

2023年09月01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

wkw@longone.com.cn

数据日期	2023/08/31
收盘价	25.66
总股本(万股)	58,519
流通A股/B股(万股)	58,234/0
资产负债率(%)	64.95%
市净率(倍)	2.04
净资产收益率(加权)	8.85
12个月内最高/最低价	46.62/25.21

**相关研究**

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

老百姓（603883）：业绩整体稳健，加盟业务快速增长

——公司简评报告

投资要点

- **上半年业绩整体稳健增长，Q2短期放缓。**公司2023H1实现营收108.11亿元（+20.24%）、归母净利润5.13亿元（+12.43%）、扣非归母净利润4.91亿元（+16.79%）。其中Q2单季度实现营业收入53.70亿元（+10.72%）、归母净利润2.22亿元（+3.36%）。2023H1公司毛利率为32.72%（+0.01pp）、净利率为5.66%（-0.23pp）。受到各地门诊统筹政策及落地速度不同等因素的影响，公司业绩短期阶段性放缓。截至6月30日，公司可以刷统筹医保、用互联网处方的门店数仅有2200余家，占总门店数近18%；截至8月底，公司可互可刷的门店数已提升至2700余家，占公司总门店数约22%。基于门诊统筹政策促进处方外流，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，下半年公司业绩有望重回快速增长轨道。
- **扩张速度行业领先，“9+7”聚焦战略提升市占率。**截至2023年6月30日，公司在20省共有连锁药店12291家（直营店8524家，加盟店3767家）。2023H1公司新增门店1723家（直营963家，加盟760家），上半年新增店数行业领先。近年来，公司聚焦战略取得了明显成效。2018年，公司市占率第一的省级市场仅有天津，目前湖南、天津、宁夏、内蒙古市占率均为第一；目前市占率排名第二的有安徽、陕西、甘肃；市占率排名第三的有江苏、广西、浙江。随着公司聚焦战略持续推进，优势省份竞争优势将进一步显现，盈利能力有望逐步提升。
- **加盟、联盟业务持续快速推进，助力公司聚焦下沉市场。加盟业务：门店数量行业领先，收入高速增长。**新渠道招商模式初见成效，老百姓第三届“318加盟直播招商节”全款签约店数刷新招商节纪录。2023H1，加盟业务实现配送销售额10.3亿元，同比增长35%。**联盟：“县域龙头的全托管专家”，广覆盖加速下沉。**业务覆盖20个省市，其中重点深耕12个省市，联盟合作企业达到165家，联盟企业零售总规模135亿+，联盟门店数9,000家+，2023H1，公司联盟业务实现配送销售额9263万元，同比增长45%。
- **高毛利中药、非药品类快速放量。**产品种类方面，2023H1公司中西成药、中药和非药收入分别为83.77（+17.01%）、7.74（+39.66%）、16.60（+29.94%）亿元，分别占比77.48%（-2.15pp）、7.16%（+1.15pp）、15.36%（-1.00pp），毛利率分别为30.03%（-0.35pp）、49.29%（-0.93pp）、38.59%（+0.41pp）。我们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，中西成药毛利率下降则可能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年归属于母公司净利润分别为9.36/11.74/14.48亿元，对应EPS分别为1.60/2.01/2.48元，当前股价对应PE分别为16.04/12.79/10.37倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**门店扩张不及预期的风险；盈利能力下降的风险；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	1173.96	1448.38
同比增速(%)	22.09%	7.75%	17.29%	19.28%	25.38%	23.38%
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%	14.02%	15.86%	17.48%
PE(倍)	29.26	27.15	29.76	16.04	12.79	10.37

资料来源：携宁，东海证券研究所（数据截止至2023年8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	212	169
%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	1,759	2,166
%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	1,759	2,166
%营业收入	6%	6%	6%	6%
所得税费用	231	270	337	415
净利润	976	1,139	1,422	1,751
%营业收入	5%	5%	5%	5%
归属于母公司净利润	785	936	1,174	1,448
%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	11.01	12.48	14.34
PE	29.76	16.04	12.79	10.37
PEG	1.72	0.83	0.50	0.44
PB	3.62	2.33	2.06	1.79
EV/EBITDA	9.76	5.99	4.68	3.54
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	3,769	6,870	8,303
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	298	340	390
流动资产合计	9,463	11,562	16,425	19,967
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	77	77	77
其他非流动资产	4,268	3,641	2,912	2,067
资产总计	21,397	24,090	29,474	33,173
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	2,507	2,782	3,146
流动负债合计	10,846	12,729	15,802	18,712
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	33	33	33
其他非流动负债	1,840	2,239	3,039	2,839
负债合计	14,300	16,880	21,152	23,463
归属于母公司的所有者权益	6,530	6,440	7,304	8,390
少数股东权益	568	770	1,018	1,321
股东权益	7,098	7,210	8,322	9,710
负债及股东权益	21,397	24,090	29,474	33,173

现金流量表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	2,314	3,518	4,002	4,741
投资	-1,336	-5	-5	-5
资本性支出	-297	-1,836	-1,945	-1,676
其他	176	-110	-53	-58
投资活动现金流净额	-1,457	-1,951	-2,003	-1,738
债权融资	-141	1,043	1,700	-900
股权融资	1,732	6	0	-13
支付股利及利息	-411	-517	-598	-657
其他	-1,323	-27	0	0
筹资活动现金流净额	-143	506	1,102	-1,570
现金净流量	717	2,073	3,101	1,433

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止 2023 年 8 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