仅供内部参考，请勿外传

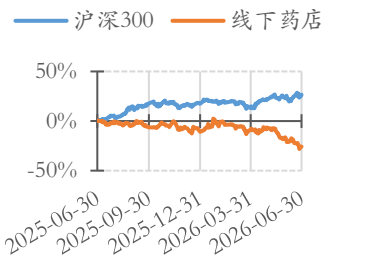
出清整合，转型重构

相关研究：

1.《在分化中寻找确定性》
2026.02.03

行业评级：增持（维持）

近十二个月行业表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	-12.0	-29.1	-52.3
绝对收益	-10.3	-18.3	-25.7

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师： 聂孟依
证书编号： S0500524040001
Tel： (8621) 50299667
Email： nmy06967@xcsc.com

地址： 上海市浦东新区银城路 88 号中国人寿金融中心 10 楼

核心要点：

❑ 行业经历扩张-出清周期，即将迎来拐点

2020-2024 年，中国线下药店行业完成了一轮极具代表性的周期切换由处方外流预期、资本助推扩店共同驱动的跑马圈地，演化为供给过剩、监管趋严、供给出清启动的整合阶段。

2024 年四季度全国药店总数首次出现环比下滑，成为过去数年持续扩张逻辑被打破的标志性时点，意味着行业的核心矛盾已从谁开得更快，转为谁能在低增长、强监管和价格透明化环境下稳健运营。

❑ 线上渠道的冲击推动行业重构

2020 年以来，线上药店逐渐成为线下药店面临的最大外部变量，目前线上化已从补充渠道演变为确定性的结构性分流力量。B2C 和 O2O 对线下药店的影响机制、利润结构和竞争含义不同。更关键的是，线上渗透提升并不等于线下价值被完全替代。现阶段看，B2C 增速一定程度上放缓，而 O2O 仍处高增区间。

❑ 投资建议

中国连锁药店行业已告别由门店数量扩增驱动的粗放增长期，进入以运营效率、服务价值与生态构建为核心的高质量发展时代。2026 年及中长期线下药店行业的主线聚焦低速增长新常态下的结构性再增长。行业总量有望维持温和复苏，但门店数量收缩、行业集中度提升、专业服务深化、线上线下一体化和支付体系多元化，将共同推动头部连锁穿越周期。未来零售药店行业重点关注门店的专业化升级、合规建设与业务多样性，最终方向是从药品零售终端升级为社区健康服务枢纽。

在这一框架下，线下药店行业的价值重构路径逐渐清晰：短期看个股利润修复，中期看行业龙头企业的并购整合进程与市占率提升效果，长期看服务能力、支付能力与供应链边界扩张。

我们认为政策引导下行业走向供给侧出清与行业集中度提升的路径，在此过程中，经营稳健的头部连锁品牌有望聚集资源、优化运营，率先实现景气反转。维持线下药店的“增持”评级，重点关注在合规、供应链、数字化管理上具有显著优势，并能在并购后成功整合、提升被并购门店效益的头部上市连锁企业，如益丰药房等。

❑ 风险提示

（1）政策不确定性风险；（2）药品降价风险；（3）业绩修复不及预期风险。

仅供内部参考，请勿外传

正文目录

1 行业经历跑马圈地，已到达到历史性拐点.....1
1.1 2023-2024 年跑马圈地模式逐渐失效.....1
1.2 2025 年行业出清，盈利能力筑底.....3
2 政策驱动下的结构性变化.....5
2.1 双通道与 DTP：处方外流中最先兑现的专业化承接场景.....5
2.2 政策推动行业整合.....7
2.3 政策红利有望以先结构后总量的方式兑现.....7
3 线上渠道的冲击与重构.....8
3.1 O2O 和 B2C 存在模式差异.....8
3.2 线上渠道的业务冲击存在边界.....9
4 连锁药店强者恒强.....9
4.1 行业集中度仍有较大提升空间.....9
4.2 头部企业经营情况分化.....11
4.3 头部企业毛利率企稳，盈利能力有望回升.....11
4.4 估值普遍处于低位.....12
5 未来展望：底部逐渐清晰，新驱动因素有望推动行业长期回暖.....13
5.1 专业化慢病管理创造稳定需求场景.....14
5.2 商保有望成为院外药品支付重要补充.....15
5.3 线上线下一体化重构流量入口.....15
6 投资建议.....16
7 风险提示.....16
7.1 政策不确定性风险.....16
7.2 药品降价风险.....17
7.3 业绩修复不及预期风险.....17

图表目录

图 1 2017-2025Q4 零售药店门店数量（万家）.....1
图 2 2020-2025 全国零售药店全品类销售额趋势（亿元）.....2
图 3 全国药品市场终端渠道销售额（亿元）及占比趋势.....8
图 4 2017-2024 年中国药店连锁化率.....10
图 5 2016-2024 中国药店行业十强与百强销售额占比.....10
图 6 线下药店板块主要上市公司业绩.....11
图 7 线下药店板块头部上市公司毛利率波动.....12
图 8 益丰药房 PB(LF)近 10 年波动（截至 2026/6/29）.....12
图 9 益丰药房 PE(TTM)近 10 年波动（截至 2026/6/29）.....13
图 10 益丰药房 PS(TTM)近 10 年波动（截至 2026/6/29）.....13

仅供内部参考，请勿外传

图 11 2022/12-2026/04 中国实体药店市场零售规模与变化趋势 14
图 12 线下药店布局 O2O 与 B2C 业务的模式.....15

表 1 2022-2025 年我国零售药店数量变化 3
表 2 2025 年全国实体药店（含 O2O）-各大类产品表现.....4
表 3 部分连锁药店 DTP 药房与院外渠道建设现状 6

仅供内部参考，请勿外传

1 行业经历跑马圈地，已到达到历史性拐点

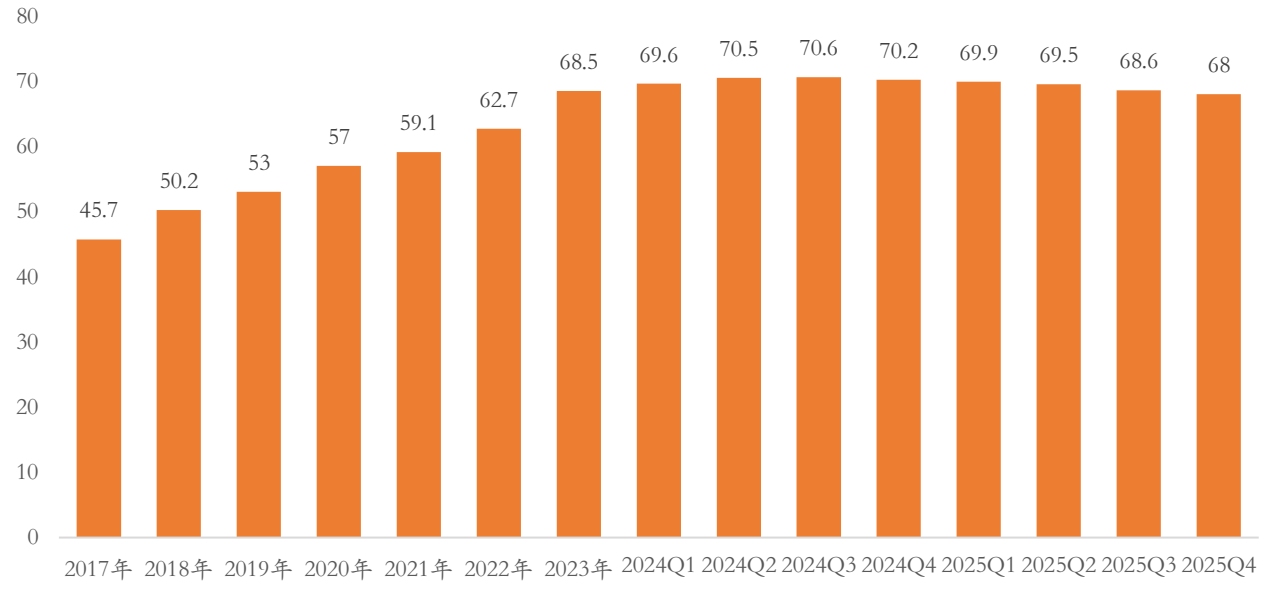
2020-2024 年，中国线下药店行业完成了一轮极具代表性的周期切换，由处方外流预期、资本助推扩店共同驱动的跑马圈地式扩张，迅速演化为供给过剩、需求放缓、监管趋严的再平衡阶段。目前行业在结束高强度扩店后，从门店数量竞争进入了合规能力、精细运营和专业服务能力竞争的新阶段。

从结果看，2024 年四季度全国药店总数首次出现环比下滑，成为过去数年持续扩张逻辑被打破的标志性时点，意味着行业的核心矛盾已从谁开得更快，转为谁能在低增长、强监管和价格透明化环境下稳健运营。

1.1 2023-2024 年跑马圈地模式逐渐失效

2020 年以后，线下药店行业并未因疫情而停止扩张，反而在处方外流催化下进入加速整合期。从行业总量看，全国零售药店门店数从 2020 年到 2023 年持续增长，龙头以自建、并购、加盟同步推进，下沉市场展开的同时连锁率缓步提高，头部连锁仍维持了高于社会消费整体的扩张速度。

图 1 2017-2025Q4 零售药店门店数量（万家）



资料来源：中康 CMH、第一药店财智、湘财证券研究所

2021-2022 年，行业受到疫情反复、客流受限、新店爬坡延长等因素压制，对经营造成较大影响，整体来看门店还在加速扩张，但单店效率和利润弹性已经开始走弱。而龙头公司的扩张仍在持续，2022 年多家药店的门店数量破万，头部药店陆续进入万店时代，行业集中度提升，实质上则意味着头部公

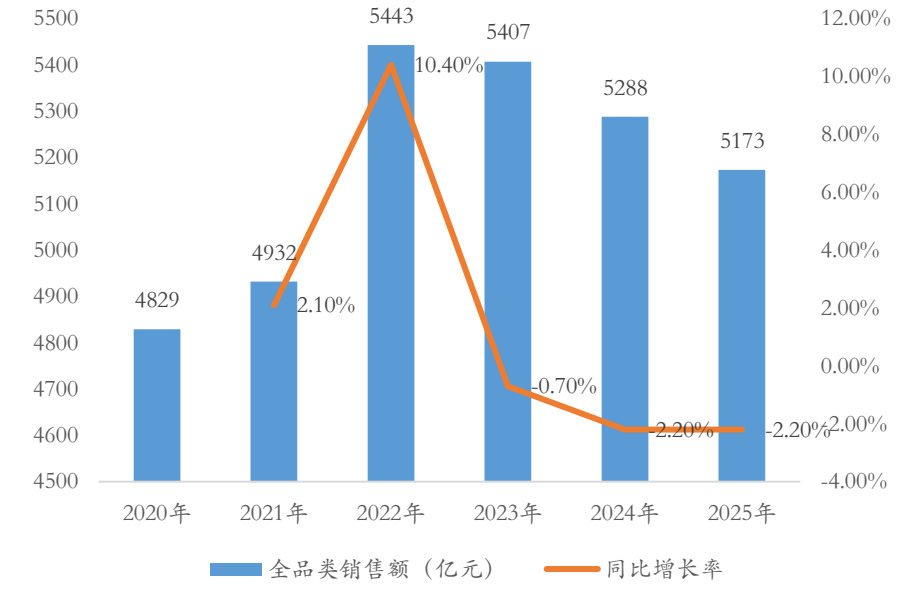
仅供内部参考，请勿外传

司把未来增长前置透支到门店储备中。新店、次新店占比维持高位，为后续收入增长提供弹性，但也埋下了新店盈利周期延长、费用摊薄失效、单店产出走弱的压力。

到 2023 年，行业由扩张逻辑转入效率考验，药店总数仍在扩张，行业竞争加剧，客流和客单价承压导致店均产出下降。而 2024 年行业终于出现明确拐点，药店总量扩张开始失效，行业首次进入净关店阶段。根据中康 CMH 数据，2024 年四季度药店数量首次出现季度环比负增长。 从趋势看，关店数逐季抬升、净新增逐季收窄，最终在 Q4 转负。

从行业规模看， 2018-2024 年行业销售额在 2022 年冲高后，于 2023-2024 连续回落，增长中枢明显下移。

图 2 2020-2025 全国零售药店全品类销售额趋势（亿元）



资料来源：中康 CMH、第一药店财智、湘财证券研究所

这一拐点形成的原因，核心有四层。第一，需求端放缓。2023 年高基数之后，2024 年线下实体药店市场承压。 第二，医保个账改革与门诊统筹重塑支付结构。由于医保个账收入下滑，高度依赖医保个账支付的药店遭遇冲击，导致部分以自费和个账驱动的高毛利品类承压。 第三，价格治理与比价系统强化透明度。院内外价格趋同、药品比价、公示监测持续推进，药店传统价差空间被压缩。 第四，线上和 O2O 分流持续强化。线下即买即得的优势仍在，但在标品、慢病复购和比价场景上，实体门店受到电商与 O2O 平台更强冲击。

头部上市公司普遍放缓扩张并开始主动优化门店结构，部分头部连锁药店出现门店数量增加但总营收同比下降，规模增长已无法自然转化为利润增

仅供内部参考，请勿外传

长，新店培育、商誉减值、同店承压开始抵消扩张红利。

1.2 2025 年行业出清，盈利能力筑底

2025 年中国线下药店行业持续出清，监管压力增大、企业盈利承压，行业开始发生洗牌，全年关店数量增加，尤其对于中小规模的连锁药店，经营压力陡增。更重要的是，这一轮调整并非单纯周期性低谷，而是供给侧出清与政策压力的双重作用。一方面在药品集采降价、比价平台、线上 O2O 分流等的共同作用下门店盈利承压；另一方面，飞检常态化、追溯码落地、执业药师与处方管理趋严，又显著抬高合规门槛，使大量中小连锁和单体店被迫退出。因而，2025 年的闭店潮本质上不是行业需求消失，而是低效率供给被淘汰、行业价值中枢向合规能力、精细运营和专业服务迁移。

根据中康 CMH 数据显示，2025 年我国零售药店全年净关店 21925 家，闭店率从 2022 年的 1.5%逐年攀升至 2025 年的 7.9%。全国仅 6%的药店销额增幅超过 30%，60%的药店销额均为负增长。

表 1 2022-2025 年我国零售药店数量变化

年度	开店数	关店数	闭店率	净增加
2022	/	9112	1.5%	36410
2023	70014	11745	1.8%	58269
2024	48778	31905	4.6%	16873
2025	33055	54980	7.9%	-21925

资料来源：中康 CMH、第一药店财智、湘财证券研究所

1.2.1 政策态度趋严，合规成本攀升

供给过剩决定了行业必须洗牌，医保监管力度加大则强化了这一进程的速度和方向性，不规范经营的生存空间迅速压缩：医保飞检进入常态化、高频化。全国定点医药机构自查自纠范围扩大，多地定点零售药店抽查比例显著提升，药品追溯码政策也成为行业合规门槛抬升的重要抓手。对中小连锁及单体店而言，这在短期显著增加了技术投入、人工操作复杂度和合规失败风险，而合规投入成为决定门店能否继续参与医保支付体系、能否保有客流入口的必要条件。合规成本的逐步走高使得中小型药店更加难以与头部连锁药店同态竞争。

1.2.2 收入结构变化，高毛利品种市场下滑

更值得关注的是，终端营收弱势的另一重因素是药店收入结构变化。根据

仅供内部参考，请勿外传

中康 CMH 数据，2025 年零售药店市场总体销售规模达 5173 亿元（药店全品类，包含药品和非药品），同比去年下跌 2.2%。实体药店不同品类表现中，中成药主要受到心血管、止咳、咽喉、滋补保健等品类下滑影响，非药市场下滑、份额进一步收缩，为零售药店总体规模缩减主因。其中，保健品及健康食品销售额跌幅尤其明显，主要受医保监管加强、消费者向线上渠道转移影响。受到药材价格波动影响，中药材价格在 2024 年冲上高位，之后持续大幅回调，2025 年药店中药饮片规模收缩。医疗器械规模小幅下滑，主要受电子血压计、血糖仪试纸规模缩减影响，便携式家用医疗器械同样呈现向线上渠道转移的趋势。

表 2 2025 年全国实体药店（含 O2O）-各大类产品表现

中西药属性	2025 销售额同比增长率	2025 销售额份额占比
药品市场	**-0.3%**	**84.3%**
化学药	2.6%	46.4%
中成药	-7.2%	30.1%
生物制品	14.1%	7.8%
非药品市场	**-11.4%**	**15.7%**
中药饮片	-10.8%	5.7%
医疗器械	-2.2%	4.7%
保健品及健康食品	-25.3%	3.2%
其它（含消字号/日常用品/化妆品等）	-6.6%	2.1%

资料来源：中康 CMH、湘财证券研究所

过去几年药店试图通过保健品、滋补、器械等高毛利非药品类对冲处方药与集采药的价格压力，但 2025 年消费者更重视性价比、线上渠道更适合非药品展示与比价，导致这一转型方向明显失速，线下药店的溢价能力被压低。

价格透明化对行业影响尤为深刻。2025 年全国各地医保药品比价小程序陆续上线，药店信息差红利被压缩，龙头连锁凭借上游议价和价格管理能力，受比价冲击相对较小，但尾部门店的价格体系同样受到影响。

1.2.3 线上渠道分流

线上渠道持续分流的影响也持续存在。医院市场占比近年来呈现缓慢下降的趋势，但依然是最重要的渠道；基层医疗在门诊共济和医保报销比例优势支持下近年来占比持续提升；零售药店作为最重要的院外渠道，占比稳步提升；而线上渠道（电商 B2C+互联网医院）则从无到有，市场占比快速增长。

仅供内部参考，请勿外传

1.2.4 个账改革与集采

职工医保个账从“个人账户主支付”向“统筹共济”转型，本质上有利于支付体系优化，但在药店端短期表现为个人账户可支配金额下降、患者阶段性回流医院、统筹门店覆盖不均和处方流转不畅。个账收入边际收缩对药店购买力和客流预期影响显著。此外随着药品国采常态化，中选药品零售价下移，对零售药店价格体系与库存结构造成影响。且进入集采的慢病大品种药品较多，其利润空间被显著压缩，而线下药店业绩对于慢病药、高频医保品种和 OTC 品牌溢价的依赖度较高，因此传统盈利模式受到侵蚀。

2 政策驱动下的结构性变化

2023 年以来，线下药店最核心的政策变量是门店能否有效承接医保支付与院外处方。门诊统筹决定药店能否接入医保统筹资金、获得慢病与处方客流，处方外流决定这部分客流是否能够真正形成可持续销售增量；而 2026 年初《关于促进药品零售行业高质量发展的意见意见》的出台，则进一步把药店的政策定位从传统销售终端提升为“健康驿站”，意味着在政策驱动下，行业评价的核心变量从过往单一的门店数量导向，更多转向合规能力、专业服务能力与处方承接能力导向，这进一步催化了线下药店行业的结构性变化。

2.1 双通道与 DTP：处方外流中最先兑现的专业化承接场景

创新药国谈品种的医院准入是困扰企业的一个难题，2021 年国家颁布双通道政策，通过定点医疗机构和定点零售药店两个渠道同步供应国谈药，并执行统一医保报销政策，患者凭医生处方可在指定药店享受与医院相同的报销待遇，DTP 药房是双通道政策在药房端的核心承接主体。

相较普通门诊统筹药店，双通道药店与 DTP 药房是处方外流中兑现最早、商业模式也最清晰的专业化场景。这一领域所承接的多为国谈药、创新药、高值特药与慢特病药物，患者刚需强、医院准入难、院外购药支付支持相对明确。

根据赛柏蓝药店统计，2021 年我国 DTP 药房市场规模约为 530 亿元，2023 年增长至 780 亿元，2025 年突破 900 亿元。在门店数量方面，2020 年全国 DTP 药房不足 3000 家，2023 年增至 5500 家，2025 年末已超过 7000 家，其中获得“双通道”资质的药房占比超过 60%，主要分布在三甲医院周边、及区域医疗中心附近。

仅供内部参考，请勿外传

DTP 市场主要增长逻辑在于患者覆盖扩大以及创新药品种扩充与处方转移，一定程度上减轻了传统零售模式下的价格驱动因素，集采和医保控费也在部分品种上强化了其院外承接价值。

从药品结构来看，DTP 药房经营品种以肿瘤药、自身免疫病用药、罕见病药、糖尿病用药、心脑血管用药等高值特药和慢病药为主，创新药、生物制剂、靶向药占比逐年提升，这决定了 DTP 的顾客群体具有疾病复杂、用药周期长、支付压力大、依从性管理要求高等特征，因此其本质是专业健康管理场景而非普通零售场景，与传统零售药店形成明显差异化竞争格局。而中小药店相对更难高质量完成全病程服务，因此 DTP 市场扩容一般也伴随集中度提升，

受医保支付价格影响，DTP 药房一般需要足够的店均销售额、供应链效率和配套增值服务以形成可持续盈利，因此头部企业的专业化布局显得尤为重要。根据赛柏蓝药店、及各公司公告信息，各大商业与连锁非常重视 DTP 药房与院外市场的建设，以益丰为例，截至 2025 年年末，公司拥有院边店（二甲及以上医院直线距离 100 米范围内）688 家，DTP 专业药房 316 家，其中开通双通道医保门店 251 家，与近 200 家专业处方药供应商建立了深度合作伙伴关系。这些布局的真正意义，并不只是门店数量本身，而是提前卡位院外高值处方流转节点。

表 3 部分连锁药店 DTP 药房与院外渠道建设现状

企业	渠道布局情况
益丰药房	截至 2025 年年末，拥有院边店（二甲及以上医院直线距离 100 米范围内）688 家，DTP 专业药房 316 家，其中开通双通道医保门店 251 家，与近 200 家专业处方药供应商建立了深度合作伙伴关系
国药控股	2025 年，公司"双通道"药房达 1211 家，覆盖 30 个省、297 个城市
华润医药	1.截至 2024 年底，公司 DTP 药房数量约 680 家，其中 70%位于华东、华南等高支付能力区域，DTP 业务年营收约 135 亿元，市场份额约 15.9%。 2.2024 年 DTP 药房收入增长 17%，服务范畴从药品配送扩展至患者教育、保险支付等增值服务。
上海医药	1.上海医药旗下上药云健康拥有 200+家 DTP 专业药房及授权院边店，其中获批双通道资质的数量超百家。 2.DTP 药房单患者年均消费增长 18%，衍生健康管理服务收入占比提升至 5%。
九州通	1.在零售业务方面，九州通推进好药师"万店加盟"战略，门店数量已超过 3 万家。 2.通过搭建药九九 B2B 互联网交易平台、好药师 B2C 网上药店，开展即时零售（O2O）业务，整合各大流量平台接单，赋能药店网订店送的电商能力。

资料来源：赛柏蓝药店、益丰药房 2025 年年报、湘财证券研究所

仅供内部参考，请勿外传

2.2 政策推动行业整合

在药品零售行业处于深度调整的关键转型期，2026 年 1 月，商务部联合九部门共同发布《关于促进药品零售行业高质量发展的意见》。作为国家层面首次针对该领域出台的专项指导文件，其不仅为行业未来发展锚定了核心方向，更通过三大关键导向重塑行业生态：针对并购整合环节，政策明确优化《药品经营许可证》核发流程，同时支持医保定点资质平稳过渡，这一举措大幅缩减了头部企业的并购成本与整合周期，将有效加速行业集中度提升的进程；在发展路径上，文件积极引导药店从传统的药品销售终端向综合性健康服务驿站转型，将药事服务完善与慢病管理等创新健康服务列为核心发展方向，既从政策层面认可了头部企业的前期探索，也为其开拓非医保支付领域的新增长空间提供了合规保障；而在监管层面，政策推动数智化监管落地并强化线上线下一体化监管标准，这一要求将进一步放大头部上市连锁公司的固有优势，凭借完善的质量管理体系与成熟的数字化能力，它们的合规竞争力将更为突出，而中小药店与头部企业在生存发展能力上的差距也将随之进一步拉大。

2.3 政策红利有望以先结构后总量的方式兑现

总体看，2023-2026 年的政策变化，正在推动线下药店行业从传统零售业态进行转型，现阶段行业逻辑已经发生变化。未来线下药店能否受益于政策红利，将主要取决于四个维度：一是区域布局，统筹推进快、互联网处方接受度高的区域，药店将更快获得真实业绩弹性。二是是否具备专业药房体系，包括院边店、DTP 等，这些业态决定企业能否优先承接高质量处方。三是能否完成合规与数字化改造，电子处方、药品追溯、医保上传等要求都在抬高准入门槛，合规能力本身已成为竞争壁垒。四是能否从卖药转向卖服务，“健康驿站”定位意味着行业估值体系将从单纯零售逻辑，逐步引入健康管理、商保协同、慢病服务与社区健康入口逻辑。

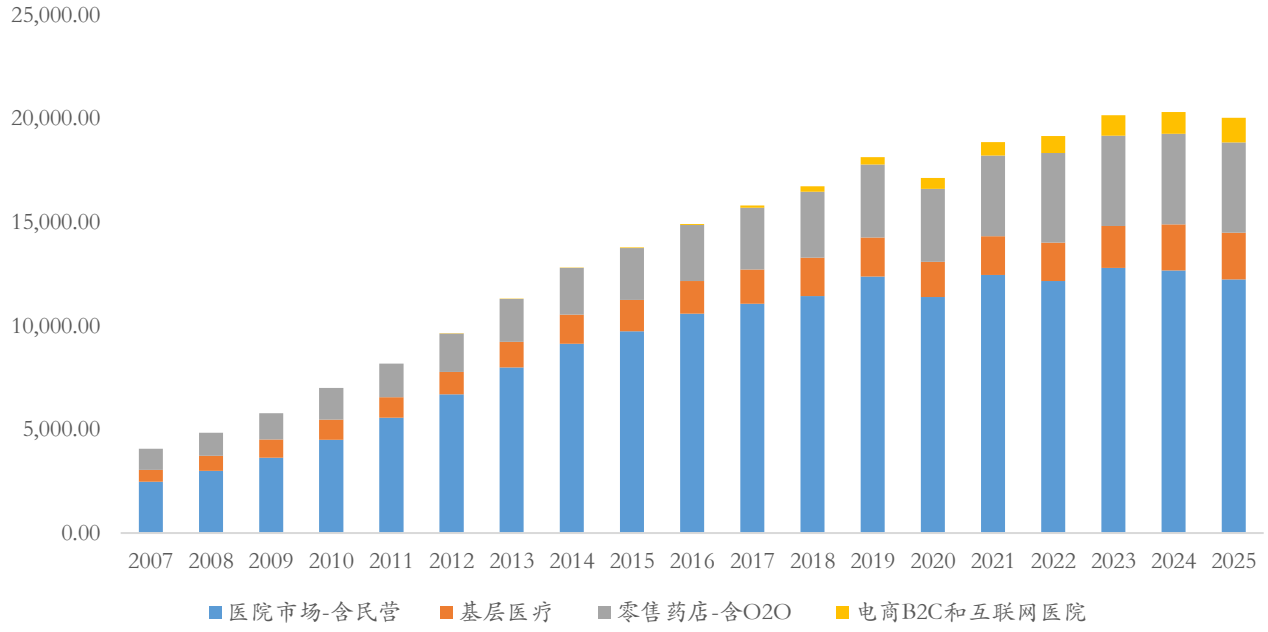
此逻辑驱动下，线下药店行业内部也将加速分化，统筹门店占比高、双通道与 DTP 领域布局更深的行业龙头企业有望率先承接政策红利，在处方外流进程中获得更高质量增量。在政策与市场的双重催化下，线下药店行业加速整合，集中度逐步提升，驱动行业资源向头部集中。

仅供内部参考，请勿外传

3 线上渠道的冲击与重构

2020 年以来，线上药店逐渐成为线下药店面临的最大外部变量，目前线上化已从补充渠道演变为确定性的结构性分流力量。B2C 和 O2O 二者对线下药店的影响机制、利润结构和竞争含义不同。更关键的是，线上渗透提升并不等于线下价值被完全替代。现阶段看，B2C 增速一定程度上放缓，而 O2O 仍处高增区间。

图 3 全国药品市场终端渠道销售额（亿元）及占比趋势



资料来源：中康 CMH、湘财证券研究所

3.1 O2O 和 B2C 存在模式差异

从投资和经营角度看， O2O 与 B2C 虽然都是线上购药，但仍然存在差别，对线下药店的影响也有差异。品类结构方面，B2C 渠道中糖尿病用药等慢性、处方药销售占比较高，O2O 则以感冒、胃肠等急用品类为主，因此 O2O 对于定位于一定区域内便捷购药的线下门店而言，造成的客流冲击更为直接。由此带来的是消费者结构差异，O2O 相对而言更多面向强调快节奏和性价比的年轻客户群体，B2C 和线下药店则仍重点承接中老年、慢病群体，对于这一群体画像，药学服务需求显著高于年轻群体，线下药店提供的购药外的健康服务的作用则凸显出来，成为其抗击线上冲击的一个抓手。因此目前线上和线下渠道仍然存在差异化竞争，轻病、即时需求易于线上化，重病、专业服务等则主要依赖线下。

此外值得注意的则是供应链差异，B2C 可通过中心仓和平台自营实现全

仅供内部参考，请勿外传

国销售，而 O2O 必须依托本地门店或仓店供货，因此 O2O 的壁垒在门店密度、SKU 管理等方面更能凸显，拥有相对完善的线下供应链布局的头部连锁药店在 O2O 竞争中更具优势。

3.2 线上渠道的业务冲击存在边界

O2O 业务要实现长期稳定盈利离不开高效的库存与资金周转效率支撑，头部连锁药店可以在借助平台流量之余，通过会员体系运营等方式，逐步提升自有流量的掌控能力，降低对单一平台的依赖。

B2C 渠道增速持续放缓，其对线下的替代效应已经进入边际减弱阶段，此前市场对于线上渠道对整体市场的影响权重有所高估，且线上与线下渠道的品类重叠度存在一定限制，肿瘤药、心脑血管用药、慢病管理等需要专业服务的品类，核心消费场景依然牢牢稳固在线下，除此之外，处方流转、专业药师咨询等需求一定程度上构建了线下药店的基本盘。尤其是在低线城市、老龄化客群、医保定点购药等场景中，线下药店的优势依然十分明显。线上渠道的渗透率最终会进入稳态，并不会无限制地侵蚀线下药店的市场份额。而线上渠道价格透明的影响也在药品比价系统落地、行业监管持续趋严的背景下边际趋缓，对于而供应链体系更完善、定价更规范、品牌力更强的头部连锁药店，反而会受益于市场透明化带来的行业集中度提升。

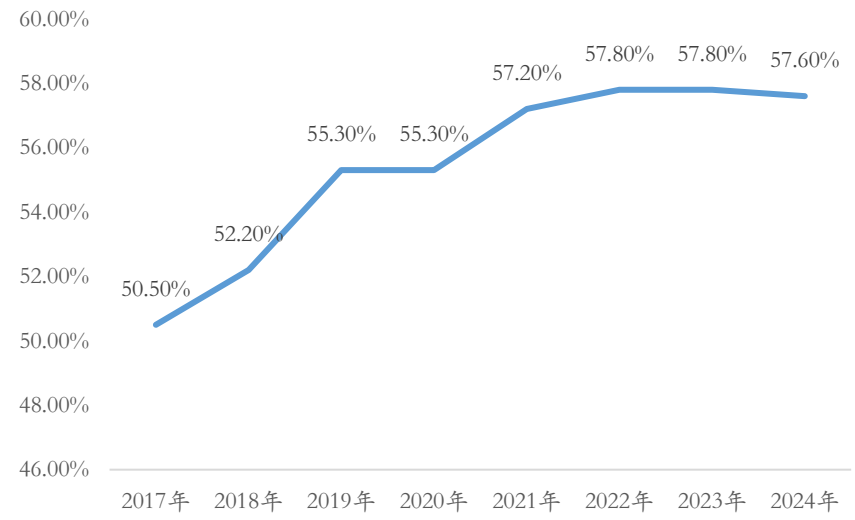
4 连锁药店强者恒强

4.1 行业集中度仍有较大提升空间

据中康 CMH 数据，零售药店连锁化率从 2017 年至 2022 年持续提升，虽然 2022-2024 年连锁率未继续上涨，但考虑到同期门店总量已接近饱和、单店产出承压，连锁率仍能保持稳定，说明市场份额正在持续由单体店和弱小连锁向头部品牌迁移。与此同时，美国前三强药房市占率长期保持在 85%以上，日本前十强药妆店市占率约 73.7%，中国药店连锁化率和市场集中度仍有较大提升空间。

仅供内部参考，请勿外传

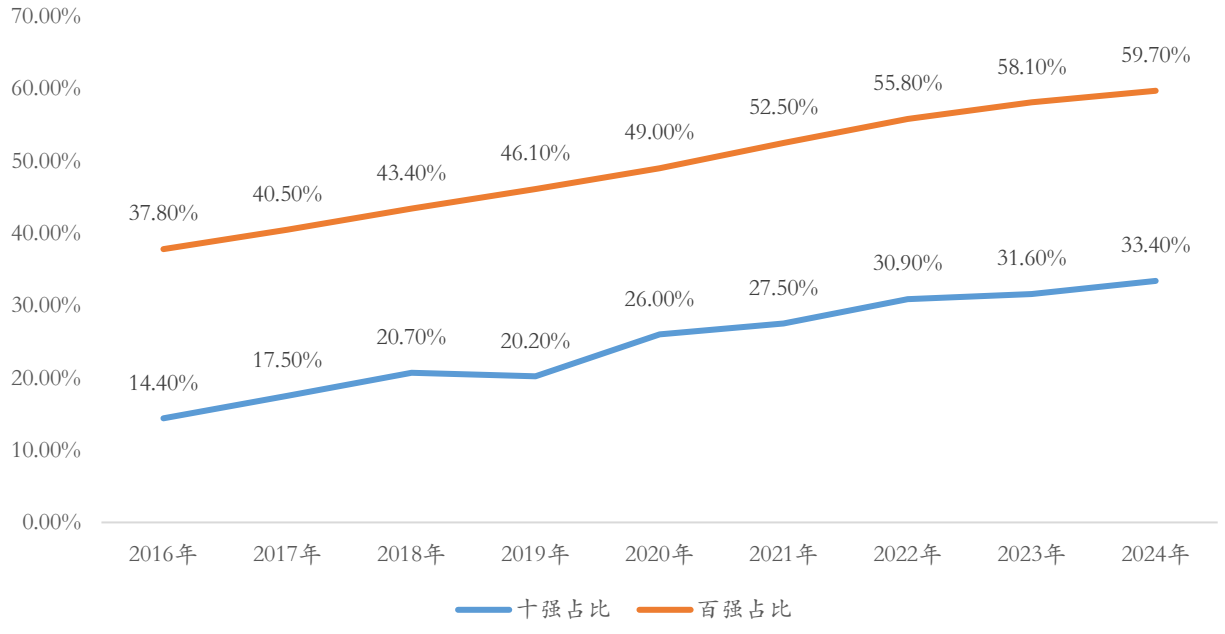
图 4 2017-2024 年中国药店连锁化率



资料来源：中康 CMH、益丰药房 2025 年年报、湘财证券研究所

从销售集中度看，这一趋势更加明显。根据中国药店统计，2024 年零售百强企业直营门店销售额占全国药品零售市场份额的 59.7%，百强集中度近十年来持续稳步提升；销售额 TOP10 企业占全国零售整体销售额约 33.4%。这意味着行业整合已经持续多年，但远未完成。

图 5 2016-2024 中国药店行业十强与百强销售额占比



资料来源：中国药店、益丰药房 2025 年年报、湘财证券研究所

行业并非简单总量扩张，而是进入结构重塑阶段。对于头部企业而言，这种结构性变化意味着两个机会：一是通过直营、并购、加盟承接中小门店退出

仅供内部参考，请勿外传

后的区域份额；二是在医保统筹、处方流转、电子处方和比价监管等更高合规门槛下，以组织化能力替代原先的价格和选址红利

4.2 头部企业经营情况分化

从营收与利润维度观察，大参林、益丰药房、老百姓、一心堂四大民营龙头已经形成较为清晰的梯队结构。2025 年益丰药房、大参林均实现营收与归母净利润扩容，2026 年一季度，益丰药房、大参林、老百姓均实现营收、净利双增，利润韧性显著领先。其他规模相对较小的药店企业中，部分企业 2025-2026Q1 的业绩仍然承压。

图 6 线下药店板块主要上市公司业绩

		2025				2026Q1			
		营业收入	营收 yoy(%)	归母净利润	归母净利润yoy(%)	营业收入	营收 yoy(%)	归母净利润	归母净利润yoy(%)
603939. SH	益丰药房	244.33	1.54	16.78	9.81	60.85	1.26	5.00	11.14
603233. SH	大参林	275.02	3.80	12.35	35.04	69.73	0.25	5.11	11.12
603883. SH	老百姓	222.37	(0.54)	3.82	(26.44)	54.81	0.85	2.64	5.27
002727. SZ	一心堂	173.36	(3.69)	2.63	130.80	44.34	(6.99)	1.76	9.83
605266. SH	健之佳	89.21	(3.90)	1.48	15.63	20.91	(8.86)	0.36	7.23
301017. SZ	漱玉平民	103.27	7.91	1.14	160.50	26.01	9.36	0.10	(59.58)
301408. SZ	华人健康	54.87	21.07	1.91	38.96	14.21	12.17	0.79	29.60
600833. SH	第一医药	21.30	11.23	0.58	(64.59)	4.85	(3.85)	0.23	390.87

资料来源：wind、湘财证券研究所

这种分化，本质上对应的是不同扩张模式下的后遗症与修复能力差异。2023 年之前，头部连锁普遍依赖“自建+并购+加盟”三驾马车提速，全国化、跨省化扩张显著。但从 2024 年下半年开始，随着消费趋弱、统筹推进节奏不均、线上分流与比价监管增强，原先大量处于培育期的新店开始拖累利润，龙头企业不得不进入主动关店、优化结构的新阶段。

对于头部企业而言，这种结构性变化使其可以用相对更低的成本通过直营、并购、加盟承接中小门店退出后的区域份额，并在当下更高的合规门槛下，以组织化能力替代原先的价格和选址红利。

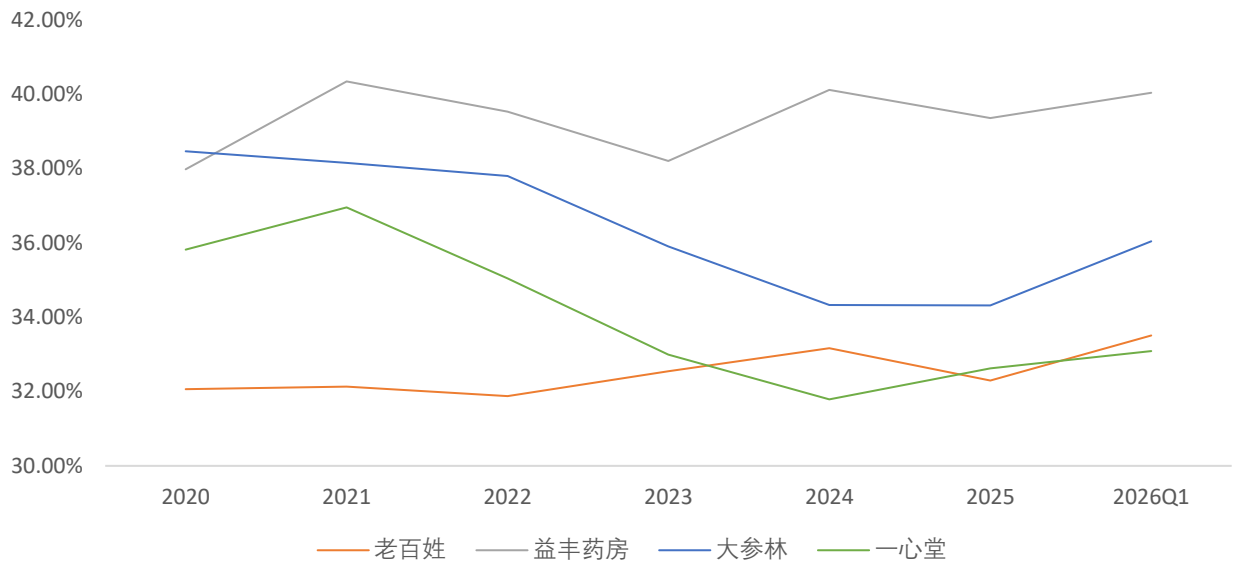
4.3 头部企业毛利率企稳，盈利能力有望回升

2026 年一季度，A 股线下药店板块上市公司的毛利率呈现整体企稳回升、多数企业边际改善、头部龙头修复领先的核心特征，结束了 2022-2024 年行业毛利率普遍承压下行的周期，成为板块盈利端修复的信号。其中，四大全国性龙头企业均出现明确的毛利率修复信号：益丰药房、大参林、老百姓一季度

仅供内部参考，请勿外传

的毛利率回升幅度显著。

图 7 线下药店板块头部上市公司毛利率波动

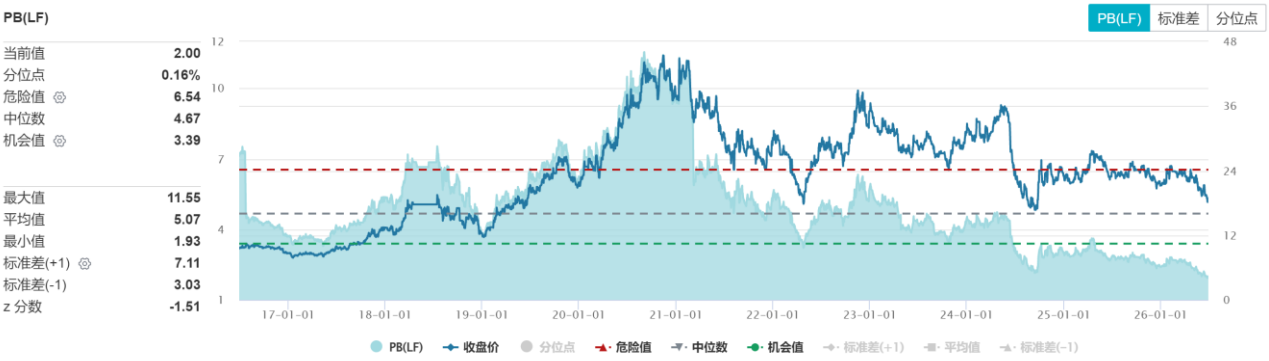


资料来源：wind、湘财证券研究所

4.4 估值普遍处于低位

线下药店行业估值层面也处于相对低位。以益丰药房为例，截至 2026 年 6 月 29 日，益丰药房 PE(TTM)、PB(LF)、PS 均处于近 10 年低位，其中 PS 倍数已降至 1X 以下；而其中多家头部药店股息率已接近或超过 4%的区间上沿判断，具备一定防御与修复双重属性。 在行业总量难以重回高增长背景下，估值修复更多依赖于行业出清完成度、利润改善确定性与新增长极兑现程度。因此，头部连锁仍是中长期价值重构的主要承载主体。

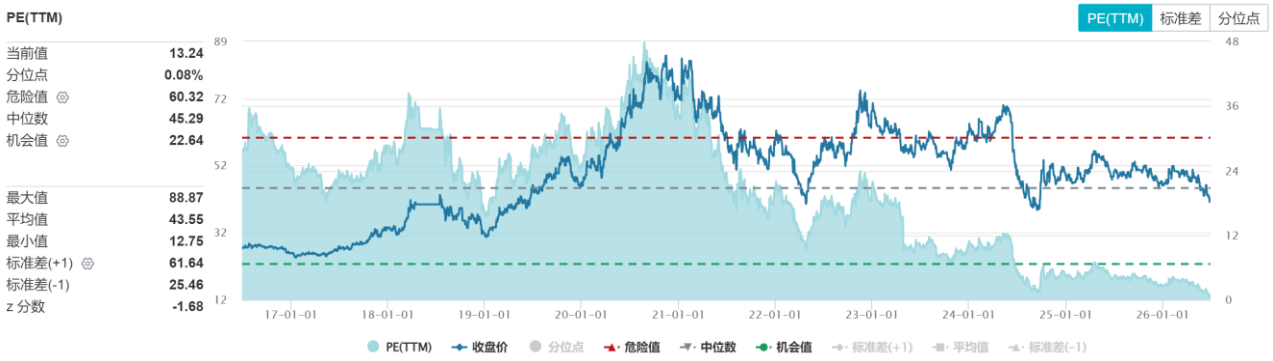
图 8 益丰药房 PB(LF)近 10 年波动（截至 2026/6/29）



资料来源：wind、湘财证券研究所

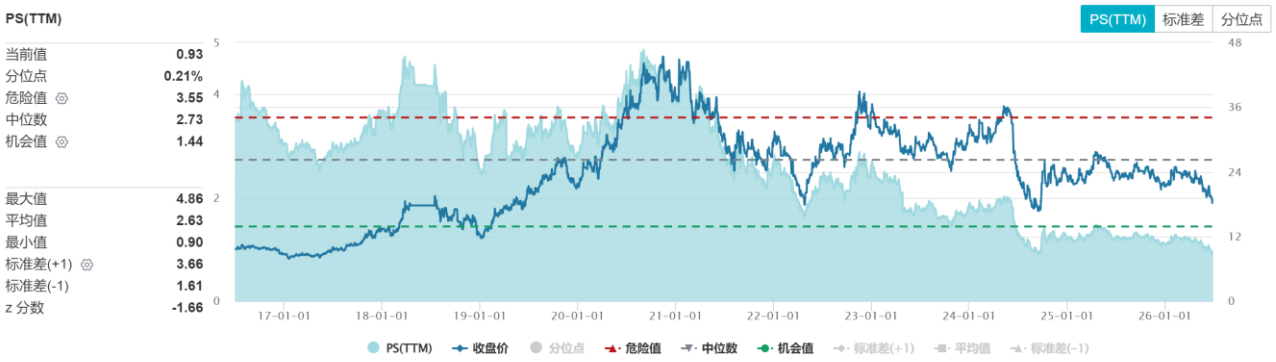
仅供内部参考，请勿外传

图 9 益丰药房 PE(TTM)近 10 年波动（截至 2026/6/29）



资料来源：wind、湘财证券研究所

图 10 益丰药房 PS(TTM)近 10 年波动（截至 2026/6/29）



资料来源：wind、湘财证券研究所

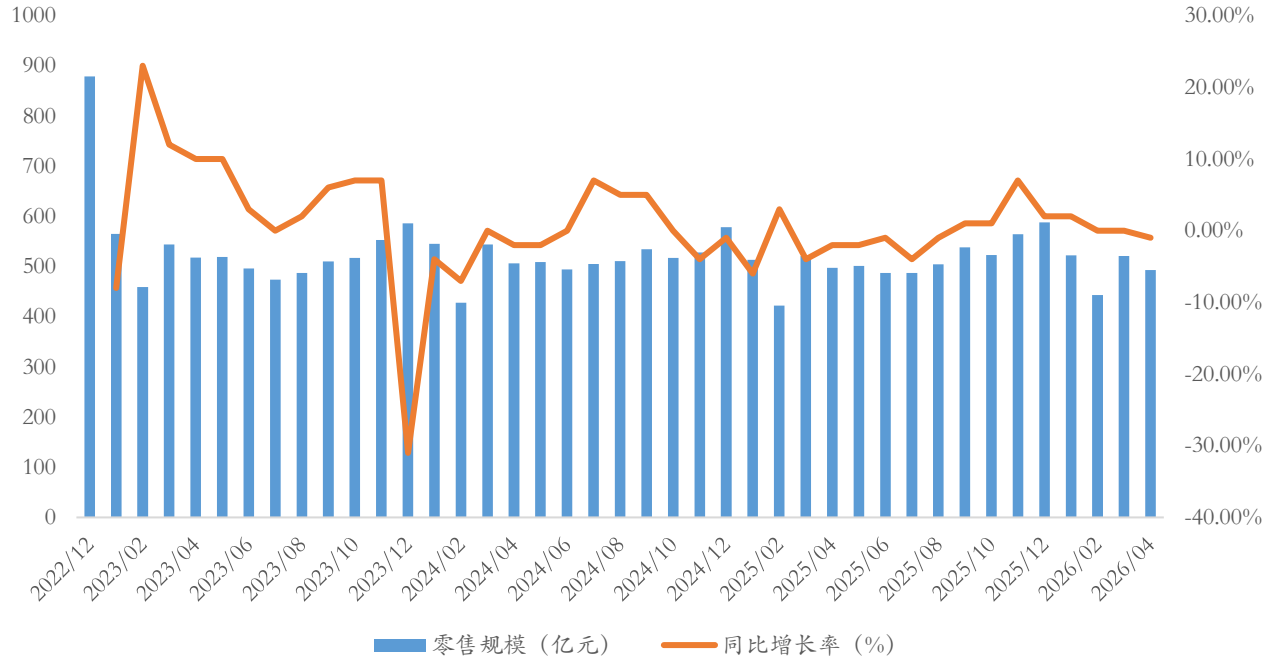
5 未来展望：底部逐渐清晰，新驱动因素有望推动行业长期回暖

实体药店已基本告别过去依赖开店扩张、医保红利和非药泛化销售驱动的粗放增长阶段，进入 2026 年，行业更可能呈现总量低增、结构分化、利润修复先于收入修复的运行特征。根据米内网数据，2026 年 1-4 月，中国实体药店累计零售规模为 1979 亿元，同比小幅增长 0.3%，2026 年 4 月中国实体药店市场受 3 月节后需求集中释放后的季节性回调影响，零售规模回落至 493 亿元，环比下降 5.4%，较 3 月的 521 亿元高基数有所回落；对比 2025 年同期，微降 0.8%，整体来看，4 月作为传统消费淡季，市场表现符合预期，实体药店延续弱复苏态势。行业需求端已出现边际回暖信号；另一方面，真正受益

仅供内部参考，请勿外传

的将主要是具备合规能力、供应链效率、专业服务能力与数字化运营能力的头部连锁。

图 11 2022/12-2026/04 中国实体药店市场零售规模与变化趋势



资料来源：米内网、湘财证券研究所

需求端回暖叠加供给端出清，线下药店行业供需关系有望改善，来客流、订单和处方资源将更多向存量优质门店集中，行业底部逐渐清晰。

5.1 专业化慢病管理创造稳定需求场景

国内老龄化和慢病患病率持续上升，处方外流政策体系不断完善，从中长期视角看，线下药店最具确定性的成长主线，仍是从药品零售终端升级为患者全周期健康服务节点。

慢病管理是需求确定性最高的赛道。中国高血压、糖尿病、高血脂、慢阻肺等慢病患者总量庞大，这类人群具有高频复购、长期依从和对专业用药指导需求强的特征，天然适合由线下药店持续承接。慢病管理带来的不仅限于单次销售，更多的是复购率提升的潜力和全生命周期服务的拓展。

头部连锁已验证了这一模式具备规模化可能。以老百姓为例，截至 2025 年末，公司慢病管理服务已累计建档超过 2,289 万人，累计服务自测 1.4 亿人次。慢病管理已从附加服务逐步演进为可量化、可复购、可转化的收入组织方式。

仅供内部参考，请勿外传

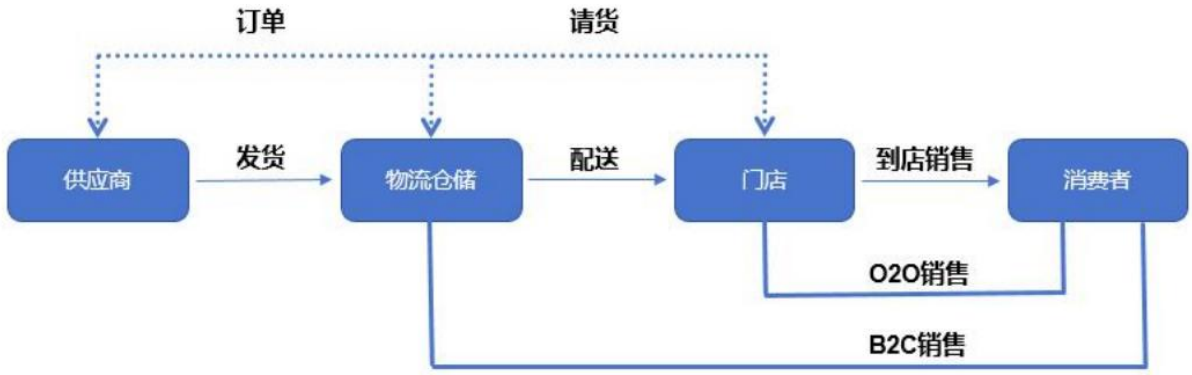
5.2 商保有望成为院外药品支付重要补充

商保则是另一个值得重视的支付变量。2026 年 1 月 1 日起，新版医保目录与首版商保创新药目录同步实施，医保目录新增 114 种药品，商保创新药目录纳入 19 种药品，“基本医保保基本、商保保创新”的双目录体系进入实操阶段。商业健康险长期扩容趋势，意味着支付端已经具备成为院外零售新增量来源的潜力，对线下药店而言，商业保险让原本因高价而难以在院外动销的创新药和特药，具备了商业化放量的现实条件。

5.3 线上线下一体化重构流量入口

近两年，头部连锁药店已经开始探索仓店模型。O2O 仓店有望在一二线城市率先放量，依托强大便捷的供给能力满足年轻化、即时性和高性价比的需求。这一模式的壁垒更多体现在后端供应链、选品和精细化运营，传统头部药店在此领域相比纯互联网平台更有优势。

图 12 线下药店布局 O2O 与 B2C 业务的模式



资料来源：老百姓 2025 年年报、湘财证券研究所

从经营结果看，线上一体化已开始贡献实质增量。老百姓 2025 年线上渠道销售总额（含加盟）突破 31.2 亿元，同比增长 26.3%。截至 2025 年末，公司 O2O 外卖服务门店达 12,352 家，24 小时门店达 730 家。益丰药房 2025 年 O2O 直营门店超 10,000 家，24 小时配送营业门店超 600 家，新零售业务拣货时效、配送效率、订单满足率以及人效、品效、坪效等经营指标均持续提升，线上业务全年实现销售收入 29.93 亿元，其中 O2O 实现销售收入 20.94 亿元，B2C 实现销售收入 8.99 亿元。说明头部药店正在把原本分散的门店网络改造成区域仓配与即时履约体系，在竞争中重新获得流量定价权。

仅供内部参考，请勿外传

从中长期看，线上线下一体化对行业估值体系也有潜在重塑作用。传统线下药店的估值压制，源自市场担忧 B2C 比价、医药电商分流与线下客流下滑，而实体药店通过渠道与客流重构积极应对，一旦头部企业能够将 O2O 转化为新的份额获取工具，其价值逻辑就会转向本地健康供应链平台，对于市场情绪将成为积极信号。

6 投资建议

中国连锁药店行业已告别由门店数量扩增驱动的粗放增长期，进入以运营效率、服务价值与生态构建为核心的高质量发展时代。2026 年及中长期线下药店行业的主线聚焦低速增长新常态下的结构性再增长。行业总量有望维持温和复苏，但门店数量收缩、行业集中度提升、专业服务深化、线上线下一体化和支付体系多元化，将共同推动头部连锁穿越周期。未来零售药店行业重点关注门店的专业化升级、合规建设与业务多样性，最终方向是从药品零售终端升级为社区健康服务枢纽。

在这一框架下，线下药店行业的价值重构路径逐渐清晰：短期看个股利润修复，中期看行业龙头企业的并购整合进程与市占率提升效果，长期看服务能力、支付能力与供应链边界扩张。

我们认为政策引导下行业走向供给侧出清与行业集中度提升的路径，在此过程中，经营稳健的头部连锁品牌有望聚集资源、优化运营，率先实现景气反转。维持线下药店的“增持”评级，重点关注在合规、供应链、数字化管理上具有显著优势，并能在并购后成功整合、提升被并购门店效益的头部上市连锁企业，如益丰药房等。

7 风险提示

7.1 政策不确定性风险

近年来医保控费政策频出，一定程度上对医疗板块行情造成阶段性干扰，医保资金存在支付压力的情况难以短期内消失，未来或有更多控费等相关政策出台，而我国医疗行业现阶段仍存在单一支付方特征，政策敏感性较高，未来行情走势存在政策不确定性风险。

仅供内部参考，请勿外传

7.2 药品降价风险

线下药店行业纳入医保统筹支付、公开比价平台推广后，国家大品种药品的集采降价对零售药店的营业收入的影响加大，虽然目前集采规则逐步合理化，产品降价幅度趋缓，但未来集采政策存在不确定性，若后续降价幅度较大，仍然有造成零售药店阶段性业绩下滑的风险。

7.3 业绩修复不及预期风险

企业经营发展的影响因素较为复杂，线下药店行业正处在扩张和整合的阶段，若出现运营管理不善，企业将存在业绩波动风险。

仅供内部参考，请勿外传

分析师声明

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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确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。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入： 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持： 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性： 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持： 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出： 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。