



2019-11-27

公司点评报告

买入/维持

老百姓(603883)

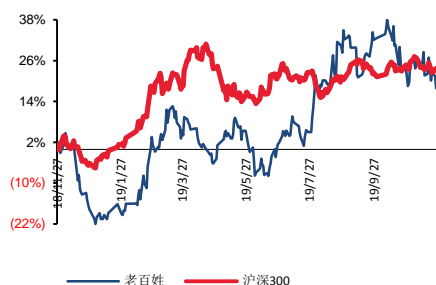
目标价: 86

昨收盘: 67.21

日常消费 食品与主要用品零售 II

春华资本与方源资本成为公司二股东，全方位助力公司发展

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	287/267
总市值/流通(百万元)	19,259/17,945
12个月最高/最低(元)	78.76/44.70

相关研究报告:

老百姓(603883)《门店扩张顺利推进，业绩增长稳健》--2019/10/30

证券分析师: 杜佐远

电话: 010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

证券分析师: 蔡明子

电话: 010-88695263

E-MAIL: caimz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518050001

事件:

11月27日，公司公告称，泽星投资的母公司 Leader BVI 将其持有的泽星投资 100% 股份转让给 Sonata Company Limited，转让价约 5.57 亿美元。股权转让后，公司股东中 Leader BVI 退出，Sonata Company Limited 将通过泽星间接持有公司 24.78% 的股份。

点评:

1. 春华资本与方源资本成为公司二股东，全方位助力公司发展

本次股权转让总对价 5.57 亿美元，约人民币 39 亿，对应老百姓 100% 估值为 157 亿，较当前市值折价 20%，但考虑到买方需要帮 EQT 补交增值税、资金时间成本、转让标的体量较大等因素，估计实际折扣在 10% 左右，是正常水平。

Sonata Company Limited 的股东分别为春华资本 (Primavera, 50%) 和方源资本 (FountainVest, 50%)，均为国际知名股权投资机构。方源资本目前规模约 45 亿美元 (约 315 亿人民币)，在医疗服务、消费零售等板块投资经验丰富，并且投后管理能力突出，核心团队董事长、总裁、合伙人等均曾在淡马锡任高管，在跨国企业、国有企业和民营企业均有丰富的管理和运营经验，参与投资过新浪、太平鸟、克华生物等。春华资本由著名经济学家和金融专家胡祖六博士创立，胡博士曾任高盛集团合伙人兼大中华区主席，其他合伙人也曾任高盛集团等高管，参与过蚂蚁金服、尚德教育等投资。预计春华和方源成为公司股东后将在战略、运营、并购等方面形成助力。

2. 自建+并购稳步推进，整合能力强

公司 Q3 收入增速相比上半年略有放缓，预计与执业药师政策趋严环境下，三季度自建及并购速度有所放缓有关。随着 EQT 股权转让完成，公司更多精力转到运营上，明年起业绩将更稳健。公司通过严格筛选并购标的及全方位赋能，目前收购门店超过 1500 家，绝大多数项目达到甚至超过预期业绩，在重点发展的 11 个优势省份市占率稳步提升。

3. 员工激励充分

2019 年 4 月，公司向 207 名激励对象 (7 名高管+200 名核心人员) 授予 161.11 万股，占总股本 0.57%，授予价格 30.12 元/股；9 月，进一

步向 40 名激励对象（1 名高管+39 核心人员）授予 12.93 万股，授予价格 37.88 元/股，员工激励充分。股权激励的考核目标为：以 2018 年归母净利润为基数，19-21 年的增速不低于 20%、45%、70%；年化增速分别为不低于 20%、20.83%、17.24%。激励费用摊销：19-21 年分别为 3608/1388/555 万元，对利润影响很小。

盈利预测：预计 2019-2021 年净利润分别为 5.29、6.6、8.33 亿元，对应 PE 分别为 37、30、24 倍。维持“买入”评级。

风险提示：门店并购后业绩不及预期。

■ 盈利预测和财务指标：

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9471	11820	14539	17882
(+/-%)	26.26%	24.80%	23.00%	23.00%
净利润(百万元)	441	529	660	833
(+/-%)	28.57%	22.85%	23.80%	25.27%
摊薄每股收益(元)	1.53	1.85	2.30	2.91
市盈率(PE)	31	37	30	24

资料来源：Wind，太平洋证券 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1355	1118	1348	1791	2599	营业收入	7501	9471	11820	14539	17882
应收和预付款项	1176	1304	1507	1880	2366	营业成本	4853	6137	7658	9420	11586
存货	1311	1711	2030	2447	2982	营业税金及附加	52	58	71	94	114
其他流动资产	137	178	187	207	230	销售费用	1668	2157	2695	3286	4034
流动资产合计	3979	4311	5072	6325	8177	管理费用	394	451	544	691	840
长期股权投资	0	2	9	14	19	财务费用	58	43	26	23	19
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	15	10	0	0	0
固定资产	260	464	452	438	419	投资收益	0	0	0	0	0
在建工程	173	344	464	564	664	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	289	341	383	433	484	营业利润	488	635	826	1025	1288
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	5	7	9	9	8
其他非流动资产	2719	4174	4317	4680	5041	利润总额	493	643	836	1035	1296
资产总计	6699	8485	9389	11006	13218	所得税	96	132	209	259	324
短期借款	174	816	816	816	816	净利润	397	510	627	776	972
应付和预收款项	927	1156	1444	1745	2115	少数股东损益	26	69	98	116	139
长期借款	95	84	84	84	84	归母股东净利润	371	441	529	660	833
其他负债	2402	3060	3047	3587	4457	预测指标					
负债合计	3598	5115	5391	6232	7473		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
股本	285	285	287	287	287	毛利率	35.31%	35.21%	35.21%	35.21%	35.21%
资本公积	1333	1298	1298	1298	1298	销售净利率	4.94%	4.66%	4.48%	4.54%	4.66%
留存收益	1313	1463	1992	2652	3484	销售收入增长率	23.09%	26.26%	24.80%	23.00%	23.00%
归母公司股东权益	2931	3046	3577	4237	5069	EBIT 增长率	20.98%	24.22%	25.73%	22.82%	24.29%
少数股东权益	170	323	421	537	676	净利润增长率	24.89%	19.00%	19.94%	24.64%	26.23%
股东权益合计	3101	3369	3998	4774	5746	ROE	12.65%	14.49%	14.80%	15.57%	16.43%
负债和股东权益	6699	8485	9389	11006	13218	ROA	5.54%	5.20%	5.64%	5.99%	6.30%
现金流量表(百万)						ROIC	15.88%	14.06%	14.95%	17.07%	20.53%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EPS (X)	1.38	1.53	1.85	2.30	2.91
经营性现金流	492	913	501	949	1329	PE (X)	45.64	30.86	37.27	29.90	23.69
投资性现金流	-629	-1413	-235	-469	-483	PB (X)	6.12	4.42	5.51	4.66	3.89
融资性现金流	524	218	-37	-37	-37	PS (X)	2.39	1.42	1.67	1.36	1.10
现金增加额	0	0	0	0	0	EV/EBITDA (X)	24.62	15.42	20.87	16.75	13.03

资料来源: WIND, 太平洋证券

请务必阅读正文之后的免责条款部分

守正 出奇 宁静 致远

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com

华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。