

2021年04月30日

老百姓 (603883.SH)

公司快报

Q1 业绩承压，预计全年恢复高增长

事件：公司公告 2020 年年报，营业收入 139.67 亿元，同比增长 19.75%；归母净利润 6.21 亿元，同比增长 22.09%；扣非后归母净利润 5.45 亿元，同比增长 14.05%；经营性现金流净额 14.47 亿元，同比增长 40.19%。

同时公司发布 2021 年一季报，营业收入 36.38 亿元，同比增长 10.85%；扣非归母净利润 1.92 亿元，同比增长 13.06%；经营性现金流净额 4.47 亿元，同比增长 121.96%。

◆ **Q1 业绩承压，预计全年恢复高增长**：2021 年 Q1 防疫物资需求较 2020 年同期相比大幅减少，以及春节就地过年、部分地区感冒药限售等影响，行业短期承压，老店同店增速有所下滑；新开门店仍处于业绩爬坡对公司业绩贡献有限。2020 年新开门店和并购门店多集中于下半年，预计将在今年下半年贡献利润，加之国内疫情稳定限售等影响逐步恢复，预计全年业绩保持前高后低态势，全年业绩将恢复高增长。

◆ **直营并购并重，加盟快速推进**：截至 2021 年一季度末，公司门店总数已达 7268 家，其中 2020 年新增门店 1734 家（直营门店 1089 家，加盟门店 645 家），2021Q1 新增门店 793 家（直营门店 582 家，加盟门店 211 家）。2020 年，公司共完成 19 起并购项目，收购门店 510 家，较 2019 年收购门店数（243 家）实现翻倍。公司持续推进加盟业务，已扩张至 18 个省市，2021Q1 新增陕西公司，举办“318 线上直播招商会”在线签约达 485 家；2021Q1 实现配送收入 2.73 亿元，同比提升 32%，覆盖药品零售市场份额超过 4.6 亿元。

◆ **内生盈利水平不断提升，积极布局处方药外流以及慢病管理**：2019 年以来，公司采用多种方式提升运营管理效率，各类门店坪效均提升，内生盈利能力持续向好。大店拆小店提升坪效，2020 年对 81 家大店进行优化，2020 年直营店升级改造完成共 337 家；区域聚焦提升优势地区市占率；优化商品体系提高统采销售占比，2020 年 12 月统采销售占比 59.2%，较 2019 年同期上升 1.4 个百分点，溢价能力进一步提升。公司积极布局处方药外流以及慢病管理，公司直营门店中医保门店占比 89.96%，院边店占比 11.05%，DTP 药房 145 家，特殊门诊 399 个；直营门店执业药师配置率 1.1 人/店，通过铺设慢病自测设备、配备慢病管理专家，提高慢病客户粘性。

◆ **互联网赋能，加速新零售转型**：公司 2020 年 9 月与腾讯合作，助力公司向数字化“新零售”转型和发展。公司立足微信生态，持续进行 5000 多万会员数据的梳理及整合，为会员营销提供数据支撑。同时公司依托企业微信助力智慧药店的私域沉淀，运用服务号+小程序链接多项服务新能力，如在线找药、查找附近门店、24 小时药店、稀缺药代购、用药咨询、医生问诊、健康直播等服务，帮助门店从社群渠道开启业绩提升之道。2021Q1 公司新零售线上业务销售额 1.23 亿元，同比增长 144%；其中 O2O 到家业务整体同比增长 126%；B2C 业务同比增长 248%。公司整体会员数 5409 万，活跃会员数 1784.4 万，截止一季度末公司微信服务号关注用户数超 944 万，其中注册会员数 768 万。

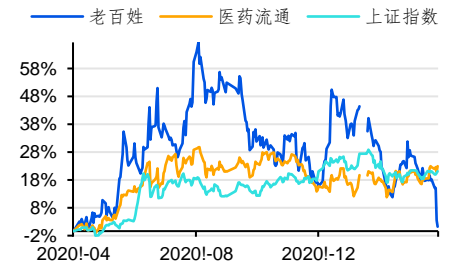
| III

投资评级 **买入-A(维持)**
 股价(2021-04-29) **55.00 元**

交易数据

总市值 (百万元)	22,480.27
流通市值 (百万元)	22,406.36
总股本 (百万股)	408.73
流通股本 (百万股)	407.39
12 个月价格区间	53.62/116.13 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-23.61	-23.59	-28.48
绝对收益	-23.09	-23.82	-5.36

分析师 **魏贇**
 SAC 执业证书编号：S0910521040001
 weiyun@huajinsec.cn

分析师 **王睿**
 SAC 执业证书编号：S0910519080003
 wangrui@huajinsec.cn
 021-20377036

报告联系人 **徐梓煜**
 xuziyu@huajinsec.cn
 02120377063

相关报告

老百姓：门店快速扩张，经营效率持续提升
 2020-04-28

老百姓：业绩符合预期，加盟门店持续扩张
 2019-10-31

老百姓：全国布局，持续扩张的医药零售龙头
 2019-08-28

老百姓：业绩符合预期，门店扩张速度明显加快
 2018-08-31

老百姓：业绩维持高增长，营运数据持续向好
 2017-08-31

- ◆ **投资建议：**我们预计公司 2021-2023 年净利润为 7.76 亿元、9.65 亿元、11.77 亿元，对应 EPS 分别为 1.9 元、2.36 元、2.88 元，对应 PE 分别为 29x、23.3x、19.1x，维持公司买入-A 的投资评级。
- ◆ **风险提示：**门店扩张不达预期；并购整合不及预期带来的商誉减值风险；互联网零售药房竞争风险

财务数据与估值

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,663	13,967	17,149	21,208	26,226
YoY(%)	23.1	19.8	22.8	23.7	23.7
净利润(百万元)	509	621	776	965	1,177
YoY(%)	16.9	22.1	24.9	24.4	22.0
毛利率(%)	33.6	32.1	33.0	33.2	32.9
EPS(摊薄/元)	1.24	1.52	1.90	2.36	2.88
ROE(%)	15.9	15.9	16.2	17.7	18.3
P/E(倍)	44.2	36.2	29.0	23.3	19.1
P/B(倍)	6.6	5.2	4.6	4.0	3.4
净利率(%)	4.4	4.4	4.5	4.5	4.5

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5076	5635	7287	9475	12191	营业收入	11663	13967	17149	21208	26226
现金	1386	1372	1873	3039	4042	营业成本	7746	9489	11488	14177	17605
应收票据及应收账款	1073	1150	1579	1796	2378	营业税金及附加	48	44	87	98	111
预付账款	420	428	613	674	918	营业费用	2514	2837	3601	4454	5507
存货	1988	2387	2910	3627	4490	管理费用	555	658	806	1004	1239
其他流动资产	209	298	312	340	364	研发费用	1	0	3	5	4
非流动资产	4848	5649	5737	5862	6009	财务费用	67	63	40	38	2
长期投资	37	64	90	116	143	资产减值损失	-6	-5	0	0	0
固定资产	902	1000	1092	1229	1423	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	435	433	474	513	541	投资净收益	5	8	3	4	5
其他非流动资产	3474	4153	4081	4003	3902	营业利润	765	960	1127	1437	1763
资产总计	9924	11284	13024	15337	18200	营业外收入	11	13	13	13	13
流动负债	5348	6291	7286	8697	10358	营业外支出	6	16	10	9	10
短期借款	1078	1158	1158	1158	1158	利润总额	770	957	1130	1440	1766
应付票据及应付账款	3266	4109	4819	6199	7483	所得税	155	192	228	292	356
其他流动负债	1004	1024	1308	1340	1716	税后利润	615	764	903	1148	1409
非流动负债	702	187	173	158	140	少数股东损益	106	143	127	183	233
长期借款	649	118	104	89	70	归属母公司净利润	509	621	776	965	1177
其他非流动负债	53	69	69	69	69	EBITDA	1034	1239	1471	1806	2157
负债合计	6050	6479	7459	8856	10498						
少数股东权益	388	515	642	826	1058	主要财务比率					
股本	287	409	409	409	409	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	1372	1587	1587	1587	1587	成长能力					
留存收益	1825	2324	2874	3681	4684	营业收入(%)	23.1	19.8	22.8	23.7	23.7
归属母公司股东权益	3487	4290	4923	5655	6644	营业利润(%)	21.7	25.4	17.4	27.5	22.7
负债和股东权益	9924	11284	13024	15337	18200	归属于母公司净利润(%)	16.9	22.1	24.9	24.4	22.0
						获利能力					
						毛利率(%)	33.6	32.1	33.0	33.2	32.9
						净利率(%)	4.4	4.4	4.5	4.5	4.5
						ROE(%)	15.9	15.9	16.2	17.7	18.3
						ROIC(%)	12.5	14.1	14.8	16.5	17.4
						偿债能力					
						资产负债率(%)	61.0	57.4	57.3	57.7	57.7
						流动比率	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2
						速动比率	0.5	0.4	0.5	0.6	0.6
						营运能力					
						总资产周转率	1.3	1.3	1.4	1.5	1.6
						应收账款周转率	11.6	12.6	12.6	12.6	12.6
						应付账款周转率	2.7	2.6	2.6	2.6	2.6
						估值比率					
						P/E	44.2	36.2	29.0	23.3	19.1
						P/B	6.6	5.2	4.6	4.0	3.4
						EV/EBITDA	22.6	18.5	15.3	11.9	9.6

现金流量表(百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1033	1447	1100	1933	1776
净利润	615	764	903	1148	1409
折旧摊销	197	245	315	366	425
财务费用	67	63	40	38	2
投资损失	-5	-8	-3	-4	-5
营运资金变动	150	378	-154	386	-55
其他经营现金流	8	6	0	0	0
投资活动现金流	-838	-1010	-400	-486	-567
筹资活动现金流	-96	-495	-200	-281	-206
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.24	1.52	1.90	2.36	2.88
每股经营现金流(最新摊薄)	2.53	3.54	2.69	4.73	4.34
每股净资产(最新摊薄)	8.39	10.50	12.04	13.84	16.26

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A—正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B—较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

魏贇、王睿声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn