

# 老百姓 (603883)

证券研究报告

2023年05月05日

## 加盟业务发展提速，布局下沉市场把握增量机会

### 事件：

4月27日，老百姓发布2022年报及2023年一季报，2022年公司实现营业收入201.76亿元(yoy+28.54%)，归母净利润7.85亿元(yoy+17.29%)，扣非归母净利润7.36亿元(yoy+28.52%)。2023Q1实现营业收入54.41亿元(yoy+31.39%)，归母净利润2.91亿元(yoy+20.49%)，扣非归母净利润2.81亿元(yoy+30.20%)。

### 点评

#### 加盟驱动门店拓展，业绩增长符合预期

2022年营业收入同比增长28.54%，主要系零售业务老店同比增长及新开、收购等新增门店贡献，加盟业务增长贡献。公司坚持直营、星火(并购)、加盟、联盟的“四驱马车”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。公司积极整合行业资源，通过加盟、联盟等方式吸纳中小药店共创医药零售“大生态”，共享发展红利。截止至2023Q1，公司拥有加盟门店3328家，占总门店数的29.63%，单季度配送收入近5亿元(yoy+45%)。

#### 精细化深耕下沉市场，有望成为新增长点

县域药店市场占全国药品销售比率从2017年的29%提升至2021年的32%，增速高于同期全国市场，连锁龙头药房积极在3-5线及县域乡镇等下沉市场寻找新的增量机会。公司持续着力巩固“9+7”市场占有率优势，同时大力发展下沉市场。2022年公司新增门店中下沉市场门店占比86%，2023年公司将继续以加盟和联盟的方式进行拓展网络下沉，打造医药零售大生态，践行“新农村”战略。

#### 医保改革政策落地，积极承接处方外流

随着双通道、医保改革等一系列政策逐步落地，推动医院内处方药持续外流，零售药店作为承接处方外流的主要终端，有望获得持续利好。截止2023Q1，公司取得各类“医疗保险定点零售药店”资格药店7234家，较2022年底增加243家，医保门店占比91.53%，有望进一步带来客流提升及门店经营改善。在处方外流的大趋势下，公司将积极抢占处方药蓝海市场。

#### 盈利预测与估值

2022年公司业绩表现稳健，我们将2023-2024年营业收入预测由227.43/268.35亿元上调至242.81/301.64亿元，2025年收入预测为374.81亿元；2023-2024年归母净利润预测由9.91/11.93亿元上调至9.96/12.09亿元，2025年净利润预测为15.08亿元。维持“买入”评级。

**风险提示：**并购门店经营不达预期风险，政策变动风险，市场竞争风险

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,695.66	20,175.52	24,280.85	30,164.15	37,480.90
增长率(%)	12.38	28.54	20.35	24.23	24.26
EBITDA(百万元)	1,184.99	1,567.28	1,822.80	2,118.34	2,620.67
归属母公司净利润(百万元)	669.24	784.96	996.38	1,209.07	1,507.67
增长率(%)	7.75	17.29	26.93	21.35	24.70
EPS(元/股)	1.14	1.34	1.70	2.07	2.58
市盈率(P/E)	31.17	26.57	20.93	17.25	13.83
市净率(P/B)	4.79	3.19	2.83	2.48	2.13
市销率(P/S)	1.33	1.03	0.86	0.69	0.56
EV/EBITDA	14.54	13.34	9.68	7.22	5.32

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	医药生物/医药商业
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	35.66元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	584.90
流通A股股本(百万股)	582.34
A股总市值(百万元)	20,857.64
流通A股市值(百万元)	20,766.40
每股净资产(元)	11.54
资产负债率(%)	65.57
一年内最高/最低(元)	46.62/28.65

### 作者

杨松 分析师  
SAC执业证书编号：S1110521020001  
yangsong@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《老百姓-半年报点评:业绩增长符合预期，高效组织改革提升效能》2022-09-01
- 《老百姓-公司点评:2022年新激励出台，业绩考核目标彰显发展信心》2022-08-01
- 《老百姓-年报点评报告:业绩符合预期，2022Q1经营情况持续向好》2022-05-05

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,408.87	2,410.92	1,942.47	5,447.78	7,847.84
应收票据及应收账款	1,421.02	2,181.77	1,877.41	3,245.99	3,195.72
预付账款	143.44	655.84	452.45	772.09	800.87
存货	2,729.63	3,948.89	3,917.81	5,958.41	6,319.84
其他	525.19	265.70	691.31	672.16	801.95
<b>流动资产合计</b>	<b>6,228.15</b>	<b>9,463.13</b>	<b>8,881.44</b>	<b>16,096.44</b>	<b>18,966.23</b>
长期股权投资	63.32	65.21	65.21	65.21	65.21
固定资产	1,042.99	1,099.03	1,046.53	986.54	909.07
在建工程	132.74	160.24	132.14	127.29	106.37
无形资产	466.32	599.98	567.18	534.38	501.57
其他	9,024.57	10,009.74	9,086.33	9,753.26	9,354.97
<b>非流动资产合计</b>	<b>10,729.94</b>	<b>11,934.20</b>	<b>10,897.38</b>	<b>11,466.67</b>	<b>10,937.19</b>
<b>资产总计</b>	<b>16,958.09</b>	<b>21,397.33</b>	<b>19,778.83</b>	<b>27,563.11</b>	<b>29,903.42</b>
短期借款	1,616.08	766.21	312.70	1,800.00	1,900.00
应付票据及应付账款	4,914.94	6,947.98	6,761.77	10,630.45	10,980.95
其他	1,979.05	2,912.30	2,358.07	3,145.45	3,381.80
<b>流动负债合计</b>	<b>8,510.07</b>	<b>10,626.50</b>	<b>9,432.54</b>	<b>15,575.90</b>	<b>16,262.75</b>
长期借款	875.14	1,578.34	700.00	600.00	800.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,691.24	1,874.77	1,545.15	2,037.05	1,818.99
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,566.37</b>	<b>3,453.11</b>	<b>2,245.15</b>	<b>2,637.05</b>	<b>2,618.99</b>
<b>负债合计</b>	<b>12,179.19</b>	<b>14,299.61</b>	<b>11,677.70</b>	<b>18,212.96</b>	<b>18,881.74</b>
少数股东权益	421.31	567.77	742.44	953.17	1,249.29
股本	408.67	584.90	584.90	584.90	584.90
资本公积	1,139.08	2,637.07	2,657.07	2,697.07	2,747.07
留存收益	2,739.37	3,314.09	4,122.83	5,121.12	6,446.53
其他	70.46	(6.10)	(6.10)	(6.10)	(6.10)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,778.89</b>	<b>7,097.72</b>	<b>8,101.13</b>	<b>9,350.15</b>	<b>11,021.68</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16,958.09</b>	<b>21,397.33</b>	<b>19,778.83</b>	<b>27,563.11</b>	<b>29,903.42</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	786.73	976.24	996.38	1,209.07	1,507.67
折旧摊销	250.55	292.19	173.40	177.64	181.19
财务费用	188.92	231.26	127.41	106.31	141.26
投资损失	(23.47)	(21.46)	(17.74)	(20.89)	(20.03)
营运资金变动	(1,183.03)	184.20	442.16	543.40	253.11
其它	2,278.60	651.87	362.20	265.23	316.84
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,298.30</b>	<b>2,314.32</b>	<b>2,083.82</b>	<b>2,280.77</b>	<b>2,380.03</b>
资本支出	(1,471.87)	2,995.06	389.62	(411.90)	268.06
长期投资	(0.44)	1.89	0.00	0.00	0.00
其他	(529.84)	(4,453.60)	(726.86)	332.73	(257.67)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,002.15)</b>	<b>(1,456.65)</b>	<b>(337.24)</b>	<b>(79.17)</b>	<b>10.39</b>
债权融资	1,909.93	2.03	(2,006.86)	1,518.99	182.61
股权融资	(572.10)	1,597.65	(208.17)	(215.28)	(172.98)
其他	(1,751.04)	(1,742.31)	(0.00)	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(413.21)</b>	<b>(142.62)</b>	<b>(2,215.03)</b>	<b>1,303.72</b>	<b>9.63</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(117.06)</b>	<b>715.04</b>	<b>(468.45)</b>	<b>3,505.32</b>	<b>2,400.06</b>

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>15,695.66</b>	<b>20,175.52</b>	<b>24,280.85</b>	<b>30,164.15</b>	<b>37,480.90</b>
营业成本	10,652.64	13,744.16	16,534.94	20,547.18	25,538.19
营业税金及附加	44.40	54.96	66.14	82.16	102.09
销售费用	3,266.76	3,897.79	4,865.88	5,972.50	7,346.26
管理费用	722.99	1,107.33	1,335.45	1,659.03	2,061.45
研发费用	0.00	2.23	0.00	0.00	0.00
财务费用	185.41	232.48	127.41	106.31	141.26
资产/信用减值损失	(14.49)	(14.29)	(18.27)	(15.68)	(16.08)
公允价值变动收益	10.47	5.77	147.00	10.00	(20.00)
投资净收益	23.47	21.46	17.74	20.89	20.03
其他	(152.45)	(83.10)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>956.46</b>	<b>1,206.73</b>	<b>1,497.50</b>	<b>1,812.17</b>	<b>2,275.60</b>
营业外收入	18.40	16.46	15.95	16.93	16.45
营业外支出	12.88	15.57	14.70	14.38	14.88
<b>利润总额</b>	<b>961.99</b>	<b>1,207.62</b>	<b>1,498.75</b>	<b>1,814.72</b>	<b>2,277.17</b>
所得税	175.26	231.37	287.18	350.42	432.66
<b>净利润</b>	<b>786.73</b>	<b>976.24</b>	<b>1,211.58</b>	<b>1,464.30</b>	<b>1,844.50</b>
少数股东损益	117.49	191.28	215.20	255.23	336.84
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>669.24</b>	<b>784.96</b>	<b>996.38</b>	<b>1,209.07</b>	<b>1,507.67</b>
每股收益(元)	1.14	1.34	1.70	2.07	2.58

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	12.38%	28.54%	20.35%	24.23%	24.26%
营业利润	-0.32%	26.17%	24.10%	21.01%	25.57%
归属于母公司净利润	7.75%	17.29%	26.93%	21.35%	24.70%
<b>获利能力</b>					
毛利率	32.13%	31.88%	31.90%	31.88%	31.86%
净利率	4.26%	3.89%	4.10%	4.01%	4.02%
ROE	15.36%	12.02%	13.54%	14.40%	15.43%
ROIC	27.33%	82.84%	34.84%	37.41%	69.17%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	71.82%	66.83%	59.04%	66.08%	63.14%
净负债率	41.67%	17.24%	-2.31%	-22.11%	-37.59%
流动比率	0.72	0.87	0.94	1.03	1.17
速动比率	0.41	0.51	0.53	0.65	0.78
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	12.21	11.20	11.96	11.78	11.64
存货周转率	6.14	6.04	6.17	6.11	6.11
总资产周转率	1.11	1.05	1.18	1.27	1.30
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.14	1.34	1.70	2.07	2.58
每股经营现金流	3.93	3.96	3.56	3.90	4.07
每股净资产	7.45	11.16	12.58	14.36	16.71
<b>估值比率</b>					
市盈率	31.17	26.57	20.93	17.25	13.83
市净率	4.79	3.19	2.83	2.48	2.13
EV/EBITDA	14.54	13.34	9.68	7.22	5.32
EV/EBIT	16.42	14.88	10.69	7.88	5.71

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com