

# 药品零售业务承压，区域深耕与新零售布局成效显著

## 老百姓(603883)

### 事件概述

2025H1 公司实现营收 107.7 亿元 (yoy-1.5%)，归母净利润 4.0 亿元 (yoy -20.9%)，扣非归母净利润 3.8 亿元 (yoy -20.9%)。单 Q2 营收 53.4 亿元 (yoy-1.1%)，归母净利润 1.5 亿元 (yoy-18.9%)，扣非归母净利润 1.4 亿元 (yoy-19.6%)。

盈利能力方面，2025H1 公司毛利率 33.1% (-1.2pcts)，下滑系新零售业务销售占比增加，归母净利率 3.7% (-0.9pcts)，扣非归母净利率 3.5% (-0.9pcts)；单 Q2 毛利率 31.9% (-1.5pcts)，归母净利率 2.8% (-0.6pcts)，扣非归母净利率 2.6% (-0.6pcts)。

费用率方面，2025H1 公司销售费用率 21.9% (+0.1pcts)，管理费用率 4.6% (-0.3pcts)，研发费用率 0.3% (+0.3pcts)。

### 门店扩张加速，线上销售增长显著

截止 2025H1，公司全国门店总数达 15,385 家 (直营 9,784 家，加盟 5,601 家)，较期初净增 108 家，其中加盟门店净增 305 家成为扩张主力，形成直营、加盟、联盟多模式协同的立体网络。医药零售业务呈现季度性改善，Q2 收入同比增速转正至 0.20%，较 Q1 显著回升 (-4.62%)。公司“门诊慢特病”定点资格的门店达到 1,729 家，占直营门店数量的 17.67%；具有双通道资格的门店达到 328 家。公司在全国 14 省、55 个城市布局 176 家 DTP 药房。

2025H1 公司线上渠道销售总额 (含加盟) 约为 14.9 亿元，同比增长 32%；公司 O2O 外卖服务门店达 12,480 家，24 小时门店达 665 家。O2O 与 B2C 销售额分别位列市场第四与第三，展现出公司在新零售领域的执行力和市场竞争力，同时通过加盟与联盟模式获取配送差价、加盟费等多元利润来源。

### 自有品牌持续创新，夯实性价比

公司自有品牌持续创新，通过品类结构优化，去冗存精，聚焦优势单品。同时持续夯实性价比，严控产品质量，优化消费者体验，提升产品竞争力。2025H1 自有品牌自营门店销售额 (不含 DTP) 17.6 亿元，销售占比约 23% (+1.5pcts)。

### 评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价格:	
最新收盘价:	18.64
股票代码:	603883
52 周最高价/最低价:	22.97/11.9
总市值(亿)	141.68
自由流通市值(亿)	141.46
自由流通股数(百万)	758.89



分析师：崔文亮  
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120519110002  
联系电话：

分析师：程仲瑶  
邮箱：chengzy@hx168.com.cn  
SAC NO：S1120523120001  
联系电话：

### 相关研究

- 【华西医药】老百姓 (603883.S H) 三季报点评：Q3 业绩增长加速，全年业绩高速增长可期  
2022.11.02
- 【华西医药】老百姓 (603883.SH) 深度报告：全国化布局领先的连锁药店企业，稳扎稳打强化区域优势

## 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 224.3、237.1、251.7 亿元，对应增速分别为 0.3%、5.7%、6.2%；归母净利润为 6.9、7.5、8.5 亿元，对应增速分别为 33.3%、9.0%、12.5%，EPS 为 0.91、0.99、1.12 元，对应 2025 年 8 月 26 日 18.64 元/股收盘价，PE 分别为 20/19/17X；维持“买入”评级。

## 风险提示

行业竞争加剧风险；医保政策风险；销售不及预期风险。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22,437	22,358	22,426	23,712	25,172
YoY (%)	11.2%	-0.4%	0.3%	5.7%	6.2%
归母净利润(百万元)	929	519	692	754	849
YoY (%)	18.4%	-44.1%	33.3%	9.0%	12.5%
毛利率 (%)	32.5%	33.2%	32.6%	32.9%	33.1%
每股收益 (元)	1.23	0.68	0.91	0.99	1.12
ROE	13.9%	7.9%	9.8%	9.9%	10.4%
市盈率	15.15	27.41	20.47	18.79	16.70

资料来源：wind，华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	22,358	22,426	23,712	25,172	净利润	685	878	961	1,086
YoY (%)	-0.4%	0.3%	5.7%	6.2%	折旧和摊销	1,657	1,730	1,284	331
营业成本	14,942	15,125	15,912	16,838	营运资金变动	-584	188	48	89
营业税金及附加	81	77	83	88	经营活动现金流	2,026	2,969	2,466	1,681
销售费用	4,947	4,725	5,051	5,377	资本开支	-499	-1,135	-388	-690
管理费用	1,258	1,301	1,375	1,435	投资	-129	0	-406	-400
财务费用	173	168	148	129	投资活动现金流	-628	-1,113	-767	-1,065
研发费用	2	2	2	2	股权募资	3	0	0	0
资产减值损失	-111	0	0	0	债务募资	912	-111	0	0
投资收益	3	27	27	25	筹资活动现金流	-1,348	-526	-430	-458
营业利润	914	1,128	1,244	1,410	现金净流量	50	1,330	1,269	158
营业外收支	2	5	5	4					
利润总额	916	1,133	1,249	1,415	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
所得税	231	255	288	329	<b>成长能力</b>				
净利润	685	878	961	1,086	营业收入增长率	-0.4%	0.3%	5.7%	6.2%
归属于母公司净利润	519	692	754	849	净利润增长率	-44.1%	33.3%	9.0%	12.5%
YoY (%)	-44.1%	33.3%	9.0%	12.5%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.68	0.91	0.99	1.12	毛利率	33.2%	32.6%	32.9%	33.1%
					净利率	2.3%	3.1%	3.2%	3.4%
					总资产收益率 ROA	3.2%	4.1%	4.2%	4.5%
					净资产收益率 ROE	7.9%	9.8%	9.9%	10.4%
					<b>偿债能力</b>				
					流动比率	0.83	0.95	1.09	1.12
					速动比率	<b>0.46</b>	<b>0.56</b>	<b>0.70</b>	<b>0.73</b>
					现金比率	0.22	0.33	0.43	0.42
					资产负债率	66.0%	64.7%	63.2%	61.8%
					<b>经营效率</b>				
					总资产周转率	1.06	1.04	1.04	1.05
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.68	0.91	0.99	1.12
					每股净资产	8.66	9.29	9.99	10.77
					每股经营现金流	2.67	3.91	3.24	2.21
					每股股利	0.41	0.27	0.30	0.33
					<b>估值分析</b>				
					PE	27.41	20.47	18.79	16.70
					PB	1.89	2.01	1.87	1.73

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。