

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

老百姓(603883)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师

执业编号: S1500524030003

邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

“四驾马车”驱动门店快速扩张,“火炬项目”有望持续提升毛利率

2024年05月06日

事件:公司发布2023年年报及2024年一季度报,2023年实现营业收入224.37亿元(yoy+11.21%),实现归母净利润9.29亿元(yoy+18.35%),扣非归母净利润8.44亿元(yoy+14.68%)。2024年一季度实现营业收入55.39亿元(yoy+1.81%),归母净利润3.21亿元(yoy+10.27%),扣非归母净利润3.11亿元(yoy+10.35%)。

点评:

- **2023年及2024Q1营收表现稳健,高举“火炬项目”提升整体毛利率水平。**2023年及2024Q1公司营业收入增长较为稳健,而归母净利润端增速均高于营业收入增长,主要系毛利率提升所致。其中,2023年公司毛利率同比提升0.67个百分点(2023年公司综合毛利率达32.55%),对应的净利率同比提升0.17个百分点(2023年公司净利率5.01%)。2024Q1公司毛利率同比提升2.2个百分点(2024Q1公司毛利率达35.2%),对应的净利率同比提升0.41个百分点(2024Q1公司净利率达6.61%)。2024Q1公司毛利率提升较为明显主要得益于公司实施“火炬项目”,主要体现为7个方面:①重构商品选品逻辑;②完善新品评估与淘汰出清规则;③搭建铺货预警体系,与智能请货系统联动,做到“有货卖、有好货卖、有需要的货卖”;④优化营销激励,调整销售结构提升毛利率;⑤通过谈判提升统采占比;⑥优化商采管理系统;⑦加强智能请货与供应链计划体系等系统建设。
- **2024Q1公司门店突破14000家,持续聚焦优势省份和下沉市场。**①2023年末公司连锁网络(不含联盟)已覆盖全国18个省级市场、150余个地级以上城市,门店总数达13574家(其中直营门店9180家,加盟门店4394家)。从增量角度看,2023年公司新增门店3388家,其中直营新增门店1802家(自建1471家,并购331家)、加盟新增门店1586家。此外,在新增门店中公司优势省份及重点城市新增2913家(占比86%),而地级市及以下门店占比为78%。此外,2023年直营新店平均筹备周期40天,较2022年缩短9天。从各省市占率上看,公司拥有市占率前三的省份11个,其中市占率第一的省份4个,地级市及以下门店占比为76%。②2024Q1公司连锁布局网络(不含联盟)在全国共开设门店14109(其中直营门店9470家,加盟门店4639家)。从增量角度看,2024年一季度新增门店642家,其中直营新增门店357家(自建351家,收购6家)、加盟新增门店285家。2024年一季度公司新增门店中,优势省份及重点城市占比为85%,地级市及以下门店占比为77%。
- **积极拥抱门诊统筹带来的集客红利,2024Q1门诊统筹门店占比约40%。**①2023年公司完成4262家(其中加盟740家)门店的门诊统筹资质落地,2023年末公司纳入门诊统筹且可使用互联网处方(可互可刷)的门店达到3059家(其中加盟303家),已纳入门诊统筹医保管理的零售药店来客数和销售额均有较为明显的提升。②2024年一季度末公司拥有

门诊统筹门店 4673 家（较 2023 年末增加 411 家），其中直营门店落地门诊统筹占比 39.78%；公司可互可刷（纳入门诊统筹医保管理且可使用互联网处方）的门店达到 3338 家，其中直营门店可互可刷占比 30.67%。

- **盈利预测：**我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 265.45 亿元、318.28 亿元、377.58 亿元，同比增速分别为 18%、20%、19%，实现归母净利润分别为 11.28 亿元、13.68 元、16.5 亿元，同比分别增长 21%、21%、21%，对应当前股价 PE 分别为 17 倍、14 倍、12 倍。
- **风险因素：**零售药房市场竞争加剧、医保政策变动风险、税收政策变动风险、门店扩张不及预期、并购整合不顺利、商誉减值风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	20,176	22,437	26,545	31,828	37,758
增长率 YoY %	28.5%	11.2%	18.3%	19.9%	18.6%
归属母公司净利润(百万元)	785	929	1,128	1,368	1,650
增长率 YoY%	17.3%	18.4%	21.4%	21.3%	20.6%
毛利率%	31.9%	32.5%	32.6%	32.7%	32.9%
净资产收益率ROE%	12.0%	13.9%	14.4%	14.9%	15.2%
EPS(摊薄)(元)	1.34	1.59	1.93	2.34	2.82
市盈率 P/E(倍)	24.94	21.07	17.36	14.31	11.86
市净率 P/B(倍)	3.00	2.92	2.50	2.13	1.80

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 30 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,463	9,130	10,791	13,099	16,235	营业总收入	20,176	22,437	26,545	31,828	37,758
货币资金	2,411	1,975	2,278	2,845	3,808	营业成本	13,744	15,134	17,880	21,417	25,334
应收票据	104	80	96	124	168	营业税金及附加	55	79	80	95	113
应收账款	2,078	2,224	2,720	3,255	3,909	销售费用	3,898	4,566	5,362	6,413	7,627
预付账款	656	183	232	278	329	管理费用	1,107	1,187	1,407	1,687	2,001
存货	3,949	4,152	4,907	5,929	7,218	研发费用	2	3	3	3	4
其他	266	516	558	668	803	财务费用	232	177	181	216	257
非流动资产	11,934	12,101	12,448	12,951	13,596	减值损失合计	-7	-23	-10	-10	-10
长期股权投资	65	68	69	70	71	投资净收益	21	66	20	20	20
固定资产(合)	1,099	1,341	1,315	1,283	1,244	其他	56	64	56	56	56
无形资产	600	747	867	987	1,107	营业利润	1,207	1,398	1,699	2,062	2,488
其他	10,170	9,945	10,197	10,611	11,175	营业外收支	1	10	6	6	6
资产总计	21,397	21,231	23,239	26,050	29,832	利润总额	1,208	1,408	1,705	2,068	2,494
流动负债	10,846	11,155	11,997	13,654	15,741	所得税	231	284	341	414	499
短期借款	766	800	400	100	120	净利润	976	1,124	1,364	1,654	1,995
应付票据	4,581	4,786	5,662	6,723	7,882	少数股东损益	191	195	236	286	345
应付账款	2,367	2,209	2,632	3,094	3,519	归属母公司	785	929	1,128	1,368	1,650
其他	3,132	3,360	3,303	3,738	4,221	EBITDA	2,738	2,973	2,860	3,216	3,640
非流动负债	3,453	2,787	2,587	2,087	1,787	EPS(当年)(元)	1.36	1.59	1.93	2.34	2.82
长期借款	1,578	1,378	1,078	478	78						
其他	1,875	1,409	1,509	1,609	1,709						
负债合计	14,300	13,942	14,584	15,741	17,528						
少数股东权益	568	588	824	1,110	1,455						
归属母公司股	6,530	6,701	7,831	9,199	10,849						
负债和股东权益	21,397	21,231	23,239	26,050	29,832						

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	20,176	22,437	26,545	31,828	37,758
同比(%)	28.5%	11.2%	18.3%	19.9%	18.6%
归属母公司净利润	785	929	1,128	1,368	1,650
同比(%)	17.3%	18.4%	21.4%	21.3%	20.6%
毛利率(%)	31.9%	32.5%	32.6%	32.7%	32.9%
ROE%	12.0%	13.9%	14.4%	14.9%	15.2%
EPS(摊薄)(元)	1.34	1.59	1.93	2.34	2.82
P/E	24.94	21.07	17.36	14.31	11.86
P/B	3.00	2.92	2.50	2.13	1.80
EV/EBITDA	9.76	6.91	7.47	6.21	5.15

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2,314	2,730	2,790	3,029	3,052
净利润	976	1,124	1,364	1,654	1,995
折旧摊销	1,325	1,465	975	932	889
财务费用	231	191	212	255	302
投资损失	-21	-66	-20	-20	-20
营运资金变	-217	-12	247	198	-125
其它	20	28	12	10	10
投资活动现金流	-1,457	-761	-1,295	-1,407	-1,507
资本支出	-297	-613	-1,312	-1,412	-1,512
长期投资	-1,460	-155	-10	-10	-10
其他	300	8	27	15	15
筹资活动现金流	-143	-2,428	-1,192	-1,055	-582
吸收投资	1,775	7	2	0	0
借款	1,839	1,496	-700	-900	-380
支付利息或股息	-411	-471	-212	-255	-302
现金流净增加额	717	-460	303	567	963

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，医药研究员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和 Parexel 从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，医药研究员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

吴欣，医药研究员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

赵晓翔，医药研究员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

曹佳琳，医药研究员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

章钟涛，医药研究员，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。