到 6868 万，2022Q3 新增会员数 257 万，活跃会员数 1044 万，会员销售占比同比提升 6.13pct。

(2) 不断提升专业服务能力：公司在全国 6500+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；2020 年至 2022Q3，公司慢病管理服务累计建档 800+万人、累计服务自测 3000+万人次、累计回访 2000+万人次，举行线上线下患教 2 万+场次。

(3) 承接处方外流能力强：公司重视医院周边布局，高标准建设的院边店以及丰富的上游合作厂家资源，使公司在“双通道”政策下拥有更多竞争优势，公司具有双通道资格的门店达 181 家。截至 2022Q3，公司直营门店中医保门店占比 91.65%，院边店占比约 10%，拥有特殊门诊 789 个，DTP 药房 151 家。

(4) 线上业务保持高速增长：2022 年前三季度公司线上渠道实现销售额超 9 亿元，同比增长 81%，O2O 外卖服务门店达到 7737 家，24 小时门店增至 500 家。

(5) 发展自有品牌打造商品竞争优势：截至 2022Q3 公司经营商品品规 2.7 万余种；第三季度公司自有品牌产品已超过 600 多个，销售额 5.84 亿元，同比增长 24.3%。公司自有品牌销售占比超过 19.8% (+3pct)。

4、盈利预测与投资建议

老百姓门店扩张进展顺利，精细化管理能力、整合能力强，成长空间大，我们维持对公司的盈利预测不变，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 7.64/9.20/10.97 亿元，EPS 分别为 1.31/1.57/1.88 元/股，当前股价对应 P/E 分别为 27.2/22.6/19.0 倍，维持“买入”评级。

表1：老百姓盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,967	15,696	18,885	22,926	27,580
YOY(%)	19.8	12.4	20.3	21.4	20.3
净利润(百万元)	621	669	764	920	1,097
YOY(%)	22.1	7.8	14.1	20.4	19.3
毛利率(%)	32.1	32.1	33.2	33.2	33.1
净利率(%)	5.5	5.0	4.8	4.8	4.8
ROE(%)	16.3	16.5	16.6	17.4	17.7
EPS(摊薄/元)	1.06	1.14	1.31	1.57	1.88
P/E(倍)	33.5	31.1	27.2	22.6	19.0
P/B(倍)	5.0	4.8	4.2	3.7	3.2

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5302	6228	5497	6931	7988
现金	1372	1409	1695	2058	2476
应收票据及应收账款	1150	1421	0	0	0
其他应收款	81	363	171	478	303
预付账款	95	143	143	205	214
存货	2387	2730	3325	4028	4834
其他流动资产	217	162	162	162	162
非流动资产	9204	10730	10849	10986	11098
长期投资	64	63	63	63	62
固定资产	1000	1043	1167	1344	1547
无形资产	424	466	502	525	545
其他非流动资产	7717	9157	9118	9054	8943
资产总计	14507	16958	16346	17917	19086
流动负债	7047	8613	7456	8325	8576
短期借款	1158	1616	6113	6688	6899
应付票据及应付账款	4109	4915	0	0	0
其他流动负债	1780	2082	1343	1637	1677
非流动负债	2780	3566	3404	3236	3065
长期借款	118	875	713	545	374
其他非流动负债	2662	2691	2691	2691	2691
负债合计	9827	12179	10860	11561	11641
少数股东权益	500	421	569	754	973
股本	409	409	531	531	531
资本公积	1587	1139	1016	1016	1016
留存收益	2213	2739	3400	4216	5179
归属母公司股东权益	4180	4358	4917	5602	6472
负债和股东权益	14507	16958	16346	17917	19086

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1447	2298	-2446	1060	1514
净利润	764	787	911	1105	1316
折旧摊销	245	247	297	345	396
财务费用	63	185	263	405	422
投资损失	-8	-23	-9	-11	-13
营运资金变动	378	130	-3896	-767	-583
其他经营现金流	6	973	-12	-17	-24
投资活动现金流	-1010	-2002	-404	-466	-489
资本支出	394	479	417	482	507
长期投资	-117	-272	0	0	0
其他投资现金流	-499	-1251	12	15	18
筹资活动现金流	-495	-413	-1360	-805	-818
短期借款	80	458	4497	575	211
长期借款	-531	757	-162	-168	-171
普通股增加	122	-0	123	0	0
资本公积增加	214	-448	-123	0	0
其他筹资现金流	-381	-1180	-5695	-1212	-858
现金净增加额	-58	-118	-4211	-212	207

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	13967	15696	18885	22926	27580
营业成本	9489	10653	12606	15310	18451
营业税金及附加	44	44	77	81	93
营业费用	2837	3267	3984	4784	5800
管理费用	658	723	889	1055	1269
研发费用	0	0	4	2	2
财务费用	63	185	263	405	422
资产减值损失	-5	-7	0	0	0
其他收益	102	109	68	79	89
公允价值变动收益	0	10	3	3	4
投资净收益	8	23	9	11	13
资产处置收益	-1	5	0	1	1
营业利润	960	956	1132	1371	1632
营业外收入	13	18	14	14	15
营业外支出	16	13	10	11	12
利润总额	957	962	1136	1374	1634
所得税	192	175	225	269	317
净利润	764	787	911	1105	1316
少数股东损益	143	117	147	186	219
归属母公司净利润	621	669	764	920	1097
EBITDA	1239	1322	1649	2073	2390
EPS(元)	1.06	1.14	1.31	1.57	1.88

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	19.8	12.4	20.3	21.4	20.3
营业利润(%)	25.4	-0.3	18.4	21.1	19.0
归属于母公司净利润(%)	22.1	7.8	14.1	20.4	19.3
获利能力					
毛利率(%)	32.1	32.1	33.2	33.2	33.1
净利率(%)	5.5	5.0	4.8	4.8	4.8
ROE(%)	16.3	16.5	16.6	17.4	17.7
ROIC(%)	17.6	15.0	11.1	13.3	14.7
偿债能力					
资产负债率(%)	67.7	71.8	66.4	64.5	61.0
净负债比率(%)	17.2	42.1	97.2	84.6	67.2
流动比率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9
速动比率	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.1	1.3	1.5
应收账款周转率	12.6	12.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	6.7	6.4	14.3	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.06	1.14	1.31	1.57	1.88
每股经营现金流(最新摊薄)	2.47	3.93	-4.18	1.81	2.59
每股净资产(最新摊薄)	7.15	7.45	8.41	9.58	11.06
估值比率					
P/E	33.5	31.1	27.2	22.6	19.0
P/B	5.0	4.8	4.2	3.7	3.2
EV/EBITDA	16.3	16.1	15.0	12.1	10.4

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（underperform）	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（underperform）	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，属于商业秘密材料，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