老百姓（603883）

业绩稳健增长，公司长期发展内生动能可期

买入（首次）

2020 年 08 月 21 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	11,663	14,496	18,119	22,663
同比（%）	23.1%	24.3%	25.0%	25.1%
归母净利润（百万元）	509	669	856	1,045
同比（%）	16.9%	31.4%	28.0%	22.1%
每股收益（元/股）	1.24	1.64	2.09	2.56
P/E（倍）	58.47	47.23	36.88	30.21

投资要点

- **事件：**2020 年上半年公司实现营业收入 66.87 亿元，同比增长 20.84%，实现归母净利润 3.36 亿元，同比增长 24.39%，实现扣非归母净利润 3.07 亿元，同比增长 20.16%。经营性现金流净额 4.53 亿元，同比增长 2.24%。

- **上半年整体稳健增长，Q2 业绩加速。**受疫情影响，一季度公司并购和加盟有所放缓，Q1 营收、归母净利润同比增长 20.84%、23.01%；得益于原有门店内生增长、新开和收购门店带来增量，Q2 业绩加速增长，营收、归母净利润同比增长 21.32%、26.39%。**上半年，分业务看：**1）零售业务收入 56.61 亿元(+16.17%)，收入占比 85%；毛利率 36.24%(-0.92pct)。2）批发业务收入 9.68 亿元（+56.75%），占总收入比重超 14%；毛利率 10.79%（-0.27pct）。**分区域看：**1）华中地区收入 26.36 亿元(+29.44%)，占总收入比重 39%（+2.62pct），持续为最重要的收入来源。2）华东地区收入 18.24 亿元（+16.36%），占总收入比重 27%。3）华南、华北、西北地区收入分别为 4.59 亿元(+10.18%)、8.08 亿元(+27.25%)、9.59 亿元(+9.29%)，收入占比分别为 7%、12%、14%。**分产品看：**中西成药、中药、非药品分别实现营收 50.99 亿元（+15.88%）、3.82 亿元(-3.11%)、12.06 亿元(+63.15%)，处方药及防疫物资销售增长加快。

- **三费率齐下降，净利率水平提升。**上半年，公司毛利率 32.31%，同比下降 1.8pct；净利率同比提升 0.4pct，达到 6.18%。期间费用率方面，总体下降 2.1 个百分点：其中销售费用率 19.68%，同比下降 2.04pct；管理费用率 4.51%，同比下降 0.04pct；财务费用率 0.43%，同比下降 0.03pct。考虑到股权激励费用影响，公司费用率仍全面改善，盈利水平提升。

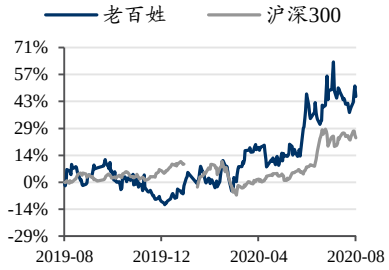
- **处方外流与行业整合带来红利，公司内生增长动能可期：**在新冠疫情催化下，“互联网+医疗健康”加快发展，慢病品种客户粘性和复购率持续提升；处方外流趋势不减，药品零售行业集中度持续提高，带来行业红利。基于“自建+并购+加盟+联盟”的立体深耕模式，公司营销网络已覆盖 22 个省级市场、130 多个地级以上城市，拥有 5801 家门店；其中直营 4365 家、加盟 1436 家，直营门店医保门店占比 89.83%，院边店占比 11.05%，DTP 药房 137 家，特殊门诊 340 个。因此公司庞大的门店网络和线上线下融合的业务布局，将在处方外流和行业整合中赢得先机。公司大力发展 DTP 专业药房、中医馆连锁等业态，积极探索 O2O 业务、与腾讯全面合作，都将为公司内生发展不断创造增长新动能。

- **盈利预测与投资评级：**预计 2020-2022 年归母净利润分别为 6.69 亿、8.56 亿和 10.45 亿元，相应 2020-2022 年 EPS 分别为 1.64 元、2.09 元、2.56 元。当前股价对应估值分别为 47 倍、37 倍、30 倍。考虑到公司受益于处方外流与行业整合提升市场份额，DTP 专业药房和 O2O 业务等新动能加快发展，给予“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。

证券分析师 朱国广
执业证号：S0600520070004
021-60199793
zhugg@dwzq.com.cn
证券分析师 全铭
执业证书：S0600517010002
021-60199793
quanm@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	77.26
一年最低/最高价	42.99/82.61
市净率(倍)	7.24
流通 A 股市值(百万元)	27928.19

基础数据

每股净资产(元)	14.12
资产负债率(%)	57.58
总股本(百万股)	408.73
流通 A 股(百万股)	382.20

相关研究

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）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**5,076**	**5,758**	**8,315**	**10,005**
现金	1,386	1,024	2,592	2,723
应收账款	1,073	1,429	1,698	2,214
存货	1,988	2,581	3,130	4,013
其他流动资产	629	723	894	1,055
非流动资产	**4,848**	**4,909**	**4,990**	**5,102**
长期股权投资	37	37	37	37
固定资产	902	965	1,058	1,190
在建工程	91	120	158	207
无形资产	435	480	531	581
其他非流动资产	3,383	3,305	3,206	3,086
资产总计	**9,924**	**10,666**	**13,304**	**15,107**
流动负债	**5,348**	**5,558**	**7,335**	**8,040**
短期借款	1,078	1,078	1,078	1,078
应付账款	1,286	1,658	2,022	2,580
其他流动负债	2,984	2,823	4,235	4,382
非流动负债	**702**	**581**	**463**	**344**
长期借款	649	528	410	291
其他非流动负债	53	53	53	53
负债合计	**6,050**	**6,139**	**7,798**	**8,384**
少数股东权益	388	485	608	778
归属母公司股东权益	3,487	4,043	4,899	5,944
负债和股东权益	**9,924**	**10,666**	**13,304**	**15,107**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,033	291	2,151	798
投资活动现金流	-838	-357	-428	-516
筹资活动现金流	-96	-295	-155	-151
现金净增加额	99	-362	1,568	131
折旧和摊销	197	297	346	404
资本开支	426	60	81	112
营运资本变动	150	-843	784	-858

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**11,663**	**14,496**	**18,119**	**22,663**
减:营业成本	7,746	9,567	11,959	14,958
营业税金及附加	48	60	75	94
营业费用	2,514	3,189	3,986	4,986
管理费用	555	652	833	1,065
财务费用	67	71	41	36
资产减值损失	-6	0	0	0
加:投资净收益	5	0	0	0
其他收益	0	0	0	0
营业利润	**765**	**956**	**1,225**	**1,525**
加:营业外净收支	5	0	0	0
利润总额	**770**	**956**	**1,225**	**1,525**
减:所得税费用	155	190	246	309
少数股东损益	106	97	123	171
归属母公司净利润	509	669	856	1,045
EBIT	837	1,005	1,252	1,522
EBITDA	1,034	1,302	1,598	1,926

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	1.24	1.64	2.09	2.56
每股净资产(元)	8.39	9.75	11.85	14.41
发行在外股份(百万股)	287	409	409	409
ROIC(%)	12.5%	13.9%	15.3%	16.2%
ROE(%)	15.9%	16.9%	17.8%	18.1%
毛利率(%)	33.6%	34.0%	34.0%	34.0%
销售净利率(%)	4.4%	4.6%	4.7%	4.6%
资产负债率(%)	61.0%	57.6%	58.6%	55.5%
收入增长率(%)	23.1%	24.3%	25.0%	25.1%
净利润增长率(%)	16.9%	31.4%	28.0%	22.1%
P/E	58.47	47.23	36.88	30.21
P/B	9.20	7.92	6.52	5.36
EV/EBITDA	31.36	25.18	19.54	16.17

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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