

老百姓(603883)

报告日期: 2025年05月18日

直营毛利率提升, 利润增长可期

——老百姓更新报告

投资要点

公司 2024 年收入 223.58 亿元, 同比下降 0.36%; 归母净利润 5.19 亿元, 同比下降 44.13%。其中 Q4 收入 61.25 亿元, 同比下降 4.23%; 归母净利润-1.11 亿元, 四季度关店等影响下单季度亏损。2025 年 Q1 收入 54.35 亿元, 同比下降 1.88%; 归母净利润 2.51 亿元, 同比下降 21.98%, 一季度环比好转趋势鲜明。我们认为, 2025 年随着公司关店放缓、管理调控持续, 全年利润高增可期。

□ 成长性: 一季度关店环比放缓, 2025 年收入利润增长可期

(1) 门店数量增速暂缓, 加盟占比持续提升。2024 年末公司拥有门店 15277 家 (直营店 9981 家, 加盟店 5296 家), 2024 年净增加 1703 家, 其中直营门店净增加 801 家, 加盟门店净增加 902 家。与 2024 年三季度末门店总数 15591 家 (直营店 10300 家, 加盟门店 5291 家) 相比, 四季度公司直营门店关店较多。2025 年一季度末, 公司门店 15252 家 (直营店 9844 家, 加盟店 5408 家), 一季度关店环比有所放缓, 加盟门店占比持续提升, 我们认为, 2025 年关店放缓以及加盟门店增长拉动下, 有望带来收入利润增长。(2) 公司持续加大下沉市场拓展和门诊统筹资质的布局, 有望带来更好的利润增长。截至 2025 年一季度末, 公司地级市及以下门店占比为 77%; 其中 2025 年一季度新增门店中, 地级市及以下门店占比为 86%, 下沉市场拓展持续加速。同时, 公司积极推进门诊统筹资质的落地, 以增强承接处方外流的能力, 截至 2025 年一季度末, 公司共有直营医保资质门店 9158 家, 直营门店中医保门店占比为 93.03%; 统筹资质门店 5452 家 (其中直营 4155 家, 加盟 1297 家), 直营门店中门诊统筹门店数占比 42.21%。我们认为, 下沉市场布局有望对冲行业利润率下行影响, 而处方外流的积极承接有望带来引流效应, 拉动收入增长。

□ 盈利能力: 直营毛利率提升持续, 2025 年净利率有望恢复

(1) “火炬项目”持续推进, 毛利率持续提升。2025 年一季度季度公司统采销售占比 75.3%, 同比上升约 5.8pct; 自有品牌自营门店销售额超 9 亿元, 销售占比约 23.3%, 同比增加 2.5pct, 拉动公司一季度门店线下销售毛利率同比增长 0.70 pct。我们认为, 2025 年随着公司自有品牌创新聚焦, 库存管理优化, 持续增强统采能力, 2025 年公司直营门店销售毛利率有望持续提升, 综合考虑加盟占比提升或拉低整体毛利率, 公司 2025 年整体毛利率仍有望保持较高水平。(2) 关店放缓等有望带来净利率恢复。2024 年关店较多等影响费用率, 公司四季度亏损, 2025 年一季度公司净利率为 5.29%, 关店放缓下环比恢复趋势鲜明, 2025 年净利率同比提升可期。

□ 盈利预测及估值

综合考虑行业相对持续的出清节奏, 我们预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 240.51/265.84/296.07 亿元, 分别同比增长 7.57%、10.53%、11.37%; 归母净利润 7.55/8.91/10.38 亿元, 分别同比增长 45.46%、18.11%、16.39%, 对应 EPS 为 0.99/1.17/1.37 元, 对应 2025 年 19 倍 PE, 维持“增持”评级。

□ 风险提示

行业竞争加剧的风险; 政策变动的风险; 需求波动的风险。

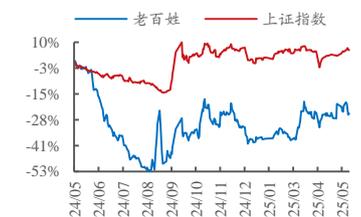
投资评级: 增持(维持)

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

基本数据

收盘价	¥ 18.93
总市值(百万元)	14,388.61
总股本(百万股)	760.10

股票走势图



相关报告

- 《毛利率持续提升, 全年利润增长承压》2024.11.03
- 《全年毛利率有望提升》2024.09.08
- 《三问利润率提升空间》2024.06.05

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	22357.61	24050.95	26584.35	29607.47
(+/-) (%)	-0.36%	7.57%	10.53%	11.37%
归母净利润	519.06	755.02	891.78	1037.95
(+/-) (%)	-44.13%	45.46%	18.11%	16.39%
每股收益(元)	0.68	0.99	1.17	1.37
P/E	28	19	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)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	9074	10799	12580	14897
现金	2380	3836	5016	6588
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	2417	2430	2543	2737
其它应收款	265	257	322	342
预付账款	170	182	201	225
存货	3574	3830	4233	4740
其他	268	264	265	266
非流动资产	11971	12005	12107	12204
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	85	73	75	78
固定资产	1366	1268	1165	1057
无形资产	842	920	989	1048
在建工程	108	110	112	114
其他	9571	9634	9765	9908
资产总计	21045	22804	24687	27101
流动负债	10920	11490	12099	13041
短期借款	1657	800	750	700
应付款项	6555	7482	8054	8980
预收账款	18	19	21	24
其他	2689	3190	3274	3337
非流动负债	2969	3144	3242	3344
长期借款	1397	1397	1397	1397
其他	1572	1747	1845	1947
负债合计	13889	14634	15341	16385
少数股东权益	575	817	1102	1434
归属母公司股东权益	6581	7353	8245	9283
负债和股东权益	21045	22804	24687	27101

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2026	2672	1757	2191
净利润	685	997	1177	1370
折旧摊销	422	351	369	384
财务费用	173	133	103	85
投资损失	(3)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	(925)	1163	308	648
其它	1674	32	(198)	(292)
投资活动现金流	(628)	(368)	(435)	(436)
资本支出	(57)	(60)	(60)	(60)
长期投资	(8)	3	1	(1)
其他	(563)	(311)	(375)	(374)
筹资活动现金流	(1348)	(849)	(141)	(183)
短期借款	857	(857)	(50)	(50)
长期借款	19	0	0	0
其他	(2224)	8	(91)	(133)
现金净增加额	50	1456	1180	1572

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	22358	24051	26584	29607
营业成本	14942	15959	17639	19750
营业税金及附加	81	79	92	102
营业费用	4947	5180	5665	6158
管理费用	1258	1332	1473	1625
研发费用	2	2	2	3
财务费用	173	133	103	85
资产减值损失	117	126	139	155
公允价值变动损益	0	(1)	(0)	(1)
投资净收益	3	3	3	3
其他经营收益	74	83	91	91
营业利润	914	1324	1564	1823
营业外收支	2	4	5	4
利润总额	916	1329	1569	1827
所得税	231	332	392	457
净利润	685	997	1177	1370
少数股东损益	166	242	285	332
归属母公司净利润	519	755	892	1038
EBITDA	1433	1792	2011	2261
EPS (最新摊薄)	0.68	0.99	1.17	1.37

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-0.36%	7.57%	10.53%	11.37%
营业利润	-34.66%	44.97%	18.09%	16.54%
归属母公司净利润	-44.13%	45.46%	18.11%	16.39%
获利能力				
毛利率	33.17%	33.64%	33.65%	33.29%
净利率	3.06%	4.14%	4.43%	4.63%
ROE	7.19%	9.85%	10.18%	10.35%
ROIC	6.12%	8.60%	9.10%	9.66%
偿债能力				
资产负债率	66.00%	64.17%	62.14%	60.46%
净负债比率	30.66%	24.08%	22.72%	20.67%
流动比率	0.83	0.94	1.04	1.14
速动比率	0.50	0.61	0.69	0.78
营运能力				
总资产周转率	1.06	1.10	1.12	1.14
应收账款周转率	9.80	10.02	10.28	10.28
应付账款周转率	7.09	7.23	7.14	7.37
每股指标(元)				
每股收益	0.68	0.99	1.17	1.37
每股经营现金	2.67	3.52	2.31	2.88
每股净资产	8.66	9.67	10.84	12.21
估值比率				
P/E	27.73	19.06	16.14	13.87
P/B	2.19	1.96	1.75	1.55
EV/EBITDA	11.46	9.26	7.84	6.42

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>