

## 公司研究

## 经营提质增效，业绩拐点已现

——老百姓（603883.SH）2025 年年报和 2026 年一季报点评

## 买入（维持）

当前价：13.83 元

## 作者

分析师：黄素青

执业证书编号：S0930521080001

021-52523570

huangsuqing@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	7.59
总市值(亿元)	104.95
一年最低/最高(元)	12.80/22.69
近3月换手率	55.92%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.44	-13.39	-55.47
绝对	1.92	-9.55	-27.58

资料来源：Wind

## 要点

## 事件：

1) 公司发布 2025 年报，实现营业收入 222.37 亿元，同比-0.54%；归母净利润 3.82 亿元，同比-26.44%；扣非归母净利润 3.47 亿元，同比-30.15%；经营性净现金流 31.43 亿元，同比+55.08%；EPS（基本）0.50 元。公司拟向全体股东每股派发现金红利 0.27 元（含税），25 年度现金分红总额占归母净利润比例为 81.48%。

2) 公司发布 2026 年一季报，实现营业收入 54.81 亿元，同比+0.85%；归母净利润 2.64 亿元，同比 5.27%；扣非归母净利润 2.60 亿元，同比+6.98%；经营性净现金流 8.59 亿元，同比+6.76%；EPS（基本）0.35 元。

## 点评：

**利润端修复趋势确立，费用管控成效显著：**25Q1-26Q1，公司单季度营业收入分别为 54.35/53.39/52.96/61.66/54.81 亿元，同比-1.88%/-1.14%/+0.07%/+0.66%/+0.85%；归母净利润+2.51/+1.47/+1.31/-1.47/+2.64 亿元，同比-21.98%/-18.86%/+2.62%/亏损扩大/+5.27%。2025 年公司收入基本同比持平，归母净利润下滑幅度较大主要系计提商誉和土地减值影响，剔除该影响后归母净利润同比下降 1.0%。26Q1 业绩延续向好修复趋势，利润端实现中高个位数增长。利润修复主要得益于公司“刀刃向内”的变革转型：1) 毛利率方面，25 年整体毛利率为 32.30%（同比-0.87pp），主要系 DTP（新特药）及线上零售销售增长较快导致低毛利率板块收入占比增加，剔除 DTP 和线上零售，线下零售毛利率同比+0.6pp；26Q1 毛利率回升至 33.51%，主要系公司优化商品结构、强化自有品牌（26Q1 自有品牌自营门店销售占比约 24.4%，同比+1.1pp）和统采占比（26Q1 统采销售占比 76.8%，同比+1.5pp）。2) 费用端管控效果显著，25 年销售费用率同比-1.00pp 至 21.13%，26Q1 同比-0.92pp 至 20.76%，体现了公司在关闭亏损店、精细化运营和数字化赋能方面的降本增效成果。

**门店结构优化，加盟与新零售驱动增长，运营能力持续提升：**公司战略从规模扩张转向存量优化和高质量增长。2025 年末，公司拥有门店 14,975 家，较年初净减少 302 家，主要为关闭或搬迁亏损直营店，门店经营质量有所提升，其中直营门店 9,732 家（较年初净减少 249 家），加盟门店 5,243 家（较年初净减少 53 家）。截至 26Q1 末，公司拥有门店 15,001 家，较年初净增加 26 家，其中直营 9,622 家（较年初净减少 110 家），加盟 5,379 家（较年初净增加 136 家），加盟店成为门店网络扩张的主要动力，尤其是在成本更低的县域乡镇下沉市场。专业药房是承接处方外流的重要抓手，截至 26Q1 末，公司拥有“门诊慢特病”定点门店 1,745 家，双通道门店 318 家，并与超过 270 家国内外药企建立深度合作，围绕创新肿瘤药、自免药物、代谢及慢病特药等品类，开展 DTP 专业药房运营合作，专业服务能力持续巩固。公司新零售服务体系持续升级，线上业务实现快速增长。2025 年公司线上渠道销售总额（含加盟）突破 31.2 亿元，同比+26.3%。此外，公司库存与现金流管控项目效果显著，2025 年全量商品断货率同比-0.6pp，存货周转天数同比-6.7 天至 86.4 天，应收账款周转天数同比-0.7 天至 36.0 天。

**盈利预测、估值与评级：**考虑到公司仍处于收入结构调整期，下调 2026-2027 年归母净利润预测为 6.28/7.03 亿元（较上次分别下调 25%/26%），新增 2028 年归母净利润预测为 8.02 亿元，同比+64%/12%/14%，现价对应 PE 分别为 17/15/13 倍。考虑到公司正处于经营拐点，通过优化门店结构、加强费用管控、发力加盟与新零售等一系列变革，其盈利能力有望持续修复，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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	22,358	22,237	23,030	23,854	25,287
营业收入增长率	-0.36%	-0.54%	3.57%	3.58%	6.01%
归母净利润（百万元）	519	382	628	703	802
归母净利润增长率	-44.13%	-26.44%	64.38%	12.07%	14.00%
EPS（元）	0.68	0.50	0.83	0.93	1.06
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.89%	5.84%	9.16%	9.93%	10.89%
P/E	20	27	17	15	13
P/B	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-05-07（24 年底总股本为 7.60 亿股，25 年底因回购变更为 7.59 亿股）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	22,358	22,237	23,030	23,854	25,287
营业成本	14,942	15,055	15,670	16,270	17,271
折旧和摊销	238	267	294	301	310
税金及附加	81	78	81	84	89
销售费用	4,947	4,699	4,683	4,779	4,990
管理费用	1,258	1,288	1,334	1,358	1,440
研发费用	2	51	53	55	58
财务费用	173	130	101	91	81
投资收益	3	1	1	1	1
营业利润	914	742	1,109	1,221	1,365
利润总额	916	756	1,105	1,215	1,358
所得税	231	216	315	347	387
净利润	685	540	789	868	970
少数股东损益	166	159	162	165	168
归属母公司净利润	519	382	628	703	802
EPS(元)	0.68	0.50	0.83	0.93	1.06

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	2,026	3,143	856	1,262	1,288
净利润	519	382	628	703	802
折旧摊销	238	267	294	301	310
净营运资金增加	346	-415	292	-37	1
其他	923	2,909	-358	295	175
投资活动产生现金流	-628	-237	-323	-329	-329
净资本支出	-499	-245	-330	-330	-330
长期投资变化	85	81	0	0	0
其他资产变化	-214	-73	7	1	1
融资活动现金流	-1,348	-2,749	-589	-850	-686
股本变化	175	-1	0	0	0
债务净变化	597	-899	-177	-286	-85
无息负债变化	-650	-141	285	294	490
净现金流	50	157	-55	82	272

## 主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	33.2%	32.3%	32.0%	31.8%	31.7%
EBITDA 率	7.8%	8.3%	7.2%	7.4%	7.6%
EBIT 率	5.9%	6.3%	6.0%	6.2%	6.4%
税前净利润率	4.1%	3.4%	4.8%	5.1%	5.4%
归母净利润率	2.3%	1.7%	2.7%	2.9%	3.2%
ROA	3.3%	2.7%	3.9%	4.2%	4.5%
ROE (摊薄)	7.9%	5.8%	9.2%	9.9%	10.9%
经营性 ROIC	9.1%	10.1%	9.5%	10.1%	10.8%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	66%	65%	63%	62%	62%
流动比率	0.83	0.87	0.91	0.94	0.96
速动比率	0.50	0.51	0.54	0.56	0.59
归母权益/有息债务	1.55	1.95	2.15	2.44	2.62
有形资产/有息债务	3.19	3.77	4.12	4.62	5.00

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	21,045	19,845	20,432	20,835	21,690
货币资金	2,380	2,358	2,303	2,385	2,658
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	2,340	2,108	2,183	2,261	2,397
应收票据	76	58	60	62	66
其他应收款 (合计)	265	215	223	231	245
存货	3,574	3,652	3,721	3,787	3,950
其他流动资产	230	270	270	270	270
流动资产合计	9,074	8,831	9,274	9,530	10,151
其他权益工具	36	36	36	36	36
长期股权投资	85	81	81	81	81
固定资产	1,366	1,348	1,295	1,246	1,197
在建工程	108	2	61	106	139
无形资产	842	803	915	1,026	1,134
商誉	5,756	5,613	5,613	5,613	5,613
其他非流动资产	17	9	9	9	9
非流动资产合计	11,971	11,015	11,159	11,305	11,539
总负债	13,889	12,849	12,958	12,966	13,372
短期借款	1,657	697	471	135	0
应付账款	2,009	1,747	1,818	1,888	2,004
应付票据	4,546	5,008	5,213	5,413	5,746
预收账款	18	17	17	18	19
其他流动负债	14	15	15	15	15
流动负债合计	10,920	10,164	10,223	10,181	10,536
长期借款	1,397	1,435	1,485	1,535	1,585
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	13	11	11	11	11
非流动负债合计	2,969	2,685	2,735	2,785	2,835
股东权益	7,156	6,996	7,474	7,869	8,318
股本	760	759	759	759	759
公积金	2,272	2,045	2,074	2,074	2,074
未分配利润	3,550	3,716	4,004	4,233	4,514
归属母公司权益	6,581	6,535	6,852	7,082	7,363
少数股东权益	575	461	622	787	956

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	22.13%	21.13%	20.33%	20.03%	19.73%
管理费用率	5.63%	5.79%	5.79%	5.69%	5.69%
财务费用率	0.77%	0.59%	0.44%	0.38%	0.32%
研发费用率	0.01%	0.23%	0.23%	0.23%	0.23%
所得税率	25%	29%	29%	29%	29%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	0.41	0.41	0.62	0.69	0.77
每股经营现金流	2.67	4.14	1.13	1.66	1.70
每股净资产	8.66	8.61	9.03	9.33	9.70
每股销售收入	29.41	29.30	30.35	31.43	33.32

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	20	27	17	15	13
PB	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	9.9	8.6	8.8	8.2	7.7
股息率	3.0%	3.0%	4.5%	5.0%	5.5%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
<b>基准指数说明：</b>		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

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 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  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