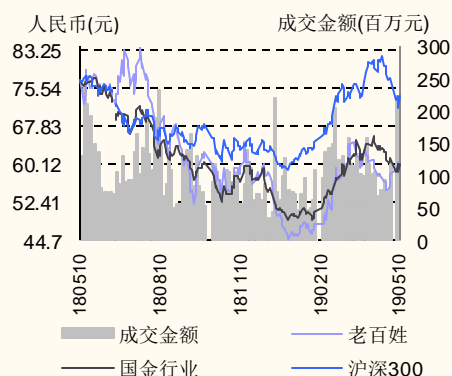


市场价格 (人民币): 60.16 元

## 推进全国布局, 软硬件双管齐下

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	267.00
总市值(百万元)	17,239.23
年内股价最高最低(元)	83.95/44.70
沪深 300 指数	3730.45
上证指数	2939.21



## 公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.301	1.527	1.886	2.285	2.757
每股净资产(元)	10.29	10.69	11.59	12.89	14.66
每股经营性现金流(元)	1.73	3.20	2.75	3.52	4.10
市盈率(倍)	41.65	35.50	31.89	26.33	21.82
净利润增长率(%)	24.89%	17.32%	24.26%	21.14%	20.63%
净资产收益率(%)	12.65%	14.28%	16.37%	17.83%	18.91%
总股本(百万股)	284.95	284.95	286.56	286.56	286.56

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司发布 2018 年年报, 2018 年实现营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润 94.71 亿元、4.35 亿元、4.16 亿元, 分别同比增长 26.26%、17.32%、20.22%。
- 公司发布 2019Q1 季报, 2019Q1 实现营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润 27.27 亿元、1.59 亿元、1.46 亿元, 分别同比增长 23.37%、22.13%、16.01%。

## 经营分析

- **继续推进全国布局, 华东区域增长迅速:** 截至 2019Q1 报告期末, 公司拥有直营门店 3,466 家, 加盟门店 749 家, 经营网络覆盖 21 个省级市场, 是全国性的医疗连锁龙头。2018 年公司深耕重点省份, 其中华东区域营收增长 47.16%, 各区域发展更为均衡。
- **布局处方外流, DTP 药房发展亮眼。** 公司通过 DTP 药房、院边店布局、慢病管理等承接外流处方, 其中 DTP 药房数量、品种数量以及销售额均呈现高速发展趋势, 前二者 2018 年均实现翻倍。
- **实施限制性股票激励计划, 形成核心人才长效激励机制:** 计划覆盖共 207 人, 考核指标以 2018 年净利润为基数, 2019-2021 年净利润增长率不低于 20%、45%、70%, 换算为同比增速则分别为不低于 20%、20.83%、17.24%, 考核指标较高, 有助于绑定员工利益, 推动业绩增长。
- **发行可转债, 增强物流与信息化能力:** 公司发行可转债 3.27 亿, 用于医药健康产业园建设项目以及大健康智慧服务平台建设, 有助于发展和提升公司硬件设施, 用以适应未来更好的发展。

## 盈利预测与投资建议

- 在集中度提升和处方外流两大行业趋势下, 公司均进行了积极布局。此外, 公司在硬件上发行可转债提升物流和信息化水平, 在软件上实施股权激励绑定员工利益。作为全国性的连锁药店龙头企业, 我们给予公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.89/2.29/2.76 元, 对应 PE 32/26/22 倍, 维持增持评级。

## 风险提示

- 外延并购不确定性; 院边店开设低于预期; 老店同店增速放缓风险; 新店培育期拉长风险; 医保支付价对于药店品种价格存在负面影响风险。

## 相关报告

1. 《公司业绩符合预期, 毛利改善, 门店继续扩展 - 老百姓 2018Q3... 》, 2018.10.25

许菲菲 分析师 SAC 执业编号: S1130519030001  
(8621)61038276  
xufeifei@gjzq.com.cn

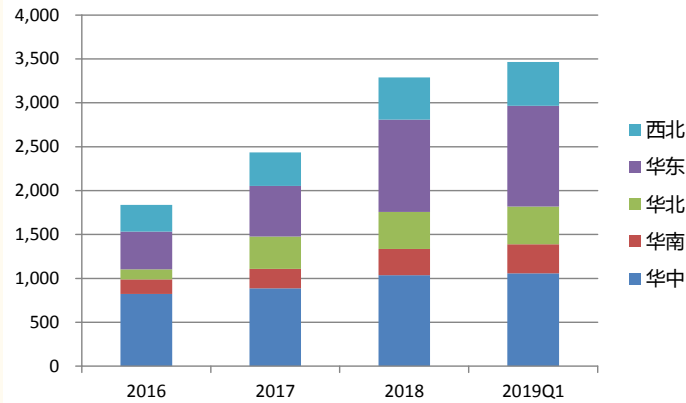
王麟 联系人  
(8621)60230233  
wang\_lin@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)61038219  
lijingl@gjzq.com.cn

### 继续推进全国布局，华东区域增长迅速

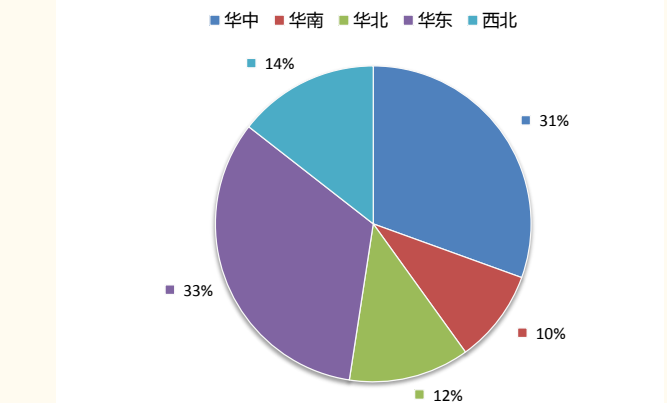
- 公司在国内营业网络分布领先，2017年、2018年、2019Q1经营网络分布覆盖全国17个、19个、21个省级市场，覆盖区域稳步扩张。公司加盟业务“健康药房”加大了在空白区域版图扩张力度，加盟门店已覆盖全国15个省市。截至2019Q1，公司拥有直营门店3,466家，加盟门店749家。

图表 1：老百姓全国直营门店情况



来源：公司公告，国金证券研究所

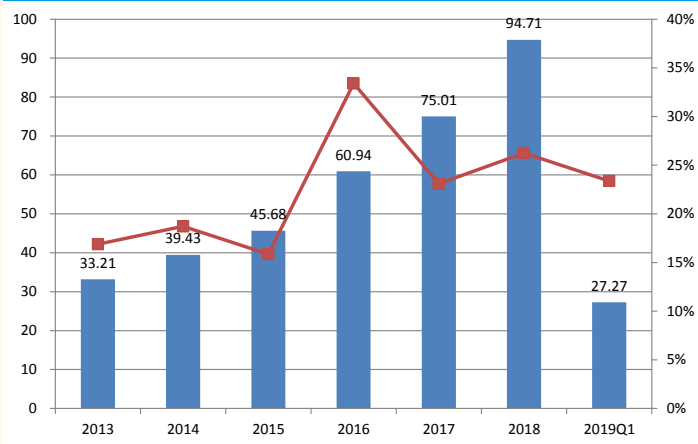
图表 2：老百姓 2019Q1 直营门店分布



来源：公司公告，国金证券研究所

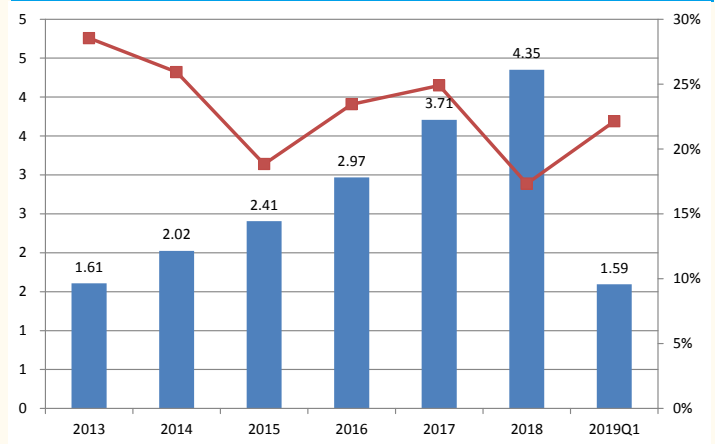
- 随着规模扩张，公司收入、净利润稳健增长。

图表 3：公司收入 (亿元)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：公司归母净利润 (亿元)

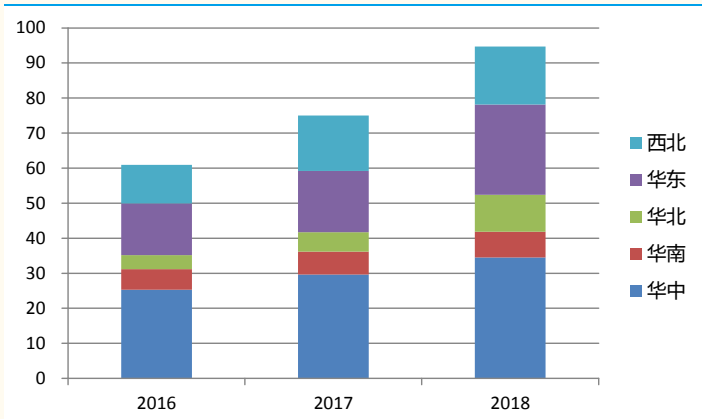


来源：Wind，国金证券研究所

### 深耕重点省份，保障市占率

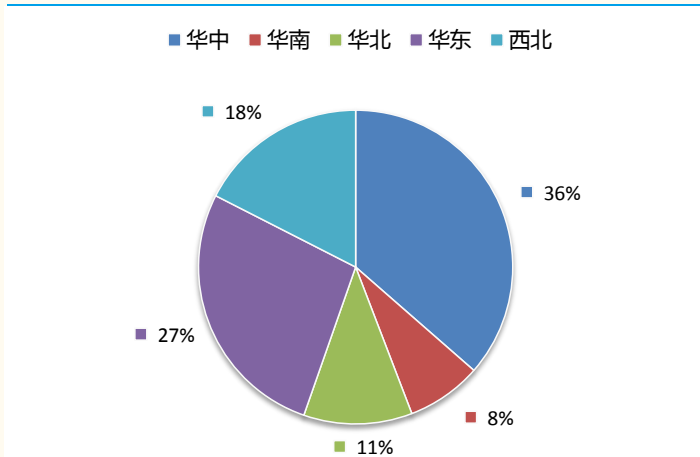
- 2018年，公司深耕已覆盖重点省份，其中华东区域门店、营收增长迅速。公司华东区域2018年新增504家，2019Q1新增96家，门店总数达1148家，超过华中区域。2018年华东区域营收增长47.16%，达25.72亿元。

图表 5: 老百姓分地区收入 (亿元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 6: 老百姓 2018 收入分布



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 2019 年, 公司将进一步聚焦发展。公司在 21 个省中选择 11 个省作为集团重点发展省份, 稳健拓展新的地级市市场, 保障、提升市场占有率。

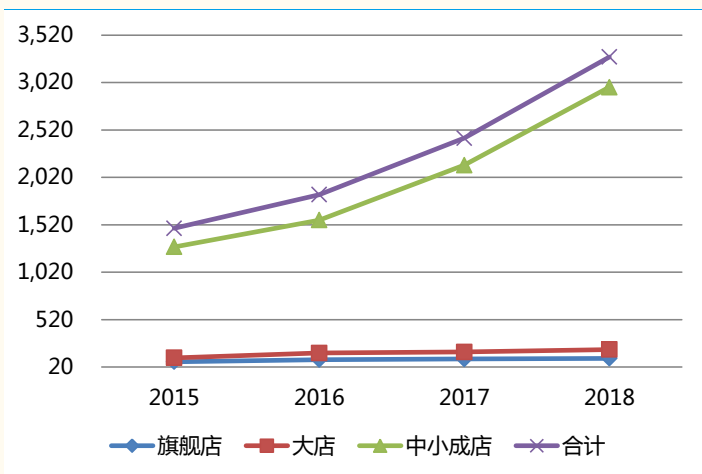
### 并购基金助推公司扩张

- 公司拟参与投资设立规模预计为人民币 10.05 亿元 (不低于 6 亿元, 不高于 12 亿元) 的健康产业投资基金, 其中公司以自有资金作为有限合伙人投资参股不超过 2 亿元, 投资医药零售连锁企业及高度协同行业的相关标的。参与投资设立健康产业基金符合公司的发展战略, 将进一步提升公司综合竞争和盈利能力, 有助于公司外延扩张。

### 中小成店拉低平均坪效, 未来有望回升

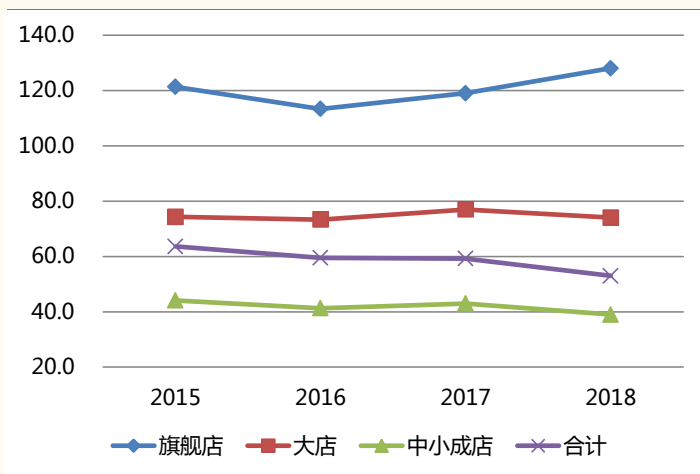
- 如下图所示, 老百姓旗舰店坪效稳步提升。2018 年中小成店数量快速增长, 而由于中小成店坪效较低, 因此平均坪效有所下滑。未来随着中小门店逐步成熟, 公司坪效有望回升。

图表 7: 公司门店结构



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 8: 公司门店坪效 (元/平米)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 布局处方外流, DTP 药房发展亮眼

- 医药分开是医改的重要环节，药品零加成已全面推开，“4+7”模式进一步挤压外资原研药品院内市场，公司积极布局处方外流。
- 在 DTP 药房方面，药房数量、品种数量以及销售额均呈现高速发展趋势，前二者 2018 年实现翻倍，并可利用外资原研处方药引流。

图表 9：公司 DTP 药房高速发展

类别	2016年	2017年	2018年
门店数（家）	12	36	80
品种（个）	106	150	343
含税销售额 （万元）	13773	28250	51873

来源：公司公告，国金证券研究所

- 在门店选址上，公司计划用 2 年的时间做到三甲医院 100%覆盖，更好地承接外流的处方；在慢病管理上，公司试点配备慢病管理专家的岗位，进行病友群管理，用药依从性、来客数、品种销售额均有提升，未来将推广至更多直营店，提高客户粘性和销售。
- 公司的布局已有效果显现：零售终端品类中，中西成药占比提升，其主要是处方药的增长。

图表 10：公司零售终端品类情况

零售品类	2016年	2017年	2018年
中西成药	73.03%	73.68%	77.79%
中药	9.30%	9.39%	7.68%
非药品	14.64%	13.70%	11.83%
其他	3.03%	3.23%	2.70%

来源：公司公告，国金证券研究所

### 实施限制性股票激励计划，形成核心人才长效激励机制

- 公司于 2019 年 3 月发布公告，公司董事会审议通过了《关于向老百姓大药房连锁股份有限公司 2019 年限制性股票激励计划激励对象首次授予限制性股票的议案》，确定公司首次权益的授予日为 2019 年 3 月 28 日，向 207 名激励对象授予 161.1099 万股限制性股票，其中高级管理人员 7 人、其他核心人员 200 人，限制性股票授予价格为 30.12 元/股。
- 限制性股票考核指标分为公司业绩和个人绩效两个层面。  
公司层面，解除限售考核年度为 2019-2021 年，每个解除限售期考核一次，以 2018 年净利润为基数，2019-2021 年净利润增长率不低于 20%、45%、70%，换算为同比增速则分别为不低于 20%、20.83%、17.24%，考核指标较高。  
个人层面，公司将按照绩效考核制度对激励对象个人年度绩效分类进行综合考核。
- 零售药店行业的运营中，人才发挥重要的作用。股权激励计划将有助于调动员工积极性，提升公司竞争能力，有助于公司发展战略和经营目标的实现。

### 发行可转债，增强物流与信息化能力

- 公司发行可转债 3.27 亿，用于医药健康产业园建设项目（2.6 亿元）以及大健康智慧服务平台建设（6700 万元）。
- 其中医药健康产业园建设项目分为物流中心项目、配套办公楼项目、多层厂房项目三个子项目，前两者拟使用本次募集资金投入。目前全国物流配送体系以长沙、杭州、西安、天津 4 大物流圈为中心向各省辐射，全国至多 48 小时配送到货，省内 24 小时到货。随着老百姓业务规模不断增长，现有的物流配送中心已达到满负荷运转，建设物流中心项目将进一步推动公司实现“全国布局”和“全渠道布局”发展战略、提升运作效率。

图表 11：医药健康产业园建设项目

子项目名称	说明
物流中心项目	提升物流能力，以满足老百姓业务进一步扩张的需求
配套办公楼项目	满足员工办公需求并升公司形象

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12：老百姓物流信息图



来源：公司官网，国金证券研究所

- 老百姓大健康智慧服务平台有 5 个子项目，基于公司自身的业务实际需求为核心向导，以大数据、智能算法、云计算、物联网为支撑，对综合性信息进行处理、计算、存储和分析，推动公司精细化管理。

**图表 13：大健康智慧服务平台建设子项目**

子项目名称	说明
大数据智能平台项目	顾客层面：更精准地锁定老百姓企业的客户群，对客户实现更精准的营销、更深层次的维护等。 公司管理层面：优化业务流程、制定商业决策，从而降低管理成本、提升生产效率、提高产品品质。
智能决策平台项目	有助于后台业务系统监控、门店智能决策
多媒体智能分析平台项目	解决现有巡店点检痛点、解决现有系统缺陷
智慧药房项目	顺应“互联网+”、创新发展转型升级
知识库项目	有助于员工和管理者们可以找到合适的文档、各类解决方案或人才

来源：公司公告，国金证券研究所

### 盈利预测与投资建议

- 在集中度提升和处方外流两大行业趋势下，公司均进行了积极布局。此外，公司在硬件上发行可转债提升物流和信息化水平，在软件上实施股权激励绑定员工利益。作为全国性的连锁药店龙头企业，我们给予公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.89/2.29/2.76 元，对应 PE 32/26/22 倍，维持增持评级。

### 风险提示

- 市场竞争加剧的风险；外延并购不确定性；并购整合低于预期；院边店开设低于预期；老店同店增速放缓风险；新店培育期拉长风险；医保支付价对于药店品种价格存在负面影响风险。



**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>6,094</b>	<b>7,501</b>	<b>9,471</b>	<b>12,107</b>	<b>15,003</b>	<b>18,324</b>	货币资金	835	1,355	1,118	1,500	1,800	2,200
增长率		23.1%	26.3%	27.8%	23.9%	22.1%	应收款项	634	851	1,013	1,179	1,461	1,784
<b>主营业务成本</b>	<b>-3,897</b>	<b>-4,853</b>	<b>-6,137</b>	<b>-7,863</b>	<b>-9,778</b>	<b>-11,997</b>	存货	1,197	1,311	1,711	1,936	2,408	2,954
%销售收入	63.9%	64.7%	64.8%	64.9%	65.2%	65.5%	其他流动资产	275	462	469	601	726	870
<b>毛利</b>	<b>2,198</b>	<b>2,649</b>	<b>3,335</b>	<b>4,245</b>	<b>5,225</b>	<b>6,327</b>	流动资产	2,941	3,979	4,311	5,216	6,395	7,808
%销售收入	36.1%	35.3%	35.2%	35.1%	34.8%	34.5%	%总资产	59.9%	59.4%	50.8%	52.5%	56.8%	61.2%
营业税金及附加	-41	-52	-58	-73	-90	-110	长期投资	37	49	124	324	324	324
%销售收入	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	269	434	807	881	897	905
营业费用	-1,412	-1,668	-2,157	-2,758	-3,418	-4,174	%总资产	5.5%	6.5%	9.5%	8.9%	8.0%	7.1%
%销售收入	23.2%	22.2%	22.8%	22.8%	22.8%	22.8%	无形资产	1,631	2,124	2,793	2,970	3,099	3,179
管理费用	-290	-394	-451	-577	-705	-852	非流动资产	1,968	2,719	4,174	4,713	4,858	4,946
%销售收入	4.8%	5.2%	4.8%	4.8%	4.7%	4.7%	%总资产	40.1%	40.6%	49.2%	47.5%	43.2%	38.8%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>455</b>	<b>535</b>	<b>668</b>	<b>837</b>	<b>1,012</b>	<b>1,191</b>	<b>资产总计</b>	<b>4,910</b>	<b>6,699</b>	<b>8,485</b>	<b>9,929</b>	<b>11,252</b>	<b>12,754</b>
%销售收入	7.5%	7.1%	7.0%	6.9%	6.7%	6.5%	短期借款	481	186	1,623	1,917	1,843	1,658
财务费用	-33	-58	-43	-65	-102	-106	应付款项	1,453	2,206	3,029	3,524	4,381	5,373
%销售收入	0.5%	0.8%	0.4%	0.5%	0.7%	0.6%	其他流动负债	207	259	293	372	462	566
资产减值损失	-14	-15	-10	-11	-3	-3	流动负债	2,141	2,651	4,946	5,814	6,687	7,598
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	95	84	84	84	85
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	824	852	86	327	327	327
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>2,964</b>	<b>3,598</b>	<b>5,115</b>	<b>6,224</b>	<b>7,097</b>	<b>8,009</b>
<b>营业利润</b>	<b>408</b>	<b>488</b>	<b>629</b>	<b>761</b>	<b>908</b>	<b>1,082</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,850</b>	<b>2,931</b>	<b>3,046</b>	<b>3,302</b>	<b>3,672</b>	<b>4,177</b>
营业利润率	6.7%	6.5%	6.6%	6.3%	6.1%	5.9%	少数股东权益	95	170	323	403	483	568
营业外收支	15	5	7	10	5	5	<b>负债股东权益合计</b>	<b>4,910</b>	<b>6,699</b>	<b>8,485</b>	<b>9,929</b>	<b>11,252</b>	<b>12,754</b>
<b>税前利润</b>	<b>423</b>	<b>493</b>	<b>636</b>	<b>771</b>	<b>913</b>	<b>1,087</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	6.9%	6.6%	6.7%	6.4%	6.1%	5.9%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-81	-96	-132	-150	-178	-212	<b>每股指标</b>						
所得税率	19.1%	19.5%	20.8%	19.5%	19.5%	19.5%	每股收益	1.112	1.301	1.527	1.886	2.285	2.757
<b>净利润</b>	<b>342</b>	<b>397</b>	<b>504</b>	<b>621</b>	<b>735</b>	<b>875</b>	每股净资产	6.930	10.286	10.690	11.587	12.886	14.658
少数股东损益	45	26	69	80	80	85	每股经营现金净流	1.173	1.727	3.204	2.754	3.516	4.103
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>297</b>	<b>371</b>	<b>435</b>	<b>541</b>	<b>655</b>	<b>790</b>	每股股利	0.300	0.300	1.000	1.000	1.000	1.000
净利率	4.9%	4.9%	4.6%	4.5%	4.4%	4.3%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	16.05%	12.65%	14.28%	16.37%	17.83%	18.91%
净利润	342	397	504	621	735	875	总资产收益率	6.05%	5.54%	5.13%	5.44%	5.82%	6.19%
少数股东损益	45	26	69	80	80	85	投入资本收益率	11.34%	10.26%	10.25%	11.17%	12.72%	14.07%
非现金支出	134	181	235	96	96	104	<b>增长率</b>						
非经营收益	31	38	39	27	105	111	主营业务收入增长率	33.40%	23.09%	26.26%	27.83%	23.92%	22.13%
营运资金变动	-194	-125	134	41	66	79	EBIT增长率	25.17%	17.61%	23.64%	26.58%	20.93%	17.66%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>313</b>	<b>492</b>	<b>913</b>	<b>785</b>	<b>1,002</b>	<b>1,169</b>	净利润增长率	23.45%	24.89%	17.32%	24.26%	21.14%	20.63%
资本开支	-185	-301	-873	-415	-233	-184	总资产增长率	29.18%	36.44%	26.66%	17.02%	13.32%	13.35%
投资	-401	-266	-539	-200	0	0	<b>资产管理能力</b>						
其他	0	-62	-2	0	0	0	应收账款周转天数	29.9	33.5	33.5	33.5	33.5	33.5
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-586</b>	<b>-629</b>	<b>-1,413</b>	<b>-615</b>	<b>-233</b>	<b>-184</b>	存货周转天数	98.3	94.3	89.9	89.9	89.9	89.9
股权募资	14	802	12	0	0	0	应付账款周转天数	67.0	64.3	58.8	67.0	67.0	67.0
债权募资	1,080	-202	628	569	-74	-184	固定资产周转天数	15.1	12.7	17.9	13.2	9.8	7.2
其他	-748	-75	-422	-358	-395	-401	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>346</b>	<b>524</b>	<b>218</b>	<b>211</b>	<b>-469</b>	<b>-585</b>	净负债/股东权益	22.51%	-9.03%	17.48%	22.34%	10.92%	-2.74%
<b>现金净流量</b>	<b>73</b>	<b>387</b>	<b>-282</b>	<b>382</b>	<b>300</b>	<b>400</b>	EBIT利息保障倍数	13.9	9.2	15.5	12.9	9.9	11.2
							资产负债率	60.38%	53.71%	60.29%	62.69%	63.08%	62.80%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	8	12	16	23
增持	1	4	5	6	8
中性	0	1	2	2	3
减持	0	0	1	1	1
评分	1.50	1.46	1.60	1.52	1.49

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

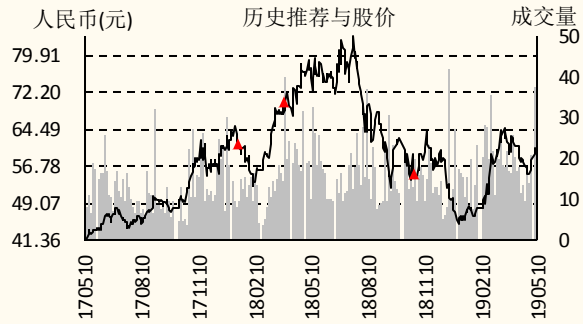
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-01-15	增持	62.31	66.00~67.00
2	2018-03-30	增持	69.53	N/A
3	2018-04-21	增持	74.58	N/A
4	2018-10-25	增持	54.20	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH