

公司点评

老百姓 (603883)

医药生物 | 医药商业

门店扩张速度加快，盈利水平同比改善

2021年08月18日

评级 推荐

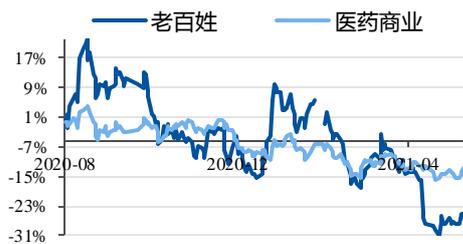
评级变动 维持

合理区间 66.15-75.60 元

交易数据

当前价格 (元)	48.68
52周价格区间 (元)	51.02-109.16
总市值 (百万)	19894.00
流通市值 (百万)	19861.00
总股本 (万股)	40867.37
流通股 (万股)	40798.53

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
老百姓	-0.33	-11.03	-37.50
医药商业	-1.51	-14.71	-23.65

杨甫

执业证书编号: S0530517110001
yangfu@cfzq.com

吴号

wuhao2@cfzq.com

分析师

0731-84403345

研究助理

相关报告

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (百万元)	11663	13967	16498	20338	24524
净利润 (百万元)	509	621	774	941	1127
每股收益 (元)	1.24	1.52	1.89	2.30	2.76
每股净资产 (元)	8.53	10.50	15.94	17.37	19.08
P/E	39.11	32.03	25.70	21.14	17.65
P/B	5.71	4.64	3.05	2.80	2.55

资料来源: Wind, 财信证券

投资要点:

- **事件:** 公司发布 2021 年半年报。2021H1, 公司实现营业收入 74.61 亿元, 同比增长 11.58%; 实现归母净利润 4.06 亿元, 同比增长 20.79%, 租赁准则追溯后同比增长 24.69%; 实现扣非归母净利润 3.63 亿元, 同比增长 18.38%, 租赁准则追溯后同比增长 22.58%。单看 2021Q2, 公司实现营收 38.23 亿元, 同比增长 12.31%, 环比增长 5.09%; 实现归母净利润 1.78 亿元, 同比增长 27.14%, 环比下降 21.93%; 实现扣非归母净利润 1.71 亿元, 同比增长 24.82%, 环比下降 10.94%。公司 2021H1 业绩增长符合预期。
- **非药品拖累营收增速, 自有品牌、线上渠道销售增长亮眼。** 分产品看, 中西成药实现营收 59.92 亿元 (+17.53%), 营收占比为 80.31% (+4.06pct); 中药营收为 4.62 亿元 (+20.98%), 营收占比为 6.19% (+0.48pct); 非药品营收为 10.06 亿元 (-16.57%), 营收占比为 13.48% (-4.55pct)。受新冠疫情防控用品销售减少影响, 公司非药品营收同比减少, 拖累公司营收增速, 产品收入结构逐步回归正常水平。此外, 2021H1, 公司自有品牌销售额达 8.20 亿元, 同比增长 101%; 线上渠道销售额达 3 亿元, 同比增长 200%, 已超 2020 年全年销售额。
- **“自建”与“外延”并举, 加速门店下沉、跨区扩张。** 报告期内, 公司新增门店 1290 家 (+151.95%, 2020 年全年新增 1734 家), 其中直营门店新增 855 家 (+104.55%), 加盟门店新增 435 家 (+362.77%), 关闭门店 143 家 (去年同期关闭 41 家)。总的来看, 公司上半年较年初净增门店 1147 家, 增幅为 17.56%。**分店型来看,** 旗舰店、大店、中小成店分别净增 -21、-29、+840 家, 直营净增门店均为中小门店, 主要因为公司聚焦重点发展区域下沉市场, 加大社区店、县域市场布局。**分扩张方看,** 公司“自建”与“外延”并举, 自建门店 496 家、并购 359 家、加盟 435 家。**分区域来看,** 华中、华南、华北、华东、西北区域分别新增直营门店 170、40、353、236、56 家, 跨省区扩张能力优秀, 全国门店布局日益完善。
- **防护用品销售减少+门店结构变化, 直营门店整体坪效略有下降。** 坪效方面, 公司直营门店日均坪效为 59 元/平方米, 同比减少 2 元/平方米。其中, 旗舰店、大店、中小成店的日均坪效分别为 191、97、46 元/平

方米，同比变动+42、+12、-2元/平方米。公司直营门店整体日均坪效同比下降，主要因为：（1）疫情防护用品销售减少；（2）坪效较低的中小成店在直营门店中的占比提高。而旗舰店、大店日均坪效同比改善，主要系公司全面盘点门店空间使用情况，持续优化冗余或闲置的门店面积所致；中小成店坪效略有下降，主要系本期净增直营门店均为中小成店，新增门店坪效相对较低。未来，伴随着“双通道”政策落地，处方外流加快，以及人口老龄化带来的药品需求增加，公司直营门店坪效有望稳中有升。

- **自有品牌、统采销售占比提高，公司盈利水平同比改善。**2021H1，公司整体毛利率为 33.40% (+1.09pct)，其中中西成药、中药、非药品毛利率分别为 30.25% (+0.38pct)、49.54% (+1.70pct)、44.81% (+7.06pct)。公司毛利率同比改善主要因为：（1）公司自有品牌销售占比超 15%，同比提升 7 个百分点；（2）公司统采销售占比为 61.49%，同比提升 8.39 个百分点。期间费用率方面，2021H1，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 20.84% (+1.16pct)、4.20% (-0.32pct)、1.09% (+0.66pct)，销售费用率同比提升主要因为去年同期中小微企业享受社保费用减免优惠；财务费用率同比提升主要系按照新租赁准则将租赁负债按照实际利率法计算摊销的财务费用以及本期银行贷款增加所致。综合影响下，公司净利率为 6.24% (+0.06pct)，与上年同期持平。长期来看，药品带量采购、处方外流、医药电商冲击下，公司毛利率面临下行压力，但公司可以通过提升自有品牌、统采销售占比以及控制费用等措施克服不利影响，保持相对稳定的净利率水平。
- **盈利预测与投资建议：**集中度提升、处方外流是零售药店的长期增长逻辑，公司作为国内零售药店龙头，异地扩张、品牌、管理、规模优势明显，有望在前述趋势中充分受益。2021-2023 年，预计公司实现归母净利润 7.74/9.41/11.27 亿元，EPS 分别为 1.89/2.30/2.76 元，对应的 PE 分别为 25.70/21.14/17.65 倍，结合公司业绩增长情况、可比公司估值以及历史估值情况，给予公司 2021 年 35-40 倍 PE，对应的目标价格为 66.15-75.60 元，给予公司“推荐”评级。
- **风险提示：**门店扩张速度不及预期；药品价格下降风险；医药电商冲击风险；行业政策风险等。

财务预测摘要

利润表	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	11663	13967	16498	20338	24524	费用率					
减:营业成本	7746	9489	11020	13747	16692	毛利率	0.34	0.32	0.33	0.32	0.32
营业税金及附加	48	44	74	91	110	三费/销售收入	0.27	0.25	0.25	0.25	0.24
销售费用	2514	2837	3382	4088	4831	EBIT/销售收入	0.07	0.06	0.08	0.07	0.07
管理费用	555	658	775	936	1104	销售净利率	0.05	0.05	0.06	0.06	0.06
财务费用	67	63	43	50	70	投资回报率					
资产减值损失	-6	-5	0	0	0	ROE	0.15	0.14	0.12	0.13	0.14
加:投资收益	5	8	0	0	0	ROA	0.09	0.08	0.09	0.09	0.10
营业利润	727	859	1204	1467	1758	ROIC	0.15	0.13	0.17	0.15	0.16
加:其他非经营损益	5	-3	-3	-3	-3	增长率					
利润总额	732	856	1201	1464	1755	销售收入增长率	0.23	0.20	0.18	0.23	0.21
减:所得税	140	152	230	282	340	EBIT 增长率	0.23	0.12	0.25	0.22	0.21
净利润	592	704	972	1182	1415	EBITDA 增长率	0.14	0.14	0.28	0.20	0.19
减:少数股东损益	106	143	198	241	288	净利润增长率	0.20	0.19	0.25	0.22	0.20
归母净利润	509	621	774	941	1127	总资产增长率	0.17	0.12	0.23	0.21	0.15
资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	股东权益增长率	0.14	0.23	0.52	0.09	0.10
货币资金	1073	980	1650	2034	2452	营运资本增长率	1.73	-0.04	0.83	-0.05	0.59
应收和预付款项	1555	1659	2121	2553	3093	资本结构					
存货	1988	2387	2694	3644	4052	资产负债率	0.59	0.56	0.46	0.51	0.52
营业利润	727	859	1204	1467	1758	投资资本/总资产	0.59	0.57	0.63	0.58	0.61
长期股权投资	37	64	64	64	64	带息债务/总负债	0.31	0.21	0.17	0.15	0.23
投资性房地产	310	348	312	277	242	流动比率	0.95	0.89	1.30	1.21	1.19
固定资产	993	1081	1262	1435	1602	速动比率	0.53	0.45	0.74	0.66	0.67
无形资产	2759	3242	4227	5214	6201	股利支付率	0.28	0.20	0.38	0.38	0.38
其他非流动资产	641	713	671	610	528	收益留存率	0.72	0.80	0.62	0.62	0.62
资产总计	9493	10672	13175	16004	18407	营运能力					
短期借款	1078	1158	76	76	871	总资产周转率	1.23	1.31	1.25	1.27	1.33
应付和预收款项	3790	4709	5006	6859	7328	固定资产周转率	12.93	13.96	17.15	16.74	17.75
长期借款	649	118	988	1138	1288	应收账款周转率	10.87	12.15	11.18	11.55	11.45
负债合计	5648	6028	6112	8115	9530	存货周转率	3.90	3.98	4.09	3.77	4.12
股本	287	409	450	450	450	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
资本公积	1319	1558	3258	3258	3258	EPS	1.24	1.52	1.89	2.30	2.76
留存收益	1882	2324	2805	3390	4091	BPS	8.53	10.50	15.94	17.37	19.08
母公司股东权益	3487	4290	6512	7098	7799	PE	39.11	32.03	25.70	21.14	17.65
少数股东权益	388	515	713	954	1242	PEG	1.72	1.46	1.95	2.39	1.81
权益合计	3875	4805	7226	8052	9041	PB	5.71	4.64	3.05	2.80	2.55
负债和权益合计	9523	10833	13338	16167	18570	PS	1.71	1.42	1.21	0.98	0.81
现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	PCF	19.38	13.79	26.10	10.20	15.54
经营性现金净流量	1027	1443	762	1951	1280	EBIT	808.36	903	1245	1514	1825
投资性现金净流量	-838	-1010	-1286	-1311	-1311	EV/EBIT	19.86	23.98	19.01	15.89	13.86
筹资性现金净流量	-96	-495	1193	-256	450	EV/EBITDA	15.97	18.85	16.06	13.58	11.99

资料来源: Wind, 财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438