

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

——医药商业行业跟踪报告

强于大市 (维持)

2025 年 10 月 13 日

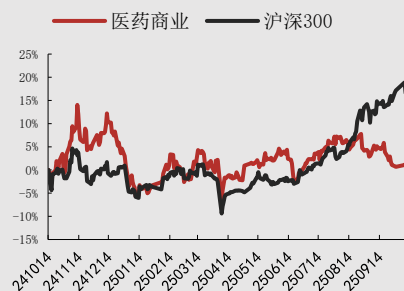
行业核心观点:

9 月线下药店板块表现弱于大盘, 主要因为行业在医保政策承压、集采等政策环境下尚处于修复状态, 行业供给侧出清加速、企业聚焦提升单个门店经营效率, 长期利好行业健康发展。在行业集中度提升, 处方外流趋势下, 关注企业经营基本面改善情况。

投资要点:

- **9 月线下药店多数上市公司股价下跌:** 9 月, 医药生物 (申万) 指数下跌 1.71%, 跑输沪深 300 指数; 医药细分板块表现分化大, 三级子行业中医药研发外包, 医疗设备, 其他生物制品三个子行业指数上涨, 其余子行业指数均下跌, 线下药店板块下跌 1.70%, 多数上市公司股价下跌。
- **线下药店行业估值处历史低位:** 2025 年 10 月 10 日, 线下药店指数市盈率为 23.01 倍, 2020/2021/2022/2023/2024 年以来市盈率分位数分别是 28.82%、34.87%、44.18%、57.93%、69.01%, 估值水平已处于 5 年来的低位。
- **行情分析:** 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。
- **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。关注三季报数据。
- **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。

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

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

正文目录

1 行情回顾.....	3
1.1 9 月医药板块表现弱于大盘.....	3
1.2 9 月医药细分板块表现分化大，线下药店板块下跌 1.70%.....	4
1.3 9 月线下药店上市公司股价多数下跌.....	5
1.4 行业估值位于历史低位.....	5
2 线下药店 9 月月度观点.....	6
3 风险提示.....	8

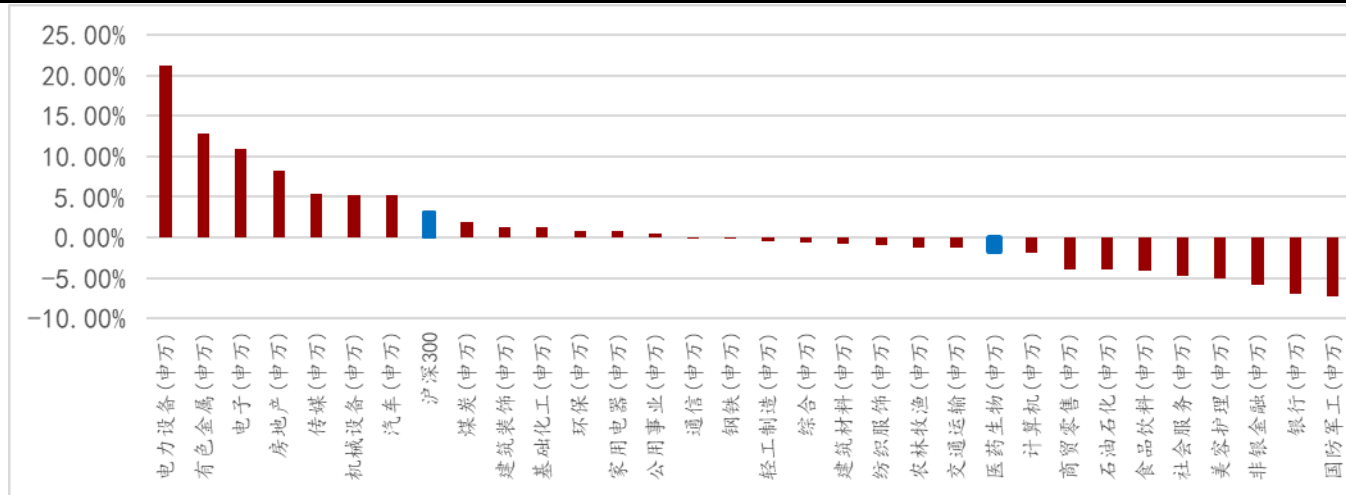
图表 1: 申万一级行业指数 9 月份涨跌幅（2025.9.1-2025.9.30）.....	3
图表 2: 申万一级行业指数 1 月至 9 月份涨跌幅（2025.1.1-2025.9.30）.....	3
图表 3: 医药行业申万三级各指数 9 月涨跌幅（2025.9.1-2025.9.30）.....	4
图表 4: 医药行业申万三级各指数 1 月至 9 月份涨跌幅（2025.1.1-2025.9.30）.....	4
图表 5: 线下药店上市公司 9 月份涨跌幅（2025.9）.....	5
图表 6: 线下药店上市公司年初至今涨跌幅（2025.9.30）.....	5
图表 7: 线下药店指数市盈率 PE(TTM,剔除负值).....	5
图表 8: 线下药店指数市盈率 PE(TTM,剔除负值)分位数: 2025.10.10.....	6
图表 9: 近两年线下药店指数行情图（2023.10.10-2025.10.10）.....	7
图表 10: 年初以来线下药店指数行情图（2025.1.1-2025.10.10）.....	7
图表 11: 9 月线下药店指数行情图（2025.9.1-2025.9.30）.....	7

1 行情回顾

1.1 9月医药板块表现弱于大盘

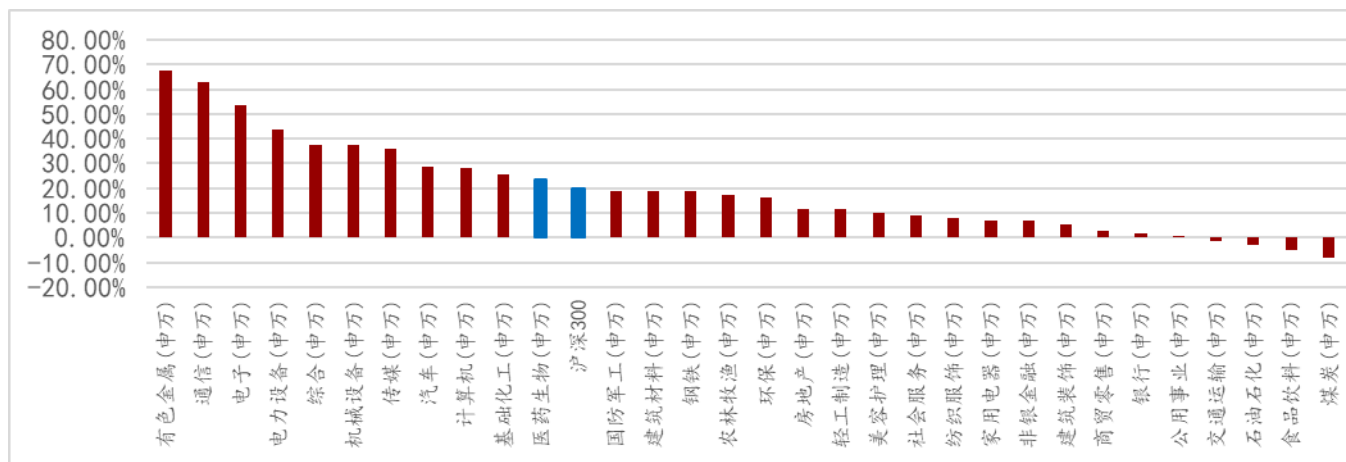
9月份和年初至9月份，医药生物（申万）指数分别下跌1.71%和上涨23.36%。

图表1：申万一级行业指数9月份涨跌幅（2025.9.1-2025.9.30）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表2：申万一级行业指数1月至9月份涨跌幅（2025.1.1-2025.9.30）

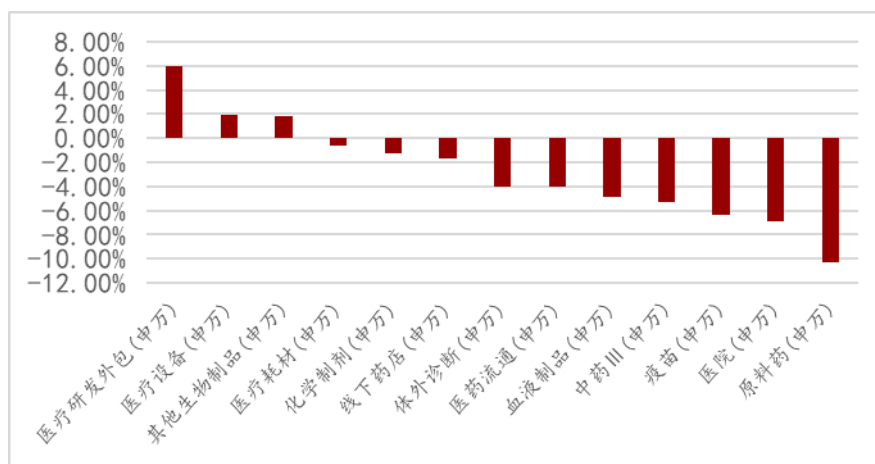


资料来源：wind，万联证券研究所

1.2 9月医药细分板块表现分化大，线下药店板块下跌1.70%

9月份，医药行业各子板块涨幅从高到低分别为医疗研发外包(申万)6.00%、医疗设备(申万)1.89%、其他生物制品(申万)1.80%、医疗耗材(申万)-0.62%、化学制剂(申万)-1.29%、线下药店(申万)-1.70%、体外诊断(申万)-4.02%、医药流通(申万)-4.04%、血液制品(申万)-4.86%、中药III(申万)-5.25%、疫苗(申万)-6.34%、医院(申万)-6.93%、原料药(申万)-10.30%。

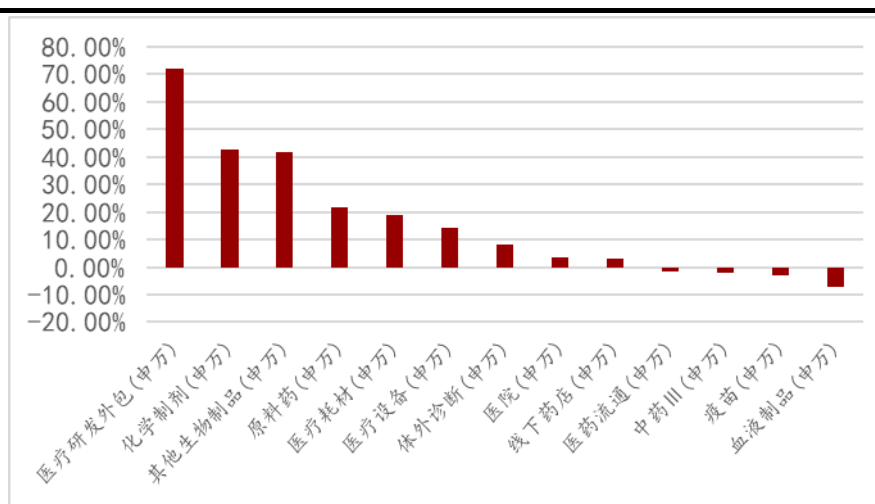
图表3: 医药行业申万三级各指数9月涨跌幅(2025.9.1-2025.9.30)



资料来源: wind, 万联证券研究所

年初至9月份，医药行业各子板块涨幅从高到低分别为医疗研发外包(申万)72.12%、化学制剂(申万)42.74%、其他生物制品(申万)41.89%、原料药(申万)21.89%、医疗耗材(申万)19.07%、医疗设备(申万)14.02%、体外诊断(申万)7.97%、医院(申万)3.50%、线下药店(申万)3.07%、医药流通(申万)-1.55%、中药III(申万)-2.28%、疫苗(申万)-3.04%、血液制品(申万)-7.32%。

图表4: 医药行业申万三级各指数1月至9月份涨跌幅(2025.1.1-2025.9.30)



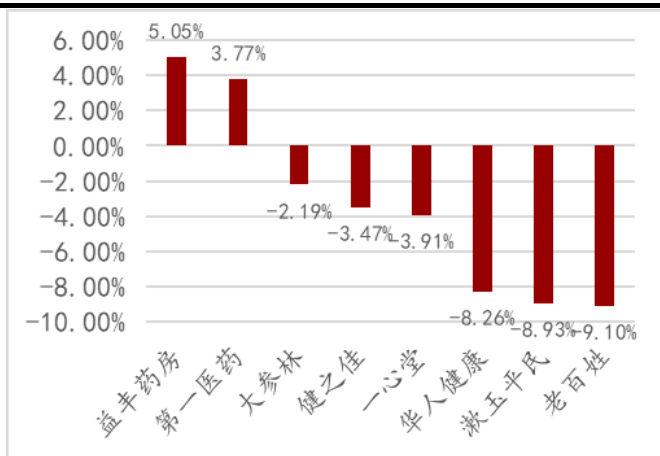
资料来源: wind, 万联证券研究所

1.3 9月线下药店上市公司股价多数下跌

9月线下药店上市公司股价表现分别如下：益丰药房上涨5.05%、第一医药上涨3.77%、大参林下跌2.19%、健之佳下跌3.47%、一心堂下跌3.91%、华人健康下跌8.26%、漱玉平民下跌8.93%、老百姓下跌9.10%；

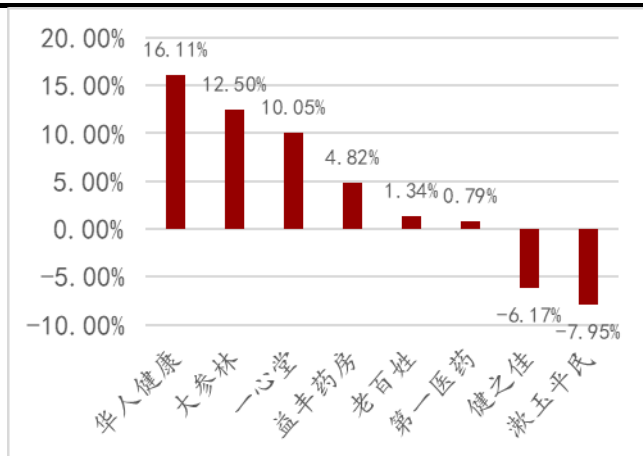
年初至9月底，线下药店上市公司股价表现分别如下：华人健康上涨16.11%、大参林上涨12.50%、一心堂上涨10.05%、益丰药房上涨4.82%、老百姓上涨1.34%、第一医药上涨0.79%、健之佳下跌6.17%、漱玉平民下跌7.95%。

图表5：线下药店上市公司9月份涨跌幅（2025.9）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表6：线下药店上市公司年初至今涨跌幅（2025.9.30）



资料来源：wind，万联证券研究所

1.4 行业估值位于历史低位

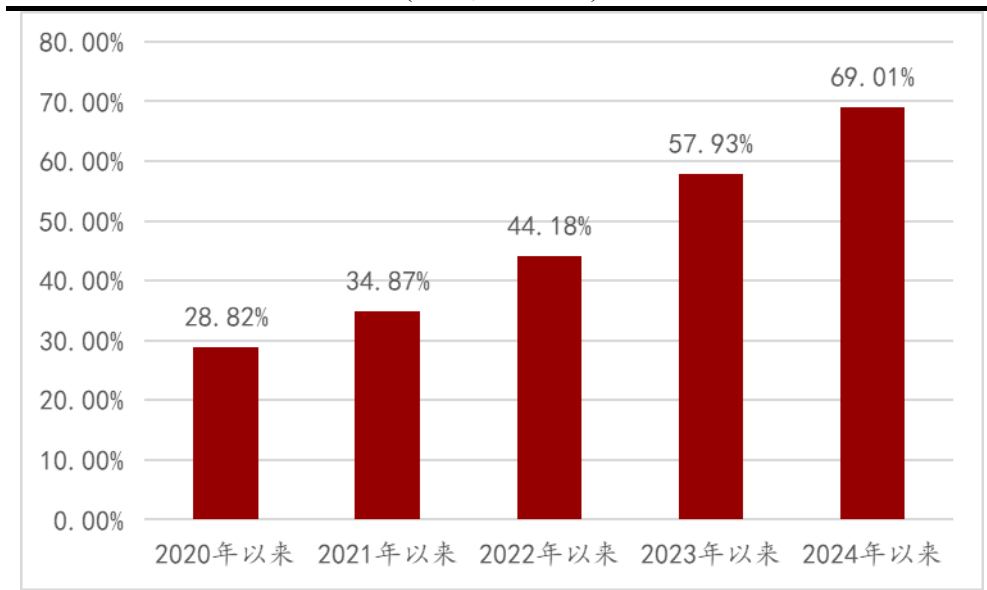
2025年10月10日，线下药店指数市盈率为23.01倍，2020/2021/2022/2023/2024年以来市盈率分位数分别是28.82%、34.87%、44.18%、57.93%、69.01%，估值水平已处于5年来的低位。

图表7：线下药店指数市盈率PE(TTM,剔除负值)



资料来源：wind，万联证券研究所

图表8: 线下药店指数市盈率PE(TTM,剔除负值)分位数: 2025.10.10



资料来源: wind, 万联证券研究所

2 线下药店 9 月月度观点

股价分析: 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。

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。关注三季报数据。

图表9: 近两年线下药店指数行情图 (2023.10.10-2025.10.10)



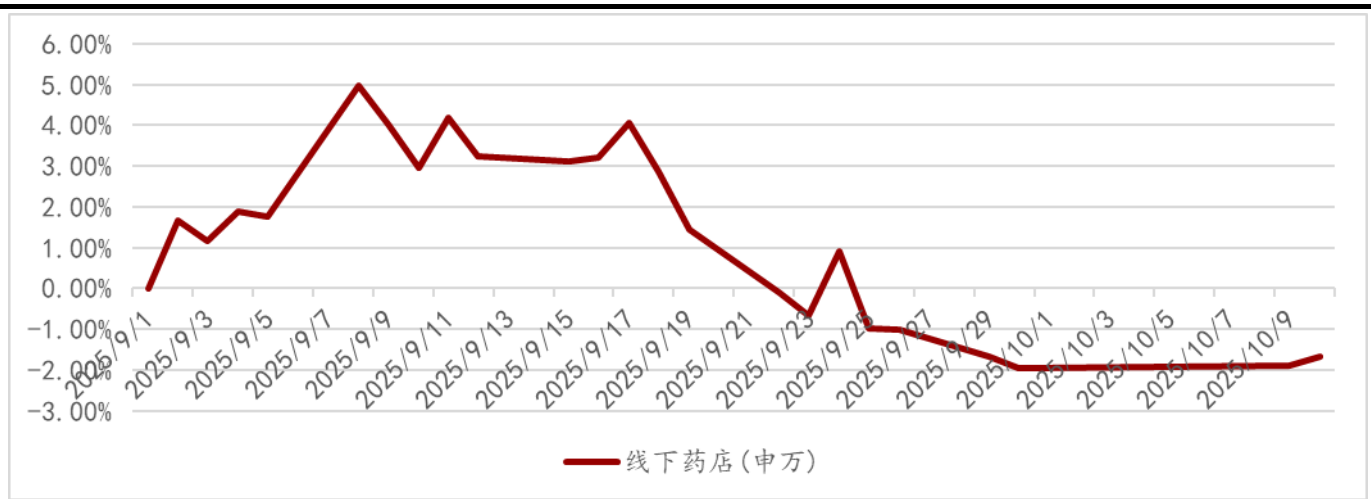
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表10: 年初以来线下药店指数行情图 (2025.1.1-2025.10.10)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表11: 9月线下药店指数行情图 (2025.9.1-2025.9.30)



资料来源: wind, 万联证券研究所

3 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。

免责声明

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