

老百姓(603883)

报告日期: 2023年04月27日

下沉&统采驱动，收入利润高增长

——老百姓 2022 年报及 2023 一季报点评报告

投资要点

2023年4月27日，公司披露2022年年报及2023年一季报，2022年营业收入201.76亿元，同比增长28.5%；归母净利润7.85亿元，同比增长17.3%；扣非净利润7.36亿元，同比增长28.5%。其中Q4收入63.99亿元，同比增长44.9%，归母净利润1.75亿元，同比增长28.4%，扣非净利润1.68亿元，同比增长76.9%。2023Q1收入54.41亿元，同比增长31.4%；归母净利润2.91亿元，同比增长20.5%；扣非净利润2.81亿元，同比增长30.2%，一季度收入利润均实现高增长。我们认为，2023年随疫后公司新建门店有望加速，全年公司收入利润高增长可期。

业绩：扣非净利润高速增长，全年收入利润高增长可期

公司2022年营业收入201.76亿元，同比增长28.5%；归母净利润7.85亿元，同比增长17.3%；扣非净利润7.36亿元，同比增长28.5%；2023Q1收入54.40亿元，同比增长31.4%，归母净利润2.91亿元，同比增长20.5%；扣非净利润2.81亿元，同比增长30.2%，扣非净利润增长态势明显。2022年公司下沉门店数量快速增长、统采占比快速提升。我们认为，2023年随疫后公司新建门店有望加速，全年公司收入利润高增长可期。

成长性：下沉&加盟驱动，市场拓展加速，收入高增长可期

(1) 下沉门店数量快速增长、深耕细作加速。2022年，公司新增门店2764家，其中直营新增门店1695家、加盟门店1069家，门店总数达到10783家。其中，2022年新增门店中下沉市场门店占比86%，区域深耕稳步推进；另外，加盟门店加速拓展，2022年加盟门店达到3134家，占总门店数29%，年度新增1069家，同比增长37.76%，加盟明显提速，加速区域覆盖。我们认为，公司在完成跨区域扩张后开始针对优势区域深耕细作，优势区域的门店数量扩张助力收入与平效稳步提升，推动公司收入的长期高速增长；(2) 疫情相关产品销售额大幅增长，2022年日均平效提升。2022年公司整体日均平效+2元/平，其中旗舰店(+32元/平)，大店(+13元/平)，中小店(+1元/平)，各类门店日均平效均有所提升，我们认为，2022Q4疫情相关产品需求暴增对平效有较强拉动作用，带来平效提升(2022年前三季度，整体日均平效58元/平，与去年同期持平)。我们认为，2023年，随疫后客流量等恢复，日均平效或仍维持较高状态，叠加门店快速拓展，全年收入有望高增长。

盈利能力：统采占比提升，对冲部分毛利率下降风险；净利率或稳步提升

(1) 统采占比提升对冲部分毛利率下滑影响，毛利率短期有望维持相对稳定。2022年公司毛利率31.9%，同比下降0.25pct；2023Q1公司毛利率33.0%，同比下降1.3pct。我们认为长期来看处方药占比提升、O to O占比提升等将导致行业毛利率下滑，但短期看来，通过提升统采占比(2022年统采占比66%，同比提升2.9pct)、调整产品结构(自有品牌销售占比18.7%，同比提升1.7pct)等措施有望维持毛利率的相对稳定；(2) 2023年净利率有望略有提升。2023Q1，公司销售费用率20.2%，管理费用率4.45%，分别同比下降0.87pct、0.27pct，我们认为2023年随着公司门店的并购扩张带来收入增长，随公司管理效率的稳步提升，规模效应下，公司期间费用率或稳中略降，2023-2025年公司整体净利率或呈稳步提升趋势。

经营质量：收益质量提升趋势鲜明

2022年公司经营活动净收益/利润总额为92.93%，同比提升8.84pct；2023Q1公司经营活动净收益/利润总额为96.30%，同比提升2.42pct，收益质量提升趋势鲜明。主要是数字化管理等带来的营运能力提升优化。我们认为，随着公司营运能力的提升，收益质量有望维持较高水平。

盈利预测及估值

投资评级：增持(维持)
分析师：孙建

 执业证书号: S1230520080006
 02180105933
 sunjian@stocke.com.cn

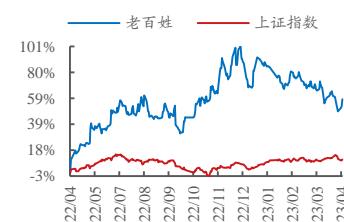
研究助理：司清蕊

siqingrui@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 35.35
总市值(百万元)	20,676.32
总股本(百万股)	584.90

股票走势图



相关报告

- 1 《业绩增长逐季加速——老百姓2022Q3点评报告》
2022.10.29
- 2 《疫情后恢复，收入高增长——老百姓2022H1点评报告》
2022.08.30
- 3 《老百姓点评：疫情后逐渐恢复，收入增长可期》 2022.04.29

基于以上分析，我们预计公司 2023-2025 年营业总收入分别为 253.77/304.02/362.68 亿元，分别同比增长 25.78%、19.80%、19.29%；归母净利润 10.25/12.77/15.23 亿元，分别同比增长 30.57%、24.64%、19.25%，对应 2023-2025 年 EPS 为 1.75/2.21/2.66 元，对应 2022 年 20 倍 PE，维持“增持”评级。

□ 风险提示

行业竞争加剧的风险；门店扩张不及预期的风险；疫情波动的风险；政策推进不及预期的风险；集采药品降价超预期的风险；药品行业规模增长不及预期的风险

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	20175.52	25377.01	30402.39	36268.22
(+/-) (%)	28.54%	25.78%	19.80%	19.29%
归母净利润	784.96	1024.92	1277.46	1523.37
(+/-) (%)	17.29%	30.57%	24.64%	19.25%
每股收益(元)	1.34	1.75	2.18	2.60
P/E	26	20	16	14

资料来源：wind，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	9463	9950	12363	16317	营业收入	20176	25377	30402	36268
现金	2411	1979	2654	4521	营业成本	13744	17271	20734	24752
交易性金融资产	3	11	6	6	营业税金及附加	55	69	83	99
应收账款	2182	2337	2895	3537	营业费用	3898	5007	5983	7137
其它应收款	130	299	419	387	管理费用	1107	1446	1611	1886
预付账款	656	612	668	952	研发费用	2	3	3	4
存货	3949	4577	5588	6781	财务费用	232	191	210	214
其他	133	134	134	134	资产减值损失	14	(2)	16	14
非流动资产	11934	11770	13192	13380	公允价值变动损益	6	26	28	30
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	21	18	21	20
长期投资	65	64	64	65	其他经营收益	57	90	87	78
固定资产	1099	1144	1173	1200	营业利润	1207	1526	1898	2292
无形资产	600	633	684	746	营业外收支	1	1	3	2
在建工程	160	147	145	138	利润总额	1208	1528	1901	2293
其他	10010	9783	11126	11231	所得税	231	287	356	433
资产总计	21397	21720	25555	29697	净利润	976	1240	1545	1860
流动负债	10846	11863	14309	16699	少数股东损益	191	215	267	336
短期借款	766	1180	1187	1045	归属母公司净利润	785	1025	1277	1523
应付款项	6948	8050	9878	11927	EBITDA	1553	1850	2235	2631
预收账款	15	27	32	34	EPS (最新摊薄)	1.34	1.75	2.18	2.60
其他	3117	2606	3211	3693					
非流动负债	3453	1641	1639	1637					
长期借款	1578	1578	1578	1578					
其他	1875	63	61	59					
负债合计	14300	13505	15948	18336					
少数股东权益	568	783	1050	1387					
归属母公司股东权	6530	7432	8557	9974					
负债和股东权益	21397	21720	25555	29697					

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	ROE	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2314	788	1550	2889	ROIC	8.50%	12.20%	13.38%	14.38%
净利润	976	1240	1545	1860	偿债能力				
折旧摊销	292	207	210	218	资产负债率	66.83%	62.18%	62.41%	61.74%
财务费用	232	191	210	214	净负债比率	25.42%	25.92%	23.49%	19.78%
投资损失	(21)	(18)	(21)	(20)	流动比率	0.87	0.84	0.86	0.98
营运资金变动	1681	908	1474	1631	速动比率	0.51	0.45	0.47	0.57
其它	(846)	(1740)	(1866)	(1014)	营运能力				
投资活动现金流	(1457)	(775)	(760)	(581)	总资产周转率	1.05	1.18	1.29	1.31
资本支出	(84)	(89)	(89)	(87)	应收账款周转率	11.68	11.57	11.77	11.45
长期投资	7	(6)	2	1	应付账款周转率	6.65	6.59	6.53	6.47
其他	(1380)	(680)	(672)	(495)	每股指标(元)				
筹资活动现金流	(143)	(444)	(116)	(441)	每股收益	1.34	1.75	2.18	2.60
短期借款	(850)	414	7	(143)	每股经营现金	3.96	1.35	2.65	4.94
长期借款	703	0	0	0	每股净资产	11.16	12.71	14.63	17.05
其他	4	(858)	(123)	(298)	估值比率				
现金净增加额	715	(432)	675	1867	P/E	26.34	20.17	16.19	13.57
					P/B	3.17	2.78	2.42	2.07
					EV/EBITDA	17.57	12.42	10.21	8.04

资料来源：wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2.增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3.中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4.减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2.中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3.看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的观点和判断，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投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>