

# 益丰药房 (603939)

## 行业整合持续受益，稳健扩张羽翼渐丰

买入 (维持)

2024年04月18日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 冉胜男

执业证书: S0600522090008

ranshn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	15,326	19,886	22,312	27,961	34,122
同比	16.60%	29.75%	12.20%	25.32%	22.04%
归母净利润 (百万元)	887.88	1,265.61	1,344.59	1,745.92	2,251.00
同比	19.42%	42.54%	6.24%	29.85%	28.93%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.88	1.25	1.33	1.73	2.23
P/E (现价&最新摊薄)	48.15	33.78	31.79	24.48	18.99

### 股价走势



### 投资要点

- **投资要点:** 公司为近年来高速增长头部连锁药店，核心布局十省，多地份额领先，先发优势明显。通过新零售体系、商品精品等战略赋能公司高质量发展，未来业绩兑现性强。
- **连锁药房经营压力边际缓和，集中度提升及处方外流趋势不减。**短期看，零售药房涉疫产品库存带来的压力逐步消化，高基数效应缓解；且门诊统筹政策有望带动公司客流及销售持续增长。中长期看，连锁药店集中度提升及院端处方外流趋势不减，1) 集中度: 2022年我国CR10仅25%，同期日本超70%，美国CR3超90%；2) 连锁化率: 2022年我国药店连锁化率约58%，同期美国超90%；3) 处方外流: 我国零售终端处方药销售占比逐步提升，从2017年的15.6%增长至2022年的20.8%，预计未来处方外流仍将继续，推动药店市场空间扩大。
- **“区域聚焦，稳健扩张”战略明确，中南、华东、华北区域竞争优势明显。**公司为同业中上市以来扩张速度最快的连锁药店，门店数量由2015年的1065家增长至2022年的10268家，对应CAGR为38.2%，且疫后仍保持每年25%以上的门店数量增长。公司核心布局中南、华东、华北三大区十省市，截至2023H1，已形成以湖南、江苏为核心的“两超多强”优势市场结构，从市占率看，公司在湖南、湖北、江苏、江西地区均排第一，多地份额领先，竞争优势显著。此外，公司于2024年3月27日发行可转债，募资额17.97亿元，助力公司持续扩张。
- **新零售体系、商品精品等战略赋能公司高质量发展。**1) 公司依托特有的“商圈定位法”加强新店选址能力，提高新店经营质量。2) 公司以零售为核心，加盟为拓展，逐步形成“批零一体化”业务结构，同时积极探索线上线下渠道，2022年，公司O2O上线直营门店数超7000家，B2C及O2O收入达17.5亿，同比增长55%。3) 持续推进商品精品战略，大力引进集采品种，2022年公司中西成药产品毛利率为35.2%，远高于行业均值31.1%，同期经营集采目录品种成分覆盖率达98%以上，累计新引进集采品种数量1000多个SKU。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑公司自建+并购+加盟的区域聚焦，稳健扩张战略明确，业绩增长动力强，我们将公司归母净利润由14.77/18.66/22.88亿元调整至13.45/17.46/22.51亿元，对应当前市值的估值分别为32/24/19倍，维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧的风险，门店扩张或不及预期的风险，加盟店发展或不及预期的风险。

### 市场数据

收盘价(元)	43.25
一年最低/最高价	30.90/52.69
市净率(倍)	4.65
流通A股市值(百万元)	43,601.02
总市值(百万元)	43,707.58

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	9.29
资产负债率(% ,LF)	54.32
总股本(百万股)	1,010.58
流通A股(百万股)	1,008.12

### 相关研究

- 《益丰药房(603939): 2023年三季度报点评: 业绩经营稳健, 持续深化扩张》  
2023-11-02
- 《益丰药房(603939): 2022年报及2023Q1报点评: 新老店协同带动利润高速增长, 门店数量突破一万家》  
2023-05-04

## 内容目录

<b>1. 益丰药房：立足湖南，快速增长的头部连锁药店</b> .....	<b>5</b>
1.1. 布局十余省，中南及华东区域领先.....	5
1.2. 上市以来业绩保持高增，经营现金流充足.....	7
<b>2. 连锁药店：行业集中度提升及处方外流加速</b> .....	<b>9</b>
2.1. 疫后连锁药店具备增长确定性 & 扩张潜力.....	9
2.2. 中长逻辑：集中度提升及处方外流加速.....	10
2.3. 门诊统筹政策持续落地，医药分离趋势日渐明朗.....	12
<b>3. 商业模式：“区域聚焦，稳健扩张”战略助力长期增长</b> .....	<b>14</b>
3.1. 门店扩张同行最快，核心省份先发优势明显.....	14
3.2. 直营门店规模已成，后续扩张聚焦自建及加盟.....	16
3.3. 可转债发行上市，助力公司长期发展.....	18
<b>4. 战略顺应行业变革，赋能公司高质量发展</b> .....	<b>18</b>
4.1. 依托“商圈定位法”，保障单店经营质量提升.....	18
4.2. 新零售体系高效运行，商品精品战略实现差异化竞争.....	20
<b>5. 盈利预测与估值</b> .....	<b>23</b>
<b>6. 风险提示</b> .....	<b>25</b>

## 图表目录

图 1:	公司发展历程.....	5
图 2:	公司全国门店分布情况 (截至 2023Q3) .....	5
图 3:	公司主营业务.....	6
图 4:	公司股权结构图 (截至 2023Q3) .....	6
图 5:	公司上市以来收入及归母净利润增速 (亿元) .....	7
图 6:	公司单季度收入和归母净利润增速 (亿元) .....	7
图 7:	公司上市以来毛利率情况.....	7
图 8:	公司上市以来归母净利率情况.....	7
图 9:	连锁药店期间费用率横向对比.....	8
图 10:	公司三费情况.....	8
图 11:	公司经营性现金流量净额 (亿元) .....	8
图 12:	公司资金回转周期.....	8
图 13:	我国零售药店市场规模及增速 (亿元) .....	9
图 14:	药店上市公司 2023Q3 收入同比增速.....	10
图 15:	2023 年全国中西药品销售额及增长率.....	10
图 16:	我国行业集中度仍有较大提升空间.....	11
图 17:	我国连锁药店竞争格局.....	11
图 18:	我国药店数量及连锁化率.....	11
图 19:	处方药院内外占比情况.....	12
图 20:	零售终端处方药规模及占比情况.....	12
图 21:	处方外流预计带来的零售市场增量测算 (亿元) .....	12
图 22:	各省市统筹门店数量, 家 (截至 2023 年 6 月) .....	13
图 23:	门诊统筹报销比例, 个 (地级市数量) .....	13
图 24:	门诊统筹起付线, 个 (地级市数量) .....	13
图 25:	门诊统筹封顶线, 个 (地级市数量) .....	13
图 26:	公司医保门店数 (个) 及占比.....	14
图 27:	我国上市药店门店数量 (家) .....	15
图 28:	公司门店数量持续增长 (家) .....	15
图 29:	公司布局省份数量 (个) .....	15
图 30:	公司各区域门店数量 (家) .....	15
图 31:	公司各区域营收情况 (亿元) .....	16
图 32:	公司各区域店均产出 (万元) .....	16
图 33:	公司直营及加盟门店情况 (家) .....	17
图 34:	公司直营门店结构拆分 (家) .....	17
图 35:	公司每年新增门店结构拆分 (家) .....	17
图 36:	公司自建门店店龄结构 (家) .....	18
图 37:	公司并购门店店龄结构 (家) .....	18
图 38:	公司上市以来单店收入情况 (万元) .....	19
图 39:	公司上市以来单店毛利情况 (万元) .....	19
图 40:	2022 年公司直营单店毛利同行领先 (万元/年) .....	19
图 41:	公司舰群型门店数量 (家) .....	20
图 42:	公司各类型店日均坪效 (含税, 元/m <sup>2</sup> ) .....	20

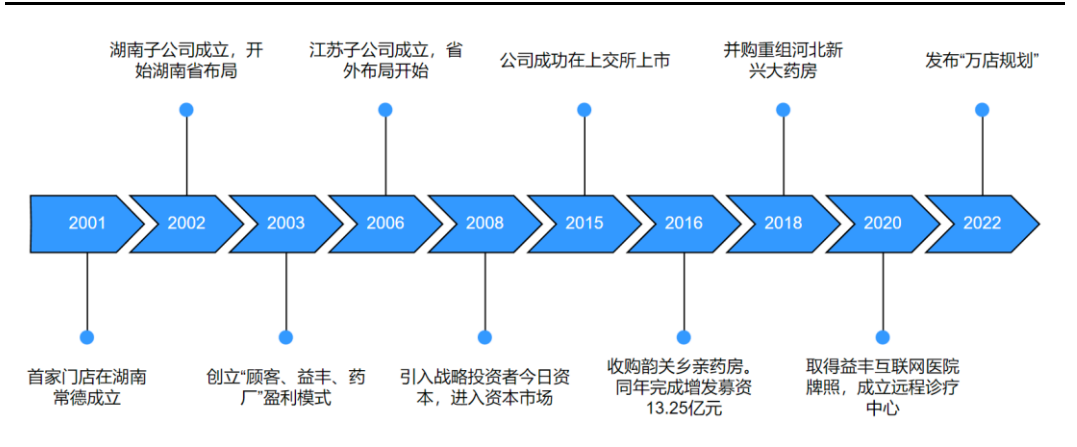
图 43:	公司全国物流布局.....	20
图 44:	公司物流配送流程.....	20
图 45:	公司收入拆分（亿元，按业务类型）.....	21
图 46:	公司各业务毛利率及收入占比.....	21
图 47:	公司 O2O 上线直营门店数（家）.....	22
图 48:	公司 B2C 及 O2O 业务收入增速.....	22
图 49:	公司收入拆分（亿元，按产品类型）.....	22
图 50:	公司各产品毛利率及收入占比.....	22
图 51:	公司中西成药毛利率优于同行.....	23
图 52:	公司中药收入占比业内领先.....	23
表 1:	我国龙头连锁药店扩张情况.....	10
表 2:	11 月以来各地门诊统筹及处方流转进程加速.....	13
表 3:	全国医疗机构及零售药店情况（截至 2023 年 8 月）.....	14
表 4:	公司上市以来并购项目及金额情况.....	16
表 5:	公司可转债发行详情.....	18
表 6:	公司盈利预测.....	24
表 7:	益丰药房可比公司估值.....	24

## 1. 益丰药房：立足湖南，快速增长的头部连锁药店

### 1.1. 布局十余省，中南及华东区域领先

益丰药房于2001年在湖南创立，是国内领先的药品零售连锁企业之一。公司在2015年2月于上海证券交易所上市，成为我国医药零售行业继云南一心堂之后的第二家上市企业。截至2023Q3，益丰药房营业总收入及门店数量在六家上市药房中排名第三，净利润排名第二。

图1：公司发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

中南及华东区域领先，长三角底蕴深厚。作为中国大健康行业的领军者，益丰药房目前主要业务范围集中在湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江、广东、河北、北京、天津等十省市，公司聚焦区域发展战略，已取得在中南华东地区的市场领先地位，同时不断深化长三角都市圈网格布局，

图2：公司全国门店分布情况（截至2023Q3）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

主营业务为线下零售，同时开展线上及互联网销售模式。公司自创立以来先后布局医药零售、医药批发、中药饮片生产销售、慢病管理、互联网医院、医疗项目投资和医疗科技开发等大健康业态，形成了以线下零售、线上零售及互联网医院为基础的健康业务架构。

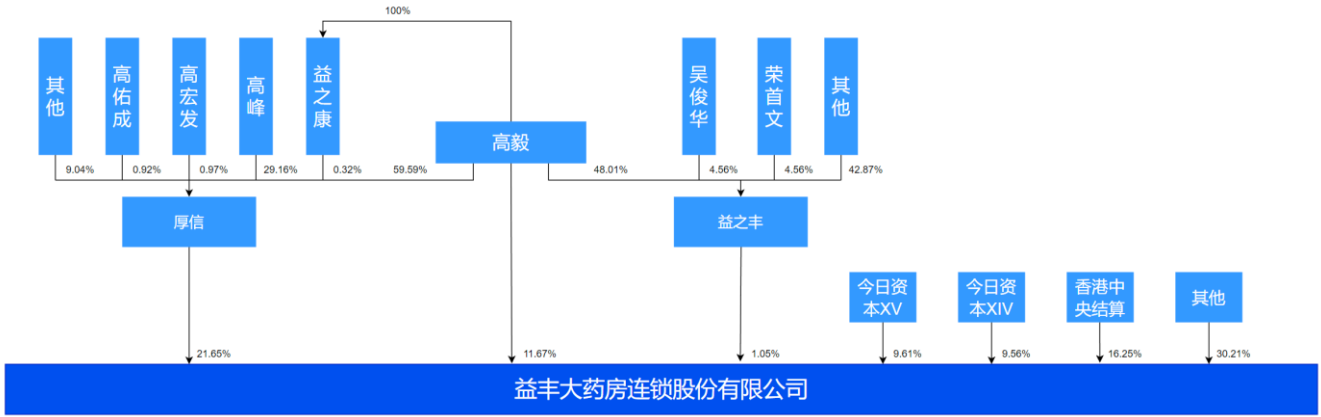
图3：公司主营业务



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

股权结构集中，实控人高毅先生控股比例为 34.85%。截止 2023Q3，公司实际控制人高毅先生直接持股 11.67%，并通过厚信创业投资、益之康咨询与益之丰等间接持股。2022 年 9 月，公司向各高管、核心技术人员及核心业务人员共 241 名开展股权激励，授予限制性股票共计 3,095,200 股，占总股本的 0.51%。

图4：公司股权结构图（截至 2023Q3）

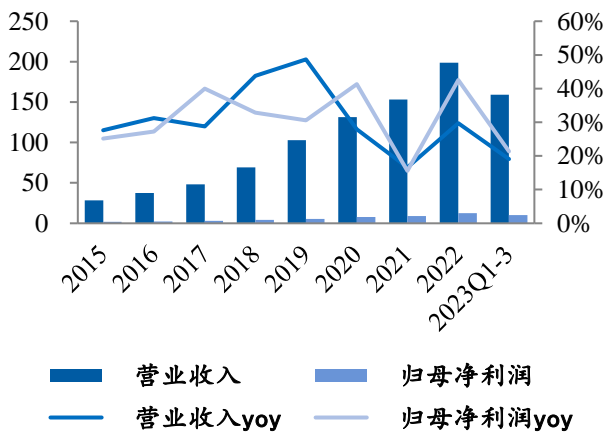


数据来源: Choice, 东吴证券研究所

### 1.2. 上市以来业绩保持高增, 经营现金流充足

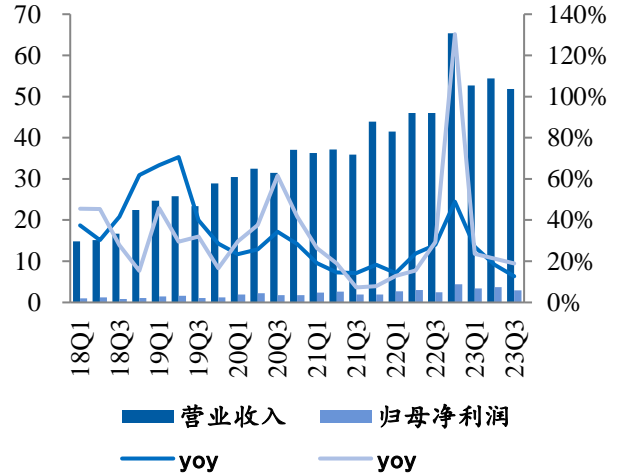
上市以来业绩持续增长, 疫情影响逐步消除, 2024 年有望恢复高增。公司自上市以来, 营收从 2015 年的 28.46 亿元增长至 2022 年的 198.86 亿元, 对应 CAGR 为 32%, 2023Q1-3 为 158.88 亿元, 同比增长 19%。归母净利润由 2015 年的 1.76 亿元攀升至 2022 年的 12.66 亿元, 对应 CAGR 为 32.6%, 2023Q1-3 为 9.99 亿元, 同比增长 21%。预计随着疫情带来的高基数影响消除、公司门店拓展加速, 2024 年有望恢复高增长。

图5: 公司上市以来收入及归母净利润增速 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 公司单季度收入和归母净利润增速 (亿元)

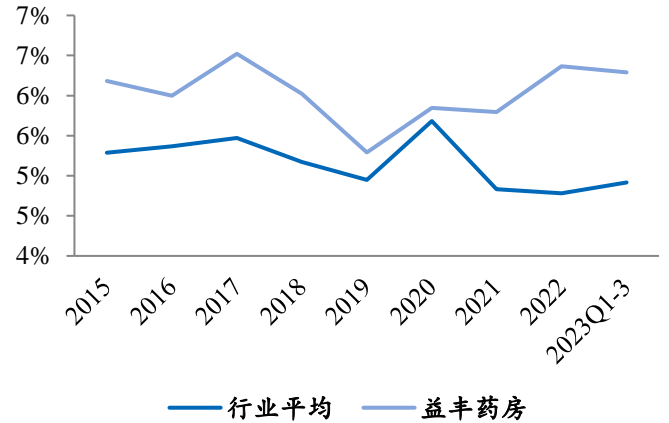
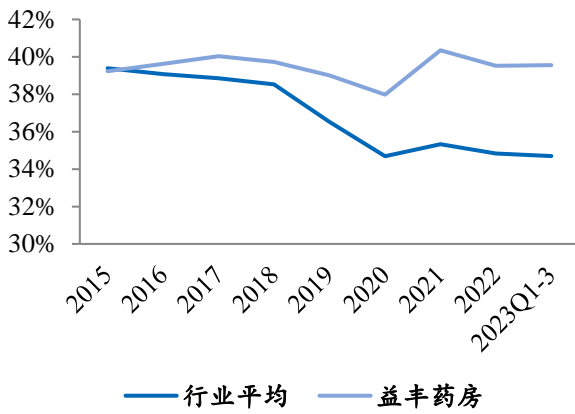


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

利润率远高于行业平均水平, 精细化管理成效显著。公司自上市以来, 毛利率及归母净利润率始终高于行业均值, 公司 2018-2022 年平均毛利率约 39.32%, 高于行业均值 35.98%, 2023Q1-3 为 39.55%, 仍保持增长; 2018-2022 年平均归母净利率约 5.86%, 高于行业均值 5.08%, 2023Q1-3 为 6.23%。

图7: 公司上市以来毛利率情况

图8: 公司上市以来归母净利率情况



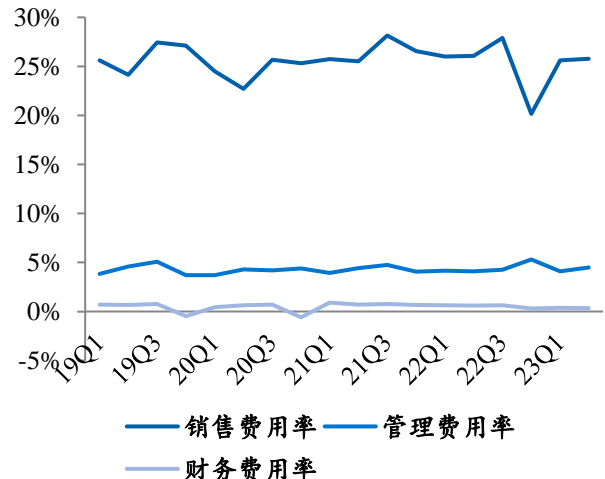
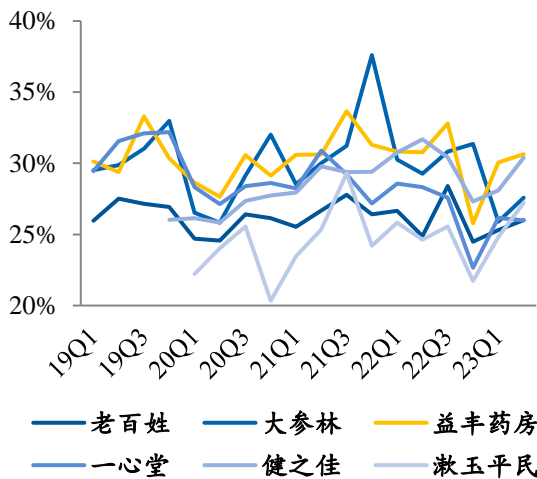
数据来源: wind, 东吴证券研究所

数据来源: wind, 东吴证券研究所

受扩张及并购整合影响, 期间费用率较高。横向对比同行, 益丰药房在 2019-2023 年期间费用率处于较高水平, 原因为上市以来的快速扩张。2022 年 Q4 管理费用率略有上升, 主要原因为股权激励等费用提升。

图9: 连锁药店期间费用率横向对比

图10: 公司三费情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

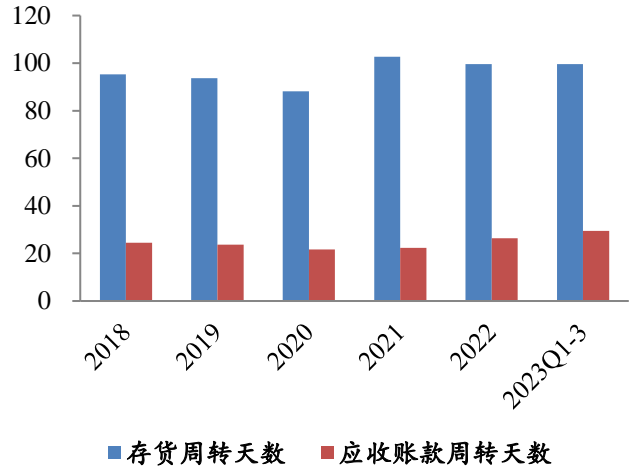
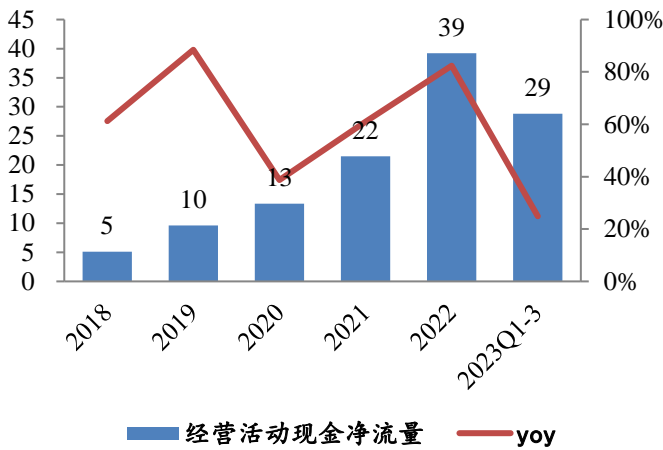
数据来源: wind, 东吴证券研究所

经营现金流充足, 受疫情影响资金回款天数略有上升。公司自 2018 年以来经营现金流逐年增长, 由 2018 年的 5.11 亿元增至 2022 年的 39.2 亿元, 对应 CAGR 为 66.4%。疫情期间公司存货周转天数略有上升, 疫后周转效率有所改善, 从 2021 年的 103 天下滑至 2023Q1-3 的 100 天, 同时应收账款周转天数略有上升。

图11: 公司经营性现金流量净额 (亿元)

图12: 公司资金回转过期





数据来源：wind，东吴证券研究所

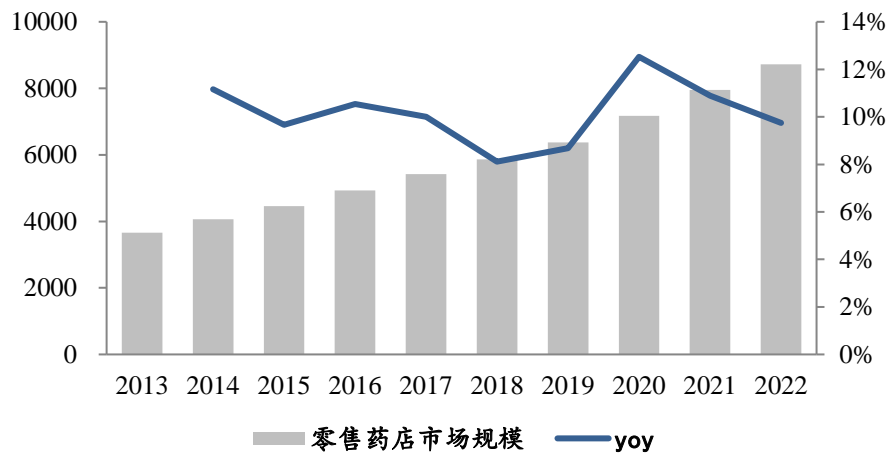
数据来源：wind，东吴证券研究所

## 2. 连锁药店：行业集中度提升及处方外流加速

### 2.1. 疫后连锁药店具备增长确定性及扩张潜力

根据米内网数据，按终端平均零售价计算，2022年我国零售药店（包括实体药店及网上药店销售，含药品和非药品）市场规模为8725亿元，同比增长9.7%。2020年-2022年期间，受到疫情扰动及需求增长，整体保持较高的行业增速。

图13：我国零售药店市场规模及增速（亿元）



数据来源：米内网，东吴证券研究所

复盘 2023 年行业情况，压力因素逐步消化，药店经营层面改善向好。根据国家统计局社零数据，全国中西药品类经历 2023 一二季度较高增长。同时在涉疫产品库存、消费疲软、统筹政策落地时间差导致客户回流等影响下，7 月全国中西药品类销售额同比增长 3.70%，进入三季度低谷；8 月同比增速持平；9 月同比增速达 4.5%。虽然四季

度面临高基数因素，但是三季度以来呈现经营改善趋势。从上市连锁药房三季度收入增长看，同比增速中枢约 15%，整体增长强于行业平均增速 8.2%，头部药店增速显著高于行业平均增速。且各家疫后开店加速。在消化疫情管控放开期间的高基数后，预计 2024 年连锁药店板块提速增长的确定性较高。

图14: 药店上市公司 2023Q3 收入同比增速

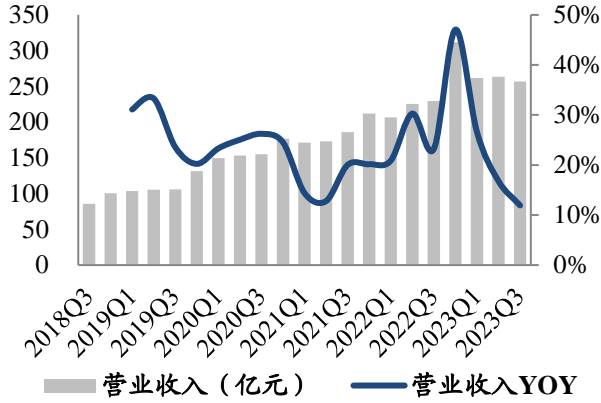
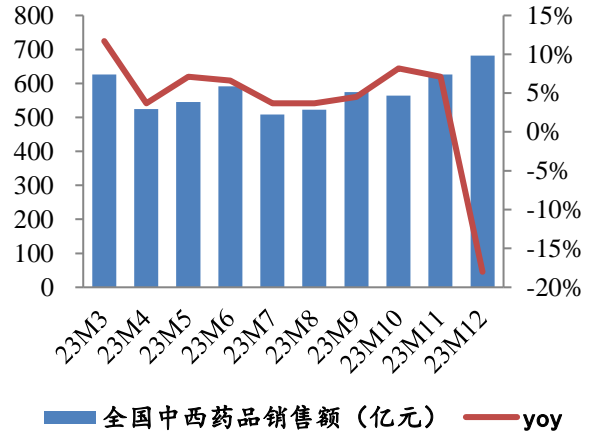


图15: 2023 年全国中西药品销售额及增长率



数据来源: wind, 东吴证券研究所

数据来源: 米内网, 东吴证券研究所

我国上市连锁药店的门店数量保持快速扩张。2018-2022 年，我国上市药房门店数同比增速持续稳定在 22% 以上，远超行业平均水平（7%），药店数量扩张仍是零售药店业绩增长核心动因。我们认为，当前阶段门店数量扩张仍有空间，未来随着门店数量充分布局，行业可能加速并购整合，行业集中度将有望进一步提升。

表1: 我国龙头连锁药店扩张情况

上市公司	上市时间	门店数量 (家)	门店数量复合增速	收入复合增速	归母净利润复合增速
一心堂	2014	9206	16.99%	18.68%	16.25%
益丰药房	2015	10268	38.23%	32.02%	32.56%
老百姓	2015	10783	32.77%	23.64%	18.41%
大参林	2017	10045	27.47%	23.42%	16.87%
健之佳	2020	4055	37.98%	29.71%	20.28%
漱玉平民	2021	5456	63.30%	46.99%	99.13%

数据来源: wind, 东吴证券研究所 (复合增速时间口径为自上市年份以来, 最近数据选取 2022 年底)

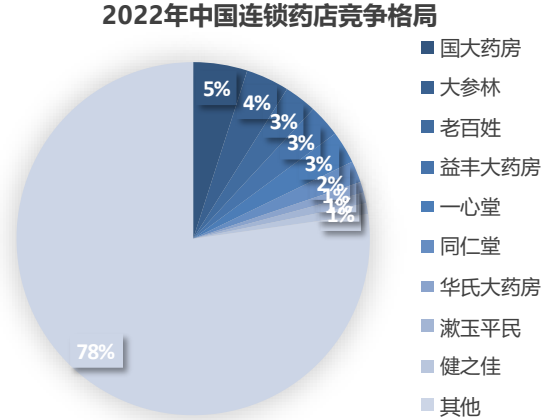
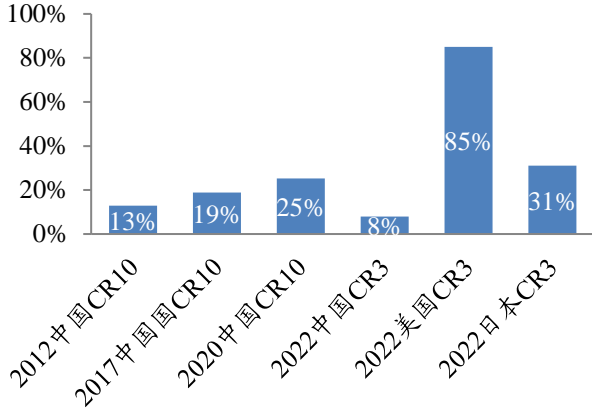
## 2.2. 中长逻辑: 集中度提升及处方外流加速

行业集中度持续提升，对比海外市场仍有提升空间。1) 美国: 作为连锁药店的发源地，美国零售药店市场经过多年发展呈现出三大连锁巨头的格局。美国国内连锁药店通过大规模的整合和收购，市场份额不断扩大，行业整体连锁率不断提高，连锁率从 1990 年的不到 40% 提高至 2019 年的 87%，2019 年 CR3 为 77.1%。2) 日本: 2020 年日本连

锁药店 TOP3 企业的市场份额达 32.18%，近三年的日本连锁药店 CR10 高达 70%。3) 中国：2022 年中国连锁零售药店行业 CR3 为 8%，2020 年 CR10 的市占率仅为 25.2%。

图16: 我国行业集中度仍有较大提升空间

图17: 我国连锁药店竞争格局

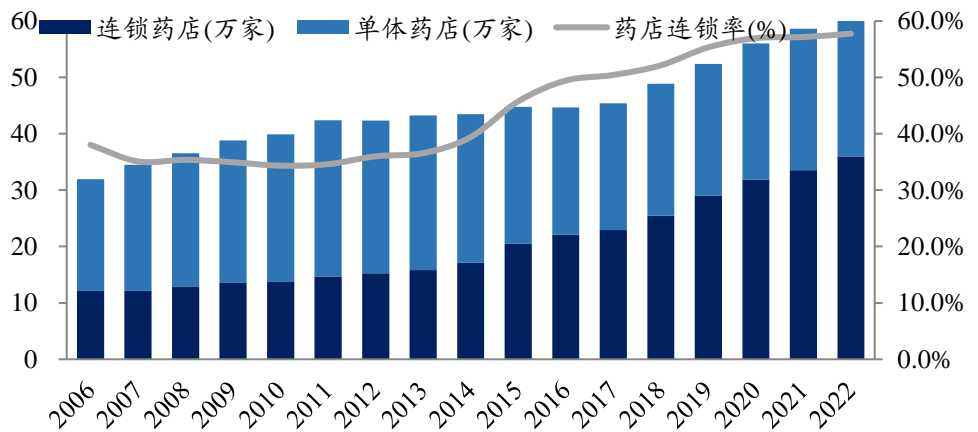


数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

数据来源：立鼎产业研究网，东吴证券研究所

**药店连锁化率不断提升。**根据药监局《药品监督管理统计年度数据（2022 年）》，截至 2022 年底，全国共有《药品经营许可证》持证企业 64.4 万家。其中零售连锁门店 36 万家，单体药店 26.3 万家。连锁药店的数量从 2017 年的 22.9 万家提升至 2022 年的 36.0 万家，5 年 CAGR 为 9.47%。过去 10 年药店总数的增长主要由连锁药店的发展带动，在 2017 年实现了连锁药店数量对单体药店数量的反超，2022 年连锁药店比单体药店数量高出 9.7 万家，连锁化率达 58%，但参考美国药店 90% 连锁化率仍有提升空间。

图18: 我国药店数量及连锁化率

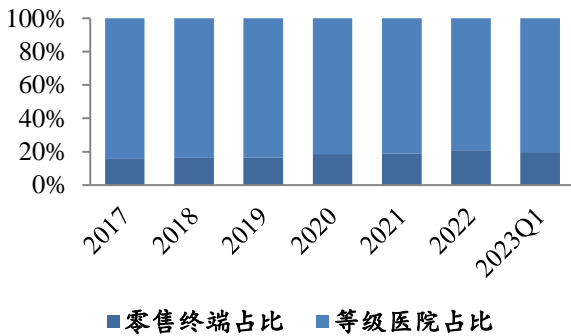


数据来源：《药品监督管理统计年度数据》，东吴证券研究所

**院内仍为处方药主要销售渠道，零售终端处方药占比逐步提升。**根据中康开思数据，2022 年等级医院及零售终端的药品总规模为 11660 亿元，其中零售终端处方药规模达 2349.56 亿元，占比 20.84%，较 2017 年提高 5.2 个百分点，处方药在零售终端的销售占比逐步提升。从海外中长期处方外流趋势看，日本历时 30 余年将医药分业率（即处方

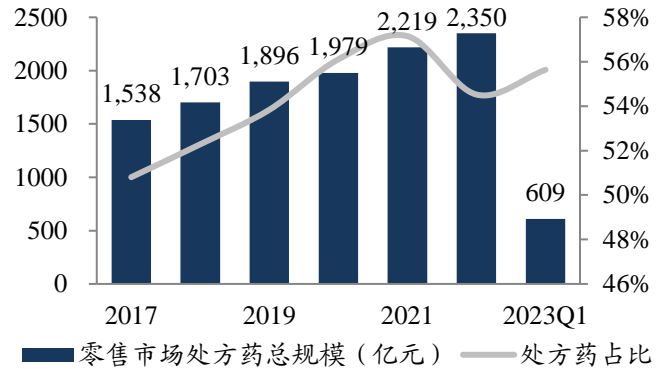
外流比例)从1998年的30.50%提升至70%以上,实现医药高度分离。对比日本政策,国内政策具有较高的相似之处,药品零加成、药品耗材集采、医保定点药店纳入统筹支付等一系列政策推动处方外流,我们认为处方外流仍将继续,推动药店市场空间扩大。

图19: 处方药院内外占比情况



数据来源: 米内网, 东吴证券研究所

图20: 零售终端处方药规模及占比情况



数据来源: 米内网, 东吴证券研究所

借鉴日本发展和我国情况,我们对处方外流的空间进行测算。根据中性假设,假定2022-2032年公立医院药品市场规模以3%增速增长,其中每年3%的处方外流至零售终端,则2022-2032年处方外流带来的零售终端扩容规模达3600亿元。

图21: 处方外流预计带来的零售市场增量测算(亿元)

院内药品市场规模增速	处方外流速度	2022A	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2022-2032年合计增加规模
1%	1%	94	95	96	97	98	99	100	101	102	103	104	1087
	2%	188	190	192	194	196	197	199	201	203	206	208	2173
	3%	282	285	288	290	293	296	299	302	305	308	311	3260
	4%	376	380	383	387	391	395	399	403	407	411	415	4347
	5%	470	493	518	544	571	600	630	661	694	729	765	6674
3%	1%	94	97	100	103	106	109	112	116	119	123	126	1203
	2%	188	194	199	205	211	218	224	231	238	245	253	2407
	3%	282	290	299	308	317	327	337	347	357	368	379	3610
	4%	376	387	399	411	423	436	449	462	476	490	505	4813
	5%	470	484	498	513	529	545	561	578	595	613	631	6017
5%	1%	94	99	104	109	114	120	126	132	139	146	153	1335
	2%	188	197	207	218	228	240	252	264	278	291	306	2669
	3%	282	296	311	326	343	360	378	397	416	437	459	4004
	4%	376	395	414	435	457	480	504	529	555	583	612	5339
	5%	470	493	518	544	571	600	630	661	694	729	765	6674

数据来源: 米内网, 东吴证券研究所

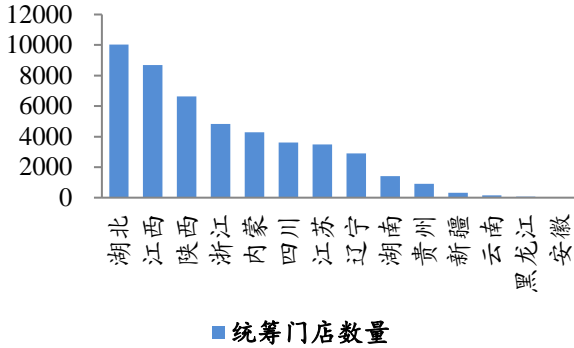
### 2.3. 门诊统筹政策持续落地, 医药分离趋势日渐明朗

2023年2月,国家医保局发文将零售药店纳入门诊统筹管理。截至2023年7月,全国已有20省公布了试点药店名单,占比65%,涉及城市数量140个,获得统筹资质的门店数超4.4万家。

从门店数量看,各地放开节奏不同,如湖北、江西、陕西三省公布的门诊统筹药店数量较多,占全国所有统筹门店比例超50%(截至2023年6月),而河南全省仅有120

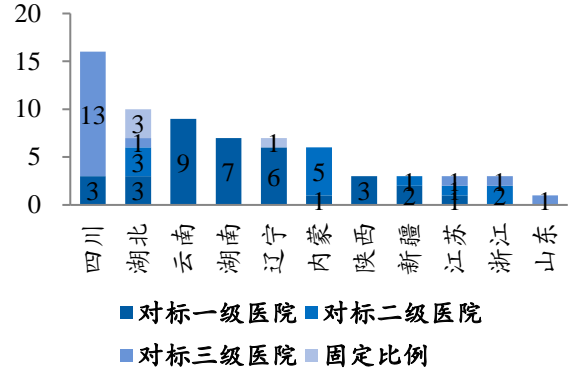
家准入门店，长沙市也仅全市 10%左右准入门店。从报销比例看，有 51%地级市对标一级医院；20%地级市对标二级医院；28%地级市对标三级医院；9%地级市固定报销比例。

图22: 各省市统筹门店数量, 家 (截至 2023 年 6 月)



数据来源: 中国药店, 东吴证券研究所

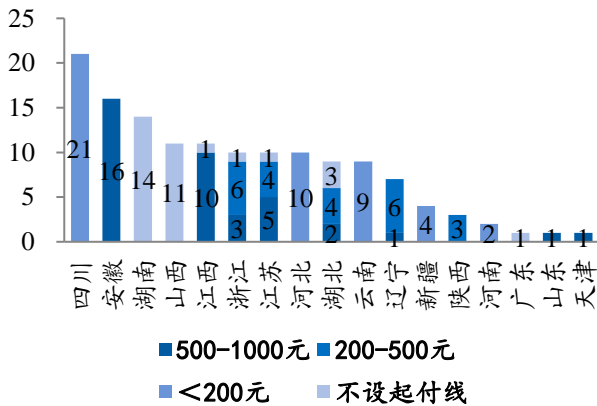
图23: 门诊统筹报销比例, 个 (地级市数量)



数据来源: 中国药店, 东吴证券研究所

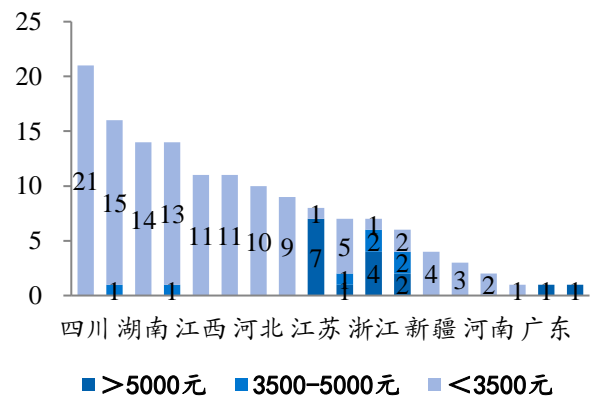
从起付线看, 1/5 地级市不设起付线; 1/3 地级市起付线 < 200 元; 16%地级市起付线 200-500 元; 28%起付线 500-1000 元。从封顶线看, 84%地级市限额 < 3500 元; 5%地级市限额 3500-5000 元; 11%地级市限额 > 5000 元。

图24: 门诊统筹起付线, 个 (地级市数量)



数据来源: 中国药店, 东吴证券研究所

图25: 门诊统筹封顶线, 个 (地级市数量)



数据来源: 中国药店, 东吴证券研究所

各地利好政策频出, 结算端平台搭建完成, 处方流转进程有望加速。以云南省为例, 省肿瘤互联网医院开出全国首张线上电子处方, 并流转至定点零售药店完成医保结算。而广东省医保局同样在 2023 年全省医疗保障系统重点工作推进会上, 将“全面推广电子处方流转全流程便民服务应用”列入重点工作内容。

表2: 11 月以来各地门诊统筹及处方流转进程加速

省份	日期	事件
云南	2023 年 11 月 1 日	全国首张医保“双通道”电子处方于云南省结算成功
广东	2023 年 11 月 11 日	全面推广电子处方流转全流程便民服务应用

数据来源：政府官网，东吴证券研究所

**医疗机构吸引药店客流效应有望边际减轻。**由于医院及基层医疗机构多于 2022 年底或 2023 年初开通门诊统筹，而药店门诊统筹大多省份于 2023 年 2 月份后颁布政策指引，政策落地的时间差导致部分客流回流基层医疗机构，使得多数地区门诊统筹执行初对门店客流及业绩影响较大。但目前已开通门诊统筹的机构数量占比为 54%，而药店仅 29%，医疗机构接入量已过半，未来对药店客流的吸引效应有望边际减轻。

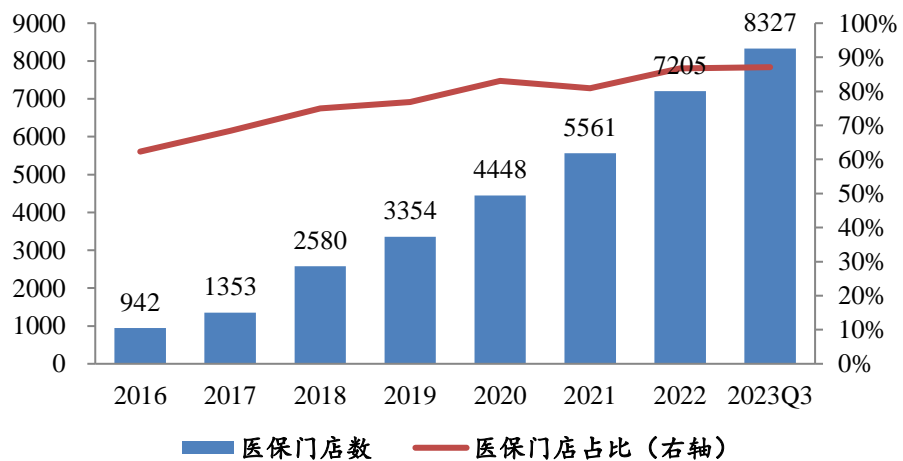
表3: 全国医疗机构及零售药店情况（截至 2023 年 8 月）

	医疗机构	零售药店
定点医疗机构总数（家）	59.4 万家	48.4 万家
已开通门诊统筹的机构数量（占比）	32.09 万家（54%）	14.14 万家（29%）
结算医保统筹基金	1240.24 亿元	69.36 亿元
结算人次	13.14 亿人次	1.74 亿人次

数据来源：米内网，东吴证券研究所

**公司医保门店数占比近 90%，为旗下门店纳入门诊统筹打下优良基础。**公司上市以来医保门店数及占比逐年增加，门店数由 2016 年的 942 家快速增加至 2022 年的 7205 家，对应门店数占比由 62.3% 提升至 82.7%。截至 2023Q3，公司医保门店数 8327 家，对应门店数占比为 87.1%。

图26: 公司医保门店数（个）及占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3. 商业模式：“区域聚焦，稳健扩张”战略助力长期增长

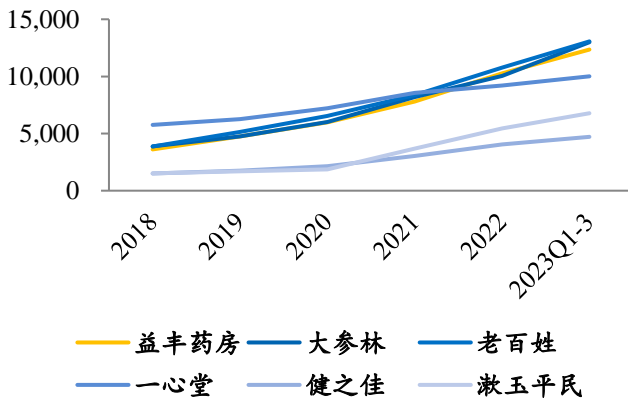
#### 3.1. 门店扩张同行最快，核心省份先发优势明显

**多地份额领先，先发优势明显。**得益于公司及其分支机构不断的兼并、收购，以及在战略目标市场的持续深耕，公司已形成“两超多强”的市场结构。2023 上半年，作为

大本营的湖南实现营收超 30 亿元；江苏市场紧随其后，营收超过 26 亿元；江西、河北、上海、湖北则都超过 10 亿元。从市占率看，公司在湖南、湖北、江苏、江西均排第一，上海民营药店连锁中排名第二。

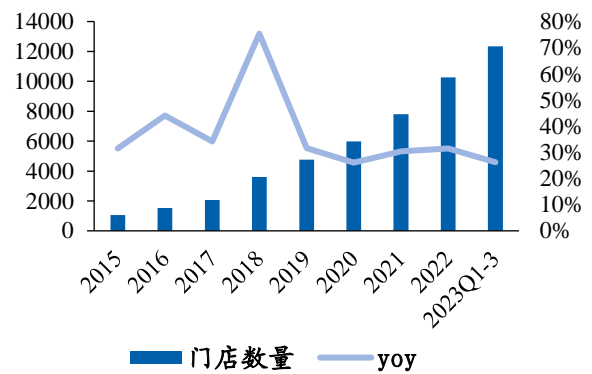
**门店数量位居全国前列，扩张速度同业领先。**公司自上市以来门店数量逐年增加，由 2015 年的 1065 家增长至 2022 年的 10268 家，对应 CAGR 为 38.23%，在各家上市药房上市以来门店数量复合增长最快。疫后仍保持每年 25% 以上的门店数量增长。截至 2023Q3，公司门店数量达 12350 家，位居全国上市药店前列。

图27：我国上市药店门店数量（家）



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

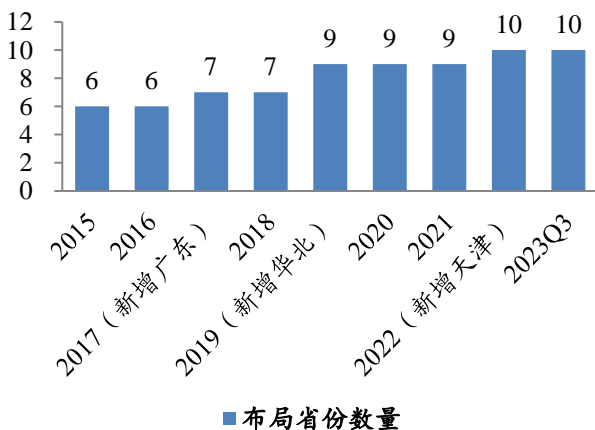
图28：公司门店数量持续增长（家）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

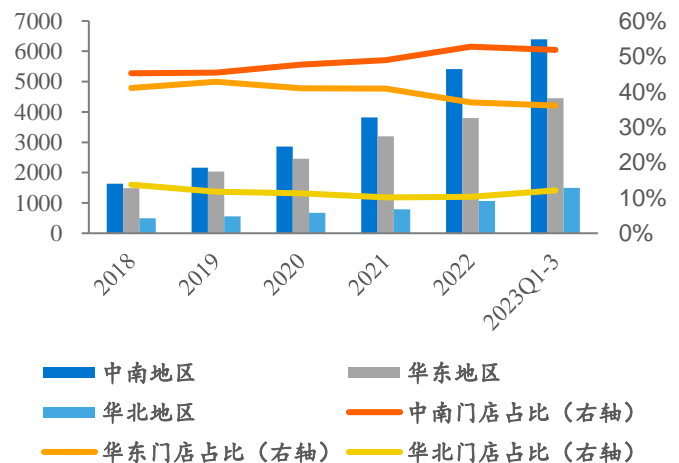
**核心布局湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江六省，省外扩张节奏稳健。**公司坚持“区域聚焦、稳健扩张”的发展战略，布局中南、华东、华北三大区十省市，以湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江六省市为核心，自 2017 年起先后新增广东、河北、北京和天津门店布局。从区域门店数量看，截至 2023Q3，公司在中南、华东、华北地区布局的门店数量占比分别为 52%、36%、12%。我们认为，随着公司门店网络广度和深度的合理布局，未来新进如安徽、福建等区域，稳健拓展全国市场，竞争优势有望持续扩大。

图29：公司布局省份数量（个）



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

图30：公司各区域门店数量（家）



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表4：公司上市以来并购项目及金额情况

年份	并购项目（宗）	总金额（亿元）	单宗项目平均金额（万元）
2015年	5	2.20	4399.8
2016年	6	2.69	4476.6
2017年	10	2.86	2863.8
2018年	17	22.17	13042.8
2019年	11	3.29	2986.6
2020年	12	2.60	2166.5
2021年	20	4.35	2175.0
2022年	16	5.46	3409.9
2023Q1-3	14	4.55	3250.7
合计	111	50.16	4519.3

数据来源：中国药店，东吴证券研究所

中南及华东地区贡献主要营收，华北地区具备提利空间。分区域看，公司中南及华东地区贡献主要营收，合计收入占比约90%，其中2022年华东地区单店收入达226万元（含加盟）。拆分毛利率，中南地区毛利率较高，原因为公司在中南地区具备品牌及规模优势；华北地区毛利率较低，2022年为35.4%，仍有提利空间。

图31：公司各区域营收情况（亿元）

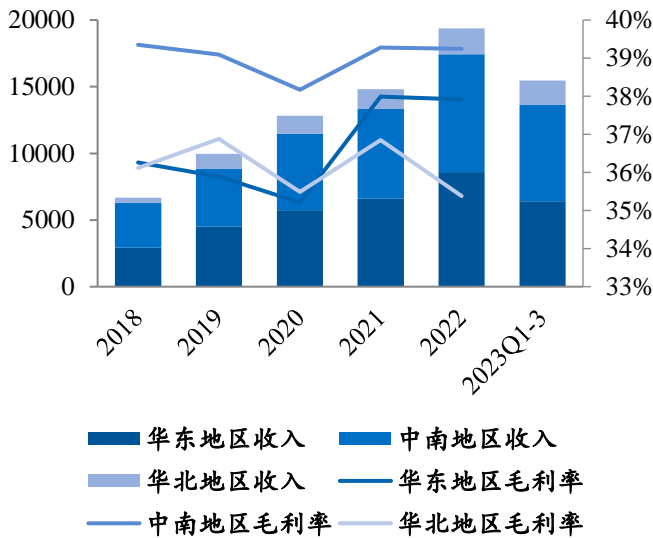
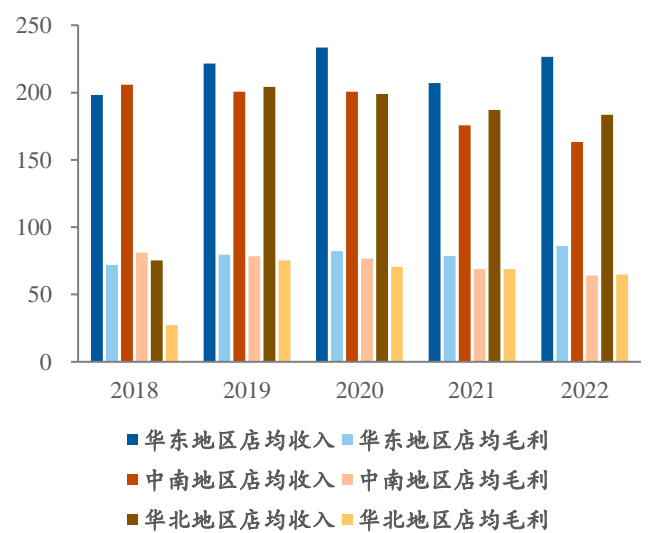


图32：公司各区域店均产出（万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.2. 直营门店规模已成，后续扩张聚焦自建及加盟

直营门店数量持续增长，加盟门店占比提升。拆分门店看，直营为公司门店的重要组成部分，截至2023Q3，直营门店9562家，同比增长19.1%，占比达77.4%。同期加



盟门店 2788 家，同比增长 59%，且加盟门店占比逐步提升，由 2016 年的 1.5% 提升至 2023Q3 的 22.6%。从直营门店结构看，近年来并购节奏放缓，自建门店占比也在逐年提升，由 2018 年的 61.3% 提升至 2022 年的 67.1%。

图33: 公司直营及加盟门店情况 (家)

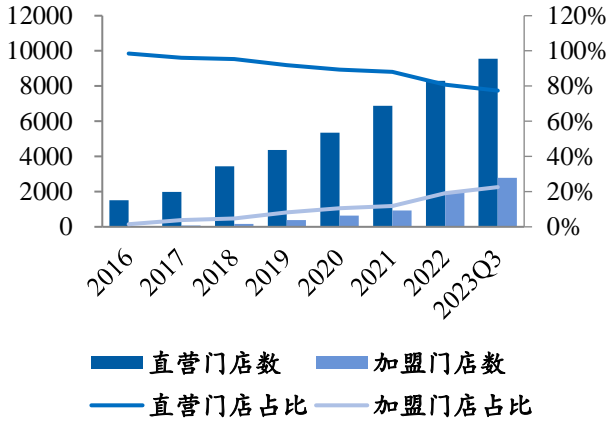


图34: 公司直营门店结构拆分 (家)

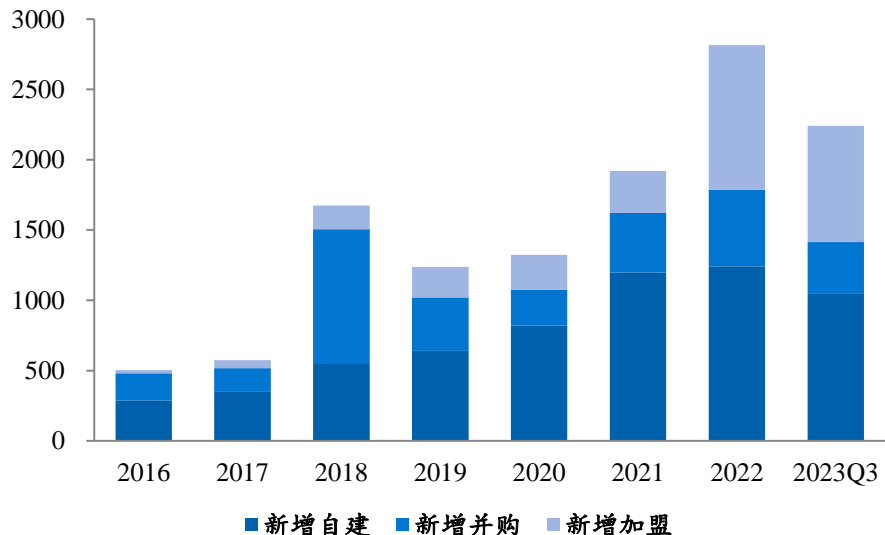


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

近年来, 扩张向自建及加盟发力。拆分每年新增门店, 公司新增自建门店数每年呈增长趋势, 2020-2022 年分别为 820、1197、1241 家。2023 前三季度公司新增自建门店 1046 家, 在新增门店数量中占比 46.7%; 新增加盟门店 826 家, 占比 36.9%, 自建及加盟成为公司主要扩张手段。

图35: 公司每年新增门店结构拆分 (家)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

直营门店店龄结构趋于成熟, 老店占比回升。拆分公司自建及收购门店结构, 2022 年自建门店中, 三年以上老店占比为 59.95%, 预计 2023-2024 年分别上升至 65.17%、66.62%。并购门店中, 自 2018 年并购河北新兴药房后, 成熟门店占比迅速提升, 由 2019 年的 23.99% 提升至 2022 年的 67.53%, 预计 2023-2024 年分别为 67.14%、68.87%。整

体来看，公司老店数量占比稳步提升，近三年，新老结构趋向平衡稳态，经营模式稳定成熟，为公司贡献业绩基本盘。

图36: 公司自建门店店龄结构 (家)

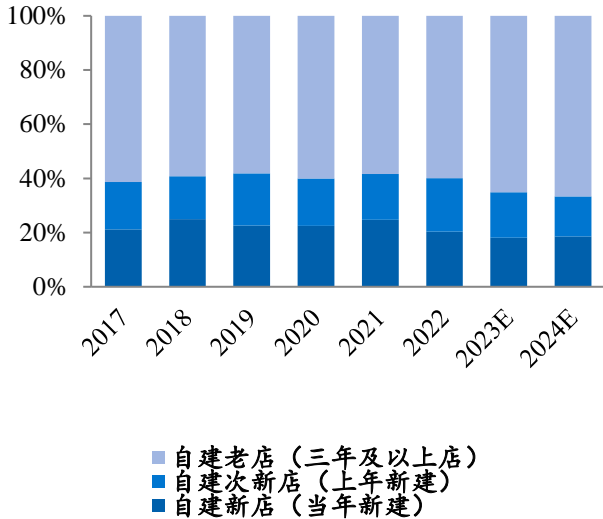
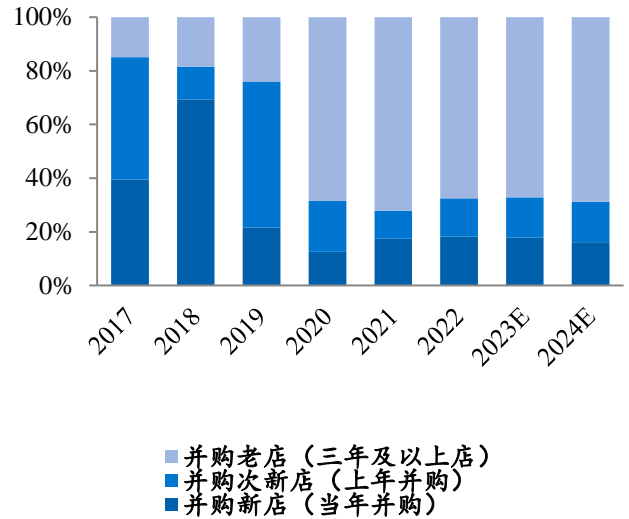


图37: 公司并购门店店龄结构 (家)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3.3. 可转债发行上市, 助力公司长期发展

公司可转债于2024年3月27日上市, 募资额17.97亿元, 助力公司持续扩张。公司此次“益丰转债”发行合计17.97亿元, 主要用于物流中心建设、数字化平台及新建药店。物流中心建设项目位于湖北武汉、江苏南京、河北石家庄, 提高仓储物流设施面积, 加速“批零一体化”顺应快速扩张节奏; 数字化平台项目有望优化旗下分支机构的运营效率, 加强精细化管理能力; 新建门店中, 通过优势市场加密与新市场拓展, 有望进一步增强公司品牌影响, 提升竞争力。

表5: 公司可转债发行详情

发行情况	发行详情
可转债简称	益丰转债
发行量	17.97亿元
配售情况	原股东占发行量的50.51%; 公众投资者占48.35%; 保荐人包销1.14%
初始转股价格	39.85元/股
募资用途	4.32亿用于建设江苏二期、湖北医药分拣加工中心及河北医药库房的物流项目; 8064万用于投向益丰数字化平台项目; 12.85亿用于新建连锁药店项目

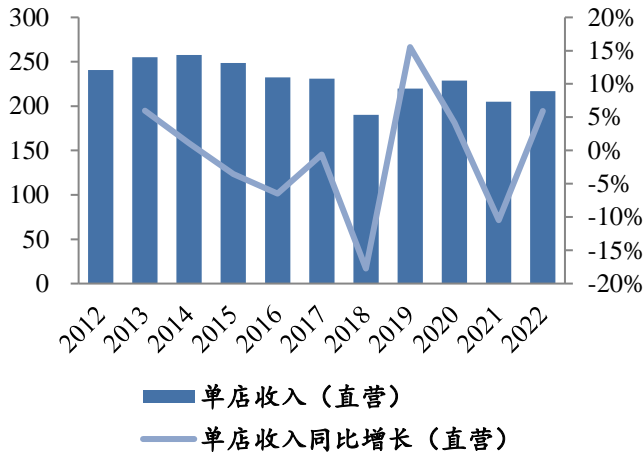
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 4. 战略顺应行业变革, 赋能公司高质量发展

### 4.1. 依托“商圈定位法”, 保障单店经营质量提升

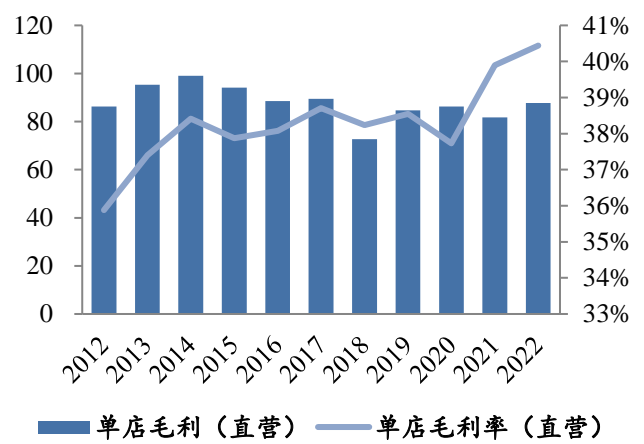
自营门店产出稳定，疫后单店毛利率逐步攀升。2022年，公司直营门店单店产出实现216.98万元，同比上升5.92%，约为近五年中枢水平，2018年单店收入下滑较多，原因为当年净增门店数增幅大于收入增幅，新店前期投入大。从利润率看，疫后公司直营单店毛利率逐年提升，由2020年的37.7%增长至2022年的40.4%，2023前三季度达40.5%。

图38: 公司上市以来单店收入情况(万元)



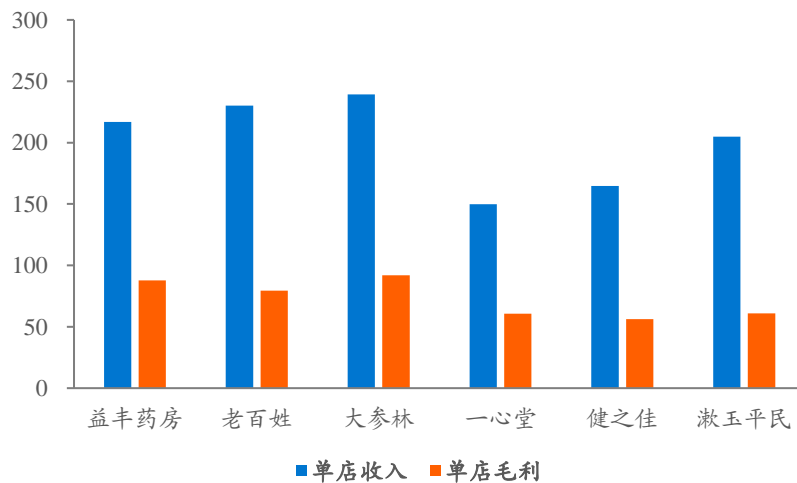
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图39: 公司上市以来单店毛利情况(万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图40: 2022年公司直营单店毛利同行领先(万元/年)



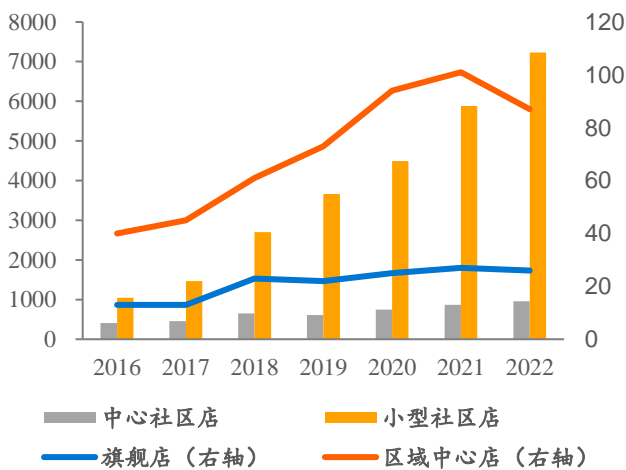
数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

依托公司特有“商圈定位法”，新店经营质量持续提升。公司针对不同区域的人口数量、市场需求和消费人群特点，建立覆盖不同城市、不同商圈的店面网络，形成了由旗舰店、区域中心店、中型社区店和小型社区店组成的“舰群型”。门店布局根据多年的选址经验和大数据分析，建立了一整套“商圈定位法”的门店选址方法，通过对新进城市的人口数量、密度、消费能力及消费习惯的分析，锁定拟进入商圈，根据不同的商圈特

点，确定预选门店的店型和店址范围，运用选店模型确定具体店址。通过以上模式的推广运用，公司品牌渗透力不断增强，新店选址能力和新店质量持续提升。

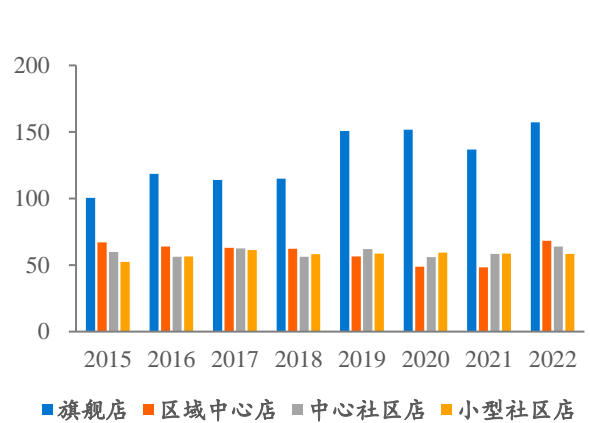
**社区店为根基，旗舰店打造口碑。**公司聚焦社区市场，从门店数量看，公司旗舰店、区域中心店、中心社区店、小型社区店数量分别从2016年的13、40、412、1047家增长至2022年的26、87、961、7232家，其中小型社区店增长态势最好，2016-2022年间CAGR为38%，且同期数量占比由69.25%增长至87.07%，构成门店网络的根基。从产出看，公司旗舰店日均坪效达157.3元/㎡，远高于其他店型。

图41: 公司社群型门店数量(家)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图42: 公司各类型店日均坪效(含税, 元/㎡)



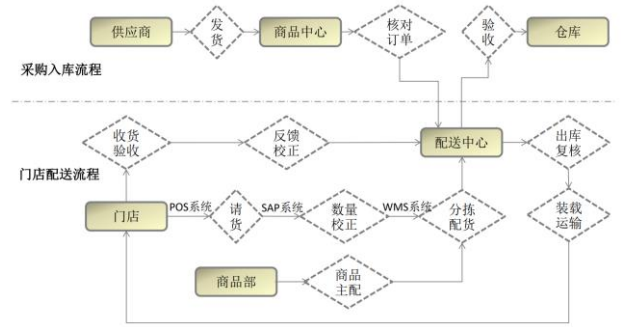
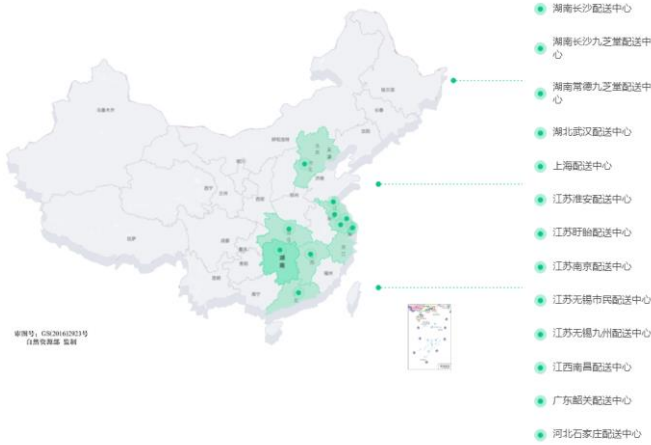
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 4.2. 新零售体系高效运行，商品精品战略实现差异化竞争

**深化仓储管理及物流设施建设，为“批零一体化”奠定基础。**公司建立并持续升级湖南、湖北、江苏、上海、江西、广东、河北七大现代化物流中心，通过立体仓库、自动输送线、自动分拣系统等物流业内较为先进的设备与技术以及业务管理模式，为益丰供应链提供更好的数字化运营保障。公司旗下所有门店的商品均由公司或分子公司物流中心自主配送，强大的物流配送能力为公司的快速扩张提供了强有力的物流支持。

图43: 公司全国物流布局

图44: 公司物流配送流程



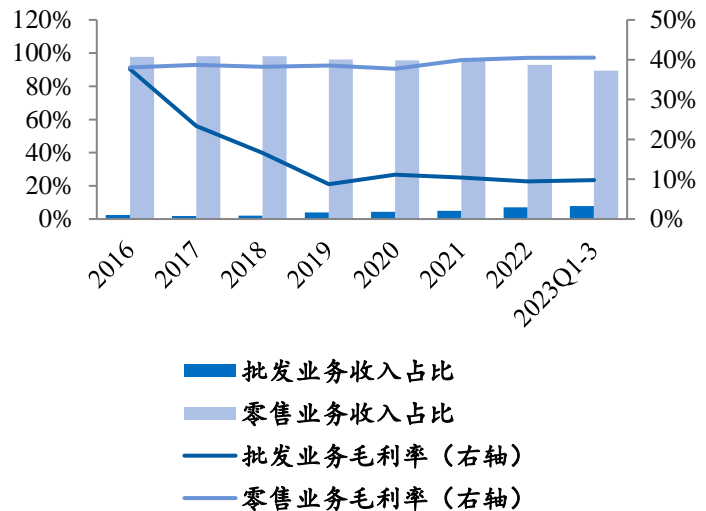
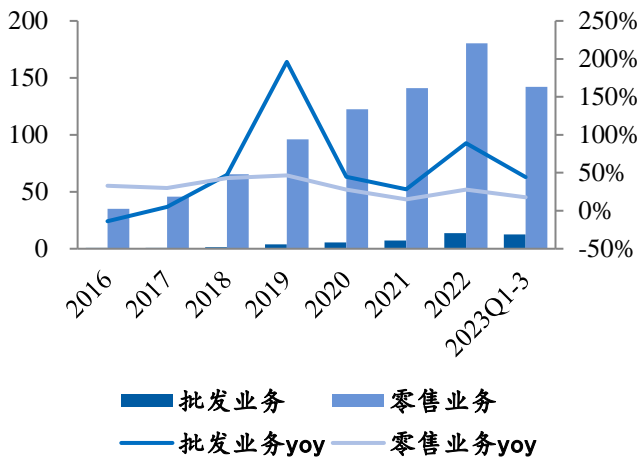
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**零售业务是核心，逐步向批零一体化靠拢。**从业务结构看，公司零售业务仍贡献主要营收，从2016年的35.15亿元增长至2022年的142.11亿元，对应CAGR为27.5%，2023Q1-3为12.59亿元，同比增长17.5%；批发业务从2016年的0.85亿元迅速攀升至2022年的13.59亿元，对应CAGR为59.0%，2023Q1-3为12.59亿元，同比增长44.1%。从收入占比看，公司批发业务收入占比逐年增加，由2016年的2.35%增长至2023Q1-3的7.92%，业务结构逐步趋向批零一体化。

图45：公司收入拆分（亿元，按业务类型）

图46：公司各业务毛利率及收入占比



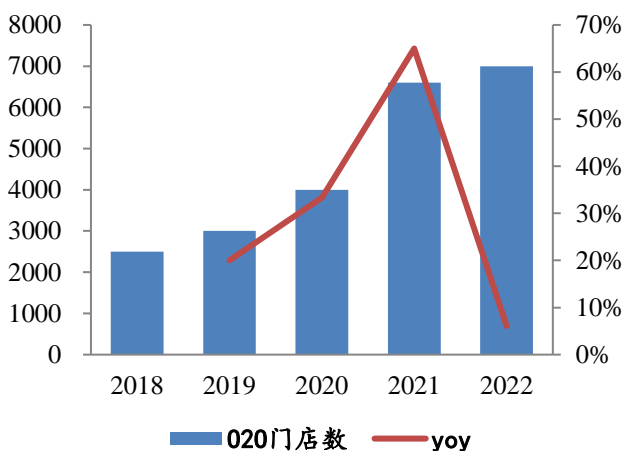
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**医药电商运营升级，医药新零售体系高效运行。**近年来，公司持续推进基于会员、大数据、互联网医疗、健康管理等生态化的医药新零售体系建设，积极完善慢病管理数字化和线上诊疗服务，会员深度服务项目取得阶段性进展，新媒体运营和内容运营能力快速提升，医药电商运营逐步升级到集团化医药新零售体系。

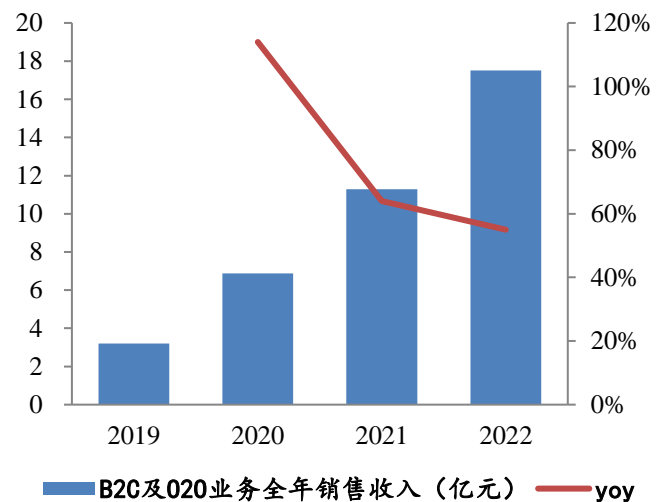
积极探索线上线下，全渠道承接处方外流。线下领域，以院边店为依托，积极布局 DTP 专业药房、“双通道”医保定点以及特慢病医保统筹药房，深化与相关厂商的合作，积极引进国家医保谈判品种。2022 年，公司拥有院边店 560 多家，DTP 专业药房 253 家，其中已开通双通道医保门店 197 家，特慢病医保统筹药房 1,300 多家，经营国家医保协议谈判药品超 200 个，医院处方外流品种 760 个，并与 150 多家专业处方药供应商建立了深度合作伙伴关系。线上领域，通过数字化处方服务平台及履约配送体系，链接卫健、医保、商保、医院及全国头部第三方互联网医院平台，构建服务慢病患者的医患药险闭环服务体系；目前对接省市级医保、卫健处方流转平台 10 余家，直接或者间接承接 100 余家三级医院及互联网医院处方流转业务。

图47: 公司 O2O 上线直营门店数 (家)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图48: 公司 B2C 及 O2O 业务收入增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

重视集采品种，持续推进商品精品战略。公司大力引进集采品种，通过商品质量疗效三重评估体系对上游供应链的进一步优化，通过主动商品送检，疗效评审，性价比评估，遴选优质厂家作为核心供应商。截止 2022 年年底，公司与近 600 家生产厂商建立了精品战略合作关系，遴选了 1200 多个品种纳入公司商品精品库，建立了品类成份覆盖更加完善的精品商品体系；公司密切关注国家集采进展，通过厂商合作，大力引进国家集采品种，截至 2022 年年底，公司经营国家集采目录品种成分覆盖率达 98% 以上，累计新引进集采品种数量 1000 多个 SKU。

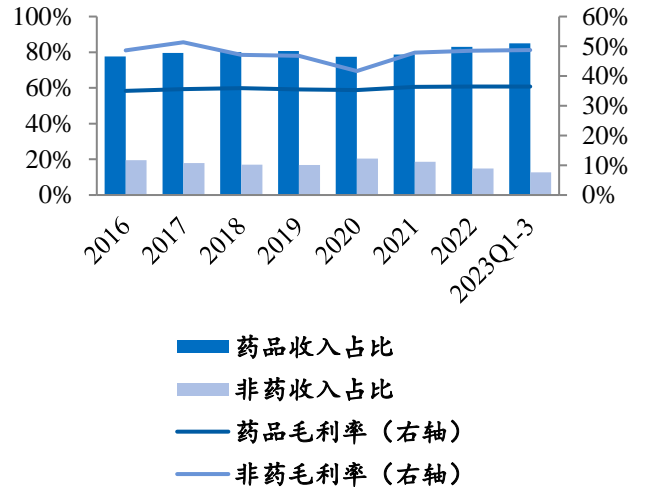
分产品类型看，主营产品仍是中西成药，非药业务有望贡献利润增量。2023Q1-3 中西成药营业收入 119.98 亿元，同比增长 20.84pct，中药营业收入 15.15 亿元，同比增长 28.34%；非药品营业收入 19.57 亿元，同比增长 5.44%。毛利率方面，2023Q1-3 公司药品毛利率 36.47%，收入占比 85.05%；非药品毛利率 48.76%，收入占比 12.7%。2020 年开始公司药品收入占比逐步提升，非药毛利率稳步增长，中西成药以及中药产品收入增长较快。

图49: 公司收入拆分 (亿元, 按产品类型)

图50: 公司各产品毛利率及收入占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

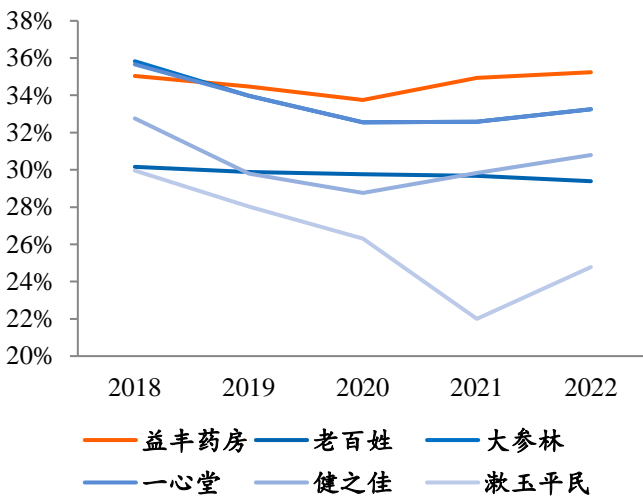


数据来源：东吴证券研究所

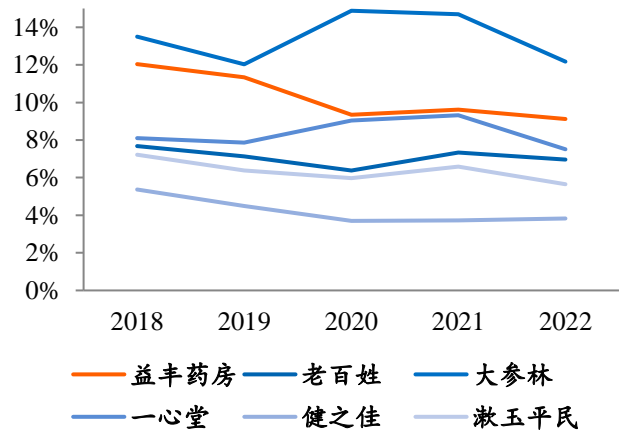
中西成药毛利率优于同行，中药收入占比业内领先。从核心品类中西成药看，公司2022年中西成药毛利率为35.24%，高于行业均值31.12%，得益于公司与近500家厂商建立战略合作关系，不断用毛利率更高的相关产品进行替换。从毛利率较高的中药看，公司2022年中药产品收入占比为9.12%，高于行业均值7.54%。

图51: 公司中西成药毛利率优于同行

图52: 公司中药收入占比业内领先



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

预计公司2023-2025年收入为223.12、279.61、341.22亿元，归母净利润为13.45、17.46、22.51亿元。

核心假设:

1) 预计公司 2023-2025 年新增收购门店分别为 370、750、750 家, 对应当年收购门店总数为 3357、4107、4857 家, 收购门店毛利率分别为 41.68%、41.63%、41.62%。

2) 预计公司 2023-2025 年新增自建门店分别为 1050、1750、1750 家, 对应当年自建门店总数为 7138、8888、10638 家, 自建门店毛利率分别为 41.44%、41.38%、41.39%。

3) 预计公司 2023-2025 年新增加盟门店分别为 830、2500、2500 家, 对应当年加盟门店总数为 2792、5292、7792 家。

表6: 公司盈利预测

百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	13145.00	15326.00	19886.00	22312.22	27960.68	34122.40
yoy	27.91%	16.60%	29.75%	12.20%	25.32%	22.04%
毛利率	37.98%	40.35%	39.53%	39.29%	38.48%	37.81%
门店总数	5991	7809	10268	13021	17921	22821
门店数量 yoy	26.07%	30.35%	31.49%	26.81%	37.63%	27.34%
<b>直营-收购:</b>						
收购门店数	2017	2442	2987	3357	4107	4857
收购门店收入				8109.25	9867.22	11706.06
毛利率				41.68%	41.63%	41.62%
<b>直营-自建:</b>						
自建门店数	3650	4847	6088	7138	8888	10638
自建门店收入				12793.51	15914.34	19062.22
自毛利率				41.44%	41.38%	41.39%
<b>加盟:</b>						
加盟门店数	635	932	1962	2792	5292	7792
加盟业务收入				1675.2	2910.6	4285.6
加盟业务毛利				164.17	285.24	419.99
<b>闭店:</b>						
当年闭店数	84	101	212	266	366	466

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

相对估值: 选取全国布局及规模相似的老百姓、广东地区龙头且业务体量相似的大参林、西南地区连锁药店龙头一心堂及健之佳为可比公司。益丰药房 2023-2025 年对应当前市值的市盈率分别为 32、24、19 倍, 高于行业均值。考虑公司通过自建+并购+加盟持续推进“区域聚焦, 稳健扩张”战略, 及中西成药核心产品毛利率同业最高, 扩张确定性强, 业绩兑现度高, 给到估值溢价, 给予“买入”评级。

表7: 益丰药房可比公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603883.SH	老百姓	182.85	9.2	11.1	13.6	20	16	13
603233.SH	大参林	248.04	13.09	16.24	19.97	19	15	12



002727.SZ	一心堂	122.18	9.5	11.42	13.47	13	11	9
605266.SH	健之佳	58.69	4.01	4.95	6.11	15	12	10
				行业平均		17	14	11
603939.SH	益丰药房	427.48	13.45	17.46	22.51	32	24	19

数据来源：wind，东吴证券研究所（预测时间为 2024 年 4 月 17 日）

## 6. 风险提示

### 1) 市场竞争加剧的风险。

全国连锁药店数量众多，随着市场竞争加剧，公司在核心省份优势可能受影响。

### 2) 门店扩张或不及预期的风险。

近年来公司每年保持 25% 以上门店扩张，但由于一级市场门店估值较高，公司有收购计划不及预期风险。

### 3) 加盟店发展或不及预期的风险。

各家连锁药店龙头均聚焦加盟业务发展，公司有加盟门店扩张数不及预期风险。

益丰药房三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>10,578</b>	<b>12,829</b>	<b>49,275</b>	<b>32,786</b>	<b>营业总收入</b>	<b>19,886</b>	<b>22,312</b>	<b>27,961</b>	<b>34,122</b>
货币资金及交易性金融资产	4,163	5,651	20,162	13,887	营业成本(含金融类)	12,026	13,547	17,202	21,220
经营性应收款项	2,071	2,325	7,668	5,446	税金及附加	70	79	99	121
存货	3,615	4,072	18,889	12,080	销售费用	4,878	5,645	6,878	8,258
合同资产	0	0	0	0	管理费用	904	1,004	1,230	1,399
其他流动资产	730	780	2,557	1,373	研发费用	25	28	36	43
<b>非流动资产</b>	<b>10,461</b>	<b>10,893</b>	<b>11,081</b>	<b>11,157</b>	财务费用	105	63	38	(97)
长期股权投资	5	5	5	5	加:其他收益	44	56	84	102
固定资产及使用权资产	4,652	4,652	4,652	4,652	投资净收益	7	11	28	34
在建工程	240	240	240	240	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	478	478	478	478	减值损失	(66)	0	0	0
商誉	4,188	4,188	4,188	4,188	资产处置收益	23	9	17	20
长期待摊费用	423	475	465	475	<b>营业利润</b>	<b>1,886</b>	<b>2,022</b>	<b>2,606</b>	<b>3,336</b>
其他非流动资产	474	855	1,052	1,119	营业外净收支	(8)	(8)	(8)	(8)
<b>资产总计</b>	<b>21,039</b>	<b>23,722</b>	<b>60,356</b>	<b>43,943</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,877</b>	<b>2,014</b>	<b>2,598</b>	<b>3,328</b>
<b>流动负债</b>	<b>9,659</b>	<b>10,903</b>	<b>45,719</b>	<b>26,698</b>	减:所得税	450	504	637	799
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,278	1,461	1,461	1,461	<b>净利润</b>	<b>1,427</b>	<b>1,511</b>	<b>1,962</b>	<b>2,529</b>
经营性应付款项	6,767	7,623	36,213	19,706	减:少数股东损益	162	166	216	278
合同负债	61	68	252	225	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,266</b>	<b>1,345</b>	<b>1,746</b>	<b>2,251</b>
其他流动负债	1,554	1,751	7,793	5,305	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.25	1.33	1.73	2.23
非流动负债	2,258	2,067	1,924	2,002	EBIT	1,960	2,077	2,636	3,231
长期借款	229	92	15	14	EBITDA	3,547	2,077	2,636	3,231
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	39.53	39.29	38.48	37.81
租赁负债	1,951	1,878	1,811	1,891	归母净利率(%)	6.36	6.03	6.24	6.60
其他非流动负债	78	97	97	97	收入增长率(%)	29.75	12.20	25.32	22.04
<b>负债合计</b>	<b>11,917</b>	<b>12,970</b>	<b>47,643</b>	<b>28,700</b>	归母净利润增长率(%)	42.54	6.24	29.85	28.93
归属母公司股东权益	8,556	10,020	11,766	14,017					
少数股东权益	565	732	947	1,226					
<b>所有者权益合计</b>	<b>9,121</b>	<b>10,752</b>	<b>12,713</b>	<b>15,243</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>21,039</b>	<b>23,722</b>	<b>60,356</b>	<b>43,943</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,920	1,913	14,900	(6,231)	每股净资产(元)	11.86	9.92	11.64	13.87
投资活动现金流	(1,274)	(311)	(1,335)	280	最新发行在外股份(百万股)	1,011	1,011	1,011	1,011
筹资活动现金流	(1,655)	(11)	(238)	(15)	ROIC(%)	12.54	11.64	13.19	14.19
现金净增加额	991	1,591	13,326	(5,966)	ROE-摊薄(%)	14.79	13.42	14.84	16.06
折旧和摊销	1,586	0	0	0	资产负债率(%)	56.64	54.68	78.94	65.31
资本开支	(578)	(23)	9	12	P/E(现价&最新股本摊薄)	33.78	31.79	24.48	18.99
营运资本变动	690	299	12,880	(8,807)	P/B(现价)	3.57	4.27	3.63	3.05

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>