

老百姓 (603883)

2025 年中报点评：业绩逐季改善，门店布局网络持续优化

买入（维持）

2025 年 08 月 28 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 冉胜男

执业证书：S0600522090008

ranshn@dwzq.com.cn

证券分析师 苏丰

执业证书：S0600525040005

suf@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	22,437	22,358	23,041	25,226	27,712
同比（%）	11.21	(0.36)	3.06	9.48	9.86
归母净利润（百万元）	929.02	519.06	753.67	868.09	1,002.50
同比（%）	18.35	(44.13)	45.20	15.18	15.48
EPS-最新摊薄（元/股）	1.22	0.68	0.99	1.14	1.32
P/E（现价&最新摊薄）	14.87	26.62	18.34	15.92	13.78

投资要点

- **事件：**公司发布 2025 年半年报，2025H1 实现营收 107.74 亿元（-1.51%，同比，下同），归母净利润 3.98 亿元（-20.86%），扣非归母净利润 3.81 亿元（-20.89%）。单 25Q2 实现营收 53.39 亿元（-1.14%），归母净利润 1.47 亿元（-18.86%），扣非归母净利润 1.38 亿元（-19.63%）。
- **线上线下零售毛利率提高。**分行业看，公司 2025H1 零售业务实现营收 88.15 亿元（-2.30%），毛利率 37.34%（-1.07pp），毛利率下滑系线上业务收入占比上升，其中线下零售业务毛利率同比+0.1pp，线上零售业务毛利率同比+0.28pp；加盟业务营收 18.60 亿元（+1.16%），毛利率 12.85%（-0.48pp）。分产品看，公司 2025H1 中西成药实现营收 87.22 亿元（-0.71%），毛利率 30.70%（-1.75pp）；中药营收 7.48 亿元（-4.25%），毛利率 48.71%（+2.98pp）；非药营收 13.05 亿元（-5.07%），毛利率 40.01%（+0.24pp）。
- **门店网络持续优化，加盟及联盟业务稳健增长。**截至 2025H1，公司全国门店 15385 家（地级市及以下门店占比 77%），其中直营门店 9784 家，加盟门店 5601 家。2025H1 新增门店 504 家（地级市及以下门店占比 87%，优势省份及重点城市门店占比 87%），其中直营 47 家，加盟 457 家，调整及关闭门店 396 家。公司重点布局老店转加盟和项目加盟，2025H1 老店加盟占比 71%（+41.8%）。此外联盟业务持续增长，截至 2025H1 公司联盟企业零售总规模 320+亿元，联盟店数 22000+家，上半年联盟业务配送销售额 2.29 亿元，同比增长 28.4%。
- **商采数智化与垂直管理，降本增效成果显著。**2025H1 公司以商品管理数智化与垂直化为引擎，全面提升供应链效率与商品力。第一，公司深化渠道整合，以统一采购和垂直管理提升统采占比，2025H1 公司统采销售占比 75.2%，同比上升约 4.8 个百分点。第二，运用大数据实时监控库存、预测需求，优化物流及供应商关系，2025H1 公司存货周转天数为 89 天，同比减少 13 天。第三，通过精简经销环节、整合市场渠道，与品牌方共建共享优质资源等方式，实现降本增效。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司自建门店拓展速度放缓，我们将公司 2025-2027 年归母净利润由 9.31/10.92/12.56 亿元调整至 7.54/8.68/10.03 亿元，对应当前市值的 PE 为 18/16/14X。公司加盟业务持续扩张，且降本增效成果显著，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧的风险，门店扩张或不及预期的风险，加盟店发展或不及预期的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.02
一年最低/最高价	11.91/22.97
市净率(倍)	2.03
流通 A 股市值(百万元)	13,675.20
总市值(百万元)	13,696.92

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.86
资产负债率(% ,LF)	64.53
总股本(百万股)	760.10
流通 A 股(百万股)	758.89

相关研究

- 《老百姓(603883)：2024 年年报及 2025 年一季报点评：2024 年火炬项目提利显成效，扩张持续深耕优势市场》
2025-05-06
- 《老百姓(603883)：2024 年三季报点评：利润受新店爬坡及基数影响短期承压，火炬项目持续提利》
2024-11-01

老百姓三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	9,074	10,440	12,385	14,532	营业总收入	22,358	23,041	25,226	27,712
货币资金及交易性金融资产	2,380	3,570	4,938	6,322	营业成本(含金融类)	14,942	15,368	16,750	18,373
经营性应收款项	2,602	2,658	2,912	3,203	税金及附加	81	71	78	86
存货	3,574	3,628	3,938	4,331	销售费用	4,947	4,839	5,348	5,875
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,258	1,382	1,514	1,663
其他流动资产	518	583	597	677	研发费用	2	2	2	2
非流动资产	11,971	11,779	11,664	11,645	财务费用	173	211	199	186
长期股权投资	85	114	142	171	加:其他收益	78	46	50	55
固定资产及使用权资产	3,868	3,163	2,444	1,711	投资净收益	3	23	25	28
在建工程	108	158	218	288	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	842	906	970	1,033	减值损失	(117)	(55)	(50)	(40)
商誉	5,756	6,156	6,656	7,256	资产处置收益	(5)	(5)	(5)	(6)
长期待摊费用	734	737	720	703	营业利润	914	1,176	1,355	1,565
其他非流动资产	578	546	514	483	营业外净收支	2	1	1	2
资产总计	21,045	22,219	24,049	26,177	利润总额	916	1,178	1,356	1,566
流动负债	10,920	11,152	11,897	12,771	减:所得税	231	236	271	313
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,861	2,861	2,861	2,861	净利润	685	942	1,085	1,253
经营性应付款项	6,574	6,763	7,371	8,086	减:少数股东损益	166	188	217	251
合同负债	195	201	219	240	归属母公司净利润	519	754	868	1,002
其他流动负债	1,290	1,326	1,445	1,584	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.68	0.99	1.14	1.32
非流动负债	2,969	2,969	2,969	2,969	EBIT	1,197	1,378	1,534	1,713
长期借款	1,397	1,397	1,397	1,397	EBITDA	2,854	3,219	3,388	3,581
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.17	33.30	33.60	33.70
租赁负债	1,523	1,523	1,523	1,523	归母净利率(%)	2.32	3.27	3.44	3.62
其他非流动负债	50	50	50	50	收入增长率(%)	(0.36)	3.06	9.48	9.86
负债合计	13,889	14,121	14,866	15,741	归母净利润增长率(%)	(44.13)	45.20	15.18	15.48
归属母公司股东权益	6,581	7,335	8,203	9,205					
少数股东权益	575	764	981	1,231					
所有者权益合计	7,156	8,098	9,183	10,436					
负债和股东权益	21,045	22,219	24,049	26,177					

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	2,026	3,055	3,320	3,444	每股净资产(元)	8.66	9.65	10.79	12.11
投资活动现金流	(628)	(1,629)	(1,717)	(1,825)	最新发行在外股份(百万股)	760	760	760	760
筹资活动现金流	(1,348)	(235)	(235)	(235)	ROIC(%)	7.09	8.22	8.51	8.79
现金净增加额	50	1,190	1,368	1,384	ROE-摊薄(%)	7.89	10.28	10.58	10.89
折旧和摊销	1,657	1,840	1,854	1,868	资产负债率(%)	66.00	63.55	61.82	60.13
资本开支	(499)	(1,652)	(1,762)	(1,873)	P/E (现价&最新股本摊薄)	26.62	18.34	15.92	13.78
营运资本变动	(584)	2	117	72	P/B (现价)	2.10	1.88	1.68	1.50

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>