

老百姓 (603883)

2022 年报及 2023Q1 报点评：加盟业务增速亮眼，门店扩张效益凸显

买入 (维持)

2023 年 05 月 04 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 冉胜男

执业证书：S0600522090008

ranshn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	20,176	24,409	29,079	34,106
同比	29%	21%	19%	17%
归属母公司净利润 (百万元)	785	941	1,157	1,388
同比	17%	20%	23%	20%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.34	1.61	1.98	2.37
P/E (现价&最新股本摊薄)	26.56	22.17	18.03	15.02

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- **事件：**2022 年公司实现营收 201.76 亿元 (+28.54%，同比，下同)，归母净利润 7.85 亿元 (+17.29%)，扣非归母净利润 7.36 亿元 (+28.52%)。2023Q1 实现营收 54.41 亿元 (+31.39%)，归母净利润 2.91 亿元 (+20.49%)，扣非归母净利润 2.81 亿元 (+30.20%)，非经常性损益项目主要为政府补助 1236 万。业绩整体符合预期。
- **加盟业务实现高增长，非药板块贡献优异业绩。**2022 年公司营收同比增长 28.54%，主要原因为公司加盟、并购、新开门店及原有门店带来的收入增长。**分业务看**，2022 年零售业务收入 175.97 亿元 (+27.60%)，毛利率为 34.56% (-0.17pp)，提出 DTP 药房后零售毛利率为 36.04%；加盟、联盟及分销业务 24.50 亿元 (+37.23%)，毛利率为 12.49% (+0.71pp)。2023Q1 加盟业务发展提速，其中配送收入近 5 亿元，同比增长 45%。**分产品看**，2022 年中西成药收入 156.56 亿元 (+25.85%)，毛利率为 29.39% (-0.28pp)；中药 14.05 亿元 (+22.06%)，毛利率 47.82% (-2.26pp)；非药品 31.15 亿元 (+47.98%)，毛利率 37.21% (+0.33pp)。药品板块毛利率拉低的原因主要是中西成药中低毛利的处方药占比较高。
- **坚持“四驾马车”立体深耕模式，市场拓展提速。**2022 年，公司坚持直营、并购、加盟、联盟的“四驾马车”深耕模式，截至 2023Q1，门店总数已达 11231 家，其中自营门店 7903 家，加盟门店 3328 家，2022 年新增直营门店 1695 家，加盟门店 1069 家；2023Q1 新增自营门店 298 家，加盟门店 238 家。2022 年新增门店中下沉市场门店占比 86%，广阔的市场布局为公司实施“新农村”和下沉战略提供更大的选择空间。同时公司联盟业务向中小连锁药房提供管理咨询和供应链整合服务，2022 年全年合作企业达 150 家，涉及门店 5000 家以上，销售额同比增长 67%。
- **提高统采占比发挥规模优势，自有品牌业绩保持高速发展。**公司在兼顾不同区域顾客产品偏好差异的同时持续提升全国统一采购占比，打造自有品牌占比从而提升整体毛利率。2022 年，公司继续运用数字化工具，经营商品品规 2.5 万余种，同比下降 7.3%；统采销售占比 66%，同比上升 2.9 个百分点。**自有品牌方面**，销售额达到 26.7 亿元，同比增长 34.8%，毛利额同比增长 38.9%，自有品牌在集团内的销售占比超过 18.7%，同比增长 1.7 个百分点。2023Q1 自有品牌销售额为 7.9 亿元，同比增长 41%，在集团内的销售占比为 19.5%，同比增长 1.7 个百分点。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司门店并购扩张对利润端影响仍在，我们

股价走势



市场数据

收盘价(元)	35.65
一年最低/最高价	28.65/46.62
市净率(倍)	3.09
流通 A 股市值(百万元)	20,760.58
总市值(百万元)	20,851.79

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.54
资产负债率(% ,LF)	65.57
总股本(百万股)	584.90
流通 A 股(百万股)	582.34

相关研究

《老百姓(603883)：2022 年三季报点评：业绩增长符合预期，加盟收购效果显著》

2022-10-31

《老百姓(603883)：2022 年中报点评：业绩增长符合预期，多渠道运营推动销售增长》

2022-08-31

将 2023-2024 年公司归母净利润由为 9.65/12.06 亿元调整至 9.41/11.57 亿元，预计 2025 年为 13.88 亿元，对应当前市值的估值分别为 22/18/15 倍。维持“买入”评级。

■ **风险提示：**市场竞争加剧的风险，门店扩张或不及预期的风险，加盟店发展或不及预期的风险。

老百姓三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9,463	12,005	14,906	18,157	营业总收入	20,176	24,409	29,079	34,106
货币资金及交易性金融资产	2,414	3,519	4,921	6,462	营业成本(含金融类)	13,744	16,705	19,937	23,424
经营性应收款项	2,839	3,425	4,091	4,803	税金及附加	55	66	79	93
存货	3,949	4,793	5,696	6,695	销售费用	3,898	4,691	5,589	6,555
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,107	1,364	1,596	1,838
其他流动资产	262	269	199	197	研发费用	2	3	3	4
非流动资产	11,934	12,453	13,053	13,755	财务费用	232	211	200	186
长期股权投资	65	87	109	130	加:其他收益	56	67	80	94
固定资产及使用权资产	4,014	3,901	3,779	3,648	投资净收益	21	26	31	36
在建工程	160	210	270	340	公允价值变动	6	0	0	0
无形资产	600	723	847	970	减值损失	-14	-18	-10	-5
商誉	5,493	5,893	6,393	6,993	资产处置收益	1	2	2	2
长期待摊费用	688	708	709	709	营业利润	1,207	1,445	1,778	2,134
其他非流动资产	915	931	948	964	营业外净收支	1	2	2	2
资产总计	21,397	24,458	27,960	31,912	利润总额	1,208	1,447	1,780	2,136
流动负债	10,846	12,738	14,801	17,026	减:所得税	231	277	341	409
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,056	2,056	2,056	2,056	净利润	976	1,170	1,439	1,727
经营性应付款项	6,963	8,465	10,103	11,870	减:少数股东损益	191	229	282	338
合同负债	220	267	319	375	归属母公司净利润	785	941	1,157	1,388
其他流动负债	1,607	1,949	2,322	2,725	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.34	1.61	1.98	2.37
非流动负债	3,453	3,453	3,453	3,453	EBIT	1,422	1,580	1,875	2,193
长期借款	1,578	1,578	1,578	1,578	EBITDA	2,747	2,820	3,124	3,451
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.88	31.56	31.44	31.32
租赁负债	1,821	1,821	1,821	1,821	归母净利率(%)	3.89	3.85	3.98	4.07
其他非流动负债	54	54	54	54	收入增长率(%)	28.54	20.98	19.13	17.29
负债合计	14,300	16,191	18,254	20,479	归母净利润增长率(%)	17.29	19.81	23.00	20.01
归属母公司股东权益	6,530	7,470	8,627	10,016					
少数股东权益	568	797	1,079	1,417					
所有者权益合计	7,098	8,267	9,706	11,433					
负债和股东权益	21,397	24,458	27,960	31,912					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,314	3,070	3,453	3,695	每股净资产(元)	11.16	12.77	14.75	17.12
投资活动现金流	-1,457	-1,730	-1,815	-1,919	最新发行在外股份(百万股)	585	585	585	585
筹资活动现金流	-143	-235	-235	-235	ROIC(%)	9.84	9.72	10.49	11.06
现金净增加额	717	1,105	1,403	1,541	ROE-摊薄(%)	12.02	12.59	13.41	13.86
折旧和摊销	1,325	1,241	1,250	1,259	资产负债率(%)	66.83	66.20	65.29	64.17
资本开支	-297	-1,698	-1,807	-1,917	P/E (现价&最新股本摊薄)	26.56	22.17	18.03	15.02
营运资本变动	-217	101	111	105	P/B (现价)	3.19	2.79	2.42	2.08

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

