

漱玉平民 (301017.SZ) 营收稳健增长，门店布局持续扩张

2024年04月28日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

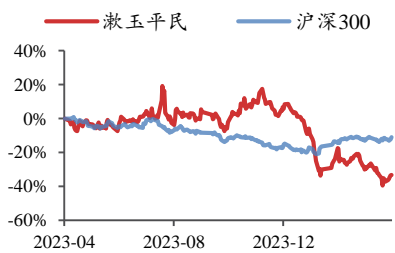
余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

日期	2024/4/26
当前股价(元)	12.58
一年最高最低(元)	23.90/10.01
总市值(亿元)	50.99
流通市值(亿元)	13.75
总股本(亿股)	4.05
流通股本(亿股)	1.09
近3个月换手率(%)	220.84

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《夯实山东省内龙头地位，着眼布局全国市场——公司首次覆盖报告》
-2024.4.11

● 营收稳健增长，利润短期承压，维持“买入”评级

公司2023年实现营收91.91亿元（同比+17.49%，下文皆为同比口径）；归母净利润1.33亿元（-42.01%）；扣非归母净利润1.27亿元（-42.34%）。2024Q1实现营收24.39亿元（+17.69%）；归母净利润0.11亿元（-83.72%）；扣非归母净利润0.10亿元（-84.25%）。从盈利能力来看，2023年毛利率为28.33%（-0.26pct），净利率为1.52%（-1.46pct）。从费用端来看，2023年销售费用率为21.34%（+0.82pct）；管理费用率为3.23%（+0.58pct）；财务费用率为1.28%（+0.31pct）。我们看好公司省内下沉布局及省外扩张，考虑到新建物流中心的运营成本以及营销推广等费用支出影响，下调2024-2025年并新增2026年盈利预测，预计2024-2026年归母净利润分别为1.76/2.19/2.86亿元（原预计2024-2025年为2.49/3.47亿元），EPS为0.43/0.54/0.71元，当前股价对应PE为28.9/23.3/17.8倍，维持“买入”评级。

● 门店数量稳健扩张，山东省仍为主要布局区域

公司2023年全年共新增门店1,881家，其中新建直营店342家，并购店445家。截至2024Q1，公司共有7,934家门店，其中直营店4,341家，加盟店3,593家。具体来看，山东省仍为直营门店主要布局区域，山东省内直营门店3,643家，占总直营门店数量的83.92%；省外共698家，占总直营门店数量的16.08%。

● 新零售业务实现突破，自有品牌影响力渐提升

B2C、O2O和私域运营三驾马车共同带动公司新零售业务快速增长，2023年实现销售额12.9亿元（+39.6%），持续完善的数智化系统矩阵和成熟的全域平台精细化运营体系、组织体系及内控流程将有望助力新零售业务实现突破性发展。此外，2023年公司自有品牌商品销售同比增长31%，销售收入占零售业务总额比重超13%，体现拓展供应商渠道、优化商品结构体系的积极成果；且自有品牌“鹤华中药”基于消费者及市场洞察开发轻养生系列商品，全年销售额突破2亿元（+41%），反映公司自有品牌的产品力和影响力均在逐渐提升。

● **风险提示：**政策变化风险，门店拓展速度不及预期，产品销售不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7,823	9,191	11,005	13,206	15,877
YOY(%)	47.0	17.5	19.7	20.0	20.2
归母净利润(百万元)	229	133	176	219	286
YOY(%)	99.6	-42.0	32.4	24.2	30.6
毛利率(%)	28.6	28.3	28.4	28.9	29.4
净利率(%)	2.9	1.4	1.6	1.7	1.8
ROE(%)	10.3	5.9	7.1	8.2	9.8
EPS(摊薄/元)	0.57	0.33	0.43	0.54	0.71
P/E(倍)	22.2	38.3	28.9	23.3	17.8
P/B(倍)	2.4	2.4	2.2	2.0	1.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4972	5511	5977	7706	8504
现金	1860	1397	2065	2192	2830
应收票据及应收账款	896	1340	590	1657	1044
其他应收款	34	49	50	69	74
预付账款	336	417	485	598	703
存货	1794	2068	2549	2953	3615
其他流动资产	52	238	238	238	238
非流动资产	2891	3823	3858	3950	4043
长期投资	142	108	74	40	6
固定资产	403	395	506	620	739
无形资产	112	128	131	133	136
其他非流动资产	2235	3191	3146	3157	3161
资产总计	7863	9334	9835	11656	12547
流动负债	4206	5264	5825	7676	8536
短期借款	1210	1631	2131	3328	3835
应付票据及应付账款	1777	1898	2257	2831	3160
其他流动负债	1219	1735	1437	1517	1541
非流动负债	1390	1704	1464	1241	1005
长期借款	988	1338	1098	875	640
其他非流动负债	401	366	366	366	366
负债合计	5596	6967	7289	8917	9541
少数股东权益	36	74	78	82	90
股本	405	405	405	405	405
资本公积	857	831	831	831	831
留存收益	827	913	1064	1252	1508
归属母公司股东权益	2231	2292	2468	2657	2916
负债和股东权益	7863	9334	9835	11656	12547

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	148	143	995	-502	761
净利润	233	140	180	223	294
折旧摊销	99	121	121	82	106
财务费用	76	118	147	167	192
投资损失	-1	-2	-1	-2	-2
营运资金变动	-583	-680	523	-1009	137
其他经营现金流	325	446	26	36	34
投资活动现金流	-285	-966	-145	-161	-189
资本支出	110	182	190	208	233
长期投资	100	-97	34	34	34
其他投资现金流	-275	-688	11	13	10
筹资活动现金流	1322	142	-182	215	276
短期借款	659	422	500	1196	508
长期借款	826	350	-240	-223	-236
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-0	-26	0	0	0
其他筹资现金流	-163	-604	-443	-758	4
现金净增加额	1185	-681	668	-447	849

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7823	9191	11005	13206	15877
营业成本	5586	6587	7875	9383	11202
营业税金及附加	29	32	43	50	59
营业费用	1605	1961	2333	2839	3461
管理费用	207	297	352	436	540
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	76	118	147	167	192
资产减值损失	-6	-10	-7	-10	-13
其他收益	23	25	25	25	25
公允价值变动收益	0	0	6	8	4
投资净收益	1	2	1	2	2
资产处置收益	2	10	3	4	5
营业利润	324	198	248	312	403
营业外收入	10	1	6	5	6
营业外支出	14	21	15	19	17
利润总额	321	178	239	298	391
所得税	87	38	60	74	98
净利润	233	140	180	223	294
少数股东损益	4	7	3	4	8
归属母公司净利润	229	133	176	219	286
EBITDA	502	444	506	557	708
EPS(元)	0.57	0.33	0.43	0.54	0.71

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	47.0	17.5	19.7	20.0	20.2
营业利润(%)	86.5	-38.9	25.3	25.6	29.3
归属于母公司净利润(%)	99.6	-42.0	32.4	24.2	30.6
获利能力					
毛利率(%)	28.6	28.3	28.4	28.9	29.4
净利率(%)	2.9	1.4	1.6	1.7	1.8
ROE(%)	10.3	5.9	7.1	8.2	9.8
ROIC(%)	6.1	4.4	4.8	5.0	5.9
偿债能力					
资产负债率(%)	71.2	74.6	74.1	76.5	76.0
净负债比率(%)	32.7	91.0	57.0	84.4	65.1
流动比率	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0
速动比率	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.1	1.1	1.2	1.3
应收账款周转率	14.5	9.3	16.1	15.7	14.9
应付账款周转率	5.5	5.1	5.3	5.2	5.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.57	0.33	0.43	0.54	0.71
每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.35	2.45	-1.24	1.88
每股净资产(最新摊薄)	5.15	5.30	5.74	6.20	6.84
估值比率					
P/E	22.2	38.3	28.9	23.3	17.8
P/B	2.4	2.4	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	11.7	16.3	12.9	13.3	10.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn