太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-08-23

公司点评报告

买入/维持

老百姓(603883)

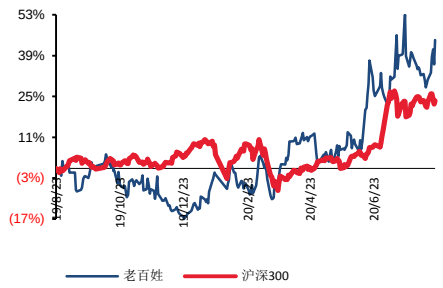
目标价：96.7

昨收盘：77.26

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

业绩基本符合预期，加大慢病管理服务，增强客户粘性

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	409/382
总市值/流通(百万元)	31,579/29,529
12 个月最高/最低(元)	115.20/61.95

相关研究报告：

老百姓(603883)《加盟模式加速推进，长期盈利能力有望提升》--2020/04/28

老百姓(603883)《太平洋证券-老百姓深度报告:征程未有穷期,2020年起盈利能力有望持续提升-200108》--2020/01/07

老百姓(603883)《春华资本与方源资本成为公司二股东，全方位助力公司发展》--2019/11/27

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：公司公布 2020 年半年报，2020H1 实现收入 66.87 亿元(+20.84PCT)，实现归属于上市公司净利润 3.36 亿元（+24.4PCT），扣非归母净利润 4.78 亿元（+20.2PCT），经营活动现金流净额 4.52 亿元（+2.24PCT）。

具体点评：

2020H1 门店保持较快的拓展节奏。

2020 H1 营业收入 66.9 亿元(+20.84PCT)，归母净利润 3.36 亿元(+24.4%)，保持快速增长，毛利率 32.3%(-1.7PCT),销售费用率 19.7%（-2.0PCT），预计与疫情促销减少以及销售的产品结构有关。医药批发 9.7 亿元（+56.8%），毛利率 10.8%（-0.28PCT）医药批发增长较快主要来自加盟门店数增长。2020H1 门店保持较快的拓展节奏，报告期内新增门店 512 家，新增自建门店 418 家，并购门店 94 家（纳入合并报表），加盟店 114 家。

把握医院处方外流趋势，医保门店占比逐步提升

分产品来看，中西成药 51.0 亿元（+15.9%），占比 76%，毛利率 29.9%（-0.42PCT）。截至报告期末，公司拥有 5801 家门店，其中直营 4365 家、加盟 1436 家。公司直营门店医保门店占比 89.83%，进一步提升（2019 年占比为 89.5%），院边店占比 11.05%，DTP 药房 137 家，特殊门诊 340 个，为承接处方药外流占得先机。

加大慢病管理服务，增强客户粘性，提高竞争优势。

慢病管理切入发挥出线下药店的服务属性，提高客户粘性，更具备差异化竞争优势。截至 2020H1 公司在 3782 家门店铺设慢病自测设备，培养 3589 名慢病管理专家，2020 年在原来 5 个关爱日（肝病、高血压与高血脂、糖尿病、痛风、胃肠道疾病）的基础上新增呼吸关爱日和疼痛关爱日，为相应病种患者提供用药指导、健康自测等服务。截至报告期末慢病累计建档 360 万人，累计自测会员达 306 万，患教场次达 2395 场。

投资建议：

我们预计 2020-2022 年净利润分别为 6.27 亿、7.72 亿、9.37 亿元，同比增速分别为 23.2%、23.2%、21.4%，2020-2022EPS 分别为 1.53 元、1.89 元、2.29 元，目前股价对应 20/21 年 PE 为 41/34X，处于历史估值中枢位置，公司为全国布局的连锁药店龙头，一直以来主打品牌建立，坪效继续提升，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：**

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	11663	14434	17744	21825
(+/-%)	23.14	23.76	22.93	23.00
净利润(百万元)	509	627	772	937
(+/-%)	16.94	23.16	23.16	21.44
摊薄每股收益(元)	1.24	1.53	1.89	2.29
市盈率(PE)	36.62	50.40	40.92	33.70

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)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1118	1386	1768	2718	3889
应收和预付款项	1310	1493	1802	2185	2680
存货	1711	1988	2295	2827	3485
其他流动资产	469	556	712	824	987
流动资产合计	4311	5066	6076	7962	10308
长期股权投资	2	37	37	37	37
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	464	902	897	888	874
在建工程	344	91	91	91	91
无形资产	340	434	524	610	692
长期待摊费用	465	539	539	539	539
其他非流动资产	411	38	38	38	38
资产总计	8485	9914	11009	12973	15387
短期借款	816	1078	1078	1078	1078
应付和预收款项	2544	3342	3786	4598	5600
长期借款	84	380	430	480	530
其他长期负债	86	53	53	53	53
负债合计	5115	6050	6414	7468	8776
股本	285	287	287	287	287
资本公积	1298	1372	1372	1372	1372
留存收益	1359	1682	2214	2870	3667
归母公司股东权益	3046	3487	4114	4885	5822
少数股东权益	170	323	388	492	630
股东权益合计	3369	3875	4606	5516	6621
负债和股东权益	8485	9924	11020	12983	15397

现金流量表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	913	1033	826	1126	1350
投资性现金流	-1413	-838	-202	-202	-202
融资性现金流	218	-96	-242	26	24
现金增加额	-282	99	382	949	1172

利润表(百万)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	9471	11663	14434	17744	21825
营业成本	6137	7746	9627	11888	14688
营业税金及附加	58	48	69	81	101
销售费用	2157	2514	3103	3762	4583
管理费用	451	555	699	852	1049
财务费用	43	67	16	16	12
资产减值损失	10	6	0	0	0
投资收益	0	5	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0	0
营业利润	629	765	915	1140	1385
其他非经营损益	7	5	2	2	2
利润总额	636	770	917	1142	1387
所得税	132	155	186	232	281
净利润	504	615	731	910	1106
少数股东损益	69	106	105	138	168
归母股东净利润	435	509	627	772	937

预测指标

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	35.21%	33.59%	33.30%	33.00%	32.70%
销售净利率	5.32%	5.27%	5.06%	5.13%	5.07%
销售收入增长率	26.26%	23.15%	23.76%	22.93%	23.00%
EBIT 增长率	23.64%	20.84%	16.51%	24.12%	20.91%
净利润增长率	17.32%	16.94%	23.16%	23.16%	21.44%
ROE	14.28%	14.59%	15.23%	15.79%	16.09%
ROA	5.13%	5.13%	5.69%	5.95%	6.09%
ROIC	13.46%	14.75%	16.67%	20.62%	25.04%
EPS(X)	1.06	1.24	1.53	1.89	2.29
PE(X)	31.29	36.62	50.40	40.92	33.70
PB(X)	4.47	5.34	7.68	6.46	5.42
PS(X)	1.00	1.12	1.53	1.25	1.01
EV/EBITDA(X)	12.21	13.58	20.96	16.46	13.03

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
华北销售副总监	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	韦洪涛	13269328776	weiht@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	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@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	zhafl@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

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。