

投资评级 优于大市 维持

门店持续扩张，展望 23 年稳健增长

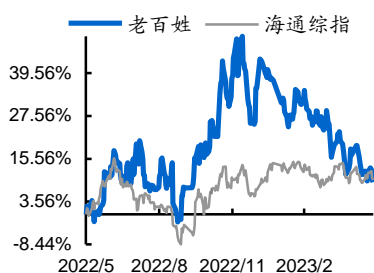
股票数据

05月26日收盘价(元)	32.81
52周股价波动(元)	28.65-46.62
总股本/流通A股(百万股)	585/582
总市值/流通市值(百万元)	19191/19107

相关研究

《利润逐季加速增长，门店持续扩张，后疫情时代展望稳健成长》2022.12.26

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-4.1	-11.2	-16.0
相对涨幅 (%)	-1.3	-6.8	-10.9

资料来源：海通证券研究所

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@haitong.com

证书:S0850513110005

分析师:梁广楷

Tel:(010)56760096

Email:lkg12371@haitong.com

证书:S0850521070003

联系人:张澄

Tel:(010)56760096

Email:zc15254@haitong.com

投资要点:

- 事件:** 公司发布 2022 年报与 2023 年一季报。22 年全年营收 201.76 亿元 (+29%), 归母净利润 7.85 亿元 (+17%), 扣非归母净利润 7.36 亿元 (+29%), 2022 年单 Q4 营收 63.99 亿元 (+45%), 归母净利润 1.75 亿元 (+28%), 扣非归母净利润 1.68 亿元 (+77%)。23 年 Q1 营收 54.41 亿元 (+31%), 归母净利润 2.91 亿元 (+20%), 扣非归母净利润 2.81 亿元 (+30%)。
- 点评:**
 - 主营业务持续增长，中西成药销量快速提升。** 2022 年全年零售业务实现收入 175.97 亿元，同比增长 27.6%；实现加盟、联盟及分销业务收入 24.50 亿元，同比增长 37.2%；实现其他业务收入 1.28 亿元，同比增长 7.2%。分产品情况，中西成药收入 156.6 亿元，同比增长 25.9%；中药收入 14.1 亿元，同比增长 22.1%；非药品收入 31.2 亿元，同比增长 48.0%。
 - 门店规模高速增长，加盟战略持续推进。** 22 年底公司拥有直营门店 7649 家 (+1695 家)，加盟店 3134 家 (+1069 家)，门店总数达到 10783 家 (+29%)，收入增速与门店增速基本匹配；23 年 Q1 新增自营店 298 家，加盟 238 家，总门店数达到 11231 家。我们认为公司持续加码加盟战略，门店规模持续稳健扩张。
 - 三项费用控制平稳，营运能力不断提升。** 22 年销售费用率 19.32% (-1.49pct)，管理费用率 5.5% (+0.89pct)，财务费用率 1.15% (-0.03pct)，销售毛利率 31.88% (-0.25pct)。零售业务毛利率 34.56% (-0.17pct)，加盟、联盟及分销毛利率 12.49% (+0.71pct)，其他业务毛利率 34.28% (-2.28pct)。分产品情况，中西成药毛利率 29.39% (-0.28pct)，中药毛利率 47.82% (-2.26pct)，非药品毛利率 37.21% (+0.33pct)。23 年 Q1 销售费用率 20.18% (-0.87pct)，管理费用率 4.45% (-0.27pct)，财务费用率 0.68% (-0.21pct)，销售毛利率 33% (-1.32pct)。我们认为公司经营能力持续优化，费用率不断降低。毛利率有所下滑主要由于收入结构调整影响。
 - 盈利预测:** 老百姓作为“自建+并购+加盟+联盟”特色突出的全国龙头药店，轻资产扩张深入各级市场，我们认为目前正进入内部精细化管理和对外有序扩张的红利释放阶段，有望迎来快速发展期。预计公司 2023-25 年归母净利润为 9.4、11.5、14.2 亿元，增速分别为 20.2%、22.1%、23.1%，根据可比公司估值，给予公司 2023 年 25-30 倍 PE，合理价值区间 40.25-48.30 元，维持“优于大市”评级。
 - 风险提示:** 医保政策收紧风险，门店管理风险，门店扩张不达预期风险。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15696	20176	24619	29780	35740
(+/-)YoY(%)	12.4%	28.5%	22.0%	21.0%	20.0%
净利润(百万元)	669	785	943	1152	1418
(+/-)YoY(%)	7.8%	17.3%	20.2%	22.1%	23.1%
全面摊薄 EPS(元)	1.14	1.34	1.61	1.97	2.43
毛利率(%)	32.1%	31.9%	31.2%	31.1%	31.0%
净资产收益率(%)	15.4%	12.0%	12.6%	13.4%	14.1%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 公司营收预测

		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
零售营收 (百万元)	新建店	709.95	524.34	553.88	636.96	869.45	1013.25
	次新店	465.24	1164.97	755.93	1027.26	1078.62	1375.24
	并购店	0.00	617.87	802.66	635.20	1117.94	1270.26
	并购次新店	579.79	0.00	1212.68	1654.12	1213.81	1942.10
	老店	10493.16	11483.49	13053.21	17442.61	21633.29	25600.52
分行业营收 (百万元)	零售	12079.74	13790.67	17597.33	21396.14	25913.12	31201.37
	批发	1785.15	1785.42	2450.19	3062.74	3675.29	4410.34
	其他	101.81	119.36	127.99	159.99	191.99	128.00
营收合计 (百万元)		13966.70	15695.45	20175.52	24618.87	29780.39	35739.71
总体毛利率		32.06%	32.13%	31.88%	31.24%	31.07%	30.97%

