

## 均衡布局稳健发展，DTP 药房快速增加

增持|维持

——老百姓 2018 年报&19Q1 季报点评

### 事件:

- 公司 2018 年年报，报告期内实现营业收入 94.71 亿元，较去年同期增长 26.26%；归母净利润 4.35 亿元，较去年同期增长 17.32%；扣非归母净利润 4.16 亿元，较去年同期增长 20.22%。
- 公司 2019 年拟向全体股东每 10 股派发现金红利 5.00 元(含税)。
- 公司 2019 一季报，报告期内实现营业收入 27.27 亿元，较去年同期增长 23.37%；归母净利润 1.59 亿元，较去年同期增长 22.13%；扣非归母净利润 1.46 亿元，较去年同期增长 16.01%。

### ● 全国布局更加均衡，华东区域发展迅速

公司是唯一实现全国布局的上市零售药店，截至 2018 年底，公司营销网络覆盖全国 19 个省级市场、近 90 个地级以上城市，门店网络覆盖中国人口 65%及 GDP 的 78%区域。截至 2019 年一季度公司共有 3466 家门店，区域分布更加均衡，华中地区营收占比稍有下降，华东、华北占比明显提升。

### ● 多角度承接处方外流，DTP 药房数量翻番

公司在报告期内重视提升专业化服务水平，承接处方外流。继续推行微医问诊、顾客 APP、微信服务号用药咨询、疾病管理等专业服务项目，加强信息化建设，运用新零售等技术赢得客户信任。DTP 药房数量实现翻番，由 2017 年 36 家增加至 80 家，DTP 品种由 150 个增加至 343 个，实现销售额 5.19 亿元，同比增长 84.04%。

### ● 可转债成功发行，资金用于夯实物流体系

公司成功发行总额 3.2 亿元期限为 6 年的可转债，主要资金用途为建设长沙健康产业园区，旨将其打造成为全国领先的医药物流配送中心。公司已建立了以区域为中心向周边省市辐射、省配送中心直达门店的高效物流网络布局，现公司布局了长沙、杭州、西安、天津等全国和区域物流中心，21 个分级配送中心，仓储面积 150,000 多平方米。新健康园区的建立有助于夯实公司物流体系，为继续扩张保驾护航。

### ● 投资建议与盈利预测

公司布局全国，拥有强大的物流体系和专业服务能力，门店经营效率高。预计公司 19-21 年营业收入分别为 117.20/145.26/180.46 亿元，归母净利润 5.40/6.65/8.22 亿元。对应 EPS 为 1.89/2.32/2.87 元/股，对应 PE 为 29/24/19 倍，维持目标价 66.15 元，维持“增持”评级。

### ● 风险提示

行业竞争加剧，并购失败，行业政策更迭等。

### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7501.43	9471.09	11719.81	14525.71	18045.96
收入同比 (%)	23.10	26.30	23.70	23.90	24.20
归母净利润(百万元)	370.80	435.04	540.22	665.37	821.62
归母净利润同比 (%)	24.90	17.30	24.20	23.20	23.50
ROE (%)	12.70	14.30	15.10	15.60	16.20
每股收益 (元)	1.29	1.52	1.89	2.32	2.87
市盈率(P/E)	43	36	29	24	19

资料来源: Wind, 国元证券研究中心

当前价/目标价: 55.00 元/66.15 元

目标期限: 6 个月

### 基本数据

52 周最高/最低价 (元): 83.95 / 44.7

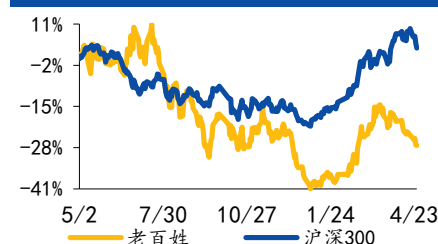
A 股流通股 (百万股): 267.00

A 股总股本 (百万股): 286.56

流通市值 (百万元): 14685.00

总市值 (百万元): 15760.60

### 过去一年股价走势



资料来源: Wind

### 相关研究报告

《解惑零售药店：脚踏实地，登高望远》2019-3-16

### 报告作者

分析师 金红

执业证书编号 S0020515090001

电话 021-51097188

邮箱 jinhong@gyzq.com.cn

联系人 刘慧敏

电话 021-51097188

邮箱 liuhuimin@gyzq.com.cn

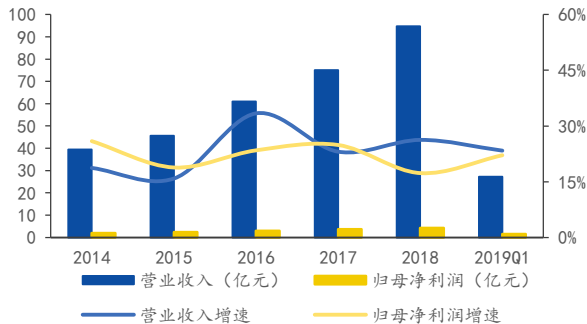
联系人 黄卓

电话 021-51097188

邮箱 huangzhuo@gyzq.com.cn

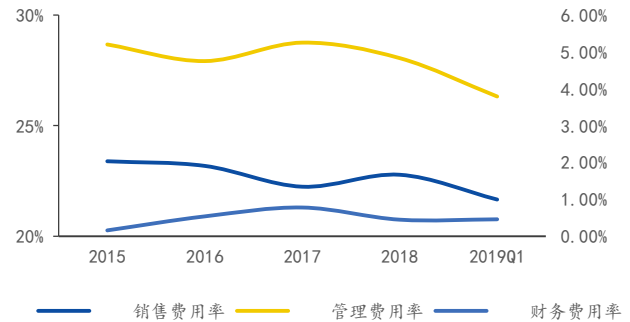
老百姓业绩表现稳健，各项费用率保持平稳。公司 2018 年实现营业收入 94.71 亿元，较去年同期增长 26.26%；归母净利润 4.35 亿元，较去年同期增长 17.32%；扣非归母净利润 4.16 亿元，较去年同期增长 20.22%。公司各项费用率保持平稳，销售费用率微涨 0.54pct，为 22.78%，管理费用率则下降 0.47pct，为 4.77%。公司 2019 年一季度控费能力持续改善，管理费用率及销售费用率同比双双下降，公司净利润率上升至 5.85%。

图 1：老百姓营收利润持续稳健增长



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

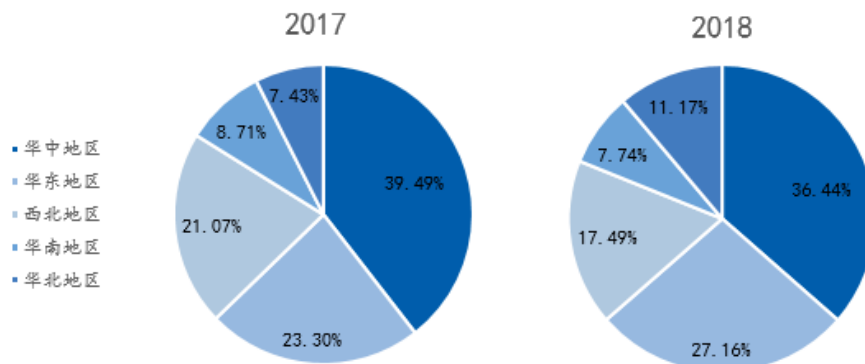
图 2：老百姓各项费用率保持平稳



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

门店稳步扩张，华东区域发展迅猛。截至 19 年一季度，公司拥有直营门店 3,466 家，加盟门店 749 家。而在 2018 年度，公司共新建直营门店 506 家，并购门店 413 家，关闭门店 64 家，新增门店速度较 17 年稍有放缓。区域分布来看，华东区域 2018 年新增门店数量达 504 家，总门店数量达到 1052 家，已超过华中区域的 1037 家。不过，从营收占比来看华中地区仍然最高，达到 36.44%，较 17 年下滑 3.05pct。华东和华北地区占比提升较快。

图 3：老百姓区域收入占比更加均衡



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

可转债发行继续夯实物流体系。公司与 2019 年一季度成功发行 3.2 亿元可转债，为长沙地区健康产业园区建设筹措资金。该园区建成后将成为全国领先的医药物流配送中心，项目实施能大大提升公司物流配送能力和协同办公效率，对扩大公司的经营规模、进一步保持公司的竞争优势和市场领先地位有积极作用，有助于推动公司可

持续性发展。

**旗舰店经营效率高，中小门店快速增加拉低平均平效。**老百姓 2018 年旗舰店和大店数量反而有所下滑，中小成店数量增长迅猛，同比增长 48.30%。通过对已有旗舰店的整合，公司旗舰店日均平效达到 134 元/平方米，处于行业领先地位。而中小门店的快速扩张则拖累了平均平效，公司平均日均坪效由 2017 年 59 元/平方米下降至 49 元/平方米。不过随着大量新增中小门店逐步进入成熟期，公司平效有望快速回升。

**表 1：大参林按区域分布门店经营效率表**

类型	门店数 (家)	门店经营面 积 (平方米)	日均平效 (含税, 元/平方米)	门店数 (家)	门店经营面积 (平 方米)	日均平效 (含税, 元/平方米)
	2017			2018		
旗舰店	106	617,00	119	102	53,837	134
大店	179	419,75	77	177	49,569	73
中小成店	2,149	278,491	43	3,187	428,037	35
合计	2,434	387,165	59	3,466	531,443	49

资料来源：公司财报，国元证券研究中心

**积极承接处方外流，DTP 药房数量实现翻番。**公司不断通过推行微医问诊、顾客 APP、微信服务号用药咨询、疾病管理等专业服务项目提升服务能力，从多种渠道承接处方外流。其中，DTP 药房建设成报告期内最大亮点。公司 2018 年 DTP 药房数量实现翻番，由 2017 年 36 家增加至 80 家，DTP 品种由 150 个增加至 343 个，实现销售额 5.19 亿元，同比增长 84.04%。

**四家上市零售药房 2018 年报披露完成，益丰药房增长最快，大参林整体效率最高。**通过对四家上市零售药房 2018 年经营数据的分析，益丰药房在门店增速、营收/利润增速上均排名第一且与其他三家优势较大，这说明益丰药房尚处于快速扩张期。而从经营效率角度来看，依托产品高毛利的优势，大参林在扣非归母净利率、日均坪效等指标上处于领先地位。一心堂是门店总数最多，应付账款周转率最低的公司，这反映出其区域优势明显，议价能力强。老百姓则是营收、总资产规模最大，存货周转率最高的公司，作为最早布局全国的零售药房有望较快享受规模效应的红利。

**表 2：四大上市零售药房 2018 年主要指标对比**

单位：亿元	老百姓	一心堂	大参林	益丰药房
2018 年末门店（加盟）	3289 (575)	5758	3800 (13)	3442 (169)
同比增速 (%)	45.10%	13.66%	30.42%	75.38%
营业收入	94.71	91.76	88.59	69.13
同比增速 (%)	26.26%	18.39%	19.38%	43.79%
净利润	5.04	5.20	5.26	4.42
归母净利润	4.35	5.21	5.32	4.16
同比增速 (%)	17.32%	23.27%	11.93%	32.83%
归母净利率 (%)	4.59%	5.68%	6.00%	6.02%
扣非归母净利润	4.16	5.08	5.09	3.82
同比增速 (%)	20.22%	30.74%	7.59%	23.53%
扣非净利率 (%)	4.39%	5.54%	5.75%	5.52%
总资产	84.85	73.56	65.37	78.68
净资产	33.70	40.50	30.87	41.70
日均坪效（元/平方米）	53.00	46.30	85.07	61.05
应付账款周转率（次）	6.98	4.86	5.79	8.64
存货周转率（次）	4.06	3.13	2.87	3.78

资料来源：公司财报，国元证券研究中心

**\*国元持仓披露：**

**财务预测表**

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	3979.44	4311.04	4261.07	5488.64	6833.41
现金	1354.76	1118.20	522.75	834.03	1064.21
应收账款	805.81	946.62	1123.82	1392.88	1730.43
其他应收款	45.38	65.94	96.33	159.19	197.76
预付账款	377.15	363.60	529.48	656.04	814.90
存货	1311.45	1711.07	1865.09	2310.90	2870.49
其他流动资产	84.89	105.61	123.61	135.61	155.61
<b>非流动资产</b>	2719.45	4173.73	3814.93	4409.80	5123.60
长期投资	0.00	2.36	4.36	9.36	16.36
固定资产	260.39	463.56	467.72	467.28	462.34
无形资产	288.65	339.67	339.67	339.67	339.67
其他非流动资产	2170.42	3368.14	3003.18	3593.49	4305.23
<b>资产总计</b>	6698.89	8484.78	8076.00	9898.44	11957.01
<b>流动负债</b>	2651.00	4945.87	3987.37	5034.28	6136.99
短期借款	174.20	816.36	0.00	0.00	0.00
应付账款	1716.51	2485.72	2694.02	3337.97	4146.27
其他流动负债	760.30	1643.79	1293.35	1696.31	1990.72
<b>非流动负债</b>	946.77	169.57	90.72	92.48	92.93
长期借款	94.86	83.70	83.70	83.70	83.70
其他非流动负债	851.91	85.87	7.02	8.78	9.23
<b>负债合计</b>	3597.78	5115.44	4078.09	5126.76	6229.92
少数股东权益	170.28	323.16	411.10	519.42	653.17
股本	284.95	284.95	284.95	284.95	284.95
资本公积	1333.22	1298.48	1298.48	1298.48	1298.48
留存收益	1312.66	1462.75	2003.39	2668.84	3490.50
归属母公司股东权益	2930.83	3046.17	3586.82	4252.26	5073.92
<b>负债和股东权益</b>	6698.89	8484.78	8076.00	9898.44	11957.01

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	497.73	913.03	784.72	924.13	968.51
净利润	396.86	504.00	628.16	773.69	955.37
折旧摊销	166.23	225.57	15.84	22.44	29.94
财务费用	48.89	47.08	34.91	5.28	6.08
投资损失	0.00	-0.13	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-119.08	134.36	31.73	116.60	-36.52
其他经营现金流	4.83	2.13	74.07	6.12	13.64
<b>投资活动现金流</b>	-634.69	-1413.15	321.92	-609.41	-732.74
资本支出	-301.08	-872.60	-461.89	-591.40	-713.20
长期投资	-265.85	-538.69	-74.40	-22.50	-23.54
其他投资现金流	-67.77	-1.87	858.21	4.49	4.00
<b>筹资活动现金流</b>	524.30	218.06	-1702.09	-3.44	-5.59
短期借款	-306.30	642.16	-816.36	0.00	0.00
长期借款	94.86	-11.16	0.00	0.00	0.00
普通股增加	17.95	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	771.79	-34.74	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-53.99	-378.20	-885.73	-3.44	-5.59
<b>现金净增加额</b>	387.34	-282.07	-595.45	311.28	230.18

**利润表**

单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	7501.43	9471.09	11719.81	14525.71	18045.96
营业成本	4852.87	6136.58	7563.97	9371.99	11641.45
营业税金及附加	51.87	58.22	70.32	87.15	108.28
营业费用	1668.06	2157.42	2672.12	3326.39	4132.52
管理费用	392.77	451.33	527.39	777.13	965.46
财务费用	58.41	42.54	34.91	5.28	6.08
资产减值损失	15.27	9.69	87.66	14.02	24.64
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.13	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	488.32	628.86	786.14	968.35	1197.33
营业外收入	15.84	14.25	15.00	19.00	23.00
营业外支出	11.10	6.83	6.00	8.00	11.00
<b>利润总额</b>	493.06	636.28	795.14	979.35	1209.33
所得税	96.21	132.28	166.98	205.66	253.96
<b>净利润</b>	396.86	504.00	628.16	773.69	955.37
少数股东损益	26.06	68.97	87.94	108.32	133.75
<b>归属母公司净利润</b>	370.80	435.04	540.22	665.37	821.62
EBITDA	701.09	886.87	901.85	985.49	1228.19
EPS (元)	1.29	1.52	1.89	2.32	2.87

**主要财务比率**

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	23.1	26.3	23.7	23.9	24.2
营业利润(%)	20.2	28.8	25.0	23.2	23.6
归属母公司净利润(%)	24.9	17.3	24.2	23.2	23.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	35.3	35.2	35.5	35.5	35.5
净利率(%)	4.9	4.6	4.6	4.6	4.6
ROE(%)	12.7	14.3	15.1	15.6	16.2
ROIC(%)	15.3	13.5	20.0	19.2	20.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	53.7	60.3	50.5	51.8	52.1
净负债比率(%)	16.0	20.1	1.0	0.8	0.7
流动比率	1.50	0.87	1.07	1.09	1.11
速动比率	0.86	0.45	0.47	0.50	0.51
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.29	1.25	1.42	1.62	1.65
应收账款周转率	10.82	10.81	11.32	11.54	11.56
应付账款周转率	3.27	2.92	2.92	3.11	1.64
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.29	1.52	1.89	2.32	2.87
每股经营现金流(最新摊薄)	1.74	3.19	2.74	3.22	3.38
每股净资产(最新摊薄)	10.23	10.63	12.52	14.84	17.71
<b>估值比率</b>					
P/E	42.50	36.23	29.17	23.69	19.18
P/B	5.38	5.17	4.39	3.71	3.11
EV/EBITDA	21.95	18.34	16.99	15.23	12.03

## 投资评级说明

### (1) 公司评级定义

买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上

### (2) 行业评级定义

推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心

### 合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心  
A 座国元证券  
邮编：230000  
传真：(0551) 62207952

### 上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼  
国元证券  
邮编：200135  
传真：(021) 68869125  
电话：(021) 51097188