



2021-10-29

公司点评报告

买入/维持

老百姓(603883)

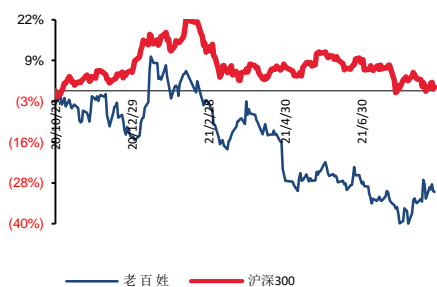
目标价: 54.7

昨收盘: 44.02

医药生物 医药商业

Q3 短暂承压，门店保持较快的拓展节奏，经营效率持续提升

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 409/409 |
| 总市值/流通(百万元) | 17,990/17,990 |
| 12 个月最高/最低(元) | 81.64/43.71 |

相关研究报告:

老百姓(603883)《Q2 业绩亮眼，门店保持较快的拓展节奏，坪效继续提升》--2021/08/17

老百姓(603883)《2021Q1 业绩承压，2020Q4 门店扩张加速，新店有望为 2021H2 贡献业绩增量》--2021/04/29

老百姓(603883)《业绩符合预期，门店保持较快的拓展节奏，坪效继续提升》--2020/11/03

证券分析师：盛丽华

电话：021-58502206

E-MAIL: shenglh@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520070003

事件：10月29日晚，公司公布2021年三季报，2021前三季度实现营业收入112.8亿元(+11.47%)，实现归母净利润5.33亿元(+9.29%)，扣非归母净利润4.77亿元(+6.33%)。Q3实现营业收入38.2亿元(+11.26%)，归母净利润1.27亿元(-16.23%)，扣非归母净利润1.14亿元(-19.72%)。

Q3 业绩下滑主要系疫情反复、新开门店较多及数字化投入影响，长期看将增强公司竞争力。Q3 归母净利润同比下滑16.23%，主要系Q3国内疫情出现反复，疫情发生地客流量减少，加上感冒药品限售。其次，报告期内公司新开门店较多，新店培育期带来亏损。再者，公司加大数字化投入，对利润造成短期影响，但长期来看将提升公司竞争力。公司积极调整经营战略，10月1日-10月28日营收同比增速高于前三季度营收同比增速。Q3公司实现毛利率32.37%(-0.49%)，基本保持平稳，净利率3.84%(-0.46%)，销售费用率22.7%(+2.15%)。

中西成药增长稳健，线上业务维持高速增长。分业务来看，前三季度医药零售业务实现收入95.41亿元(+7.81%)，毛利率36.63%(+0.78%)，加盟、联盟及分销实现收入16.69亿元(+39.83%)，毛利率12.87%(+3.98%)。分产品来看，中西成药实现收入90.5亿元(+17.06%)，中药实现收入7.01亿元(+3.33%)，非药品实现收入15.29亿元(-10.55%，主要系疫情相关物资销售下滑)。线上渠道业务保持持续高速增长，私域运营进程加快，线上渠道销售额达5亿元，同比增长达到160%，O2O外卖服务门店达到6356家，24小时门店增至469家。

门店保持较快的拓展节奏，坪效继续提升。截至2021Q3，公司拥有直营门店8163家，加盟门店6055家。报告期内新增直营及并购门店1259家，加盟店607家，策略性调整关闭门店96家。截止到Q3，分店型来看，旗舰店坪效提升最明显(+31元/平方米)，大店(+5元/平方米)，中小成店因为新门店较多，坪效有所下降(-3元/平方米)。旗舰店和大店坪效持续提升，某种程度上反映了老百姓品牌效应凸显。

数字化管理，提升经营效率。公司运用供应链数字化工具获得行业领先的商品管理效率和存货周转率，2021 前三季度存货周转天数为 89 天。此外，公司利用数据系统在优化商品品类、构建健康消费场景、完善供应链体系等方面不断提高管理水平。公司持续优化商品 SKU 并提高统采比例，截止报告期末，公司经营商品品规约 2.9 万种，同比下降 6.4%；统采占比 63%，同比提升 4%。通过大数据赋能进行商品陈列的精细化管理，提高库存效率。线上丰富商品种类，在线下商品库存的基础上增加长尾商品供应，提供稀缺药品代购服务。公司全渠道推进自有品牌销售，Q1-3 销售达到 13.7 亿元，同比增长 75%。

投资建议：

我们预计 2021-2023 年净利润分别为 6.92 亿、8.55 亿、10.27 亿元，同比增速分别为 11.44%、23.58%、20.05%，2021-2023EPS 分别为 1.69 元、2.09 元、2.51 元，目前股价对应 21/22 年 PE 为 26/21X，处于历史估值中枢偏下，公司为全国布局的连锁药店龙头，一直以来主打品牌建立，坪效持续提升，经营效率持续改善，加大慢病管理服务，增强客户粘性，提高竞争优势。继续给予“推荐”评级。

风险提示：

并购整合不及预期风险，外延拓展不及预期风险，业绩不确定风险。

■ 盈利预测和财务指标：

| | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万) | 13967 | 15782 | 18939 | 22348 |
| (+/-%) | 19.75 | 12.99 | 20.00 | 18.00 |
| 净利润(百万元) | 621 | 692 | 855 | 1027 |
| (+/-%) | 22.09 | 11.44 | 23.58 | 20.05 |
| 摊薄每股收益 | 1.52 | 1.69 | 2.09 | 2.51 |
| 市盈率(PE) | 41.34 | 25.83 | 20.90 | 17.41 |

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

| 资产负债表(百万) | | | | | | 利润表(百万) | | | | | |
|-----------|-------|--------|-------|-------|-------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金 | 1386 | 1372 | 1675 | 2757 | 4071 | 营业收入 | 11663 | 13967 | 15782 | 18939 | 22348 |
| 应收和预付款项 | 1493 | 1578 | 1873 | 2224 | 2609 | 营业成本 | 7746 | 9489 | 10543 | 12689 | 15018 |
| 存货 | 1988 | 2387 | 2513 | 3018 | 3563 | 营业税金及附加 | 48 | 44 | 55 | 63 | 76 |
| 其他流动资产 | 556 | 627 | 732 | 825 | 935 | 销售费用 | 2514 | 2837 | 3377 | 3977 | 4626 |
| 流动资产合计 | 5066 | 5617 | 6339 | 8294 | 10556 | 管理费用 | 555 | 658 | 747 | 896 | 1057 |
| 长期股权投资 | 37 | 64 | 64 | 64 | 64 | 财务费用 | 67 | 63 | 9 | 9 | 5 |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值损失 | 6 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 902 | 1000 | 959 | 915 | 866 | 投资收益 | 5 | 8 | 0 | 0 | 0 |
| 在建工程 | 91 | 80 | 80 | 80 | 80 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 434 | 432 | 518 | 599 | 676 | 营业利润 | 765 | 960 | 1049 | 1303 | 1564 |
| 长期待摊费用 | 539 | 607 | 607 | 607 | 607 | 其他非经营损益 | 5 | (3) | 2 | 2 | 2 |
| 其他非流动资产 | 38 | 38 | 38 | 38 | 38 | 利润总额 | 770 | 957 | 1051 | 1304 | 1566 |
| 资产总计 | 9914 | 11266 | 12033 | 14027 | 16316 | 所得税 | 155 | 192 | 213 | 263 | 316 |
| 短期借款 | 1078 | 1158 | 1158 | 1158 | 1158 | 净利润 | 615 | 764 | 838 | 1041 | 1250 |
| 应付和预收款项 | 3342 | 4125 | 4133 | 4904 | 5724 | 少数股东损益 | 106 | 143 | 146 | 186 | 223 |
| 长期借款 | 380 | 118 | 168 | 218 | 268 | 归母股东净利润 | 509 | 621 | 692 | 855 | 1027 |
| 其他长期负债 | 53 | 69 | 69 | 69 | 69 | | | | | | |
| 负债合计 | 6050 | 6479 | 6407 | 7360 | 8399 | 预测指标 | | | | | |
| 股本 | 287 | 409 | 409 | 409 | 409 | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 资本公积 | 1372 | 1587 | 1587 | 1587 | 1587 | 毛利率 | 33.59% | 32.06% | 33.20% | 33.00% | 32.80% |
| 留存收益 | 1682 | 2143 | 2731 | 3458 | 4331 | 销售净利率 | 5.27% | 5.47% | 5.31% | 5.50% | 5.59% |
| 归母公司股东权益 | 3487 | 4290 | 4982 | 5837 | 6864 | 销售收入增长率 | 23.15% | 19.75% | 13.00% | 20.00% | 18.00% |
| 少数股东权益 | 323 | 388 | 515 | 661 | 847 | EBIT 增长率 | 20.84% | 17.56% | 12.62% | 23.96% | 19.67% |
| 股东权益合计 | 3875 | 4805 | 5644 | 6685 | 7935 | 净利润增长率 | 16.94% | 22.09% | 11.44% | 23.58% | 20.05% |
| 负债和股东权益 | 9924 | 11284 | 12051 | 14044 | 16334 | ROE | 14.59% | 14.48% | 13.89% | 14.65% | 14.96% |
| | | | | | | ROA | 5.13% | 5.51% | 5.75% | 6.10% | 6.29% |
| 现金流量表(百万) | | | | | | ROIC | 14.75% | 15.93% | 15.93% | 19.73% | 23.67% |
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | EPS(X) | 1.24 | 1.52 | 1.69 | 2.09 | 2.51 |
| 经营性现金流 | 1033 | 1447 | 461 | 1241 | 1474 | PE(X) | 51.48 | 41.34 | 25.83 | 20.90 | 17.41 |
| 投资性现金流 | (838) | (1010) | (192) | (192) | (192) | PB(X) | 7.51 | 5.99 | 3.59 | 3.06 | 2.60 |
| 融资性现金流 | (96) | (495) | 34 | 33 | 31 | PS(X) | 1.58 | 1.84 | 1.13 | 0.94 | 0.80 |
| 现金增加额 | 99 | (58) | 303 | 1082 | 1314 | EV/EBITDA(X) | 18.90 | 21.61 | 14.55 | 11.27 | 8.80 |

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---------|-----|-------------|------------------------|
| 全国销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 华北销售总监 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 孟超 | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com |
| 华北销售 | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com |
| 华北销售 | 刘莹 | 15152283256 | liuyinga@tpyzq.com |
| 华北销售 | 董英杰 | 15232179795 | dongyj@tpyzq.com |
| 华东销售总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 华东销售副总监 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com |
| 华东销售副总监 | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com |
| 华东销售总助 | 杨晶 | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com |
| 华东销售 | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com |
| 华东销售 | 慈晓聪 | 18621268712 | cixc@tpyzq.com |
| 华东销售 | 郭瑜 | 18758280661 | guoyu@tpyzq.com |
| 华东销售 | 徐丽闵 | 17305260759 | xulm@tpyzq.com |
| 华南销售总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 华南销售副总监 | 查方龙 | 18565481133 | zhafll@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张靖雯 | 18589058561 | zhangjingwen@tpyzq.com |
| 华南销售 | 何艺雯 | 13527560506 | heyw@tpyzq.com |



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



绝文

13728975701

liyw@tpyzq.com

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。