

公司研究

收购华佗药房打开华北市场，加速扩张业绩提速期即将到来

——老百姓（603883.SH）收购河北华佗药房 51%股权预案点评

要点

事件：

公司发布公告，拟以自有资金 14.28 亿元（含贷款）收购河北华佗药房医药连锁有限公司 51%的股权，是近年来最大规模的上市公司药店并购项目。

点评：

收购对价相对合理，公司资金压力较小。相对于近年来行业大型并购项目，益丰药房收购新兴药房、国药一致收购成大方圆的交易市盈率和 PS 对价分别为 24.66/28.34 倍；1.43/0.63 倍。以华佗药房 2020 年财务数据计算，此次公司收购交易市盈率和 PS 对价分别为 22.42/1.61 倍，交易市盈率低于上述项目交易市盈率，PS 对价高于上述收购项目，考虑到华佗药房的整体体量和盈利能力，交易对价相对合理。此次收购为现金交易，公司目前货币资金为 10.2 亿元，综合授信可用额度为 68.30 亿元，资金压力小。此次交易预计形成新商誉约 13 亿元。

延续“星火”模式，业绩对赌明显增厚公司利润。公司坚持“星火”模式控股收购区域龙头，保留华佗药房主要股东 49%股权，有望实现利益高度绑定，联手共创双赢局面。标的公司对未来三年业绩作出承诺，2022~2024 年实现收入和净利润分别为 21/ 24.15/27.78 亿元；1.62/1.87/2.15 亿元，并且保证 2021 年收入和净利润不低于 2020 年。若按满足对赌协议最低标准计算，此次交易将在 2022-2024 年增厚公司归母净利润 0.83/0.95/1.1 亿元，利润拉动幅度接近 10%。

聚焦华北区域，打开成长新空间。截至 2021 年 H1，老百姓在华北区域共拥有直营门店 1003 家，较 2020 年底新增门店 353 家，占新开直营店总数的 41.3%。公司聚焦华北区域发展，通过门店网络扩张提高区域辐射范围。华佗药房目前拥有门店 715 家，主要分布在河北省、山西省、内蒙古自治区，其在河北张家口市场占有率第一，在山西大同市场占率第二，区域品牌口碑和销售出色。此次收购华佗药房与公司整体战略规划相协同，华佗药房将扩宽公司营销网络，同时与北京市、天津市、内蒙古赤峰市和通辽市等地区子公司相邻或相近，能够有效的形成区域合力，有望进一步打开华北区域成长新空间。

盈利预测、估值与评级：公司加盟业务持续快速扩张，助力下沉县级乡域市场，多项前瞻性战略布局保障公司长期稳健成长。暂不考虑并购后利润增厚，维持公司 2021~2023 年预测 EPS 为 1.88/2.28/2.75 元，现价对应 2021~2023 年 PE 为 26/21/18。维持“买入”评级。

风险提示：集采等政策的影响；加盟店不及预期；门店扩张不及预期等。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	11,663	13,967	17,192	20,721	24,543
营业收入增长率	23.15%	19.75%	23.09%	20.52%	18.44%
净利润（百万元）	509	621	768	933	1,124
净利润增长率	16.94%	22.09%	23.61%	21.50%	20.49%
EPS（元）	1.77	1.52	1.88	2.28	2.75
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.59%	14.48%	15.62%	16.45%	17.10%
P/E	29	34	26	21	18
P/B	4.2	4.9	4.0	3.5	3.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-24，公司 2019 年末总股本为 2.8669 亿股，2020 年因可转债转股、转增股本等原因期末总股本增加为 4.0873 亿股，2021 年因回购注销减少至 4.0867 亿股

买入（维持）

当前价：51.40 元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebscn.com

分析师：黄卓

执业证书编号：S0930520030002

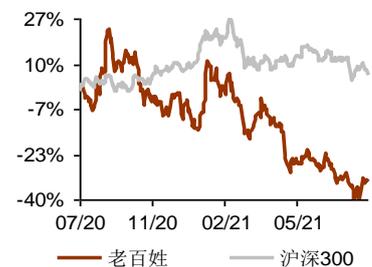
021-52523676

huangz@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.09
总市值(亿元)	210.06
一年最低/最高(元)	60.77/130.88
近 3 月换手率	45.21%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	12.37	16.80	8.83
绝对	11.62	11.62	11.62

资料来源：Wind

相关研报

自建+并购双重增厚业绩，科技驱动数字化转型——老百姓（603883.SH）2021 年半年报点评（2021-08-18）

开店加速盈利能力增强，21 年 Q1 短期承压有望快速恢复——老百姓（603883.SH）2020 年年报&2021 年一季报点评（2021-04-28）
并购开启新征程，业绩提速确定性进一步加强——老百姓（603883.SH）收购内蒙古赤峰人川大药房连锁有限公司 100%股权点评（2020-12-20）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	11,663	13,967	17,192	20,721	24,543
营业成本	7,746	9,489	11,786	14,227	16,891
折旧和摊销	95	112	120	154	194
税金及附加	48	44	62	75	86
销售费用	2,514	2,837	3,495	4,206	4,958
管理费用	555	658	770	901	1,055
研发费用	1	0	2	2	2
财务费用	67	63	46	32	10
投资收益	5	8	12	15	20
营业利润	765	960	1,179	1,450	1,753
利润总额	770	957	1,175	1,444	1,746
所得税	155	192	237	291	352
净利润	615	764	938	1,153	1,394
少数股东损益	106	143	170	220	270
归属母公司净利润	509	621	768	933	1,124
EPS(元)	1.77	1.52	1.88	2.28	2.75

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,033	1,447	1,388	1,448	1,718
净利润	509	621	768	933	1,124
折旧摊销	95	112	120	154	194
净营运资金增加	-144	-189	-49	149	131
其他	573	904	549	212	269
投资活动产生现金流	-838	-1,010	-998	-635	-710
净资本支出	-425	-390	-610	-650	-730
长期投资变化	37	64	0	0	0
其他资产变化	-450	-684	-388	15	20
融资活动现金流	-96	-495	-215	-495	-664
股本变化	2	122	0	0	0
债务净变化	142	-544	-33	-293	-443
无息负债变化	792	973	1,404	1,323	1,470
净现金流	99	-58	175	318	344

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	33.6%	32.1%	31.4%	31.3%	31.2%
EBITDA 率	8.9%	9.3%	7.7%	7.9%	7.9%
EBIT 率	7.2%	7.5%	7.0%	7.1%	7.1%
税前净利润率	6.6%	6.9%	6.8%	7.0%	7.1%
归母净利润率	4.4%	4.4%	4.5%	4.5%	4.6%
ROA	6.2%	6.8%	7.0%	7.5%	7.9%
ROE (摊薄)	14.6%	14.5%	15.6%	16.5%	17.1%
经营性 ROIC	13.6%	15.5%	15.1%	16.7%	17.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	61%	57%	58%	57%	56%
流动比率	0.95	0.90	0.90	0.97	1.04
速动比率	0.58	0.52	0.52	0.56	0.60
归母权益/有息债务	1.89	3.29	3.86	5.79	12.25
有形资产/有息债务	3.57	5.66	7.39	11.50	24.75

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 公司 2019 年末总股本为 2.8669 亿股, 2020 年因可转债转股、转增股本等原因期末总股本增加为 4.0873 亿股, 2021 年因回购注销减少至 4.0867 亿股

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	9,924	11,284	13,450	15,455	17,657
货币资金	1,386	1,372	1,547	1,865	2,209
交易性金融资产	13	26	30	30	30
应收帐款	1,073	1,150	1,364	1,644	1,948
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	62	81	103	124	147
存货	1,988	2,387	2,945	3,553	4,218
其他流动资产	110	159	256	362	477
流动资产合计	5,076	5,635	6,869	8,329	9,916
其他权益工具	66	66	66	66	66
长期股权投资	37	64	64	64	64
固定资产	902	1,000	1,199	1,420	1,678
在建工程	91	80	204	309	412
无形资产	434	432	552	669	785
商誉	2,324	2,809	2,809	2,809	2,809
其他非流动资产	38	38	522	522	522
非流动资产合计	4,848	5,649	6,581	7,125	7,741
总负债	6,050	6,479	7,850	8,880	9,908
短期借款	1,078	1,158	974	621	119
应付账款	1,286	1,534	1,886	2,276	2,703
应付票据	1,980	2,575	3,300	3,984	4,729
预收账款	76	16	86	104	123
其他流动负债	9	7	72	142	219
流动负债合计	5,348	6,291	7,603	8,571	9,535
长期借款	380	118	168	218	268
应付债券	269	0	0	0	0
其他非流动负债	19	30	37	44	52
非流动负债合计	702	187	247	309	373
股东权益	3,875	4,805	5,600	6,575	7,750
股本	287	409	409	409	409
公积金	1,516	1,768	1,791	1,791	1,791
未分配利润	1,682	2,143	2,744	3,499	4,403
归属母公司权益	3,487	4,290	4,915	5,669	6,574
少数股东权益	388	515	685	905	1,175

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	21.56%	20.31%	20.33%	20.30%	20.20%
管理费用率	4.76%	4.71%	4.48%	4.35%	4.30%
财务费用率	0.57%	0.45%	0.26%	0.15%	0.04%
研发费用率	0.01%	0.00%	0.01%	0.01%	0.01%
所得税率	20%	20%	20%	20%	20%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.42	0.35	0.44	0.54	0.65
每股经营现金流	3.60	3.54	3.40	3.54	4.20
每股净资产	12.16	10.50	12.02	13.87	16.08
每股销售收入	40.68	34.17	42.06	50.70	60.05

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	29	34	26	21	18
PB	4.2	4.9	4.0	3.5	3.0
EV/EBITDA	17.7	19.7	16.7	13.7	11.5
股息率	0.8%	0.7%	0.9%	1.1%	1.3%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE