

转型变革逐步深化， 看好业绩稳步向上

核心观点

4月22日，公司发布2025年年度业绩报告，实现营业收入222.37亿元，同比下降0.54%，实现归母净利润3.82亿元，同比下降26.44%，实现扣非归母净利润3.47亿元，同比下降30.15%，业绩低于我们预期，主要由于商誉和土地减值影响，剔除该影响后，归母净利润为6.20亿元，同比下降1.0%。展望2026年，公司经营质量逐季改善趋势明显，同店增速已转正并持续向好。随着公司持续推进门店优化、深化“性价比”项目与数字化赋能，叠加行业出清带来的集中度提升，我们期待公司业绩增速加速恢复。

事件

公司发布2025年年报及2026年一季报

4月22日，公司发布2025年年度业绩报告，实现营业收入222.37亿元，同比下降0.54%，实现归母净利润3.82亿元，同比下降26.44%，实现扣非归母净利润3.47亿元，同比下降30.15%，业绩低于我们预期，主要由于商誉和土地减值影响，剔除该影响后，归母净利润为6.20亿元，同比下降1.0%。26Q1，公司实现营业收入54.81亿元，同比增长0.85%，实现归母净利润2.64亿元，同比增长5.27%，实现扣非归母净利润2.60亿元，同比增长6.98%，业绩符合我们预期。

简评

重要财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	22358	22237	23914	26126	28708
YOY(%)	-0.4	-0.5	7.5	9.3	9.9
净利润(百万元)	519	382	469	540	624
YOY(%)	-44.1	-26.4	22.8	15.2	15.5
毛利率(%)	33.2	32.3	31.7	31.8	31.8
净利率(%)	3.1	2.4	2.6	2.7	2.8
ROE(%)	7.9	5.8	6.9	7.6	8.4
EPS(摊薄/元)	0.68	0.50	0.62	0.71	0.82
P/E(倍)	20.5	27.8	22.7	19.7	17.0
P/B(倍)	1.6	1.6	1.6	1.5	1.4

资料来源：iFinD，中信建投证券

老百姓(603883.SH)

维持

买入

袁清慧

yuanqinghui@csc.com.cn

010-56135338

SAC 编号:S1440520030001

SFC 编号:BPW879

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-56135328

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

010-56135334

SAC 编号:S1440525070009

袁全

yuanquan@csc.com.cn

010-56135332

SAC 编号:S1440523070006

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-56135323

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

发布日期：2026年05月08日

当前股价：14.04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
8.92/1.93	-14.60/-13.24	-26.34/-50.11

12月最高/最低价(元) 22.52/12.89

总股本(万股) 75,889.02

流通A股(万股) 75,889.02

总市值(亿元) 106.55

流通市值(亿元) 106.55

近3月日均成交量(万) 927.68

主要股东

老百姓医药集团有限公司 23.78%

股价表现



一过性因素影响利润，经营质量逐季向好

2025 年，公司营业收入同比下降 0.54%，与上年基本持平。归母净利润同比下降 26.44%，扣非归母净利润同比下降 30.15%，慢于收入增长，主要由于公司计提商誉减值损失 1.50 亿元及土地减值损失 0.88 亿元。剔除商誉和土地减值影响，归属于母公司股东净利润为 6.20 亿元，同比下降 1.0%。26Q1，公司营业收入同比增长 0.85%，归母净利润同比增长 5.27%，扣非归母净利润同比增长 6.98%，利润端表现较好主要由于公司持续推进降本增效，费用端管控较好。

老百姓拟以 2025 年度利润分配方案实施股权登记日的股本为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利人民币 2.7 元（含税）。该方案仍需股东会审议。

持续夯实下沉市场优势，门店结构持续优化

2025 年，公司持续优化门店布局，全年净增加门店 875 家，其中直营门店净增加 84 家、加盟门店净增加 791 家。26Q1，公司净增加门店 26 家，其中直营门店净减少 110 家，加盟门店净增加 136 家，截至 26Q1，公司拥有门店 15001 家，其中直营门店 9622 家，加盟门店 5379 家。公司持续渗透下沉市场，截至 26Q1，公司地级市及以下门店占比已达 78%；2025 年及 2026 年一季度新增门店中，地级市及以下门店占比分别为 88% 及 84%。我们认为，下沉市场具有低租金、低人工成本等优势，随着公司门店结构持续优化，未来放量空间相对较大，公司全年仍将稳步推进门店规模扩大，有望带动收入端持续向好。

表 1：老百姓直营门店扩张梳理

地区	2022	2023	2024	2025	2026Q1
华中区域	2816	3290	3532	3473	3414
华南区域	461	521	549	544	543
华北区域	1189	1384	1513	1467	1448
华东区域	2117	2689	2901	2798	2779
西北区域	1066	1296	1486	1450	1438
合计	7649	9180	9981	9732	9622

资料来源：公司公告，中信建投证券

持续提升门店专业能力，“性价比”项目持续贡献

专业化门店数量提升，服务能力持续加强。截至 26Q1，公司拥有“门诊慢特病”定点资格门店 1745 家，双通道门店 318 家，统筹资质门店数 4514 家，关系型门店 701 家，12000+门店开通商保支付业务合作。同时，公司持续关注慢病患者服务，截至 2026 年一季度末，公司慢病管理服务累计建档超 2328 万人，会员总数达到 1.10 亿人，其中一季度活跃会员数 1535 万人，会员销售占比 74.1%，用户粘性 & 需求稳固。我们认为，公司统筹门店数量相对较多，专业化能力持续提升，在处方外流大趋势下有望优先吸引并固化增量客流，且随着公司关系型门店数量逐步提升，有望获取额外增值溢价。

“性价比”项目+自有品牌提升，线下零售毛利率有望改善。2025 年，公司深化迭代“性价比项目（原火炬项目）”，持续提升零售板块毛利率水平，线下零售（不含 DTP）毛利率同比增长 0.6 个百分点。此外，公司积极优化供应链体系，2025 年，统采销售占比 75.9%，同比提升 3.5 个百分点；自有品牌自营门店销售占比 22.5%，同比增加 0.5 个百分点，26Q1，公司自有品牌自营门店销售额 9.52 亿元，销售占比约 24.4%，同比继续提升 1.1

个百分点。我们认为，随着公司持续推进“性价比”项目、大力改进营采商销全流程，叠加 AI 应用持续落地，门店线下销售毛利率仍有提升空间。

加盟、联盟稳步落地，新零售加速贡献

截至 26Q1，公司加盟门店达 5379 家，2025 年加盟业务年度配送销售额约 24.12 亿元，同比增长 6%。截至 26Q1，公司联盟门店数达 22768 家，25 年联盟配送业务实现配送销售额 4.4 亿元，同比增长 4.26%；26Q1 实现销售额 0.72 亿元。此外公司已参股联盟合作企业 233 家，对应门店 11425 家，零售规模 134.3 亿元，可作为潜在并购标的孵化池。同时，公司加速拓展新零售板块，2025 年，公司线上渠道销售总额（含加盟）突破 31.2 亿元，同比增长 26.3%，26Q1，公司线上渠道销售总额（含加盟）突破 8.28 亿元，同比增长 10.4%。我们认为，加盟联盟及新零售业务均有望充分发挥公司现有优势，有望在降低公司运营成本的同时贡献更多额外利润。

一过性因素影响消退，期待 26 年增速恢复

展望 2026 年，我们认为，公司经营质量自 2025 年 Q1 以来逐季改善，同店增速已于 25 年 Q4 转正，26 年 Q1 进一步提升，内生增长动力恢复。随着行业监管趋严，中小药店加速出清，行业集中度有望提升，利好龙头企业。同时，公司持续推进“关系型门店”与“行商”转型，深化性价比项目，并积极拓展加盟、联盟等轻资产模式，有望持续优化盈利能力。展望 2026 年，随着一过性减值因素影响消退，公司经营基本面持续向好，我们期待公司 26 年增速恢复。

业务结构影响毛利率，费用管控持续体现

2025 年，公司综合毛利率为 32.30%，同比下降 0.87 个百分点，主要由于低毛利率的 DTP 及线上零售业务增长较快，拉低了整体毛利率；剔除该影响后，线下零售（不含 DTP）毛利率同比增长 0.6 个百分点。销售费用率为 21.13%，同比下降 1.00 个百分点，费用管控较好。管理费用率为 5.79%，同比增加 0.17 个百分点，基本保持稳定。财务费用率为 0.59%，同比下降 0.18 个百分点，主要系票据贴现借款减少导致的利息支出减少。经营活动产生的现金流量净额为 31.43 亿元，同比增长 55.08%，主要由于经营性应收项目的减少及经营性应付项目的增加所致。存货周转天数为 86.4 天，同比下降 6.7 天，主要由于精细化管控；应收账款周转天数为 36.01 天，同比下降 0.73 天，基本保持稳定；应付账款周转天数为 44.91 天，同比下降 5.9 天，其余财务指标基本正常。

26Q1，公司综合毛利率为 33.51%，同比下降 0.71 个百分点，主要由于低毛利率的 DTP 及线上零售业务增长较快。销售费用率为 20.76%，同比下降 0.92 个百分点，费用管控较好。管理费用率为 5.10%，基本持平。财务费用率为 0.51%，同比下降 0.18 个百分点，控费效果较好。经营活动产生的现金流量净额为 8.59 亿元，同比增长 6.76%。存货周转天数为 89.96 天，同比下降 1.7 天，基本保持稳定；应收账款周转天数为 33.63 天，同比下降 4.9 天，主要由于议价能力提升；应付账款周转天数为 44.91 天，同比下降 8.4 天。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 2026 - 2028 年实现营业收入分别为 239.14 亿元、261.26 亿元和 287.08 亿元，分别同比增长 7.5%、9.3% 和 9.9%，归母净利润分别为 4.69 亿元、5.40 亿元和 6.24 亿元，分别同比增长 22.8%、15.2% 和 15.5%，折合 EPS 分别为 0.62 元/股、0.71 元/股和 0.82 元/股，分别对应估值 22.7X、19.7X 和 17.0X，维持买入评级。

风险分析

请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

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

袁清慧

中信建投研究发展部医药及大健康联席组长，医药行业首席分析师。中山大学理学本科，佐治亚州立大学理学硕士，北卡大学教堂山分校医学院研究学者。曾从事阿尔茨海默、肿瘤相关新药研发，擅长创新药产业研究。2018 年加入中信建投证券研究发展部。

2020 年-2023 年新财富最佳分析师医药行业入围、第 5 名、第 4 名、第 3 名团队核心成员，2024-2025 年证券时报医药行业最佳分析师第 2 名团队核心成员。2024 年-2025 年新浪金麒麟创新药行业最佳分析师第 1 名、第 2 名。

刘若飞

医药消费及生物制品首席分析师，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、CRO、基因测序等细分领域。

2025 年、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、第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

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。

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，主要负责中药、医美、原料药、医药商业、全球视野研究等细分领域，2024 年、2023 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名团队核心成员。

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。

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