老百姓（603883）

2021 中报点评：业绩符合我们预期，自有品牌与新零售业务表现亮眼

买入（维持）

2021 年 08 月 18 日

证券分析师 朱国广
执业证号：S0600520070004
zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13,967	17,771	22,350	27,853
同比（%）	19.8%	27.2%	25.8%	24.6%
归母净利润（百万元）	621	787	961	1,159
同比（%）	22.1%	26.8%	22.1%	20.6%
每股收益（元/股）	1.52	1.93	2.35	2.84
P/E（倍）	32.04	25.27	20.70	17.17

投资要点

- **事件：**2021H1 公司实现营收 74.61 亿元（+11.58%），归母净利润 4.06 亿元（+20.79%），扣非归母净利润 3.63 亿元（+18.38%）。实现经营性现金流净额 10.63 亿元。业绩符合我们预期。（注：全文括号内除特别注明外都是同比增速）

- **上半年业绩稳定增长，Q2 业绩明显加速。**得益于原有门店内生增长、新开和收购门店带来增量等，公司上半年营业收入同比增长 11.58%。公司 Q1 营收、归母净利润同比增长 10.85%、16.03%；Q2 业绩加速增长，营收、归母净利润分别为 38.23 亿元、1.78 亿元，分别同比增长 12.28%、27.46%。**上半年，分业务看：**1）零售业务收入 63.41 亿元(+8.01%)，毛利率 36.76%（+1.72pct）。2）批发业务收入 10.66 亿元（+ 40.65%），毛利率 13.52%（+0.51pct）。**分产品看：**中西成药实现营收 59.92 亿元（+17.53%），毛利率 30.25%（+0.38pct）；中药实现营收 4.62 亿元(+20.98%)，毛利率 49.54%（+1.70pct）；非药品实现营收 10.06 亿元(-16.57%)，毛利率 44.81%（+7.06pct）。

- **“四驾马车”战略齐头并进，公司门店稳步扩张：**公司坚持直营、星火、加盟、联盟的发展战略，稳步推进高标准、高质量的扩张计划。截至报告 2021 年 6 月 31 日，公司全国新增门店 1290 家，其中直营门店 855 家（自建门店 496 家，资产性并购 124 家，股权并购 235 家），加盟门店 435 家，门店总数达到 7680 家；因公司发展规划及经营策略性调整关闭门店 143 家。直营门店中，旗舰店、大店、中小成店的日均坪效分别为 191、97、46 元/平方米，较上年同期的 149、85、48 元/平米分别同比变化+28%、+14%、-4%。加盟模式下，公司实行“七统一”高标准管理，加盟业务展现出良好的连锁扩张和下沉市场能力，具有资产轻、扩张快、净资产收益率高、抗风险能力强等优势。2021H1 实现配送收入约 6 亿元，同比增长约 50%。星火式并购模式下，公司自 2015 年以来已并购和发展超 2100 家门店，2021H1 星火事业群聚焦可比店业绩，提升综合毛利率，助力提升整体市占率和盈利水平。

- **自有品牌快速增长，新零售业务表现亮眼。**2021 上半年，公司自有品牌上半年销售额达到 8.2 亿元（+101%），毛利额同比增长 111%；自有品牌销售占比超过 15%。公司与腾讯的战略合作持续推进，并通过三方零售数字化营销赋能新零售业务发展。2021H1，公司线上渠道销售额达 3 亿元，同比增长 200%，已超 2020 年全年销售额；公司支持 O2O 外卖服务的门店 5831 家，24 小时门店 430 家，呈现良好发展势头。

- **盈利预测与投资评级：**我们维持预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 7.87/9.61/11.59 亿元，对应当前市值的 PE 分别为 25/21/17 倍。考虑到公司稳步扩张，新增点逐步培育，业绩稳定增长，维持“买入”评级。

- **风险提示：**处方外流不及预期的风险，门店业务增长不及预期的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	48.68
一年最低/最高价	42.95/109.16
市净率(倍)	4.64
流通 A 股市值(百万元)	19860.72

基础数据

每股净资产(元)	10.49
资产负债率(%)	65.87
总股本(百万股)	408.67
流通 A 股(百万股)	407.99

相关研究

1、《老百姓（603883）：2020 年报&2021Q1 季报点评：Q1 业绩短期承压，四驾马车驱动未来业绩稳健增长》2021-04-28

2、《老百姓（603883）：业绩持续稳健增长，门店日均坪效提升》2020-10-30

3、《老百姓（603883）：业绩稳健增长，公司长期发展内生动能可期》2020-08-21

请务必阅读正文之后的免责声明部分

老百姓三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	**5,635**	**7,717**	**9,864**	**12,979**
现金	1,372	3,142	3,410	5,763
应收账款	1,150	1,470	1,825	2,281
存货	2,387	2,136	3,578	3,575
其他流动资产	726	969	1,050	1,360
非流动资产	**5,649**	**5,838**	**6,050**	**6,288**
长期股权投资	64	90	116	143
固定资产	1,000	1,275	1,590	1,953
在建工程	80	85	91	101
无形资产	433	413	394	374
其他非流动资产	4,072	3,975	3,858	3,718
资产总计	**11,284**	**13,555**	**15,914**	**19,267**
流动负债	**6,291**	**7,767**	**9,115**	**11,219**
短期借款	1,158	1,118	1,138	1,128
应付账款	4,109	5,272	6,580	8,258
其他流动负债	1,024	1,377	1,397	1,832
非流动负债	**187**	**172**	**156**	**138**
长期借款	118	103	87	68
其他非流动负债	69	69	69	69
负债合计	**6,479**	**7,939**	**9,271**	**11,356**
少数股东权益	515	682	890	1,142
归属母公司股东权益	4,290	4,934	5,752	6,768
负债和股东权益	**11,284**	**13,555**	**15,914**	**19,267**

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,447	2,545	1,060	3,271
投资活动现金流	-1,010	-482	-562	-653
筹资活动现金流	-495	-293	-230	-266
现金净增加额	-58	1,770	269	2,352
折旧和摊销	245	298	356	420
资本开支	394	162	185	212
营运资本变动	378	1,206	-553	1,349

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	**13,967**	**17,771**	**22,350**	**27,853**
减:营业成本	9,489	12,071	15,250	19,092
营业税金及附加	44	57	72	90
营业费用	2,837	3,592	4,495	5,574
管理费用	658	837	1,053	1,312
研发费用	0	0	0	0
财务费用	63	91	93	97
资产减值损失	5	3	3	5
加:投资净收益	8	6	6	7
其他收益	102	67	74	77
资产处置收益	-1	1	1	1
营业利润	**960**	**1,192**	**1,463**	**1,765**
加:营业外净收支	-3	2	1	1
利润总额	**957**	**1,193**	**1,464**	**1,766**
减:所得税费用	192	240	294	355
少数股东损益	143	166	209	252
归属母公司净利润	**621**	**787**	**961**	**1,159**
EBIT	994	1,198	1,437	1,699
EBITDA	1,239	1,496	1,793	2,119

重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
每股收益(元)	1.52	1.93	2.35	2.84
每股净资产(元)	10.50	12.07	14.07	16.56
发行在外股份(百万股)	409	409	409	409
ROIC(%)	21.9%	39.6%	38.9%	87.0%
ROE(%)	15.9%	17.0%	17.6%	17.8%
毛利率(%)	32.1%	32.1%	31.8%	31.5%
销售净利率(%)	4.4%	4.4%	4.3%	4.2%
资产负债率(%)	57.4%	58.6%	58.3%	58.9%
收入增长率(%)	19.8%	27.2%	25.8%	24.6%
净利润增长率(%)	24.3%	24.7%	22.7%	20.6%
P/E	32.04	25.27	20.70	17.17
P/B	4.64	4.03	3.46	2.94
EV/EBITDA	16.44	12.49	10.40	7.79

数据来源：wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn