

老百姓(603883)

报告日期: 2023年08月30日

加盟扩规模, 统采提利润

——老百姓 2023H1 点评报告

投资要点

2023年8月30日, 公司披露2023年半年报, 2023H1收入108.11亿元, 同比增长20.2%; 归母净利润5.13亿元, 同比增长12.4%。其中Q2收入53.70亿元, 同比增长10.7%, 归母净利润2.22亿元, 同比增长3.4%。其中加盟、联盟及分销业务收入18.10亿元, 同比增长36.1%, 我们认为公司2023Q2利润端虽有短期波动, 但随公司下沉加盟的持续拓展, 2023年利润高增长仍可期待。

成长性: 加盟&新业态驱动, 业绩高增长可期

(1) 加盟联盟收入高增长, 下沉拓展加速。2023H1公司加盟、联盟及分销业务收入18.10亿元, 同比增长36.1%, 高于整体收入增速, 加盟业务快速发展, 通过门店数量看, 2023H1门店总数12291家, 其中直营门店8524家, 加盟门店3767家, 加盟门店占比31% (2022年末加盟门店占比29%), 加盟门店占比快速提升, 我们认为, 加盟业务一直是公司利润增长的重要驱动, 随公司加盟占比持续提升, 有望带来长期的收入利润增长。(2) 双通道与DTP门店快速增长, 储备承接处方外流能力。2023H1公司新增“门诊慢特病”定点资格门店154家, 达到1207家; 新增双通道门店35家, 达到262家; 新增DTP门店4家, 达到166家, 较好承接处方外流。我们认为, 随医保账户改革, 准备充分的药店龙头有望承接更多处方外流, 带来收入天花板的持续打开。(3) 股权激励计划, 彰显利润高增长信心。2022年7月31日, 公司披露股权激励计划, 业绩目标为2022-2024年归母净利润7.70/9.37/11.04亿元, 充分彰显了公司对未来高增长的信心, 2023-2024年利润高增长或持续。

盈利能力: 统采占比提升, 对冲部分毛利率下降风险

(1) 统采收入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。2023H1公司毛利率32.72%, 同比提升0.01pct。2023H1统采销售占比67.6%, 同比上升3.1个百分点, 我们认为长期来看处方药占比提升、O to O占比提升等可能导致行业毛利率下滑, 但短期看来, 通过提升统采占比、调整产品结构 (2023H1中药收入同比增长39.66%) 等措施有望维持毛利率的相对稳定;(2) 股权支付影响下, 2023年净利率有望相对稳定。2023H1, 公司销售费用率20.46%, 管理费用率4.39%, 分别同比提升0.04pct、0.04pct, 按照公司股权激励支付摊销规划, 2022-2025年分别摊销6.88/16.99/7.94/2.96百万元, 我们认为2023年随着公司门店的扩张带来收入增长, 有望对冲股权支付影响, 2023年净利率或略降但仍有望相对稳定, 且随股权摊销金额下降, 规模效应下2023-2025年公司规模效应下整体净利率或有稳步提升趋势。

经营质量: 收益质量提升趋势鲜明

2023H1年公司经营活动净收益/利润总额为94.58%, 同比提升1.1pct, 且2021H1-2023H1呈现持续提升趋势, 收益质量明显提升, 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

基于以上分析, 我们预计公司2023-2025年营业总收入分别为250.05/298.21/355.27亿元, 分别同比增长23.94%、19.26%、19.13%; 归母净利润9.49/11.82/14.10亿元, 分别同比增长20.94%、24.49%、19.35%, 对应2023-2025年EPS为1.62/2.02/2.41元/股, 对应2023年16倍PE, 维持“增持”评级。

投资评级: 增持(维持)

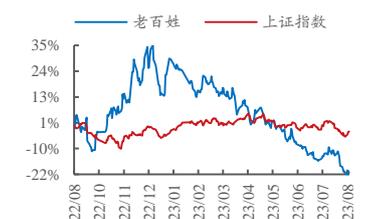
分析师: 孙建
执业证书号: S1230520080006
02180105933
sunjian@stocke.com.cn

分析师: 司清蕊
执业证书号: S1230523080006
siqingrui@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 25.66
总市值(百万元)	15,016.08
总股本(百万股)	585.19

股票走势图



相关报告

- 《下沉&统采驱动, 收入利润高增长》2023.04.28
- 《业绩增长逐季加速——老百姓2022Q3点评报告》2022.10.29

□ 风险提示

行业竞争加剧的风险；门店扩张不及预期的风险；需求波动的风险；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	25004.98	29821.08	35527.05
(+/-) (%)	28.54%	23.94%	19.26%	19.13%
归母净利润	784.96	949.33	1181.79	1410.44
(+/-) (%)	17.29%	20.94%	24.49%	19.35%
每股收益(元)	1.34	1.62	2.02	2.41
P/E	19	16	13	11

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
流动资产	9463	9633	11725	15308
现金	2411	1786	2203	3760
交易性金融资产	3	11	6	6
应收账款	2182	2281	2811	3422
其它应收款	130	295	411	379
预付账款	656	604	657	936
存货	3949	4523	5503	6671
其他	133	134	134	134
非流动资产	11934	11758	13172	13354
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	65	64	64	65
固定资产	1099	1144	1173	1200
无形资产	600	633	684	746
在建工程	160	147	145	138
其他	10010	9771	11106	11205
资产总计	21397	21391	24897	28663
流动负债	10846	11724	14085	16410
短期借款	766	1180	1187	1045
应付款项	6948	7932	9689	11683
预收账款	15	27	31	34
其他	3117	2584	3178	3649
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	13365	15725	18048
少数股东权益	568	767	1014	1326
归属母公司股东权益	6530	7259	8158	9289
负债和股东权益	21397	21391	24897	28663

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2314	692	1424	2752
净利润	976	1149	1429	1722
折旧摊销	292	207	210	218
财务费用	232	191	210	214
投资损失	(21)	(18)	(21)	(20)
营运资金变动	1681	814	1418	1588
其它	(846)	(1651)	(1821)	(970)
投资活动现金流	(1457)	(775)	(760)	(581)
资本支出	(84)	(89)	(89)	(87)
长期投资	7	(6)	2	1
其他	(1380)	(680)	(672)	(495)
筹资活动现金流	(143)	(542)	(246)	(614)
短期借款	(850)	414	7	(143)
长期借款	703	0	0	0
其他	4	(956)	(253)	(471)
现金净增加额	715	(625)	418	1556

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	20176	25005	29821	35527
营业成本	13744	17065	20417	24351
营业税金及附加	55	68	81	97
营业费用	3898	4953	5887	6992
管理费用	1107	1425	1581	1847
研发费用	2	3	3	4
财务费用	232	191	210	214
资产减值损失	14	20	23	28
公允价值变动损益	6	26	28	30
投资净收益	21	18	21	20
其他经营收益	57	90	87	78
营业利润	1207	1414	1756	2122
营业外收支	1	1	3	2
利润总额	1208	1415	1758	2123
所得税	231	266	329	401
净利润	976	1149	1429	1722
少数股东损益	191	199	247	311
归属母公司净利润	785	949	1182	1410
EBITDA	1553	1738	2093	2461
EPS (最新摊薄)	1.34	1.62	2.02	2.41

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	28.54%	23.94%	19.26%	19.13%
营业利润	26.17%	17.16%	24.19%	20.84%
归属母公司净利润	17.29%	20.94%	24.49%	19.35%
获利能力				
毛利率	31.88%	31.75%	31.53%	31.46%
净利率	4.84%	4.59%	4.79%	4.85%
ROE	13.22%	12.55%	13.74%	14.26%
ROIC	8.50%	11.55%	12.85%	14.08%
偿债能力				
资产负债率	66.83%	62.48%	63.16%	62.97%
净负债比率	25.42%	26.20%	23.82%	20.10%
流动比率	0.87	0.82	0.83	0.93
速动比率	0.51	0.44	0.44	0.53
营运能力				
总资产周转率	1.05	1.17	1.29	1.33
应收账款周转率	11.68	11.49	11.75	11.44
应付账款周转率	6.65	6.56	6.54	6.49
每股指标(元)				
每股收益	1.34	1.62	2.02	2.41
每股经营现金	3.96	1.18	2.43	4.70
每股净资产	11.16	12.41	13.95	15.88
估值比率				
P/E	19.12	15.81	12.70	10.64
P/B	2.30	2.07	1.84	1.62
EV/EBITDA	17.57	10.06	8.39	6.58

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出具日的观点和判断，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>