

2024年05月07日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

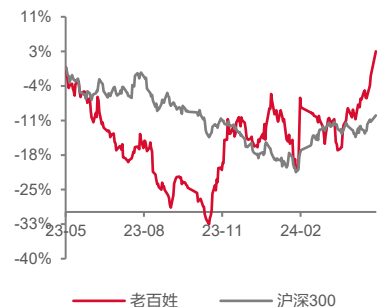
dyh@longone.com.cn

证券分析师

伍可心 S0630522120001

wkw@longone.com.cn

| | |
|-------------|-------------|
| 数据日期 | 2024/05/06 |
| 收盘价 | 35.22 |
| 总股本(万股) | 58,493 |
| 流通A股/B股(万股) | 58,301/0 |
| 资产负债率(%) | 64.17% |
| 市净率(倍) | 2.69 |
| 净资产收益率(加权) | 4.68 |
| 12个月内最高/最低价 | 35.66/22.81 |



《老百姓(603883):短期增速放缓,关注统筹进展——公司简评报告》
2023.10.31

《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):深耕成效显著,利润端加速提升

——公司简评报告

投资要点

- **收入端增长稳健,利润端表现亮眼。**公司发布2023年报及2024年一季报:2023年实现营收224.37亿元、归母净利润9.29亿元,同比分别增长11.2%、18.4%;其中第四季度实现营收63.96亿元、归母净利润2.12亿元,同比分别变动-0.1%、21.2%。2024Q1实现营收55.39亿元、归母净利润3.21亿元,同比分别增加1.8%、10.3%。公司总体经营稳健,利润端亮眼。
- **聚焦优势区域,提速加密下沉市场。**1) **门店数超1.4万家。**截至2024Q1,公司门店总数14109家,其中直营、加盟门店分别为9470、4639家。新开店方面,2023年新增门店3388家,其中直营1802家(自建1471,并购331家),加盟1586家;2024Q1新增门店642家,其中直营357家(自建351家,收购6家)、加盟285家。2) **新店筹备提速。**公司积极利用数字化赋能提升新店效率,2023年直营新店平均筹备周期40天,较2022年缩短9天。3) **精细化深耕优势区域。**2023年,公司市占率前三的省份达到11个,其中市占率第一的省份4个。2024Q1,公司地级市及以下门店占比76%。在单店收入相当的情况下,3-5线市场成本较低,公司盈利能力持续提升。
- **门店数量加速储备,加盟、联盟业务规模2024有望加速扩大。**1) **加盟门店增加近半。**截至2024Q1,公司加盟店数量为4639家,2023年及2024Q1分别新增1586、285家。2023年公司加盟门店增速超50%,实现收入约22亿元,同比增速约20%。2) **联盟业务超高速增长。**截至2024Q1,公司联盟业务涉及门店超过13500家;其中2023年12000+家,同比增长预计接近140%。2023年,公司联盟业务实现收入超2.4亿元,同比增长25%。
- **积极推动统筹落地,纳入门店销售提升明显。**截至2024Q1,公司拥有门诊统筹门店4673家,其中直营店纳入统筹占比近40%;公司可互可刷(纳入门诊统筹医保管理且可使用互联网处方)的门店达到3338家,占总门店数24%,其中直营门店可互可刷占比30.7%。可互可刷门店在来客数和销售额方面均有较为明显的提升。公司直营所在的18个省份中,政策已经落地的省份16个,其中可互可刷省份9个;已发文但无互联网处方政策的7个;未落地的2个。2024年,伴随各地统筹政策逐步落地完善,公司有望加速承接外流处方。
- **投资建议:**公司业绩总体符合预期,考虑到门诊统筹落地进度等不确定性因素的影响,我们适当下调公司2024/2025年盈利预测,新增2026年盈利预测,我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为11.03、13.39、16.38亿元,EPS分别是1.89、2.29、2.80元,对应PE分别18.7、15.4、12.6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

| | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 主营收入(百万元) | 15,695.66 | 20,175.52 | 22,437.49 | 25,858.26 | 31,557.62 | 38,238.97 |
| 同比增速(%) | 12.38% | 28.54% | 11.21% | 15.25% | 22.04% | 21.17% |
| 归母净利润(百万元) | 669.24 | 784.96 | 929.02 | 1,103.14 | 1,338.58 | 1,638.04 |
| 同比增速(%) | 7.75% | 17.29% | 18.35% | 18.74% | 21.34% | 22.37% |
| 毛利率(%) | 32.13% | 31.88% | 32.55% | 31.61% | 31.04% | 30.66% |
| 每股盈利(元) | 1.23 | 1.36 | 1.59 | 1.89 | 2.29 | 2.80 |
| ROE(%) | 15.36% | 12.02% | 13.86% | 14.87% | 16.15% | 17.51% |
| PE(倍) | 40.15 | 29.76 | 18.80 | 18.68 | 15.39 | 12.58 |

资料来源:携宁,东海证券研究所(截止至2024年5月6日收盘)

附录：三大报表预测值

| 利润表 (百万元) | | | | | 资产负债表 (百万元) | | | | |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 营业总收入 | 22,437 | 25,858 | 31,558 | 38,239 | 货币资金 | 1,975 | 2,224 | 3,852 | 5,498 |
| %同比增速 | 11% | 15% | 22% | 21% | 交易性金融资产 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 营业成本 | 15,134 | 17,685 | 21,763 | 26,514 | 应收账款及应收票据 | 2,304 | 2,600 | 3,081 | 3,622 |
| 毛利 | 7,303 | 8,173 | 9,795 | 11,725 | 存货 | 4,152 | 4,716 | 5,622 | 6,628 |
| %营业收入 | 33% | 32% | 31% | 31% | 预付账款 | 183 | 690 | 805 | 875 |
| 税金及附加 | 79 | 78 | 95 | 115 | 其他流动资产 | 514 | 528 | 575 | 633 |
| %营业收入 | 0% | 0% | 0% | 0% | 流动资产合计 | 9,130 | 10,760 | 13,937 | 17,259 |
| 销售费用 | 4,566 | 5,094 | 6,122 | 7,342 | 长期股权投资 | 68 | 68 | 68 | 68 |
| %营业收入 | 20% | 20% | 19% | 19% | 投资性房地产 | 326 | 326 | 326 | 326 |
| 管理费用 | 1,187 | 1,345 | 1,578 | 1,855 | 固定资产合计 | 1,341 | 1,475 | 1,568 | 1,689 |
| %营业收入 | 5% | 5% | 5% | 5% | 无形资产 | 747 | 842 | 922 | 1,002 |
| 研发费用 | 3 | 3 | 3 | 4 | 商誉 | 5,836 | 6,336 | 6,786 | 7,236 |
| %营业收入 | 0% | 0% | 0% | 0% | 递延所得税资产 | 70 | 67 | 67 | 67 |
| 财务费用 | 177 | 87 | 96 | 82 | 其他非流动资产 | 3,714 | 3,534 | 3,279 | 3,009 |
| %营业收入 | 1% | 0% | 0% | 0% | 资产总计 | 21,231 | 23,407 | 26,952 | 30,655 |
| 资产减值损失 | -23 | 0 | 0 | 0 | 短期借款 | 800 | 850 | 950 | 1,100 |
| 信用减值损失 | -10 | 0 | 0 | 0 | 应付票据及应付账款 | 6,995 | 8,106 | 9,612 | 10,900 |
| 其他收益 | 70 | 52 | 63 | 76 | 预收账款 | 17 | 16 | 16 | 17 |
| 投资收益 | 66 | 52 | 63 | 76 | 应付职工薪酬 | 460 | 548 | 675 | 795 |
| 净敞口套期收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应交税费 | 213 | 246 | 300 | 363 |
| 公允价值变动收益 | -2 | 0 | 0 | 0 | 其他流动负债 | 2,670 | 2,317 | 2,525 | 2,696 |
| 资产处置收益 | 6 | 0 | 0 | 0 | 流动负债合计 | 11,155 | 12,082 | 14,076 | 15,872 |
| 营业利润 | 1,398 | 1,671 | 2,028 | 2,481 | 长期借款 | 1,378 | 1,478 | 1,628 | 1,828 |
| %营业收入 | 6% | 6% | 6% | 6% | 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外收支 | 10 | 0 | 0 | 0 | 递延所得税负债 | 21 | 21 | 21 | 21 |
| 利润总额 | 1,408 | 1,671 | 2,028 | 2,481 | 其他非流动负债 | 1,387 | 1,588 | 1,838 | 2,138 |
| %营业收入 | 6% | 6% | 6% | 6% | 负债合计 | 13,942 | 15,169 | 17,563 | 19,859 |
| 所得税费用 | 284 | 337 | 409 | 500 | 归属于母公司的所有者权益 | 6,701 | 7,420 | 8,290 | 9,355 |
| 净利润 | 1,124 | 1,334 | 1,619 | 1,981 | 少数股东权益 | 588 | 819 | 1,099 | 1,441 |
| %营业收入 | 5% | 5% | 5% | 5% | 股东权益 | 7,289 | 8,239 | 9,389 | 10,796 |
| 归属于母公司净利润 | 929 | 1,103 | 1,339 | 1,638 | 负债及股东权益 | 21,231 | 23,407 | 26,952 | 30,655 |
| %同比增速 | 18% | 19% | 21% | 22% | | | | | |
| 少数股东损益 | 195 | 231 | 280 | 343 | | | | | |
| EPS (元/股) | 1.59 | 1.89 | 2.29 | 2.80 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流净额 | 2,730 | 2,519 | 3,388 | 3,522 |
| 投资 | -155 | -11 | -15 | -20 |
| 资本性支出 | -613 | -1,580 | -1,550 | -1,700 |
| 其他 | 8 | -137 | -87 | -74 |
| 投资活动现金流净额 | -761 | -1,728 | -1,652 | -1,794 |
| 债权融资 | -185 | -32 | 500 | 650 |
| 股权融资 | 7 | 2 | 0 | 0 |
| 支付股利及利息 | -471 | -512 | -609 | -732 |
| 其他 | -1,778 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流净额 | -2,428 | -542 | -109 | -82 |
| 现金净流量 | -460 | 249 | 1,628 | 1,647 |

| 基本指标 | | | | |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| EPS | 1.59 | 1.89 | 2.29 | 2.80 |
| BVPS | 11.46 | 12.69 | 14.17 | 15.99 |
| PE | 18.80 | 18.68 | 15.39 | 12.58 |
| PEG | 1.02 | 1.00 | 0.72 | 0.56 |
| PB | 2.61 | 2.78 | 2.49 | 2.20 |
| EV/EBITDA | 6.91 | 7.82 | 6.41 | 5.24 |
| ROE | 14% | 15% | 16% | 18% |
| ROIC | 10% | 11% | 11% | 12% |

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2024 年 5 月 6 日收盘）

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中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](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](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089