

603883.SH

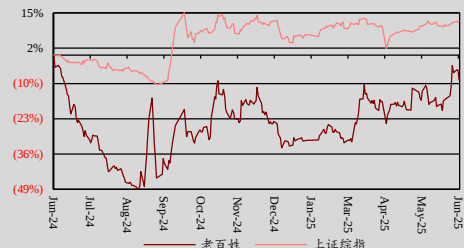
买入

原评级：买入

市场价格：人民币 20.84

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	30.2	4.8	21.3	(37.2)
相对上证综指	25.9	3.0	20.6	(49.6)

发行股数 (百万)	760.10
流通股 (百万)	758.89
总市值 (人民币 百万)	15,840.39
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	580.77
主要股东持股比例	
老百姓医药集团有限公司	26.12%

资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2025 年 6 月 11 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

医药生物：医药商业

证券分析师：刘恩阳

enyang.liu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300523090004

老百姓

利润短期承压，期待 25 年表现

公司公布 24 年年报及 25 年一季报，2024 年公司实现营收 223.58 亿元，同比减少 0.36%；利润总额为 9.16 亿元，同比减少 34.94%；实现归母净利润 5.19 亿元，同比减少 44.13%。25 年一季度公司实现营收 54.35 亿元，同比减少 1.88%；利润总额为 3.66 亿元，同比减少 20.49%；实现归母净利润 2.51 亿元，同比减少 21.98%。虽然公司短期利润承压，但随着公司加盟业务及火炬项目的不断推进，后续公司盈利能力有望持续提升，我们看好公司未来的发展情况，维持买入评级。

支撑评级的要点

- **收入基本稳定，利润短期承压。**24 年公司收入端基本维持稳定，利润端短期承压，主要原因是 24 年新店数量增加，新店仍处于业绩成长期，导致公司费用端有所增加，除此之外，24 年公司计提商誉减值损失 1.08 亿元，也进一步影响到公司的利润水平。费用方面，公司 24 年销售费用率为 22.13%，较去年同期提高 1.78 个百分点；管理费用率为 5.63%，较去年同期提高 0.34 个百分点。整体费用水平略微增长，我们预计随着公司新店盈利能力的增加，公司费用水平有望逐步降低。
- **加盟门店快速增长，存量药店快速布局。**截至 2025 年一季度末，公司销售网络已覆盖全国 18 个省级市场、150 余个地级市及以上城市，拥有门店 15252 家，其中直营门店 9844 家，加盟门店 5408 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，公司加盟业务加速布局存量市场，重点招商老店转加盟和项目加盟。2025 年一季度老店加盟占比 62%，同比增长 34 个百分点。2025 年一季度公司加盟业务实现配送收入超 5.8 亿元，后续随着公司对加盟药店的分级管理以及信息赋能，加盟业务后续值得关注。
- **火炬项目持续提高盈利能力，积极探索第二成长曲线。**公司持续深化火炬项目，全面推进商采系统及关键业务流程革新。2025 年第一季度实现毛利率 34.22%，其中门店线下销售毛利率同比增长 0.70 个百分点，盈利能力提高初见成效。公司继续多元化项目探索，着力提升非药销售占比，通过打造新品类，精选 SKU 开展试点，塑造新形象，借助移动互联网技术探索线上社群触达交互新模式等方式进一步提高公司的第二增长曲线，随着火炬项目及新业务的逐步推进，我们看好公司的未来发展情况。

估值

- 由于公司新增门店处于成长阶段，且经营情况受到加盟、闭店等因素的影响，我们对公司的盈利预测进行调整，预计 25-27 年公司归母净利润为 6.91/10.00/11.47 亿元(原 25-26 年归母净利润预测为 13.49/16.15 亿元)，对应 EPS 为 0.91/1.32/1.51 元，截至 2025 年 6 月 11 日收盘价，公司股价对应估值为 22.9/15.8/13.8 倍，虽然公司短期利润承压，但随着公司加盟业务及火炬项目的不断推进，后续公司盈利能力有望持续提升，我们看好公司未来的发展情况，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 公司新店情况盈利进展不及预期；公司火炬项目推进不及预期。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入(人民币 百万)	22,437	22,358	25,294	27,316	29,208
增长率(%)	11.2	(0.4)	13.1	8.0	6.9
EBITDA(人民币 百万)	2,901	2,667	3,247	4,193	3,194
归母净利润(人民币 百万)	929	519	691	1,000	1,147
增长率(%)	18.4	(44.1)	33.1	44.7	14.7
最新股本摊薄每股收益(人民币)	1.22	0.68	0.91	1.32	1.51
原股本摊薄每股收益(人民币)			1.77	2.12	
调整幅度(%)			(48.8)	(38.1)	
市盈率(倍)	17.1	30.5	22.9	15.8	13.8
市净率(倍)	2.4	2.4	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA(倍)	7.1	5.9	4.6	3.5	3.2
每股股息(人民币)	0.5	0.1	0.1	0.2	0.2
股息率(%)	1.7	0.5	0.5	0.7	0.8

资料来源：公司公告，中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	22,437	22,358	25,294	27,316	29,208
营业收入	22,437	22,358	25,294	27,316	29,208
营业成本	15,134	14,942	17,155	18,302	19,511
营业税金及附加	79	81	83	90	96
销售费用	4,566	4,947	5,691	6,010	6,426
管理费用	1,187	1,258	1,265	1,366	1,460
研发费用	3	2	2	2	3
财务费用	177	173	139	102	80
其他收益	70	78	46	27	57
资产减值损失	(23)	(111)	0	0	0
信用减值损失	(10)	(6)	(7)	(8)	(7)
资产处置收益	6	(5)	9	9	9
公允价值变动收益	(2)	0	0	0	0
投资收益	66	3	17	17	17
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	1,398	914	1,023	1,489	1,708
营业外收入	18	14	19	15	15
营业外支出	8	12	14	16	16
利润总额	1,408	916	1,028	1,488	1,707
所得税	284	231	205	296	340
净利润	1,124	685	824	1,192	1,367
少数股东损益	195	166	133	192	220
归母净利润	929	519	691	1,000	1,147
EBITDA	2,901	2,667	3,247	4,193	3,194
EPS(最新股本摊薄, 元)	1.22	0.68	0.91	1.32	1.51

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	9,130	9,074	13,614	14,671	20,026
货币资金	1,975	2,380	6,253	7,019	11,680
应收账款	2,224	2,340	1,735	2,666	2,039
应收票据	80	76	101	90	114
存货	4,152	3,574	4,670	4,125	5,251
预付账款	183	170	235	198	264
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	516	533	620	573	678
非流动资产	12,101	11,971	10,823	9,186	8,805
长期投资	111	133	133	133	133
固定资产	1,341	1,366	1,243	1,093	929
无形资产	747	842	779	715	652
其他长期资产	9,902	9,631	8,667	7,244	7,091
资产合计	21,231	21,045	24,437	23,857	28,831
流动负债	11,155	10,920	13,701	11,843	15,435
短期借款	800	1,657	1,000	1,200	1,400
应付账款	2,209	2,009	2,834	2,333	3,175
其他流动负债	8,146	7,254	9,867	8,310	10,860
非流动负债	2,787	2,969	3,066	3,269	3,417
长期借款	1,378	1,397	1,500	1,700	1,850
其他长期负债	1,409	1,572	1,566	1,569	1,567
负债合计	13,942	13,889	16,767	15,112	18,853
股本	585	760	760	760	760
少数股东权益	588	575	708	900	1,120
归属母公司股东权益	6,701	6,581	6,963	7,846	8,858
负债和股东权益合计	21,231	21,045	24,437	23,857	28,831

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,124	685	824	1,192	1,367
折旧摊销	1,465	1,657	2,157	2,655	1,490
营运资金变动	(20)	(349)	2,629	(2,278)	2,663
其他	161	34	115	75	54
经营活动现金流	2,730	2,026	5,724	1,644	5,574
资本支出	(621)	(508)	(1,015)	(1,015)	(1,110)
投资变动	369	(12)	0	0	0
其他	(509)	(108)	26	26	26
投资活动现金流	(761)	(628)	(989)	(989)	(1,084)
银行借款	(166)	876	(554)	400	350
股权融资	(1,824)	(1,922)	(309)	(117)	(134)
其他	(437)	(303)	1	(172)	(45)
筹资活动现金流	(2,428)	(1,348)	(862)	111	171
净现金流	(459)	50	3,873	766	4,661

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入增长率(%)	11.2	(0.4)	13.1	8.0	6.9
营业利润增长率(%)	15.9	(34.7)	12.0	45.5	14.7
归属于母公司净利润增长率(%)	18.4	(44.1)	33.1	44.7	14.7
息税前利润增长率(%)	6.0	(29.6)	8.0	41.1	10.8
息税折旧前利润增长率(%)	8.3	(8.1)	21.8	29.1	(23.8)
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	18.4	(44.1)	33.1	44.7	14.7
获利能力					
息税前利润率(%)	6.4	4.5	4.3	5.6	5.8
营业利润率(%)	6.2	4.1	4.0	5.5	5.8
毛利率(%)	32.5	33.2	32.2	33.0	33.2
归母净利润率(%)	4.1	2.3	2.7	3.7	3.9
ROE(%)	13.9	7.9	9.9	12.7	12.9
ROIC(%)	9.3	5.8	6.7	8.5	8.5
偿债能力					
资产负债率	0.7	0.7	0.7	0.6	0.7
净负债权益比	0.4	0.5	(0.1)	(0.2)	(0.6)
流动比率	0.8	0.8	1.0	1.2	1.3
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	10.4	9.8	12.4	12.4	12.4
应付账款周转率	9.8	10.6	10.4	10.6	10.6
费用率					
销售费用率(%)	20.4	22.1	22.5	22.0	22.0
管理费用率(%)	5.3	5.6	5.0	5.0	5.0
研发费用率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用率(%)	0.8	0.8	0.5	0.4	0.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.2	0.7	0.9	1.3	1.5
每股经营现金流(最新摊薄)	3.6	2.7	7.5	2.2	7.3
每股净资产(最新摊薄)	8.8	8.7	9.2	10.3	11.7
每股股息	0.5	0.1	0.1	0.2	0.2
估值比率					
P/E(最新摊薄)	17.1	30.5	22.9	15.8	13.8
P/B(最新摊薄)	2.4	2.4	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	7.1	5.9	4.6	3.5	3.2
价格/现金流(倍)	5.8	7.8	2.8	9.6	2.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371