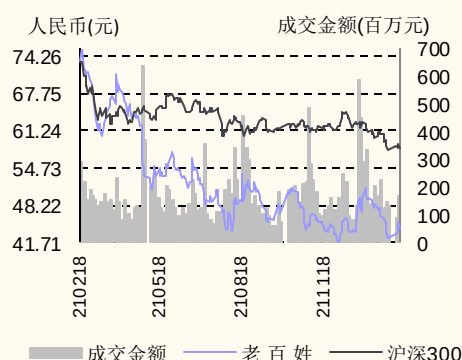


市场价格 (人民币): 44.21 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.49
已上市流通 A 股(亿股)	4.08
总市值(亿元)	198.33
年内股价最高最低(元)	75.56/41.71
沪深 300 指数	4601
上证指数	3463

**相关报告**

- 1.《外延并购稳步扩张，新零售建设成果显著-老百姓三季报点评》，2021.11.1
- 2.《自有品牌建设加强，期待下半年业绩转折-老百姓 2021H1 业绩...》，2021.8.17
- 3.《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

定增成功落地，知名机构认购彰显实力**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	691	849	1,093
归母净利润增长率	16.94%	22.09%	11.21%	22.93%	28.78%
摊薄每股收益(元)	1.774	1.520	1.690	2.078	2.676
每股经营性现金流净额	3.54	3.46	2.00	2.97	3.94
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.59%	14.48%	14.59%	16.19%	18.53%
P/E	36.11	41.35	26.16	21.28	16.52
P/B	5.27	5.99	3.82	3.45	3.06

来源：公司年报、国金证券研究所

事件：

- 公司公告 2 月 11 日定增发共募集资金 17.40 亿元，发行价格为 43.59 元/股，发行数量为 3993 万股（增加 9.66%）。

事件点评：

- **获多家中外知名机构加持：**发行对象包含海外投资机构、知名公募基金公司、和国资机构等 20 家，其中广东恒阔投资管理有限公司获配 2.99 亿元，国泰基金获配 1.88 亿元，华夏基金获配 1.24 亿元，国泰君安证券获配 1.10 亿元，此外财通基金、易方达基金、首源投资（英国）、巴克莱银行等获配 0.5-1 亿元不等。本次非公开发行符合公司发展战略，有助于优化用友核心平台与应用产品，提升公司市场竞争力，股权结构也将进一步优化。
- **定增落地，资本结构优化。**根据定增方案，募集资金用于新建连锁药店项目、华东医药产品分拣加工项目、企业数字化平台及新零售建设项目及补充流动资金。定增落地后，能够进一步提升公司的门店数量、门店经营质量，符合公司的整体发展战略和经营目标，并进一步扩大公司经营规模、提升盈利水平；公司资金实力将得到加强，使得公司能够拥有更充足的营运资金用于主业经营和拓展，从而有利于公司的持续、稳定、健康发展。
- **“自建+并购+加盟+联盟”特色突出模式有望后续不断扩张。**公司布局全国化门店网络，立体深耕全面放量。公司门店已覆盖全国 22 个省级市场、140 多个地级以上城市，针对不同层级市场特征，公司持续构筑直营、星火、加盟、联盟的“四驾马车”立体深耕模式，让公司在行业整合的发展大趋势中占得先机；在医改政策持续加码之下，叠加药房集中度不断提升，老百姓作为头部连锁药房将进一步获利。

盈利预测及投资建议

- 随着公司持续外延并购扩大市场份额，并考虑增发落地带来的股本扩张和财务费用收益，我们预计公司 2021-2023 年营业收入 158/195/242 亿元，归母净利润 6.9/8.5/11 亿元，同比增长 11%/23%/29%，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；带量采购对药店品种价格负面影响；线上药店对线下药店的冲击不确定性。

袁维

分析师 SAC 执业编号：S1130518080002
(8621)60230221
yuan_wei@gjzq.com.cn

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	-10,600	-13,200	-16,350
%销售收入	64.8%	66.4%	67.9%	67.1%	67.5%	67.6%
毛利	3,335	3,918	4,478	5,201	6,342	7,832
%销售收入	35.2%	33.6%	32.1%	32.9%	32.5%	32.4%
营业税金及附加	-58	-48	-44	-70	-84	-104
%销售收入	0.6%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-2,157	-2,514	-2,837	-3,287	-4,006	-4,948
%销售收入	22.8%	21.6%	20.3%	20.8%	20.5%	20.5%
管理费用	-451	-555	-658	-790	-958	-1,185
%销售收入	4.8%	4.8%	4.7%	5.0%	4.9%	4.9%
研发费用	-6	-1	0	-2	-1	-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	1,053	1,293	1,593
%销售收入	7.0%	6.9%	6.7%	6.7%	6.6%	6.6%
财务费用	-43	-67	-63	-57	-54	-35
%销售收入	0.4%	0.6%	0.4%	0.4%	0.3%	0.1%
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	5	0	0
%税前利润	0.0%	0.6%	0.9%	0.5%	0.0%	0.0%
营业利润	629	765	960	1,001	1,239	1,558
营业利润率	6.6%	6.6%	6.9%	6.3%	6.3%	6.4%
营业外收支	7	5	-3	0	0	0
税前利润	636	770	957	1,001	1,239	1,558
利润率	6.7%	6.6%	6.9%	6.3%	6.3%	6.4%
所得税	-132	-155	-192	-200	-250	-315
所得税率	20.8%	20.2%	20.1%	20.0%	20.2%	20.2%
净利润	504	615	764	801	989	1,243
少数股东损益	69	106	143	110	140	150
归属于母公司的净利润	435	509	621	691	849	1,093
净利率	4.6%	4.4%	4.4%	4.4%	4.3%	4.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	504	615	764	801	989	1,243
少数股东损益	69	106	143	110	140	150
非现金支出	235	192	240	211	239	268
非经营收益	39	59	34	98	88	77
营运资金变动	134	150	378	-294	13	175
经营活动现金净流	913	1,016	1,415	816	1,329	1,764
资本开支	-873	-425	-390	-300	-410	-420
投资	-539	-390	-616	-96	-100	-100
其他	-2	-23	-4	5	0	0
投资活动现金净流	-1,413	-838	-1,010	-391	-510	-520
股权募资	12	63	21	29	1	0
债权募资	628	160	-263	11	-39	-291
其他	-422	-319	-253	-363	-428	-515
筹资活动现金净流	218	-96	-495	-323	-466	-806
现金净流量	-282	83	-90	102	352	438

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	1,474	1,826	2,264
应收款项	1,013	1,145	1,249	1,390	1,713	2,120
存货	1,711	1,988	2,387	2,498	3,110	3,852
其他流动资产	469	556	627	656	786	943
流动资产	4,311	5,076	5,635	6,017	7,435	9,179
%总资产	50.8%	51.1%	49.9%	50.8%	55.0%	59.1%
长期投资	124	487	632	729	829	929
固定资产	807	993	1,081	1,093	1,130	1,159
%总资产	9.5%	10.0%	9.6%	9.2%	8.4%	7.5%
无形资产	2,793	3,298	3,849	3,995	4,130	4,253
非流动资产	4,174	4,848	5,649	5,817	6,088	6,341
%总资产	49.2%	48.9%	50.1%	49.2%	45.0%	40.9%
资产总计	8,485	9,924	11,284	11,835	13,524	15,520
短期借款	1,623	1,200	1,187	1,235	1,195	904
应付款项	2,986	3,772	4,624	4,622	5,620	6,960
其他流动负债	337	376	481	501	582	723
流动负债	4,946	5,348	6,291	6,358	7,397	8,587
长期贷款	84	380	118	118	118	118
其他长期负债	86	322	69	0	0	0
负债	5,115	6,050	6,479	6,476	7,515	8,705
普通股股东权益	3,046	3,487	4,290	4,733	5,243	5,900
其中：股本	285	287	409	409	448	448
未分配利润	1,359	1,682	2,143	2,557	3,067	3,723
少数股东权益	323	388	515	625	765	915
负债股东权益合计	8,485	9,924	11,284	11,835	13,524	15,520

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.527	1.774	1.520	1.690	2.078	2.676
每股净资产	10.690	12.164	10.496	11.582	12.830	14.436
每股经营现金净流	3.204	3.544	3.463	1.996	2.968	3.939
每股股利	0.780	0.950	0.820	0.676	0.759	0.977
回报率						
净资产收益率	14.28%	14.59%	14.48%	14.59%	16.19%	18.53%
总资产收益率	5.13%	5.13%	5.50%	5.84%	6.28%	7.05%
投入资本收益率	10.25%	11.08%	12.22%	12.55%	14.10%	16.22%
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%	12.11%	22.80%	23.17%
净利润增长率	17.32%	16.94%	22.09%	11.21%	22.93%	28.78%
总资产增长率	26.66%	16.97%	13.70%	4.88%	14.27%	14.76%
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	86.0	86.0	86.0
应付账款周转天数	58.8	56.1	54.2	55.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	17.9	28.2	26.1	22.9	18.7	14.9
偿债能力						
净负债/股东权益	17.48%	11.61%	-1.94%	-2.74%	-8.96%	-18.60%
EBIT利息保障倍数	15.5	12.0	15.0	18.4	24.0	45.8
资产负债率	60.29%	60.96%	57.41%	54.72%	55.57%	56.09%

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	1	7	13	52
增持	1	1	2	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.50	1.22	1.24	1.00

来源：朝阳永续

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
7	2021-11-01	增持	43.75	N/A

来源：国金证券研究所

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


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