

老百姓 (603883.SH)

2021年08月18日

Q2 业绩加速增长超预期, 星火模式持续推进

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

蔡明子 (分析师)

古意涵 (联系人)

caimingzi@kysec.cn

guyihan@kysec.cn

证书编号: S0790520070001

证书编号: S0790121020007

日期	2021/8/17
当前股价(元)	48.68
一年最高最低(元)	109.16/42.95
总市值(亿元)	198.94
流通市值(亿元)	198.61
总股本(亿股)	4.09
流通股本(亿股)	4.08
近3个月换手率(%)	39.27

● **2021Q2 业绩加速增长超预期, 盈利能力显著提升, 下半年业绩增长空间大**
8月17日, 公司发布2021年中报: 2021H1 公司实现营收74.61亿元(+11.58%); 归母净利润4.06亿元(+20.79%); 扣非净利润3.63亿元(+18.38%), 经营现金流净额10.63亿元(+134.86%), 公司业绩增长超预期。我们维持对公司的盈利预测不变, 预计2021-2023年归母净利润分别为7.86/9.74/12.32亿元, 对应EPS分别为1.92/2.38/3.01元/股, 当前股价对应PE分别为25.3/20.4/16.2倍, 估值具备性价比, 维持“买入”评级。

● **门店稳健扩张, 持续推进星火模式, 各类门店坪效提升趋势**

截至2021H1 公司门店数达到7,680家, 其中直营门店5,682家、加盟门店1,998家。新增门店1,290家, 其中直营门店855家(自建门店496家, 资产性并购124家, 股权并购235家), 加盟门店435家。因公司发展规划及经营策略性调整关闭门店143家。分季度看, 公司Q1/Q2分别新增直营店582家、273家; 加盟店211家、224家, 门店稳健扩张。**持续推进星火模式。**截至2021H1, 公司通过星火模式并购超2100家门店, 遍布江苏、甘肃、内蒙等9个省份。7月16日, 公司公告称拟支付现金2.1亿元, 收购华康大药房、江苏百佳惠、泰州隆泰源药房剩余股权, 此次收购有利于公司未来在江苏省整合管理, 进一步完善网点布局; 有利于整合上市公司资源, 提升公司盈利能力, 将更好地提升少数股东积极性, 有利于星火式收购后, 标的整合赋能管理和经营能力的提升。**拟定增进一步加速扩张步伐。**7月8日, 公司收到证监会对定增预案的批复, 该预案于6月21日申请获得证监会通过, 此次定增拟募集资金总额不超过17.40亿元, 用于新建药店、补充流动资金等, 预计能够进一步加速公司扩张以及提升经营质量。

● **全方位提升门店专业服务能力**

公司积极培养药事专业人才; 不断提升承接处方外流能力; 积极发展线上业务; 加强会员管理; 发展自有品牌打造商品竞争优势。

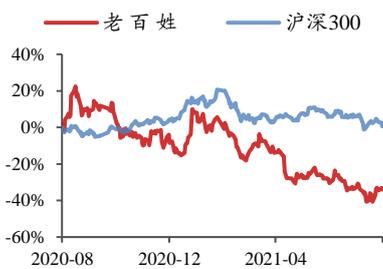
● **风险提示:** 门店扩张速度和后期整合、盈利水平低于预期。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,663	13,967	17,731	21,392	25,670
YOY(%)	23.1	19.8	27.0	20.6	20.0
归母净利润(百万元)	509	621	786	974	1,232
YOY(%)	16.9	22.1	26.6	24.0	26.4
毛利率(%)	33.6	32.1	33.5	33.6	33.9
净利率(%)	4.4	4.4	4.4	4.6	4.8
ROE(%)	15.9	15.9	17.1	17.5	18.1
EPS(摊薄/元)	1.24	1.52	1.92	2.38	3.01
P/E(倍)	39.1	32.0	25.3	20.4	16.2
P/B(倍)	5.8	4.6	4.0	3.4	2.8

数据来源: 聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-拟收购江苏3家药房剩余股权, 星火模式持续推进》-2021.7.18

《公司信息更新报告-定增预案获批, 全面优化公司业务运营, 助力可持续发展》-2021.6.22

《公司信息更新报告-年报业绩符合预期, 预计2021年前低后高, 看好全年利润提速》-2021.4.28

目 录

1、 2021Q2 业绩加速增长超预期，盈利能力显著提升，下半年业绩增长空间大	3
2、 门店稳健扩张，持续推进星火模式，各类门店坪效提升趋势明显	3
3、 全方位提升门店专业服务能力	4
4、 盈利预测与投资建议	5
5、 风险提示	5
附： 财务预测摘要	6

图表目录

表 1： 老百姓盈利预测	5
--------------------	---

1、2021Q2 业绩加速增长超预期，盈利能力显著提升，下半年业绩增长空间大

8月17日,公司发布2021年中报:2021H1公司实现营收74.61亿元(+11.58%);归母净利润4.06亿元(+20.79%,租赁准则追溯后+24.69%);扣非净利润3.63亿元(+18.38%,租赁准则追溯后+22.58%),经营现金流净额10.63亿元(+134.86%,租赁准则追溯后+14.92%)。EPS0.99元/股(+0.15元/股)。公司业绩增长超预期。

分季度看,公司Q1/Q2收入分别为36.38亿元(+10.85%)、38.23亿元(+12.31%);归母净利润分别为2.28亿元(+16.03%)、1.78亿元(+27.14%);扣非净利润分别为1.92亿元(+13.06%)、1.71亿元(+24.82%);经营现金流净额分别为4.47亿元(+121.96%)、6.16亿元(+145.42%)。

2021Q1由于就地过年及感冒药下架、新店及次新店亏损、新租赁准则变化、2020年3月防疫物资基数高等因素导致老店及同店增速有所放缓(预计5%以内增长),Q2起上述因素影响逐步减弱/消除,对利润影响逐渐减小,业绩同比提速;考虑到2020年下半年新开自建门店及并购门店有望在2021年下半年贡献利润,预计2021年下半年业绩仍有较大提升空间。

分行业看,2021H1公司医药零售业务实现营收63.41亿元(+8.01%),加盟、联盟及分销业务实现营收10.66亿元(+40.65%)。分产品看,中西成药营收为59.92亿元(+17.53%),中药4.62亿元(+20.98%),非药品10.06亿元(-16.57%)。从地区看,华中地区是公司业务收入的重要来源,收入占比超39%,公司在该区域有较突出的领先优势,市场份额进一步提高。

从毛利率看,2021H1公司毛利率为33.40%(+1.09pct),净利率6.24%(+0.06pct)。分季度看,公司Q1/Q2毛利率分别为33.50%(+2.42pct)、33.32%(+1.74pct);净利率分别为6.25%(+0.28pct)、5.45%(+0.06pct),同比2020Q1/Q2公司毛利率、净利率均实现增长。2021H1公司零售业务毛利率为36.76%(+0.52pct),批发毛利率为13.52%(+2.73pct),零售毛利率及批发毛利率均得到较大提升,主要是由于自有品牌占比提升和统采占比提升,截至2021H1公司自有品牌产品已超过600个,2021H1销售额达到8.2亿元(+101%,毛利额增长111%),2021H1统采销售占比61.49%(+8.39pct),为公司贡献业绩。

从现金流看,2021H1投资活动产生的现金流量净额-9.90亿元(+23.21%),主要原因是本期并购项目投入增加;经营活动产生的现金流量净额为10.63亿元(+134.86%),筹资活动产生的现金流量净额-3.08亿元(-207.50%),主要是由于新租赁准则将使用权资产相关支出重分类至筹资活动产生的现金流量。

从营运能力看,2021H1公司的存货周转天数为89.25(-0.54天),得益于公司运用数字化工具提高商品满足率、提升物流配送效率,从而获得行业领先的商品满足率和存货周转天数;2021H1应收账款周转天数为55.96天(-0.82天)。由此,公司整体营运能力有所提升。

2、门店稳健扩张，持续推进星火模式，各类门店坪效提升趋势明显

截至 2021H1 公司门店数达到 7,680 家，其中直营门店 5,682 家、加盟门店 1,998 家。新增门店 1,290 家，其中直营门店 855 家（自建门店 496 家，资产性并购 124 家，股权并购 235 家），加盟门店 435 家。因公司发展规划及经营策略性调整关闭门店 143 家。分季度看，公司 Q1/Q2 分别新增直营店 582 家、273 家；加盟店 211 家、224 家，门店稳健扩张。

