

老百姓 (603883.SH)

增持 (维持)

火炬项目助毛利率提升, “优势+下沉” 扩张策略深化

公司发布 2024 三季报: 2024 年前三季度实现营业收入 162.32 亿元, 归母净利润 6.30 亿元, 扣非归母净利润 6.07 亿元, 同比分别增长 1.19%、-12.06%、-5.94%。其中 Q3 单季度收入 52.92 亿元, 归母净利润 1.27 亿元, 扣非归母净利润 1.25 亿元, 同比分别增长 1.18%、-37.32%、-19.10%。

□ 受行业环境以及公司关店、新店次新店爬坡等多因素影响, 短期业绩承压。

①收入维稳: 2024 前三季度零售和加盟业务分别实现收入 133.1/28.0 亿元, 同比增长 1.7%/-0.4%。分产品看, 2024 年前三季度中西成药、中药和非药品分别实现收入 129.7/12.0/20.6 亿元, 同比增长 5.0%/-8.3%/-13.2%。②火炬项目改进营采商销全流程, 提升毛利率: 2024 年前三季度公司毛利率 33.87%, 稳步同比提升 1.36pct。③因前期门店快速扩张及新店初期运营不成熟, 费用率有所提升: 2024 年前三季度公司销售费用率 22.04%, 较 2023 年同期的 20.92% 上升 1.12pct; 管理费用率为 5.09%, 较 2023 年同期的 4.39% 增加 0.7pct。

□ “优势省份+下沉市场” 双轮驱动。截至 2024 年 9 月 30 日, 公司连锁网络已覆盖全国 18 个省级市场、150 余个地级市及以上城市, 共开设门店 15,591 家 (直营 10,300+加盟 5,291)。2024 年 1-9 月新增门店 2,368 家 (直营 1,264+加盟 1,104), 关闭门店 351 家 (直营 144+加盟 207), 其中优势省份及重点城市新增门店 2,045 家 (占比 86%)。同时, 公司积极开拓下沉市场, 医疗资源相对匮乏的下沉市场成为新增长极。截至 2024 三季报, 公司地级市及以下门店占比 77%, 2024 年 1-9 月新增门店中, 地级市及以下门店占比 80%。

□ 推进门诊统筹落地提升门店客流。截至 2024 年三季报, 公司已有 5,347 家 (其中直营 4,170 家, 加盟 1,177 家) 门店的门诊统筹资质落地, 直营门店中门诊统筹占比为 40.49%; 公司纳入门诊统筹且可使用互联网处方 (可互可刷) 的门店达到 4,191 家 (其中直营 3,384 家, 加盟 807 家), 直营门店中可互可刷占比为 32.85%。

□ 投资建议与盈利预测: 我们看好公司通过拓店提高市占率、为未来增长奠定基础, 火炬计划助力毛利率持续改善, 同时积极拥抱统筹医保政策、享处方外流红利, 维持 “增持” 评级。综合考虑不确定的行业环境及前三季度业绩情况, 预计 2024-2026 年实现归母净利润 8.10/9.30/10.87 亿元, 对应市盈率 19/16/14x。

□ 风险提示: 政策风险、需求波动、门店拓展不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	20176	22437	22886	24031	27155
同比增长	29%	11%	2%	5%	13%
营业利润(百万元)	1207	1398	1225	1410	1651
同比增长	26%	16%	-12%	15%	17%
归母净利润(百万元)	785	929	810	930	1087
同比增长	17%	18%	-13%	15%	17%
每股收益(元)	1.03	1.22	1.07	1.22	1.43
PE	19.1	16.1	18.5	16.1	13.8
PB	2.3	2.2	2.1	1.9	1.7

资料来源: 公司数据、招商证券

消费品/生物医药

目标估值: NA

当前股价: 19.69 元

基础数据

总股本 (百万股)	760
已上市流通股 (百万股)	758
总市值 (十亿元)	15.0
流通市值 (十亿元)	14.9
每股净资产 (MRQ)	9.2
ROE (TTM)	12.1
资产负债率	64.4%
主要股东	老百姓医药集团有限公司
主要股东持股比例	26.12%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	16	-24	-0
相对表现	19	-37	-14



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《老百姓 (603883) 一收入较稳, 火炬计划推动毛利率提升》2024-09-03
- 2、《老百姓 (603883) 一业绩增长稳健, 火炬项目助利润率提升》2024-05-14
- 3、《老百姓 (603883) 一新店拓展加速, 门诊统筹稳步推进》2023-10-31

梁广楷 S1090524010001

lianguanguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

方秋实 S1090523040003

fangqiushi@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	9463	9130	9124	9898	11987
现金	2411	1975	1890	2310	3412
交易性投资	3	2	2	2	2
应收票据	104	80	82	86	97
应收款项	2078	2224	2268	2381	2691
其它应收款	130	309	315	330	373
存货	3949	4152	4171	4373	4942
其他	789	388	396	416	470
非流动资产	11934	12101	12029	11973	11931
长期股权投资	65	68	68	68	68
固定资产	1099	1341	1574	1779	1959
无形资产商誉	6093	6583	6425	6282	6154
其他	4677	4109	3962	3845	3750
资产总计	21397	21231	21153	21871	23917
流动负债	10846	11155	10345	10181	11192
短期借款	766	800	1322	800	800
应付账款	6948	6995	7140	7486	8459
预收账款	235	248	253	265	300
其他	2897	3113	1629	1630	1633
长期负债	3453	2787	2787	2787	2787
长期借款	1578	1378	1378	1378	1378
其他	1875	1409	1409	1409	1409
负债合计	14300	13942	13132	12968	13978
股本	585	585	760	760	760
资本公积金	2594	2131	2000	2000	2000
留存收益	3351	3985	4503	5190	5999
少数股东权益	568	588	757	952	1180
归属于母公司所有者权益	6530	6701	7263	7951	8759
负债及权益合计	21397	21231	21153	21871	23917

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2314	2730	2120	2135	2309
净利润	976	1124	980	1125	1315
折旧摊销	283	316	970	953	940
财务费用	231	191	175	130	108
投资收益	(21)	(66)	(80)	(80)	(80)
营运资金变动	832	1166	72	3	20
其它	13	(1)	3	4	6
投资活动现金流	(1457)	(761)	(820)	(820)	(820)
资本支出	(308)	(621)	(900)	(900)	(900)
其他投资	(1148)	(140)	80	80	80
筹资活动现金流	(143)	(2428)	(1384)	(895)	(387)
借款变动	(544)	(1042)	(961)	(522)	0
普通股增加	176	0	175	0	0
资本公积增加	1469	(463)	(131)	0	0
股利分配	(204)	(292)	(292)	(243)	(279)
其他	(1040)	(630)	(175)	(130)	(108)
现金净增加额	715	(459)	(85)	420	1102

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	20176	22437	22886	24031	27155
营业成本	13744	15134	15448	16197	18302
营业税金及附加	55	79	81	85	96
营业费用	3898	4566	4737	4950	5580
管理费用	1107	1187	1282	1322	1480
研发费用	2	3	3	3	3
财务费用	232	177	175	130	108
资产减值损失	(13)	(27)	(15)	(15)	(15)
公允价值变动收益	6	(2)	0	0	0
其他收益	56	70	50	50	50
投资收益	21	66	30	30	30
营业利润	1207	1398	1225	1410	1651
营业外收入	16	18	18	18	18
营业外支出	16	8	8	8	8
利润总额	1208	1408	1235	1420	1660
所得税	231	284	255	294	345
少数股东损益	191	195	170	195	228
归属于母公司净利润	785	929	810	930	1087

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	29%	11%	2%	5%	13%
营业利润	26%	16%	-12%	15%	17%
归母净利润	17%	18%	-13%	15%	17%
获利能力					
毛利率	31.9%	32.5%	32.5%	32.6%	32.6%
净利率	3.9%	4.1%	3.5%	3.9%	4.0%
ROE	14.4%	14.0%	11.6%	12.2%	13.0%
ROIC	12.3%	11.5%	10.2%	11.1%	11.9%
偿债能力					
资产负债率	66.8%	65.7%	62.1%	59.3%	58.4%
净负债比率	17.0%	17.2%	12.8%	10.0%	9.1%
流动比率	0.9	0.8	0.9	1.0	1.1
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.2
存货周转率	4.1	3.7	3.7	3.8	3.9
应收账款周转率	11.2	10.0	9.8	10.0	10.3
应付账款周转率	2.3	2.2	2.2	2.2	2.3
每股资料(元)					
EPS	1.03	1.22	1.07	1.22	1.43
每股经营净现金	3.04	3.59	2.79	2.81	3.04
每股净资产	8.59	8.81	9.55	10.46	11.52
每股股利	0.38	0.38	0.32	0.37	0.43
估值比率					
PE	19.1	16.1	18.5	16.1	13.8
PB	2.3	2.2	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	17.3	15.8	11.4	10.8	10.0

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。