

# 216家门店的第一医药为何长不大？

中经记者 苏浩 卢志坤 北京报道

近期，第一医药（600833.SH）发布2025年年度报告。2025年，公司实现营业收入21.3亿元，同比增长11.23%，创下近三年新高。

从表面看，第一医药的2025年似乎并不差，全年营收21.3亿元的双位数增长，在实体药店行业整体业绩承压的背景下，算得上是一个不错的成绩。然而，将目光转向利润端，情况便大不相同。5775万元的归母净利润与上年同期的1.63

## 主业“造血”能力弱

利润总额同比减少“主要是报告期内动迁补偿款减少”。

官网显示，第一医药是上海地区知名的医药流通企业，主营医药零售和批发，也是百联集团有限公司旗下唯一的大健康产业平台。公司旗下有“第一医药”“汇丰大药房”两大连锁品牌。

年报显示，第一医药2025年归母净利润的大幅下滑，直接原因来自非经常性损益的断崖式减少。公司在年报中坦言，利润总额同比减少“主要是报告期内动迁补偿款减少”。

具体来看，2024年公司因房屋征收事项确认拆迁补偿收益高达1.69亿元，直接推高当年归母净利润至1.63亿元。2025年该项收益大幅缩水71%，非流动性资产处置损益从1.69亿元降至约5187万元，减少近1.17亿元。计入当期损益的政府补助为1457万元，金融资产公允价值变动及处置收益从643万元降至233万元，三项核心非经常性收益合计从约1.87亿元降至约6877万元，减少约1.19亿元，与净利润减少额（约1.05亿元）高度吻合。

与此同时，毛利率下滑进一步影响了公司的盈利能力。拆

元元相比，跌幅几近三分之二。

4月14日，第一医药方面在接受《中国经营报》记者采访时表示，2025年，国内医药零售与批发行业处于结构调整与高质量发展转型关键期，行业整体经营压力凸显，行业内企业普遍面临盈利空间压缩、转型发展攻坚等挑战。在此行业背景下，公司坚守医药健康主业，秉持稳健经营理念，2025年度实现扣除非经常性损益的净利润714.49万元，同比增长3.94%，在行业整体承压的态势下，实现主营业务盈利微增。

解第一医药的业务结构可以发现，两大核心业务板块呈现出截然不同的增长轨迹。

2025年，公司医药零售业务实现营业收入12.68亿元，同比增长8.43%；医药批发业务实现营业收入8.03亿元，同比增长15.56%。表面上看，批发业务增速远超零售，似乎是公司的增长引擎。

但零售业务毛利率为20.50%，批发业务毛利率仅为3.49%。毛利率较低的批发业务增速远高于毛利率较高的零售业务，这种业务结构的变化客观上拉低了公司整体盈利水平。

2025年公司经营活动现金流量净额为8888.05万元，同比增长81.29%。看似良好，但现金流中包含收到的租入房屋征收补偿款约540万元，并非全部来自销售商品。

而在期间费用方面，2025年，公司管理费用同比增长27.42%，财务费用增长41.99%。新店孵化周期长、成本高，存量门店租金、人力成本刚性上涨，线上获客成本不断攀升，费用增长也吞噬了规模扩张带来的增量利润。

## 门店扩张“增产不增效”

截至2024年年底，上海零售药店的连锁率已高达92.9%。

事实上，第一医药的处境是中国区域性药房在行业寒冬中的缩影。2025年，全国药店零售市场规模约为5172.5亿元，同比下降2.1%，非药类产品的下滑尤为剧烈。中康药店通数据显示，2025年一季度全国药店总量跌破70万家大关，单季净减约3000家，行业正式进入负增长阶段。

作为典型区域型医药零售企业，第一医药扎根于全国连锁率最高的城市上海。根据国家药品监督管理局发布的《药品监督管理统计年度数据（2024年）》，截至2024年年底，上海零售药店的连锁率已高达92.9%，这意味着市场早已进入了存量竞争时代。在这样一个高度饱和的市场中，全国性的头部连锁与本地竞争者同时挤压有限的市场空间，价格战不可避免，利润空间也在持续收窄。

为寻求突破，第一医药在2025年启动了新一轮门店扩张计划。第一医药方面告诉记者：“在门店

## 押注数字化转型

第一医药试图通过“多点开花”对冲主业颓势。

当前，国内的医药流通行业已形成明显的梯队格局，国药控股、上海医药、华润医药及九州通等第一梯队企业，年营收均在千亿元以上，拥有完善的全国性分销网络和供应链议价能力。

作为区域性企业的第一医药，在药品采购规模、供应链整合能力、配送效率等方面与这些巨头存在巨大差距。

面对传统业务毛利萎缩，第一医药并非没有尝试转型。2025年，公司在数字化转型、跨境医药贸易以及新型业态探索上投入了大量精力，试图通过“多点开花”对冲主业颓势。

2025年公司O2O（线上线



图为第一医药商店外景。

公司官网/图

布局方面，公司结合上海市“十五分钟便民生活圈”建设要求，有序推进门店拓展工作，切实履行企业社会责任，持续提升区域医药健康服务覆盖效能。”

截至2025年年末，第一医药零售门店总数达216家，全年净增门

店10家，净增医保门店27家，整体医保覆盖率近71%，进一步完善区域便民购药与健康服务网络。“在门店业态设置上，公司布局健康小站、健康小镇等多种店型，相关业态符合商务部等九部门关于健康驿站的政策部署，进一步丰富了门店医药

健康服务功能。”第一医药方面说。

但第一医药的扩张却呈现出“增产不增效”的特征，216家门店全年贡献零售营收12.68亿元，以此计算，单店年营收约587万元。这个数字放在全国连锁药店行业中，处于较低水平。

代煎代配等核心创新服务规模同比增长125%，成为批发业务转型的重要支撑；同时，有序推进加盟体系的规范化、标准化建设，加强对加盟门店的运营指导与赋能支持，全年加盟店净增11家，总数达到50家，加盟业务实现平稳有序发展。

然而，新业务、新赛道往往意味着高额的前期投入和较长的盈利周期。在平台佣金、配送成本和流量采购成本的消耗下，线上业务对整体净利润的实际贡献率依然有限。

更为关键的是，线上渠道的竞争已经白热化。全国性的连锁药房和互联网平台凭借更大的流量

规模和更低的配送成本，在O2O领域占据了压倒性优势。在主营业务造血能力不足、扣非净利率仅0.34%的现实面前，第一医药的转型能否成功、何时能够见效，仍然是个未知数。

针对公司未来发展，第一医药方面表示，将持续深耕医药健康核心主业，紧密围绕国家及地方医药健康行业政策导向，精准对接市场发展需求与市民健康服务期盼，不断优化零售网络布局的科学性与合理性，持续完善门店业态设置、提升门店服务专业度。进一步深化批发业务模式创新，强化核心业务竞争力，持续提升公司整体经营质量与综合服务水平。

# 康华生物12倍溢价关联收购早研资产

中经记者 晏国文 卢志坤 北京报道

4月11日，狂犬病疫苗上市公司康华生物（300841.SZ）方面披露，拟分期收购纳美信（上海）生物科技有限公司（以下简称“纳美信”）新增注册资本并收购其现有股东股权，最终将持有纳美信100%的股权。第一期交易投前估值为3.2亿元。本次交易涉及的关联方为纳美信现有最大单一股东上海生物医药产业股权投资基金合伙企业（有限合伙）。

值得注意的是，纳美信还处于“种子期生物医药企业阶段”，进展最快的在研产品正在进行I期临床试验，评估增值1245.99%。

针对此次收购，4月16日，康华生物方面对《中国经营报》记者表示：“公司推动从‘单一产品驱动’向‘平台化产出、组合式发展’的研发模式战略转型。收购纳美信，不仅为公司新增一条已处于临床阶段的RSV（呼吸道合胞病毒）疫苗管线，还系统性地强化了公司下一代mRNA疫苗技术平台，为公司打造具备显著差异化优势的‘创新引擎’。公司可快速获得成熟mRNA技术与冻干工艺，拓展多品类疫苗研发；借助现有管线切入肿瘤疫苗及相关创新领域，打开战略成长空间；纳美信RSV mRNA疫苗已进入临床I期，如后续进展顺利并实现上市，可依托公司成熟的疫苗产业化能力快速丰富产品梯队。”

## 标的管线处于早期阶段

纳美信产品管线处于非常早期的阶段，核心产品冻干剂型呼吸道合胞病毒mRNA疫苗处于I期临床试验阶段。

2024年全年和2025年前10个月，纳美信营业收入分别为579.15万元和61.41万元，净利润分别为-4167.65万元和-2773.47万元。截至2024年12月31日和2025年10月31日，纳美信的净资产分别为500.86万元和12061.82万元。

在此次被收购前，纳美信最新一轮融资发生在2025年5月，当时的估值约为2.85亿元。

资产评估报告显示，以2025年10月31日为基准日，纳美信股东全部权益账面价值约为0.24亿元（母公司报表数据），经资产基础法评估，评估价值为3.21亿元，评估增值1245.99%。

从资产基础法评估结果汇总表可以看到，纳美信的估值增长主要来自无形资产的增值。截至评估基准日，纳美信的无形资产账面

## 业绩对赌压力大

2025年7月，康华生物控制权发生变更。原控股股东、实控人王振滔及其一致行动人奥康集团、济南南悦齐明投资合伙企业（有限合伙）将康华生物2846.66万股股份转让，受让方为上海万可欣生物科技合伙企业（有限合伙）（以下简称“万可欣”）。转让价款为18.51亿元。

股份转让后，万可欣对康华生物的表决权比例为29.99%。康华生物控股股东由王振滔变更为

价值为0元。无形资产的评估价值为2.99亿元，增值2.99亿元。

资产评估报告称，被评估单位（即纳美信）所拥有的专利及软件等技术类无形资产主要构成了企业的专有技术平台。在该技术平台基础上，纳美信已开展多个疫苗产品管线的研发。纳美信有3条在研管线，分别是NR222 RSV mRNA疫苗（适应症为呼吸道合胞病毒）、NR251病毒感染治疗性疫苗（适应症未披露）、NR231 HSV-2治疗性疫苗（适应症为单纯疱疹病毒）。

上述3款在研产品中，第一款于2025年5月进入I期临床，2025年9月完成首例受试者入组。国家药监局药物临床试验登记与信息公示平台显示，该临床试验的通俗名称为“评价NR222在18周岁及以上人群中的安全性及初步免疫原性”，试验状态为招募完成。其余两款产品还处于临床前阶段。

康华生物方面对记者介绍：

万可欣，康华生物的实控人由王振滔变更为无实控人。

此次股权转让设置了业绩承诺及补偿安排。业绩承诺的核心指标是：2025年和2026年，康华生物扣非归母净利润合计不低于7.28亿元。奥康集团和王振滔为业绩承诺义务人。

业绩预告显示，2025年康华生物预计扣除非经常性损益后的净利润为2.08亿元—2.3亿元，比

从全球生物医药行业发展趋势来看，mRNA疫苗的核心竞争力在于“序列设计—递送系统—生产工艺”的全链条技术体系。目前，纳美信已搭建起完整的mRNA药物技术平台，其所具备的冻干mRNA技术，不仅可将疫苗储运条件控制在2℃—8℃常规标准，降低商业化落地成本，还能通过“一平台多产品”的技术辐射效应，快速拓展至多品类疫苗与治疗性药物研发领域。

记者注意到，康华生物此次关联交易未设置相关对赌、补偿或约束机制。收购如此早期阶段的公司，其投资风险如何，又将如何保护上市公司及中小股东利益呢？

对此问题，康华生物方面对记者表示，此次拟收购纳美信的交易将分三期实施：第一期，公司以1.2亿元认购纳美信741万元新增注册资本。第一期交易完成后将持有其27.2727%的股权，并通过受托表决权合计持有43.4671%

2024年下降49.73%—54.54%。

2025年康华生物业绩变动的主要原因是：第一，受行业政策调整、市场竞争等因素影响，疫苗销售收入较上年同期下降约11%，销售利润率有所下降。第二，上年同期，康华生物取得了重组六价诺如病毒疫苗海外许可收入1.06亿元，贡献利润0.9亿元，2025年未取得海外授权阶段性收入。

由此来看，要达成前述业绩



图为康华生物上海研发中心。

公司官微/图

的表决权，实现对纳美信的控制并表。第二期，公司以约1.04亿元受让其他股东所持的640万元注册资本，公司持股比例提升至约50.8180%。第三期，公司以不超过约4.08亿元的对价收购剩余全部股权，最终实现对纳美信100%控股。本次交易定价以具备证券资质的评估机构出具的评估报告为基础，经各方协商确定，符合市场化原则，不存在损害公司及股东权益的情形。

康华生物方面表示，正是出于控制投资风险的考虑，本次收购将分三期实施，且每期均设有交割先决条件，第二期、第三期交割先决条件中包含研发里程碑条

款，对应先决条件满足后方可推进交易，支付对应交易款项。第一期交易分三次按0.2亿元、0.5亿元、0.5亿元支付，支付第二笔款项前需满足第一期交易交割先决条件，支付第三笔款项在2027年1月31日前。第二期交易前需满足第二期交易交割先决条件，包含自第一期交易交割之日起一年内完成里程碑一及相关条件。第三期交易金额不超过4.08亿元，亦需先满足第三期交易交割先决条件，包含自第一期交易交割日起两年内完成里程碑二及相关条件。除上述交易机制设置外，公司将加强投后管理，积极预防和降低对外投资风险。

承诺，2026年康华生物需要完成超5亿元的扣非归母净利润。

面对业绩对赌压力，康华生物会采取哪些措施提升营收及利润率水平呢？

对此，康华生物方面向记者表示，自公司控制权完成变更至今，公司治理层与经营层人员构成已迅速完成调整。公司已完成了营销体系革新，搭建扁平化、高响应效率的销售组织结构，以“精准策

略、持续学术渗透、系统建设”为核心策略，全面提升营销及学术推广团队的专业素养和业务能力。公司持续整合内外部营销资源，优化销售精细化管理体系，推行因地制宜的区域差异化销售策略，实现渠道覆盖面的持续延伸。公司坚持医学学术推广主线，以疫苗产品核心竞争力为出发点，加大专业化学术推广力度，稳步推进渠道下沉和终端市场建设。