资料来源: 公司 2020-2022 年报, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值情况 (PE)

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				市盈率 (倍)			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
603233.SH	大参林	33.49	1.09	1.40	1.76	2.19	31	24	19	15
603939.SH	益丰药房	52.29	1.76	2.09	2.60	3.21	30	25	20	16
平均							30	24	20	16

资料来源: Wind 一致性预测 (截至 20230526 收盘), 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	20176	24619	29780	35740
每股收益	1.34	1.61	1.97	2.43	营业成本	13744	16929	20528	24671
每股净资产	11.16	12.78	14.75	17.17	毛利率%	31.9%	31.2%	31.1%	31.0%
每股经营现金流	3.96	3.25	3.59	4.28	营业税金及附加	55	71	86	104
每股股利	0.50	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	3898	5121	6194	7434
P/E	24.45	20.34	16.66	13.53	营业费用率%	19.3%	20.8%	20.8%	20.8%
P/B	2.94	2.57	2.22	1.91	管理费用	1107	1206	1429	1644
P/S	0.95	0.78	0.64	0.54	管理费用率%	5.5%	4.9%	4.8%	4.6%
EV/EBITDA	9.73	13.45	10.70	8.18	EBIT	1422	1474	1769	2159
股息率%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	232	101	101	102
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.2%	0.4%	0.3%	0.3%
毛利率	31.9%	31.2%	31.1%	31.0%	资产减值损失	-7	0	0	0
净利润率	3.9%	3.8%	3.9%	4.0%	投资收益	21	30	39	46
净资产收益率	12.0%	12.6%	13.4%	14.1%	营业利润	1207	1371	1662	2051
资产回报率	3.7%	4.0%	4.2%	4.5%	营业外收支	1	2	7	7
投资回报率	9.2%	8.5%	9.1%	9.9%	利润总额	1208	1373	1668	2058
盈利增长 (%)					EBITDA	2747	1588	1888	2283
营业收入增长率	28.5%	22.0%	21.0%	20.0%	所得税	231	247	300	370
EBIT 增长率	27.5%	3.6%	20.0%	22.0%	有效所得税率%	19.2%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润增长率	17.3%	20.2%	22.1%	23.1%	少数股东损益	191	183	216	269
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	785	943	1152	1418
资产负债率	66.8%	65.0%	64.7%	64.1%	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动比率	0.87	0.93	1.00	1.07	货币资金	2411	3877	5316	7157
速动比率	0.44	0.53	0.59	0.65	应收账款及应收票据	2182	2052	2482	2978
现金比率	0.22	0.33	0.39	0.45	存货	3949	3997	4847	5825
经营效率指标					其它流动资产	922	851	1002	1177
应收账款周转天数	30.82	29.69	26.49	26.58	流动资产合计	9463	10776	13647	17137
存货周转天数	87.47	84.49	77.55	77.86	长期股权投资	65	65	65	65
总资产周转率	1.05	1.10	1.18	1.22	固定资产	1099	1110	1116	1116
固定资产周转率	18.84	22.29	26.76	32.03	在建工程	160	190	220	250
					无形资产	600	610	620	630
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	非流动资产合计	11934	12747	13497	14243
净利润	785	943	1152	1418	资产总计	21397	23522	27144	31380
少数股东损益	191	183	216	269	短期借款	766	866	966	1066
非现金支出	1339	114	119	124	应付票据及应付账款	6948	7289	8839	10622
非经营收益	216	85	88	94	预收账款	15	25	30	36
营运资金变动	-217	575	522	600	其它流动负债	3117	3469	3868	4327
经营活动现金流	2314	1900	2098	2505	流动负债合计	10846	11648	13702	16051
资产	-297	-853	-847	-846	长期借款	1578	1778	1978	2178
投资	-1336	-10	-10	-10	其它长期负债	1875	1872	1872	1872
其他	176	-26	39	46	非流动负债合计	3453	3651	3851	4051
投资活动现金流	-1457	-888	-819	-809	负债总计	14300	15299	17553	20102
债权募资	-141	580	300	300	实收资本	585	585	585	585
股权募资	1732	4	0	0	归属于母公司所有者权益	6530	7473	8625	10043
其他	-1734	-130	-140	-155	少数股东权益	568	750	966	1235
融资活动现金流	-143	454	160	145	负债和所有者权益合计	21397	23522	27144	31380
现金净流量	717	1466	1439	1841					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 26 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业
梁广楷 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 天士力,华润三九,人福医药,凯莱英,纳微科技,药康生物,片仔癀,华兰生物,沃森生物,同仁堂,微芯生物,万泰生物,康泰生物,康龙化成,迈瑞医疗,贝达药业,百普赛斯,海泰新光,诺唯赞,惠泰医疗,诺禾致源,普瑞眼科,以岭药业,博腾股份,科伦药业,泰格医药,东阿阿胶,博济医药,万孚生物,康华生物

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。