

医药
专于精细化管理、成长确定性高的药店龙头

2019年7月29日

——益丰药房 (603939.SH) 深度研究报告
公司评级：增持（首次）
分析师：梁希民

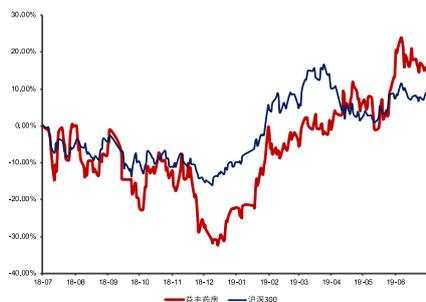
 执业证书号：S1030510120001
 0755-83199599

liangxm@csc.com.cn

研究助理：陈静萱

0755-83199599

chenjx1@csc.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格
益丰药房 (603939) 与沪深 300 对比表现

公司数据与预测

Wind 资讯

总市值 (百万)	2666478
流通 A 股市值 (百万)	25523
总股本 (百万股)	379
流通 A 股 (百万股)	363
日均成交额 (百万)	96
近一个月换手 (%)	41.48
第一大股东	宁波梅山保税港区济康企业管理合伙企业

请务必阅读文后重要声明及免责声明

核心观点：

- 区域连锁药店龙头，在多地区取得领先地位。**公司从湖南起家，凭借不断创新的经营模式、战略投资者的资本助力、围绕中层的股权激励计划，已逐渐形成品牌、规模及精细化管理优势，并在中华华东华北多地取得领先地位。公司已连续五年在中国药品零售企业综合竞争力排行榜中排名第五位，2018 年获得中国药品零售企业竞争力排行榜盈利力冠军。
- 药店领域景气度持续向好，益丰等头部药店将充分享受行业成长红利。**主要由两大逻辑支撑：一是短期在严监管和资本推动下，行业集中度提升加速趋势明显，二是长期处方外流将带来至少一倍的增量市场空间，药店有望成最大药品销售终端。结合药店现状和日本医药分家经验看，有资金实力、专业药房（DTP、院边店）布局较好的头部药店将充分受益。
- 凭借出色的精细化管理力优势加速扩张，同店、新开店及并购店三轮驱动未来成长。**基于药店主流盈利模式，益丰以出色的精细化管理能力为核心竞争力，叠加优秀的并购整合能力，成功走上高质、高效的“内生外延”并重扩张之路，规模和经营优势日益凸显。未来公司成长依旧由老店、新开店及并购店三轮驱动，从客流量、客品数、品单价和利润率等角度出发，公司对三类新老门店的运营体系不断优化，最终达到业绩持续高增长（同店优化、并购店改善和新建店迅速盈利）的目的。
- 盈利预测与投资评级。**预计 2019-2021 年 EPS 为 1.52/2.04/2.62 元，对应动态市盈率为 46/34/27 倍。公司作为区域连锁药店龙头，有望享受最大化的黄金发展期的行业红利；基于出色的精细化管理能力和并购整合能力，公司对其运营管理体系不断优化，使老店、新开店和并购店均能持续增长驱动成长，股权激励考核方案均进一步加强其业绩确定性，公司理应享有一定的溢价。首次给予“增持”评级。
- 风险提示。**行业政策风险、人力资源风险、商誉减值风险等。

预测指标	2018 年 A	2019 年 E	2020 年 E	2021 年 E
营业收入 (亿元)	69.13	99.29	131.25	164.73
收入同比	43.79%	43.64%	32.19%	25.51%
归母净利润 (亿元)	4.12	5.76	7.73	9.92
归母净利润同比	32.57%	39.80%	34.33%	28.23%
毛利率	39.73%	39.80%	39.90%	39.99%
净利率	6.32%	6.15%	6.25%	6.39%
EPS (元)	1.087	1.519	2.041	2.617
PE (倍)	65	46	34	27

目 录

一、区域连锁药店龙头，向全国稳健扩张	3
1、综合实力名列行业前茅，多地区市场地位领先	3
2、股权结构稳定，激励机制绑定核心团队	4
3、经营性分析：内生外延共同驱动高增长，精细化管理优势明显	5
4、未来看点：尽享行业成长红利，增长动力十足	8
二、零售药店正处黄金时期，龙头尽享行业最大成长红利	9
1、存量市场：严监管和资本推动下，短期集中度有望加速提升	9
2、增量市场：处方外流将长期为药店带来市场扩容	10
3、头部药店中短期将受益行业红利，益丰有望实现最具持续性的成长	12
三、优化精细化管理力助力扩张，同店、新开店及并购店三轮驱动未来成长	14
1、精细化管理能力助力高速高质扩张，低店龄门店结构奠定未来成长基础	14
2、成长驱动力：专业服务能力为内生增长源动力，并购整合能力是外延扩张必要条件	15
四、未来布局：门店向创新模式升级，打造 O2O 健康云服务平台	18
五、盈利预测与估值	18
1、盈利预测	18
2、估值与评级	20
六、风险提示	21
附表	23

图表目录

Figure 1 公司股权结构.....	4
Figure 2 公司发展历程.....	3
Figure 3 公司营收及同比增速.....	5
Figure 4 公司净利润及同比增速.....	5
Figure 5 可比公司营收增速比较.....	5
Figure 6 可比公司净利润增速比较.....	5
Figure 7 公司三费情况.....	6
Figure 8 公司综合毛利率和净利率情况.....	6
Figure 9 可比公司存货周转率情况.....	7
Figure 10 可比公司应收账款周转率情况.....	7
Figure 11 可比公司应付账款周转率情况.....	7
Figure 12 可比公司坪效情况（单位：元/平方米）.....	7
Figure 13 公司 2019 年一季度门店及坪效情况.....	7
Figure 14 可比公司资产负债率情况.....	8
Figure 15 可比公司货币资金占营收比比较.....	8
Figure 16 药品终端结构组成.....	9
Figure 17 2011-2017 药品零售行业销售趋势升.....	9
Figure 18 药店结构及连锁率变化.....	10
Figure 19 普通连锁及百强连锁平均门店对比.....	10
Figure 20 药店分级分类政策影响.....	10
Figure 21 药品三大终端增速变化情况.....	11
Figure 22 日本医药分家相关政策及影响.....	11
Figure 23 药店产品结构变化.....	13
Figure 24 四大药店竞争力及战略对比.....	13
Figure 25 公司门店数净增长行业第一.....	15
Figure 26 可比公司医保资质门店占比情况.....	16
Figure 27 公司医保门店分布情况.....	16
Figure 28 公司产品结构变化.....	16
Figure 29 公司与行业平均关店率情况.....	17
Figure 30 基于门店店龄模型的营收测算.....	20
Figure 31 可比公司估值.....	21

一、区域连锁药店龙头，向全国稳健扩张

1、综合实力名列行业前茅，多地区市场地位领先

连续多年位列中国药品零售业综合实力五强。深耕连锁药店领域 18 年，公司在行业内领先地位日益稳固，已连续五年在中国药品零售企业综合竞争力排行榜中排名第五位，2015-2017 年获得中国药品零售企业竞争力排行榜运营力冠军，2018 年获得中国药品零售企业竞争力排行榜盈利力冠军。

经营模式持续创新，借力资本快速扩张，建立品牌及规模优势，在多地取得领先地位。回顾公司发展历程，公司首创平价药品超市模式，从湖南起家，再创立“三得利”经营模式进军中南华东，网络布局不断延伸。为加快对外扩张步伐，公司引入今日资本成为长期战略投资者，随后股改上市融资，借助资本力量积极并购扩张。基于出色的精细化管理运营体系，公司跨区域复制能力强、新增门店可快速盈利，因此迅速在市场规模大的湖南、湖北、上海、江苏、江西、浙江、广东、河北、北京九省市建立品牌和规模优势，巩固中华中华华东华北多地领先地位。

Figure 1 公司发展历程

时间	重大事件
2001	“中国平价第一店”益丰大药房常德滨湖店开业。
2002	进入常德周边区域，并逐步拓展湖南全省。湖南益丰大药房连锁有限公司成立。
2003	公司创立“顾客、益丰、药厂”三得利经营模式，拉开了湖南全省开店的序幕。现在为湖南省数一数二的连锁药房。
2004	强势进驻上海中心城区，并成长为上海最大的平价连锁药房。
2005	成功进驻湖北，现成长为湖北省数一数二的连锁药房。
2006	开设南京旗舰店汉中路店，现已成长为江苏省最大的连锁药房。
2007	公司在徐州迅速开设门店，跻身行业 30 强。
2008	成功打开江西市场，现成长为南昌最大的连锁药房。年底成功获外资 2 亿元，是金融危机期间少数获得外资的企业，标志着益丰正式进入资本市场
2009	进驻浙江；益丰大药房全国管理机构正式成立。
2010	董事长高毅荣膺“第九届湖南十大杰出经济人物”、“中国药店十年十大最具影响力
2011	公司改制为益丰大药房连锁股份有限公司。

2012	董事长高毅当选湖南省第十二届人大代表；公司投资2亿元建成的4万多平米自动化、信息化的现代物流中心益丰医药物流园正式启用
2013	益丰大药房电子商务平台成功上线运营，并连续蝉联中国医药电商十强称号。
2014	IPO通过发审会审核，公司位列“中国连锁药店综合实力五强”
2015	公司成功上市，成为中国第一家沪市主板上市连锁药房。
2016	董事长高毅荣膺2015-2016年度“中国医药经济十大年度人物”称号；公司率先于行业内完成股票增发，再融资13.5亿元；成功通过并购切入广东省市场。
2017	公司被评位列中国上市公司价值百强榜第11位。
2018	董事长高毅当选湖南省第十三届人大代表。公司入选2018湖南民营企业100强榜单第28位，荣获2017年度金牛最具投资价值奖。

资料来源：公司官网、世纪证券研究所

2、股权结构稳定，激励机制绑定核心团队

今日资本持有超十年，彰显长期投资价值。益丰药房成立于2001年，2014年于上交所上市。截至2019年3月31日，公司总资产80.46亿元，净资产43.53亿元，资产负债率为45.9%。公司第一大股东是宁波梅山保税港区济康企业管理合伙企业，实际控制人是董事长高毅先生，直接及间接持股比例为30.88%；股权质押率仅为1.92%。公司战略投资者今日资本持股已超十年，彰显公司长期投资价值。

Figure 2 公司股权结构



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

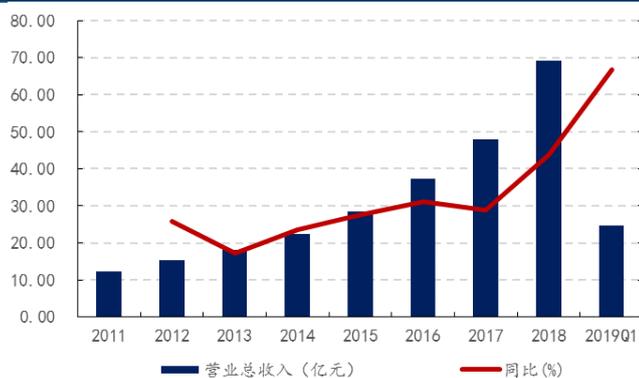
股权激励计划围绕中层进行，强化公司精细化管理优势，凸显长期成长信心。根据2019年限制性股票激励计划，公司此次激励对象为以中层为主的127位核心管理及技术人员（其中仅两名为高管，其他均为中层人员），通过公司、股东和核心团队进行利益绑定，将更充分的调动其工作积极性和执行力，更加强化公司精细化管理这一核心竞争力，使公司快速扩张战略顺利执行。同时，此次业绩考核要求比已取消的2018

年激励计划要求更高，体现了公司对未来发展的信心：以2018年净利润为基数，2019-2021年净利润增速不低于25%、40%、65%（同比增速分别为25%、12%、18%）。

3、经营性分析：内生外延共同驱动高增长，精细化管理优势明显

上市后营收加速增长，五年来复合增速超30%。公司营收从2011年12.24亿元增至2018年69.13亿元，上市前（2011-2014年）CAGR为22.14%，上市后（2014-2018年）CAGR为34.42%，表明公司借助资本力量（IPO及增发融资）正处加速扩张期。公司归母净利润从2011年0.56亿元增至2018年4.16亿元，CAGR为33.17%。

Figure 3 公司营收及同比增速



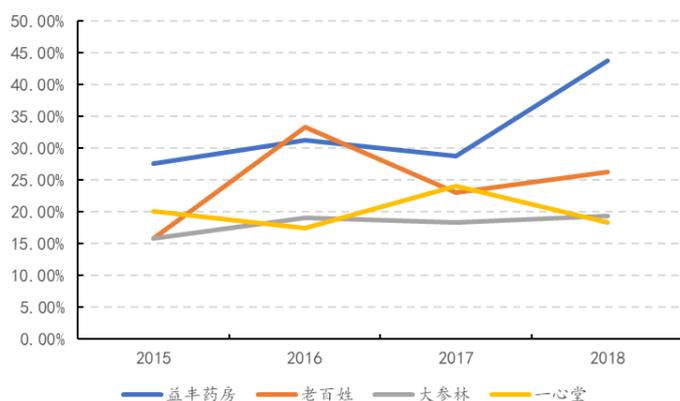
资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

Figure 4 公司净利润及同比增速



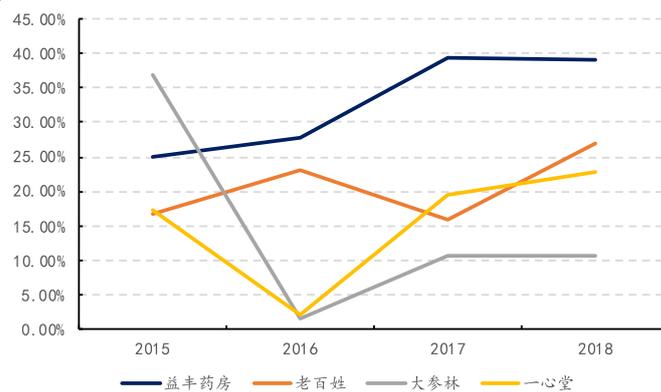
资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

Figure 5 可比公司营收增速比较



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

Figure 6 可比公司净利润增速比较



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

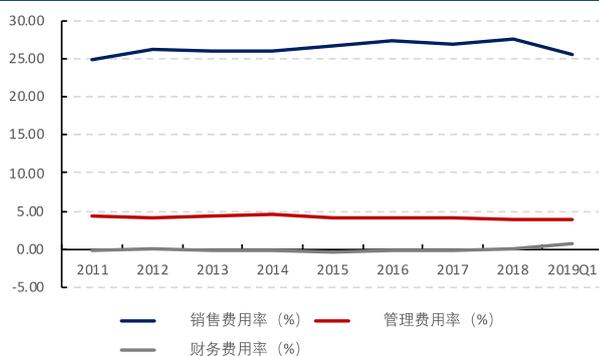
老店同比内生持续稳定增长，新开店及并购外延提供新动力，整合能力优化加快新店实现盈利。2019年一季度公司实现营收24.69亿元，同比增长66.67%；归母净利润1.47亿元，同比增长45.77%，主要由老店、

新开店及并购店共同增长所驱动。内生方面，若扣除收购项目并表的影响，公司内生增长仍强劲，老店贡献的净利润增速约 25%。外延增长方面，公司一季度新增门店 347 家（其中，新开 131 家，收购 204 家，加盟 43 家，关闭 31 家），一季度新签并购项目 3 起（开拓江苏市场），截至 2019 年一季度公司共有门店 3958 家（含 212 家加盟店），新增门店的效益将在未来逐渐释放，为公司后续增长储备动力。此外，2018 年底多家并购标的（无锡九州医药、上海上虹、江苏市民）业绩超承诺完成，显现出公司整合能力日益成熟（匹配加速的并购节奏），未来将加快整合更快获得并购效益。

毛利率维持稳定，三费控制良好，净利率稳中有升。毛利率水平整体稳中有升，保持在 40% 水平；2019 年 Q1 毛利率为 39.47% (+0.65%)，近期略有下滑是受新增门店多处整合或培育期短暂影响。随着公司区域聚焦发展战略的推进，规模效应日益凸显，同时随着产品结构优化，预计未来毛利率维持 40% 水平。精细化管理是公司核心竞争力之一，使其快速外延扩张的同时费用管控得当，综合费用率基本维持 30% 水平；2019 年 Q1 销售费用率为 25.61% (yoy+65.67%)，管理费用率为 3.84%

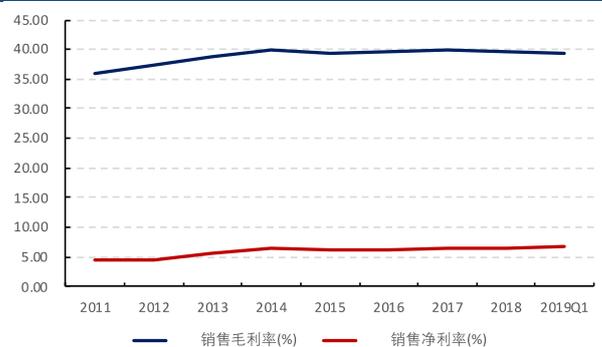
(yoy+51.38%)，财务费用率为 0.7% (yoy+1054.71%)。综合考虑门店房租、人力成本、融资成本、管理效率等因素，费用率有望进一步优化，但仍保守预计 2019-2021 年综合费用率维持 30% 左右。净利率稳中有升，2019 年 Q1 为 6.72% (-0.43%)，短期下滑是因为公司加速扩张下新增门店数量大，暂时使其盈利水平承压，未来随新店整合完成释放业绩后，净利率将稳中有升。

Figure 7 公司三费情况



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

Figure 8 公司综合毛利率和净利率情况

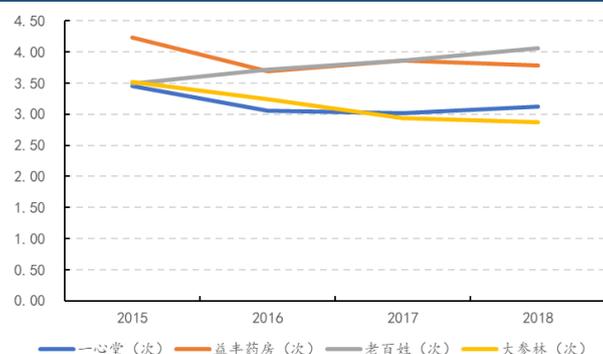


资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

运营管理效率不断提高，坪效、人效、租效行业领先，应收账款率、应付账款率、存货周转率等指标良好。由于公司标准化运营体系持续优

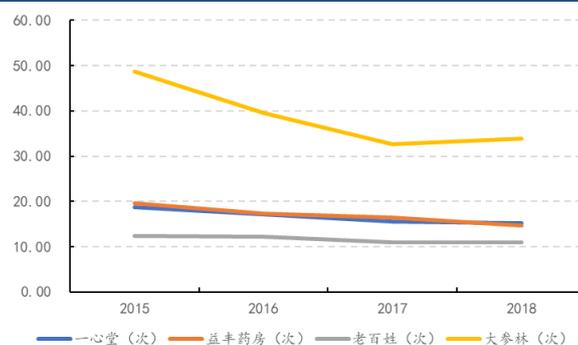
化、物流配送体系运转高效、中高层执行力强，使其拥有优秀的精细化管理能力，整体运营效率在快速扩张中仍基本维持稳定（通常药店在扩张中会较明显受新店拖累）。在全行业租金和人工成本上升情况下，公司人效、租效和坪效基本稳定；2019年一季度日均坪效稍有下降至60.85元/平方米，人效（营收/薪酬）由2017年7.42降至2018年7.21，租效由2017年12.16降至2018年12.10。在公司近年扩张速度最快的背景下，2018存货周转率为3.78次（仅次于老百姓），表现公司供应链管理能力强且具有复制性；应收账款周转率基本稳定，2018年为14.66次，应付账款周转率表现落后行业平均，但纵向看改善明显，表明公司对各区域的上游议价能力均有所上升。预计随新开和并购店逐渐释放业绩，在公司成熟的管理体系下各项指标将进一步优化。

Figure 9 可比公司存货周转率情况



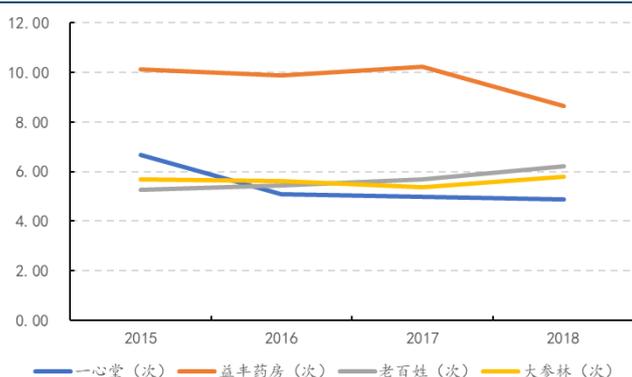
资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

Figure 10 可比公司应收账款周转率情况



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

Figure 11 可比公司应付账款周转率情况



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

Figure 12 可比公司坪效情况 (单位：元/平方米)



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

Figure 13 公司 2019 年一季度门店及坪效情况

店型	门店数 (家)	门店经营面积 (平方米)	日均坪效 (含税, 元/平方米)
旗舰店	23	16,779	123.30

请务必阅读文后重要声明及免责条款

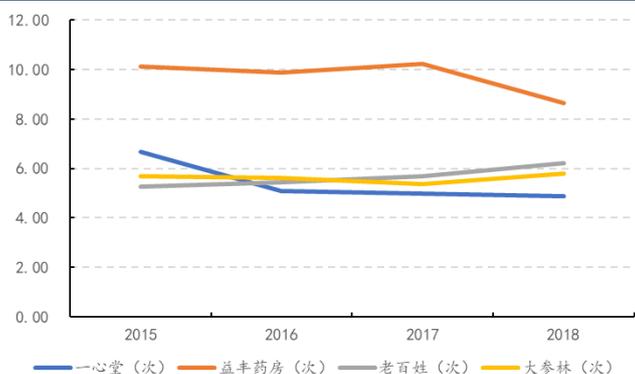
股市有风险 入市需谨慎

区域中心店	64	23,376	61.51
中型社区店	689	132,494	57.88
社区店	2,970	298,483	58.48
合计	3,746	471,132	60.85

资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

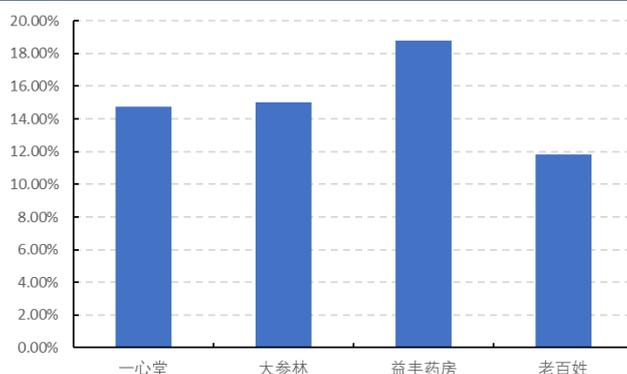
货币资金充裕、资产负债率低，保证新建和并购扩张计划顺利进行。公司坚持“新开+并购”并重的扩张策略，对外快速扩张阶段对资金需求量大，公司资金来源始终保持充裕状态，2018年账面货币资金12.97亿元，占营收比18.76%（四大连锁里排名第一）。公司资产负债率处业内较低水平，2018年为47%（仅高于一心堂44.95%，但其扩张速度较慢），也体现公司后续的扩张成长动力仍然强劲。

Figure 14 可比公司资产负债率情况



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

Figure 15 可比公司货币资金占营收比比较



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

4、未来看点：尽享行业成长红利，增长动力十足

公司自成立以来保持快速发展，预计公司仍处于高速成长期，主要是基于以下两点：

- (1) 行业：国内药店领域景气度持续向好，短期头部药店集中度有望加速提升，长期处方外流将带来4000万亿增量空间。
- (2) 公司：以极具复制性的精细化管理能力为核心竞争力，坚持内生外延并重的扩张策略，同时积极升级服务、布局新平台，多方面驱动未来继续高增长。

二、零售药店正处黄金时期，龙头尽享行业最大成长红利

药店领域被市场长期看好的理由包括两点，一是短期内严监管和资本推动下，行业集中度提升加速趋势明显，二是长期看处方外流将带来至少一倍的增量市场空间，药店有望成为最大的药品销售终端。结合药店发展现状和日本医药分家经验来看，有资金实力、专业药房（DTP、院边店）布局较好的头部药店将充分受益。对比已上市的四大连锁药店，认为益丰有望凭借极具复制性的精细化管理能力，有望实现最长期、可持续的高增长。

1、存量市场：严监管和资本推动下，短期集中度有望加速提升

药店市场增速放缓趋稳约9%，竞争较为激烈且分散。人口老龄化、健康意识和消费升级等因素推动下，药品销售市场稳步增长，但销售额受医保控费影响连续多年递减。药品销售市场由公立医院、零售药店和基层医疗三部分组成，目前医院为第一大终端市场（占比近7成）。2017年整体销售规模达1.6万亿元（yoy+7.6%），目前增长情况趋于稳定，预计未来增速保持7%。其中，药店为第二大终端（占比约22%），2017年零售药店规模为4003亿元（yoy+9%），预计未来保持8%增速水平。零售药店参与者众多，竞争较为激烈且格局分散，截至2017年全国零售药店门店数45.37万家（yoy+1.5%），其中零售单体店22.45万家，零售连锁5409家（旗下门店22.92万家），CR10不到15%（美国CR3为95%），市占率最高的国药控股也仅有2.05%。

Figure 16 药品终端结构组成



资料来源：药品流通行业运行统计分析报告、世纪证券研究所

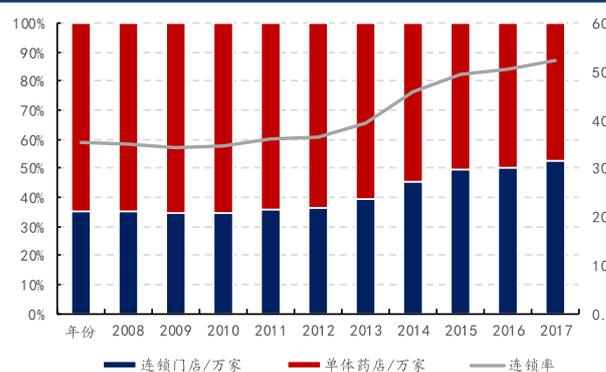
Figure 17 2011-2017 药品零售行业销售趋势升



资料来源：药品流通行业运行统计分析报告、世纪证券研究所

严监管和资本推动下整合力度加强，头部药店连锁率明显提高，行业集中度将加速上升。虽然头部药店各自市占率水平仍然很低，但近年来我们明显看到其连锁率水平显著提高，从2013年37%增至2017年50.5%（美国为72%），五年CAGR为8.09%，加速趋势明显。据统计，2018年连锁药店平均拥有40.5家门店（2008年平均为65.2家），但百强连锁药店平均门店数由2008年439.5家猛增至2018年的913.2家（接近欧美成熟连锁平均1000家门店水平），因此我们可以判断头部药店连锁率显著提高，规模优势下马太效应显现。随着新版GSP、医保控费和药店分类分级等监管政策的严格执行，中小连锁药店和单体药店生存环境日益艰难，行业进入快速出清阶段；此外，大型连锁药店（尤其是上市的四家药店）在资本助力下加强外延并购力度，强者恒强的逻辑得到强化，行业集中度短期内有望依托头部药店加速上升。

Figure 18 药店结构及连锁率变化



资料来源：中国药店、世纪证券研究所

Figure 19 普通连锁及百强连锁平均门店对比



资料来源：中国药店、世纪证券研究所

Figure 20 药店分级分类政策影响

药店分级	经营范围	门店人员要求
一类	非处方药	至少1名药师或以上职称的药学技术人员
二类	非处方药、处方药	1名执业药师（含执业中药师）和1名药师或以上职称的药学技术人员
三类	非处方药、处方药（不含麻醉、放射类药物）和中药饮片	至少1名执业药师和2名药师或以上职称的药学技术人员

资料来源：医保局、世纪证券研究所

2、增量市场：处方外流将长期为药店带来市场扩容

处方外流下零售药店有望成为最大的药品销售终端。医药分家（避免以药养医）是国家医改最为关键的内容，处方外流是医药分家的必要途径，指医药的处方流向药店等其它终端，因此药店不仅享受药品行业自

身的增长红利，更能享受医院终端让出的市场份额，进一步提高行业天花板。根据大多数发达国家的行业发展经验，零售药店通常会成为药品销售的第一终端，比如日本的调剂药局（类似药店）占药品销售终端比例为 54.3%，美国的零售药店和邮购药房占比超过 80%。国家医保局等不断出台改革政策，鼓励医药分家、引导处方外流，未来中国药店有望朝美日等发达国家靠拢，成为最大的药品销售终端。

Figure 21 药品三大终端增速变化情况



资料来源：药品流通行业运行统计分析报告、世纪证券研究所

参考日本长达 30 年的医药分家史，药店迎来黄金发展期和翻倍成长空间。参考日本长达 30 年的医药分家历史，通过各种医疗和药物政策引导，日本处方外流率最终从 1974 年的 1% 增至 2015 年的 70% 以上。中国与当时的日本医药分家背景（人口老龄化加剧、医保局收支缺口变大）和采取的支持政策（药品零加成、提高服务费用等）相似度高，中国的医药分家、处方外流之路才刚刚起步，头部药店将进入快速发展的黄金阶段。假设中国经过中长期努力实现医药分离（医保控费下必须实现，只是进度问题），保守预计处方外流率为 50%，以 2017 年 1.6 万亿元销售额为基础进行测算（不考虑药品市场的动态增速），药店市场规模将突破 8000 万亿元（目前 4000 万亿元），即空间翻倍。

Figure 22 日本医药分家相关政策及影响

时间	关键政策	主要内容	影响
1956 年	《医药分业法》	对部分医师法、齿科一法以及药事法进行改定的法律	医药分开元年，但是医药分家达成率在 1% 左右延续了近 20 年时间
1974 年	医疗费用改革	提高了医生的技术服务费补贴医生，有效控制了药品的差额利益，调节药品定价机制	突破 1% 坚冰；到 1987 年，医药分家达成率约为 10%、1990 年约为 11%、1995 年约为 20%

1997年	深化医药分家的改革	国家指令国立医院实施医药分开的处方笺发行要达70%	自从1998年医药分家率突破30%，到2003年超50%，再到2014年68.7%
-------	-----------	---------------------------	---

资料来源：日本厚生劳动省、世纪证券研究所

政策驱动执业药师配置率快速上升，加强药店承接外流处方的专业药事服务能力。配置充足的执业药师是药店承接处方的必要条件，是其具有为患者配药、指导用药的专业药事服务能力的体现。根据药监局统计，中国每万人口注册执业药师3人，而世界药学会联合会标准为每万人口注册执业药师6人；全国执业药师注册人数从2013年10.8万人（注册于社会药房的执业药师7.65万人）增加至2018年46.8万人（注册于社会药房的执业药师41.8万人）；对应配置率从29.87%增至92.18%。若按国家对处方药店至少需配置1-2名执业药师的要求估算，现有执业药师缺口在3-30万人，一定程度限制了处方外流推进，为此医保试行远程审方及多点执业药店，进一步加强药店药事服务能力，使其做好承接外流处方的准备工作。

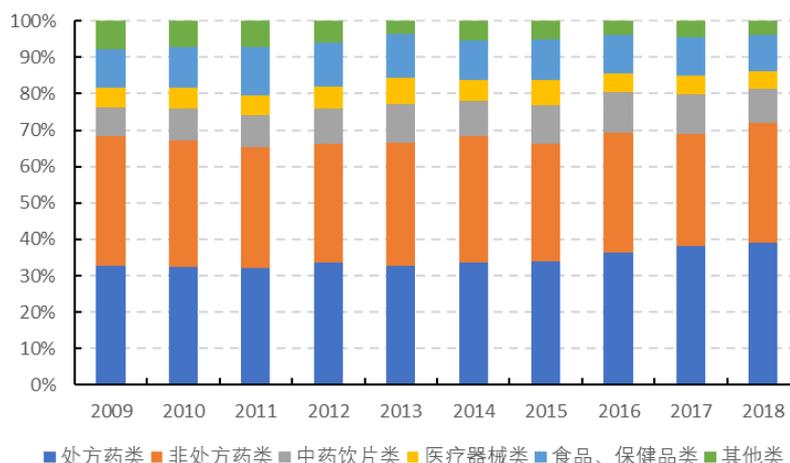
3、头部药店中短期将受益行业红利，益丰有望实现最具持续性的成长

集中度提升是短期即可兑现，有资金实力的头部药店均能获益。头部药店将享受最大的集中度提升带来的成长空间，主要原因包括：①日益趋严的监管政策提高药店运营门槛，单体和小型连锁均将面临更大的成本压力，最终它们只能选择被动淘汰或主动卖给头部连锁药店，从而头部药店的规模效应进一步凸显，加强对上游的议价力、有效控制成本。②药店具有服务半径，地域性特点明显，而头部药店能吸引一二级资本的投资助力，使其有资金实力进行大规模扩张以巩固规模、品牌等优势。比如，一级市场里，高济医疗依靠股东高瓴资本的实力不断并购，已超越国大连锁成为最大零售企业；二级市场里，已上市的四大连锁药店依靠公开募集资金，坚持内生外延两条腿走路，扩张步伐在上市后明显加速。

参考日本医药分家的经验，处方外流红利需中长期逐渐释放，抢先布局专业药房的头部药店终将受益。由于东西方医学文化差异，日本的医药分家历史对我国的处方外流来说更具参考性：1956年日本政府提出医药分业，之后20年几乎毫无进展，直至1974年政府提高诊疗费补贴医生后处方外流开始破冰，随后政府继续出台补贴政策鼓励分流，2003年取得阶段性进展外流率突破50%，又经过十年努力2013年基本实现院外处方笺发行率70%的目

标。因此，中国处方外流也一定是长期的过程（至少 20-30 年才能初见成效），其带来的增量空间是逐渐释放的。从零售药店营收结构变化来看，近三年处方外流进程加快，自 2009 年提出医药分家至今处方药销售占比已达到 39.02%，而提前布局处方外流率院边店和 DTP（Direct to Patient）布局较好的头部连锁药店将率先享受增量空间（有能力承接从医院分流出的处方）。

Figure 23 药店产品结构变化



资料来源：中国药店、世纪证券研究所

益丰以极具复制性的精细化管理见长，有望实现最长期、可持续、确定性的高增长。正如前文所说，目前头部药店处在共同快速成长阶段，但哪家能最终胜出才是市场关心的重点，因此我们从经营、战略、竞争力等方面对已上市的四大连锁药店进行对比，综合评判优劣后认为益丰的未来更具确定性：在集中度提高和承接处方外流增量双重逻辑下，益丰有望凭借其最大优势——精细化管理能力（即标准化、可量化），在进行跨区域快速扩张（药店龙头必经途径）时将经营模式快速复制，体现为对外延并购店的业绩改善预期大、对内生新老店的业绩优化空间也大；同时公司不断完善院边店、DTP 专业药房和慢病及处方药专业化平台的布局，即其业绩持续高增长的确定性更强。

Figure 24 四大药店竞争力及战略对比

	一心堂	老百姓	大参林	益丰药房
核心竞争优势	西南区域聚焦优势强，渠道下沉极深	跨区域运作成熟	中药材产品优势显著，利润水平高	零售精细化管理出色（极具复制性、成长性）

