

2020 年报&2021Q1 季报点评: Q1 业绩短期承压, 四驾马车驱动未来业绩稳健增长

买入 (维持)

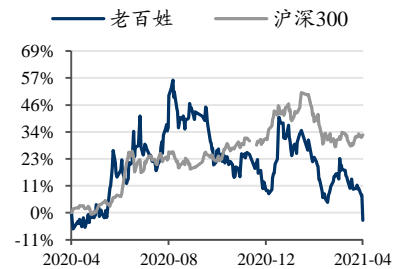
2021 年 04 月 28 日

证券分析师 朱国广
执业证号: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	13,967	17,771	22,350	27,853
同比 (%)	19.8%	27.2%	25.8%	24.6%
归母净利润 (百万元)	621	787	961	1,159
同比 (%)	22.1%	26.8%	22.1%	20.6%
每股收益 (元/股)	1.52	1.93	2.35	2.84
P/E (倍)	37.02	29.20	23.92	19.84

股价走势



投资要点

- **事件:** 2020 年公司实现营业收入 139.67 亿元 (+19.75%), 实现归母净利润 6.21 亿元 (+22.09%), 实现扣非归母净利润 5.45 亿 (+14.05%), 经营性现金流净额 14.47 亿元 (+40.19%)。公司 2021 Q1 实现营收 36.38 亿元 (+10.85%), 归母净利润 2.28 亿元 (+16.03%), 扣非归母净利润 1.92 亿元 (+13.06%)。2020 年及 2021Q1 业绩略低于我们预期。
- **Q1 业绩短期承压, “四驾马车”驱动未来业绩稳健增长。** 2020 年 Q1-Q4 单季度, 公司营收分别同比增长 20.34%/21.32%/21.04%/16.81%, Q4 季度增速放缓主要由于新开门店影响等。Q1 季度业绩增速低于预期, 主要由于疫情物资需求变化、春节就地过年以及部分地区感冒药限售等影响。公司积极应对市场变化, 并持续构筑直营、并购、加盟、联盟的“四驾马车”立体深耕模式, 通过内生发展和外延扩展的双轮驱动, 以保障公司业绩长期稳健增长。至 2020 年底, 公司在全国共开设门店 6533 家, 其中直营门店 1089 家, 加盟门店 645 家。2020 年新增门店 1734 家。
- **门店优化持续推进, 服务效率得以提升。** 2020 年, 收入端分品类来看, 中西成药、中药、非药品类分别同比增长 16.15%、6.97%、48.64%。非药品类受疫情相关需求增加增长最快。费用端, 2020 年公司销售费用率、管理费用率分别为 20.31% (-1.25pp)、4.71% (-0.05pp), 销售毛利率和销售净利率分别为 32.06% (-1.53pp)、5.47% (+0.2pp)。公司持续提升门店运营能力, 一方面继续实施大店拆小店的方案, 2020 年对 81 家大店进行优化, 从降低租效、提升平效。另一方面, 聚力升级改造五代店, 2020 年直营店升级改造完成共 337 家。从而提升服务与经营效率。
- **全渠道多场景新零售业务, 精细化管理强化竞争力。** 公司全渠道、多场景发展新零售业务, 通过腾讯互联网基因的加持, 助力公司数字化转型和业务发展。在智慧门店建设方面, 大力推进智慧收银双屏、扫码购等新型营销互动软硬件建设。同时依托企业微信助力私域沉淀, 帮助门店从社群渠道开启业绩提升之道。2020 年公司 24 小时店及夜间售药店达 800 余家门店; 线上渠道销 2.89 亿元 (+65.7%)。公司进一步提升会员精细化管理, 整体会员数 5165 万, 活跃会员数 1736 万, 数字化会员体系助力提升服务效率与整体竞争力。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司扩张提速, 新店、次新店扭亏或将对业绩增速略有影响, 我们将 2021-2022 年归母净利润 8.56/10.45 下调至 7.87/9.61 亿元, 预计 2023 年为 11.59 亿元, 对应当前市值的 PE 分别为 29 倍、24 倍、20 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 处方外流不及预期的风险, 门店业务增长不及预期的风险。

市场数据

收盘价(元)	56.25
一年最低/最高价	53.44/93.10
市净率(倍)	5.52
流通 A 股市值(百万元)	22915.60

基础数据

每股净资产(元)	10.18
资产负债率(%)	67.07
总股本(百万股)	408.73
流通 A 股(百万股)	407.39

相关研究

- 1、《老百姓 (603883): 业绩持续稳健增长, 门店日均坪效提升》2020-10-30
- 2、《老百姓 (603883): 业绩稳健增长, 公司长期发展内生动能可期》2020-08-21

老百姓三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5,635	7,717	9,864	12,979	营业收入	13,967	17,771	22,350	27,853
现金	1,372	3,142	3,410	5,763	减:营业成本	9,489	12,071	15,250	19,092
应收账款	1,150	1,470	1,825	2,281	营业税金及附加	44	56	70	87
存货	2,387	2,136	3,578	3,575	营业费用	2,837	3,592	4,495	5,574
其他流动资产	726	969	1,050	1,360	管理费用	658	837	1,053	1,312
非流动资产	5,649	5,838	6,050	6,288	研发费用	0	2	2	3
长期股权投资	64	90	116	143	财务费用	63	91	93	97
固定资产	1,000	1,275	1,590	1,953	资产减值损失	5	3	3	5
在建工程	80	85	91	101	加:投资净收益	8	6	6	7
无形资产	433	413	394	374	其他收益	102	67	74	77
其他非流动资产	4,072	3,975	3,858	3,718	资产处置收益	-1	1	1	1
资产总计	11,284	13,555	15,914	19,267	营业利润	960	1,192	1,463	1,765
流动负债	6,291	7,767	9,115	11,219	加:营业外净收支	-3	2	1	1
短期借款	1,158	1,118	1,138	1,128	利润总额	957	1,193	1,464	1,766
应付账款	4,109	5,272	6,580	8,258	减:所得税费用	192	240	294	355
其他流动负债	1,024	1,377	1,397	1,832	少数股东损益	143	166	209	252
非流动负债	187	172	156	138	归属母公司净利润	621	787	961	1,159
长期借款	118	103	87	68	EBIT	994	1,198	1,437	1,699
其他非流动负债	69	69	69	69	EBITDA	1,239	1,496	1,793	2,119
负债合计	6,479	7,939	9,271	11,356	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	515	682	890	1,142	每股收益(元)	1.52	1.93	2.35	2.84
归属母公司股东权益	4,290	4,934	5,752	6,768	每股净资产(元)	10.50	12.07	14.07	16.56
负债和股东权益	11,284	13,555	15,914	19,267	发行在外股份(百万股)	409	409	409	409
					ROIC(%)	21.9%	39.6%	38.9%	87.0%
					ROE(%)	15.9%	17.0%	17.6%	17.8%
					毛利率(%)	32.1%	32.1%	31.8%	31.5%
					销售净利率(%)	4.4%	4.4%	4.3%	4.2%
					资产负债率(%)	57.4%	58.6%	58.3%	58.9%
					收入增长率(%)	19.8%	27.2%	25.8%	24.6%
					净利润增长率(%)	24.3%	24.7%	22.7%	20.6%
					P/E	37.02	29.20	23.92	19.84
					P/B	5.36	4.66	4.00	3.40
					EV/EBITDA	18.93	14.56	12.12	9.25

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

