

# 线下药店 Q3: 利润端增速亮眼, 提质增效效果明显

——医药商业行业跟踪报告

强于大市 (维持)

2025 年 11 月 14 日

## 行业核心观点:

2025Q3, 线下药店板块利润端增速亮眼, 显示行业控费提质增效效果明显。

## 投资要点:

**医药板块行情回顾:** 年初至 2025 年 11 月 10 日, 沪深 300 指数上涨 18.23%, 医药生物 (申万) 实现 19.63% 涨幅, 跑赢沪深 300 指数 1.40 个百分点, 在 31 个行业中排名第 15。医药整体三季度股价表现优于前两个季度。医疗研发外包、化学制剂、其他生物制品、疫苗、医疗耗材、体外诊断、医疗设备、医药流通和中药这些子行业三季度涨幅明显高于前两个季度; 原料药板块三季度股价涨幅不及前两个季度; 线下药店和血制品是三季度中股价唯二下跌的子板块, 其中血制品板块三个季度股价均下跌。10 月份医药板块整体弱势, 各子板块步入调整阶段。

**医药板块 Q3 业绩回顾:** 营业收入方面, 同比正增长的有医疗研发外包、医疗设备、其他生物制品、线下药店、医药流通、化学制剂; 环比正增长的有疫苗、医院、医疗研发外包、体外诊断、医药流通。归母净利润方面, 同比正增长的有医疗研发外包、线下药店、其他生物制品、化学制剂 (申万)、医疗设备 (申万); 环比正增长的有疫苗、其他生物制品、医院、体外诊断 (申万)。

**线下药店板块:** 1) **行情:** 线下药店板块股价年初以来平均上涨 9.09%, 其中, Q1、Q2、Q3、10 月份股价分别上涨 3.92%、6.03%、-6.46%、1.98%。年初至 11 月 10 日, 线下药店板块上市公司股价多数上涨; 2) **业绩:** 线下药店板块近几年业绩增速收窄。收入端, 2025 年前三季度营业收入同比增速 0.74%, 其中, Q3 同比增速 2.09%。利润端, 2025 年前三季度归母净利润同比增速 8.92%, 其中, Q3 同比增速 37.76%, 增速亮眼。上市公司 2025Q3 收入端多数增长, 利润端同比增速亮眼, 多数公司毛利率同比和环比均减少, 多数公司净利率同比和环比均增长, 多数公司销售/管理/财务三项费用率合计同比减少, 行业控费效果明显; 3) **估值:** 2025 年 11 月 10 日, 线下药店板块市盈率 (TTM) 为 23.14。2020 年以来、2021 年以来、2022 年以来、2023 年以来、2024 年以来、2025 年以来百分位分别为 19.87%、32.14%、39.32%、43.62%、73.15%、56.46%。

**投资建议:** 线下药店板块自 2024 年下半年开始持续跑输大盘, 主要因为在医保政策持续承压, 医保资金监管趋严背景下, 市场担心药店客流和医保收入会大幅流失, 导致估值被压到历史低位; 同时, 集采政策导致药品价格下降, 市场也担心影响药店毛利率水平。2025 年以来, 线下药店板块历经一波上涨后 (主要是因为上半年市场认为监管部门对医

## 行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

## 相关研究

线下药店 9 月月报: 行业在政策承压下尚处修复阶段, 关注企业经营基本面改善

2025H1: 实体药店整体业绩承压, 出清和降本增效效果初显

医药改革加快零售药店业态升级分化, 大型连锁药店迎新机遇

分析师:

黄婧婧

执业证书编号:

S0270522030001

电话:

18221003557

邮箱:

huangjj@wlzq.com.cn

保药店的规范化管理政策趋于稳定，不确定性减少，叠加“业绩预期驱动”，下半年开始步入回调（主要是因为中报业绩不达预期），估值和业绩戴维斯双杀。线下药店板块三季报业绩利润端增速亮眼，行业控费提质增效效果明显。

**投资建议：**处方外流长期逻辑不变，处方外流推动药店行业长期发展。龙头药店凭借其强大的院边店布局、专业药事服务能力和供应链体系，在承接处方外流中占据明显优势。另外，在行业供给侧出清不断推进下，行业集中度提升，在监管趋严和竞争加剧的背景下，中小型连锁和单体药店的经营压力增大，为大型连锁龙头提供了通过并购进一步整合市场的机会。

**风险因素：**处方外流进展不达预期风险，门店提质增效不达预期风险，门店扩张进度不达预期风险等。

## 正文目录

|                     |    |
|---------------------|----|
| 1 医药板块行情回顾.....     | 4  |
| 1.1 医药板块整体行情回顾..... | 4  |
| 1.2 子板块行情回顾.....    | 5  |
| 2 医药板块 Q3 业绩回顾..... | 6  |
| 2.1 医药板块整体业绩回顾..... | 6  |
| 2.2 子板块业绩回顾.....    | 7  |
| 3 线下药店板块.....       | 8  |
| 3.1 行情回顾.....       | 8  |
| 3.2 业绩回顾.....       | 9  |
| 3.3 估值.....         | 14 |
| 4 投资建议.....         | 15 |
| 5 风险提示.....         | 15 |

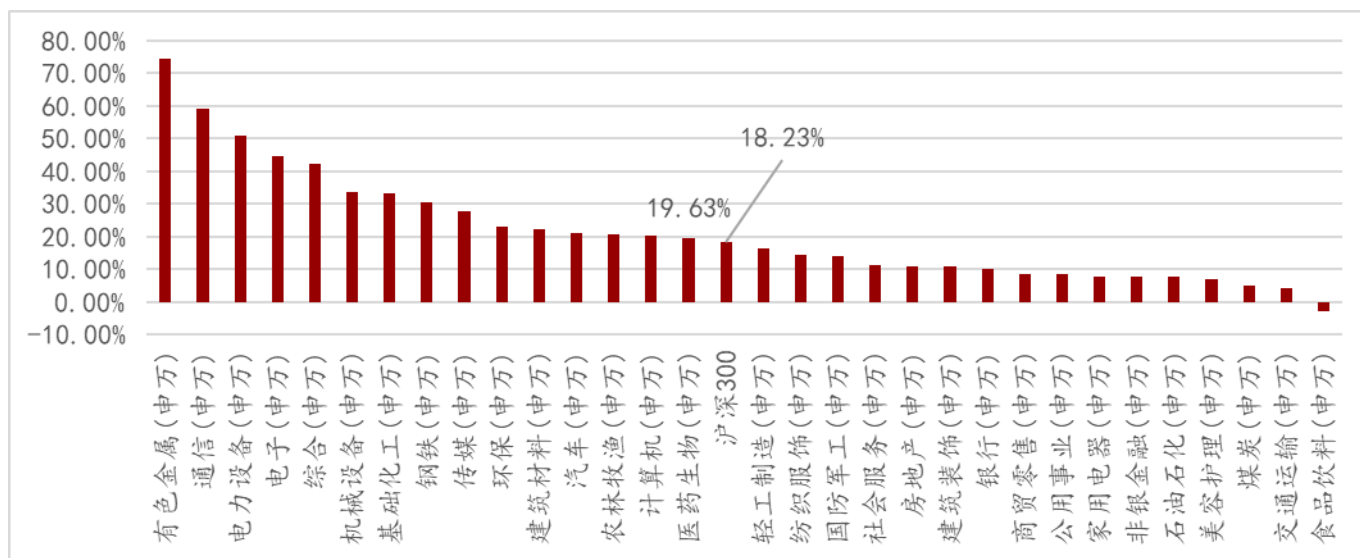
|   |    |
|---|----|
| 图表 1: 申万一级行业涨跌幅 (2025.1.1-2025.11.10) .....         | 4  |
| 图表 2: 医药生物 (申万) 指数行情图 .....                         | 4  |
| 图表 3: 医药板块指数涨跌幅 (2022-2025.11) .....                | 5  |
| 图表 4: 医药板块指数涨跌幅 (2025Q1-2025Q3) .....               | 5  |
| 图表 5: 医药板块子行业涨跌幅 (2025.1.1-2025.11.10) .....        | 5  |
| 图表 6: 医药板块营业收入同比增速 (2022-2025 前三季度) .....           | 6  |
| 图表 7: 医药板块各季度营业收入同比增速 (2025Q1-2025Q3) .....         | 6  |
| 图表 8: 医药板块归母净利润同比增速 (2022-2025 前三季度) .....          | 6  |
| 图表 9: 医药板块各季度归母净利润同比增速 (2025Q1-2025Q3) .....        | 6  |
| 图表 10: 医药子板块 2025Q3 营业收入增速 (同比) .....               | 7  |
| 图表 11: 医药子板块 2025Q3 营业收入增速 (环比) .....               | 7  |
| 图表 12: 医药子板块 2025Q3 归母净利润增速 (同比) .....              | 7  |
| 图表 13: 医药子板块 2025Q3 归母净利润增速 (环比) .....              | 7  |
| 图表 14: 医药子板块营业收入同比增速: 2022-2025 前三季度 .....          | 8  |
| 图表 15: 医药子板块归母净利润同比增速: 2022-2025 前三季度 .....         | 8  |
| 图表 16: 线下药店板块上市公司股价涨跌幅排序 (年初至 11 月 10 日) .....      | 9  |
| 图表 17: 线下药店板块上市公司不同时间区间股价涨跌幅 .....                  | 9  |
| 图表 18: 线下药店板块营业收入同比增速 (2022-2025 前三季度) .....        | 10 |
| 图表 19: 线下药店板块营业收入同比增速 (2025Q1-2025Q3) .....         | 10 |
| 图表 20: 线下药店板块归母净利润同比增速 (2022-2025 前三季度) .....       | 10 |
| 图表 21: 线下药店板块归母净利润同比增速 (2025Q1-2025Q3) .....        | 10 |
| 图表 22: 线下药店板块销售毛利率和销售净利率 (2024Q1-2025Q3) .....      | 11 |
| 图表 23: 线下药店板块上市公司营业总收入同比增速 .....                    | 11 |
| 图表 24: 线下药店板块上市公司归母净利润同比增速 .....                    | 11 |
| 图表 25: 线下药店板块上市公司销售毛利率 (2024Q1-2025Q3) .....        | 12 |
| 图表 26: 线下药店板块上市公司销售净利率 (2024Q1-2025Q3) .....        | 12 |
| 图表 27: 线下药店板块上市公司三项费用率 (2024Q1-2025Q3) .....        | 13 |
| 图表 28: 近五年线下药店指数行情图 .....                           | 14 |
| 图表 29: 近十年线下药店指数 PE (TTM) .....                     | 14 |
| 图表 30: 线下药店指数市盈率 (TTM) 百分位 (交易日期: 2025.11.10) ..... | 15 |

## 1 医药板块行情回顾

### 1.1 医药板块整体行情回顾

年初至2025年11月10日，沪深300指数上涨18.23%，医药生物（申万）实现19.63%涨幅，跑赢沪深300指数1.40个百分点，在31个行业中排名第15。

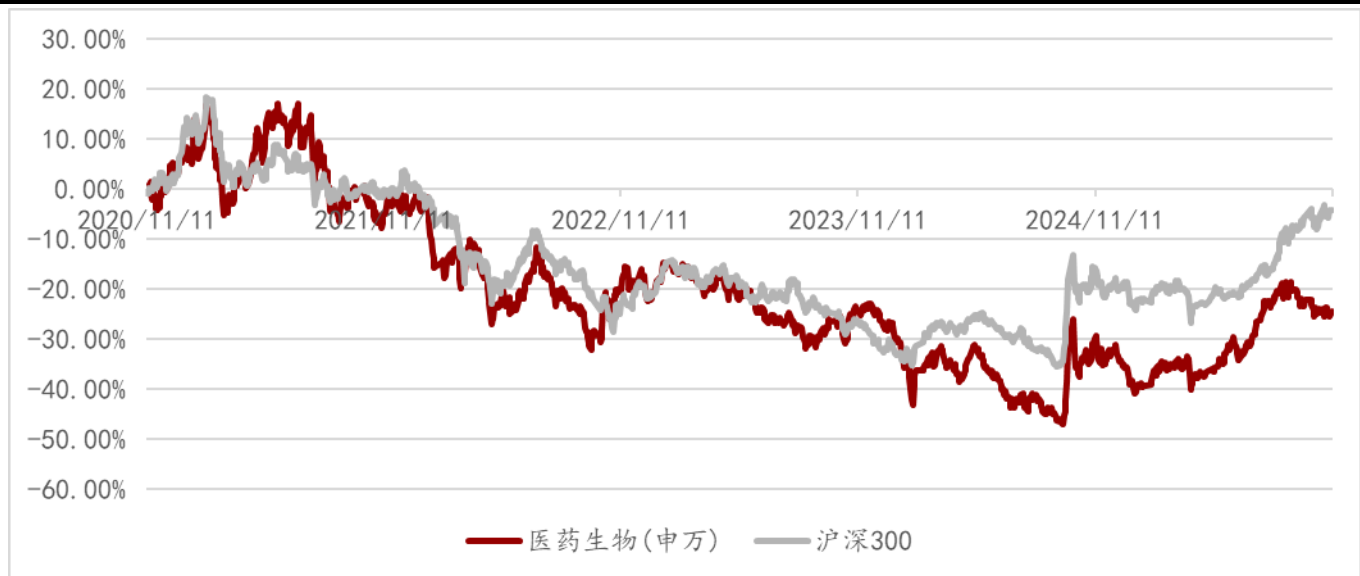
图表1：申万一级行业涨跌幅（2025.1.1-2025.11.10）



资料来源：wind，万联证券研究所

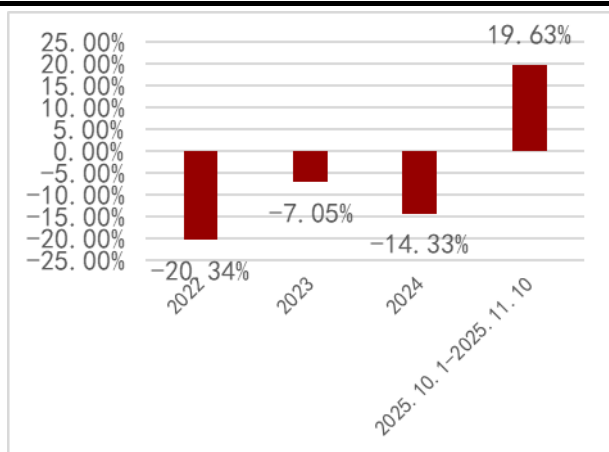
2024年11月以来，医药板块结束连续几年的下跌趋势，年初以来至11月10日，板块平均上涨19.63%，其中前三季度分别上涨2.29%、4.95%、14.90%，三季度股价表现优于前两个季度，10月份以来板块平均下跌2.98%。

图表2：医药生物（申万）指数行情图



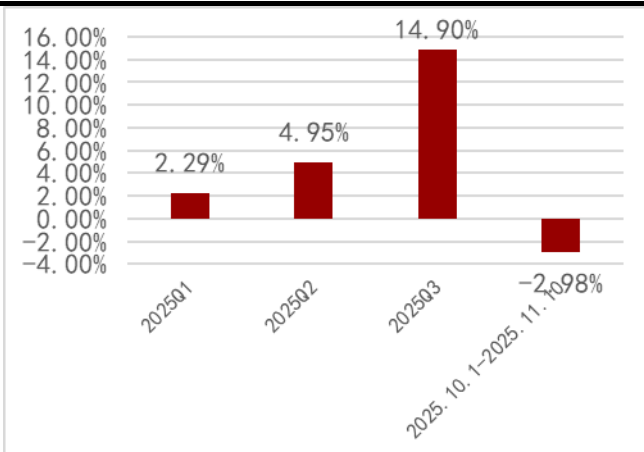
资料来源：wind，万联证券研究所

图表3: 医药板块指数涨跌幅 (2022-2025.11)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表4: 医药板块指数涨跌幅 (2025Q1-2025Q3)



资料来源: wind, 万联证券研究所

## 1.2 子板块行情回顾

2025年以来,医药板块步入上涨行情,且Q1到Q3涨幅逐渐扩大。医疗研发外包、化学制剂、其他生物制品、疫苗、医疗耗材、体外诊断、医疗设备、医药流通和中药这些子行业Q3涨幅明显高于前两个季度;原料药板块Q3股价涨幅不及前两个季度;线下药店和血制品是Q3中股价唯二下跌的子板块,其中血制品板块三个季度股价均下跌。10月份医药板块整体弱势,多数子板块步入调整阶段,医药商业和中药板块逆势上涨。

图表5: 医药板块子行业涨跌幅 (2025.1.1-2025.11.10)

|            | 年涨跌幅<br>2025-11-10 | 涨跌幅 Q1 | 涨跌幅 Q2 | 涨跌幅 Q3 | 涨跌幅 10月 |
|------------|--------------------|--------|--------|--------|---------|
| 医药生物(申万)   | 19.63%             | 2.29%  | 4.95%  | 14.90% | -1.83%  |
| 医疗服务(申万)   | 34.46%             | 10.68% | 1.36%  | 30.41% | -4.14%  |
| 医疗研发外包(申万) | 51.09%             | 12.42% | 4.67%  | 46.29% | -6.73%  |
| 医院(申万)     | 6.11%              | 3.84%  | -3.26% | 3.03%  | 2.86%   |
| 化学制药(申万)   | 33.41%             | 5.91%  | 13.39% | 16.07% | -1.34%  |
| 化学制剂(申万)   | 35.66%             | 6.06%  | 13.68% | 18.39% | -1.36%  |
| 原料药(申万)    | 21.70%             | 5.15%  | 11.84% | 3.65%  | -1.21%  |
| 生物制品(申万)   | 13.35%             | 0.00%  | 3.48%  | 12.93% | -1.89%  |
| 其他生物制品(申万) | 31.34%             | 5.57%  | 10.21% | 21.96% | -3.96%  |
| 疫苗(申万)     | 1.24%              | -5.36% | -4.43% | 7.20%  | 1.48%   |
| 血液制品(申万)   | -8.35%             | -3.58% | -0.10% | -3.79% | -0.61%  |
| 医疗器械(申万)   | 10.44%             | -0.49% | -0.07% | 14.87% | -3.59%  |
| 医疗耗材(申万)   | 17.49%             | -1.62% | 1.02%  | 19.81% | -1.77%  |
| 体外诊断(申万)   | 10.54%             | 1.06%  | -0.91% | 7.82%  | 0.71%   |
| 医疗设备(申万)   | 5.87%              | -0.51% | -0.37% | 15.03% | -6.68%  |
| 医药商业(申万)   | 6.35%              | -1.41% | 1.35%  | -0.16% | 2.81%   |
| 线下药店(申万)   | 7.92%              | 3.92%  | 6.03%  | -6.46% | 1.98%   |
| 医药流通(申万)   | 5.76%              | -3.51% | -0.64% | 2.68%  | 3.17%   |

|             |       |        |       |       |       |
|-------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 中药 II (申万)  | 2.19% | -5.02% | 0.20% | 2.68% | 1.32% |
| 中药 III (申万) | 2.19% | -5.02% | 0.20% | 2.68% | 1.32% |

资料来源: wind, 万联证券研究所

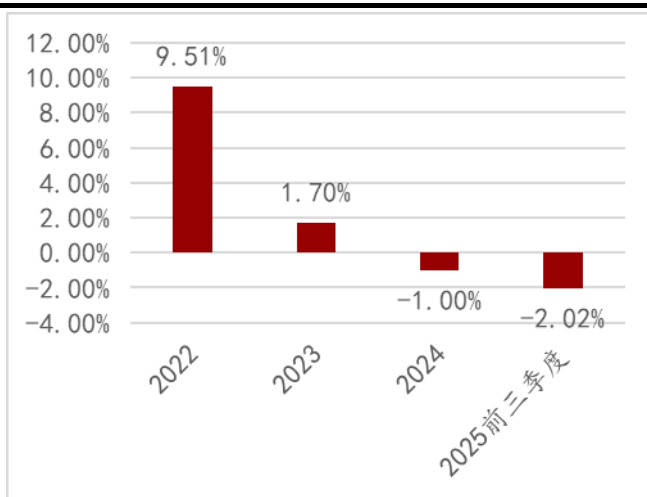
## 2 医药板块 Q3 业绩回顾

### 2.1 医药板块整体业绩回顾

2025Q3医药板块业绩持续承压。

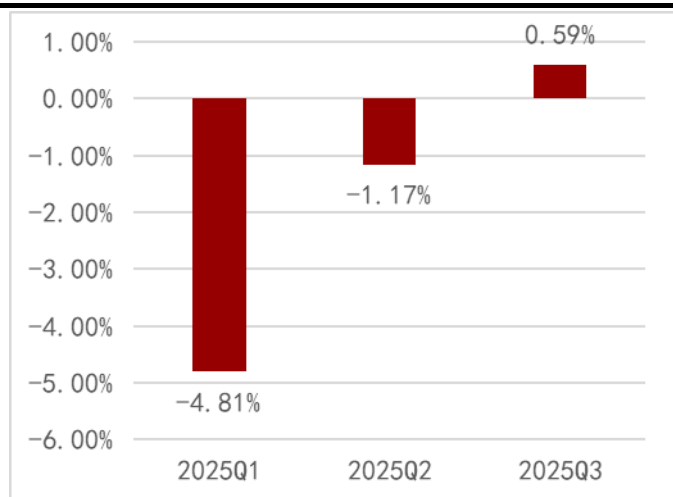
收入端, 2025前三季度营业收入同比增速-2.02%, 其中2025年前三个季度收入同比增速分别为-4.81%、-1.17%、0.59%。

图表6: 医药板块营业收入同比增速 (2022-2025前三季度)



资料来源: wind, 万联证券研究所

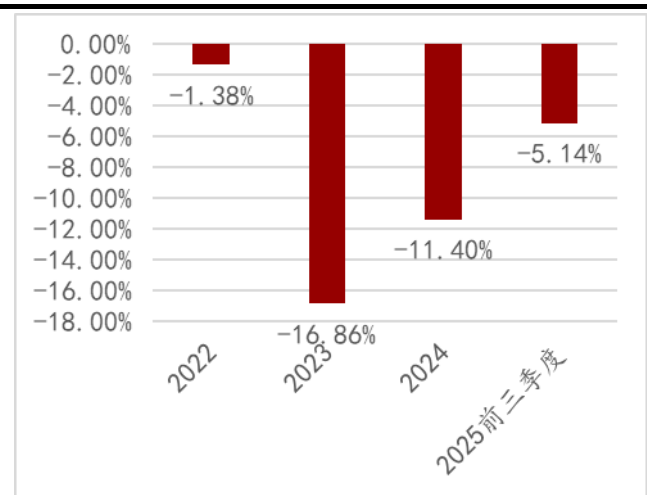
图表7: 医药板块各季度营业收入同比增速 (2025Q1-2025Q3)



资料来源: wind, 万联证券研究所

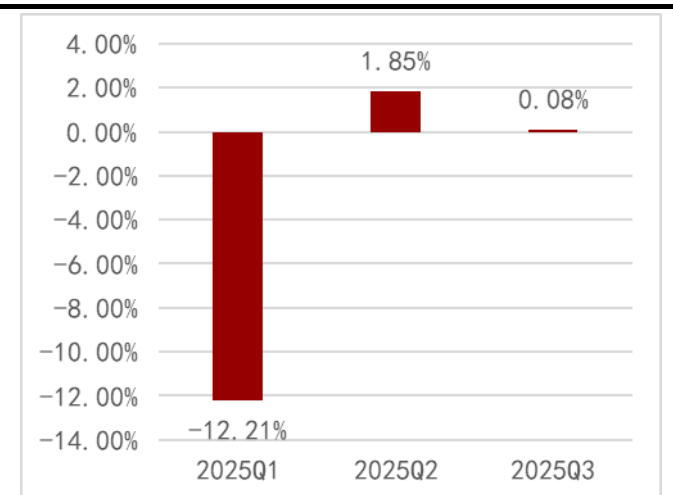
利润端, 2025前三季度归母净利润同比增速为-5.14%, 其中2025年前三个季度归母净利润同比增速分别为-12.21%、1.85%、0.08%。

图表8: 医药板块归母净利润同比增速 (2022-2025前三季度)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表9: 医药板块各季度归母净利润同比增速 (2025Q1-2025Q3)



资料来源: wind, 万联证券研究所

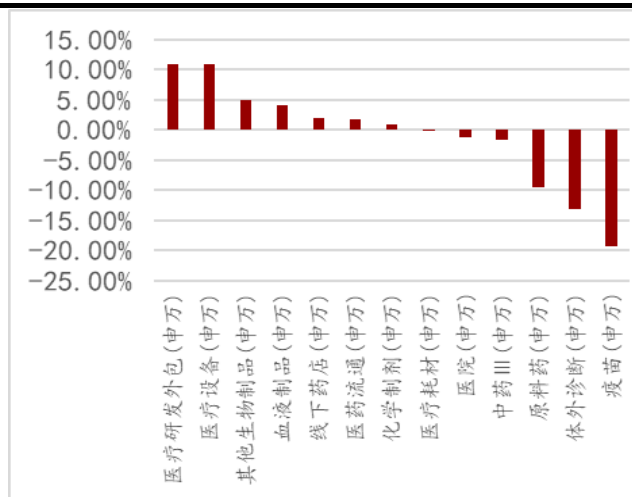


## 2.2 子板块业绩回顾

2025Q3医药子板块业绩分化明显。

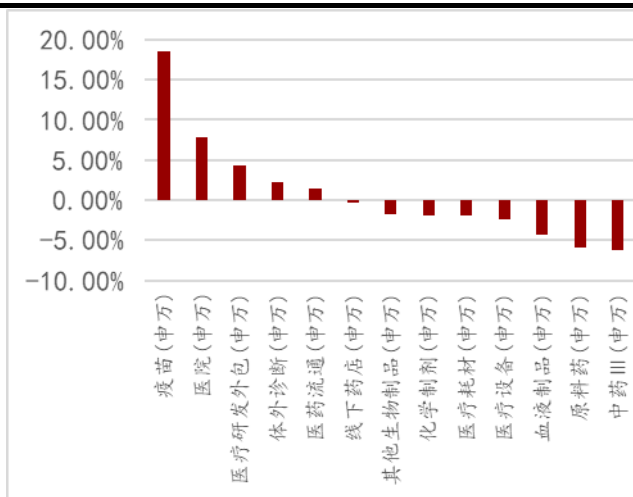
收入端，13个三级子行业2025Q3营业收入同比实现正增长的有医疗研发外包、医疗设备、其他生物制品、线下药店、医药流通、化学制剂；实现环比正增长的有疫苗、医院、医疗研发外包、体外诊断、医药流通。可以看出，医疗研发外包和医药流通2025Q3收入同比和环比均正增长。

图表10: 医药子板块2025Q3营业收入增速（同比）



资料来源: wind, 万联证券研究所

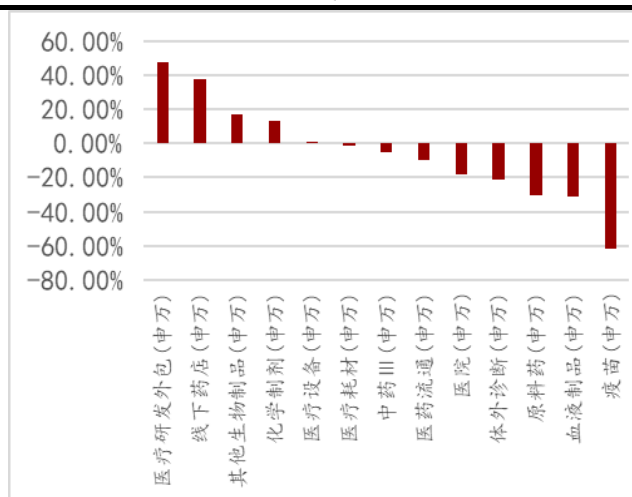
图表11: 医药子板块 2025Q3 营业收入增速（环比）



资料来源: wind, 万联证券研究所

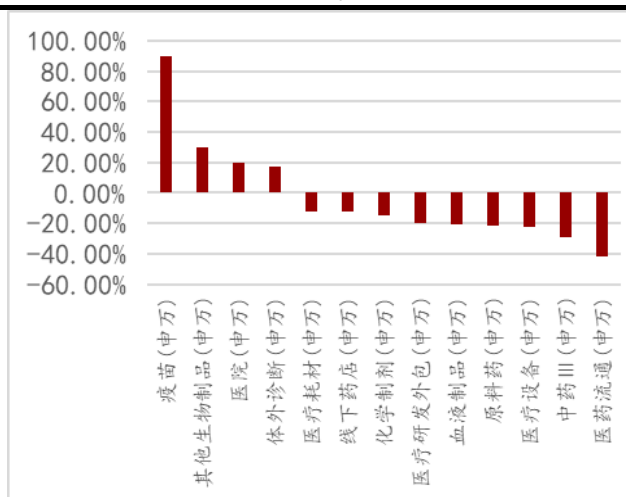
利润端，13个三级子行业2025Q3归母净利润同比实现正增长的有医疗研发外包、线下药店、其他生物制品、化学制剂(申万)、医疗设备(申万)；实现环比正增长的有疫苗、其他生物制品、医院、体外诊断(申万)。可以看出，其他生物制品子板块2025Q3利润端同比和环比均实现正增长。

图表12: 医药子板块2025Q3归母净利润增速（同比）



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表13: 医药子板块 2025Q3 归母净利润增速（环比）



资料来源: wind, 万联证券研究所

医药子板块2025年前三季度整体业绩分化明显。

收入端，医疗研发外包、其他生物制品、医疗耗材、线下药店、医药流通、血制品这几个子板块2025年前三季度营业收入实现正增长。疫苗、体外诊断收入下滑幅度较大。

图表14: 医药子板块营业收入同比增速: 2022-2025 前三季度

|            | 2022    | 2023    | 2024    | 2025前三季度 |
|------------|---------|---------|---------|----------|
| 医疗研发外包(申万) | 65.46%  | -2.85%  | -4.85%  | 12.18%   |
| 其他生物制品(申万) | -0.67%  | 13.16%  | 0.49%   | 8.64%    |
| 医疗耗材(申万)   | -20.24% | -9.86%  | 8.44%   | 1.09%    |
| 线下药店(申万)   | 30.15%  | 10.64%  | 4.86%   | 0.74%    |
| 医药流通(申万)   | 6.31%   | 7.43%   | 0.39%   | 0.44%    |
| 血液制品(申万)   | 19.60%  | 15.09%  | 3.27%   | 0.30%    |
| 医院(申万)     | -0.92%  | 27.04%  | 0.47%   | -0.08%   |
| 医疗设备(申万)   | 10.93%  | 9.98%   | -1.10%  | -0.17%   |
| 化学制剂(申万)   | 2.51%   | 0.65%   | 2.34%   | -3.44%   |
| 中药Ⅲ(申万)    | 4.26%   | 6.03%   | -4.95%  | -4.28%   |
| 原料药(申万)    | 6.10%   | -4.30%  | 1.59%   | -7.74%   |
| 体外诊断(申万)   | 50.09%  | -62.42% | -4.23%  | -14.47%  |
| 疫苗(申万)     | 8.86%   | 7.60%   | -37.77% | -37.20%  |

资料来源: wind, 万联证券研究所

利润端, 医疗研发外包、其他生物制品、线下药店、医药流通(申万)这几个子板块2025年前三季度归母净利润实现正增长, 其中医疗研发外包和其他生物制品利润增速突出, 分别同比增长56.84%和29.38%, 疫苗、体外诊断、血制品利润下滑幅度较大。

图表15: 医药子板块归母净利润同比增速: 2022-2025 前三季度

|            | 2022     | 2023    | 2024    | 2025前三季度 |
|------------|----------|---------|---------|----------|
| 医疗研发外包(申万) | 61.10%   | -18.30% | -25.45% | 56.84%   |
| 其他生物制品(申万) | -18.52%  | 6.13%   | -19.88% | 29.38%   |
| 线下药店(申万)   | 29.39%   | -3.02%  | -31.02% | 8.92%    |
| 医药流通(申万)   | -18.00%  | -0.12%  | -6.77%  | 3.67%    |
| 中药Ⅲ(申万)    | -39.27%  | 33.94%  | -20.69% | -1.23%   |
| 医疗耗材(申万)   | -64.37%  | -36.33% | 20.51%  | -1.93%   |
| 医院(申万)     | -181.94% | 865.60% | -19.92% | -8.29%   |
| 原料药(申万)    | 7.37%    | -36.63% | -25.41% | -11.65%  |
| 化学制剂(申万)   | -5.48%   | -10.59% | 44.20%  | -13.43%  |
| 医疗设备(申万)   | 7.75%    | 15.60%  | -17.52% | -16.32%  |
| 血液制品(申万)   | 30.12%   | 1.53%   | 29.83%  | -23.14%  |
| 体外诊断(申万)   | 54.82%   | -80.87% | -22.96% | -26.38%  |
| 疫苗(申万)     | -33.13%  | -16.00% | -65.73% | -77.08%  |

资料来源: wind, 万联证券研究所

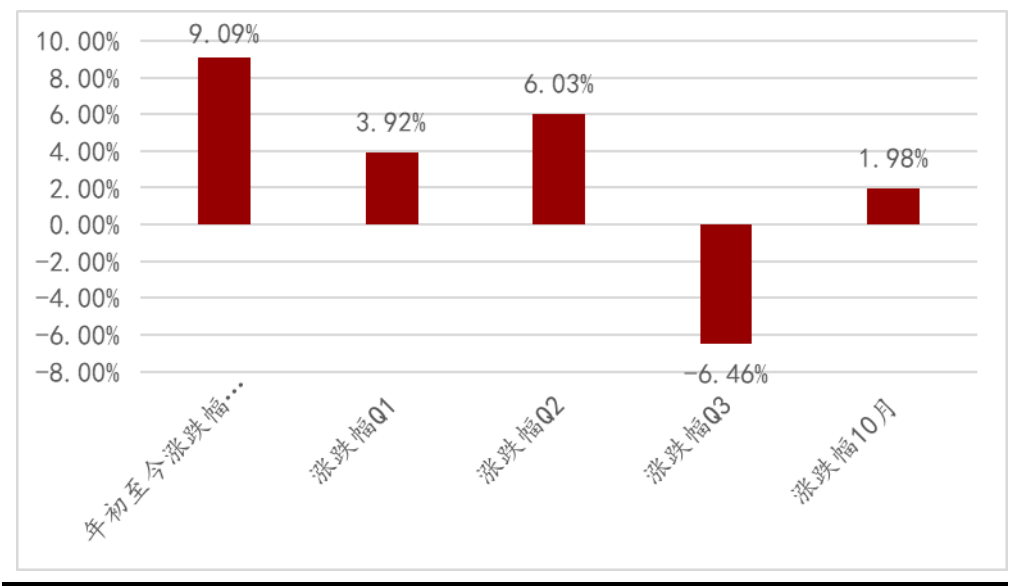
### 3 线下药店板块

#### 3.1 行情回顾

线下药店板块股价年初以来平均上涨9.09%, 其中, Q1、Q2、Q3、10月份股价分别上涨3.92%、6.03%、-6.46%、1.98%。



图表16: 线下药店板块上市公司股价涨跌幅排序（年初至11月10日）



资料来源: wind, 万联证券研究所

年初至11月10日, 线下药店板块上市公司股价多数上涨, 其中, 华人健康和大参林涨幅领先。分季度看, Q1股价上涨的有老百姓、华人健康、大参林和益丰药房; Q2股价上涨的有一心堂、华人健康、老百姓等; Q3股价上涨的有第一医药、大参林和益丰药房; 10月股价下跌的只有一心堂和益丰药房。

图表17: 线下药店板块上市公司不同时间区间股价涨跌幅

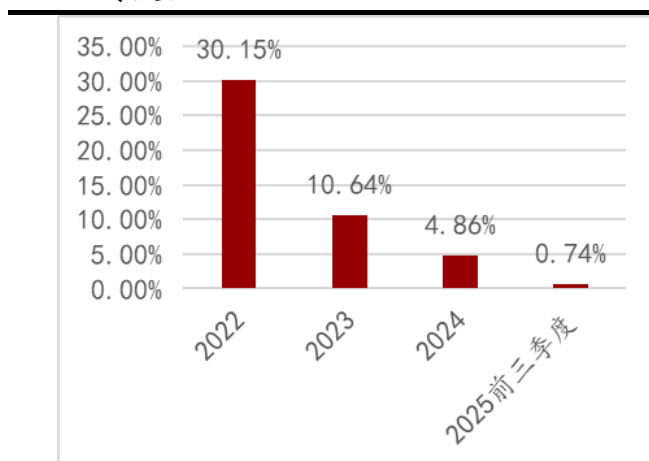
|      | 年初至今涨<br>(2025/11/10) | 涨跌幅 Q1 | 涨跌幅 Q2 | 涨跌幅 Q3  | 涨跌幅 10 月 |
|------|-----------------------|--------|--------|---------|----------|
| 华人健康 | 44.73%                | 9.61%  | 26.87% | -16.77% | 6.00%    |
| 大参林  | 30.06%                | 8.96%  | 1.31%  | 1.17%   | 10.86%   |
| 漱玉平民 | 16.15%                | -6.11% | 14.35% | -14.11% | 11.34%   |
| 第一医药 | 12.84%                | -7.56% | 1.76%  | 10.18%  | 1.82%    |
| 一心堂  | 11.40%                | -2.30% | 30.59% | -13.61% | -3.66%   |
| 老百姓  | 7.78%                 | 11.73% | 14.87% | -21.67% | 1.28%    |
| 益丰药房 | 5.41%                 | 3.23%  | -0.14% | 1.92%   | -0.93%   |
| 健之佳  | -1.49%                | -8.89% | 4.87%  | -2.19%  | 0.19%    |

资料来源: wind, 万联证券研究所

### 3.2 业绩回顾

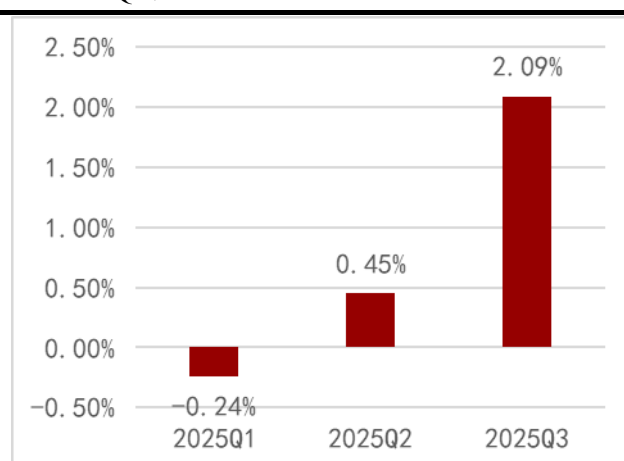
线下药店板块近几年业绩增速收窄。收入端, 2025年前三季度营业收入同比增速0.74%, 其中, Q3同比增速2.09%。

图表18: 线下药店板块营业收入同比增速(2022-2025 前三季度)



资料来源: wind, 万联证券研究所

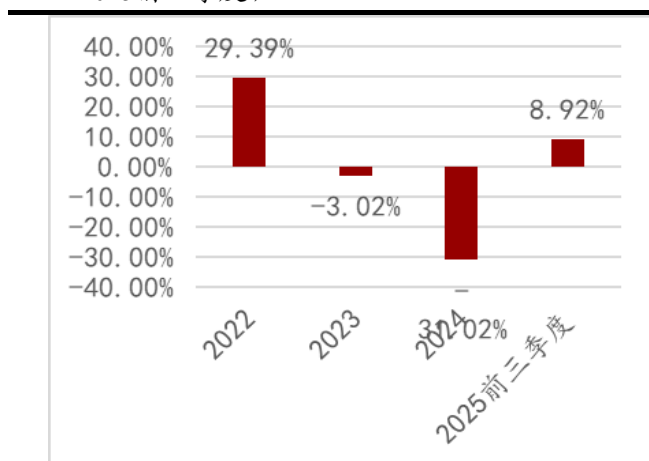
图表19: 线下药店板块营业收入同比增速(2025Q1-2025Q3)



资料来源: wind, 万联证券研究所

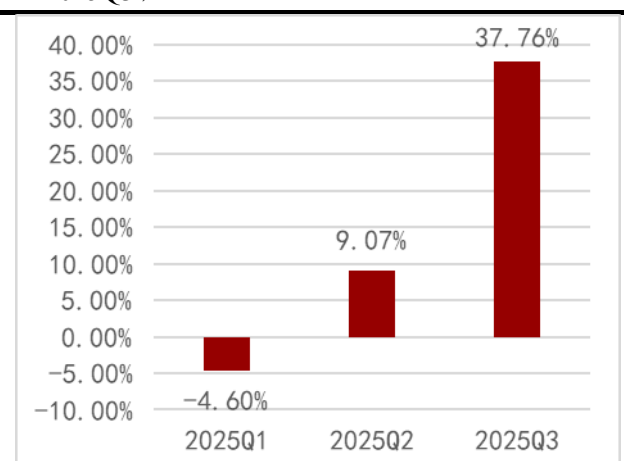
利润端, 2025年前三季度归母净利润同比增速8.92%, 其中, Q3同比增速37.76%, 增速亮眼。

图表20: 线下药店板块归母净利润同比增速(2022-2025前三季度)



资料来源: wind, 万联证券研究所

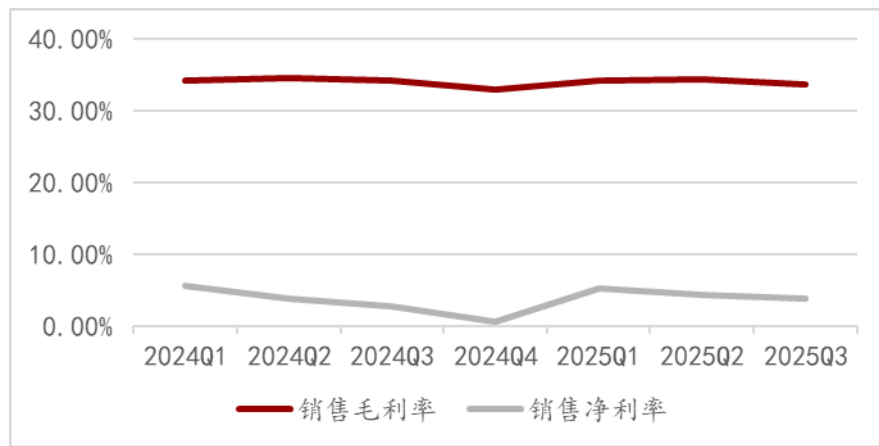
图表21: 线下药店板块归母净利润同比增速(2025Q1-2025Q3)



资料来源: wind, 万联证券研究所

线下药店板块2025Q3销售毛利率和销售净利率水平分别为33.68%(同比减少0.56个百分点, 环比减少0.68个百分点)和3.77%(同比增加0.98个百分点, 环比减少0.49个百分点)。

图表22: 线下药店板块销售毛利率和销售净利率 (2024Q1-2025Q3)



资料来源: wind, 万联证券研究所

线下药店板块上市公司2025Q3收入端多数增长, 其中, 华人健康、第一医药和漱玉平民营业收入实现双位数增长, 健之佳和一心堂营业收入同比减少。

图表23: 线下药店板块上市公司营业总收入同比增速

|      | 2022   | 2023    | 2024   | 2025前三季度 | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 |
|------|--------|---------|--------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 华人健康 | 39.50% | 16.39%  | 19.34% | 19.06%   | 30.60% | 20.07% | 16.31% | 12.83% | 14.71% | 16.37% | 26.02% |
| 第一医药 | 89.94% | -31.49% | 5.26%  | 12.43%   | 0.65%  | -1.83% | 8.72%  | 12.94% | 9.07%  | 14.27% | 14.04% |
| 漱玉平民 | 47.00% | 17.49%  | 4.13%  | 5.19%    | 17.69% | 8.71%  | -0.60% | -6.19% | -2.48% | 5.18%  | 13.48% |
| 大参林  | 26.78% | 15.45%  | 8.01%  | 1.71%    | 13.54% | 9.07%  | 11.42% | -0.63% | 3.02%  | -0.41% | 2.51%  |
| 益丰药房 | 29.75% | 13.59%  | 6.53%  | 0.39%    | 13.39% | 6.45%  | 5.31%  | 2.14%  | 0.64%  | -1.36% | 1.97%  |
| 老百姓  | 28.54% | 11.21%  | -0.36% | -1.00%   | 1.81%  | 0.56%  | 1.18%  | -4.23% | -1.88% | -1.14% | 0.07%  |
| 一心堂  | 19.50% | -0.29%  | 3.57%  | -4.33%   | 14.96% | -0.81% | 3.55%  | -3.43% | -6.53% | -1.37% | -4.62% |
| 健之佳  | 43.54% | 20.84%  | 2.23%  | -2.77%   | 6.79%  | 0.01%  | 4.08%  | -1.30% | -0.85% | -0.40% | -7.01% |

资料来源: wind, 万联证券研究所

线下药店板块上市公司2025Q3利润端同比增速亮眼。其中, 漱玉平民、第一医药、一心堂、华人健康归母净利润同比增速超50%, 漱玉平民和第一医药利润翻倍。

图表24: 线下药店板块上市公司归母净利润同比增速

|      | 2022    | 2023    | 2024     | 2025前三季度 | 2024Q1  | 2024Q2  | 2024Q3   | 2024Q4   | 2025Q1  | 2025Q2  | 2025Q3  |
|------|---------|---------|----------|----------|---------|---------|----------|----------|---------|---------|---------|
| 漱玉平民 | 99.64%  | -42.01% | -241.90% | 927.37%  | -83.72% | -81.63% | -263.75% | -509.43% | 143.85% | -22.36% | 294.98% |
| 第一医药 | 190.49% | -37.81% | 82.65%   | -63.84%  | 21.75%  | 478.02% | 50.25%   | -50.47%  | -86.86% | -90.09% | 123.80% |
| 一心堂  | 9.59%   | -45.60% | -79.23%  | -8.17%   | 1.03%   | -84.92% | -94.16%  | -30.69%  | -33.83% | 124.03% | 78.71%  |
| 华人健康 | 130.58% | -28.68% | 20.09%   | 45.21%   | 62.03%  | -12.38% | 17.41%   | 11.71%   | 28.15%  | 68.75%  | 51.56%  |
| 大参林  | 30.90%  | 12.63%  | -21.58%  | 25.97%   | -19.79% | -38.40% | -21.95%  | 820.48%  | 15.45%  | 30.49%  | 41.04%  |
| 益丰药房 | 42.54%  | 11.90%  | 8.26%    | 10.27%   | 20.89%  | 6.05%   | 6.38%    | 1.28%    | 10.51%  | 10.13%  | 10.14%  |
| 老百姓  | 17.29%  | 18.35%  | -44.13%  | -16.11%  | 10.27%  | -18.23% | -37.32%  | -152.28% | -21.98% | -18.86% | 2.62%   |
| 健之佳  | 20.90%  | 10.72%  | -69.08%  | -0.22%   | -31.51% | -87.02% | -68.46%  | -79.93%  | -35.85% | 265.86% | -25.62% |

资料来源: wind, 万联证券研究所

2025Q3线下药店上市公司毛利率水平从高到低依次为益丰药房、健之佳、大参林、华人健康、一心堂、老百姓、漱玉平民、第一医药，多数公司毛利率同比和环比均减少，只有健之佳毛利率实现同比和环比均增长。

图表25：线下药店板块上市公司销售毛利率（2024Q1-2025Q3）

|      | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 同比增长   | 环比增长   |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 益丰药房 | 39.25% | 40.88% | 41.13% | 39.44% | 39.64% | 41.34% | 40.28% | -0.85% | -1.06% |
| 健之佳  | 34.36% | 37.51% | 36.79% | 34.78% | 35.00% | 36.43% | 37.05% | 0.26%  | 0.62%  |
| 大参林  | 35.46% | 34.32% | 34.22% | 33.31% | 34.98% | 34.74% | 34.73% | 0.51%  | -0.02% |
| 华人健康 | 32.85% | 30.84% | 33.51% | 33.13% | 33.58% | 33.25% | 33.00% | -0.52% | -0.26% |
| 一心堂  | 30.36% | 32.74% | 32.36% | 31.98% | 31.84% | 33.35% | 32.30% | -0.07% | -1.06% |
| 老百姓  | 35.20% | 33.41% | 32.93% | 31.31% | 34.22% | 31.91% | 31.42% | -1.51% | -0.49% |
| 漱玉平民 | 27.27% | 28.45% | 25.80% | 20.18% | 25.85% | 26.73% | 25.00% | -0.80% | -1.73% |
| 第一医药 | 17.56% | 15.94% | 16.60% | 16.42% | 16.95% | 16.12% | 15.82% | -0.78% | -0.30% |

资料来源：wind，万联证券研究所

2025Q3线下药店上市公司净利率水平从高到低依次为第一医药、益丰药房、大参林、华人健康、老百姓、漱玉平民、健之佳、一心堂，多数公司净利率同比和环比均增长，其中，第一医药和漱玉平民增长幅度较大。

图表26：线下药店板块上市公司销售净利率（2024Q1-2025Q3）

|      | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 同比增长   | 环比增长   |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 第一医药 | 7.80%  | 21.73% | 3.71%  | 2.98%  | 0.95%  | 1.93%  | 7.32%  | 3.61%  | 5.39%  |
| 益丰药房 | 7.47%  | 7.15%  | 6.20%  | 6.64%  | 8.21%  | 7.92%  | 6.75%  | 0.55%  | -1.17% |
| 大参林  | 6.72%  | 3.75%  | 3.34%  | 0.97%  | 7.15%  | 5.47%  | 4.62%  | 1.29%  | -0.85% |
| 华人健康 | 4.75%  | 2.57%  | 3.27%  | 2.88%  | 5.14%  | 3.77%  | 4.30%  | 1.03%  | 0.53%  |
| 老百姓  | 6.61%  | 4.10%  | 2.95%  | -0.96% | 5.29%  | 3.53%  | 3.03%  | 0.08%  | -0.50% |
| 漱玉平民 | 0.47%  | 0.20%  | -1.97% | -7.08% | 0.94%  | 0.33%  | 2.74%  | 4.71%  | 2.41%  |
| 健之佳  | 2.24%  | 0.41%  | 1.67%  | 1.16%  | 1.46%  | 1.80%  | 1.34%  | -0.32% | -0.45% |
| 一心堂  | 4.83%  | 1.12%  | 0.31%  | -4.45% | 3.45%  | 2.27%  | 0.52%  | 0.21%  | -1.75% |

资料来源：wind，万联证券研究所

费用端，线下药店上市公司2025Q3销售/管理/财务三项费用率合计从高到低依次为健之佳、益丰药房、一心堂、老百姓、大参林、华人健康、漱玉平民、第一医药，其中多数公司费用率同比减少，其中，销售费用率同比减少幅度最大，各上市公司控费效果明显。

图表27：线下药店板块上市公司三项费用率情况（2024Q1-2025Q3）

| 销售费用/营业总收入 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|            | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 同比增长   | 环比增长   |
| 健之佳        | 27.79% | 30.14% | 29.98% | 27.57% | 29.06% | 29.09% | 30.21% | 0.22%  | 1.11%  |
| 一心堂        | 21.41% | 26.85% | 27.19% | 29.78% | 23.98% | 26.70% | 26.91% | -0.28% | 0.21%  |
| 益丰药房       | 24.40% | 26.74% | 26.94% | 24.90% | 23.53% | 25.99% | 25.44% | -1.49% | -0.55% |
| 大参林        | 21.75% | 23.62% | 24.77% | 23.44% | 20.88% | 22.19% | 22.34% | -2.44% | 0.15%  |
| 华人健康       | 20.78% | 22.39% | 23.69% | 21.33% | 20.63% | 22.41% | 21.94% | -1.75% | -0.47% |
| 老百姓        | 21.61% | 22.00% | 22.54% | 22.36% | 21.68% | 22.08% | 21.82% | -0.72% | -0.26% |
| 漱玉平民       | 21.48% | 21.77% | 22.66% | 21.14% | 19.68% | 21.75% | 21.00% | -1.65% | -0.75% |
| 第一医药       | 13.39% | 15.03% | 13.70% | 11.07% | 13.19% | 13.84% | 11.45% | -2.25% | -2.39% |
| 管理费用/营业总收入 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
|            | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 同比增长   | 环比增长   |
| 老百姓        | 4.46%  | 5.36%  | 5.47%  | 7.08%  | 5.11%  | 4.80%  | 5.71%  | 0.24%  | 0.91%  |
| 益丰药房       | 4.34%  | 4.14%  | 5.19%  | 4.90%  | 4.76%  | 4.38%  | 5.32%  | 0.13%  | 0.94%  |
| 大参林        | 4.36%  | 4.69%  | 4.41%  | 5.88%  | 4.08%  | 4.98%  | 4.94%  | 0.54%  | -0.04% |
| 华人健康       | 4.69%  | 5.28%  | 4.93%  | 4.87%  | 4.96%  | 4.96%  | 4.56%  | -0.37% | -0.40% |
| 第一医药       | 3.01%  | 2.99%  | 3.13%  | 4.77%  | 2.64%  | 3.35%  | 4.30%  | 1.17%  | 0.95%  |
| 漱玉平民       | 3.02%  | 3.58%  | 3.23%  | 3.18%  | 3.13%  | 3.04%  | 3.04%  | -0.19% | 0.00%  |
| 健之佳        | 2.30%  | 3.06%  | 3.03%  | 2.96%  | 2.85%  | 2.15%  | 2.98%  | -0.05% | 0.82%  |
| 一心堂        | 2.14%  | 2.96%  | 2.61%  | 2.97%  | 2.39%  | 2.83%  | 2.83%  | 0.23%  | 0.00%  |
| 财务费用/营业总收入 |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
|            | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 同比增长   | 环比增长   |
| 健之佳        | 1.48%  | 1.58%  | 1.60%  | 1.42%  | 1.42%  | 1.51%  | 1.56%  | -0.04% | 0.05%  |
| 漱玉平民       | 1.51%  | 1.39%  | 1.52%  | 1.32%  | 1.39%  | 1.37%  | 1.28%  | -0.24% | -0.09% |
| 一心堂        | 0.36%  | 0.58%  | 0.70%  | 0.71%  | 0.62%  | 0.63%  | 0.71%  | 0.01%  | 0.08%  |
| 大参林        | 0.76%  | 0.79%  | 0.74%  | 0.74%  | 0.62%  | 0.59%  | 0.60%  | -0.14% | 0.01%  |
| 华人健康       | 0.44%  | 0.49%  | 0.71%  | 0.54%  | 0.35%  | 0.48%  | 0.59%  | -0.11% | 0.11%  |
| 益丰药房       | 0.47%  | 0.78%  | 0.90%  | 0.75%  | 0.69%  | 0.68%  | 0.59%  | -0.31% | -0.08% |
| 老百姓        | 0.77%  | 0.88%  | 0.89%  | 0.59%  | 0.69%  | 0.62%  | 0.54%  | -0.35% | -0.08% |
| 第一医药       | -0.31% | -1.34% | -0.73% | -0.61% | -0.42% | -0.50% | -0.30% | 0.43%  | 0.21%  |
| 三费合计       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
|            | 2024Q1 | 2024Q2 | 2024Q3 | 2024Q4 | 2025Q1 | 2025Q2 | 2025Q3 | 同比增长   | 环比增长   |
| 健之佳        | 31.56% | 34.78% | 34.61% | 31.95% | 33.34% | 32.75% | 34.74% | 0.13%  | 1.99%  |
| 益丰药房       | 29.21% | 31.65% | 33.03% | 30.55% | 28.97% | 31.04% | 31.36% | -1.67% | 0.31%  |
| 一心堂        | 23.91% | 30.39% | 30.49% | 33.45% | 26.99% | 30.16% | 30.45% | -0.04% | 0.29%  |
| 老百姓        | 26.84% | 28.25% | 28.89% | 30.02% | 27.48% | 27.50% | 28.07% | -0.82% | 0.57%  |
| 大参林        | 26.87% | 29.10% | 29.92% | 30.06% | 25.59% | 27.76% | 27.88% | -2.05% | 0.12%  |
| 华人健康       | 25.91% | 28.17% | 29.33% | 26.74% | 25.94% | 27.85% | 27.10% | -2.23% | -0.76% |
| 漱玉平民       | 26.01% | 26.74% | 27.42% | 25.64% | 24.20% | 26.17% | 25.33% | -2.09% | -0.84% |
| 第一医药       | 16.09% | 16.68% | 16.10% | 15.23% | 15.42% | 16.68% | 15.45% | -0.65% | -1.23% |

资料来源：wind，万联证券研究所

### 3.3 估值

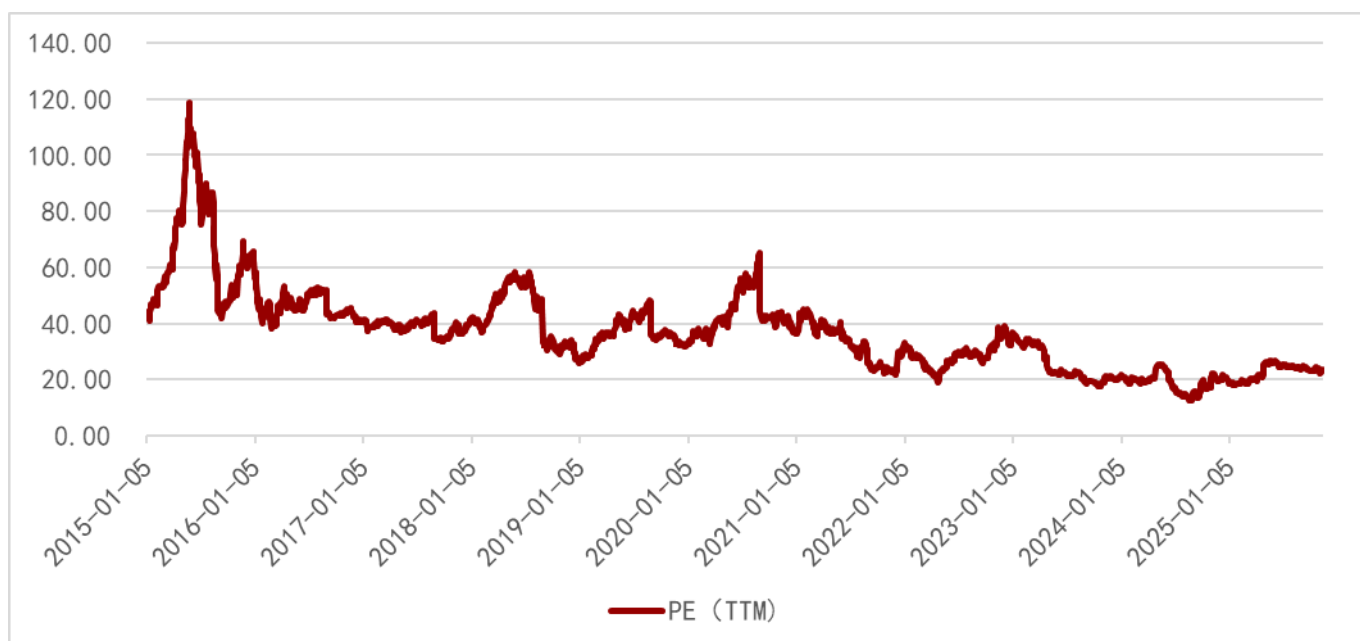
2025年11月10日，线下药店板块市盈率（TTM）为23.14。2020年以来、2021年以来、2022年以来、2023年以来、2024年以来、2025年以来百分位分别为19.87%、32.14%、39.32%、43.62%、73.15%、56.46%。

图表28：近五年线下药店指数行情图



资料来源：wind，万联证券研究所

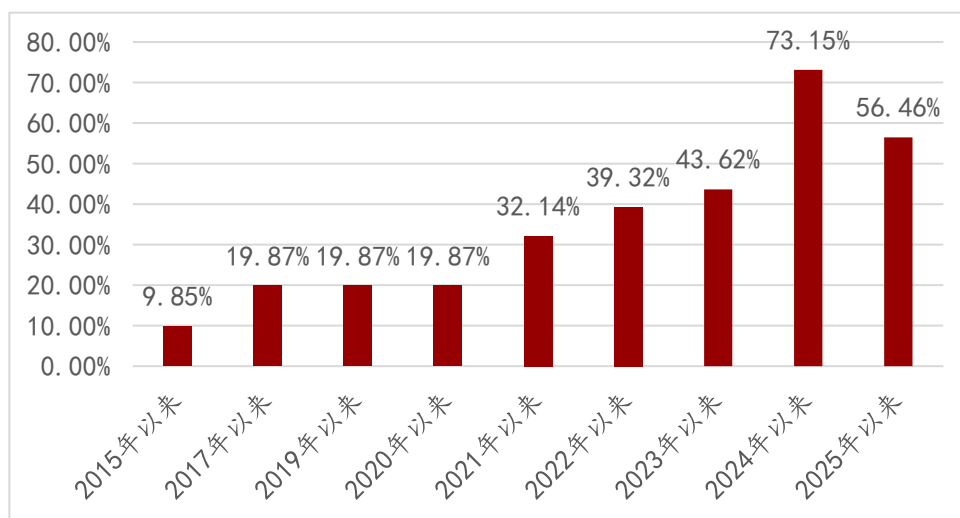
图表29：近十年线下药店指数 PE（TTM）





资料来源: wind, 万联证券研究所

图表30: 线下药店指数市盈率(TTM)百分位(交易日期: 2025.11.10)



资料来源: wind, 万联证券研究所

## 4 投资建议

线下药店板块自2024年下半年开始持续跑输大盘,主要因为在医保政策持续承压,医保资金监管趋严背景下,市场担心药店客流和医保收入会大幅流失,导致估值被压到历史低位;同时,集采政策导致药品价格下降,市场也担心影响药店毛利率水平。2025年以来,线下药店板块历经一波上涨后(主要是因为上半年市场认为监管部门对医保药店的规范化管理政策趋于稳定,不确定性减少,叠加“业绩预期驱动”),下半年开始步入回调(主要是因为中报业绩不达预期),估值和业绩戴维斯双杀。线下药店板块三季报业绩利润端增速亮眼,行业控费提质增效效果明显。

投资建议:处方外流长期逻辑不变,处方外流推动药店行业长期发展。龙头药店凭借其强大的院边店布局、专业药事服务能力和供应链体系,在承接处方外流中占据明显优势。另外,在行业供给侧出清不断推进下,行业集中度提升,在监管趋严和竞争加剧的背景下,中小型连锁和单体药店的经营压力增大,为大型连锁龙头提供了通过并购进一步整合市场的机会。

## 5 风险提示

处方外流进展不达预期风险,门店提质增效不达预期风险,门店扩张进度不达预期风险等。

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

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登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

## 免责条款

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心

广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场