

降本增效持续推进， 看好下半年增速环比改善

核心观点

8月25日，公司发布2025年半年度业绩报告，实现营业收入107.74亿元，同比下降1.5%，实现归母净利润3.98亿元，同比下降20.9%，实现扣非归母净利润3.81亿元，同比下降20.9%，实现基本每股收益0.52元，业绩符合我们此前预期。展望25H2，公司门店结构持续优化，火炬项目稳步落地，零售板块毛利率有望持续改善，同时公司持续落地降本增效举措，考虑到公司下半年业绩基数较低，我们看好公司利润增速加速恢复。

事件

公司发布2025年半年度业绩报告，业绩符合我们预期

8月25日，公司发布2025年半年报，2025年上半年实现营业收入、归母净利润及扣非归母净利润分别为107.74亿元、3.98亿元及3.81亿元，分别同比下降1.51%、20.86%及20.89%，业绩符合我们预期。

简评

结构调整影响毛利率，降本增效持续推进

2025年上半年，公司营业收入同比下降1.51%，归母净利润同比下降20.86%，扣非归母净利润同比下降20.89%，25Q2，公司实现营业收入53.39亿元，同比下降1.14%；归母净利润1.47

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	22437	22358	23032	25262	27916
YOY(%)	11.2	-0.4	3.0	9.7	10.5
净利润(百万元)	929	519	697	801	922
YOY(%)	18.4	-44.1	34.2	15.0	15.1
毛利率(%)	32.5	33.2	33.1	32.9	32.9
净利率(%)	5.0	3.1	3.8	4.0	4.1
ROE(%)	13.9	7.9	10.0	10.9	11.7
EPS(摊薄/元)	1.22	0.68	0.92	1.05	1.21
P/E(倍)	14.6	26.2	19.5	17.0	14.7
P/B(倍)	2.0	2.1	2.0	1.8	1.7

资料来源: iFinD, 中信建投证券

老百姓(603883.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

袁全

yuanquan@csc.com.cn

010-56135332

SAC 编号:S1440523070006

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

010-56135334

SAC 编号:S1440525070009

发布日期: 2025年09月05日

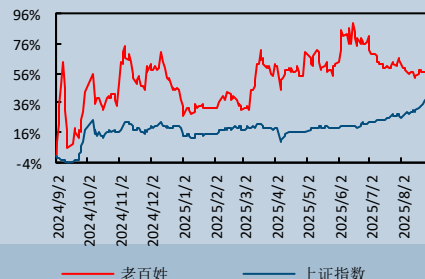
当前股价: 17.89元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

	1个月	3个月	12个月
	-8.26/-16.72	-7.02/-22.79	32.52/-3.84
12月最高/最低价(元)			22.52/12.24
总股本(万股)			76,009.56
流通A股(万股)			75,889.02
总市值(亿元)			135.98
流通市值(亿元)			135.77
近3月日均成交量(万)			2604.20
主要股东			
老百姓医药集团有限公司			23.74%

股价表现



亿元，同比下降 18.86%；扣非归母净利润 1.38 亿元，同比下降 19.63%。单二季度收入下降，但环比一季度降幅收窄，主要由于：1) 零售板块逐步恢复，单二季度收入同比增长 0.2%，较一季度下降 4.62% 环比改善；2) 新零售板块加速增长。利润端降幅较大主要由于：1) 线上业务增速较快，但毛利率水平较低，导致整体毛利率水平下行；2) 研发费用同比增加；但公司持续推进降本增效，单二季度管理费用率同比下降 1.09pct，财务费用率同比下降 0.26pct。

门店结构继续优化，下沉市场持续布局

2025 年上半年，公司持续优化门店布局，2025 年上半年，公司新增门店 504 家，调整及关闭门店 396 家，公司门店数量净增加 108 家达到 15385 家；其中直营门店新增 47 家，闭店 244 家，直营门店净减少 197 家为 9784 家，单二季度，公司直营门店净减少 60 家，门店结构调整回归正常轨道；加盟门店新增 457 家，闭店 152 家，加盟门店净增加 305 家为 5601 家。此外，公司上半年新增门店中，优势省份及重点城市新增直营门店占比 87%，地级市及以下门店占比为 87%，持续加密优势地区及下沉市场。我们认为，下沉市场人口老龄化水平较高，慢病用药需求旺盛，而且具有低租金、低人工成本等优势，综合盈利能力或不弱于省会级市场，随着公司门店结构持续优化，未来放量空间相对较大。

表 1：老百姓直营门店扩张梳理

地区	2022	2023	2024	2025H1
华中区域	2816	3290	3532	3479
华南区域	461	521	549	544
华北区域	1189	1384	1513	1495
华东区域	2117	2689	2901	2809
西北区域	1066	1296	1486	1457
合计	7649	9180	9981	9784

资料来源：公司公告，中信建投证券 注：2023 年调整了口径

持续提升门店专业能力，线上业务加速发展

专业化门店数量提升，积极承接处方外流。2025 年上半年，公司持续加强门店专业化能力建设，截止 2025 年 6 月底，公司拥有“门诊慢特病”定点资格门店 1729 家，双通道门店 328 家，DTP 门店 176 家。截至 25 年 6 月底，公司门诊统筹门店数量达到 5471 家，其中直营门店 4141 家，占直营门店总数的 42.32%。同时，公司积极开展乳腺癌、皮肤病、白血病、肺癌、血友病等病种关爱，全力满足慢病重症患者专业化用药需求，截至 6 月底，公司慢病管理服务累计建档超 2051 万人，会员总数达到 10419 万人，用户粘性 & 需求稳固。我们认为，现阶段行业合规性要求较强，处方端进展速度或将较慢，但随着行业回归正常发展阶段，公司专业化门店在处方外流大趋势下有望优先吸引并固化增量客流。

线上业务加速贡献收入，火炬项目优化线下零售毛利率。2025 年上半年，公司积极丰富新零售业务产品线，线上渠道销售总额（含加盟）约为 14.9 亿元，同比增长 32%，且毛利率同比增长 0.28 个百分点，贡献较多收入及毛利额增量。同时，公司稳步实施火炬项目落地，2025 年上半年，公司线下零售业务毛利率在行业承压及较高基础上再同比提升 0.1 个百分点。此外，公司积极优化供应链体系，25H1，公司统采销售占比 75.2%，较去年同期上升 4.8 个百分点；自有品牌自营门店销售额达到 17.6 亿元，销售占比 23%，较去年同期增加 1.5 个百分点。我们认为，公司线上业务加速增长，在构建品牌力的同时贡献收入及毛利额，火炬项目及营采体系优化

持续优化线下零售毛利率，线下销售毛利率仍有提升空间。

加盟、联盟稳步落地，持续整合行业资源

近年来，公司积极推动老店转加盟和项目加盟模式，25H1 老店加盟占比 71%，同比增长 41.8 个百分点，上半年加盟业务实现配送收入约 12 亿元，同时，公司联盟企业零售总规模 320+亿元，联盟门店数达到 22000+家，其中公司参股合作企业 154 家，对应零售规模 99 亿元，门店数 8963 家。上半年，公司联盟业务实现配送销售额 2.29 亿元，同比增长 28.4%。我们认为，加盟及联盟业务均有望充分发挥公司现有优势，在降低公司运营成本的同时贡献更多额外利润。

经营持续改善，期待利润增速恢复

展望 2025 年下半年，我们认为，公司门店结构持续优化，但规模及影响或将边际减小，公司目前拥有门诊统筹门店数量较多，专业化能力较强，有望获取额外增量客流，收入规模有望持续扩大。此外，公司持续推进火炬项目并提升自有品牌占比，门店线下零售毛利率有望进一步改善，考虑到线上业务增速或将较快，公司整体毛利率或将维持相对稳健。25H2，公司仍将继续推进 AI 相关项目落地，优化业务流程并提升客户粘性，同时公司费用率有望随着收入扩大逐步下降，考虑到下半年利润基数较低，公司下半年利润增速或将环比恢复。

业务结构影响毛利率，其余指标相对稳定

2025 年上半年，公司综合毛利率为 33.08%，同比下降 1.24 个百分点，主要由于毛利率更低的线上业务占比提升；销售费用率为 21.88%，同比增长 0.07 个百分点，保持相对稳定；管理费用率为 4.62%，同比下降 0.29 个百分点，控费效果较好；财务费用率为 0.66%，同比下降 0.17 个百分点，控费效果较好。经营活动产生的现金流量净额同比增加 165.92%，主要由于采购支付的现金减少。存货周转天数为 88.52 天，同比下降 13.06 天，主要由于公司优化供应链体系；应收账款周转天数为 36.64 天，同比增长 1.63 天，基本保持稳定；应付账款周转天数为 51.12 天，同比下降 4.68 天，基本保持稳定。其余财务指标基本正常。

盈利预测及投资评级

我们预计公司 2025 - 2027 年实现营业收入分别为 230.32 亿元、252.62 亿元和 279.16 亿元，分别同比增长 3.0%、9.7% 和 10.5%，归母净利润分别为 6.97 亿元、8.01 亿元和 9.22 亿元，分别同比增长 34.2%、15.0% 和 15.1%，折合 EPS 分别为 0.92 元/股、1.05 元/股和 1.21 元/股，分别对应估值 19.5X、17.0X 和 14.7X，维持买入评级。

风险分析

1) 行业政策变动风险：倘若国家或地方在医疗体制改革的过程中出台有利医疗机构药品销售的措施或限制零售药店行业发展的政策，对公司经营或有不利影响；2) 市场竞争加剧：行业集中度逐渐提高，竞争或将日趋激烈，可能对公司经营造成不利影响；3) 规模扩张进度不达预期：倘若门店规模扩张不及预期，公司长期业绩增长潜力可能无法释放，或对公司长期业绩增长存在不利影响；4) 并购门店整合不达预期：对于已并购项目，若公司在后续业务整合、人员整合、绩效提升等方面达不到预期，则可能影响公司经营业绩；5) 商誉减值计提：公司并购资产存在一定规模商誉，若后续经营不及预期，或存在减值风险，影响利润增长。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO 等细分领域。2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要负责全球视野研究、中药、医美板块。

沈兴熙

医药行业分析师，武汉大学健康经济学硕士，2023 年加入中信建投证券研究发展部医药团队，主要覆盖基因检测、药店、医药流通、中药及商保板块。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，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证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内 容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内 容。违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610） 56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621） 6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755） 8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852） 3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk