

老百姓 (603883)

2023 年报&2024 一季报点评: 24Q1 受并购影响收入增速放缓, 火炬项目提毛利成效明显

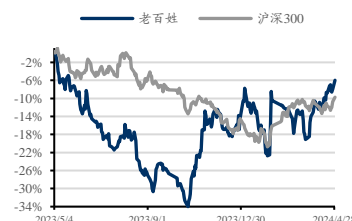
买入 (维持)

2024 年 04 月 30 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	20,176	22,437	26,081	31,911	38,296
同比 (%)	28.54	11.21	16.24	22.35	20.01
归母净利润 (百万元)	784.96	929.02	1,129.28	1,390.15	1,702.20
同比 (%)	17.29	18.35	21.56	23.10	22.45
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.34	1.59	1.93	2.38	2.91
P/E (现价&最新摊薄)	24.44	20.65	16.99	13.80	11.27

股价走势



投资要点

- **事件:** 公司公告, 2023 年实现营收 224.37 亿元 (+11.21%, 表示同比增速, 下同), 归母净利润 9.29 亿元 (+18.35%), 扣非归母净利润 8.44 亿元 (+14.68%); 2024Q1 实现营收 55.39 亿元 (+1.81%), 归母净利润 3.21 亿元 (+10.27%), 扣非归母净利润 3.11 亿元 (+10.35%), 经营性现金流净额 4.17 亿元 (-49.08%)。23 年业绩符合预期, 24Q1 收入低于预期。
- **24Q1 经营数据解读:** 1) 收入增速放缓: 一是收购门店较少, 23Q2 至 24Q1 收购门店数仅 351 家, 24Q1 仅收购 6 家, 系一级市场并购标的价格过高。二是公司预判南京门诊统筹政策收紧, 提前关闭部分门店。2) 经营性现金流增速下滑为一次性不可比因素, 其一 22 年 12 月疫情原因, 公司提前预付款, 导致 23Q1 现金交付少, 现金流基数高; 其二全国门诊统筹实施后, 医保应收账款金额增加, 客户支付由现金切换至医保。
- **火炬项目提毛利, 24Q1 毛利率提升明显。** 24Q1 公司毛利率 35.20% (+2.20pct), 原因系公司实施火炬项目, 措施包括: 1) 从商品选品开始寻求毛利率提升机会; 2) 完善新品评估与淘汰出清规则, 实现商品出入口的有效管控。3) 搭建铺货预警体系, 与智能请货系统联动, 提升卖货效率。4) 优化营销激励, 调整销售结构提升毛利率。5) 提高统采占比, 实现降本增效, 24Q1 公司统采占比 69.5% (+1.4pct)。6) 优化商采管理系统, 有效赋能经营决策。7) 加强智能请货与供应链计划体系等系统建设, 服务更大业务体量。此外公司 24Q1 自有品牌自营门店销售额达到 8.3 亿元, 销售占比 20.8%, 较 23Q1 增加 1.3 个百分点。
- **2023 年经营数据亮点梳理:** 1) 门店数突破 1.3 万家, 全年新增 3388 家, 其中优势省份及重点城市新增门店 2913 家, 占比 86%, 地级市及以下门店占比为 76%。2) 加盟业务增长迅速。2023 年加盟业务成长迅速。2023 年底, 公司加盟门店达到 4394 家, 新增 1586 家, 较 22 年新增门店数增长近 50%; 加盟业务实现配送销售额约 22 亿元, 同比增长约 20%。3) 零售业务实现营收 193.49 亿元 (+9.96%), 毛利率 35.69% (+1.13pct)。4) 中西成药实现营收 176.27 亿元 (+12.59%), 毛利率 30.48% (+1.09pct)。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑公司毛利率提升逻辑兑现, 我们将公司 2024-2025 年归母净利润由 11.1/13.6 亿元上调至 11.3/13.9 亿元, 2026 年预计为 17.0 亿元, 对应 PE 为 17/14/11X, 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。

市场数据

收盘价(元)	32.80
一年最低/最高价	22.81/36.08
市净率(倍)	2.73
流通 A 股市值(百万元)	19,122.82
总市值(百万元)	19,185.81

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.03
资产负债率(%,LF)	64.17
总股本(百万股)	584.93
流通 A 股(百万股)	583.01

相关研究

《老百姓(603883): 老牌连锁药店龙头, 四驱马车加速扩张, 精益运营提效显著》

2024-02-07

《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》

2023-11-02

老百姓三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,130	11,501	14,981	19,067	营业总收入	22,437	26,081	31,911	38,296
货币资金及交易性金融资产	1,976	3,342	5,240	7,433	营业成本(含金融类)	15,134	17,195	20,668	24,678
经营性应收款项	2,495	2,877	3,521	4,227	税金及附加	79	81	99	119
存货	4,152	4,706	5,633	6,729	销售费用	4,566	5,477	6,972	8,463
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,187	1,487	1,915	2,336
其他流动资产	506	575	588	677	研发费用	3	3	4	4
非流动资产	12,101	12,322	12,618	13,011	财务费用	177	183	170	151
长期股权投资	68	90	113	136	加:其他收益	70	52	64	77
固定资产及使用权资产	4,065	3,738	3,396	3,041	投资净收益	66	26	32	38
在建工程	76	126	186	256	公允价值变动	(2)	0	0	0
无形资产	747	887	1,027	1,167	减值损失	(33)	(21)	(16)	(11)
商誉	5,836	6,236	6,736	7,336	资产处置收益	6	6	8	9
长期待摊费用	736	742	728	714	营业利润	1,398	1,719	2,171	2,658
其他非流动资产	574	503	432	361	营业外净收支	10	2	1	1
资产总计	21,231	23,822	27,599	32,077	利润总额	1,408	1,721	2,172	2,660
流动负债	11,155	12,369	14,408	16,759	减:所得税	284	344	434	532
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,283	2,283	2,283	2,283	净利润	1,124	1,377	1,738	2,128
经营性应付款项	7,012	7,971	9,581	11,440	减:少数股东损益	195	248	348	426
合同负债	230	262	315	376	归属母公司净利润	929	1,129	1,390	1,702
其他流动负债	1,629	1,854	2,230	2,660	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.59	1.93	2.38	2.91
非流动负债	2,787	2,787	2,787	2,787	EBIT	1,507	1,838	2,253	2,696
长期借款	1,378	1,378	1,378	1,378	EBITDA	2,973	3,376	3,804	4,261
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	32.55	34.07	35.23	35.56
租赁负债	1,371	1,371	1,371	1,371	归母净利率(%)	4.14	4.33	4.36	4.44
其他非流动负债	37	37	37	37	收入增长率(%)	11.21	16.24	22.35	20.01
负债合计	13,942	15,156	17,195	19,546	归母净利润增长率(%)	18.35	21.56	23.10	22.45
归属母公司股东权益	6,701	7,831	9,221	10,923					
少数股东权益	588	836	1,183	1,609					
所有者权益合计	7,289	8,666	10,404	12,532					
负债和股东权益	21,231	23,822	27,599	32,077					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,730	3,292	3,908	4,305	每股净资产(元)	11.46	13.39	15.76	18.67
投资活动现金流	(761)	(1,724)	(1,807)	(1,909)	最新发行在外股份(百万股)	585	585	585	585
筹资活动现金流	(2,428)	(203)	(203)	(203)	ROIC(%)	9.67	11.30	12.37	13.07
现金净增加额	(460)	1,366	1,898	2,192	ROE-摊薄(%)	13.86	14.42	15.08	15.58
折旧和摊销	1,465	1,538	1,552	1,566	资产负债率(%)	65.67	63.62	62.30	60.93
资本开支	(613)	(1,792)	(1,901)	(2,010)	P/E (现价&最新股本摊薄)	20.65	16.99	13.80	11.27
营运资本变动	(12)	189	441	446	P/B (现价)	2.86	2.45	2.08	1.76

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>