

公司研究

数智化体系深度融合，多元化探索第二曲线

——老百姓（603883.SH）跟踪点评

买入（维持）

当前价：18.73 元

作者

分析师：王明瑞

执业证书编号：S0930520080004

021-52523867

wangmingrui@ebcn.com

分析师：黄素青

执业证书编号：S0930521080001

021-52523570

huangsuqing@ebcn.com

市场数据

总股本(亿股)	7.60
总市值(亿元):	142.37
一年最低/最高(元):	11.67/25.10
近 3 月换手率:	218.25%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.65	18.80	-31.64
绝对	2.02	16.84	-24.86

资料来源：Wind

要点

事件：

- 1) 公司发布 2024 年年报，实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 223.58/5.19/4.96 亿元，同比-0.36%/-44.13%/-41.18%。经营活动产生的现金流量净额为 20.26 亿元，同比-25.77%；EPS（基本）0.68 元。业绩符合市场预期。
- 2) 公司发布利润分配预案，拟向全体股东每 10 股派发现金股利 0.8 元（含税），不送红股，不以资本公积转增股本，2024 年度（含中期分红）的股利支付率为 60.15%。
- 3) 公司发布 2025 年一季报，实现营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 54.35/2.51/2.43 亿元，同比-1.88%/-21.98%/-21.59%。经营活动产生的现金流量净额为 8.04 亿元，同比+92.84%；EPS（基本）0.33 元。业绩符合市场预期。

点评：

多因素致短期业绩承压，火炬项目提升毛利率。4Q24 公司营业收入、归母净利润、扣非归母净利润分别为 61.25/-1.11/-1.11 亿元，同比-4.23%/-152%/-156%。2024 年公司利润端承压，特别是第四季度出现业绩亏损，主要原因系新店数量增加，而新店仍处于业绩成长期和公司计提商誉减值损失所致。1Q25，公司归母净利润同比下滑，主要原因系新店成长期亏损、闭店损失和新增折旧摊销。公司持续深化火炬项目，2024 年销售毛利率为 33.17%，同比+0.62pp；1Q25 销售毛利率为 34.22%，其中门店线下销售毛利率同比+0.7pp。在商品管理方面，通过数智化和垂直管理，1Q25 公司存货周转天数为 92 天，同比减少 13 天；统采销售占比 75.3%，同比上升约 5.8 个百分点；自有品牌自营门店销售额超 9 亿元，销售占比约 23.3%，同比+2.5pp。

聚焦拓展，持续下沉，优化门店布局，加盟业务稳步发展。截至 2024 年底，公司门店网络覆盖 18 个省，聚焦拓展 11 个优势省份，其中市占率第一的省份达到 4 个。截至 2024 年底，公司共拥有门店 15277 家（其中直营门店 9981 家，同比增加 8.7%；加盟门店 5296 家，同比增长 20.5%），其中地级市及以下门店数占比 77%，较年初净增加门店 1703 家（直营净增门店 801 家、加盟净增门店 902 家）。2025 年一季度新增门店 211 家，其中直营门店 24 家，加盟门店 187 家，调整关闭门店 236 家。公司根据市场变化，通过搬迁和关闭亏损店优化布局，提升整体盈利能力。2024 年老店加盟占比 39%，同比+12pp，全年加盟业务实现配送收入约 22.76 亿元。1Q25 老店加盟占比 62%，同比+34pp，实现加盟业务配送收入超 5.8 亿元。

数智化体系深度融合，多元化探索第二曲线。公司持续推进数智化体系建设，通过技术创新与业务深度融合，提升运营效率和实现成本优化。此外，公司丰富新零售业务产品线，提升智能化与大数据应用，快速响应消费者需求。2024 年公司线上渠道销售总额（含加盟）约 24.7 亿元，同比+24%；1Q25 线上渠道销售总额（含加盟）约 7.5 亿元，同比+34%。截至 25 年一季度末，公司 O2O 门店达到 12474 家，24 小时门店增至 665 家，较期初均有所减少。在多元化方面，公司着力提升非药销售占比，探索第二增长曲线。第一，1Q25，公司成功打样 3 家多元化门店，样板门店非药品类销售占比提升 2.8 个百分点。第二，向集团输送多个成功的细分场景品牌，共计 48 个 SKU 单品，铺货 5,800 家门店。

盈利预测、估值与评级：公司作为全国零售药店行业龙头之一，加盟业务较快增长，持续聚焦优势省份，积极拓展下沉市场。近年来公司推动火炬项目，有效提升毛利率，持续推进数智化与创新业务落地，有望实现长期稳健成长。考虑到宏观和市场环境波动，我们下调公司 25-26 年归母净利润预测为 7.02/8.41 亿元（较上次下调 48%/49%），新增 27 年归母净利润预测为 9.55 亿元，同比增长 35%/20%/14%，现价对应 25-27 年 PE 为 20/17/15 倍。考虑到行业监管趋严，价格透明度提高，大型连锁药店将进一步凸显优势，我们维持“买入”评级。

风险提示：医药行业政策风险；加盟店经营不及预期；门店扩张不及预期等。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	22,437	22,358	23,811	25,445	26,797
营业收入增长率	11.21%	-0.36%	6.50%	6.86%	5.32%
归母净利润（百万元）	929	519	702	841	955
归母净利润增长率	18.35%	-44.13%	35.29%	19.80%	13.54%
EPS（元）	1.59	0.68	0.92	1.11	1.26
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.86%	7.89%	10.10%	11.43%	12.23%
P/E	12	27	20	17	15
P/B	1.6	2.2	2.0	1.9	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-05-23（2023 年底总股本为 5.85 亿股，2024 年底因回购、转增等事项总股本变更为 7.60 亿股）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	22,437	22,358	23,811	25,445	26,797
营业成本	15,134	14,942	15,776	16,761	17,590
折旧和摊销	194	238	249	260	269
税金及附加	79	81	86	92	97
销售费用	4,566	4,947	5,269	5,631	5,930
管理费用	1,187	1,258	1,363	1,431	1,507
研发费用	3	2	2	2	2
财务费用	177	173	187	239	229
投资收益	66	3	3	3	3
营业利润	1,398	914	1,169	1,362	1,520
利润总额	1,408	916	1,165	1,356	1,513
所得税	284	231	294	342	381
净利润	1,124	685	872	1,014	1,131
少数股东损益	195	166	169	173	176
归属母公司净利润	929	519	702	841	955
EPS(元)	1.59	0.68	0.92	1.11	1.26

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,730	2,026	917	1,433	1,570
净利润	929	519	702	841	955
折旧摊销	194	238	249	260	269
净营运资金增加	226	347	592	96	40
其他	1,381	922	-627	235	305
投资活动产生现金流	-761	-628	-2,141	-527	-427
净资本支出	-613	-499	-631	-530	-430
长期投资变化	68	85	0	0	0
其他资产变化	-216	-214	-1,509	3	3
融资活动现金流	-2,428	-1,348	987	-759	-1,021
股本变化	0	175	0	0	0
债务净变化	27	597	1,502	-83	-285
无息负债变化	-385	-650	-1,339	521	477
净现金流	-460	50	-237	147	122

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	32.5%	33.2%	33.7%	34.1%	34.4%
EBITDA 率	8.4%	7.8%	7.0%	7.4%	7.6%
EBIT 率	7.0%	5.9%	6.0%	6.3%	6.6%
税前净利润率	6.3%	4.1%	4.9%	5.3%	5.6%
归母净利润率	4.1%	2.3%	2.9%	3.3%	3.6%
ROA	5.3%	3.3%	4.0%	4.5%	4.8%
ROE (摊薄)	13.9%	7.9%	10.1%	11.4%	12.2%
经营性 ROIC	11.8%	9.3%	8.2%	8.9%	9.5%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	66%	66%	65%	64%	62%
流动比率	0.82	0.83	0.76	0.78	0.81
速动比率	0.45	0.50	0.46	0.47	0.49
归母权益/有息债务	1.83	1.55	1.21	1.30	1.45
有形资产/有息债务	3.78	3.19	2.49	2.68	2.94

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	21,231	21,045	21,751	22,766	23,584
货币资金	1,975	2,380	2,143	2,290	2,412
交易性金融资产	2	0	0	0	0
应收账款	2,224	2,340	2,502	2,679	2,827
应收票据	80	76	81	87	91
其他应收款 (合计)	309	265	283	302	318
存货	4,152	3,574	3,736	3,964	4,156
其他流动资产	172	230	230	230	230
流动资产合计	9,130	9,074	9,483	10,095	10,605
其他权益工具	37	36	36	36	36
长期股权投资	68	85	85	85	85
固定资产	1,341	1,366	1,587	1,764	1,884
在建工程	76	108	231	293	310
无形资产	747	842	954	1,063	1,171
商誉	5,836	5,756	5,756	5,756	5,756
其他非流动资产	51	17	19	19	19
非流动资产合计	12,101	11,971	12,268	12,672	12,978
总负债	13,942	13,889	14,051	14,488	14,681
短期借款	800	1,657	4,183	4,039	3,695
应付账款	2,209	2,009	2,121	2,253	2,365
应付票据	4,786	4,546	4,800	5,100	5,352
预收账款	17	18	19	21	22
其他流动负债	19	14	14	14	14
流动负债合计	11,155	10,920	12,556	12,938	13,074
长期借款	1,378	1,397	1,447	1,497	1,547
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	16	13	13	13	13
非流动负债合计	2,787	2,969	1,495	1,550	1,607
股东权益	7,289	7,156	7,700	8,278	8,903
股本	585	760	760	760	760
公积金	2,457	2,272	2,342	2,351	2,351
未分配利润	3,687	3,550	3,870	4,267	4,715
归属母公司权益	6,701	6,581	6,955	7,361	7,809
少数股东权益	588	575	744	917	1,093

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	20.35%	22.13%	22.13%	22.13%	22.13%
管理费用率	5.29%	5.63%	5.73%	5.63%	5.63%
财务费用率	0.79%	0.77%	0.78%	0.94%	0.86%
研发费用率	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
所得税率	20%	25%	25%	25%	25%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.66	0.41	0.57	0.67	0.74
每股经营现金流	4.67	2.67	1.21	1.89	2.07
每股净资产	11.46	8.66	9.15	9.68	10.27
每股销售收入	38.36	29.41	31.33	33.48	35.25

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	12	27	20	17	15
PB	1.6	2.2	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	8.8	12.1	12.6	11.4	10.6
股息率	3.5%	2.2%	3.1%	3.6%	4.0%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP