

老百姓 (603883)

2023 年三季报点评：加盟业务快速增长，内生外延持续扩张

买入（维持）

2023 年 11 月 02 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 冉胜男

执业证书：S0600522090008

ranshn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	20,176	23,804	28,587	34,321
同比	29%	18%	20%	20%
归属母公司净利润（百万元）	785	934	1,144	1,402
同比	17%	19%	23%	23%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	1.34	1.60	1.96	2.40
P/E（现价&最新股本摊薄）	19.50	16.40	13.38	10.92

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年三季报，前三季度实现收入 160.42 亿元（+16.44%，同比，下同）；归母净利润 7.17 亿元（+17.54%）；扣非归母净利润 6.45 亿元（+13.74%）。单三季度实现收入 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%）。业绩符合预期。
- **业绩增长稳定，期间费用率下降。**利润端看，公司 2023 前三季度实现毛利率 32.50%（-0.29pp）；销售净利率 5.32%（+0.14pp）；期间费用率 26.17%（-0.47pp）。单 Q3 季度实现毛利率 32.05%（-0.88pp）；销售净利率 4.62%（+0.77pp）；期间费用率 27.22%（-1.19pp）。
- **加盟及分销业务快速增长。分业务看，**公司前三季度零售业务实现收入 130.96 亿元（+12.44%），毛利率 36.99%（+0.68pp）；加盟及分销业务 28.09 亿元（+38.88%），毛利率 11.48%（-0.46pp）。**分产品看，**同期中西成药实现收入 125.16 亿元（+14.88%），毛利率 30.10%（-0.12pp）；中药 11.56 亿元（+29.50%），毛利率 48.28%（-1.21pp）；非药品 23.69 亿元（+19.12%），毛利率 37.49%（-1.83pp）。
- **内生外延持续扩张，深耕下沉市场。**截至 2023Q3，公司拥有门店 13065 家，其中直营门店 8945 家、加盟门店 4120 家。今年新增门店 2709 家，其中直营门店新增 1479 家、加盟新增 1230 家。通过聚焦发展策略，目前公司拥有市占率前三的省份 10 个，其中市占率第一的省份四个（包括湖南省、天津市、宁夏自治区、内蒙古自治区），重点省份优势更进一步凸显。与此同时，下沉市场稳步扎根，公司总门店中地级市及以下门店占比约 76%。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司门店并购扩张对利润端影响仍在，我们将 2023-2024 年公司归母净利润由为 9.41/11.57 亿元调整至 9.34/11.44 亿元，2025 年由 13.88 亿元调整至 14.02 亿元，对应当前市值的估值分别为 16/13/11 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险，门店扩张或不及预期的风险，加盟店发展或不及预期的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.16
一年最低/最高价	22.81/46.62
市净率(倍)	2.30
流通 A 股市值(百万元)	15,234.13
总市值(百万元)	15,308.68

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.39
资产负债率(%，LF)	65.99
总股本(百万股)	585.19
流通 A 股(百万股)	582.34

相关研究

《老百姓(603883)：2022 年报及 2023Q1 报点评：加盟业务增速亮眼，门店扩张效益凸显》

2023-05-04

《老百姓(603883)：2022 年三季报点评：业绩增长符合预期，加盟收购效果显著》

2022-10-31

老百姓三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9,463	11,520	14,412	17,870	营业总收入	20,176	23,804	28,587	34,321
货币资金及交易性金融资产	2,414	3,329	4,672	6,207	营业成本(含金融类)	13,744	16,030	19,368	23,267
经营性应收款项	2,839	3,327	4,010	4,818	税金及附加	55	74	89	106
存货	3,949	4,599	5,533	6,647	销售费用	3,898	5,046	6,060	7,276
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,107	1,119	1,255	1,507
其他流动资产	262	265	197	197	研发费用	2	3	3	4
非流动资产	11,934	12,453	13,053	13,755	财务费用	232	211	202	189
长期股权投资	65	87	109	130	加:其他收益	56	69	83	100
固定资产及使用权资产	4,014	3,901	3,779	3,648	投资净收益	21	14	17	21
在建工程	160	210	270	340	公允价值变动	6	0	0	0
无形资产	600	723	847	970	减值损失	(14)	(18)	(10)	(10)
商誉	5,493	5,893	6,393	6,993	资产处置收益	1	2	2	2
长期待摊费用	688	708	709	709	营业利润	1,207	1,387	1,701	2,085
其他非流动资产	915	931	948	964	营业外净收支	1	2	2	2
资产总计	21,397	23,973	27,466	31,625	利润总额	1,208	1,389	1,703	2,087
流动负债	10,846	12,311	14,441	16,931	减:所得税	231	278	341	417
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,056	2,056	2,056	2,056	净利润	976	1,111	1,362	1,669
经营性应付款项	6,963	8,124	9,815	11,791	减:少数股东损益	191	178	218	267
合同负债	220	257	310	372	归属母公司净利润	785	934	1,144	1,402
其他流动负债	1,607	1,874	2,260	2,711	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.34	1.60	1.96	2.40
非流动负债	3,453	3,453	3,453	3,453	EBIT	1,413	1,532	1,811	2,161
长期借款	1,578	1,578	1,578	1,578	EBITDA	2,738	2,773	3,061	3,419
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.88	32.66	32.25	32.21
租赁负债	1,821	1,821	1,821	1,821	归母净利率(%)	3.89	3.92	4.00	4.09
其他非流动负债	54	54	54	54	收入增长率(%)	28.54	17.98	20.09	20.06
负债合计	14,300	15,764	17,894	20,384	归母净利润增长率(%)	17.29	18.93	22.57	22.55
归属母公司股东权益	6,530	7,463	8,608	10,010					
少数股东权益	568	746	964	1,231					
所有者权益合计	7,098	8,209	9,571	11,241					
负债和股东权益	21,397	23,973	27,466	31,625					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,314	2,892	3,407	3,706	每股净资产(元)	11.16	12.76	14.72	17.11
投资活动现金流	(1,457)	(1,742)	(1,829)	(1,935)	最新发行在外股份(百万股)	585	585	585	585
筹资活动现金流	(143)	(235)	(235)	(235)	ROIC(%)	9.78	9.35	10.10	10.90
现金净增加额	717	915	1,343	1,535	ROE-摊薄(%)	12.02	12.51	13.29	14.01
折旧和摊销	1,325	1,241	1,250	1,259	资产负债率(%)	66.83	65.76	65.15	64.46
资本开支	(297)	(1,698)	(1,807)	(1,917)	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.50	16.40	13.38	10.92
营运资本变动	(217)	40	118	107	P/B(现价)	2.34	2.05	1.78	1.53

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>