

2024年11月01日

买入（维持）

报告原因：业绩点评

证券分析师

杜永宏 S0630522040001

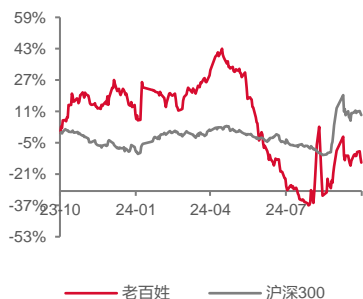
dyh@longone.com.cn

证券分析师

伍可心 S0630522120001

wkw@longone.com.cn

数据日期	2024/10/31
收盘价	16.07
总股本(万股)	76,023
流通A股/B股(万股)	75,792/0
资产负债率(%)	64.41%
市净率(倍)	1.62
净资产收益率(加权)	9.14
12个月内最高/最低价	36.90/11.90

**相关研究**

《老百姓（603883）：收入端保持稳健，多举措提升盈利能力——公司简评报告》2024.09.04

《老百姓（603883）：深耕成效显著，利润端加速提升——公司简评报告》2024.05.07

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

老百姓（603883）：利润端短期承压，积极稳中求进

——公司简评报告

投资要点

- **收入端经营韧性彰显，利润端受多因素扰动。**2024年前三季度，公司实现营收162.3亿元（YoY+1.19%）、归母净利润6.3亿元（YoY-12.06%）、扣非归母净利润6.07亿元（YoY-5.94%）；其中，Q3单季度实现营收52.92亿元（YoY+1.18%）、归母净利润1.27亿元（YoY-37.32%）、扣非净利润1.25亿元（YoY-19.10%）。今年以来，行业整体受多因素影响增速承压；报告期内，公司利润端下降主要是去年南京药店处置收益、报告期内并购店减少、新开门店处培育期内拖累利润所致等。
- **广覆盖下精深耕，既有优势持续巩固。**公司已完成全国20省市市场广覆盖的基础上，目前聚焦拓展11个优势省份，同时积极开拓下沉市场，持续加密重点区域巩固既有优势，提升规模效应。截至2024Q3，公司门店总数达15591家，前三季度共新增门店2368家，新增门店中，优势省份及重点城市门店占比86%，地级市及以下门店占77%。
- **灵活调整经营策略，稳中求进。**当前，行业整体受到宏观环境、药店比价、竞争加剧等因素影响，公司对经营策略进行调整：1）调整全年拓店计划，2024全年，公司计划新增门店总数2840家，其中自营与加盟分别为1450、1300家，并购新增90家。2）暂停直营及并购新开店，Q4将主要以搬迁优化为主，选择优势区域及降低租金成本。3）2025年，公司将主要加强面向具有药店经营经验的老店联盟、加盟业务为主。2024年前三季度，公司加盟门店新增1104家，闭店207家，实现配送销售额16.39亿元（YoY+7.5%）；公司联盟门店数达1.85万家，实现配送额2.8亿元（YoY+90.8%）。4）参股合作企业，积极储备。公司参股联盟合作企业76家，对应零售规模54亿元。公司应对充分，保持较高市场敏锐度，灵活调整经营策略，稳步提升市场占有率。
- **火炬项目与降本增效持续推进，毛利率稳步提升。**公司于2024年起执行火炬项目，实行品类优选及智能管理，如提升统采占比、自有品牌等高毛利产品占比及智能监控商品存销情况。前三季度公司持续推进降费增效，提升毛利率与降本增效双管齐下，公司2024Q1-3毛利率为33.87%，同比提升1.37pp。
- **投资建议：**当前，药店比价、宏观环境等影响下，行业整体承压，步入加速整合期；公司作为药店龙头企业，在广覆盖的基础上持续加密优势区域，规模效应显现；同时，公司大力推进火炬计划，毛利率仍保持上行趋势。我们认为伴随公司下沉加盟拓展以及商品管理持续优化，灵活调整经营策略，利润端负面影响有望逐步消除，行业市占率稳步提升。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为11.03、13.38、16.38亿元，EPS分别是1.45、1.76、2.15元，对应PE分别11.07、9.13、7.46倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业竞争加剧的风险，行业政策风险，门店扩张不及预期风险等。

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	1,338.21	1,637.67
同比增速(%)	7.75%	17.29%	18.35%	18.74%	21.31%	22.38%
毛利率(%)	32.13%	31.88%	32.55%	31.61%	31.04%	30.66%
每股盈利(元)，摊薄	0.88	1.03	1.22	1.45	1.76	2.15

ROE(%)	15.36%	12.02%	13.86%	14.87%	16.14%	17.51%
PE(倍), 摊薄	18.25	15.56	13.15	11.07	9.13	7.46

资料来源: 携宁, 东海证券研究所 (截止至 2024 年 10 月 31 日收盘)

附录：三大报表预测值

利润表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	22,437	25,858	31,558	38,239
%同比增速	11%	15%	22%	21%
营业成本	15,134	17,685	21,763	26,514
毛利	7,303	8,173	9,795	11,725
%营业收入	33%	32%	31%	31%
税金及附加	79	78	95	115
%营业收入	0%	0%	0%	0%
销售费用	4,566	5,094	6,122	7,342
%营业收入	20%	20%	19%	19%
管理费用	1,187	1,345	1,578	1,855
%营业收入	5%	5%	5%	5%
研发费用	3	3	3	4
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	177	87	96	83
%营业收入	1%	0%	0%	0%
资产减值损失	-23	0	0	0
信用减值损失	-10	0	0	0
其他收益	70	52	63	76
投资收益	66	52	63	76
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-2	0	0	0
资产处置收益	6	0	0	0
营业利润	1,398	1,671	2,027	2,481
%营业收入	6%	6%	6%	6%
营业外收支	10	0	0	0
利润总额	1,408	1,671	2,027	2,481
%营业收入	6%	6%	6%	6%
所得税费用	284	337	409	500
净利润	1,124	1,334	1,618	1,980
%营业收入	5%	5%	5%	5%
归属于母公司的净利润	929	1,103	1,338	1,638
%同比增速	18%	19%	21%	22%
少数股东损益	195	231	280	343
EPS (元/股)	1.59	1.45	1.76	2.15

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS, 摊薄	1.22	1.45	1.76	2.15
BVPS, 摊薄	8.81	9.76	10.90	12.30
PE, 摊薄	13.15	11.07	9.13	7.46
PEG, 摊薄	0.72	0.59	0.43	0.33
PB, 摊薄	1.82	1.65	1.47	1.31
EV/EBITDA	6.91	5.03	4.00	3.18
ROE	14%	15%	16%	18%
ROIC	10%	11%	11%	12%

资产负债表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,975	2,196	3,824	5,470
交易性金融资产	2	2	2	2
应收账款及应收票据	2,304	2,600	3,081	3,622
存货	4,152	4,716	5,622	6,628
预付账款	183	690	805	875
其他流动资产	514	526	573	632
流动资产合计	9,130	10,730	13,907	17,229
长期股权投资	68	68	68	68
投资性房地产	326	326	326	326
固定资产合计	1,341	1,475	1,568	1,689
无形资产	747	842	922	1,002
商誉	5,836	6,336	6,786	7,236
递延所得税资产	70	88	88	88
其他非流动资产	3,714	3,553	3,298	3,028
资产总计	21,231	23,417	26,962	30,664
短期借款	800	850	950	1,100
应付票据及应付账款	6,995	8,106	9,612	10,900
预收账款	17	16	16	17
应付职工薪酬	460	548	675	795
应交税费	213	246	300	363
其他流动负债	2,670	2,317	2,524	2,696
流动负债合计	11,155	12,081	14,076	15,872
长期借款	1,378	1,478	1,628	1,828
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	21	33	33	33
其他非流动负债	1,387	1,585	1,835	2,135
负债合计	13,942	15,178	17,573	19,869
归属于母公司的所有者权益	6,701	7,420	8,290	9,354
少数股东权益	588	819	1,099	1,441
股东权益	7,289	8,239	9,389	10,796
负债及股东权益	21,231	23,417	26,962	30,664

现金流量表

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	2,730	2,511	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	-154	-87	-74
投资活动现金流净额	-761	-1,745	-1,652	-1,794
债权融资	-185	-32	500	650
股权融资	7	3	0	0
支付股利及利息	-471	-512	-608	-732
其他	-1,778	-2	0	0
筹资活动现金流净额	-2,428	-544	-108	-82
现金净流量	-460	221	1,627	1,646

资料来源：携宁，东海证券研究所（截止至 2024 年 10 月 31 日收盘）

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内上证综指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上证指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 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
 电话：(8621) 20333619
 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
 电话：(8610) 59707105
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089