

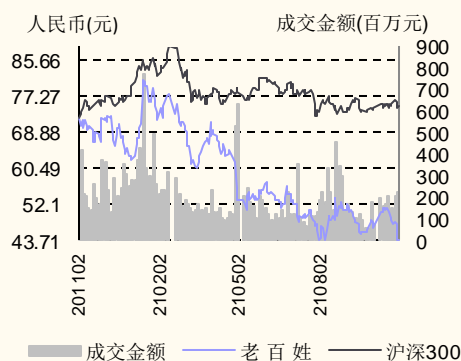
老百姓 (603883.SH) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 43.75 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.09
已上市流通 A 股(亿股)	4.08
总市值(亿元)	178.79
年内股价最高最低(元)	81.11/43.71
沪深 300 指数	4909
上证指数	3547



相关报告

- 1.《自有品牌建设加强, 期待下半年业绩转折-老百姓 2021H1 业绩...》, 2021.9.17
- 2.《新零售线上业务发力, 长期健康发展值得期待-老百姓 2020 年报...》, 2021.4.28
- 3.《门店持续扩张, 优势地区加密布局-门店持续扩张, 优势地区加密布...》, 2020.12.20

王班

分析师 SAC 执业编号: S1130520110002
(8621)60870953
wang_ban@gjzq.com.cn

外延并购稳步扩张, 新零售建设成果显著

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	11,663	13,967	15,801	19,542	24,182
营业收入增长率	23.15%	19.75%	13.13%	23.68%	23.74%
归母净利润(百万元)	509	621	688	846	1,066
归母净利润增长率	16.94%	22.09%	10.69%	23.06%	26.01%
摊薄每股收益(元)	1.774	1.520	1.682	2.070	2.609
每股经营性现金流净额	3.53	3.41	1.29	3.68	4.58
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.59%	14.48%	8.58%	9.93%	11.64%
P/E	36.11	41.35	26.01	21.13	16.77
P/B	5.27	5.99	2.23	2.10	1.95

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10月29日, 老百姓发布2021年三季报: 2021年前三季度实现营业收入112.80亿元, 同比增长11.47%; 归母净利润5.32亿元, 同比增长9.29%; 经营性现金流16.71亿元, 同比增长61.24%。单三季度实现营业收入38.20亿元, 同比增长11.26%; 归母净利润1.27亿元, 同比下降16.23%。利润端表现略低于预期。

经营分析

- 外延并购扩张稳步进行:** 针对不同的市场及情况, 公司采用自建、并购、加盟、联盟四种方式不断优化布局。2021年前三季度公司全国新增1866家门店, 其中直营1259家, 加盟607家, 门店总数达到8163家。
- 药事服务体系持续推进:** 报告期末, 公司慢病健康管理专家数量上升至5163名, 提供专业细致的慢病管理和药事服务体系, 提高客户粘性, 提升复购率, 慢病服务累计建档855.07万、累计服务自测2,563.7万人次、累计回访1,493万人次, 举行线上线下患教9,025场次、创建社群8,000多个, 入群人数近50万。
- 新零售建设成果显著:** 2021年前三季度, 公司线上渠道实现销售额5亿元, 同比增长160%。截至报告期末, 公司O2O外卖服务门店达到6,356家, 24小时门店增至469家。公司会员总数已达到5,913万, 三季度新增会员数197万, 三季度活跃会员数941万。2021年前三季度商保销售额1.9亿元, 同比增长99%。
- 疫情反复和新零售投入加大拖累利润表现:** 2021年7-9月公司净利润出现下降, 主要为三季度国内疫情出现反复, 零售药店疫情防控措施趋严, 疫情发生地线下客流量减少, 感冒药等药品限售。此外, 新零售、数字化的投入造成公司利润的短期影响。

盈利预测及投资建议

- 考虑疫情反复拖累业绩, 以及费用端承压, 我们小幅下调盈利预测, 预计21-23年EPS分别为1.68/2.07/2.61元(下调幅度分别为10%/12%/13%), 对应PE分别为26/21/17倍。维持“增持”评级。

风险提示

- 外延并购不确定性; 处方外流不达预期; 线上药店冲击不确定性。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	9,471	11,663	13,967	15,801	19,542	24,182
增长率		23.1%	19.8%	13.1%	23.7%	23.7%
主营业务成本	-6,137	-7,746	-9,489	-10,587	-13,093	-16,202
%销售收入	64.8%	66.4%	67.9%	67.0%	67.0%	67.0%
毛利	3,335	3,918	4,478	5,214	6,449	7,980
%销售收入	35.2%	33.6%	32.1%	33.0%	33.0%	33.0%
营业税金及附加	-58	-48	-44	-79	-98	-121
%销售收入	0.6%	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-2,157	-2,514	-2,837	-3,271	-3,967	-4,836
%销售收入	22.8%	21.6%	20.3%	20.7%	20.3%	20.0%
管理费用	-451	-555	-658	-790	-977	-1,209
%销售收入	4.8%	4.8%	4.7%	5.0%	5.0%	5.0%
研发费用	-6	-1	0	-2	-2	-2
%销售收入	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	661	799	939	1,073	1,405	1,811
%销售收入	7.0%	6.9%	6.7%	6.8%	7.2%	7.5%
财务费用	-43	-67	-63	-264	-410	-557
%销售收入	0.4%	0.6%	0.4%	1.7%	2.1%	2.3%
资产减值损失	-10	11	26	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	5	8	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.6%	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	629	765	960	809	995	1,254
营业利润率	6.6%	6.6%	6.9%	5.1%	5.1%	5.2%
营业外收支	7	5	-3	0	0	0
税前利润	636	770	957	809	995	1,254
利润率	6.7%	6.6%	6.9%	5.1%	5.1%	5.2%
所得税	-132	-155	-192	-121	-149	-188
所得税率	20.8%	20.2%	20.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	504	615	764	688	846	1,066
少数股东损益	69	106	143	0	0	0
归属于母公司的净利润	435	509	621	688	846	1,066
净利率	4.6%	4.4%	4.4%	4.4%	4.3%	4.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	504	615	764	688	846	1,066
少数股东损益	69	106	143	0	0	0
非现金支出	235	187	219	259	300	341
非经营收益	39	59	34	285	269	351
营运资金变动	134	150	378	-703	89	112
经营活动现金净流	913	1,011	1,395	528	1,504	1,870
资本开支	-873	-425	-390	-988	-980	-980
投资	-539	-390	-616	-396	-400	-400
其他	-2	-23	-4	-100	-100	-100
投资活动现金净流	-1,413	-838	-1,010	-1,484	-1,480	-1,480
股权募资	12	63	21	3,310	0	0
债权募资	628	160	-263	-295	1,263	1,234
其他	-422	-319	-253	-513	-608	-778
筹资活动现金净流	218	-96	-495	2,502	656	456
现金净流量	-282	78	-111	1,546	679	846

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,118	1,386	1,372	2,918	3,597	4,444
应收款项	1,013	1,145	1,249	1,385	1,713	2,120
存货	1,711	1,988	2,387	2,610	3,228	3,995
其他流动资产	469	556	627	785	911	1,066
流动资产	4,311	5,076	5,635	7,699	9,449	11,625
%总资产	50.8%	51.1%	49.9%	53.0%	54.1%	56.0%
长期投资	124	487	632	1,129	1,629	2,129
固定资产	807	993	1,081	1,543	1,969	2,359
%总资产	9.5%	10.0%	9.6%	10.6%	11.3%	11.4%
无形资产	2,793	3,298	3,849	4,156	4,411	4,660
非流动资产	4,174	4,848	5,649	6,828	8,008	9,147
%总资产	49.2%	48.9%	50.1%	47.0%	45.9%	44.0%
资产总计	8,485	9,924	11,284	14,527	17,457	20,772
短期借款	1,623	1,200	1,187	929	2,192	3,426
应付款项	2,986	3,772	4,624	4,444	5,492	6,794
其他流动负债	337	376	481	478	589	729
流动负债	4,946	5,348	6,291	5,850	8,273	10,948
长期贷款	84	380	118	118	118	118
其他长期负债	86	322	69	30	30	30
负债	5,115	6,050	6,479	5,998	8,421	11,096
普通股股东权益	3,046	3,487	4,290	8,013	8,521	9,160
其中股本	285	287	409	409	409	409
未分配利润	1,359	1,682	2,143	2,555	3,063	3,702
少数股东权益	323	388	515	515	515	515
负债股东权益合计	8,485	9,924	11,284	14,527	17,457	20,772

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.527	1.774	1.520	1.682	2.070	2.609
每股净资产	10.690	12.164	10.496	19.607	20.849	22.414
每股经营现金净流	3.204	3.526	3.412	1.292	3.678	4.576
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.673	0.828	1.043
回报率						
净资产收益率	14.28%	14.59%	14.48%	8.58%	9.93%	11.64%
总资产收益率	5.13%	5.13%	5.50%	4.73%	4.85%	5.13%
投入资本收益率	10.25%	11.08%	12.22%	9.49%	10.50%	11.62%
增长率						
主营业务收入增长率	26.26%	23.15%	19.75%	13.13%	23.68%	23.74%
EBIT增长率	23.64%	20.84%	17.56%	14.20%	30.96%	28.91%
净利润增长率	17.32%	16.94%	22.09%	10.69%	23.06%	26.01%
总资产增长率	26.66%	16.97%	13.70%	28.74%	20.18%	18.98%
资产管理能力						
应收账款周转天数	33.5	31.5	29.0	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	89.9	87.2	84.1	90.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	58.8	56.1	54.2	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	17.9	28.2	26.1	26.8	24.1	20.8
偿债能力						
净负债/股东权益	17.48%	11.61%	-1.94%	-22.24%	-14.53%	-9.57%
EBIT利息保障倍数	15.5	12.0	15.0	4.1	3.4	3.3
资产负债率	60.29%	60.96%	57.41%	41.29%	48.24%	53.42%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	8	35	58
增持	0	1	3	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.25	1.27	1.20	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

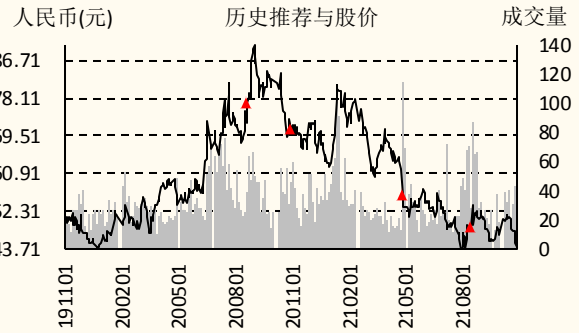
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-08-21	增持	102.30	N/A
2	2020-10-08	增持	82.98	92.00 ~ 92.00
3	2020-10-30	增持	73.87	N/A
4	2020-12-20	增持	67.88	N/A
5	2021-04-28	增持	62.49	N/A
6	2021-08-17	增持	49.24	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402