开源证券

老百姓（603883.SH）

2020 年 12 月 20 日

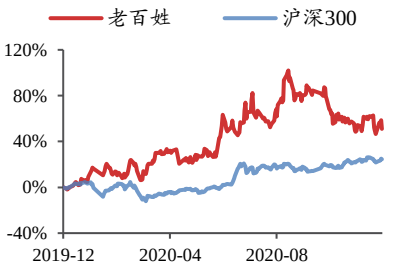
合理价格收购赤峰药店龙头，进一步巩固内蒙市场

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2020/12/18
当前股价(元)	67.88
一年最高最低(元)	116.13/60.43
总市值(亿元)	277.45
流通市值(亿元)	276.54
总股本(亿股)	4.09
流通股本(亿股)	4.07
近 3 个月换手率(%)	42.52

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-Q3 坪效持续提升，区域规模效应凸显》-2020.10.30

《行业深度报告-零售药店：后浪奔涌之时，创新和专业仍是核心》-2020.9.6

《公司信息更新报告-坪效持续提升，区域规模效应凸显》-2020.8.21

杜佐远（分析师）
duzuoyuan@kysec.cn
证书编号：S0790520050003

蔡明子（分析师）
caimingzi@kysec.cn
证书编号：S0790520070001

● **拟收购赤峰市药店龙头人川大药房，增厚公司业绩**

公司公告称，拟以自有资金 6.8 亿元收购内蒙古赤峰人川大药房 100%股权。本次收购将进一步巩固公司在内蒙古市场的龙头地位。考虑人川大药房并表业绩增厚，以及现金减少 6.8 亿后税后利息收入相应减少约 2400 万/年（利率按 4.75%的基准利率计算），上调 2021-2022 年收入和净利润，预计 2020-2022 年收入分别为 142.54 亿、177.3 亿（原值 172.5 亿）、213.9 亿（原值 208.64 亿），预计归母净利润分别为 6.32 亿、7.86 亿（原值 7.7 亿）、9.74 亿（原值 9.53 亿），对应 EPS 分别为 1.55、1.92、2.38 元/股，当前股价对应 PE 分别为 44/35/28 倍，维持“买入”评级。

● **收购价格合理，进一步拓展内蒙古市场**

人川大药房是赤峰市第一大连锁药房，现拥有直营门店 235 家、加盟店 52 家，主要分布在内蒙古地区。人川大药房 2019 年收入 4.18 亿，扣非净利润 0.31 亿，净利率 7.64%，净利率高于行业平均，盈利能力强。此外，人川大药房 100%股权对应收购价 6.8 亿，按照年化收入（4.37 亿）及净利润（3555 万）算，对应 2020 年 PS1.56 倍，PE19 倍，略低于同行业部分可比交易标的公司的平均值；考虑人川大药房为赤峰市药店龙头，在内蒙古市占率第二，本次交易估值合理。在本次收购前，老百姓通过收购内蒙古通辽泽强成为内蒙古市占率第一的药房（第二为人川大药房，第三为仁和堂）。本次收购后，老百姓内蒙古药店龙头的地位将更加稳固。未来加上老百姓委派成熟的团队和系统性赋能，仍可通过中小型并购和新开门店模式继续扩大市场布局密度，及提升盈利能力，发展空间较大。

● **腾讯系股东将全方位助力老百姓提升互联网技术与平台实力**

公司与腾讯的业务合作继续全面推进，部分项目已取得阶段性进展。公司运用腾讯的人脸识别技术等 AI 能力，逐步建立 AI 智能客服、智能荐药、辅助诊断、智能审方等智能化服务系统。腾讯咨询已完成对公司的组织诊断，后续将协助公司进行数字化转型的组织建设和人力资源智能系统建设。

● **风险提示：** 医保控费趋严和医院延迟开业对医院收入的负面影响。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,471	11,663	14,254	17,731	21,392
YOY(%)	26.3	23.1	22.2	24.4	20.6
归母净利润(百万元)	435	509	632	786	974
YOY(%)	17.3	16.9	24.2	24.3	24.0
毛利率(%)	35.2	33.6	33.6	33.6	33.6
净利率(%)	4.6	4.4	4.4	4.4	4.6
ROE(%)	15.0	15.9	16.6	17.3	17.6
EPS(摊薄/元)	1.06	1.24	1.55	1.92	2.38
P/E(倍)	64	55	44	35	28
P/B(倍)	9.1	8.1	7.0	5.9	4.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

1、 收购价格合理，进一步拓展内蒙古市场

12月20日，公司公告称，拟以自有资金6.8亿元收购内蒙古赤峰人川大药房100%股权，不设对赌协议。人川大药房是赤峰市市占率第一的药店，本次收购将进一步巩固公司在内蒙古市场的龙头地位。

人川大药房是赤峰市第一大连锁药房，其药品销售规模和品牌影响力名列前茅。现拥有直营门店 235 家、加盟店 52 家，主要分布在内蒙古地区。人川大药房 2019 年收入 4.18 亿，扣非净利润 0.31 亿，净利率 7.64%；2020 年 1-8 月收入 2.95 亿，扣非净利润 0.20 亿，净利率 6.57%。净利率高于行业平均，盈利能力强。此外，人川大药房 100%股权对应收购价 6.8 亿，按照年化收入（4.37 亿）及净利润（3555 万）算，对应 2020 年 PS1.56 倍，PE19 倍，略低于同行业部分可比交易标的公司的平均值；考虑人川大药房为赤峰市药店龙头，在内蒙古市占率第二，本次交易估值合理。

假设 2021-2022 年人川大药房收入年化增速为 10%，则对应 2021-2022 年收入分别为 4.81 亿、5.29 亿；假设净利率分别为 8.3%、8.5%，则净利润分别为 0.4 亿、0.45 亿，增厚公司业绩。

在本次收购前，老百姓通过收购内蒙古通辽泽强成为内蒙古市占率第一的药房（第二为人川大药房，第三为仁和堂）。本次收购后，老百姓内蒙古药店龙头的地位将更加稳固，加强公司对上游供应商的议价能力，降低产品的采购成本，整合内蒙地区地采资源。人川大药房门店经营质量优良，未来加上老百姓委派成熟的团队和系统性赋能，仍可通过中小型并购和新开门店模式继续扩大市场布局密度，及提升盈利能力，发展空间较大。

2、 公司经营拐点已至，各类门店坪效均在提升

未来随着各区域的门店规模扩大，管理成本进一步分摊，品牌与规模效应同步发酵——公司盈利水平有望提升。

从经营效率来看，2020 前三季度存货周转天数 84 天，较 2019 前三季度的 87.76 下降 3.76 天，应收账款周转天数 30.43 天，较 2019 前三季度的 30.86 天下降 0.25 天，主要系公司精细化管理能力加强，运用供应链数字化工具获得行业领先的商品满足率和存货周转天数。截止 2020Q3，公司经营商品品规 3.3 万余种，较 2019 年末下降约 1.4 万种，进一步提升了与上游厂家的议价能力；可比公司统采销售占比同比提升 5.6pct 至 58.2%，保证了公司商品采购在价格和质量方面的竞争优势。此外，公司通过大数据洞察、优化商品品类、构建健康消费场景、完善供应链体系等手段为商品精细化管理赋能，不断提升其精细化管理能力。

从坪效看，公司大店拆小店以及提升门店专业服务能力、拥抱新零售取得了明显成效，公司直营的各类门店坪效均在提升。2018/2019/2019 前三季度/2020 前三季度公司旗舰店坪效分别为 128/142/135/170，大店分别为 74/84/69/88，中小成店 39/46/39/48（元/平米）。

3、 腾讯系股东全方位助力老百姓提升互联网技术与平台实力

未来在 5 年合作期限内，腾讯与老百姓将在业务（包括老百姓医药电商、线下智慧零售、云计算及云服务、智能连锁药店方案、线上流量推广、患者用药及会员生命周期管理全链路等）、研发与开发等领域探索全方位合作，将全方位提升老百姓

互联网技术与平台实力。具体看，合作协议包括腾讯将为老百姓电子商务平台赋能，提供技术支持；重构门店新客消费及常见老客的互动场景；运用腾讯流量矩阵资源，加强线上影响力；通过腾讯产品能力实现患者管理，实现服务闭环，拉长会员生命周期等。

公司与腾讯的业务合作继续全面推进，部分项目已取得阶段性进展。公司运用腾讯的人脸识别技术等 AI 能力，逐步建立 AI 智能客服、智能荐药、辅助诊断、智能审方等智能化服务系统。腾讯咨询已完成对公司的组织诊断，后续将协助公司进行数字化转型的组织建设和人力资源智能系统建设。

未来药店要获取消费者的品牌认知与黏性，必须提供如慢病管理或用药管理等健康服务，并积极拥抱互联网。老百姓已经开始布局互联网，并取得了阶段性成果，在 2019 年 O2O 线上门店超过 3500 家，覆盖了公司线下所有主要城市，累计完成 500 万+的年订单需求，同比增长达 166%。而腾讯在互联网领域拥有领先的技术和平台优势，具备丰富产业资源和经营管理优势，能够与公司开展多方位合作并进行全方位赋能，助推老百姓打造核心竞争力。

4、 盈利预测与投资建议

老百姓门店扩张进展顺利，精细化管理能力、整合能力强，盈利能力处于提升期。考虑人川大药房并表业绩增厚，以及现金减少 6.8 亿后税后利息收入相应减少约 2400 万/年（利率按 4.75%的基准利率计算），上调 2021-2022 年收入和净利润，预计 2020-2022 年收入分别为 142.54 亿、177.3 亿（原值 172.5 亿）、213.9 亿（原值 208.64 亿），预计归母净利润分别为 6.32 亿、7.86 亿（原值 7.7 亿）、9.74 亿（原值 9.53 亿），对应 EPS 分别为 1.55、1.92、2.38 元/股，当前股价对应 PE 分别为 44/35/28 倍，维持“买入”评级。

表1：老百姓盈利预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	9,471	11,663	14,254	17,731	21,392
YOY(%)	26.3	23.1	22.2	24.4	20.6
归母净利润(百万元)	435	509	632	786	974
YOY(%)	17.3	16.9	24.2	24.3	24.0
毛利率(%)	35.2	33.6	33.6	33.6	33.6
净利率(%)	4.6	4.4	4.4	4.4	4.6
ROE(%)	15.0	15.9	16.6	17.3	17.6
EPS(摊薄/元)	1.06	1.24	1.55	1.92	2.38
P/E(倍)	64	55	44	35	28
P/B(倍)	9.1	8.1	7.0	5.9	4.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

5、 风险提示

门店并购后业绩不及预期；集采扩面短期对药品零售价有影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	4311	5076	5618	8534	9311
现金	1118	1386	566	2812	2184
应收票据及应收账款	947	1073	1447	1741	2079
其他应收款	66	62	110	101	148
预付账款	364	420	600	705	844
存货	1711	1988	2796	3064	3941
其他流动资产	106	147	100	109	115
非流动资产	4174	4848	4152	4435	4655
长期投资	2	37	47	59	73
固定资产	464	902	953	1039	1125
无形资产	341	435	480	531	581
其他非流动资产	3367	3474	2672	2807	2876
资产总计	8485	9924	9770	12969	13966
流动负债	4946	5348	4778	7118	7070
短期借款	816	1078	777	676	802
应付票据及应付账款	2486	3266	2821	5029	4665
其他流动负债	1644	1004	1179	1412	1604
非流动负债	170	702	488	408	294
长期借款	84	649	431	344	229
其他非流动负债	86	53	57	63	65
负债合计	5115	6050	5266	7526	7364
少数股东权益	323	388	503	657	842
股本	285	287	409	409	409
资本公积	1298	1372	1252	1252	1252
留存收益	1463	1825	2373	3071	3928
归属母公司股东权益	3046	3487	4001	4786	5760
负债和股东权益	8485	9924	9770	12969	13966

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	913	1033	-566	3049	-49
净利润	504	615	748	939	1158
折旧摊销	226	197	296	345	399
财务费用	43	67	45	6	-21
投资损失	-0	-5	-2	-2	-3
营运资金变动	134	150	-1649	1762	-1584
其他经营现金流	7	8	-4	-1	1
投资活动现金流	-1413	-838	411	-624	-616
资本支出	873	426	-513	205	144
长期投资	-75	-62	-9	-18	-15
其他投资现金流	-615	-473	-111	-436	-486
筹资活动现金流	218	-96	-805	-38	37
短期借款	642	261	-441	39	126
长期借款	-805	565	-217	-87	-115
普通股增加	0	2	122	0	0
资本公积增加	-35	74	-120	0	0
其他筹资现金流	415	-998	-149	10	26
现金净增加额	-282	99	-960	2387	-628

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9471	11663	14254	17731	21392
营业成本	6137	7746	9466	11775	14207
营业税金及附加	58	48	71	89	107
营业费用	2157	2514	3099	3869	4672
管理费用	451	555	660	840	1009
研发费用	6	1	1	2	2
财务费用	43	67	45	6	-21
资产减值损失	10	-6	12	8	6
其他收益	20	39	29	30	33
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	5	2	2	3
资产处置收益	-0	-1	0	0	0
营业利润	629	765	931	1174	1446
营业外收入	14	11	14	13	12
营业外支出	7	6	8	7	7
利润总额	636	770	936	1180	1452
所得税	132	155	189	240	294
净利润	504	615	748	939	1158
少数股东损益	69	106	116	154	185
归母净利润	435	509	632	786	974
EBITDA	883	1034	1278	1531	1830
EPS(元)	1.06	1.24	1.55	1.92	2.38

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	26.3	23.1	22.2	24.4	20.6
营业利润(%)	28.8	21.7	21.6	26.1	23.2
归属于母公司净利润(%)	17.3	16.9	24.2	24.3	24.0
获利能力					
毛利率(%)	35.2	33.6	33.6	33.6	33.6
净利率(%)	4.6	4.4	4.4	4.4	4.6
ROE(%)	15.0	15.9	16.6	17.3	17.6
ROIC(%)	10.8	12.5	14.6	15.8	16.4
偿债能力					
资产负债率(%)	60.3	61.0	53.9	58.0	52.7
净负债比率(%)	19.0	12.5	17.8	-29.7	-14.7
流动比率	0.9	0.9	1.2	1.2	1.3
速动比率	0.4	0.5	0.4	0.7	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.3	1.4	1.6	1.6
应收账款周转率	10.8	11.6	11.3	11.1	11.2
应付账款周转率	2.9	2.7	3.1	3.0	2.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.06	1.24	1.55	1.92	2.38
每股经营现金流(最新摊薄)	2.23	2.53	-1.38	7.46	-0.12
每股净资产(最新摊薄)	7.45	8.39	9.64	11.57	13.95
估值比率					
P/E	63.8	54.5	43.9	35.3	28.5
P/B	9.1	8.1	7.0	5.9	4.9
EV/EBITDA	32.5	27.7	22.7	17.5	15.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn