

投资评级 优于大市 维持

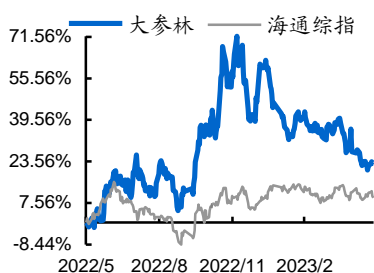
业绩稳健高增长，内生外延持续扩张，门店突破万家

股票数据

05月26日收盘价(元)	33.49
52周股价波动(元)	26.55-47.36
总股本/流通A股(百万股)	949/948
总市值/流通市值(百万元)	31785/31741

相关研究

《主营业务持续回升，门店内生外延持续扩张，展望2023年稳健提速》2022.12.21

市场表现


	1M	2M	3M
沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.8	-6.5	-11.6
相对涨幅(%)	-3.1	-2.2	-6.4

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2022年全年营收212.48亿元,同比增长27%,归母净利润10.36亿元,同比增长31%,扣非归母净利润10.09亿元,同比增长41%,单四季度实现营收64.3亿元,同比增长46%,归母净利润1.12亿元,同比增长515%,扣非归母净利润0.92亿元,同比增长320%。23年一季度营收59.47亿元,同比增长27%,归母净利润4.97亿元,同比增长29%,扣非归母净利润4.98亿元,同比增长26%。
- 点评:**
 - 门店内生外延持续扩张,月均坪效稳定增长。**2022年公司净增门店数1852家,其中自建689家,加盟1072家,收购310家,2022年底总门店达到10045家,含加盟店2007家。2022年公司自建门店有效月均坪效为2461元/平,较上年2377元/平有增长,医保门店总数占公司直营药店总数的93.07%。
 - 零售业务毛利率稳中有升,部分产品毛利率略有降低。**2022年主营业务毛利率36.41%;零售业务毛利率38.43%,同比增加0.22pp;加盟及分销业务毛利率11.22%,同比增加2.11pp。分产品情况,中西成药毛利率33.25%,同比增加0.67pp;中参药材毛利率42.34%,同比减少0.35pp;非药品毛利率47.22%,同比减少0.55pp。
 - 主营业务增长良好,加盟及分销业务营收增速较高,中西成药引领公司营收稳定增长。**2022年公司实现零售业务收入192.42亿元,同比增长25.89%;实现加盟及分销业务收入15.39亿元,同比增长52.79%,增速处于较高水平。分产品来看,中西成药营收151.76亿元,同比增长33.67%,高增长主要源于四类药品恢复上架及处方外流;中参药材营收25.85亿元,同比增长5.04%;非药品营收30.19亿元,同比增长21.88%。
 - 三项费用率不断优化,营运能力持续提升。**2022年销售费用率24.28%(-1.18pp),管理费用率5.57%(-0.19pp),财务费用率0.98%(-0.04pp),三项费用率合计30.83%(-1.41pp),销售净利率5.08%(+0.28pp);23年Q1销售费用率20.96%(-3.34pp),管理费用率4.44%(-0.45pp),财务费用率0.74%(-0.5pp),三项费用率合计26.13%(-4.3pp),销售净利率8.82%(+0.62pp)。
 - 线上业务规模快速增长,利润率稳步提升。**公司积极推进O2O业务与B2C业务,全渠道一体化运营,2022年在美团的全国药店销售额排名第三,并在多个省市排名第一。线上业务毛利率与净利率水平稳步提升。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	16759	21248	26583	32729	40555
(+/-)YoY(%)	14.9%	26.8%	25.1%	23.1%	23.9%
净利润(百万元)	791	1036	1335	1712	2154
(+/-)YoY(%)	-25.5%	30.9%	28.9%	28.2%	25.8%
全面摊薄EPS(元)	0.83	1.09	1.41	1.80	2.27
毛利率(%)	38.1%	37.8%	38.1%	38.1%	38.1%
净资产收益率(%)	14.4%	16.7%	17.7%	18.5%	18.9%

 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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

- **盈利预测:** 公司坚持“深耕华南，布局全国”的核心发展战略，秉承以区域规模化和精细化的经营方针，我们认为公司未来盈利可观，扩张节奏将保持稳定态势。我们预计公司 2023-25 年归母净利润为 13.4、17.1、21.5 亿元，增速分别为 28.9%、28.2%、25.8%，公司保持稳健高增长，有相应估值溢价，给予公司 2023 年 25-30 倍 PE，合理价值区间 35.25-42.30 元，我们认为公司自建逐季加速，加盟并购扩张持续推进，业绩有望持续高增长，维持“优于大市”评级。
- **风险提示:** 医保政策收紧风险，门店扩张不达预期风险，处方外流不及预期。

表 1 公司分项业务拆分及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
中西成药收入 (百万元)	11353.00	15176.00	19121.76	23902.20	29877.75
YoY	25.05%	33.67%	26.00%	25.00%	25.00%
毛利 (百万元)	3698.00	5046.00	6367.55	7971.38	9979.17
参茸滋补药收入 (百万元)	2461.00	2585.00	3102.00	3567.30	4102.40
YoY	13.41%	5.04%	20.00%	15.00%	15.00%
毛利 (百万元)	1,050.00	1,094.49	1,313.39	1,510.39	1,736.95
非药品收入 (百万元)	2477.00	3019.00	3773.75	4528.50	5660.63
YoY	-17.79%	21.88%	25.00%	20.00%	25.00%
毛利 (百万元)	1183.00	1425.57	1868.01	2264.25	2830.31
其他业务收入 (百万元)	468.00	468.00	585.00	731.25	914.06
YoY	45.79%	0.00%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利 (百万元)	468.00	468.00	585.00	731.25	914.06
总收入 (百万元)	16759.00	21248.00	26582.51	32729.25	40554.83
YoY	14.92%	26.78%	25.11%	23.12%	23.91%
总毛利 (百万元)	6399.26	8034.06	10133.94	12477.28	15460.50
平均毛利率	38.18%	37.81%	38.12%	38.12%	38.12%

资料来源：大参林 2021-2022 年报，海通证券研究所

表 2 可比公司估值情况

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				市盈率 (倍)				2023 PEG	2023 PS
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E		
603883.SH	老百姓	32.81	1.36	1.64	1.99	2.42	24	20	16	14	0.94	0.79
603939.SH	益丰药房	52.29	1.76	2.09	2.60	3.21	30	25	20	16	1.12	1.54
平均							27	22	18	15	1.03	1.17

资料来源：Wind 一致性预测 (截止 20230526 收盘)，海通证券研究所；备注：PEG 计算时间为 2023-2025 年

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	21248	26583	32729	40555
每股收益	1.09	1.41	1.80	2.27	营业成本	13217	16449	20252	25094
每股净资产	6.54	7.96	9.76	12.03	毛利率%	37.8%	38.1%	38.1%	38.1%
每股经营现金流	3.96	2.38	2.84	3.53	营业税金及附加	80	104	128	158
每股股利	0.60	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	5160	6779	8313	10260
P/E	30.46	23.63	18.43	14.65	营业费用率%	24.3%	25.5%	25.4%	25.3%
P/B	5.08	4.18	3.41	2.76	管理费用	1110	1459	1767	2190
P/S	1.48	1.19	0.96	0.78	管理费用率%	5.2%	5.5%	5.4%	5.4%
EV/EBITDA	12.37	15.29	11.56	8.64	EBIT	1623	1823	2329	2926
股息率%	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	208	21	18	13
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.0%	0.1%	0.1%	0.0%
毛利率	37.8%	38.1%	38.1%	38.1%	资产减值损失	-9	0	0	0
净利润率	4.9%	5.0%	5.2%	5.3%	投资收益	6	5	7	8
净资产收益率	16.7%	17.7%	18.5%	18.9%	营业利润	1421	1803	2310	2912
资产回报率	5.0%	5.6%	6.2%	6.6%	营业外收支	-6	-1	1	1
投资回报率	9.7%	9.8%	11.2%	12.3%	利润总额	1415	1802	2311	2913
盈利增长 (%)					EBITDA	3154	2092	2624	3248
营业收入增长率	26.8%	25.1%	23.1%	23.9%	所得税	336	427	545	689
EBIT 增长率	39.7%	12.4%	27.7%	25.6%	有效所得税率%	23.7%	23.7%	23.6%	23.6%
净利润增长率	30.9%	28.9%	28.2%	25.8%	少数股东损益	44	40	54	70
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1036	1335	1712	2154
资产负债率	67.1%	65.2%	63.8%	62.6%					
流动比率	1.10	1.12	1.18	1.24	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.62	0.63	0.68	0.73	货币资金	4493	5505	7144	9440
现金比率	0.46	0.49	0.53	0.58	应收账款及应收票据	1017	1034	1273	1577
经营效率指标					存货	3872	5026	6188	7668
应收账款周转天数	14.88	13.89	12.69	12.65	其它流动资产	1287	988	1149	1354
存货周转天数	102.18	97.38	99.67	99.39	流动资产合计	10670	12553	15754	20039
总资产周转率	1.11	1.19	1.27	1.34	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	16.59	18.48	22.01	26.90	固定资产	1408	1469	1504	1512
					在建工程	1049	1349	1649	1949
					无形资产	637	707	777	847
					非流动资产合计	10172	11152	11906	12634
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	20841	23705	27661	32673
净利润	1036	1335	1712	2154	短期借款	697	697	697	697
少数股东损益	44	40	54	70	应付票据及应付账款	6127	7402	9113	11292
非现金支出	1574	268	295	322	预收账款	1	3	3	4
非经营收益	198	19	8	1	其它流动负债	2882	3092	3569	4177
营运资金变动	905	598	628	799	流动负债合计	9708	11193	13383	16171
经营活动现金流	3757	2260	2697	3347	长期借款	168	168	168	168
资产	-997	-1046	-1029	-1025	其它长期负债	4101	4100	4100	4100
投资	-300	0	0	0	非流动负债合计	4269	4269	4269	4269
其他	3	-187	7	8	负债总计	13977	15462	17652	20440
投资活动现金流	-1294	-1233	-1023	-1017	实收资本	949	949	949	949
债权募资	686	16	0	0	归属于母公司所有者权益	6212	7551	9263	11417
股权募资	62	4	0	0	少数股东权益	652	692	746	816
其他	-1682	-35	-35	-35	负债和所有者权益合计	20841	23705	27661	32673
融资活动现金流	-934	-15	-35	-35					
现金净流量	1529	1012	1639	2296					

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。