

2023年10月31日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

dyh@longone.com.cn

证券分析师

伍可心 S0630522120001

wqx@longone.com.cn

数据日期	2023/10/31
收盘价	25.38
总股本(万股)	58,519
流通A股/B股(万股)	58,234/0
资产负债率(%)	65.99%
市净率(倍)	2.05
净资产收益率(加权)	10.72
12个月内最高/最低价	46.62/22.81

**相关研究**

《老百姓(603883): 业绩整体稳健, 加盟业务快速增长——公司简评报告》2023.09.01

《老百姓(603883): 广布局, 深耕作——公司深度报告》2023.08.04

老百姓(603883): 短期增速放缓, 关注 统筹进展

——公司简评报告

投资要点

- **短期受政策落地速度影响, 业绩增速放缓。**公司2023年前三季度实现营收160.42亿元(+16.44%)、归母净利润7.17亿元(+17.54%)、扣非归母净利润6.45亿元(+13.74%)。其中Q3单季度实现营收52.31亿元(+9.31%)、归母净利润2.03亿元(+32.78%)、扣非归母净利润1.55亿元(+5.04%)。受到各地门诊统筹政策落地速度不同等因素影响, 公司业绩短期阶段性放缓。
- **门诊统筹落地门店人次、客单价均提升, 预期持续向好。**截至9月30日, 公司覆盖的20个省份中, 门诊统筹政策已落地14个省份, 全国可刷可互门店总计为2893家, 占公司总店数的22.14%。据公司三季报披露, 今年已纳入门诊统筹管理的门店的消费人次及客单价均有较为明显的提升。伴随政策对于社会药房应纳尽纳的总方针逐步落地, 公司门诊统筹药店数量及占比有望持续提升, 业绩有望重回快速增长轨道。
- **聚焦下沉+政策利好, 净利率有望稳步提升。**2023年前三季度, 公司新增门店2709家, 其中直营新增门店1479家、加盟新增门店1230家; 截至9月30日, 公司拥有总门店13065家, 其中地级市及以下门店占比约76%。同期, 公司毛利率为32.50%(-0.29pp), 净利率为5.32%(+0.14pp); Q3单季度, 公司毛利率为32.05%(-0.88pp)、净利率为4.62%(+0.77pp)。我们认为公司净利率逆势提升主要由于: 1) 公司持续加密优势区域, 市场竞争力、管理效率、供应链效率以及盈利能力持续提升, 公司下沉优势进一步凸显, 净利率有望稳步提升; 2) 已纳入门诊统筹的门店收入快速增长, 且毛利率仍保持相对稳定。
- **批发收入高速增长, 高毛利品类快速放量。**分业务来看, 2023年前三季度, 公司零售业务实现收入130.96亿元, 同比增速为12.44%; 毛利率为36.99%, 较去年同期增长0.68个百分点; 公司批发业务实现收入28.09亿元, 同比增长38.88%, 毛利率为11.48%, 较去年同期下降0.46个百分点。分产品种类来看, 2023年前三季度公司中西成药、中药和非药收入分别为125.16(+14.88%)、11.56(+29.50%)、23.69(+19.12%)亿元, 毛利率分别为30.10%(-0.12pp)、48.28%(-1.21pp)、37.49%(-1.83pp)。预计公司高毛利中药及非药类产品快速放量主要是疫后群众健康意识提升所致, 各产品毛利率均有所下降, 预计主要是低毛利批发业务扩大所致。
- **投资建议:**我们预测公司2023-2025年归母净利润分别为9.36/11.75/14.49亿元, 对应EPS分别为1.60/2.01/2.48元, 当前股价对应PE分别为15.9/12.6/10.3倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:**门诊统筹政策落地不及预期, 门店扩张不及预期, 行业竞争加剧的风险等。

盈利预测与估值简表

	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入(百万元)	13966.70	15695.66	20175.52	24449.43	30544.14	38207.03
同比增速(%)	19.75%	12.38%	28.54%	21.18%	24.93%	25.09%
归母净利润(百万元)	621.09	669.24	784.96	936.30	1174.60	1449.03
同比增速(%)	22.09%	7.75%	17.29%	19.28%	25.45%	23.36%
毛利率(%)	32.06%	32.13%	31.88%	31.30%	31.21%	30.98%
每股盈利(元)	1.27	1.14	1.36	1.60	2.01	2.48
ROE(%)	14.48%	15.36%	12.02%	14.55%	16.09%	17.28%
PE(倍)	29.26	27.15	29.76	15.86	12.64	10.25

资料来源: 携宁, 东海证券研究所(数据截止至2023年10月31日收盘)

附录：三大报表预测值

利润表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	20,176	24,449	30,544	38,207
%同比增速	29%	21%	25%	25%
营业成本	13,744	16,796	21,012	26,370
毛利	6,431	7,653	9,532	11,837
%营业收入	32%	31%	31%	31%
税金及附加	55	71	86	107
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	3,898	4,865	6,109	7,680
%营业收入	19%	20%	20%	20%
管理费用	1,107	1,296	1,558	1,929
%营业收入	5%	5%	5%	5%
研发费用	2	1	2	0
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	232	176	211	168
%营业收入	1%	1%	1%	0%
资产减值损失	-7	0	0	0
信用减值损失	-7	0	0	0
其他收益	56	139	156	173
投资收益	21	26	37	42
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	6	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0
营业利润	1,207	1,408	1,760	2,167
%营业收入	6%	6%	6%	6%
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	1,208	1,408	1,760	2,167
%营业收入	6%	6%	6%	6%
所得税费用	231	270	337	415
净利润	976	1,139	1,423	1,752
%营业收入	5%	5%	5%	5%
归属于母公司净利润	785	936	1,175	1,449
%同比增速	17%	19%	25%	23%
少数股东损益	191	202	248	303
EPS（元/股）	1.36	1.60	2.01	2.48

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	1.36	1.60	2.01	2.48
BVPS	11.16	11.00	12.47	14.33
PE	29.76	15.86	12.64	10.25
PEG	1.72	0.82	0.50	0.44
PB	3.62	2.31	2.03	1.77
EV/EBITDA	9.76	5.93	4.64	3.50
ROE	12%	15%	16%	17%
ROIC	9%	9%	10%	11%

资产负债表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,411	3,817	6,919	8,353
交易性金融资产	3	3	3	3
应收账款及应收票据	2,182	2,351	2,910	3,545
存货	3,949	4,386	5,399	6,592
预付账款	656	756	904	1,134
其他流动资产	263	299	341	391
流动资产合计	9,463	11,611	16,475	20,018
长期股权投资	65	65	65	65
投资性房地产	335	326	317	308
固定资产合计	1,099	1,291	1,516	1,692
无形资产	600	635	669	704
商誉	5,493	6,493	7,493	8,293
递延所得税资产	75	69	69	69
其他非流动资产	4,268	3,650	2,921	2,076
资产总计	21,397	24,140	29,525	33,224
短期借款	766	1,066	1,566	1,266
应付票据及应付账款	6,948	8,352	10,448	13,038
预收账款	15	26	33	41
应付职工薪酬	578	534	668	838
应交税费	198	244	305	382
其他流动负债	2,341	2,563	2,838	3,202
流动负债合计	10,846	12,785	15,858	18,768
长期借款	1,578	1,878	2,278	1,878
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	34	34	34	34
其他非流动负债	1,840	2,238	3,038	2,838
负债合计	14,300	16,935	21,208	23,518
归属于母公司的所有者权益	6,530	6,434	7,299	8,385
少数股东权益	568	770	1,018	1,321
股东权益	7,098	7,204	8,317	9,706
负债及股东权益	21,397	24,140	29,525	33,224

现金流量表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	2,314	3,527	4,003	4,742
投资	-1,336	-5	-5	-5
资本性支出	-297	-1,836	-1,945	-1,676
其他	176	-120	-53	-58
投资活动现金流净额	-1,457	-1,962	-2,003	-1,738
债权融资	-141	1,099	1,700	-900
股权融资	1,732	9	0	-13
支付股利及利息	-411	-517	-598	-657
其他	-1,323	-36	0	0
筹资活动现金流净额	-143	555	1,102	-1,570
现金净流量	717	2,121	3,102	1,434

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止 2023 年 10 月 31 日）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089