

Q1 业绩快速提升， 四驾马车齐驱下沉市场

核心观点

4月27日，公司发布2022年年度报告，实现营业收入201.76亿元，同比增长28.54%，实现归母净利润7.85亿元，同比增长17.29%，实现扣非后归母净利润7.36亿元，同比增长28.52%，业绩符合预期。展望23年，公司持续推动门店扩张，加速数字化转型驱动经营效率提升，期待公司业绩潜力加速释放。

事件

公司发布2022年年度报告及2023年一季度报告，业绩符合预期

4月27日，公司发布2022年年度报告及2023年一季度报告。2022年全年，公司实现营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为201.76亿元、7.85亿元、7.36亿元，分别同比增长28.54%、17.29%及28.52%。2023年第一季度，公司实现营业收入、归母净利润、扣非后归母净利润分别为54.41亿元、2.91亿元、2.81亿元，分别同比增长31.39%、20.49%及30.20%，业绩符合预期。

公司2022年利润分配预案以5.85亿股为基数，向全体股东每10股派发现金红利5元（含税），不送红股，不以资本公积金转增股本。

简评

客流增长带动门店收入恢复，利润端增长稳健

重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15696	20176	24509	29526	35469
YOY(%)	12.4	28.5	21.5	20.5	20.1
净利润(百万元)	669	785	956	1153	1388
YOY(%)	7.8	17.3	21.8	20.7	20.4
毛利率(%)	32.1	31.9	34.6	34.3	34.2
净利率(%)	4.3	3.9	3.9	3.9	3.9
ROE(%)	15.4	12.0	13.1	14.0	14.8
EPS(摊薄/元)	1.14	1.34	1.63	1.97	2.37
P/E(倍)	31.3	26.6	21.8	18.1	15.0
P/B(倍)	4.7	3.2	2.9	2.5	2.2

资料来源: iFinD, 中信建投证券

老百姓(603883.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-85130388

SAC 编号:S1440519080003

发布日期: 2023年05月07日

当前股价: 35.65元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

	1个月	3个月	12个月
	2.89/1.25	-7.28/-9.95	10.58/0.62
12月最高/最低价(元)			44.79/29.25
总股本(万股)			58,490.29
流通A股(万股)			58,234.45
总市值(亿元)			208.52
流通市值(亿元)			207.61
近3月日均成交量(万)			377.65
主要股东			
老百姓医药集团有限公司			26.11%

股价表现



相关研究报告

- 2023-03-19 【中信建投医药商业】老百姓(603883): 贯彻区域聚焦策略, 并购加速门店下沉
- 【中信建投医药商业】老百姓(603883):

2022 年全年，公司收入端实现增长 28.54%，主要由于：1) 22Q4 四类药品需求激增，进店客流显著恢复，零售业务维持高速增长；2) 加盟门店加速扩张，批发业务同比增长 37.23%；3) 怀仁药房并表贡献。归母净利润同比增长 17.29%，低于收入端增速，主要由于 1) 毛利率更低的批发业务收入占比提升；2) 规模扩大导致管理费用率有所增加。

2022 年第四季度，公司实现营业收入 63.99 亿元，同比增长 44.93%，主要归功于：1) 居民用药需求旺盛，门店客流量有所提高；2) 怀仁药房并表贡献。22Q4，公司实现归母净利润 1.75 亿元，同比增长 28.35%，略低于收入增速，实现扣非后归母净利润 1.68 亿元，同比增长 76.94%，主要由于 22Q4 政府补贴同比下降幅度较大，导致非经常损益贡献减小，但净利率及毛利率同比均略有增长。

2023 年第一季度，公司实现营业收入 54.41 亿元，同比增长 31.39%，主要由于 1) 居民健康意识提升，疫后用药需求稳健，零售业务同比增长 31.12%；2) 基数较小的批发业务增长 34.02%；3) 怀仁药房并表贡献。23Q1，公司实现归母净利润 2.91 亿元，同比增长 20.49%，实现扣非后归母净利润 2.81 亿元，同比增长 30.20%，略低于收入增速，主要由于销售占比较大的中西成药毛利率下降 1.87 个百分点，我们预计，随着公司调整产品结构，公司零售板块毛利率有望维持稳健。

聚焦下沉市场，门店拓展提速

聚焦下沉市场，门店扩张有望提速。公司深入贯彻并落实自建、并购、加盟、联盟的“四驾马车”立体扩张模式，2022 年，公司直营门店新增 1695 家、加盟门店新增 1069 家，合计新增 2764 家，其中下沉市场新增门店占比达到 86%。2023 年第一季度，公司新增直营门店 298 家，关店 44 家，净增加盟店 194 家，门店总数达到 11231 家，其中直营门店 7903 家，加盟店 3328 家。我们认为，下沉市场老龄化水平更高，用药需求旺盛，而且具有低租金、低人工等成本优势，未来放量空间较大，预计公司仍将加速布局下沉市场，23 年新增门店数量有望达到 3000 家。

表 1: 老百姓直营门店扩张梳理

地区	2022 年末	2023 年第一季度		
		新增	闭店	期末
华中区域	2816	121	7	2930
华南区域	461	12	0	473
华北区域	1189	47	5	1231
华东区域	2117	76	30	2163
西北区域	1066	42	2	1106
合计	7649	298	44	7903

资料来源：公司公告，中信建投证券 注：2023 年调整了口径

怀仁整合效果较好，净利润超出预期。2022 年 3 月，公司以自有资金 17.25 亿元控股收购怀仁药房 75.84% 股权，目前持股比例达 80%，整合效果明显：1) 22 年扣非净利润为 12546 万元，高于承诺数 1546 万元，超出业绩承诺；2) 集团赋能明显改善毛利率，全年毛利率增加 3.1 个百分点；3) 会员体系搭建更为完善，会员消费占比超 85%，90 天会员复购率达到 75.61%，同比增长 2.85 个百分点。我们认为，怀仁药房整合效果显著，也进一步体现了公司并购后赋能体系优越，随着公司并购规模逐步扩大，并购标的盈利潜力有望进一步释放。

表 2: 老百姓 2022 年及 2023Q1 并购标的梳理

起始时间	标的	门店数量	购买股权比例	交易作价	交易状态
2022 年 3 月	白城市同泰药业有限公司、白城市盛源同泰药业有限公司、白城市怡然医疗器械经销部	39	资产性收购	1320 万元	已完成
2022 年 3 月	安徽元初药房连锁有限公司	59	100%	11700 万元	已完成
2022 年 3 月	湖南怀仁大健康产业发展有限公司	660	71.96%	16.37 亿元	已完成
2022 年 4 月	泾县江南医药连锁有限公司	27	100%	4200 万元	已完成
2022 年 4 月	康乐县百家康大药房、康乐县百家康一分店大药房、康乐县百家康二分店大药房	3		526 万元	已完成
2022 年 7 月	湖南老百姓怀仁药房	-	1.46%	3313.29 万元	已完成
2022 年 7 月	湖南老百姓怀仁药房	-	0.49%	1104.43 万元	已完成
2022 年 7 月	湖南老百姓怀仁药房	-	1.94%	4409.63 万元	已完成
2022 年 9 月	江苏普泽大药房连锁有限公司、江苏普泽大药房连锁如东有限公司	25	100%	5276 万元	已完成
2022 年 9 月	荆州宏泰大药房	-	2%	100 万元	已完成
2022 年 10 月	兴化市楚水大药房	20	资产性收购	6450 万元	已完成
2023 年 1 月	陕西老百姓三秦济生堂医药连锁有限责任公司		49%	9590 万元	已完成
2023 年 3 月	邝多华控制的 2 家门店	2	资产性收购	75 万元	已完成
2023 年 3 月	扬州市恒誉大药房	17	资产性收购	730 万元	已完成
2023 年 3 月	安徽为百姓大药房医药连锁有限公司重组后新公司	129	80%	12400 万元	已完成
2023 年 3 月	安徽恒舟一家人药房	102	100%	13100 万元	已完成

资料来源：公司公告，中信建投证券

培育门店专业能力，加速承接处方外流。截至 2023 年 3 月底，公司拥有医保门店 7234 家，占直营门店的 91.53%，同时，公司采取高标准建设专业药房，现有“门诊慢特病”药店 1111 家，DTP 药店 162 家，双通道门店 234 家。我们认为，随着门诊统筹进一步落地，这些门店有望率先享受政策红利，承接外流处方。

数字化赋能单店管理，全渠道优势明显

加快数字化转型，全方位赋能经营。2022 年，公司围绕数字化基建和业务数字化两个板块持续推进数字化转型：1) 围绕数据管理制度、数据资产盘点、数据深度治理积极开展数字化基建工作；2) 优化业务流程，细化管理颗粒度：①持续迭代“百姓通”APP，为员工减负提效；②精细化管控供应商合同；③优化升级供应链体系，有效降低仓间调拨时间；④智能请货系统提升商品流转效率，节省人工并加快资金周转；⑤管控商品价格并优化营销组合。我们认为，通过运用数字化工具，公司能够提升业务管理颗粒度，优化业务流程，实现公司经营管理水平和效率提升。

新零售全域发力，全渠道优势明显。2022 年，公司依托“大数据+人工智能+物联网”生态圈，以数据驱动新零售业务增长，公域业务增速领先同行，私域业务全年收入超过 9000 万元，全年线上销售额达到 17 亿元，同比增长 140%。我们认为，公司目前会员总数已达到 7673 万，随着其消费习惯不断改变，叠加公司持续推进全渠道全链路精准营销，新零售业务有望加速提供业绩增量。

中西成药影响 Q1 毛利率，现金流大幅改善

2022 年全年，公司综合毛利率为 31.88%，同比下降 0.25 个百分点，主要由于毛利率较低的批发业务占比提升；销售费用率为 19.32%，同比减少 1.49 个百分点，主要由于公司 Q4 促销费用占比有所减少；管理费用率为 5.49%，同比增加 0.88 个百分点，主要由于规模提升，管理人员数量增加；财务费用率为 1.15%，同比下降 0.03 个百分点，基本保持稳定。经营活动产生的现金流量净额同比上升 0.70%，基本保持稳定。存货周转天数为 87.5 天，同比增长 1.0 天，基本保持稳定；应收账款周转天数为 30.8 天，同比增加 1.9 天，基本保持稳定；应付账款周转天数为 54.2 天，同比下降 1.6 天，基本保持稳定。其余财务指标基本正常。

2023 年 Q1，公司综合毛利率为 33.00%，同比减少 1.32 个百分点，主要由于中西成药毛利率同比下降 1.87 个百分点；销售费用率为 20.18%，同比减少 0.87 个百分点，主要由于流感及新冠影响，客流量有所增加，促销费用占比有所下降；管理费用率为 4.45%，同比下降 0.27 个百分点，控费效果理想；财务费用率为 0.68%，同比下降 0.21 个百分点，主要由于短期借款减少。经营活动产生的现金流量净额同比增加 225.53%，主要由于本期销售回款增加所致。存货周转天数为 100.0 天，同比增长 8.6 天，主要由于去年年底备货量较多；应收账款周转天数为 32.4 天，同比减少 0.6 天，基本保持稳定；应付账款周转天数为 63.3 天，同比增加 3.6 天，基本保持稳定。其余财务指标基本正常。

盈利预测及投资评级

我们预计公司 2023 - 2025 年实现营业收入分别为 245.09 亿元、295.26 亿元和 354.69 亿元，分别同比增长 21.5%、20.5% 和 20.1%，归母净利润分别为 9.56 亿元、11.53 亿元和 13.88 亿元，分别同比增长 21.8%、20.7% 和 20.4%，折合 EPS 分别为 1.63 元/股、1.97 元/股和 2.37 元/股，分别对应估值 21.8X、18.1X 和 15.0X，维持买入评级。

风险分析

- 1) 行业政策变动风险：倘若国家或地方在医疗体制改革的过程中出台有利医疗机构药品销售的措施或限制零售药店行业发展的政策，对公司经营或有不利影响；
- 2) 市场竞争加剧：行业集中度逐渐提高，竞争或将日趋激烈，可能对公司经营造成不利影响；
- 3) 规模扩张进度不达预期：倘若门店规模扩张不及预期，公司长期业绩增长潜力可能无法释放，或对公司长期业绩增长存在不利影响；
- 4) 并购门店整合不达预期：对于已并购项目，若公司在后续业务整合、人员整合、绩效提升等方面达不到预期，则可能影响公司经营业绩；
- 5) 商誉减值计提：公司并购资产存在一定规模商誉，若后续经营不及预期，或存在减值风险，影响利润增长；

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、医美、CRO 细分领域。

2022 年（第 20 届）、2021 年（第 19 届）新财富最佳分析师评选医药生物行业第四名、第五名团队核心成员。2022 年第十六届卖方分析师水晶球奖评选医药生物行业第五名团队核心成员。

研究助理

谢俊

xiejun@csc.com.cn

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
 座 12 层
 电话：（8610） 8513-0588
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南
 塔 2103 室
 电话：（8621） 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755） 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852） 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk