

漱玉平民(301017)

医药商业/医药生物

发布时间: 2022-09-03

证券研究报告 / 公司点评报告

增持

## 山东地区龙头业绩亮眼，区域深耕持续发力

上次评级: 增持

### 事件:

漱玉平民近日发布 2022 年半年报，报告期内实现营业收入 33.90 亿元 (+36.73%)，实现归母净利润 1.12 亿元 (+28.26%)，扣非归母净利润 1.06 亿元 (+33.57%)。从单二季度来看，实现营业收入 18.02 亿元 (+39.24%)，实现归母净利润 0.62 亿元 (+25.71%)，实现扣非归母净利润 0.54 亿元 (+14.06%)。

### 点评:

**加密山东省内布局，并购加盟加速省外扩张。**截至 22H1，公司在山东省、辽宁省、福建省等地区共拥有门店 4009 家（其中加盟门店 1039 家），上半年新增门店 668 家（较 21 年年末+19.99%），报告期末直营门店数量 2970 家，其中新增自建 174 家，并购 225 家，关闭门店 21 家，漱玉平民深耕山东市场，在区域内有较大品牌影响力。

**1) 自建:**报告期内自建门店 174 家（较 21 年末+6.71%），主要布局在山东省内，加密在山东地区门店布局，提高市占率。

**2) 并购:**公司在报告期内在辽宁和福建开展并购业务，并购门店 225 家，通过并购迈出走向全国市场的坚实一步。

**3) 加盟:**公司采用直营式管理与品牌授权相结合的业务模式，形成以长江以北区域市场为聚焦，覆盖河南、河北等十二个省和直辖市的漱玉健康加盟网络，22H1 加盟店的批发收入同比提升 186.6%。

**关键指标:** 2022H1 直营店含税日均店效 6242 元（较 21 年年末+5.24%）日均平效 57 元/平方米（较 21 年年末+11.76%），日均平效显著提升，公司密集布局商圈，向县域农村市场下沉，门店经营效率稳步提升。

**持续推进专业药房建设，完善处方外流承接能力。**截至报告期末，公司在山东省内开设 57 家大病定点特药药房、270 余家院边店、达标药房 8 家，DTP 含税销售额超 5.7 亿元，同比增长 84.13%。公司持续完善的线下门店渠道，推动承接处方外流，持续增益公司业务。

**盈利预测:** 我们预计公司 2022-2024 年实现收入 69.46/83.56/97.22 亿元，归母净利润 1.38/1.67/2.03 亿元，对应每股收益为 0.34/0.41/0.50 元/股。综合行业平均估值水平，给予公司“增持”的投资评级。

**风险提示:** 经济下行风险、业绩预测和估值不达预期、疫情反复风险等

财务摘要 (百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	4,640	5,322	6,946	8,356	9,722
(+/-)%	33.84%	14.70%	30.52%	20.31%	16.34%
归属母公司净利润	216	115	138	167	203
(+/-)%	94.59%	-46.88%	20.48%	20.53%	21.80%
每股收益 (元)	0.59	0.30	0.34	0.41	0.50
市盈率	0.00	80.50	50.70	42.07	34.54
市净率	0.00	5.18	3.51	3.24	2.96
净资产收益率 (%)	14.23%	6.08%	6.93%	7.71%	8.58%
股息收益率 (%)	0.64%	0.42%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	405	405	405	405	405

### 股票数据 2022/09/02

6 个月目标价 (元)	—
收盘价 (元)	17.32
12 个月股价区间 (元)	15.69~34.88
总市值 (百万元)	7,020.49
总股本 (百万股)	405
A 股 (百万股)	405
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	4

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	4%	1%	-4%
相对收益	6%	2%	13%

### 相关报告

《药品网售政策靴子落地，线上线下一致性凸显》

--20220903

《手术机器人：国产替代浪潮下的黄金赛道》

--20220831

《【东北医药行业周报】干眼诊疗：基础眼科医疗新动向》

--20220822

### 证券分析师: 刘宇腾

执业证书编号: S0550521080003  
010-63210890 liuyt@nesc.cn

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	622	335	-539	-1,198
交易性金融资产	121	121	121	121
应收款项	462	477	645	665
存货	1,226	1,558	1,700	2,106
其他流动资产	298	341	435	468
<b>流动资产合计</b>	<b>2,730</b>	<b>2,833</b>	<b>2,362</b>	<b>2,164</b>
可供出售金融资产				
长期投资净额	92	111	124	136
固定资产	372	522	700	858
无形资产	69	92	114	133
商誉	667	865	1,083	1,317
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,272</b>	<b>2,978</b>	<b>3,776</b>	<b>4,589</b>
<b>资产总计</b>	<b>5,003</b>	<b>5,811</b>	<b>6,138</b>	<b>6,752</b>
短期借款	551	551	551	551
应付款项	1,021	1,648	1,757	2,114
预收款项	4	10	10	12
一年内到期的非流动负债	253	253	253	253
<b>流动负债合计</b>	<b>2,623</b>	<b>3,323</b>	<b>3,484</b>	<b>3,896</b>
长期借款	162	162	162	162
其他长期负债	303	303	303	303
<b>长期负债合计</b>	<b>466</b>	<b>466</b>	<b>466</b>	<b>466</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,089</b>	<b>3,788</b>	<b>3,950</b>	<b>4,362</b>
归属于母公司股东权益合计	1,890	1,998	2,165	2,369
少数股东权益	24	24	23	22
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,003</b>	<b>5,811</b>	<b>6,138</b>	<b>6,752</b>

  

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>5,322</b>	<b>6,946</b>	<b>8,356</b>	<b>9,722</b>
营业成本	3,804	4,953	5,959	6,865
营业税金及附加	21	25	30	35
资产减值损失	-2	0	0	0
销售费用	1,172	1,571	1,894	2,263
管理费用	158	221	266	309
财务费用	29	0	0	0
公允价值变动净收益	25	0	0	0
投资净收益	3	4	5	5
<b>营业利润</b>	<b>174</b>	<b>205</b>	<b>243</b>	<b>292</b>
营业外收支净额	-23	-24	-25	-25
<b>利润总额</b>	<b>150</b>	<b>181</b>	<b>218</b>	<b>266</b>
所得税	36	44	52	64
净利润	114	138	166	202
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>115</b>	<b>138</b>	<b>167</b>	<b>203</b>
少数股东损益	-1	-1	-1	-1

资料来源：东北证券

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	<b>114</b>	<b>138</b>	<b>166</b>	<b>202</b>
资产减值准备	11	0	0	0
折旧及摊销	301	157	153	158
公允价值变动损失	-25	0	0	0
财务费用	32	0	0	0
投资损失	-3	-4	-5	-5
运营资本变动	-179	310	-241	-48
其他	-14	25	26	27
<b>经营活动净现金流量</b>	<b>238</b>	<b>625</b>	<b>99</b>	<b>334</b>
<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-766</b>	<b>-883</b>	<b>-972</b>	<b>-992</b>
<b>融资活动净现金流量</b>	<b>578</b>	<b>-30</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>企业自由现金流</b>	<b>273</b>	<b>-249</b>	<b>-870</b>	<b>-657</b>

财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标</b>				
每股收益 (元)	0.30	0.34	0.41	0.50
每股净资产 (元)	4.66	4.93	5.34	5.84
每股经营性现金流量	0.59	1.54	0.24	0.82
<b>成长性指标</b>				
营业收入增长率	14.7	30.5	20.3	16.3
净利润增长率	-46.9	20.5	20.5	21.8
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	28.5	28.7	28.7	29.4
净利润率	2.2	2.0	2.0	2.1
<b>运营效率指标</b>				
应收账款周转天数	19.23	19.23	19.06	19.14
存货周转天数	101.20	101.20	98.43	99.81
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	61.7	65.2	64.4	64.6
流动比率	1.04	0.85	0.68	0.56
速动比率	0.48	0.29	0.08	-0.09
<b>费用率指标</b>				
销售费用率	22.0	22.6	22.7	23.3
管理费用率	3.0	3.2	3.2	3.2
财务费用率	0.5	0.0	0.0	0.0
<b>分红指标</b>				
分红比例	38.8	21.4	0.0	0.0
股息收益率	0.4	0.0	0.0	0.0
<b>估值指标</b>				
P/E (倍)	80.50	50.70	42.07	34.54
P/B (倍)	5.18	3.51	3.24	2.96
P/S (倍)	1.32	1.01	0.84	0.72
净资产收益率	6.1	6.9	7.7	8.6

**研究团队简介:**

刘宇腾：中国人民大学经济学硕士。曾任职于华创证券研究所。2021 年加入东北证券研究所。

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围内使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15% 以上。	投资评级中所涉及的市场基准：  A 股市场以沪深 300 指数为市场基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为市场基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为市场基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为市场基准。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。	
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准 -5% 至 5% 之间。	
	减持	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。	
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15% 以上。	
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场基准。	
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场基准持平。	
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场基准。	

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 799 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

**机构销售联系方式**

姓名	办公电话	手机	邮箱
<b>公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
阮敏 (总监)	021-61001986	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-61001803	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-61001965	18221628116	qijian@nesc.cn
李瑞暄	021-61001802	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-61001827	18516728369	zhoujq@nesc.cn
周之斌	021-61002073	18054655039	zhouzb@nesc.cn
陈梓佳	021-61001887	19512360962	chen_zj@nesc.cn
孙乔容若	021-61001986	19921892769	sunqrr@nesc.cn
屠诚	021-61001986	13120615210	tucheng@nesc.cn
康杭	021-61001986	18815275517	kangh@nesc.cn
丁园	021-61001986	19514638854	dingyuan@nesc.cn
<b>华北地区机构销售</b>			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyig@nesc.cn
王动	010-58034555	18514201710	wang_dong@nesc.cn
吕奕伟	010-58034553	15533699982	lyw@nesc.com
孙伟豪	010-58034553	18811582591	sunwh@nesc.cn
闫琳	010-58034555	17862705380	yanlin@nesc.cn
陈思	010-58034553	18388039903	chen_si@nesc.cn
徐鹏程	010-58034553	18210496816	xupc@nesc.cn
张煜苑	010-58034553	13701150680	zhangyy2@nesc.cn
<b>华南地区机构销售</b>			
刘璇 (总监)	0755-33975865	13760273833	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
王谷雨	0755-33975865	13641400353	wanggy@nesc.cn
张瀚波	0755-33975865	15906062728	zhang_hb@nesc.cn
邓璐璘	0755-33975865	15828528907	dengl@nesc.cn
戴智睿	0755-33975865	15503411110	daizr@nesc.cn
王熙然	0755-33975865	13266512936	wangxr_7561@nesc.cn
阳晶晶	0755-33975865	18565707197	yang_jj@nesc.cn
张楠淇	0755-33975865	13823218716	zhangnq@nesc.cn
王若舟	0755-33975865	17720152425	wangrz@nesc.cn
<b>非公募销售</b>			
<b>华东地区机构销售</b>			
李茵茵 (总监)	021-61002151	18616369028	liyinyin@nesc.cn
杜嘉琛	021-61002136	15618139803	dujiachen@nesc.cn
王天鸽	021-61002152	19512216027	wangtg@nesc.cn
王家豪	021-61002135	18258963370	wangjiahao@nesc.cn
白梅柯	021-20361229	18717982570	baimk@nesc.cn
刘刚	021-61002151	18817570273	liugang@nesc.cn
曹李阳	021-61002151	13506279099	caoly@nesc.cn
曲林峰	021-61002151	18717828970	qulf@nesc.cn