持续推进星火模式。截至 2021H1，公司通过星火模式并购超 2100 家门店，遍布江苏、甘肃、内蒙等 9 个省份。7 月 16 日，公司公告称拟支付现金 2.1 亿元，收购华康大药房、江苏百佳惠、泰州隆泰源药房剩余股权，此次收购有利于公司未来在江苏省整合管理，进一步完善网点布局；有利于整合上市公司资源，提升公司盈利能力，将更好地提升少数股东积极性，有利于星火式收购后，标的整合赋能管理和经营能力的提升。

拟定增进一步加速扩张步伐。7 月 8 日，公司收到证监会对定增预案的批复，该预案于 6 月 21 日申请获得证监会通过，此次定增拟募集资金总额不超过 17.40 亿元，用于新建药店、补充流动资金等，预计能够进一步加速公司扩张以及提升经营质量。

从坪效看，公司大店拆小店以及提升门店专业服务能力、拥抱新零售取得了明显成效，公司各类门店坪效提升趋势明显。2018/2019/2020/2020H1/2021H1 公司旗舰店坪效分别为 128/142/177/149/191(元/平米)，大店分别为 74/84/90/85/97(元/平米)，中小成店 39/46/48/46/46(元/平米)。

3、全方位提升门店专业服务能力

(1) 培养药事专业人才：截至 2021H1，公司已培养了 4,875 名慢病管理专家，共配备药师和执业药师 8,212 名。在全国 4,647 家门店铺设了血糖、血压、心率、尿酸、血脂等慢病自测蓝牙智能设备，慢病服务累计建档 766.8 万人、累计服务自测 2,372.3 万人次、累计回访 1,236 万人次，举行线上线下患教 6,536 场次、创建社群 8000 多个，入群人数近 50 万。

(2) 不断提升承接处方外流能力：截至 2021H1，公司 5,682 家直营门店中，医保门店占比 89.37%，院边店占比 10.8%，DTP 药房 145 家，特殊门诊 416 个。

(3) 积极发展线上业务：广布局、店距合理、统一品牌的优势使公司更好地承接线上业务发展，更适应未来互联网医疗的发展趋势，2021H1 公司线上渠道业务保持持续高速增长，借助系统化建设和精细化运营，线上渠道销售额达 3 亿元，同比增长达到 200%，已超 2020 年全年销售额，公司支持 O2O 外卖服务的门店 5,831 家，24 小时门店 430 家。

(4) 加强会员管理：在腾讯互联网基因的加持下，公司进行 5000 多万会员数据的梳理和整合，立足微信生态，建立线上线下打通的会员唯一识别码，为会员营销提供数据支撑，同时依托企业微信助力智慧药店的私域沉淀，开启社群渠道。2021H1 公司继续提升会员精细化服务能力，公司整体会员数 5,715 万，活跃会员数 1,331 万，新增会员数 174 万。

(5) 发展自有品牌打造商品竞争优势：截至 2021H1，公司经营商品品规 9 万余种；2021 年上半年统采销售占比 61.49%，较 2020 年同期上升 8.39pct。公司自有品牌产品已超过 600 个，2021H1 销售额达到 8.2 亿元，同比增长 101%，毛利额同比增长 111%。报告期内公司自有品牌销售占比超过 15%，较 2020H1 增长 7 个百分点

以上。

4、盈利预测与投资建议

我们维持对公司的盈利预测不变，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 7.86/9.74/12.32 亿元，对应 EPS 分别为 1.92/2.38/3.01 元/股，当前股价对应 PE 分别为 25.3/20.4/16.2 倍，估值具备性价比，维持“买入”评级。

表1: 老百姓盈利预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,663	13,967	17,731	21,392	25,670
YOY(%)	23.1	19.8	27.0	20.6	20.0
归母净利润(百万元)	509	621	786	974	1,232
YOY(%)	16.9	22.1	26.6	24.0	26.4
毛利率(%)	33.6	32.1	33.5	33.6	33.9
净利率(%)	4.4	4.4	4.4	4.6	4.8
ROE(%)	15.9	15.9	17.1	17.5	18.1
EPS(摊薄/元)	1.24	1.52	1.92	2.38	3.01
P/E(倍)	39.1	32.0	25.3	20.4	16.2
P/B(倍)	5.8	4.6	4.0	3.4	2.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

5、风险提示

门店扩张速度和后期整合、盈利水平低于预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn