

证券研究报告

2026年08月11日

行业报告：行业专题研究

医药生物

医药行业首席联盟培训-连锁药店投资研究框架

作者：

分析师 杨松 SAC执业证书编号：S1110521020001

分析师 李臻 SAC执业证书编号：S1110524120005



行业评级：强于大市（维持评级）
上次评级：强于大市

摘要

零售药店：我国第二大药品销售终端，行业规模快速增长

药店是指直接为消费者提供药品、医疗器械、保健品等医药健康产品的药品经营企业。截至2025年前三季度，药店是我国药品销售的第二大终端，在全国三大药品销售额中占比超过30%。2025年，中国零售药店药品市场规模达4353亿元，全国药店门店总数已降至680476家。

行业核心驱动因素与跟踪指标：

- 1) 门店数量：门店数量是决定药店收入规模的基础；
- 2) 单店规模与同店增长：决定药店收入弹性；
- 3) 品类结构：品类结构决定药店的毛利率。

行业投资观点：政策驱动“健康驿站”红利，内生+外延均具备改善空间

2026年1月，国家商务部等九部门联合印发《关于促进药品零售行业高质量发展的意见》，明确提出以零售药店为载体打造“健康驿站”，推动行业从单纯的药品销售向综合性健康服务平台转型。各大上市连锁药店展现出较强的经营韧性，2026Q1板块整体营业收入同比-0.07%；归母净利润同比+9.4%，利润端已出现较好的修复态势。

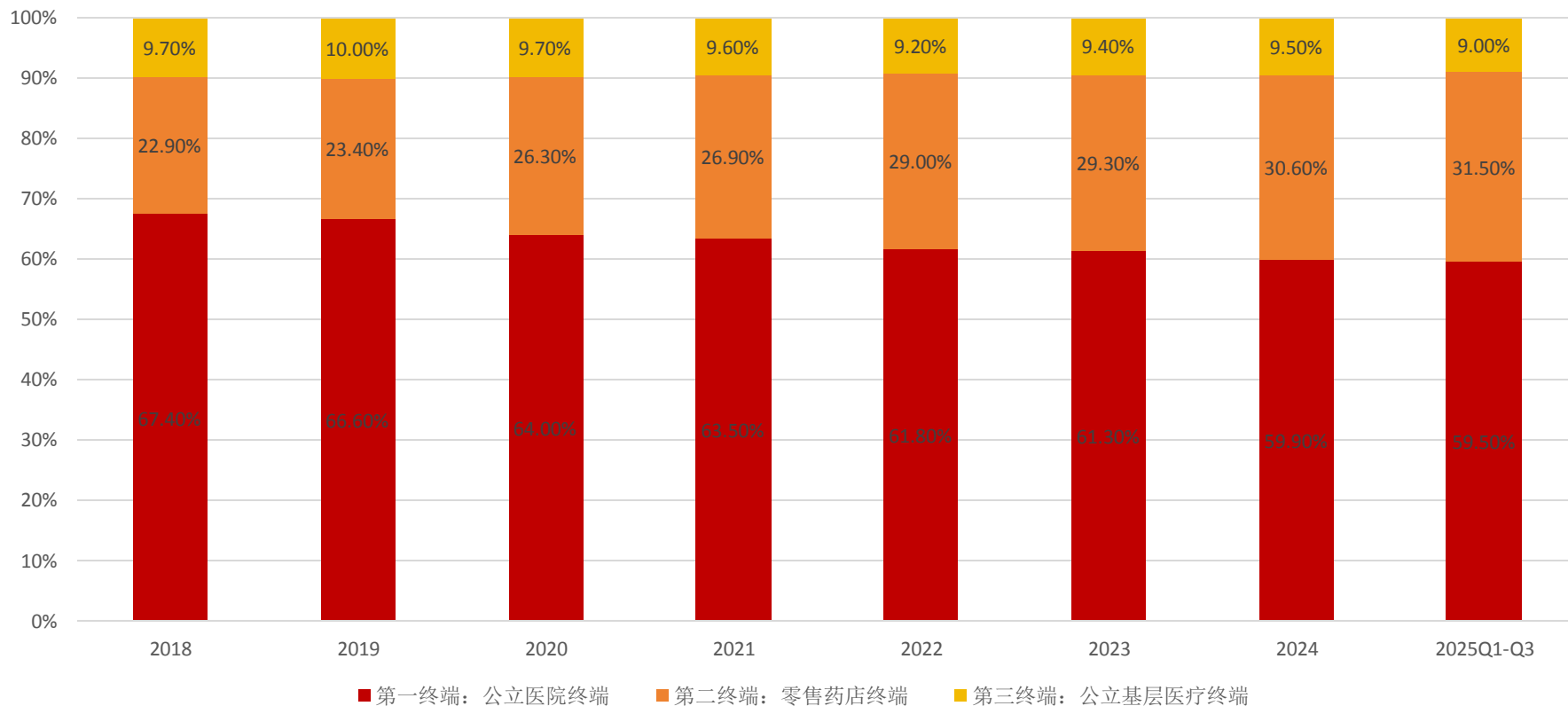
同时，围绕“健康驿站”的思路，各大上市连锁已逐步进行了多元化业务的探索，我们认为随着各家药店在健康驿站方向持续探索，药事服务、多元化产品布局等有望带来新的增量。

风险提示：医药行业政策变化风险，门店扩张不及预期风险，突发公共卫生事件风险

零售药店：我国第二大药品销售终端

- 药店是指直接为消费者提供药品、医疗器械、保健品等医药健康产品的药品经营企业。截至2025年前三季度，药店是我国药品销售的第二大终端，在全国三大药品销售额中占比超过30%。

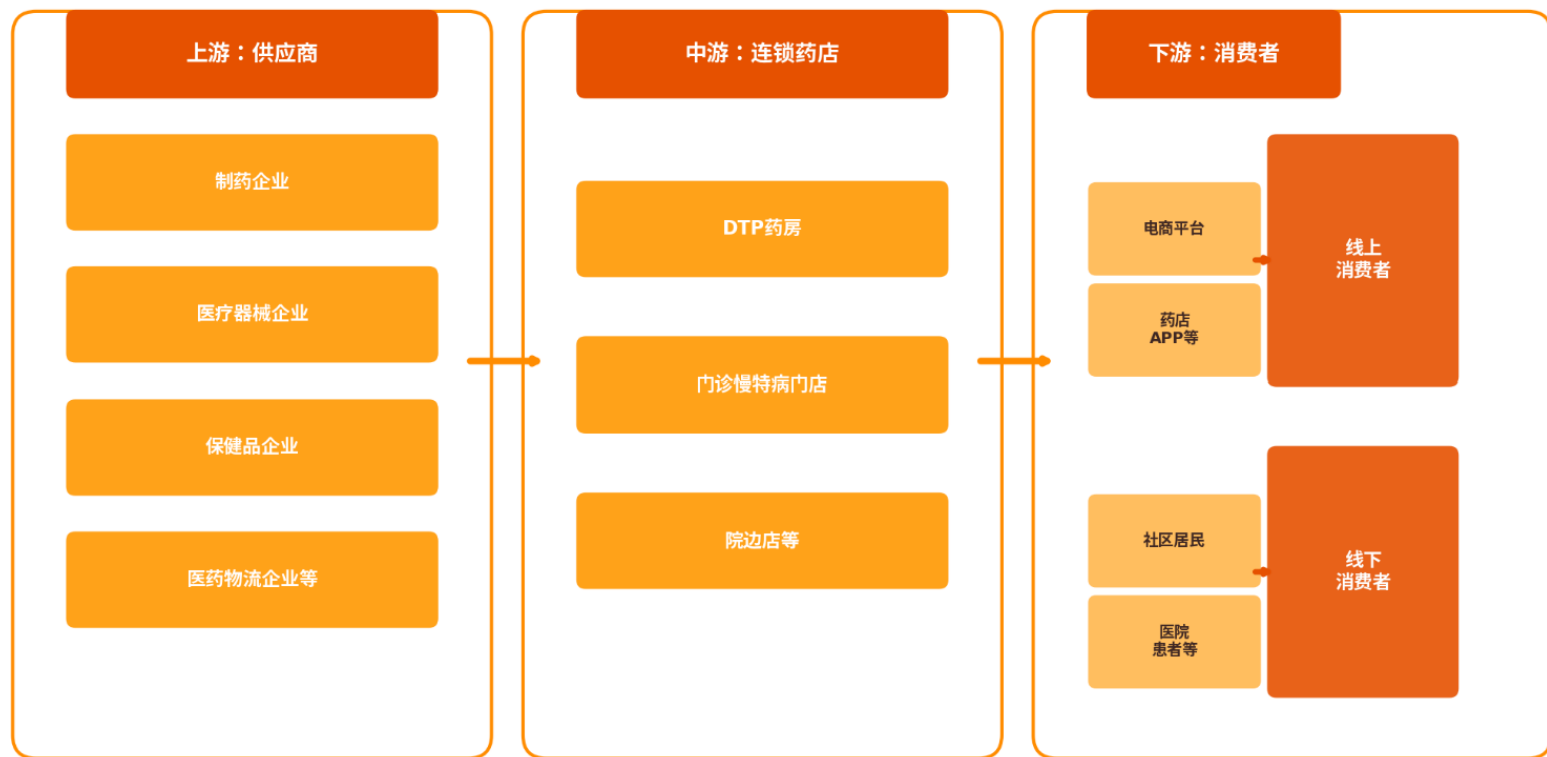
图：全国三大终端药品销售额分布情况



连锁药店：承接上游销售的重要终端

- 连锁药店是指在一个连锁总部统一管辖下，将有着共同的理念、经济利益、服务管理规范的众多药店，以统一进货或授权特许等方式连接起来，实现统一标准化经营，共享规模效益的一种组织形式。按照业态划分，连锁药店可以分为DTP药房、门诊慢特病门店、院边店等。连锁药店产业链上游主要为制造企业、医疗器械生产企业、保健品生产企业以及医药物流供应商等；中游为连锁药店；下游为线下客户和线上客户，线上客户通过医药电商平台、药店APP等需求获得。

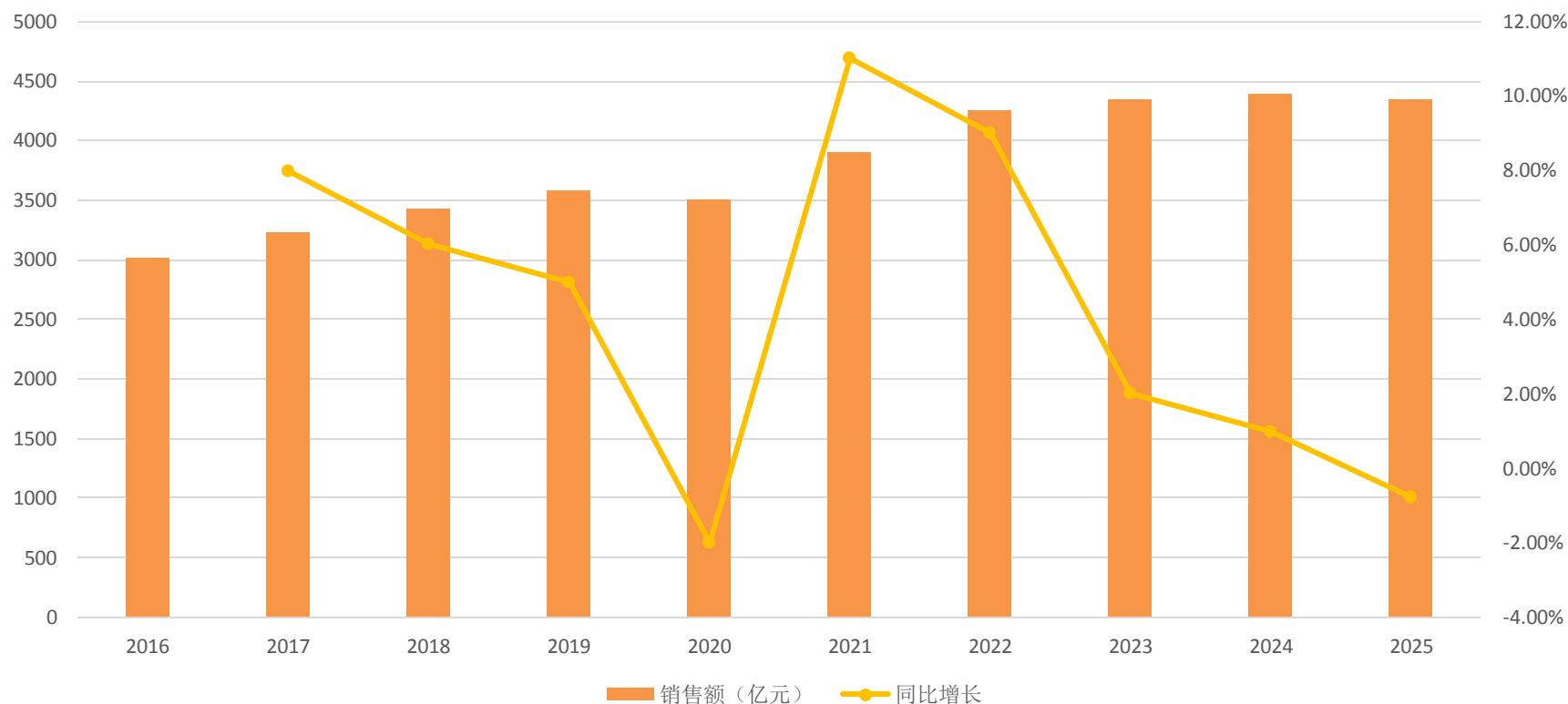
图：中国药店产业链构成



行业规模：2016-2023年规模增长较快，2024年后逐步进入平滑阶段

- 2016-2023年中国的零售药店行业规模整体呈现增长态势（2020年同比-2%），而近年来受到医保个账改革等政策及线上渠道分流的影响，行业逐步进入总量出清，格局重塑的阶段。根据药智零售数据显示，2025年，中国零售药店药品市场规模达4353亿元（同比-0.8%），增长节奏逐步平缓。

图：2016-2025年全国零售药店药品销售规模变化（亿元）



行业格局：行业分散度较高，但近年来头部药店集中度有所提升

- 从行业格局看，药店行业目前仍呈现高度分散的态势，全国TOP100门店销售额占比还较低。但近年来行业集中度有所提升，2021-2025年，全国TOP100门店销售额复合增长率达到5.88%，高于行业平均，TOP100门店市场份额占比从52.45%提升至61.83%，行业集中度持续提升。

图：2021-2025全国TOP100药店规模情况（亿元）

等级	指标	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年	同比增幅	复合增长率
TOP10	数值	1292	1550	1632	1700	1735	2.06%	7.65%
TOP10	占比	27.51%	30.91%	31.63%	33.37%	34.66%	—	—
TOP20	数值	1740	2018	2164	2285	2430	6.35%	8.71%
TOP20	占比	37.05%	40.24%	41.94%	44.85%	48.54%	—	—
TOP50	数值	1926	2254	2445	2500	2620	4.80%	8.00%
TOP50	占比	41.01%	44.95%	47.38%	49.07%	52.34%	—	—
TOP100	数值	2463	2800	3000	3042	3095	1.74%	5.88%
TOP100	占比	52.45%	55.83%	58.14%	59.71%	61.83%	—	—
全国市场	数值	4696	5015	5160	5095	5006	-1.75%	1.61%

资料来源：《博弈与重估——2025—2026 年度中国药店发展报告解析》-赵振基，天风证券研究所，注：历年全国市场销售规模取整计算，相关数据仅供参考

药店盈利模型拆解：把握业绩核心驱动因素

零售药店盈利模式图

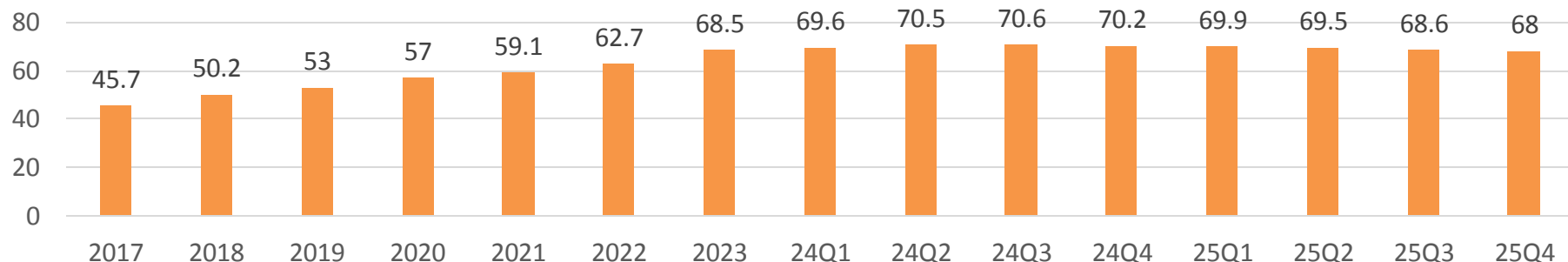


收入 = 门店数量 × 客单价 × 客流量 **毛利** = 药品收入 × 药品毛利率 + 非药品收入 × 非药品毛利率

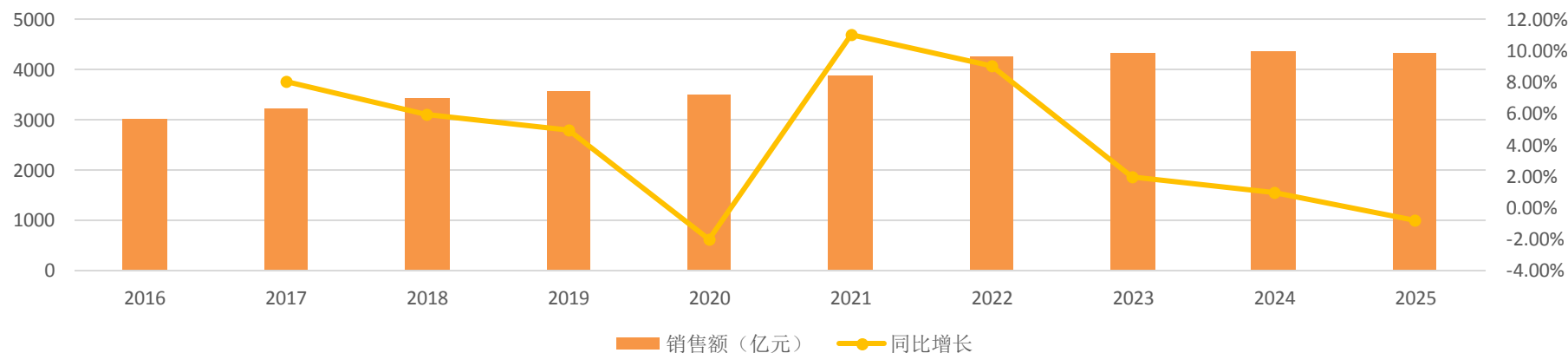
核心驱动因素1：门店数量奠定收入基础

- 门店数量是决定药店收入规模的核心指标。根据中康药店通数据，2017-2023年，我国药店进入快速扩张阶段，全国门店数量从2017年的45.7w家增长至2023年的68.5w家，在2024年第三季度达到峰值约70.6万家，之后门店数量开始回落，截至2025年第四季度末，全国药店门店总数已降至680,476家，自拐点以来累计减少2.6万家。与门店数量对应，全国药店销售额在2025年同比出现了下滑。

图：2017-2025Q4全国零售药店门店数量变化（万家）



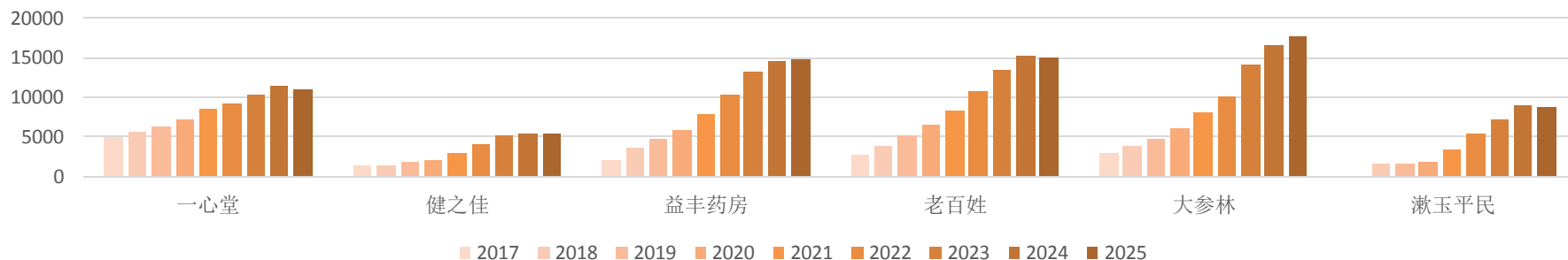
图：2016-2025年全国零售药店药品销售规模变化（亿元）



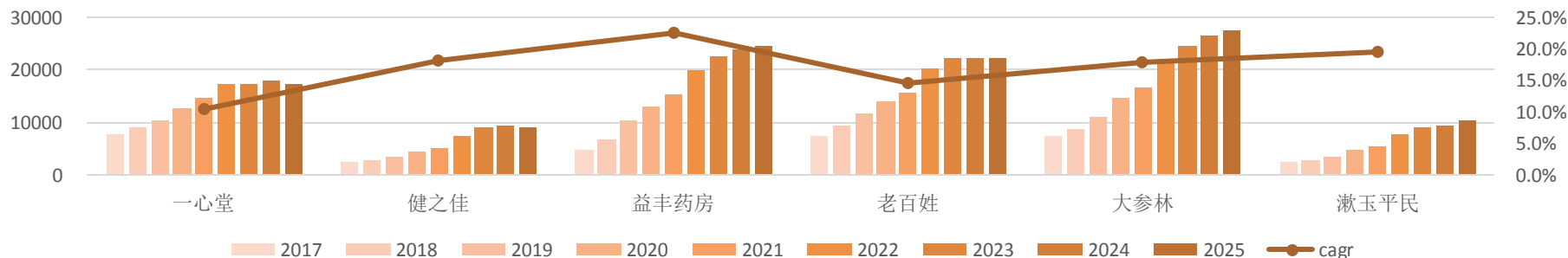
核心驱动因素1：门店数量奠定收入基础

- 从上市公司门店数量变化来看，2017-2025年，各大药店门店数量及收入规模均实现快速增长，其中益丰药房、大参林、老百姓的门店扩张速度相对较快，其收入规模增长速度也较快，2017-2025年收入增长cagr分别到达22.5%/17.8%/14.5%。

图：2017-2025年上市零售药店门店数量变化（家）



图：2017-2025年上市零售药店收入规模变化（百万元）



核心驱动因素1：行业门店总数见顶回落，收缩节奏加快

- 从行业每个季度的开关店数量看，截至2025年Q4，已经连续5个季度关店数量超过10000家，行业收缩节奏加快。

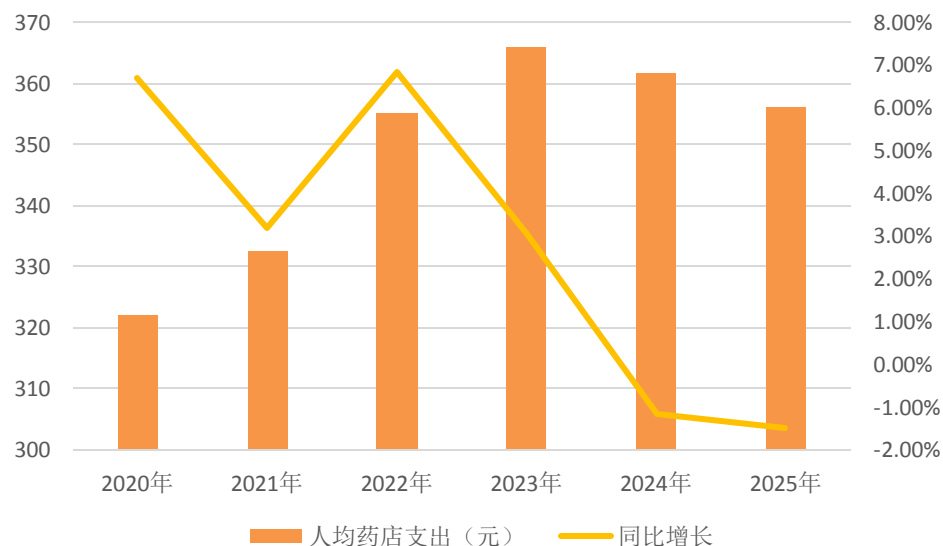
图：2024Q1-2025Q4全国零售药店开关店情况（家）



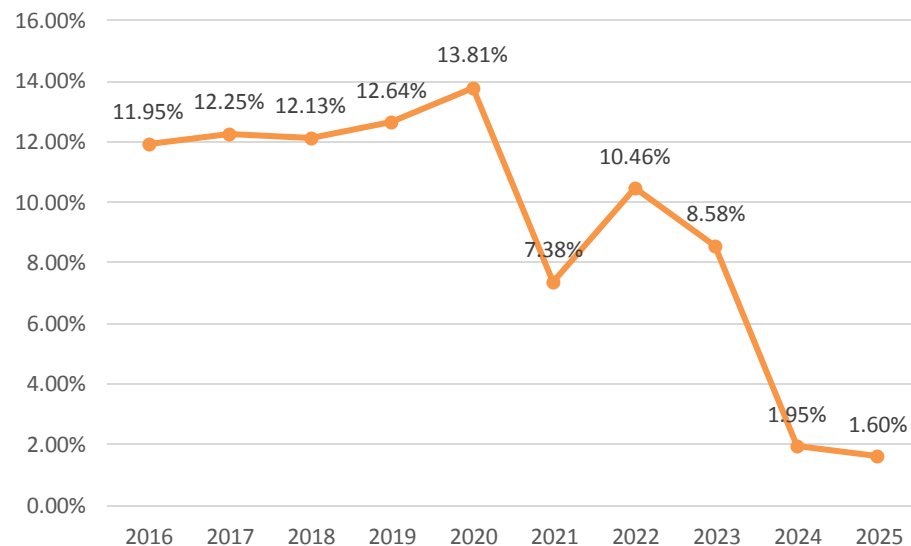
核心驱动因素2：单店规模与同店增长决定收入弹性

- 单店规模及同比增长决定了收入的增长空间与上限。从行业人均药店消费支出及行业平均同店情况看，2016-2020年，行业同店销售持续保持双位数增长，叠加门店数量的扩张，行业规模快速增长。但2024-2025年，药品零售行业人均药店消费支出与同店承压显著，主要系：1）宏观消费降温，非刚性药品消费（滋补保健、非处方 OTC 日常储备）首当其冲被压缩；2）医保个账改革，职工个账资金月均减少，个账是药店非处方药、保健品、日用品销售的重要资金来源，其萎缩直接体现为人均药店消费支出的缩减；3）线上渠道分流，线上平台渗透率持续提升。因此单店规模与同店增长决定了行业收入规模的增长空间。

图：2020-2025年人均药店消费支出情况



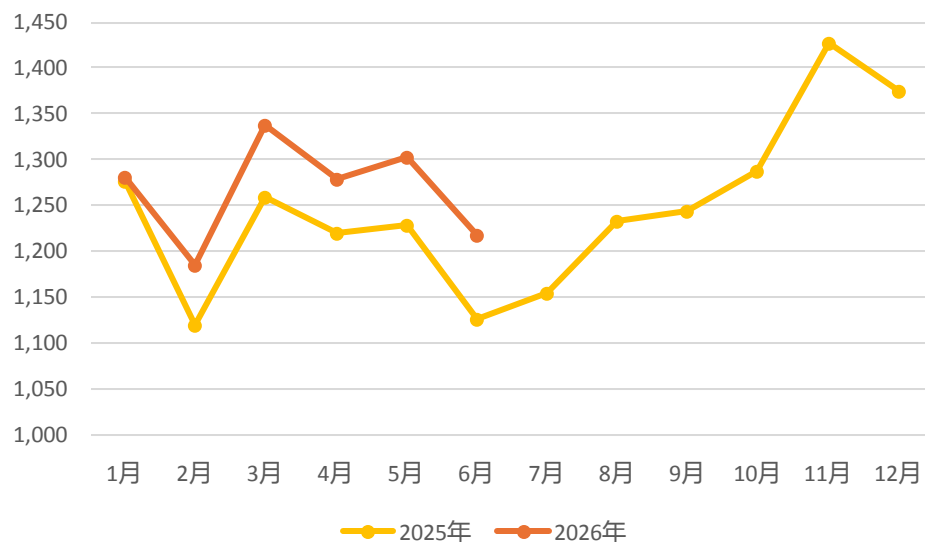
图：2016-2025年同店销售增长率情况



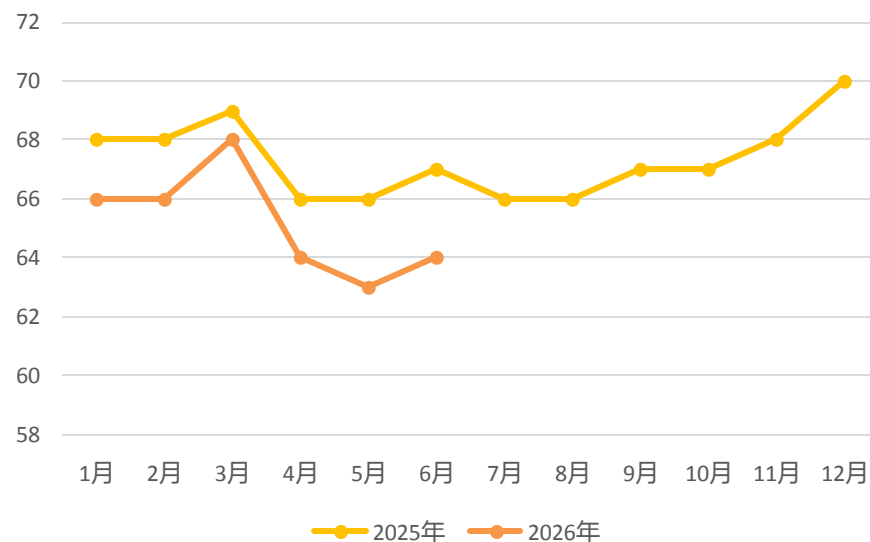
核心驱动因素2：同店增长可拆分为客流与客单指标

- 门店的同店增长主要由客流量与客单价构成。客流量体现了消费者用药的刚需性，客单价则反映了宏观环境的变化。2026年上半年，全国药品零售市场呈现出“客流回暖、客单承压、品类分化”的格局。根据中康瓴西消费者洞察系统数据显示，26H1,全国药店店月均销售额达8.2万元，同比增长2%；店月均订单量1267单，同比增长5%；客单价跌至65元/单，同比下滑3%。一方面，国民健康意识提升与就医习惯常态化推动药店客流稳步回暖；另一方面，消费理性趋势延续，叠加线上渠道分流、医保个账改革等结构性因素，消费者单次购药支出趋于审慎。药店正从“高客单、低频次”的传统模式加速向“低客单、高周转”模式切换。

图：店均订单量变化（单/店/月）



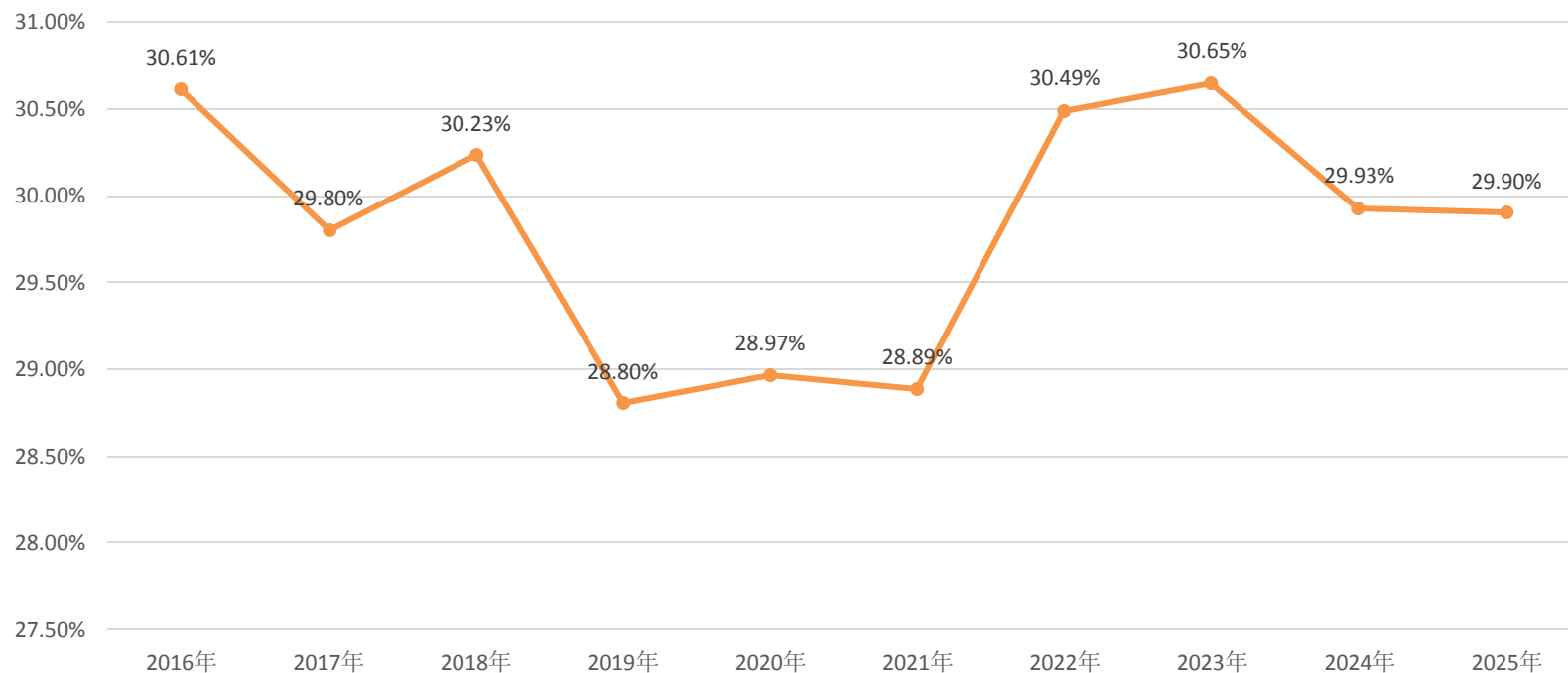
图：客单价变化（元/单）



核心驱动因素3：品类结构决定利润率

- 零售药店销售的品类主要包括中西成药与非药品。从行业整体毛利率来看，2021—2023 年，药品零售行业毛利率呈现快速上升趋势，主要得益于高毛利新品类贡献度提升。中药配方颗粒、功能性保健品、医美护肤、特医食品等新品类在这一阶段快速渗透药店渠道，这些品类的毛利水平普遍高于传统化学药品，显著拉升了综合毛利率。2024—2025年，受到消费环境及医保个账资金缩减影响，高毛利非药品的增长动能放缓。同时，随着更多批次“集采”品种进药店政策的执行，行业毛利率回落明显。

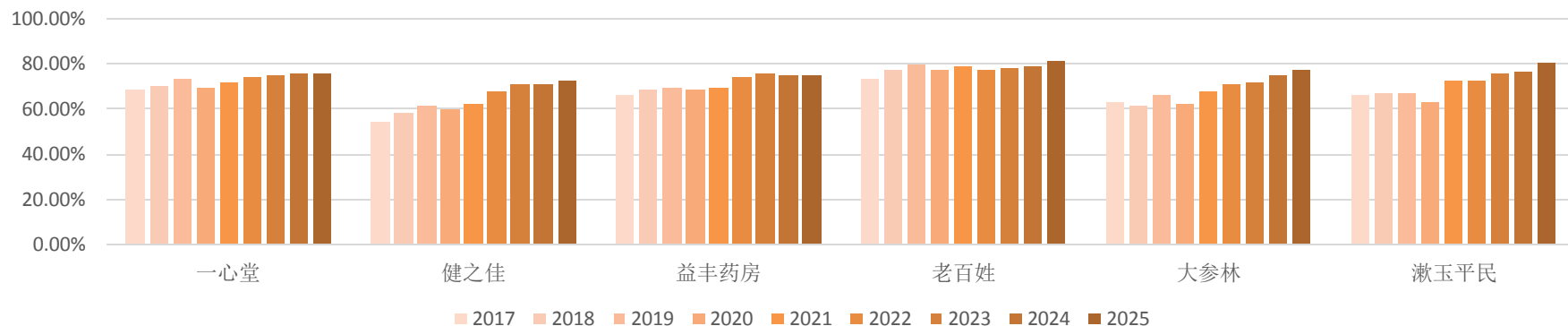
图：2016-2025年行业平均毛利率



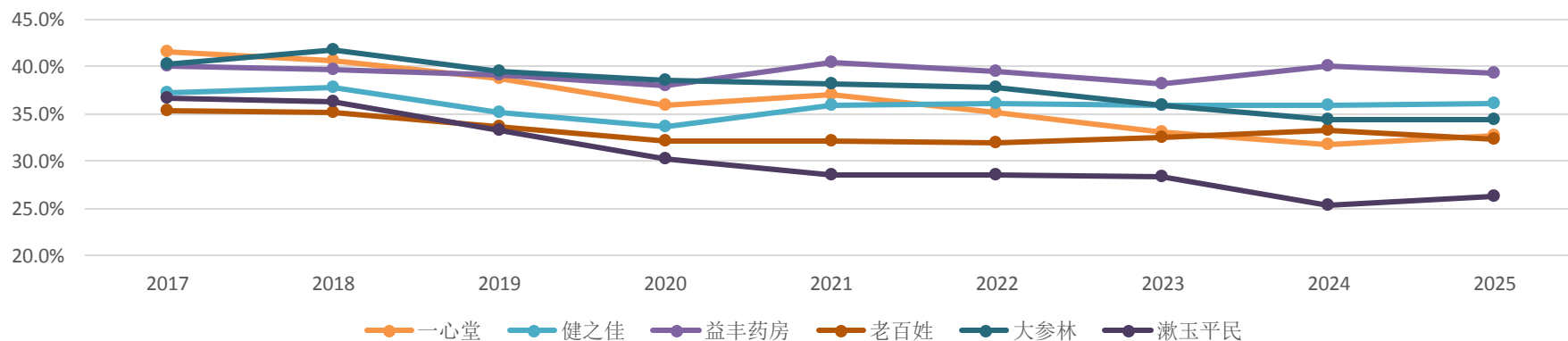
核心驱动因素3：品类结构决定利润率，关注非药品种的增量

- 从各大上市连锁来看，中西成药依旧是主要产品，销售额占比近年来持续提升，销售占比普遍在70%以上，非药产品占比仍较低。受到产品结构影响，毛利率呈现下滑趋势，因此高毛非药产品占比的提升是未来跟踪毛利率变化的核心指标。

图：2017-2025年各大上市连锁中西成药销售占比



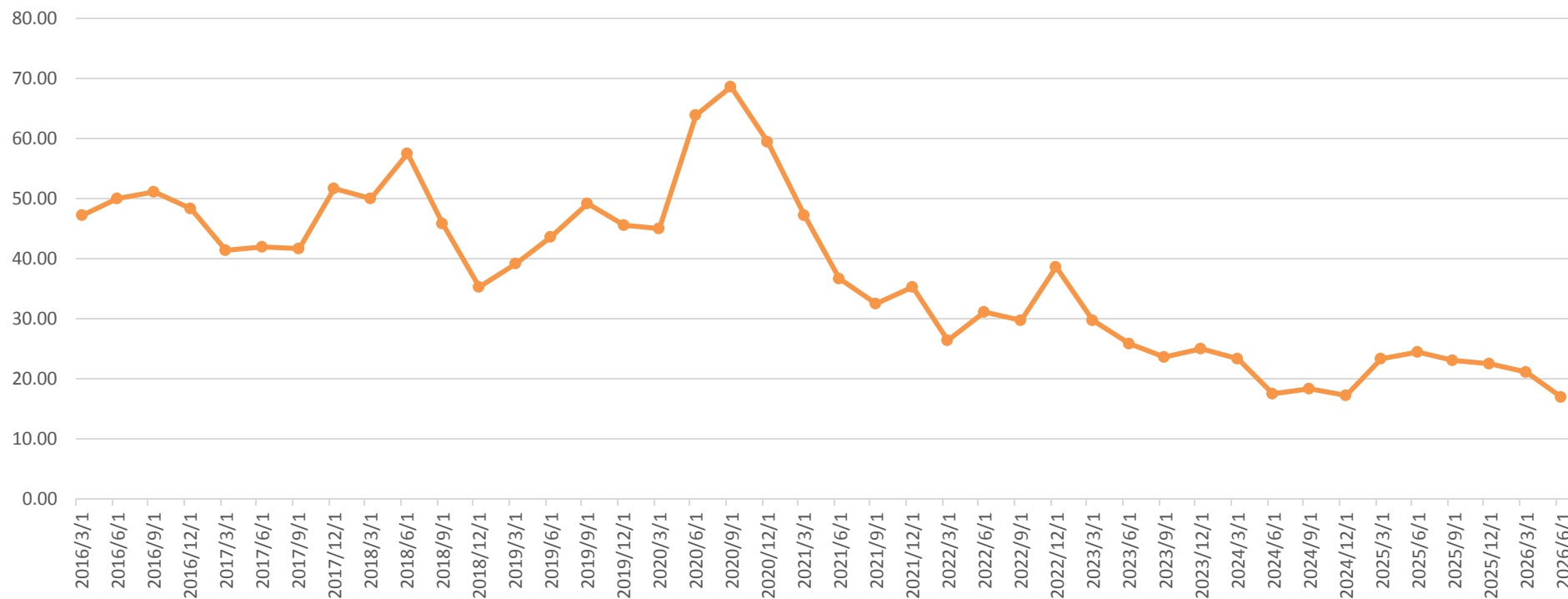
图：2017-2025年各大上市连锁毛利率



行业估值方法：PE估值为主，从快速扩张期到平稳期的估值切换

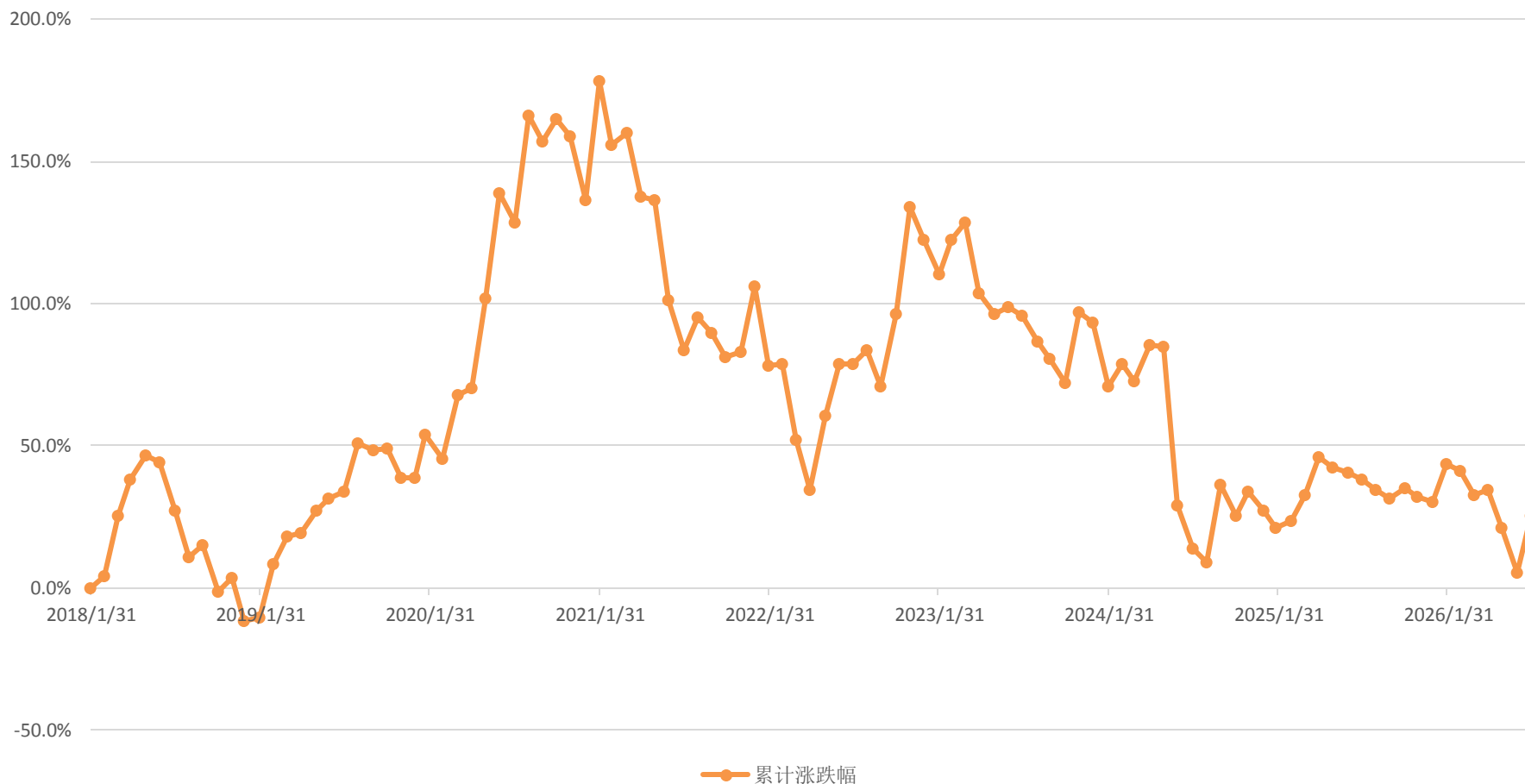
- 药店板块估值方法主要以PE估值为主，但估值体系与行业发展阶段关联较大。从药店板块市盈率变化来看，2016-2021年，药店板块门店数量处于快速扩张期，板块整体业绩增速较快，PE具备一定溢价。随着门店扩张节奏逐步放缓，当前估值回归稳态，主要参考业绩增速按PEG估值。

图：2016-2026年药店板块市盈率（整体法）变化



行业投资观点：内生+外延均具备改善空间，行业有望重回增长态势

图：2018-2026年药店板块行情复盘（基于2018年累计涨跌幅）



行业投资观点：上市药店利润端已率先呈现修复，内生+外延均具备改善空间

表：连锁药店行业主要财务指标情况（百万元）

	2026Q1	2025A	2024A	2023A	2022A	2021A
营业收入	291	1162	1143	1090	973	753
营业收入增速	-0.07%	1.70%	4.86%	11.98%	29.33%	15.10%
毛利率	34.96%	34.13%	34.22%	34.40%	35.39%	36.17%
销售费用率	22.34%	23.19%	24.30%	23.00%	22.79%	24.40%
管理费用率	4.06%	4.21%	4.21%	4.05%	4.24%	4.16%
研发费用率	0.13%	0.14%	0.11%	0.14%	0.12%	0.09%
归母净利润	16	40	32	47	48	38
归母净利润增速	9.40%	27.25%	-33.17%	-2.70%	29.15%	-1.13%
扣非净利润	15	38	32	47	47	35
扣非净利润增速	10.00%	18.39%	-32.41%	0.29%	34.42%	-3.22%
应收账款	91	94	93	91	85	54
经营性现金流	41	163	126	139	140	89
经营性现金流/净利润	242.05%	363.64%	360.93%	269.78%	266.56%	223.93%

- 板块利润端修复态势较好，2026Q1延续趋势。**连锁药店板块合计7家上市公司，2025年板块整体营业收入同比+1.7%；归母净利润同比+27.25%；扣非归母净利润同比+18.39%，利润端增长较快主要系部分企业带动（一心堂归母净利润同比+131%，漱玉平民归母净利润+161%）。
- 2026Q1板块整体营业收入同比-0.07%；归母净利润同比+9.4%；扣非归母净利润同比+10%。**2026Q1利润端呈现了较好修复态势。
- 外延：直营门店扩张节奏放缓，加盟逐步成为扩张主流。**2025年行业出清仍在延续，各家企业门店净增长数量有所放缓，其中加盟成为门店扩张的新路径。
- 内生：板块毛利率有所企稳，经营质量逐步向好。**2025年板块毛利率为34.13%，同比-0.09pct，2026Q1板块毛利率为34.96%，同比+0.48pct。

行业投资观点：门店总数增长放缓，行业有望逐步出清结束

门店数据

	一心堂	益丰药房	老百姓	大参林	健之佳	漱玉平民
市值（亿元）	66	272	94	204	25	56
2025年门店总数	11112	14831	14975	17758	5421	8869
2025年净增门店数	-386	147	-302	1205	-65	-166
其中：直营门店数	11112	10518	9732	10468	5421	4907
其中：加盟门店数	/	4313	5243	7290	/	3962

2025年财务数据

	一心堂	益丰药房	老百姓	大参林	健之佳	漱玉平民
营业收入（亿元）	173.36	244.33	222.37	275.02	89.21	103.27
增速	-3.69%	1.54%	-0.54%	3.80%	-3.90%	7.91%
毛利率	32.62%	39.36%	32.30%	34.32%	36.14%	26.16%
归母净利润（亿元）	2.63	16.78	3.82	12.35	1.48	1.14
增速	130.80%	9.81%	-26.44%	35.04%	15.63%	160.50%
扣非净利润（亿元）	2.42	16.12	3.47	12.24	1.38	0.22
增速	-3.50%	7.65%	-30.15%	38.36%	11.22%	111.07%
扣非净利率	1.39%	6.60%	1.56%	4.45%	1.55%	0.21%
净资产收益率	16.33	33.58	31.43	53.50	11.70	8.03
经营性现金流净额（亿元）	30.62	89.35	23.58	69.48	8.79	12.41
货币资金+金融资产（亿元）	3.57%	14.98%	5.66%	17.16%	5.50%	5.85%
商誉余额（亿元）	19.61	47.65	56.13	34.68	24.21	22.64
商誉占净资产比例	26.30%	38.50%	80.23%	40.04%	90.64%	98.74%

2026Q1财务数据

营业收入	44.34	60.85	54.81	69.73	20.91	26.01
增速	-6.99%	1.26%	0.85%	0.25%	-8.86%	9.36%
毛利率	33.09%	40.04%	33.51%	36.05%	35.45%	25.94%
归母净利润	1.76	5.00	2.64	5.11	0.36	0.10
增速	9.83%	11.14%	5.27%	11.12%	7.23%	-59.58%

行业投资观点：政策驱动“健康驿站”红利，头部药店服务壁垒有望带来增量

- 2026年1月，国家商务部等九部门联合印发《关于促进药品零售行业高质量发展的意见》，明确提出以零售药店为载体打造“健康驿站”，推动行业从单纯的药品销售向综合性健康服务平台转型，因此专业服务能力是获取客流的壁垒。

图：2016-2026年1-3月行业药师配置率

时间	药店总数（家）	注册执业药师（人）	药店注册数（人）	药店注册率	配置率
2016年	447034	342109	298016	87.11%	66.67%
2017年	454000	408431	361741	88.57%	79.68%
2018年	489000	478477	426960	89.23%	87.31%
2019年	524000	516003	465236	90.16%	88.79%
2020年	553892	594154	541264	91.10%	97.72%
2021年	589648	639991	584354	91.31%	99.10%
2022年	623299	709548	645021	90.91%	103.49%
2023年	666960	789313	714067	90.47%	107.06%
2024年	683666	814283	741407	91.05%	108.45%
2025年	648000	814118	737490	90.59%	113.81%
2026年1月	648000	835776	757383	90.62%	116.88%
2026年2月	648000	838671	759641	90.58%	117.23%
2026年3月	648000	840484	760942	90.54%	117.43%

行业投资观点：头部药店率先转型，基于健康驿站进行多元路径探索

表：头部药房多元化探索与转型

企业名称	转型路径
一心堂	1、专业药事服务能力。公司慢病管理与互联网医院体系建设在系统贯通、服务升级与科技融合方面取得关键进展，全面推动公司从药品供应向专业健康服务转型。2、深化商品结构调整，筑牢商品核心竞争壁垒。推动商品结构向高质量、高效率、高价值方向转型。
老百姓	1、多元化商品快速发展，好而不贵满足丰富需求。公司聚焦顾客健康需求，围绕“治未病、提品质、享生活”三大核心需求，构建好而不贵的非药商品矩阵。2、“关系型”暖心服务，持续构建高粘性客户关系。2025年，公司启动并深化门店从“交易型”向“关系型”转型，强化顾客黏性，提升顾客满意度。
益丰药房	1、打造有温度的专业陪伴，强化药师团队的专业价值，通过在线咨询、社群答疑等方式，建立会员与药师的深度连接。利用门店作为健康驿站，常态化开展免费健康检测与患教活动，让会员在享受专业服务的同时，增强对公司的情感认同与专业信赖。
健之佳	1、围绕顾客对慢病和常见病、预防健康管理类产品的需求，公司强化商品品类规划，拓展境内境外渠道引进非药商品。2、围绕品牌宣传、营销活动、公益行动重点强化市级、县级市场品牌塑造，强化“家庭医生、健康顾问、社区好邻居”的服务定位。
大参林	1、优化商品矩阵，深化供应链协同。公司立足消费者需求痛点，深度洞察市场变化，着力提升潜力品类销售规模，持续推进“做强大品类，做大小品类”的商品发展策略。成功打造了免疫球蛋白奶粉等27个核心爆品。2、公司积极探索新零售商业模式作为门店线下售药模式的补充，打造线上线下深度融合的零售生态体系，在O2O业务上，公司建立了以用户为中心的24小时送药服务体系。

风险提示

- 1、医药行业政策变化风险：**连锁药店收入受医保相关政策影响较大，如医保谈判、药品集采、个人账户改革等。
- 2、门店扩张不及预期风险：**连锁药店收入增长的关键指标为门店扩张，新开门店以及并购门店均存在落地不及预期的风险。
- 3、突发公共卫生事件风险：**药店是重要的民生保障终端，突发重大公共卫生事件可能会显著影响药店的销售收入。

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS