

老百姓大药房 (603883 CH, 买入, 目标价: RMB25.66)

买入

持有

卖出

结构优化驱动效率提升，盈利有望逐步修复

目标价: RMB25.66 当前股价: RMB13.72

股价上行/下行空间 +87%

52 周最高/最低价 (RMB) 22.97/12.80

市值 (US\$mn) 1,531

当前发行数量(百万股) 759

三个月平均日交易额 (US\$mn) 16

流通盘占比 (%) 100

主要股东 (%)

老百姓医药集团 24

泽星投资 22

香港中央结算 1

按 2026 年 5 月 8 日收市数据

资料来源: FactSet

主要调整

	现值	原值	变动
评级	买入	买入	N/A
目标价 (RMB)	25.66	23.89	7%
2026E EPS (RMB)	0.88	0.86	2%
2027E EPS (RMB)	0.96	0.93	3%
2028E EPS (RMB)	1.04	N/A	N/A

股价表现



资料来源: FactSet

华兴对比市场预测 (差幅%)

	2026E	2027E
营收 (RMBmn)	24,097 (+4%)	25,998 (+8%)
EPS (RMB)	0.90 (-2%)	1.00 (-4%)

注: 所示市场预测来源于 Wind。正差幅 = 华兴预测高于市场预测; 负差幅 = 华兴预测低于市场预测。

- 2025 年, 公司利润端阶段性下滑, 2026 年有望逐步修复;
- 渠道扩张与供应链提效协同推进, 驱动运营效率提升;
- 维持买入评级, 上调 DCF 目标价至 25.66 元 (WACC 11.9%)。

收入基本稳定, 1Q26 验证修复趋势: 根据公司 2025 年年报, 公司实现营业收入 222.37 亿元, 同比下降 0.5%; 净利润 3.82 亿元, 同比下降 26.4%; EPS 为 0.50 元, 同比下降 26.3%。2025 年公司净利下滑的主要原因系计提商誉减值损失及土地减值损失所致。根据公司 1Q26 报告, 公司业绩有所改善, 实现营业收入 54.81 亿元, 同比上升 0.85%; 净利润 2.64 亿元, 同比上升 5.27%。我们预计公司 2026E-2028E 收入分别为 250.07 亿元/281.17 亿元/312.77 亿元, 同比上升 12.5%/12.4%/11.2%; 净利润分别为 6.71 亿元/7.29 亿元/7.93 亿元, 同比上升 75.8%/8.7%/8.7%。我们认为, 在结构优化与效率改善推动下, 公司盈利能力有望逐步修复。

渠道持续扩张, 结构优化驱动效率提升: 根据公司 2025 年年报, 公司门店总数达 14,975 家, 其中直营门店 9,732 家, 加盟门店 5,243 家, 全年净新增 875 家。2025 年, 公司加快下沉市场布局, 地级市及以下门店占比提升至 78%, 在新增门店中占比达 88%。根据公司 1Q26 报告, 门店总数进一步增至 15,001 家, 其中直营门店 9,622 家, 加盟门店 5,379 家, 联盟门店 22,768 家, 渠道规模持续扩张。2025 年, 公司线上渠道销售额 (含加盟) 达 31.2 亿元, 同比增长 26.3%; 加盟业务配送销售额约 24.12 亿元, 同比增长 6%; 联盟业务实现 4.4 亿元, 同比增长 4.26%, 新零售与加盟体系成为主要增量来源。

商品结构优化与供应链提效协同推进: 根据公司 2025 年年报, 公司经营 SKU 约 2.47 万种, 持续推进品类改革与结构优化。通过数智化手段优化订货与库存管理, 全量商品断货率同比下降 0.6%, 存货周转天数降至 88 天, 同比减少 6 天, 供应链效率持续提升。同时, 公司自有品牌持续推进研发与品类拓展, 其在自营门店销售占比提升至 22.5%, 同比上升 0.5%, 并引进 300+非药 SKU, 进一步丰富商品矩阵。

维持买入评级, 上调 DCF (WACC 11.9%) 目标价至 25.66 元: 我们的目标价对应 29x 2026E P/E (高于可比公司均值约 16x)。我们将 WACC 上调至 11.9% (之前为 8.7%), 主要调整的参数包括: 无风险利率 2.3% (之前为 2.9%), 贝塔 1.5 (之前为 0.9)。我们认为, 公司渠道与供应链规模优势仍然稳固, 数字化与品类结构优化有望带动毛利与效率改善, 维持“买入”评级。

风险提示: 1) 行业竞争加剧的风险; 2) 互联网零售业态的冲击; 3) 集采药品降价超预期的风险; 4) 并购扩张不及预期的风险; 5) 处方外流规模不及预期的风险。

财务数据摘要

摘要 (年结: 12 月)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (RMBmn)	22,358	22,237	25,007	28,117	31,277
毛利润 (RMBmn)	7,415	7,182	8,099	9,121	10,152
归母净利润 (RMBmn)	519	382	671	729	793
每股收益 (RMB)	0.68	0.50	0.88	0.96	1.04
市盈率 (x)	25.6	35.4	15.5	14.3	13.1

注: 历史估值倍数以全年平均股价计算。资料来源: 万得, 华兴证券预测

研究团队

赵冰, 分析师

证书编号: S1680519040001

电话: +86 21 6015 6766

电邮地址: bingzhao@huaxingsec.com

风险提示

- **行业竞争加剧的风险。**区域性零售药房龙头扩大规模，与全国性药房龙头形成竞争，零售企业竞争日益加剧。老百姓可能需要使用定价策略来捍卫市场份额，并可能影响营收和利润。
- **互联网零售业态的冲击。**老百姓正积极拓展线上销售渠道。然而，作为一家以线下为主的药房，其线上用户基础和流量远低于线上医疗巨头。如果政府推动处方药的在线销售，特别是医疗报销用途，那么互联网医疗平台可能会带来替代风险。
- **集采药品降价超预期的风险。**若集采导致部分药品大幅降价，会带来产业链利润压缩，药品终端承压，进而直接影响连锁药房的销售额和毛利率。
- **并购扩张不及预期的风险。**并购是连锁药房扩张的重要渠道，若市场竞争、政策环境、自身经营以及消费者购买习惯等因素发生变动，或公司并购整合不及预期，将直接影响公司扩张速度。
- **处方外流规模不及预期的风险。**处方外流需要政策的强力推动以及医生端的积极配合，若政策支持减弱或医生端薪资、责任等问题难以明确，可能导致处方外流实际市场规模低于预期。

附：财务报表

年结: 12月

利润表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
医药零售	19,368	21,730	24,518	27,324
加盟、联盟及分销	3,004	3,154	3,469	3,816
其他	118	124	130	137
其他收入	(253)	0	0	(0)
营业收入	22,237	25,007	28,117	31,277
营业成本	(15,055)	(16,908)	(18,996)	(21,125)
毛利润	7,182	8,099	9,121	10,152
管理及销售费用	(5,987)	(6,743)	(7,651)	(8,578)
其中：研发支出	(51)	0	0	0
其中：市场营销支出	(4,699)	(5,294)	(6,022)	(6,766)
其中：管理支出	(1,288)	(1,449)	(1,629)	(1,812)
息税前利润	675	1,141	1,243	1,375
息税折旧及摊销前利润	1,122	1,268	1,389	1,538
利息收入	13	13	14	15
利息支出	(130)	(127)	(134)	(122)
税前利润	805	1,254	1,363	1,481
所得税	(216)	(336)	(365)	(397)
净利润	382	671	729	793
基本每股收益 (RMB)	0.50	0.88	0.96	1.04

资产负债表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	8,831	9,801	10,751	11,679
货币资金	2,358	2,527	2,701	2,848
应收账款	2,108	2,527	2,869	3,224
存货	3,652	3,978	4,382	4,777
其他流动资产	712	769	799	829
非流动资产	11,015	11,632	11,644	11,450
固定资产	1,348	1,430	1,522	1,604
无形资产	803	989	1,035	1,073
商誉	5,613	5,677	5,677	5,677
其他	2,727	3,012	2,886	2,572
资产	19,845	21,433	22,394	23,129
流动负债	10,164	11,241	11,990	12,589
短期借款	697	1,168	1,129	854
预收账款	0	0	0	0
应付账款	1,747	2,152	2,467	2,888
长期借款	1,435	1,435	1,435	1,435
非流动负债	1,215	1,015	815	615
负债	12,849	13,726	14,275	14,674
股份	759	759	759	759
资本公积	0	0	0	0
未分配利润	4,067	4,048	4,191	4,236
归属于母公司所有者权益	6,535	6,588	6,731	6,776
少数股东权益	461	708	976	1,267
负债及所有者权益	19,845	21,433	22,394	23,129

注：历史估值倍数以全年平均股价计算。

资料来源：公司公告，华兴证券预测

现金流量表

(RMBmn)	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	382	671	729	793
折旧摊销	447	128	145	163
利息（收入）/支出	58	189	231	191
其他非现金科目	255	0	0	0
其他	1,261	1,128	1,272	1,479
营运资本变动	581	(195)	12	93
经营活动产生的现金流量	3,143	2,168	2,658	3,010
资本支出	253	1,736	1,740	1,733
收购及投资	1	0	0	0
处置固定资产及投资	11	0	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动产生的现金流量	(237)	(1,736)	(1,740)	(1,733)
股利支出	94	690	586	748
债务筹集（偿还）	(795)	0	0	0
发行（回购）股份	0	0	0	0
其他	(2,048)	(952)	(1,330)	(1,878)
筹资活动产生的现金流量	(2,749)	(262)	(744)	(1,131)
现金及现金等价物净增加额	157	169	174	148
自由现金流	2,889	431	918	1,278

关键假设

	2025A	2026E	2027E	2028E
门店数量（个）	14,975	16,649	18,278	19,686
其中：直营店数量	9,732	10,695	11,753	12,706
其中：加盟店数量	5,243	5,955	6,524	6,980
直营门店面积（平米）	1,016,256	1,106,123	1,201,998	1,285,614
日均坪效（元）	52	54	56	58

财务比率

	2025A	2026E	2027E	2028E
YoY (%)				
营业收入	(0.5)	12.5	12.4	11.2
毛利润	(3.1)	12.8	12.6	11.3
息税折旧及摊销前利润	(3.7)	13.1	9.5	10.7
净利润	(26.4)	75.8	8.7	8.7
稀释每股调整收益	(26.3)	75.8	8.7	8.7
盈利率 (%)				
毛利率	32.3	32.4	32.4	32.5
息税折旧摊销前利润率	5.0	5.1	4.9	4.9
息税前利润率	3.0	4.6	4.4	4.4
净利率	1.7	2.7	2.6	2.5
净资产收益率	5.8	10.2	10.8	11.7
总资产收益率	1.9	3.1	3.3	3.4
流动资产比率 (x)				
流动比率	0.9	0.9	0.9	0.9
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.5
估值比率 (x)				
市盈率	35.4	15.5	14.3	13.1
市净率	17.8	13.7	13.7	13.7
市销率	0.5	0.4	0.4	0.3

附录

【分析师声明】

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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。

【法律声明】

一般声明

本报告由华兴证券有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有由中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的特定客户及其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司并不对其他网站和各类媒体转载、摘编的本公司报告负责。

本公司研究报告的信息均来源于公开资料，但本公司对该等信息的准确性和完整性不作任何保证。我们力求报告内容的客观、公正，但该等信息并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，仅供投资者参考之用，在任何情况下，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，本报告的接收人须保持自身的独立判断。在任何情况下，本公司及其雇员不对任何人因使用报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的分析师观点和判断，可在不发出通知的情况下作出更改，在不同时期，本公司可发出与该报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同的假设和标准、采取不同的分析方法而口头或书面发表于本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接受者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，华兴证券有限公司可能会持有或交易报告中提及公司所发行的证券或投资标的，也可能为这些公司提供或争取建立业务关系或服务关系（包括但不限于提供投资银行业务或财务顾问服务等）。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制或转载，否则，本公司将保留追究其法律责任的权利。

【评级说明】

公司评级体系以报告发布日后 6-12 个月的公司股价涨跌幅相对同期公司所在证券市场大盘指数（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）涨跌幅为基准：分析师估测“买入”公司股票相对大盘涨幅在 10% 以上；“持有”公司股票相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“卖出”公司股票相对大盘涨幅低于 -10%。

行业评级体系以报告发布日后 6-12 个月的行业指数涨跌幅相对同期相关证券市场（A 股市场为沪深 300 指数、H 股市场为恒生指数、台股市场为台湾加权指数、美股市场为纳斯达克指数、欧洲市场为 MSCI 欧洲指数）大盘指数涨跌幅为基准：分析师估测“超配”行业相对大盘涨幅在 10% 以上；“中性”行业相对大盘涨幅介于 -10% 到 10% 之间；“低配”行业相对大盘涨幅低于 -10%。