

增持 (维持)

老百姓 (603883)

## 市场拓展提速，精益运营提效

2023年5月4日

## 市场数据

日期	2023-04-28
收盘价(元)	34.85
总股本(百万股)	584.90
流通股本(百万股)	582.34
净资产(百万元)	7332.39
总资产(百万元)	21293.75
每股净资产(元)	11.54

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《老百姓(603883)2022年三季报点评: 高效整合释放增长, 经营质量持续提升》2022-11-02

《老百姓(603883)2020年年报及2021年一季报点评: 一季度短期承压, 创新合伙人激励长期发展》2021-05-07

《老百姓(603883)2020年三季报点评: Q3业绩稳步增长, 经营效率全面提升》2020-11-02

《老百姓(603883)2020年中报点评: 扩张加速立体深耕, 全面数字化引领新零售》2020-08-31

## 分析师:

孙媛媛

sunyuan@xyzq.com.cn  
S0190515090001

王佳慧

wangjihui20@xyzq.com.cn  
S0190522080007

## 投资要点

- **公司发布2022年年度报告。**2022年公司实现营收201.76亿元, 同比增长28.54%; 归母净利润7.85亿元, 同比增长17.29%; 扣非归母净利润7.36亿元, 同比增长28.52%; 经营性净现金流23.14亿元, 同比增长0.70%。2022Q4公司实现营收63.99亿元, 同比增长44.93%, 归母净利润1.75亿元, 同比增长28.35%, 扣非归母净利润1.68亿元, 同比增长76.94%。
- **公司发布2023年一季报。**2023Q1公司实现营收54.41亿元, 同比增长31.39%; 归母净利润2.91亿元, 同比增长20.49%; 扣非归母净利润2.81亿元, 同比增长30.20%; 经营性净现金流8.49亿元, 同比增长225.53%。
- **“四驾马车”深耕下沉市场, 市场拓展提速。**2022年公司新增门店2764家, 其中直营新增门店1695家、加盟新增门店1069家, 刷新历史新高。2022年新增门店中下沉市场门店占比86%, 下沉市场门店数占公司总门店数为74%。公司加盟业务提速发展, 2022年公司新增加盟门店数量同比提升37.76%, 加盟业务年配送收入同比增长40%, 覆盖药品零售市场份额同比增长44%。2023年公司计划新开门店约3000家, 其中直营门店及并购门店约1500家, 加盟门店约1500家。
- **盈利预测:**一方面, 公司通过“四驾马车”模式持续深耕“9+7”拓展战略, 重点聚焦下沉市场, 提升门店覆盖、快速抢占市场; 另一方面, 公司通过高效组织变革与数字化转型双轮驱动, 显著提升营运精细化水平进而提升门店产出。我们调整盈利预测, 预计公司2023-2025年EPS分别为1.64、1.97、2.37元, 2023年4月28日股价对应的PE分别为21.3X、17.7X、14.7X, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 扩张整合不及预期风险; 市场竞争加剧风险; 处方外流不及预期风险, 医保政策变化超预期风险

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20176	24186	28872	34277
同比增长	28.5%	19.9%	19.4%	18.7%
归母净利润(百万元)	785	959	1154	1386
同比增长	17.3%	22.2%	20.4%	20.1%
毛利率	31.9%	32.2%	32.2%	32.0%
ROE	12.0%	13.3%	14.3%	15.2%
每股收益(元)	1.34	1.64	1.97	2.37
市盈率	26.0	21.3	17.7	14.7

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 报告正文

## 事件

- **老百姓发布 2022 年年度报告。**2022 年公司实现营收 201.76 亿元，同比增长 28.54%；实现归母净利润 7.85 亿元，同比增长 17.29%；实现扣非归母净利润 7.36 亿元，同比增长 28.52%；实现经营性净现金流 23.14 亿元，同比增长 0.70%。2022Q4 公司实现营收 63.99 亿元，同比增长 44.93%，实现归母净利润 1.75 亿元，同比增长 28.35%，实现扣非归母净利润 1.68 亿元，同比增长 76.94%。
- **老百姓发布 2023 年一季报。**2023Q1 公司实现营收 54.41 亿元，同比增长 31.39%；实现归母净利润 2.91 亿元，同比增长 20.49%；实现扣非归母净利润 2.81 亿元，同比增长 30.20%；实现经营性净现金流 8.49 亿元，同比增长 225.53%。

## 点评

- **收入增长稳健，盈利能力持续提升。**2022 年公司营收实现稳健增长。1) 分行业来看，公司医药零售营收 175.97 亿元，占比 87.22%，同比增长 27.60%，剔除 DTP 药房业务后，零售毛利率 36.04%；加盟、联盟及分销营收 24.50 亿元，占比 12.14%，同比增长 37.23%，其他营收 1.28 亿元，占比 0.63%。2) 分产品来看，中西成药营收 156.56 亿元，占比 77.60%，同比增长 25.85%；非药品营收 31.15 亿元，占比 15.44%，同比增长 47.98%；中药营收 14.05 亿元，占比 6.96%，同比增长 22.06%。3) 分区域来看，华中区域营收 84.34 亿元，同比增长 39.32%；华东区域营收 51.46 亿元，同比增长 21.26%；西北地区营收 32.97 亿元，同比增长 29.65%；华北地区营收 21.57 亿元，同比增长 14.45%；华南地区营收 11.42 亿元，同比增长 17.56%。
- **公司 2023Q1 控费成果显著，期间费用率稳步下降。**2022 年公司毛利率 31.88%，同比下降 0.25pp；净利率 4.84%，同比下降 0.17pp；销售费用率 19.32%，同比下降 1.49pp；管理费用率 5.50%，同比增长 0.89pp；财务费用率 1.15%，同比下降 0.03pp。2023Q1 公司毛利率 33.00%，同比下降 1.32pp；净利率 6.20%，同比下降 0.33pp。销售费用率 20.18%，同比下降 0.87pp；管理费用率 4.45%，同比下降 0.27pp；财务费用率 0.68%，同比下降 0.21pp。
- **“四驾马车”深耕下沉市场，市场拓展提速。**2022 年公司坚持直营、星火（并购）、加盟、联盟的“四驾马车”立体深耕模式，推动公司以内生发展和外延扩展双轮驱动快速拓展，持续推行“9+7”拓展战略，同时重点聚焦下沉市场。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2022年公司新增门店2764家,其中直营新增门店1695家、加盟新增门店1069家,刷新历史新高。2022年新增门店中下沉市场门店占比86%,下沉市场门店数占公司总门店数为74%。截至2023Q1末,公司连锁布局网络(不含联盟)覆盖全国20个省级市场、140+个地级以上城市,总门店数达11231家,其中自营门店7903家,加盟门店3328家。公司加盟业务发展提速,2022年公司新增加盟门店数量较上年新增数量提升37.76%,加盟业务实现年配送收入18亿元,同比增长40%,覆盖药品零售市场份额超过28亿元,同比增长44%。2022年公司联盟业务合作企业达到150家,涉及门店5000多家(未计入公司总门店数),实现销售额同比增长67%。

- **数字化全面赋能,精益运营提效。**公司持续在集团、业务线、省区、门店层面进行组织架构扁平化和管理模式集权化改革,通过精简管理层级,推动实现管理精细化、营运标准化、服务专业化的目标。同时公司围绕数字化基建和业务数字化两个板块持续深化数字化转型,采购数字化降本增效,营销数字化持续提效。截至2022年末,公司经营商品品规2.5万余种,同比下降7.3%;2022年度统采销售占比66%,较去年上升2.9pp。2022年公司会员销售占比同比提升4.19pp。截至2022年末,公司会员总数达7122万,其中活跃会员数2155万,年新增会员数870万。
- **高标准建设专业药房,慢病服务体系不断升级。**公司高标准建设专业药房,积极承接处方外流。截至2022年末,公司共计1053家门店获得“门诊慢特病”定点资格(同比增加601家),共覆盖湖南、广西、湖北等11个省份,具有双通道资格的门店达227家(同比增加78家),拥有DTP药房162家(同比增加17家)。公司直营门店中医保门店数达到了6991家,占比91.4%。同时,公司通过“线上+线下”相结合方式加强培养员工药事服务能力,慢病与健康管理中心为顾客提供全链路、全生命周期病程管理服务。2022年公司共服务687.8万慢病建档会员。截至2022年末,公司慢病管理累计建档860万+人、累计服务自测3900万+人次、累计回访2000万+人次,举行线上线下患教2万+场次。
- **新零售业务持续发力,自有品牌销售提升。**2022年公司新零售生态全域发力,其中公域业务保持高速增长,O2O全年订单量进入全国前三,增速领先同行;私域平台“老百姓大药房”小程序提供24小时在线服务,不断迭代袋小满和一键搜购的功能,吸引更多新用户并提升顾客粘性。2022年公司线上渠道销售额达17亿(含并购),同比增长140%。其中,私域收入超过9000万元,订单达60万单,实现突破式发展。截至2023Q1末,公司O2O外卖服务门店达8073家,24小时门店达500家。公司自有品牌围绕“健康管理、健康养身、健康运动”等场景打造,囊括中西成药、养生中药、健康食品和个人护理用品等多个品类,已经成功开发了600多种产品。2022年公司自有品牌

销售额达到 26.7 亿元，同比增长 34.8%，毛利额同比增长 38.9%，自有品牌在集团内的销售占比超过 18.7%，较去年同期增加 1.7pp。

- **怀仁药房整合高效，达到对赌既定目标。**2022 年，公司以自有资金 17.25 亿元控股收购怀仁药房 75.8445% 股权，目前持股比例达 80%。截至 2022 年末，公司位于湖南的门店已超过 3500 家，成为了湖南省域门店数和销售额最多的连锁药店企业。根据业绩对赌，怀仁药房 2022-2024 年扣非归母净利润不低于 1.10 亿元、1.31 亿元和 1.52 亿元，2021-2024 年的业绩年均复合增长率约为 20.17%。2022 年怀仁药房整合稳步推进，达成既定目标。怀仁药房 2022 年度经审计扣非净利润为 1.25 亿元，高于承诺数 1.10 亿元；全年毛利率增加 3.1pp；会员消费占比超 85%，90 天会员复购率 75.61%，同比增长 2.85pp；老店门招更新稳步推进。
- **限制性股票激励计划彰显公司高速发展信心。**2022 年公司推出《2022 年限制性股票激励计划》并完成首次授予，全面覆盖公司中高层员工 305 人，是目前连锁药房行业惠及人数最多的一次股权激励，进一步完善了公司短中长期激励体系。本次激励的公司层面业绩考核要求为：以 2021 年归母净利润为基数，2022-2024 年，归母净利润增长率分别不低于 15%、40%与 65%，展现出管理团队对公司高速发展的坚定信心。
- **盈利预测：**一方面，公司通过“四驾马车”模式持续深耕“9+7”拓展战略，重点聚焦下沉市场，提升门店覆盖、快速抢占市场；另一方面，公司通过高效组织变革与数字化转型双轮驱动，显著提升营运精细化水平进而提升门店产出。我们调整盈利预测，预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.64、1.97、2.37 元，2023 年 4 月 28 日股价对应的 PE 分别为 21.3X、17.7X、14.7X，维持“增持”评级。
- **风险提示：**扩张整合不及预期风险；市场竞争加剧风险；处方外流不及预期风险，医保政策变化超预期风险

表 1、老百姓分季度业绩对比(单位:百万元、元、%)

主要数据	22-1Q	22-2Q	22-3Q	22-4Q	23-1Q	QOQ	2021-12	2022-12	YOY
营业收入	4141	4850	4785	6399	5441	31.4%	15696	20176	28.5%
营业成本	2720	3331	3209	4485	3645	34.0%	10653	13744	29.0%
毛利	1421	1520	1576	1914	1795	26.3%	5043	6431	27.5%
销售费用	871	965	1059	1002	1098	26.0%	3267	3898	19.3%
管理费用	196	196	251	465	242	23.8%	723	1107	53.2%
财务费用	37	46	49	100	37	0.01	185	232	25.4%
研发费用	0	0	0	2	0	-	0	2	-
资产减值	-2	-1	3	-6	-1	-	-7	-7	-
公允价值	0	0	0	6	0	-	10	6	-44.9%
投资收益	3	3	2	12	1	-68.3%	23	21	-8.6%
营业利润	322	321	219	345	416	29.5%	956	1207	26.2%
利润总额	321	321	216	350	416	29.6%	962	1208	25.5%
归母净利润	242	215	153	175	291	20.5%	669	785	17.3%
EPS	0.413	0.367	0.262	0.300	0.498	20.5%	1.144	1.342	17.3%
销售费用率	21.0%	19.9%	22.1%	15.7%	20.2%	-0.9%	20.8%	19.3%	-1.5%
管理费用率	4.7%	4.0%	5.3%	7.3%	4.4%	-0.3%	4.6%	5.5%	0.9%
财务费用率	0.9%	1.0%	1.0%	1.6%	0.7%	-0.2%	1.2%	1.2%	0.0%
研发费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税率	15.8%	19.3%	14.8%	24.8%	19.0%	3.2%	18.2%	19.2%	0.9%
毛利率	34.3%	31.3%	32.9%	29.9%	33.0%	-1.3%	32.1%	31.9%	-0.3%
净利率	5.8%	4.4%	3.2%	2.7%	5.4%	-0.5%	4.3%	3.9%	-0.4%

资料来源:天软投资系统,兴业证券经济与金融研究院整理



附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	9463	12656	15610	18747
货币资金	2411	4718	5951	7321
交易性金融资产	3	3	3	3
应收票据及应收账款	2182	2452	2989	3531
预付款项	656	596	785	906
存货	3949	4446	5365	6418
其他	263	442	517	569
<b>非流动资产</b>	11934	12107	12744	14051
长期股权投资	65	65	65	65
固定资产	1099	1443	1795	2168
在建工程	160	80	40	20
无形资产	600	675	760	841
商誉	5493	5767	6056	6964
长期待摊费用	688	602	508	413
其他	3829	3475	3520	3581
<b>资产总计</b>	21397	24763	28354	32798
<b>流动负债</b>	10846	12648	14581	17081
短期借款	766	1191	979	1085
应付票据及应付账款	6948	8052	9705	11521
其他	3132	3405	3898	4475
<b>非流动负债</b>	3453	4123	4650	5226
长期借款	1578	1878	2078	2278
其他	1875	2245	2572	2948
<b>负债合计</b>	14300	16771	19231	22307
股本	585	585	585	585
资本公积	2637	2637	2637	2637
未分配利润	3096	3740	4587	5611
少数股东权益	568	780	1043	1357
<b>股东权益合计</b>	7098	7992	9122	10491
<b>负债及权益合计</b>	21397	24763	28354	32798

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	785	959	1154	1386
折旧和摊销	283	287	342	400
资产减值准备	7	13	-2	4
资产处置损失	-1	-2	-2	-2
公允价值变动损失	-6	-7	-7	-7
财务费用	231	306	332	342
投资损失	-21	-22	-22	-22
少数股东损益	191	212	264	313
营运资金的变动	-217	318	117	214
<b>经营活动产生现金流量</b>	2314	2054	2182	2623
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1457	-212	-720	-1391
<b>融资活动产生现金流量</b>	-143	464	-228	138
现金净变动	717	2307	1233	1370
现金的期初余额	680	2411	4718	5951
现金的期末余额	1396	4718	5951	7321

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	20176	24186	28872	34277
营业成本	13744	16406	19577	23318
税金及附加	55	66	79	93
销售费用	3898	4873	5801	6805
管理费用	1107	1183	1422	1706
研发费用	2	2	3	3
财务费用	232	306	332	342
其他收益	56	81	77	75
投资收益	21	22	22	22
公允价值变动收益	6	7	7	7
信用减值损失	-7	-10	-9	-9
资产减值损失	-7	-6	-6	-6
资产处置收益	1	2	2	2
<b>营业利润</b>	1207	1446	1752	2100
营业外收入	16	17	17	17
营业外支出	16	15	15	15
<b>利润总额</b>	1208	1448	1754	2102
所得税	231	277	336	403
净利润	976	1171	1418	1699
少数股东损益	191	212	264	313
<b>归属母公司净利润</b>	785	959	1154	1386
<b>EPS(元)</b>	1.34	1.64	1.97	2.37

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	28.5%	19.9%	19.4%	18.7%
营业利润增长率	26.2%	19.9%	21.1%	19.9%
归母净利润增长率	17.3%	22.2%	20.4%	20.1%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	31.9%	32.2%	32.2%	32.0%
归母净利率	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%
ROE	12.0%	13.3%	14.3%	15.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	66.8%	67.7%	67.8%	68.0%
流动比率	0.87	1.00	1.07	1.10
速动比率	0.51	0.65	0.70	0.72
<b>营运能力</b>				
资产周转率	105.2%	104.8%	108.7%	112.1%
应收帐款周转率	1163.6	1086.4	1098.7	1091.1
存货周转率	411.4%	390.7%	398.9%	395.7%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	1.34	1.64	1.97	2.37
每股经营现金	3.96	3.51	3.73	4.49
每股净资产	11.16	12.33	13.81	15.62
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	26.0	21.3	17.7	14.7
PB	3.1	2.8	2.5	2.2

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12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。其中:A股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100020	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn