

老百姓（603883.SH）

优于大市

26Q1 业绩端改善显著，经营全面变革开启发展新篇章

核心观点

2025 全年营收端稳健、利润端承压，26Q1 业绩改善显著。2025 年公司实现营业收入 222.37 亿元，同比下降 0.5%；归母净利润 3.82 亿元，同比下降 26.4%。2025 年利润端受到短期内门店结构调整以及 25Q4 部分资产减值调整的影响。26Q1 公司实现营业收入 54.81 亿元，同比增长 0.8%；归母净利润 2.64 亿元，同比增长 5.3%；扣非归母净利润 2.60 亿元，同比增长 7.0%。从单季度情况来看，公司已经出现业绩复苏的趋势。

公司费用率稳中有降，26Q1 利润率水平回升。2025 年公司销售费用率 21.1% (-1.0pp)；管理费用率 6.0% (+0.4pp)；财务费用率 0.6% (-0.2pp)；研发费用率 0.2% (+0.2pp)。公司费用管控措施初见成效，销售费用率显著下降；26Q1 公司费用率进一步优化。从利润端来看，公司 2025 年毛利率 32.3% (-0.9pp)，净利率 1.7% (-0.6pp)，主要受到政策压力与价格下行压力带来的影响。26Q1 公司毛利率 33.5% (-0.7pp)，净利润 4.8% (+0.2pp)；得益于公司闭店节奏放缓及控费措施的落实，26Q1 利润水平出现同比回升。

公司为一家正处于经营拐点、具备长期整合价值的连锁药房龙头企业。作为国内领先的民营上市连锁药房，公司已形成覆盖全国、门店数超 1.5 万家的规模优势，在行业由粗放扩张转向高质量竞争的阶段，正从“万店规模”进一步迈向精细化运营与高质量增长。公司一方面持续优化直营与加盟结构、强化统采和自有品牌能力，另一方面加快数智化转型、慢病管理和医保统筹资质布局，积极承接处方外流与健康服务升级带来的增量需求。公司具备在行业集中度提升背景下的龙头地位与竞争壁垒，也拥有在转型成效逐步兑现后盈利修复、成长空间打开与估值提升的潜力。

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。我们预计公司 2026-2028 年营业收入 235.73/248.21/259.45 亿元，同比 +6.0%/+5.3%/+4.5%；预计公司 2026-2028 年归母净利润 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=18.33/15.62/13.52 倍。根据 FCFF 估值法，我们认为公司合理市值区间为 130.09~164.70 亿元，较当前有 19.6%~51.4%溢价空间。首次覆盖，给予“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)	20.1	27.3	17.6	15.0	12.9
EV/EBITDA	17.8	17.5	16.3	14.7	13.4
市净率(PB)	1.58	1.59	1.52	1.45	1.37

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：陈曦斌

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

cnpengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

联系人：贾瑞祥

021-60875137

jiaruixiang@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(首次)
合理估值	
收盘价	14.04 元
总市值/流通市值	10655/10655 百万元
52 周最高价/最低价	22.97/12.80 元
近 3 个月日均成交额	134.76 百万元

市场走势

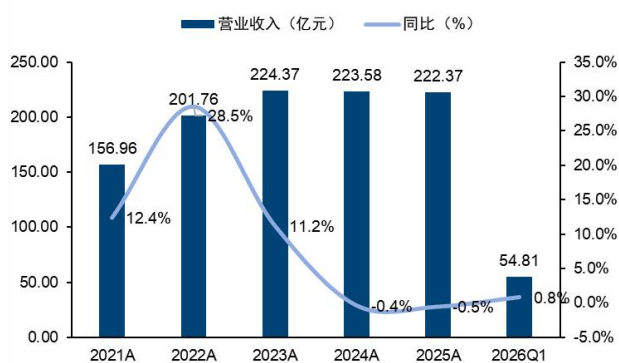


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

2025 全年营收端稳健、利润端承压，26Q1 业绩改善显著。2025 年公司实现营业收入 222.37 亿元，同比下降 0.5%；归母净利润 3.82 亿元，同比下降 26.4%。2025 年为公司承接外部压力、实现业务转型的关键时期，收入端主要受到消费回暖节奏较慢以及行业客单价的影响，而利润端则受到短期内门店结构调整以及 25Q4 部分资产减值调整的影响。从基本面上来看，外部环境压力已基本出清，公司业务调整节奏逐步稳定，有望短期内迎来业绩上的拐点。26Q1 公司实现营业收入 54.81 亿元，同比增长 0.8%；归母净利润 2.64 亿元，同比增长 5.3%；扣非归母净利润 2.60 亿元，同比增长 7.0%。从单季度情况来看，公司已经出现业绩复苏的趋势。

图1：老百姓营业收入及增速（单位：亿元、%）



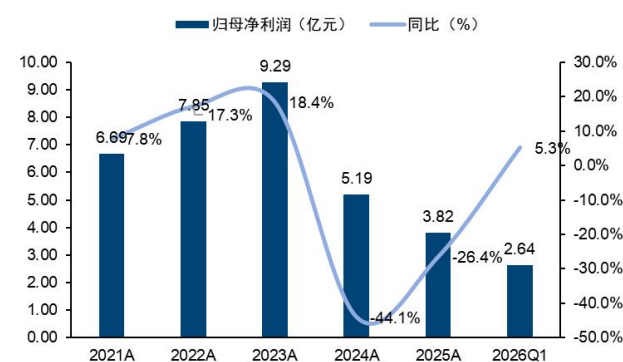
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

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

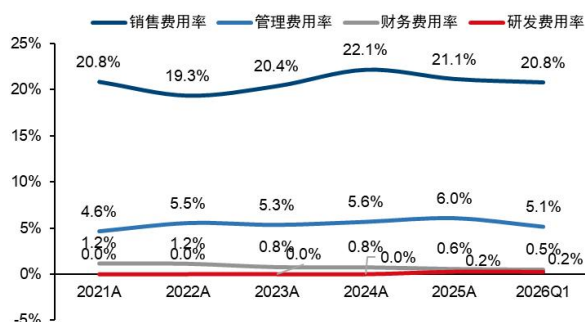
图4：老百姓单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

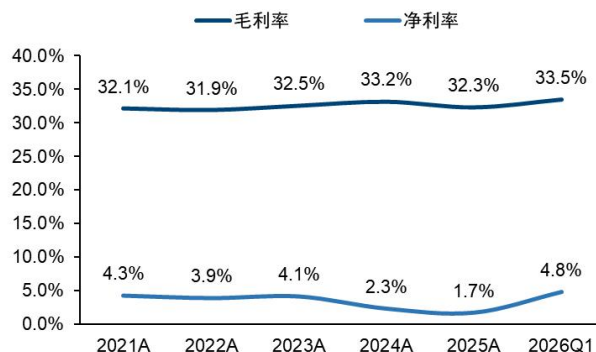
公司费用率稳中有降，26Q1 利润率水平回升。2025 年公司销售费用率 21.1%（-1.0pp）；管理费用率 6.0%（+0.4pp）；财务费用率 0.6%（-0.2pp）；研发费用率 0.2%（+0.2pp）。公司费用管控措施初见成效，销售费用率显著下降；同时公司加强 AI 等技术对实际业务的赋能，研发费用率略有提升，有望为公司带来经营效率上的进一步提升。2026 年一季度公司费用率进一步下降，26Q1 销售费用率 20.8%（-0.9pp）；管理费用率 5.1%（同比持平）；财务费用率 0.5%（-0.2pp）。从利润端来看，公司 2025 年毛利率 32.3%（-0.9pp），净利率 1.7%（-0.6pp），主要受到行业政策压力与价格下行压力带来的影响。26Q1 公司毛利率 33.5%（-0.7pp），净利润 4.8%（+0.2pp）；得益于公司闭店节奏的放缓以及控费措施的落实，26Q1 净利润水平已出现同比回升。

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

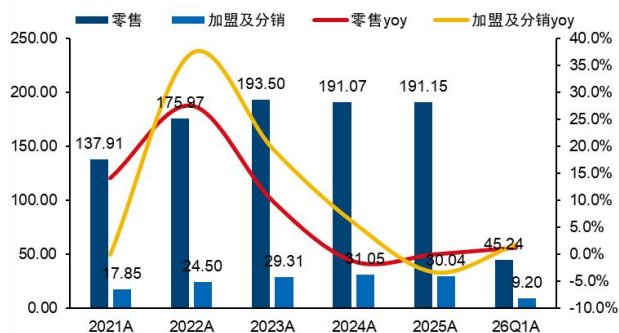
图6: 老百姓毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

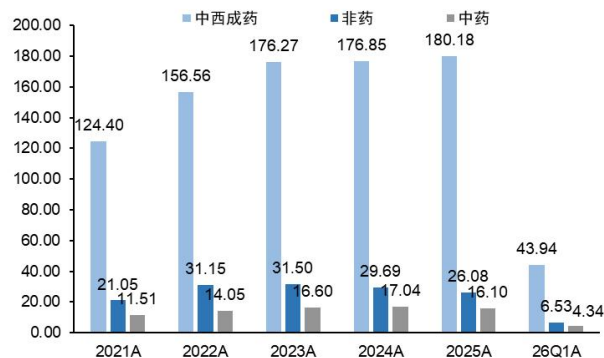
零售及加盟业务均出现好转，药品销售增长韧性较强。2025 年公司零售业务收入 191.15 亿元，同比基本持平；加盟及分销业务收入 30.04 亿元，同比下降 3.2%；行业出清短期内为公司加盟及分销业务带来一定影响，但头部竞争格局的改善以及加盟需求的逐步提升有望使加盟业务成为公司未来重要发展引擎。2026Q1 公司零售业务收入 45.24 亿元，同比增长 1.3%；加盟及分销业务收入 9.20 亿元，同比增长 1.9%；26Q1 单季度公司两大业务均实现营收端的好转。分产品看，受到消费环境复苏较慢的影响，公司药品收入表现强于非药品类。2025 年公司中西成药收入 180.18 亿元（+1.9%），中药收入 16.10 亿元（-5.5%），非药收入 26.08 亿元（-12.1%）；26Q1 公司中西成药收入 43.94 亿元（+0.5%），中药收入 4.34 亿元（+9.2%），非药收入 6.53 亿元（-2.0%）。

图7: 老百姓营业收入按业务拆分（亿元；2020-2026Q1）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

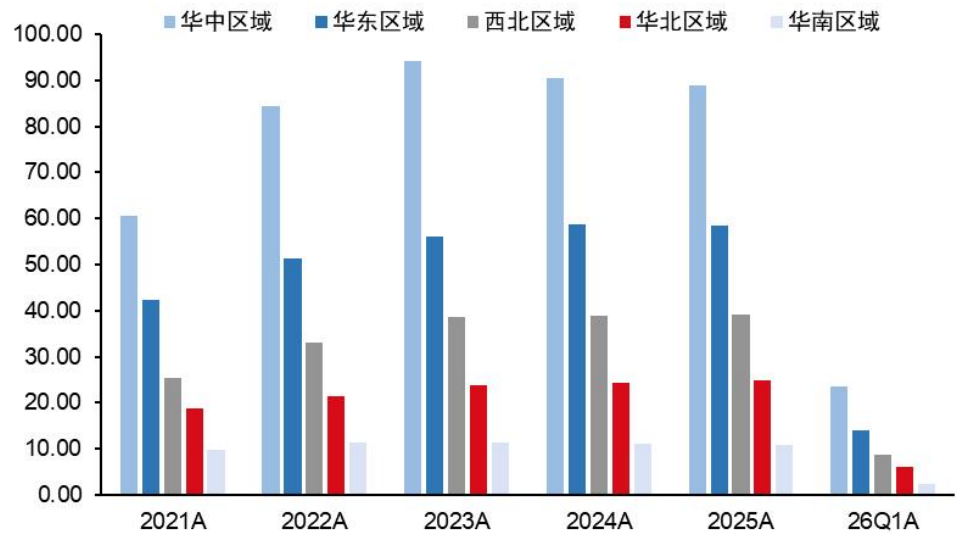
图8: 老百姓营业收入按产品拆分（亿元；2020-2026Q1）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

华中地区依旧贡献公司成长最主要动力。分地区来看，2025 年公司华中/华东/西北/华北/华南地区分别实现收入 88.93/58.47/39.29/24.81/10.86 亿元，分别同比 -1.7%/-0.4%/+1.0%/+2.2%/-3.0%。从 2021-2025 年的维度来看，华中、华东、西北地区贡献了公司大部分的增长，分别实现了 10.1%/8.4%/11.5%的年均复合增长。2026 年一季度华中/华东/西北/华北/华南地区分别实现收入 23.66/13.90/8.80/5.99/2.46 亿元，分别同比 +3.9%/-4.2%/+1.6%/+3.2%/-5.3%。

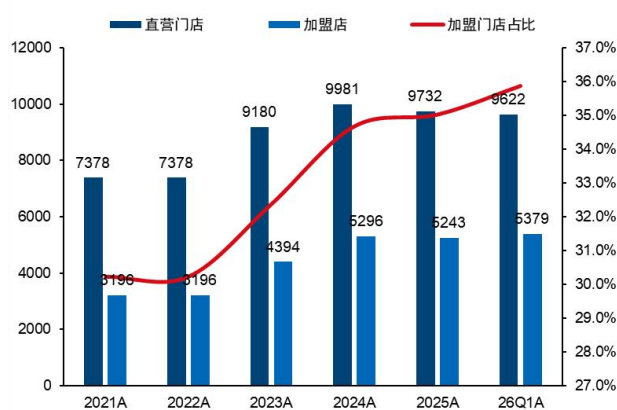
图9：老百姓分地区收入情况（亿元；2021-2026Q1）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

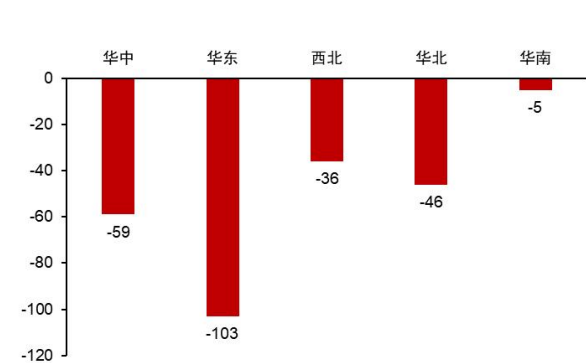
闭店节奏放缓，加盟门店数量占比持续攀升。截至2026年Q1末，公司共拥有门店15001家，其中直营门店9622家，加盟门店5379家；分地区来看，华中、华东及华北地区直营门店数量较多，分别为3414/2779/1448家。公司2025年处于门店结构优化阶段，关闭了经营效率较低的门店，全年直营门店及加盟门店分别净减少249家、53家。26Q1公司直营门店依然处于净闭店阶段，但加盟店数量已经有所回升，预计加盟将成为公司后续增长的重要来源。公司加盟门店数量占比已从2021年的30.2%提升至26Q1的35.9%。

图10：老百姓直营及加盟门店数量情况（2020-2026Q1）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图11：老百姓2025不同地区直营门店净开店数量



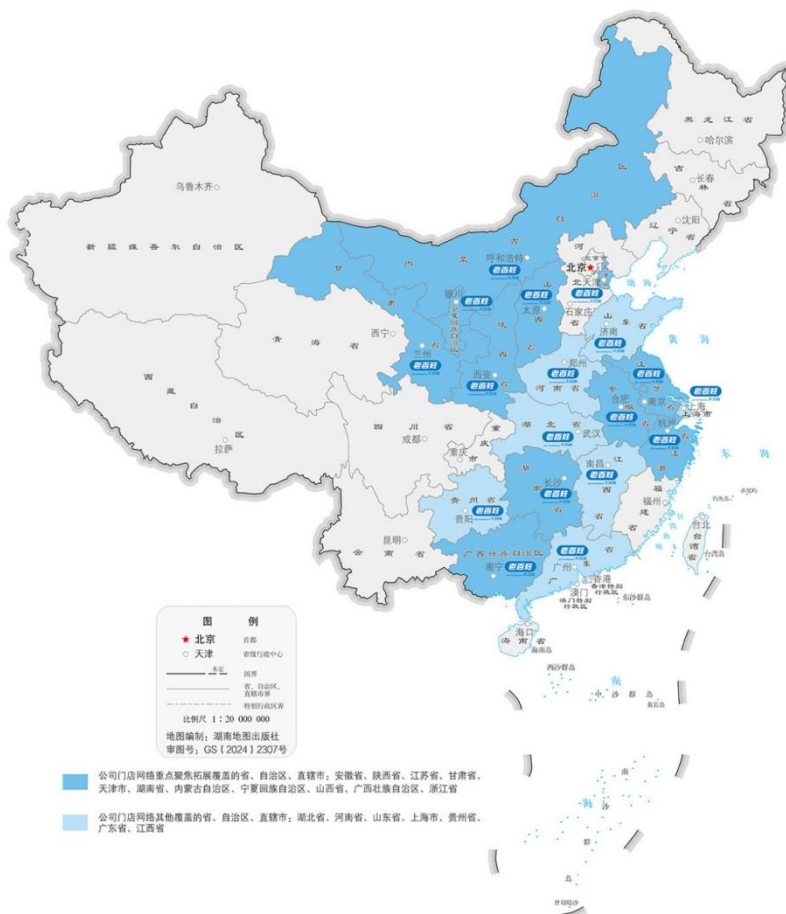
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

老百姓：转型变革中的连锁药房领军企业

公司概况

发展历程：凭借持续稳健的增长和科学的战略并购，老百姓大药房已成长为国内领先的医药零售连锁企业。自 2001 年在湖南长沙开设首家门店以来，公司始终专注药品零售主业，以直营连锁为核心，不断完善供应链与自有品牌体系，逐步构建覆盖全国 18 个省级行政区的庞大终端网络。2015 年 4 月 23 日，老百姓大药房在上交所主板成功上市。此后，公司通过多轮战略并购持续强化全国网络布局与区域市场控制力。同时，公司积极推进数字化转型与创新业态，实施“星火计划”和“百城千店”战略，自 2018 年起成为下沉市场拓展和运营效率提升的核心引擎。截至 2026 年一季度末，全国门店总数超 15000 家，是全国首批门店规模过万的民营上市连锁药房，服务范围涵盖华南、华中、华北、华东及西南等市场。公司在医药零售行业中处于领先地位，以直营连锁为核心，兼具加盟拓展模式，并通过数字化升级与健康服务生态建设，持续提升服务能力和市场竞争力。

图12: 公司市场版图情况

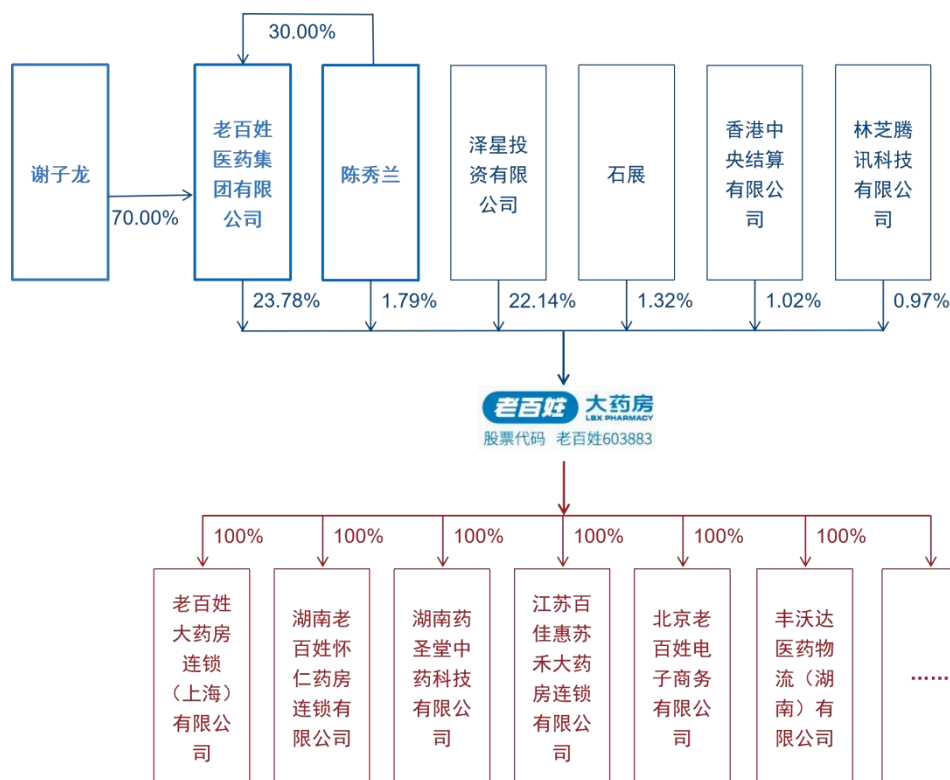


资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

股权结构：公司实控人为谢子龙和陈秀兰。其中谢子龙通过老百姓医药集团有限公司间接控制公司 16.65%股份，陈秀兰通过直接和间接持有控制公司 8.92%股份。两人通过一致行动安排对公司具有绝对控制权，确保公司决策高效稳定。其

他主要股东包括泽星投资有限公司（持股 22.14%）、石展（持股 1.32%）、香港中央结算有限公司（持股 1.02%）及林芝腾讯科技有限公司（持股 0.97%），整体股权结构集中，有利于维持公司战略稳定性和对下属全资及控股子公司的控制力。

图13: 公司股权结构



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

公司高管：管理团队由行业经验丰富、专业背景扎实的高管组成，展现出卓越的公司治理能力和战略执行力。公司创始人及董事长谢子龙先生自创立公司以来，深耕医药零售行业二十余年，具备丰富的行业洞察力与领导力，主导公司从区域性连锁向全国性龙头企业的发展。管理团队核心成员涵盖董事、财务总监及副总裁等职位，多数拥有医药、管理、财务、投资及法律等专业背景，并在国内外知名医药流通、零售及投资企业积累了丰富的实战经验。团队平均从业年限超过 15 年，为公司持续稳健增长、全国网络扩张及数字化转型提供了坚实保障。

表1: 公司管理层

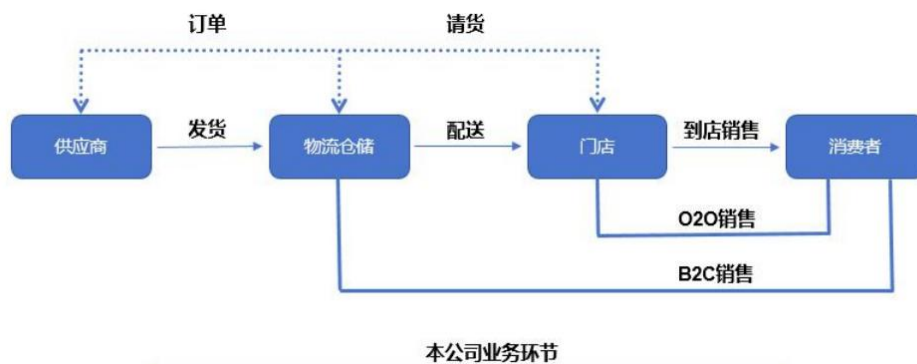
姓名	职务	任职时间	个人简介
谢子龙	董事长，总裁	2014	1966 年出生，中国国籍，民建会员，公司创始人。全国劳动模范，第五届全国道德模范提名奖获得者（诚实守信），系第十一，十二，十四届全国人大代表，民建中央委员，湖南省委副主委，中国医药物资协会名誉会长，中国医药商业协会副会长，湖南省药品流通行业协会会长。现为公司第五届董事会董事。
武滨	董事	2016	1960 年出生，中国国籍，研究生学历，注册高级咨询师，执业药师，国家人事部，卫生部，国家中医药管理局第三批全国老中医药专家学术继承人。曾就职于太原重型机器厂，山西省医药公司，山西省医药管理局，山西省药材公司，山西省医药集团有限公司等企业和行政机关，曾经担任中国医药商业协会常务副会长，现任中国医药企业管理协会专家委员会委员，国家科技部，工业和信息化部，商务部，北京市经济和信息化委员会药品流通行业及中药项目评审专家，中国医药物资协会高级顾问。兼任山西省医药行业协会副会长，秘书长，山西大学硕士研究生导师，哈药集团人民同泰医药股份有限公司，德展大健康股份有限公司，浙江维康药业股份有限公司，山西振东制药股份有限公司独立董事，亚宝药业集团股份有限公司，山东科源制药股份有限公司董事。现任公司第四届董事会董事。
郑嘉齐	董事	2020	1983 年出生，中国国籍，有境外永久居留权，英国曼彻斯特大学经济学本科学士，英国兰卡斯特大学金融学硕士。曾任职于中国国际金融有限公司投资银行部。系春华资本集团创始成员，现任春华资本集团合伙人，公司第四届董事会董事。

李甄	董事	2022	1978 年出生，中国国籍。中欧国际工商学院 EMBA 工商管理硕士，复旦大学经济学硕士，复旦大学法学学士。曾任职淡马锡控股（私人）有限公司上海代表处，现任方源投资顾问（三亚）有限公司执行董事兼总经理，医疗行业投资主管，公司第四届董事会董事
谢嘉祺	董事	2024	中国国籍,1992 年出生，英国曼彻斯特大学管理专业本科，中欧国际工商学院 EMBA 在读。系湖南省工商业联合会（总商会）常委，湖南省工商联青年企业家商会常务副会长，湖南省青年联合会常务委员，湖南省人民检察院人民监督员，现任老百姓大药房连锁股份有限公司董事长特别助理，老百姓医药集团有限公司总裁，湖南省明园蜂业有限公司董事长，湖南省影响公益基金会理事长，湖南妇女儿童医院执行董事。谢嘉祺女士与谢子龙先生为父女关系
陈立山	副总裁，财务总监	2023	1979 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，中央财经大学投资经济学本科学历，中央财经大学国民经济学硕士，北京大学会计学硕士（MPAcc），中欧国际工商学院 EMBA，高级会计师，国际内审师，美国注册管理会计师。曾任李宁有限公司财务经理、亿利燃气股份有限公司财务副总监、福建天鹰网络科技有限公司营销财务总监、青海互助天佑德青稞酒股份有限公司财务总监、北京智芯原动科技有限公司 CFO。现任公司财务总监兼财务负责人
冯诗倪	副总裁，董事会秘书	2019	1985 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，中南大学硕士学历，先后在三一重工股份有限公司担任重工总裁办综合服务经理、宣传文化部媒体主管、证券部投资者关系经理，爱尔眼科医院集团股份有限公司担任董秘办副主任等职务。自 2019 年起担任公司董事会秘书

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

公司业务：公司以药品零售为核心，形成了“直营零售、直营式加盟、联盟及生产制造”一体化的经营模式。公司主要经营中西成药、中药饮片、养生中药、健康器材、保健品及生活护理用品等，通过直营门店、加盟门店及联盟门店拓展市场。同时，公司建立了完善的采购、物流和配送体系，依托全国仓储配送中心保障商品高效调配和供应。在自有品牌方面，公司开展中成药及中药饮片等生产制造，形成从商品采购、仓储配送到终端销售的一体化运营模式。公司依托标准化管理、数字化工具及品牌化运营，持续提升门店服务质量与运营效率，并通过 O2O、电商平台及私域渠道拓展线上业务。目前公司门店覆盖全国主要省市，直营及加盟网络协同发展，为消费者提供专业化、便捷化的健康商品与服务。

图 14：公司主营业务流程示意图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

行业现状：由规模扩张至质量竞争的深度转型期

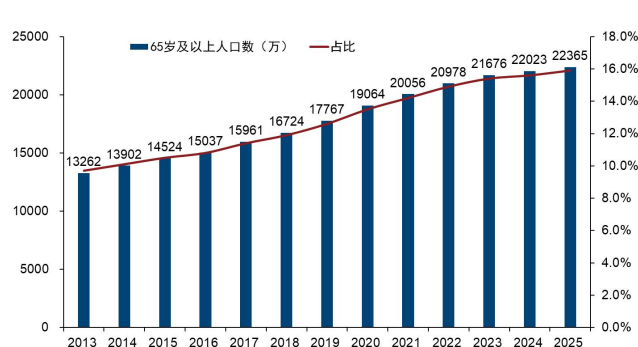
药房承接了医药健康产品刚性需求，渠道渗透率领先。随着老龄化进程加快以及居民健康消费意识不断增强，大众对医疗保健领域的消费需求持续增加。据国家统计局数据，我国居民人均医疗保健消费支出由 2014 年的 1045 元/每年迅速提升至 2025 年的 2573 元/每年，对应 2013-2024 年 CAGR 为 8.5%。根据中康产业研究院的统计，2024 年我国医药健康产品购买渠道中，线下药房以 85.3% 的渗透率位居第一，其次为 B2C、O2O 等新零售渠道以及医疗机构渠道。

图15: 我国居民人均医疗保健消费支出情况（2014-2025）



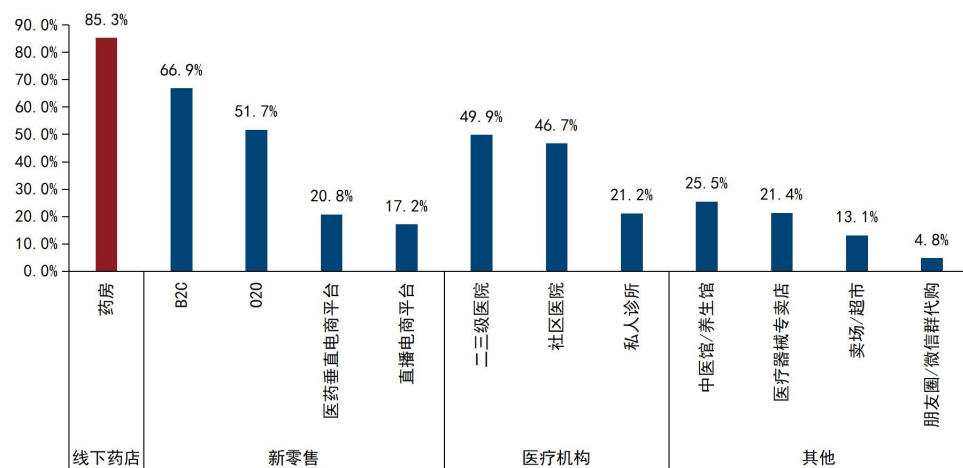
资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图16: 我国 65 岁及以上人口数量及占比情况（2013-2025）



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

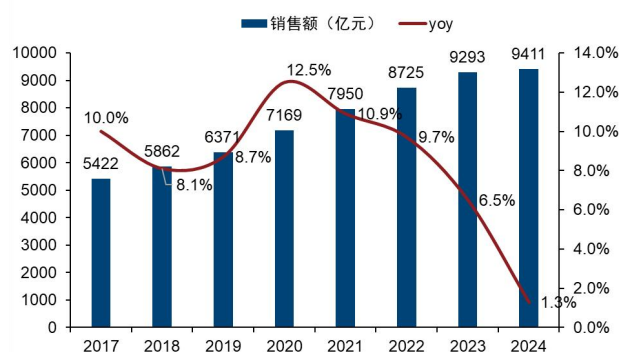
图17: 2024 年医药健康产品购买渠道渗透率



资料来源：中康产业研究院，国信证券经济研究所整理

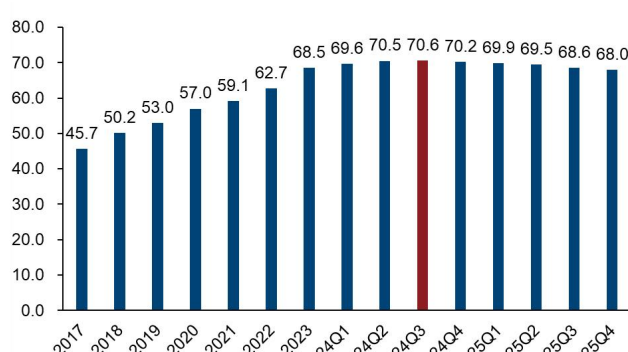
短期：市场规模增速下滑，线下药房门店数量开始减少，行业进入转型期。根据米内网的统计，2024 年我国零售药店市场规模（含线下药房及网上药店）为 9411 亿元，同比增长 1.3%，增速近几年呈现明显下滑趋势。由于行业增速放缓、线上平台的冲击以及政策监管的变动，我国零售药店数量增长停滞，自 24Q3 末 70.6 万家的高点以来，数量已减少至 25Q4 末的 68.0 万家。

图18: 中国线上及线下药店零售规模 (2017-2024)



资料来源：米内网，国信证券经济研究所整理

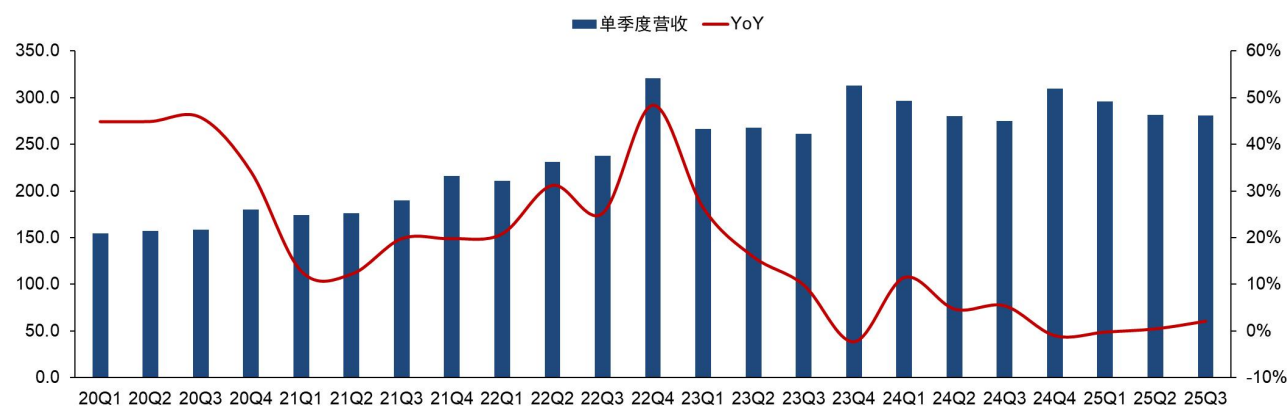
图19: 零售药店门店数量 (万家; 2017-2025Q1)



资料来源：中康药店通，国信证券经济研究所整理

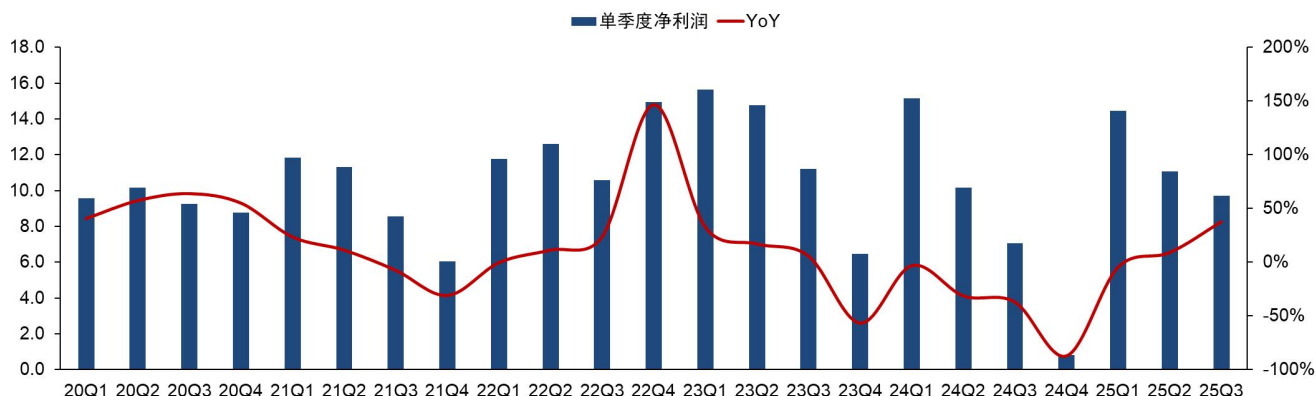
行业增长失速背景下，连锁药房上市公司收入及利润亦有所承压。A 股上市连锁药房企业的营业收入增速在近两年有所放缓。2025 年前三季度，8 家连锁药房企业营业收入合计 858.5 亿元，同比增长 0.74%，自 2022 年以来收入增速逐年下降（2022-2024 年营收同比增速分别为 30.44%/10.83%/4.86%）。从逐季的情况来看，单季度营业收入增速在 24Q4 出现同比下滑，在 25Q2 恢复同比增长；单季度净利润自 23Q4 起多个季度显著同比下滑，25Q2 恢复同比增长。上市连锁药房经营情况已经出现边际好转。

图20: A 股连锁药房上市企业单季度营收及同比增速情况 (亿元, 2020Q1-2025Q3)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：图中数据包含益丰药房、一心堂、漱玉平民、华人健康、第一医药、大参林、老百姓、健之佳 8 家 A 股上市公司，截至 2026/04/22 仍有部分公司未披露 2025 全年业绩

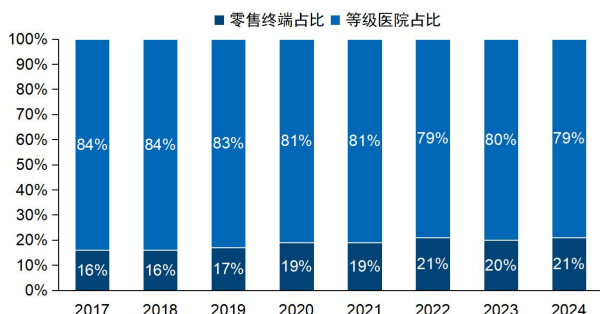
图21: A 股连锁药房上市企业单季度利润及同比增速情况（亿元，2020Q1-2025Q3）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：图中数据包含益丰药房、一心堂、漱玉平民、华人健康、第一医药、大参林、老百姓、健之佳 8 家 A 股上市公司

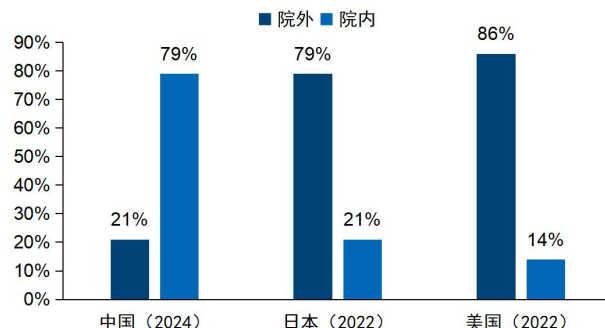
中远期：处方外流带来行业增长空间。在“医药分开”的背景下，处方外流为零售药店市场带来新的增量。自从 2023 年 2 月定点零售药房纳入门诊统筹后，处方外流的进展逐步取得成效。零售终端在处方药中的占比已经从 2017 年的 16% 提升至 2024 年的 21%，但与发达国家相比，仍有较大的提升空间。根据 IQVIA 及日本厚生劳动省的统计，2022 年美国及日本处方药院外占比分别为 79% 和 86%。

图22: 2017-2024 年中国处方药院内外占比情况



资料来源：中康 CMH，国信证券经济研究所整理

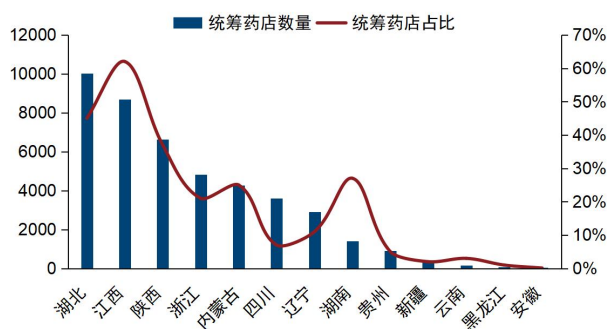
图23: 中、日、美处方药院内外市场占比



资料来源：中康 CMH，日本厚生劳动省，IQVIA，国信证券经济研究所整理

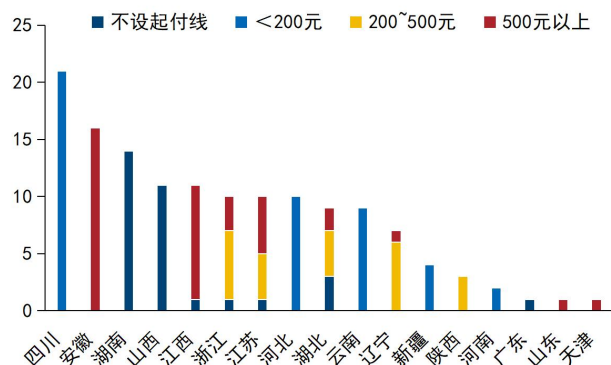
门诊统筹落地较快，但各地进展和起付线标准差别较大。据统计，门诊统筹政策出台后，部分地区如湖北、江西、陕西、浙江等地进展较快，截至 2024 年末，估计全国纳入门诊统筹的零售药房数量远超 10 万家。从起付线标准来看，湖南、陕西、湖北等地政策较为友好，部分省份报销起付线超过 500 元。随着后续零售药店纳入门诊统筹管理的比例提升以及各地报销政策的不断出台和优化，预计将会切实提升医保供给能力，加速处方外流。

图24: 部分省份统筹药店数量及占比情况（截至 23H1 末）



资料来源：中国药店，国信证券经济研究所整理

图25: 统筹药店报销不同起付线范围的各省市地级市数量



资料来源：中国药店，国信证券经济研究所整理

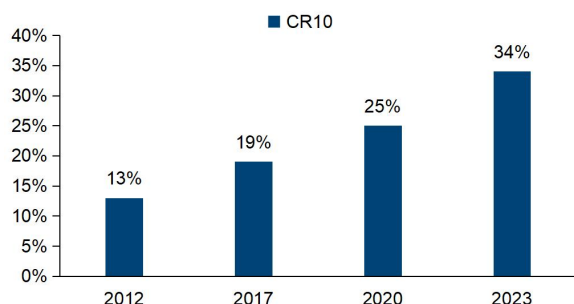
表2: 部分省份零售药店纳入门诊统筹政策梳理

省份	发布时间	纳入模式 / 要求	处方流转来源
安徽省	2023-05-11	“自愿申请、应纳尽纳、动态调整、有进有出”；申请药店需“进销存”系统、医保系统对接等（安徽省医保局）	定点医药机构开具处方 + 互联网医院复诊处方（安徽省医保局）
湖南省	2023-05-18	鼓励符合条件的定点零售药店自愿申请；“应纳尽医保定点医药机构处方 + 本省审批互联网医院电子处方纳”引导纳入（湖南省烟草专卖局）	（可能有约束）（湖南省烟草专卖局）
四川省	2023-03-01	鼓励符合条件的药店申请开通，需符合资质、管理规范、进销存系统且与医保系统对接（四川省人民政府）	定点医药机构处方 + 鼓励互联网医院（依托实体定点医疗机构）处方流转（四川省人民政府）
广东省	2023-05-04	扩大纳入范围，明确“门诊外配处方流转至药店的医保目录内药品均纳入”（广东省医疗保障局）	医药机构门诊外配处方流转至药店（广东省医疗保障局）

资料来源：各省份政府官网，国信证券经济研究所整理

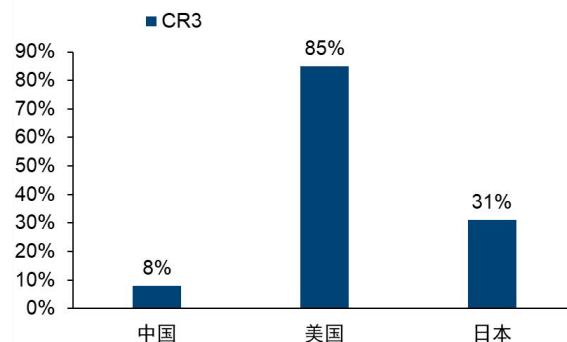
中远期：行业集中度和连锁化率上升，相较海外依然有较大提升空间。根据华经产业研究院的统计，2023 年我国连锁药房行业 CR10 为 34%，较 2012 年的 13% 有显著提升。2022 年连锁药房 CR3 为 8%，相较美国（85%）和日本（31%）差距明显。2024 年药店行业连锁化率为 57.56%，同比略有下降，相较于 2017 年的 50.50%整体呈现提升的趋势，但与美国 90%的连锁化率水平相差较大。预计后续大型医药零售企业将依托规模和品牌优势，在行业竞争中表现出强者恒强的态势。

图26: 中国连锁药店行业 CR10



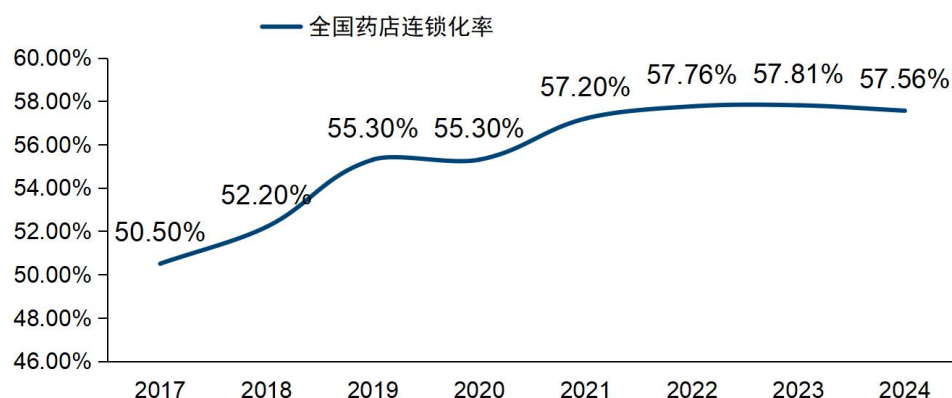
资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

图27: 2022 年中、美、日连锁药店 CR3 对比



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

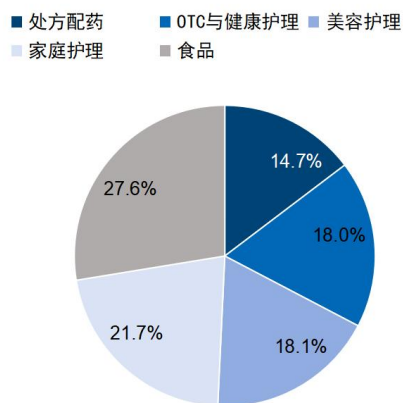
图28: 全国药店连锁化率情况（2017-2024）



资料来源：国家药监局，国信证券经济研究所整理

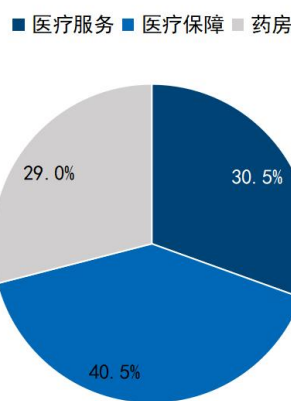
线上与线下融合，药品与非药并举，零售药房迎来发展新机遇。当前国家正推动零售药店向数智化、专业化、多元化和线上线下融合方向发展。零售药店通过完善管理制度和信息化建设，提升药品储存配送、用药指导及慢病管理能力，并拓展医药电商业务，利用互联网平台扩大服务范围。线上线下药品销售持续增长，服务内容不断丰富。2024年11月，商务部等七部门发布政策，鼓励药店依法开展非药品销售和健康服务，实现多元化发展。日本药妆行业非药品销售占比高达67.3%，美国CVS药店医疗服务和医保收入占比71%，而我国药店非药品销售仅18.6%，显示出我国药店在商品和服务多元化方面仍有巨大提升空间。

图29: 2022年日本药妆行业销售品类结构



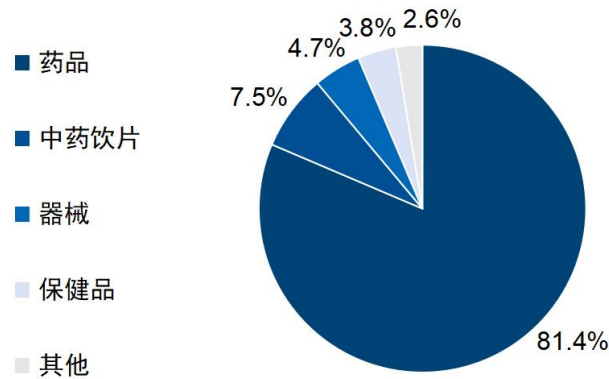
资料来源：日本连锁药店协会，国信证券经济研究所整理

图30: 美国CVS药店2024年财报营业收入结构



资料来源：CVS 财报，国信证券经济研究所整理

图31：2024 年中国实体药店销售品类结构

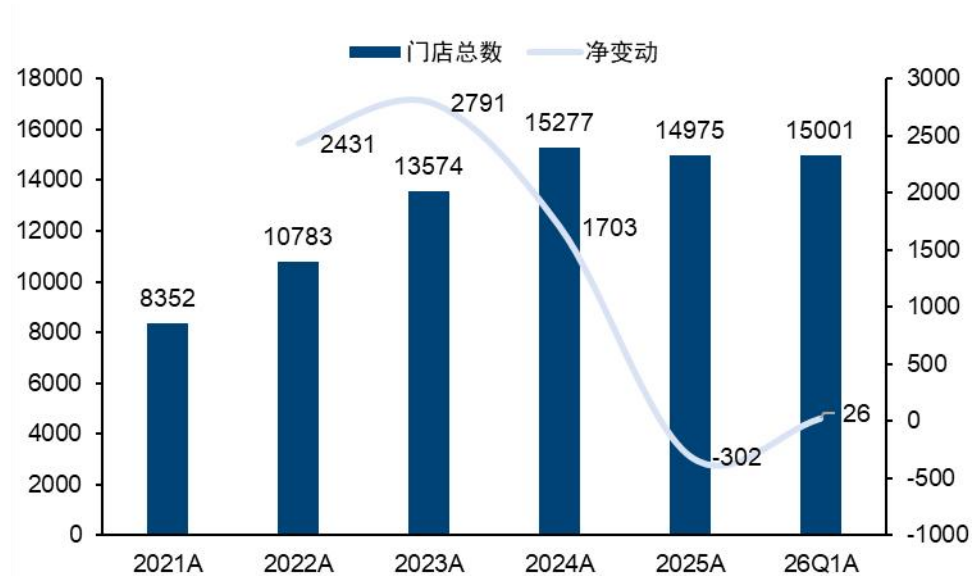


资料来源：米内网，国信证券经济研究所整理

老百姓：转型变革中的连锁药房领军企业

从跨入“万店时代”向精细化运营转型。公司目前门店网络规模已经稳居国内第一梯队。2022 年公司门店数量突破一万家，2024 年末公司门店总数达到 15277 家，其中直营门店及加盟门店分别有 9981、5296 家。受到行业增速下行以及自身经营效率优化需要的影响，公司 2025 年门店数量净变动为负值，净减少的门店大部分来自于经营效率欠佳的直营门店。26Q1 公司门店总数量相较 2025 年末有所回升，主要由加盟门店增加贡献；同时公司闭店节奏逐渐放缓趋稳，整体门店结构优化已逐渐完善，预计将有利于公司后续利润端的改善。

图32：老百姓门店数量及年净增门店数情况（2020-2026Q1）

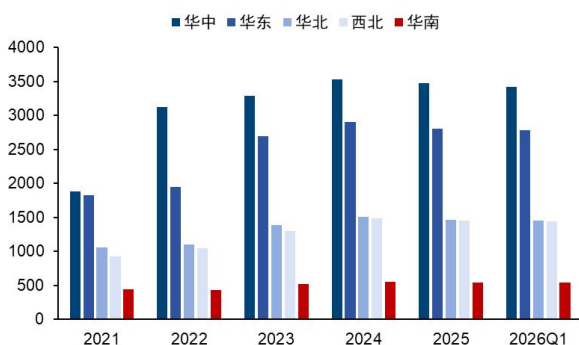


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

直营网点持续扩张，区域布局稳步优化，门店结构向高效、标准化方向演进。分区域看，2021 至 2026Q1 公司直营门店总量整体提升，其中华中由 1879 家增至

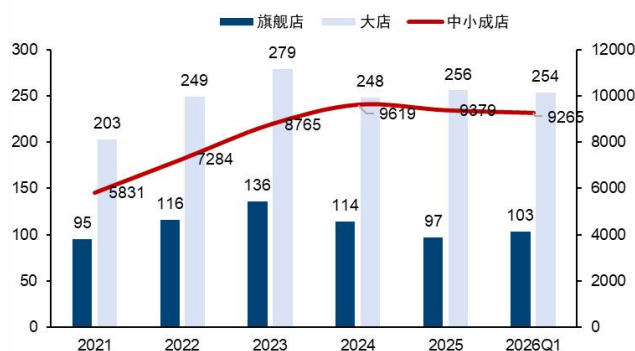
3414 家，始终为核心布局区域；华东由 1825 家增至 2779 家，华北由 1056 家增至 1448 家，西北由 930 家增至 1438 家，华南由 439 家增至 543 家；公司深耕优势市场的同时，持续推进全国化渗透。分规模看，旗舰店在 2021 至 2023 年由 95 家增至 136 家后回落至 2026Q1 的 103 家，小店由 203 家增至 254 家，中小成店由 5831 家快速增至 2024 年的 9619 家、2026Q1 为 9265 家。公司门店扩张已由早期数量驱动逐步转向质量驱动，一方面核心区域加密提升直营网点密度与协同效率，另一方面通过优化旗舰店、小店与中小成店的结构配比，强化直营网点盈利能力与精细化运营水平。

图33: 公司不同地区直营门店数量情况（2021-2026Q1）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

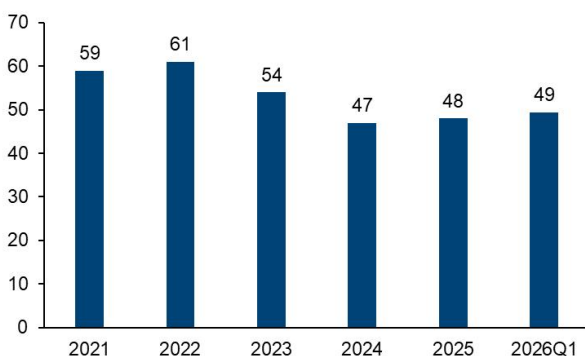
图34: 公司不同规模门店数量情况（2021-2026Q1）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

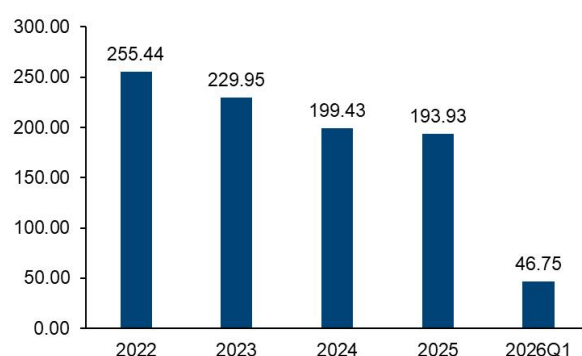
公司直营门店坪效及单店收入下滑的趋势企稳。公司直营门店的日均坪效由 2021 年的 59 元每平米下滑至 2024 年的 47 元每平米；公司直营门店年均收入（零售业务总收入除以当年直营门店数量平均值）由 2022 年的 255.44 万元下跌至 2025 年的 193.93 万元。主要原因在于市场环境、医保政策以及 2024 年新增门店大多为坪效较低的中小成店为主。2025 年受益于公司精细化运营以及直营门店结构的优化，坪效同比略有提升至 48 元每平米。

图35: 公司直营门店日均坪效情况（元/平方米）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图36: 公司直营门店年均收入情况（万元）



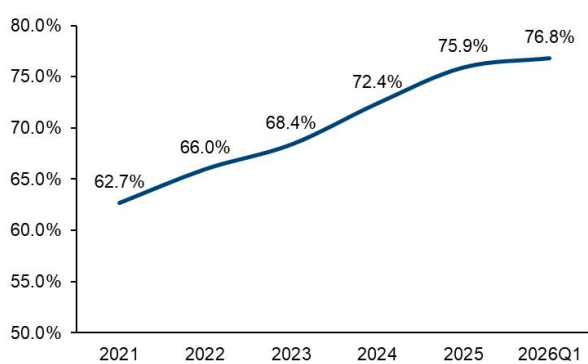
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：门店年均收入估算方法=公司零售业务收入/年初及年末直营门店总数平均值

深化门店转型战略，从根本上重构了终端零售逻辑与一线组织活力。自 2025 年第三季度起，公司推动万家门店实施从“交易型”向“关系型”的深度变革，彻底摒弃了传统被动等待顾客上门的“坐商”模式，转而建立主动触达、深耕社区

会员关系的“行商”新范式。这一模式转换不仅要求店员从单纯的销售执行者转变为客户健康管理的长期服务者，更通过机制创新将经营决策权下沉，有效激发了一线经营单元的主观能动性与市场响应速度，从而在存量竞争环境中成功挖掘出单店客流与复购率的增长新曲线。

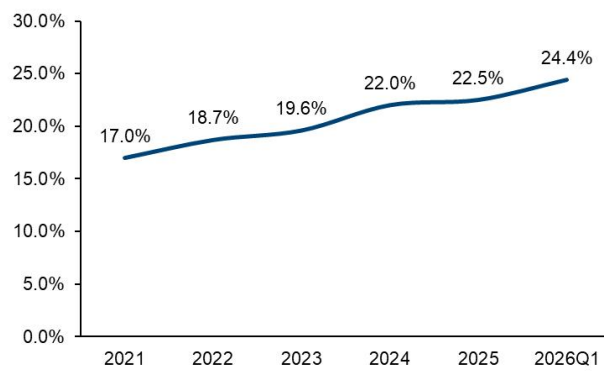
通过商采体系的深度革新，构建了以规模效应和差异化产品为核心的供应链竞争壁垒。公司持续推动全国统一采购战略，统采占比从 2021 年的 62.7% 稳步攀升至 2026Q1 的 76.8%，充分发挥了万店规模优势以降低采购成本；同时，公司将原有的“火炬项目”迭代升级为“性价比项目”，在优化商品结构的基础上聚焦高毛利与高性价比单品，驱动自有品牌销售占比实现跨越式增长。公司自有品牌销售收入占比从 2021 年的 17.0% 一路提升至 26Q1 的 24.4%，这一产品结构的优化直接支撑了公司整体毛利率的改善。

图37：公司统采销售占比（2021-2026Q1）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

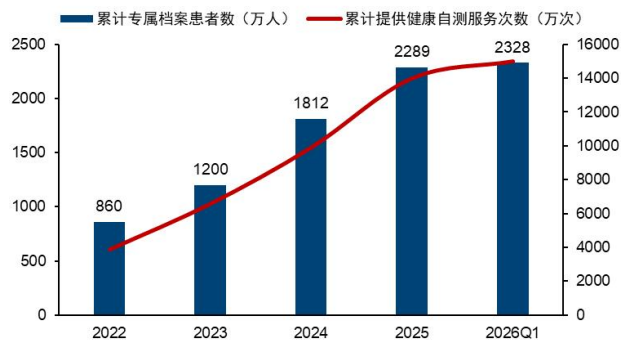
图38：公司自有品牌销售收入占比（2021-2026Q1）



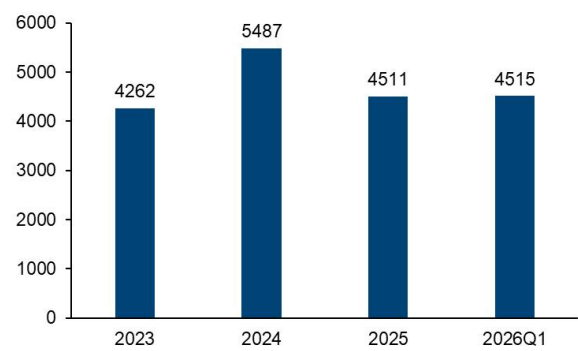
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

以数智化赋能为核心战略引擎，全面推动人工智能技术在零售药房场景的深度落地。公司自主研发的“老百姓小丸子 AI”大模型已成功覆盖商品管理、会员营销、处方审核、库存优化、门店选址、员工培训、财务分析及运营监控等八大核心业务场景，将传统依赖人工经验的决策模式升级为数据驱动的智能决策模式；这一举措不仅实现了业务流程的自动化与标准化，大幅降低了运营成本，更通过精准的数据洞察显著提升了管理层在复杂市场环境下的响应速度与决策质量，为公司万店规模下的高效协同与精细化运营提供了强有力的技术支撑。

公司将专业化服务升级为核心战略支点，通过构建“慢病管理深度运营 + 统筹资质规模化获取 + 便民服务网络全覆盖”的三维服务体系，全面重塑药房作为健康服务终端的核心价值。公司在慢病管理领域深耕细作，截止 26Q1 末已累计为超过 2328 万名患者建立专属健康档案，提供从用药指导到健康追踪的全生命周期管理，显著提升了用户粘性与复购率；同时加速承接处方外流红利，全国范围内获得统筹资质的门店数量已达 4514 家，有效打通了医保统筹支付的关键环节，增强了门店的处方药销售能力；此外，公司依托万家门店规模优势，在全国范围内落地“爱心驿站”公益项目，将服务边界从药品销售延伸至户外工作者与社区居民的多元化便民需求，不仅强化了品牌的社会责任感与亲和力，更通过高频次的社区互动构建了深厚的护城河，实现了社会效益与经营效益的双重提升。

图39：公司专属健康档案覆盖患者人数（2022-2026Q1）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图40：公司统筹资质门店数量（2023-2026Q1）


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

零售：零售业务近年在行业承压背景下展现较强韧性，受益于“火炬项目”毛利率优化、统采占比提升及数智化降本增效，经营效率持续改善。未来公司零售业务增长动力主要来自：处方外流带来的行业增长、慢病管理运营深化带来的用户粘性提升以及 AI 赋能带来的运营增效。2025 年公司零售业务收入 191.15 亿元，同比基本持平；毛利率 35.4%，同比减少 1.0pp。预计公司零售业务 2026-2028 年营业收入 200.70/209.74/218.13 亿元，同比增长 5.0%/4.5%/4.0%，毛利率分别为 35.5%/36.0%/36.5%。

加盟及分销：加盟业务有望成为公司规模扩张与利润贡献的核心引擎，通过“直营式加盟”模式实现快速区域渗透，未来凭借弱势区域加密、下沉市场拓展以及“药店+”业态创新打开成长空间。2025 年公司加盟及分销业务收入 30.04 亿元，同比减少 3.2%；毛利率 12.4%，同比下降 0.7pp。预计公司加盟及分销业务 2026-2028 年营业收入 33.79/37.17/39.96 亿元，同比增长 12.5%/10.0%/7.5%，毛利率分别为 12.5%/12.5%/12.5%。

表3：公司收入及毛利预测（单位：百万元）

	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	22437.49	22357.61	22236.62	23573.72	24821.02	25945.26
yoy	11.2%	-0.4%	-0.5%	6.0%	5.3%	4.5%
毛利	7303.26	7415.28	7181.89	7593.32	8063.35	8511.69
毛利率	32.5%	33.2%	32.3%	32.2%	32.5%	32.8%
分业务收入						
1、零售	19349.50	19106.71	19114.84	20070.58	20973.76	21812.71
yoy	10.0%	-1.3%	0.0%	5.0%	4.5%	4.0%
毛利	6905.27	6958.04	6764.17	7125.06	7550.55	7961.64
毛利率	35.7%	36.4%	35.4%	35.5%	36.0%	36.5%
2、加盟及分销	2930.99	3104.57	3003.71	3379.17	3717.09	3995.87
yoy	19.6%	5.9%	-3.2%	12.5%	10.0%	7.5%
毛利	341.15	405.55	373.69	422.40	464.64	499.48
毛利率	11.6%	13.1%	12.4%	12.5%	12.5%	12.5%
3、其他	157.00	146.33	118.07	123.97	130.17	136.68
yoy	22.7%	-6.8%	-19.3%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利	56.84	51.69	44.03	45.87	48.16	50.57
毛利率	36.2%	35.3%	37.3%	37.0%	37.0%	37.0%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所预测

综上所述，预计公司 2026-2028 年营收 235.73/248.21/259.45 亿元，同比 +6.0%/+5.3%/+4.5%；毛利率 32.2%/32.5%/32.8%，毛利 75.93/80.63/85.12 亿元。

未来三年业绩预测

表4: 未来三年盈利预测（单位：百万元）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	22358	22237	23574	24821	25945
营业成本	14942	15055	15980	16758	17434
销售费用	4947	4699	4974	5225	5449
管理费用	1258	1288	1303	1357	1403
研发费用	2	51	12	12	13
财务费用	173	130	100	88	71
营业利润	914	742	1140	1313	1488
利润总额	916	756	1140	1313	1488
归母净利润	519	382	593	696	804
摊薄 EPS（元）	0.68	0.50	0.78	0.92	1.06
ROE	7.9%	5.8%	8.7%	9.7%	10.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

销售费用率：得益于公司主动推进门店降租迁址优化租金成本、数智化赋能提升运营效率，以及加盟占比提升带来的规模效应释放，预计未来公司销售费用率将呈现稳中有降趋势。预计后续公司销售费用率将维持稳定。预计 2026-2028 年销售费用率为 21.10%/21.05%/21.00%。

管理费用率：随着“火炬项目”精细化管理深化、组织架构优化及工程转固折旧高峰逐步消化，管理效率将持续改善，预计 2026-2028 年管理费用率为 5.30%/5.25%/5.20%。

研发费用率：随着“老百姓小丸子 AI”等数智化系统在各场景的深入应用，研发将更多资本化，预计未来将保持低位波动但绝对投入增加。预计 2026-2028 年研发费用率为 0.05%/0.05%/0.05%。

按上述假设条件，我们得到公司 2026-2028 年营收 235.73/248.21/259.45 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 +55.4%/+17.3%/+15.5%；每股收益 0.78/0.92/1.06 元；ROE 8.7%/9.7%/10.6%。

盈利预测敏感性分析

考虑以下三种情况对公司经营情况的影响分析，乐观假设与悲观假设在现有预测基础上下浮动 10%。

表5: 情景分析（单位：百万元）

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
乐观预测					
营业收入	22,358	22,237	23,707	25,087	26,337
yoy	-0.4%	-0.5%	6.6%	5.8%	5.0%
归母净利润	519	382	1858	2064	2274
yoy	-44.1%	-26.4%	386.6%	11.1%	10.1%
EPS（元）	0.68	0.50	2.45	2.72	3.00
中性预测					
营业收入	22,358	22,237	23,574	24,821	25,945
yoy	-0.4%	-0.5%	6.0%	5.3%	4.5%
归母净利润	519	382	593	696	804
yoy	-44.1%	-26.4%	55.4%	17.3%	15.5%
EPS（元）	0.68	0.50	0.78	0.92	1.06
悲观预测					
营业收入	22,358	22,237	23,440	24,556	25,557
yoy	-0.4%	-0.5%	5.4%	4.8%	4.1%
归母净利润	519	382	-542	-537	-526
yoy	-44.1%	-26.4%	--	--	--
EPS（元）	0.68	0.50	-0.71	-0.71	-0.69

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：130.09~164.70 亿元

未来 10 年估值假设条件见下表：

表6：公司盈利预测假设条件

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
营业收入增长率	6.01%	5.29%	4.53%	4.00%	4.00%	3.00%	3.00%	2.00%	2.00%	1.00%
营业成本/营业收入	67.79%	67.51%	67.19%	67.09%	66.99%	66.89%	66.79%	66.69%	66.59%	66.49%
管理费用/营业收入	5.30%	5.25%	5.20%	5.15%	5.10%	5.05%	5.00%	4.95%	4.90%	4.85%
研发费用/营业收入	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%	0.05%
销售费用/销售收入	21.10%	21.05%	21.00%	20.90%	20.80%	20.70%	20.60%	20.50%	20.40%	20.30%
营业税及附加/营业收入	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%	0.35%
所得税税率	27.00%	26.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
股利分配比率	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表7：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.05	T	27.00%
无风险利率	2.75%	Ka	9.84%
股票风险溢价	6.75%	有杠杆 Beta	1.29
公司股价	13.72	Ke	11.48%
发行在外股数	759	E/(D+E)	75.91%
股票市值(E)	10412	D/(D+E)	24.09%
债务总额(D)	3304	WACC	9.68%
Kd	5.50%	永续增长率（10年后）	1.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司股票价格区间为 17.14~21.70 元，对应市值区间为 130.09~164.70 亿元。

表8：老百姓 FCFF 估值表（单位：百万元）

	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	TV
EBIT	1,222.1	1,382.6	1,556.7	1,688.6	1,828.5	1,957.2	2,091.9	2,210.8	2,333.5	2,435.6	
所得税税率	27.00%	26.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	892.1	1,023.2	1,167.6	1,266.5	1,371.3	1,467.9	1,568.9	1,658.1	1,750.1	1,826.7	
折旧与摊销	219.6	230.4	238.9	246.1	252.8	259.4	266.0	272.5	279.0	285.5	
营运资金的净变动	(220.7)	13.0	(8.5)	(4.0)	(3.3)	(21.5)	(21.5)	(41.6)	(42.2)	(63.6)	
资本性投资	(201.0)	(151.0)	(101.0)	(101.0)	(101.0)	(101.0)	(101.0)	(101.0)	(101.0)	(101.0)	
FCFF	690.0	1,115.6	1,297.0	1,407.6	1,519.9	1,604.8	1,712.4	1,788.0	1,885.9	1,947.5	22,658.1
PV(FCFF)	629.1	927.3	983.0	972.6	957.5	921.8	896.8	853.7	820.9	773.0	8,992.9
核心企业价值	17,728.6										
减：净债务	3,179.4										
股票价值	14,549.2										
每股价值（元）	19.17										

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值敏感性分析：

该绝对估值对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表9：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
永续 增长 率变 化	19.17	8.7%	9.2%	9.68%	10.2%	10.7%
	2.5%	26.43	23.97	21.86	20.03	18.42
	2.0%	24.96	22.76	20.85	19.17	17.70
	1.5%	23.69	21.70	19.96	18.42	17.05
	1.0%	22.60	20.78	19.17	17.75	16.47
	0.5%	21.63	19.96	18.47	17.14	15.95
	0.0%	20.78	19.23	17.84	16.60	15.48
	-0.5%	20.01	18.57	17.28	16.11	15.04

资料来源：国信证券经济研究所分析

表10：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 26/4/23	总市值 亿元	归母净利润（亿元）				PE				ROE (25A/E)	PEG (26E)	投资评级
				25A/E	26E	27E	28E	25A/E	26E	27E	28E			
603939.SH	益丰药房	24.70	299.46	16.78	19.78	22.38	25.26	17.84	15.14	13.38	11.86	14.4%	0.85	优于大市
603233.SH	大参林	17.98	204.76	12.35	13.54	15.67	-	16.58	15.12	13.07	-	16.8%	1.57	优于大市
002727.SZ	一心堂	12.68	74.25	3.70	4.14	4.75	-	20.07	17.93	15.64	-	5.1%	1.49	无评级
605266.SH	健之佳	18.77	29.01	1.71	2.25	2.66	-	16.96	12.88	10.92	-	5.8%	0.40	无评级
	平均							17.87	15.31	13.21	-	9.2%	1.15	
603883.SH	老百姓	14.33	108.75	3.82	5.93	6.96	8.04	28.48	18.33	15.62	13.52	5.8%	0.20	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：一心堂、健之佳为 Wind 一致预测

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。我们预计公司 2026-2028 年营业收入 235.73/248.21/259.45 亿元，同比+6.0%/+5.3%/+4.5%；预计公司 2026-2028 年归母净利润 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=18.33/15.62/13.52 倍。根据 FCFF 估值法，我们认为公司合理市值区间为 130.09~164.70 亿元，较当前有 19.6%~51.4%溢价空间。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

风险提示

估值的风险

- ◆ 我们采取了绝对估值法，多角度综合得出公司的合理估值在 130.09~164.70 亿元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：
- ◆ 可能由于对公司收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- ◆ 加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.75%、风险溢价 6.75%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
- ◆ 我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入同比+6.0%/+5.3%/+4.5%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险；
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 32.2%/32.5%/32.8%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

市场竞争加剧的风险

随着行业集中度不断提高，国内外大型医药零售连锁陆续上市，并依托资本持续开店和并购，一些企业还通过加盟模式加快扩张。大型连锁在加速扩张的同时，不断强化规模与品牌优势。中小连锁和单体药店也积极应对，通过成立采购联盟降低成本，或利用区域品牌与选址优势提升市场占有率，也有部分选择被收购或加入龙头体系。在集中度上升和规模效应凸显的趋势下，大型连锁之间及其与中小药店的竞争愈发激烈。

行业政策风险

医药行业关乎国计民生，一直处于严格监管之下。医改以来，各类政策持续推出并深刻影响药品零售行业，如医保控费、带量采购、网售处方药、双通道及门诊统筹等，都改变了行业竞争态势。随着改革深化，政策仍会根据实际情况不断调整，未来仍存在不确定性。同时，监管标准持续提升，飞行检查也更加频繁。若企业无法及时顺应政策变化、创新业务模式并确保内部管理有效执行，经营将面临一定风险。

并购门店经营不达预期的风险

公司近年来通过“内生增长+外延并购”双轮驱动的方式加快直营网点布局，持续扩大市场覆盖范围和直营网点规模。但在并购门店的后续经营过程中，仍可能受到多种因素影响，例如原有经营基础较弱、区域市场竞争加剧、消费者需求变化、商圈结构调整，以及并购后的制度衔接、团队融合、供应链协同和运营整合效果不及预期等。在上述因素共同作用下，部分并购门店可能出现经营恢复速度较慢、盈利改善不明显或业绩释放滞后的情况，从而存在经营效益和盈利水平未达预期的风险，并可能对公司整体经营成果产生一定影响。

公司规模扩张造成人才储备不足风险

随着公司经营规模持续扩大、直营网点数量不断增加以及业务链条逐步延伸，公司对药学、营销、物流、信息化、门店运营及综合管理等多个层面的专业人才需求也将持续上升。同时，随着行业竞争加剧和消费者对服务质量要求不断提高，公司不仅需要具备专业能力和管理经验的中高层人才，也对一线员工的业务素质、专业服务能力、执行效率和标准化运营水平提出了更高要求。若公司在人才培养、梯队建设、人员引进、岗位匹配以及激励与留用机制等方面，不能及时适应业务扩张和管理升级的实际需要，可能导致人才储备不足、关键岗位支撑能力减弱、门店经营管理效率下降等问题，进而对公司的持续扩张、运营质量和整体经营发展产生不利影响。

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
流动资产合计	9074	8831	9425	10233	11226	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
资产总计	21045	19845	20434	21183	22052	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	利润总额	916	756	1140	1313	1488
流动负债合计	10920	10164	10616	10930	11290	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	归属于母公司净利润	519	382	593	696	804
长期负债合计	2969	2685	2405	2355	2305	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	13889	12849	13021	13285	13595	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
负债和股东权益总计	21045	19845	20434	21183	22052	公允价值变动损失	111	251	(15)	(15)	0
						财务费用	173	130	100	88	71
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	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	经营活动现金流	953	1920	697	1062	1191
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%	投资活动现金流	(20)	68	(204)	(154)	(104)
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%	融资活动现金流	(528)	(2009)	(352)	(448)	(402)
资产负债率	69%	67%	67%	66%	66%	现金净变动	405	(21)	142	461	685
股息率	8.5%	3.6%	2.8%	3.3%	3.9%	货币资金的期初余额	1975	2380	2358	2500	2961
P/E	20.1	27.3	17.6	15.0	12.9	货币资金的期末余额	2380	2358	2500	2961	3646
P/B	1.6	1.6	1.5	1.5	1.4	企业自由现金流	0	2110	690	1116	1297
EV/EBITDA	17.8	17.5	16.3	14.7	13.4	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 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 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