

# 老百姓 (603883. SH)

经营质量逐季提升，26Q2 利润端改善显著提速

优于大市

## 核心观点

**26H1 营收稳健增长，Q2 利润改善显著提速。**2026H1 公司实现营业收入 109.98 亿元，同比增长 2.1%；归母净利润 4.47 亿元，同比增长 12.3%；扣非归母净利润 4.36 亿元，同比增长 14.5%。公司收入增长主要来自原有可比门店内生增长及线上销售增长，利润增长主要受营业收入增长及费用节降推动。26Q2 收入端稳步修复的同时利润弹性明显增强，公司经营质量呈现逐季改善趋势。

**费用率继续优化，毛利率承压背景下净利率同比改善。**2026H1 公司销售费用 22.60 亿元，同比下降 4.1%，销售费用率约 20.6%，同比下降约 1.3pp；管理费用率约 4.7%，同比基本稳定；财务费用率约 0.5%，同比下降约 0.1pp，主要受长短期借款减少、利息支出下降影响。整体费用管控效果进一步体现。公司 26H1 毛利率 32.5%，同比下降 0.63pp，其中医药零售业务毛利率 36.37%，同比下降 0.96pp；同期净利率约 4.8%，同比提升约 0.35pp。公司通过门店提效、组织优化及费用管控有效对冲行业价格压力，利润端改善质量较一季度进一步增强。

**直营门店优化节奏明显放缓，Q2 门店数量转为净增，加盟业务延续扩张。**

截至 2026H1 末，公司共有门店 15177 家，其中直营门店 9695 家、加盟门店 5482 家。上半年直营门店新增 140 家、关闭 177 家，净减少 37 家，较 2025 全年净减少 249 家的调整幅度显著收窄；同时直营门店由 26Q1 末 9622 家增至 H1 末 9695 家，即 Q2 净增加 73 家，门店优化节奏出现积极变化。加盟门店较 2025 年末净增加 239 家，占公司总门店数量的比重提升至约 36.1%。公司坚持“有质量的拓展”，2026H1 新增门店 569 家，其中 80.1%位于优势省份及重点城市、72%位于地级市及以下市场，新增加盟门店中老店占比 81%。公司门店策略正转向“结构优化、核心市场加密和下沉市场拓展”并重，有望进一步改善单店产出和经营效率。

**投资建议：**公司为国内连锁药房行业龙头之一，在门店扩张和盈利能力上具备持续竞争力，未来有望依托稳健主业与并购整合实现业绩稳定增长。维持盈利预测，预计公司 2026-2028 年营业收入 235.74/248.21/259.45 亿元，同比+6.0%/+5.3%/+4.5%；归母净利润 5.93/6.96/8.04 亿元，同比增速+55.4%/+17.3%/+15.5%，当前股价对应 PE=16.5/14.0/12.1 倍。维持“优于大市”评级。

**风险提示：**市场竞争加剧的风险、行业政策风险、开拓新市场影响公司短期盈利能力的风险、人力资源风险。

## 盈利预测和财务指标

|              | 2024   | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)    | 22,358 | 22,237 | 23,574 | 24,821 | 25,945 |
| (+/-%)       | -0.4%  | -0.5%  | 6.0%   | 5.3%   | 4.5%   |
| 归母净利润(百万元)   | 519    | 382    | 593    | 696    | 804    |
| (+/-%)       | -44.1% | -26.4% | 55.4%  | 17.3%  | 15.5%  |
| 每股收益(元)      | 0.68   | 0.50   | 0.78   | 0.92   | 1.06   |
| EBIT Margin  | 5.0%   | 4.8%   | 5.2%   | 5.6%   | 6.0%   |
| 净资产收益率 (ROE) | 7.9%   | 5.8%   | 8.7%   | 9.7%   | 10.6%  |
| 市盈率 (PE)     | 18.8   | 25.6   | 16.5   | 14.0   | 12.1   |
| EV/EBITDA    | 17.3   | 17.0   | 15.8   | 14.3   | 13.0   |
| 市净率 (PB)     | 1.49   | 1.49   | 1.43   | 1.36   | 1.29   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·财报点评

### 医药生物·医药商业

证券分析师：陈曦炳 0755-81982939  
chenxibing@guosen.com.cn  
S0980521120001

证券分析师：彭思宇 0755-81982723  
cnpengsiyu@guosen.com.cn  
S0980521060003

证券分析师：贾瑞祥 021-60875137  
jia ruixiang@guosen.com.cn  
S0980526070005

## 基础数据

|             |               |
|-------------|---------------|
| 投资评级        | 优于大市(维持)      |
| 合理估值        |               |
| 收盘价         | 12.87 元       |
| 总市值/流通市值    | 9767/9767 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 18.33/10.67 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 155.81 百万元    |

## 市场走势



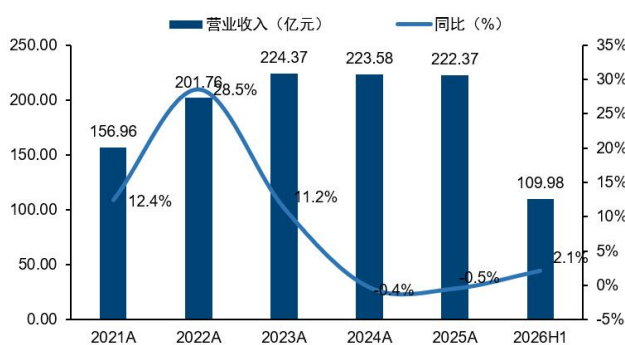
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

## 相关研究报告

《老百姓 (603883. SH) -26Q1 业绩端改善显著，经营全面变革开启发展新篇章》——2026-04-26

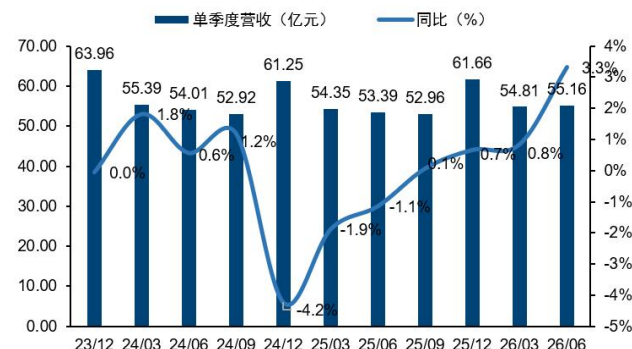
**26H1 营收稳健增长, Q2 利润端改善明显提速。**2026H1 公司实现营业收入 109.98 亿元, 同比增长 2.1%; 归母净利润 4.47 亿元, 同比增长 12.3%; 扣非归母净利润 4.36 亿元, 同比增长 14.5%。公司收入增长主要来自原有可比门店内生增长及线上销售增长, 利润增长主要来自收入增长及费用节降。分季度看, 26Q1 营收/归母净利润/扣非归母净利润同比+0.8%/+5.3%/+7.0%, 26Q2 增速进一步提升至+3.3%/+24.3%/+27.8%。公司在 2025 年以来持续推进门店结构优化和经营改革的基础上, 收入端逐步企稳回升, 费用优化带来的利润弹性在二季度进一步释放, 业绩复苏趋势得到强化。

图1: 老百姓营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 老百姓单季营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 老百姓归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

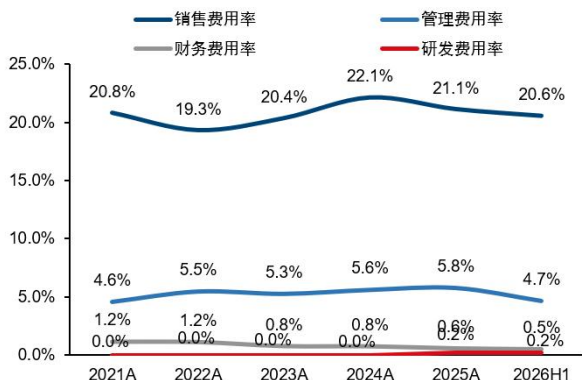
图4: 老百姓单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

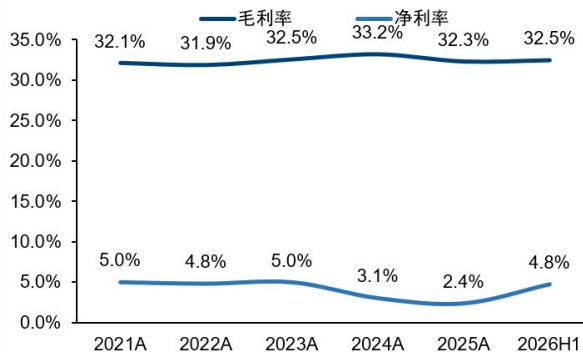
**费用率继续优化, 毛利率承压背景下净利率同比改善。**2026H1 公司销售费用 22.60 亿元, 同比下降 4.1%, 销售费用率约 20.6%, 同比下降约 1.3pp; 管理费用率约 4.7%, 同比基本稳定; 财务费用率约 0.5%, 同比下降约 0.1pp, 主要受长短期借款减少、利息支出下降影响。整体费用管控效果进一步体现。公司 26H1 毛利率 32.5%, 同比下降 0.63pp, 其中医药零售业务毛利率 36.37%, 同比下降 0.96pp; 同期净利率约 4.8%, 同比提升约 0.35pp。公司通过门店提效、组织优化及费用管控有效对冲行业价格压力, 利润端改善质量较一季度进一步增强。

图5: 老百姓费用率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

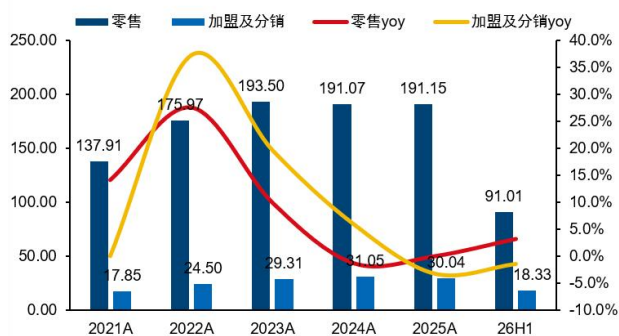
图6: 老百姓毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

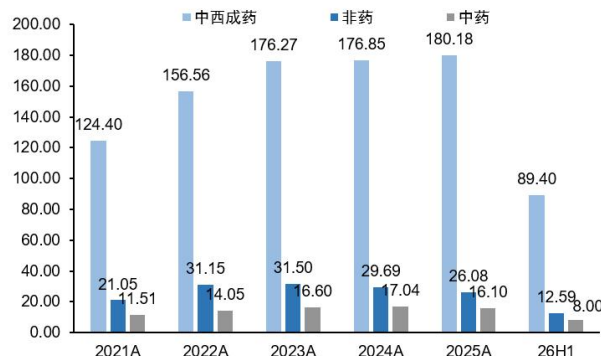
**零售业务保持稳健增长，中药品类表现较强，加盟联盟业务更加注重合作质量。**2026H1 公司医药零售业务实现收入 91.01 亿元，同比增长 3.2%，毛利率 36.37%；加盟、联盟及分销业务实现收入 18.33 亿元，同比下降 1.5%，毛利率 12.90%。公司上半年加盟业务实现配送收入 12.26 亿元，同时在行业持续出清、中小连锁承压背景下，主动优化联盟业务结构、清退低协同客户，业务发展更加重视合作质量。分品类看，中西成药/中药/非药品分别实现收入 89.39/7.99/12.59 亿元，同比+2.5%/+6.9%/-3.5%；其中中药毛利率 51.14%，同比提升 2.43pp，表现相对亮眼。非药收入仍有所承压，公司上半年已搭建全国非药动销团队并引进 360 多个 SKU，后续可关注非药多元化策略的动销改善。

图7: 老百姓营业收入按业务拆分（亿元；2020-2026H1）



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

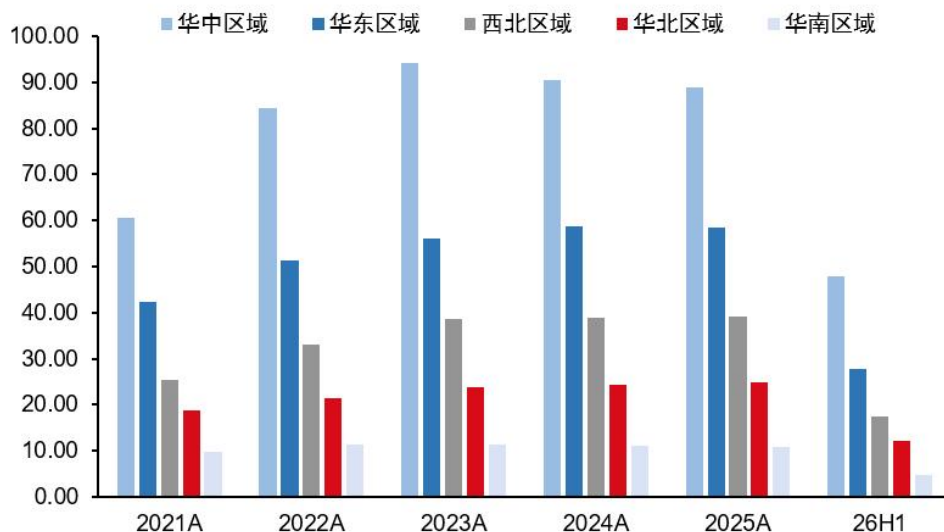
图8: 老百姓营业收入按产品拆分（亿元；2020-2026H1）



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理

**区域表现有所分化，华中继续贡献主要增长，华东呈现边际修复。**2026H1 公司华中/华东/西北/华北/华南地区分别实现收入 47.78/27.77/17.36/12.24/4.83 亿元，同比+4.8%/-1.2%/+2.4%/+2.5%/-5.6%。其中华中收入占比约 43%，仍是公司最主要的收入来源和优势区域。相较于 26Q1 华东地区收入同比下降 4.2%，H1 累计降幅已收窄至 1.2%，Q2 经营有所改善；华南地区仍处于调整阶段。公司继续将资源向优势区域倾斜，2026H1 新增门店中 80.1%位于优势省份及重点城市，有利于进一步强化区域密度及规模协同。

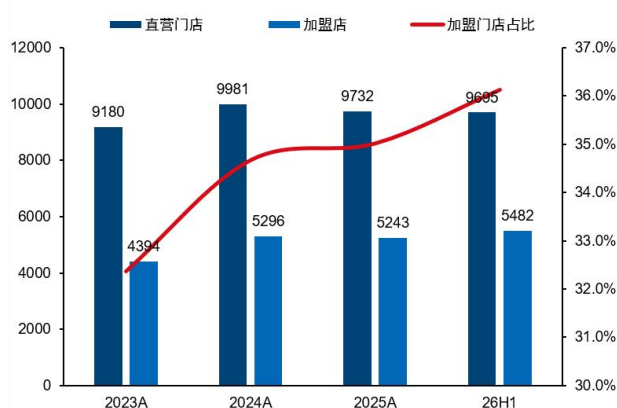
图9：老百姓分地区收入情况（亿元；2021-2026H1）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

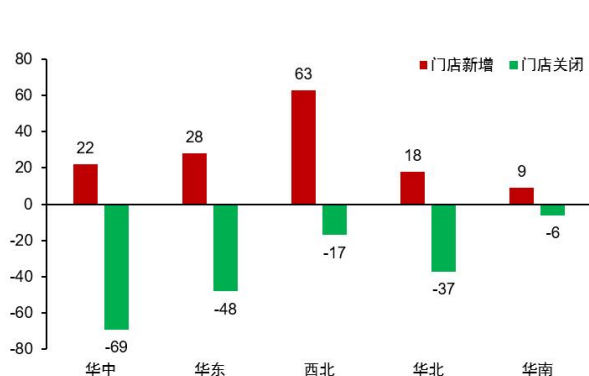
**直营门店优化节奏明显放缓，Q2 门店数量转为净增，加盟业务延续扩张。**截至2026H1 末，公司共有门店 15177 家，其中直营门店 9695 家、加盟门店 5482 家。上半年直营门店新增 140 家、关闭 177 家，净减少 37 家，较 2025 全年净减少 249 家的调整幅度显著收窄；同时直营门店由 26Q1 末 9622 家增至 H1 末 9695 家，即 Q2 净增加 73 家，门店优化节奏出现积极变化。加盟门店较 2025 年末净增加 239 家，占公司总门店数量的比重提升至约 36.1%。公司坚持“有质量的拓展”，2026H1 新增门店 569 家，其中 80.1% 位于优势省份及重点城市、72% 位于地级市及以下市场，新增加盟门店中老店占比 81%；同期直营门店日均平效较 2025 年提升 1 元/平方米。公司门店策略正转向“结构优化、核心市场加密和下沉市场拓展”并重，有望进一步改善单店产出和经营效率。

图10：老百姓直营及加盟门店数量情况（2023-2026H1）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：老百姓 2026H1 不同地区直营门店开闭店情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理



# 财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       | 2024         | 2025         | 2026E        | 2027E        | 2028E        | 利润表（百万元）          | 2024         | 2025          | 2026E        | 2027E        | 2028E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 现金及现金等价物         | 2380         | 2358         | 2500         | 2961         | 3646         | 营业收入              | 22358        | 22237         | 23574        | 24821        | 25945        |
| 应收款项             | 2682         | 2381         | 2583         | 2720         | 2843         | 营业成本              | 14942        | 15055         | 15980        | 16758        | 17434        |
| 存货净额             | 3574         | 3652         | 3876         | 4064         | 4228         | 营业税金及附加           | 81           | 78            | 83           | 87           | 91           |
| 其他流动资产           | 401          | 398          | 424          | 447          | 467          | 销售费用              | 4947         | 4699          | 4974         | 5225         | 5449         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>9074</b>  | <b>8831</b>  | <b>9425</b>  | <b>10233</b> | <b>11226</b> | 管理费用              | 1258         | 1288          | 1303         | 1357         | 1403         |
| 固定资产             | 1473         | 1350         | 1394         | 1385         | 1311         | 研发费用              | 2            | 51            | 12           | 12           | 13           |
| 无形资产及其他          | 842          | 803          | 750          | 698          | 645          | 财务费用              | 173          | 130           | 100          | 88           | 71           |
| 投资性房地产           | 9571         | 8781         | 8781         | 8781         | 8781         | 投资收益              | 3            | 1             | 3            | 3            | 3            |
| 长期股权投资           | 85           | 81           | 84           | 86           | 89           | 资产减值及公允价值变动       | (111)        | (251)         | 15           | 15           | 0            |
| <b>资产总计</b>      | <b>21045</b> | <b>19845</b> | <b>20434</b> | <b>21183</b> | <b>22052</b> | 其他收入              | 66           | 6             | (12)         | (12)         | (13)         |
| 短期借款及交易性金融负债     | 2861         | 1925         | 2099         | 2000         | 2000         | 营业利润              | 914          | 742           | 1140         | 1313         | 1488         |
| 应付款项             | 6555         | 6755         | 6968         | 7306         | 7601         | 营业外净收支            | 2            | 14            | 0            | 0            | 0            |
| 其他流动负债           | 1503         | 1484         | 1548         | 1624         | 1690         | <b>利润总额</b>       | <b>916</b>   | <b>756</b>    | <b>1140</b>  | <b>1313</b>  | <b>1488</b>  |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>10920</b> | <b>10164</b> | <b>10616</b> | <b>10930</b> | <b>11290</b> | 所得税费用             | 231          | 216           | 308          | 341          | 372          |
| 长期借款及应付债券        | 1397         | 1435         | 1205         | 1205         | 1205         | 少数股东损益            | 166          | 159           | 239          | 275          | 312          |
| 其他长期负债           | 1572         | 1250         | 1200         | 1150         | 1100         | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>519</b>   | <b>382</b>    | <b>593</b>   | <b>696</b>   | <b>804</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>2969</b>  | <b>2685</b>  | <b>2405</b>  | <b>2355</b>  | <b>2305</b>  | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2024</b>  | <b>2025</b>   | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> | <b>2028E</b> |
| <b>负债合计</b>      | <b>13889</b> | <b>12849</b> | <b>13021</b> | <b>13285</b> | <b>13595</b> | 净利润               | 519          | 382           | 593          | 696          | 804          |
| 少数股东权益           | 575          | 461          | 580          | 718          | 874          | 资产减值准备            | 88           | 140           | 5            | (3)          | (11)         |
| 股东权益             | 6581         | 6535         | 6832         | 7180         | 7582         | 折旧摊销              | 238          | 267           | 220          | 230          | 239          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>21045</b> | <b>19845</b> | <b>20434</b> | <b>21183</b> | <b>22052</b> | 公允价值变动损失          | 111          | 251           | (15)         | (15)         | 0            |
|                  |              |              |              |              |              | 财务费用              | 173          | 130           | 100          | 88           | 71           |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2024</b>  | <b>2025</b>  | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> | <b>2028E</b> | 营运资本变动            | 201          | 1015          | (221)        | 13           | (8)          |
| 每股收益             | 0.68         | 0.50         | 0.78         | 0.92         | 1.06         | 其它                | (204)        | (135)         | 114          | 141          | 168          |
| 每股红利             | 1.16         | 0.49         | 0.39         | 0.46         | 0.53         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>953</b>   | <b>1920</b>   | <b>697</b>   | <b>1062</b>  | <b>1191</b>  |
| 每股净资产            | 8.66         | 8.61         | 9.00         | 9.46         | 9.99         | 资本开支              | 0            | 67            | (201)        | (151)        | (101)        |
| ROIC             | 6.87%        | 6.87%        | 8%           | 9%           | 11%          | 其它投资现金流           | (3)          | (4)           | 0            | 0            | 0            |
| ROE              | 7.89%        | 5.84%        | 9%           | 10%          | 11%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>(20)</b>  | <b>68</b>     | <b>(204)</b> | <b>(154)</b> | <b>(104)</b> |
| 毛利率              | 33%          | 32%          | 32%          | 32%          | 33%          | 权益性融资             | 0            | 1             | 0            | 0            | 0            |
| EBIT Margin      | 5%           | 5%           | 5%           | 6%           | 6%           | 负债净变化             | 19           | 38            | (230)        | 0            | 0            |
| EBITDA Margin    | 6%           | 6%           | 6%           | 6%           | 7%           | 支付股利、利息           | (883)        | (370)         | (297)        | (348)        | (402)        |
| 收入增长             | -0%          | -1%          | 6%           | 5%           | 5%           | 其它融资现金流           | 1201         | (1346)        | 175          | (99)         | 0            |
| 净利润增长率           | -44%         | -26%         | 55%          | 17%          | 16%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(528)</b> | <b>(2009)</b> | <b>(352)</b> | <b>(448)</b> | <b>(402)</b> |
| 资产负债率            | 69%          | 67%          | 67%          | 66%          | 66%          | <b>现金净变动</b>      | <b>405</b>   | <b>(21)</b>   | <b>142</b>   | <b>461</b>   | <b>685</b>   |
| 股息率              | 9.0%         | 3.8%         | 3.0%         | 3.6%         | 4.1%         | 货币资金的期初余额         | 1975         | 2380          | 2358         | 2500         | 2961         |
| P/E              | 18.8         | 25.6         | 16.5         | 14.0         | 12.1         | 货币资金的期末余额         | 2380         | 2358          | 2500         | 2961         | 3646         |
| P/B              | 1.5          | 1.5          | 1.4          | 1.4          | 1.3          | 企业自由现金流           | 0            | 2110          | 690          | 1116         | 1297         |
| EV/EBITDA        | 17.3         | 17.0         | 15.8         | 14.3         | 13.0         | 权益自由现金流           | 0            | 803           | 562          | 951          | 1244         |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                                                               | 类别         | 级别   | 说明                            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点             |
|                                                                                                                                                                                                                                                      | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上         |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上         |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            |      |                               |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032