战略布局	从云南走向川渝，川渝盈利拐点逐步兑现	战略性布局全国 19 个省市，专业化药房布局领先	集中华南优势布局面向全国扩张	内生增长稳健且跨区域扩张加速
------	--------------------	--------------------------	----------------	----------------

资料来源：各公司公告、世纪证券研究所

三、优化精细化管理力助力扩张，同店、新开店及并购店三轮驱动未来成长

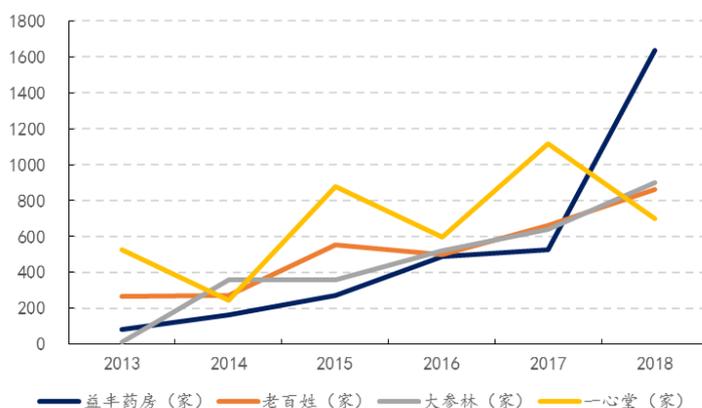
目前连锁药店的主流盈利模式是通过快速扩张在区域内获得垄断地位，加强对上游的议价权形成规模效应，再优化内部管理能力，以获得更高利润。基于此模式，益丰以出色的精细化管理能力为核心竞争力，成功走上高质量、高效率的“内生外延”并重扩张之路。未来公司的成长驱动力依旧由同店、新开店及并购店三轮驱动，公司从客流量、客品数、品单价和利润率等角度出发，对三类新老门店的运营体系进行优化，最终达到业绩持续高增长（同店优化、并购店改善和新建店迅速盈利）的目的。

1、精细化管理能力助力高速高质扩张，低店龄门店结构奠定未来成长基础

全面优化精细化管理能力，将跨区域扩张推向全国市场。公司从新店拓展、门店运营、信息管理、顾客满意、员工考核等方面优化管理运营体系，将其精细化、标准化、系统化后全面赋能各项业务发展，使公司跨区域扩张时快速盈利、原先区域保持盈利能力市场领先。截至 2019 年一季度，公司拥有门店 3958 家，2012 年-2018 年公司公司门店数量增加了 3,012 家，复合增长率达 34.91%。公司深耕中南华东华北区域，基于精细化的标准运营管理体系实现门店的快速高效复制，将门店网络布局稳健的推向全国市场。

扩张目标明确且执行力强，次新店高占比奠定高速增长的基础。公司管理层执行力强，超预期完成 2015 年定下的“三年千店”的目标，2018 年并购溢价较高时仍坚定步伐抢先卡位，2018 年净增门店 1552 家（其中并购店 959 家）。公司计划 2019 继续快速扩张 1000 家门店，但扩张战略将调整为“以新开为主（70%），并购为辅（30%）”。从门店店龄结构来看，由于近三年高速扩张公司低店龄门店占比（上一年新店/当年门店总数）较高，而这部分门店是未来三年力增速最快、增厚业绩最大的来源，因此为公司未来三年确定性高成长奠定了基础。

Figure 25 公司门店数净增长行业第一



资料来源：各公司公告、世纪证券研究所

2、成长驱动力：专业服务能力为内生增长源动力，并购整合能力是外延扩张必要条件

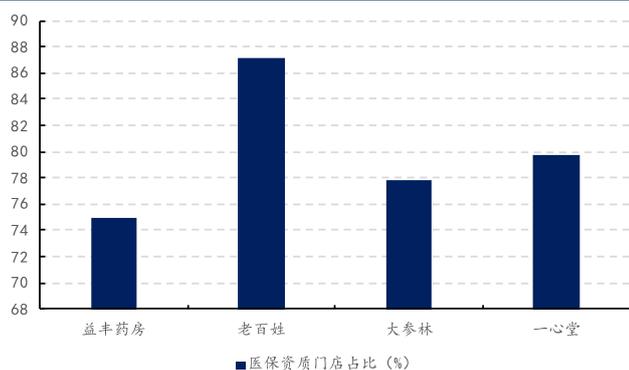
公司业绩是由老店（内生）、新开店及并购店（外延）共同驱动，即业绩可以拆分为：总营收=单店营收*门店数=（客流量*客单价）*门店数=（客流量*客品数*品单价）*（老店+新开店+并购店），总利润=总营收*利润率。其中，客流量主要由门店选址、会员制度和处方外流决定，客品数主要由员工药事服务能力决定，品单价受商品品种、医保覆盖情况影响，门店数由公司内生及外延计划决定；利润率主要由规模成本、费用情况、药品结构决定。后续三种门店的成长驱动力及精细化管理力分析都将围绕这些因素展开。

（1）同店：提升门店医保覆盖率和专业服务能力，将有效提高门店客流量和客单价

医保资质门店占比低于行业平均水平，老店获医保资质后营收有望增长 20-30%。由于公司初期经营区域集中在华东、中南地区，其中华东地区 2017 年前医保政策较其它更严格，因此公司的门店医保资质占比在行业里处于较低水平。随着医保定点政策逐步放开（从行政审批转为协议定点）以及新收购标的的医保覆盖率较高，近年来公司医保定点药店占比较低的情况正在改善，2018 年全国门店医保覆盖率为 74.98%（其中华东地区的门店医保覆盖率为 61.23%），但仍然是四大连锁药店里最低水平，未来还有较大提升的空间可贡献更多业绩弹性。从行业经验看，当一般老店成为医保定点后，次

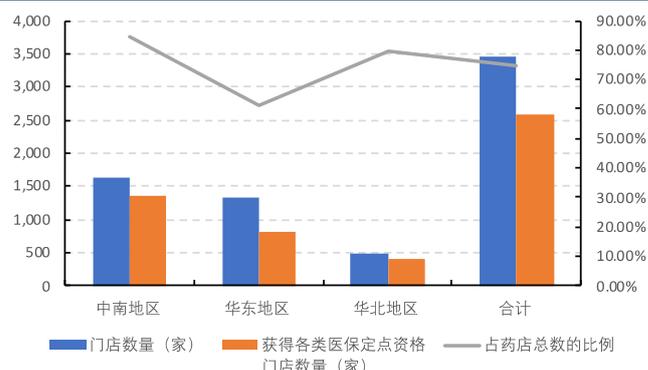
年营收一般会增长 20-30%，因为人们倾向选择医保定点药店消费且医保消费时价格敏感度不高，从而门店客流量和客单价双升带动业绩增长。假设公司医保覆盖率达到另外三大药店平均水平 80%，以 2018 年营收测算可贡献业绩弹性： $69.13 / (74.98 * 1.2 + 25.02) * (80 * 1.2 + 20) - 69.13 = 0.6$ 亿元。

Figure 26 可比公司医保资质门店占比情况



资料来源：各公司公告、世纪证券研究所

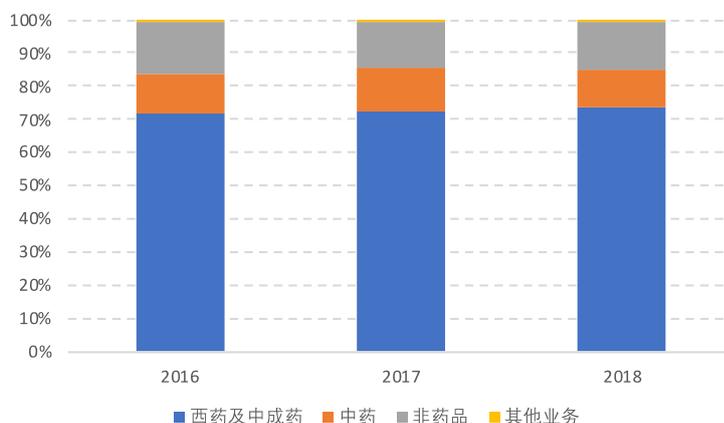
Figure 27 公司医保门店分布情况



资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

优化同店产品结构，加强专业服务能力，进一步形成差异化竞争优势。公司积极提高门店医保占比的同时，不断优化同店产品结构，西药及中成药占比稳定提高、中药和非药产品占比逐渐下降，2018 年占比分别为 73.76%、11.39%和 14.48%；公司通过打造自有品牌、独家品种、厂商共建品种等商品精品群，形成产品力的差异化竞争优势。此外，公司建立了业内领先的会员系统（CRM 系统），有效增强客户粘性（复购率高，可以理解为重复客流量大），截至 2018 年年底公司拥有会员人数达 2300 万人，会员销售占比 81.45%（远超行业 60% 的平均水平）；还通过加强员工专业服务能力的培训提高客户满意度和粘性，形成服务力的差异化竞争优势。

Figure 28 公司产品结构变化

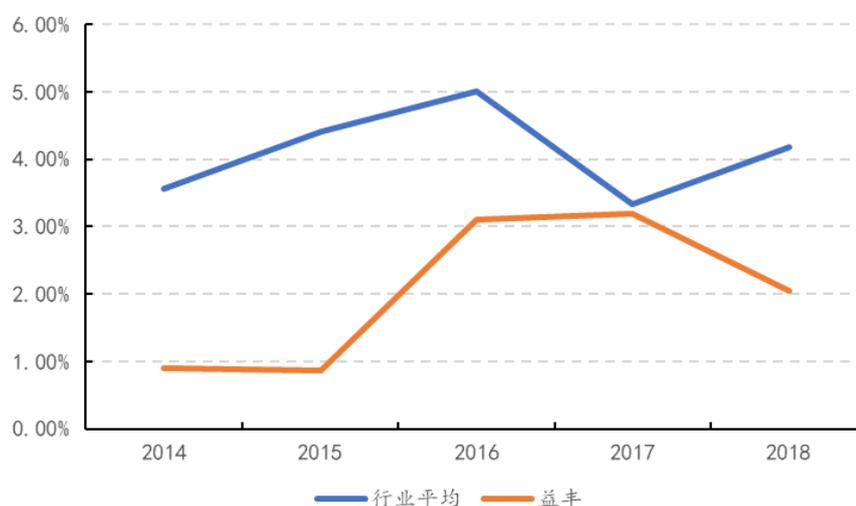


资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

(2) 新开店及并购店：选址布局能力和并购整合能力保障顺利扩张，奠定客流量基础和利润率水平

“商圈定位法”门店选址和“舰群型”门店布局保障良好客流量和客单价基础，公司关店率始终保持业内较低水平。经过多年经验积累，公司成功探索出较为成熟的门店选址法——商圈定位法，即通过分析拟进入区域的人口情况、消费能力及习惯，得出不同的商圈特点再结合选点模型进行具体选择，以此保障了新店的客流及消费基础，提高新店质量并缩短盈亏周期，也使公司关店率长期处于业内较低水平。

Figure 29 公司与行业平均关店率情况



资料来源：WIND 资讯、中国药店、世纪证券研究所

并购整合能力确保公司外延并购的强执行力，提高并购成功率、助力规模快速提升。基于丰富的行业收购经验，公司已形成针对不同合作形式的不同精细化并购整理标准流程（调研-谈判-签约-交割-整合-后期业绩提升），很大程度的提高了公司并购整合的成功率，也确保了公司快速外延扩张的节奏。2015年上市以来，公司已成功整合40余个项目（含1500余家门店），所有项目均达到业绩预期。就2018年来说，公司完成6个2017年并购项目的交割，新签并购13个项目（含959家门店），并完成新兴药房重大资产重组成功进入河北市场。因此，并购整合能力是公司强制执行力的基础，确保了快速扩张战略的顺利推进。

四、未来布局：门店向创新模式升级，打造 O2O 健康云服务平台

公司积极布局专业型门店，未来专业化服务能力将成为又一核心竞争力。

根据日本、美国等发达国家药店行业发展经验，连锁药店的核心竞争力必定演变为突出的专业化服务能力，这也是区别于其他普通零售的关键属性。医药分家、处方外流大逻辑下公司积极布局院边店（占比已达 35%，行业领先水平）、DTP、慢病管理等专业药房，引导客户转换用药习惯、培养奠定潜在客户群并提高客户粘性，有望率先享受专业服务带来的溢价。

以 CRM 会员系统和大数据为核心，打造 O2O 健康云新零售平台，有望开展更多增值业务。“互联网+医疗健康”推动下公司以 CRM 和大数据技术为核心，持续升级电商模式到平台化、生态化的新零售体系。通过 CRM 会员系统可以实现会员的精准定位服务以提高会员体验，从用药延伸到养生和生活习惯等方面，实现全生命周期的健康服务管理。为未来开展更多增值业务（母婴产品等），公司积极利用线下资源展开 O2O 布局（近年来研发投入的最大支出项），逐渐整合益丰健康、微信公众号、微信商城等多个 O2O 渠道，已有效提高客户粘性和客户数量；2018 年年底 O2O 上线门店已覆盖主要城市并可快速植入到并购门店中，目前数量超 2500 家，订单满足率和业绩均处行业领先水平。

五、盈利预测与估值

1、盈利预测

①根据老店、新开店和并购店分类，假设每一类经历相同的发展过程（财务变化趋势相同）；②根据门店店龄对每一类门店进行细分，结合招股说明书和历年财报数据，对不同类别的不同店龄的单店营收进行归纳假设；估值模型：③根据公司战略目标和执行进度，估算公司未来扩张节奏，再加总所有门店的营收即公司总营收（总营收=单店营收*门店数）。

（1）主要假设：

①预计未来三年营收增速为 34.99%/37.10%/28.55%，具体来说：

新开店：根据公司舰群型门店布局，目前一般自建店以100平米小型社区店为主（截至2018年小型店占比79.28%，平均营业面积100.50平方米）；第一年开店时间一般约半年，假设其营收为60万元（普遍在50-70万元之间）；次年因开店时间翻倍为一整年，并且门店月均销售额增速达30%，因此次新店营收可翻一倍以上，假设营收增至150万元左右；第三年增速降至20%，假设营收增至180万元左右；第四年变为老店。**根据扩张战略规划，2019年计划新开店700家，预计2020-2021年新开店600家、500家。**

并购店：受并购标的规模和并表时间影响，并购标的多为成熟门店，次年即变为老店；2016-2018年并购标的单店营收约220万元（2018年为收购大年，并购标的规模较大约240万元，并表时间较短约7个月）；假设未来三年并购单店规模为正常水平约220元，并表时间约10个月（一般为6-12个月）。**根据公司计划，2019年为整合年（消化整合2018年的大量并购），计划并购300家，预计2020-2021年300家、350家。**

老店：为成熟门店，营收增长速度稳定，假设增速为8%；包括次年的并购店、第四年的新开店及前年的老店。**综合来看，假设成熟老店单个营收平均为280-330万元。**

关店：因战略调整或门店亏损等原因，公司每年都会关闭部分门店，2016-2018年分别关店33、49、42家，预计未来三年关店率维持2%左右，关店数量预计为85、55、55家。保守假设所关闭的门店当年营收为零。

批发及其他业务：该部分业务发展较为稳定，占比较小，预计未来三年批发营收为1.5/1.8/2.1亿元，其他业务营收为2.4/3/3.5亿元。

②**预计未来三年毛利率随精细化管理能力和整合能力提高而提高，保守估计约39.80%、39.90%、39.99%；综合费用率约30%左右；预计净利率6.15%、6.25%、6.39%。**根据公司2019年拟实施的限制性股票激励计划，限制性股票总摊销费用将在未来三年分别摊销1677/1960/849万元，计入当期经营性损益，短期对利润增速影响较小（可忽略），对公司长期发展积极作用值得期待。

③**预计公司享受的税收优惠政策不变，预计未来三年增速维持稳定。**

Figure 30 基于门店店龄模型的营收测算

	门店类型	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
门店数量 (个)	新开店-第一年	287	349	546	700	600	600
	新开店-第二年	199	287	349	546	700	600
	新开店-第三年	156	199	287	349	546	700
	并购店-第一年	193	167	959	300	300	400
	老店-新开店第四年起及并购店第二年起	710	1026	1343	2547	3128	3887
	关店	-33	-49	-42	-68	-87	-103
	合计	1512	1979	3442	4374	5187	6084
门店营收 (亿元)	新开店-第一年	1.72	2.09	3.28	4.20	3.60	3.60
	新开店-第二年	2.99	4.31	5.24	8.19	10.50	9.00
	新开店-第三年	3.03	3.57	5.10	6.28	9.83	12.60
	并购店-第一年	4.05	3.34	15.82	5.40	5.55	7.60
	老店	23.36	32.42	35.99	71.32	96.97	126.33
总营收 (亿元)	零售业务营收	35.15	45.73	65.43	95.39	126.45	159.13
	批发业务营收	0.85	0.89	1.31	1.50	1.80	2.10
	其他业务营收	1.34	1.45	2.39	2.40	3.00	3.50
	合计	37.34	48.07	69.13	99.29	131.25	164.73
营收同比增速		31.21%	28.76%	43.79%	43.63%	32.19%	25.51%

资料来源：公司年报、世纪证券研究所

(2) 盈利预测

依据假设条件，预测 2019-2021 年公司营业收入分别为 99.29/131.25/164.73/亿元，同比增长 43.64%/32.19%/25.51%；2019-2021 年公司归属于母公司净利润分别为 5.76/7.73/9.91 亿元，同比增长 39.80%/34.33%/28.23%，对应的 EPS 分别为 1.519/2.041/2.617 元。

2、估值与评级

可比公司包括 A 股一心堂、老百姓和大参林，根据 wind 数据，A 股可比公司 2019 年平均动态市盈率为 30 倍，益丰药房 2019-2021 年动态市盈率为 46/34/27 倍。公司作为区域连锁药店龙头，有望享受最大化的黄金发展期的行业红利；基于出色的精细化管理能力和并购整合能力，公司对其运营管理体系不断优化，使老店、新开店和并购店均能持续增长推动成长，股权激励考核方案均进一步加强其业绩确定性，公司理应享有一定的溢价。首次给予“增持”评级。

Figure 31 可比公司估值

代码	简称	收盘价	EPS (2018)	EPS (2019E)	市盈率 (2018)	市盈率 (2019E)	总市值 (亿元)
603233	大参林	47.89	1.33	1.25	30.53	38.44	249.03
603883	老百姓	59.8	1.53	1.87	31.95	32.04	171.36
002727	一心堂	24.22	0.92	1.16	19.22	20.88	137.51
平均值	\	\	\	\	27.23	30.45	185.97
603939	益丰药房	70.37	1.14	1.52	39.08	46.00	266.65

注：市值、股价以2019年7月26日收盘价计算

资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

六、风险提示

1、行业政策风险

我国医药行业政策正处在改革完善阶段（政策频出），药店零售的发展深受国家政策的影响。随着药店分级分类、医保控费等医改政策的进一步落实，药店经营面临更严格的监管。公司将密切关注和积极应对政策变化，调整完善业务和管理模式以迎接行业机遇和挑战。

2、人力资源风险

人才团队是连锁经营模式的核心要素。公司快速扩张过程中，对人才的需求非常旺盛，如果人才储备跟不上扩张节奏，那将对公司的经营产生不利影响。公司将积极做好人才储备以满足对员工的需求，完善职业发展通道和激励机制以留住优秀人才。

3、商誉减值风险

行业并购整合趋势明显，并购为公司快速发展的重要战略之一，随之产生较大商誉。虽然公司之前的并购项目均达到了业绩预期，但是并购门店的业绩受政策、市场等因素影响，未来其业绩仍可能出现不达标的情况，从而公司面临相应的商誉减值风险。公司加强并购前资产的审核评估以及并购后的整合能力，以确保并购门店经营业绩健康增长。

4、竞争加剧后利润率下滑风险

药店连锁行业竞争激烈且格局较为分散，行业集中度低。近年来随政策监管趋严、资本力量进入后，行业开始出现大规模的并购整合，连锁率和集中度逐渐提高，但后续各大头部连锁药店之间也将面临更直接的竞争。公司在多地区的领先地位也面临挑战，其市占率和盈利水平均存在下行风险。公司不断强化自身精细化管理等优势，加大创新升级和未来布局，以巩固自身竞争力。

附表

附表 1 财务分析和估值指标汇总

财务分析和估值指标汇总						
	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
收益率						
毛利率	39.62%	40.04%	39.73%	39.80%	39.90%	39.99%
三费/销售收入	31.18%	30.99%	31.49%	30.90%	30.86%	30.77%
EBIT/销售收入	7.78%	8.37%	8.28%	8.43%	8.40%	8.44%
EBITDA/销售收入	10.11%	10.67%	10.42%	10.13%	9.69%	9.01%
销售净利率	6.10%	6.54%	6.32%	6.15%	6.25%	6.39%
资产获利率						
ROE	7.56%	9.81%	10.15%	12.75%	15.07%	16.75%
ROA	7.18%	8.98%	7.67%	9.77%	10.86%	12.15%
ROIC	15.31%	10.06%	13.94%	12.77%	14.62%	17.74%
增长率						
销售收入增长率	31.21%	28.76%	43.79%	43.64%	32.19%	25.51%
EBIT 增长率	33.11%	38.53%	42.17%	46.27%	31.70%	26.11%
EBITDA 增长率	32.57%	35.92%	40.37%	39.69%	26.38%	16.75%
净利润增长率	27.87%	38.02%	38.90%	39.80%	34.33%	28.23%
总资产增长率	72.73%	10.78%	66.44%	14.88%	18.47%	12.71%
股东权益增长率	109.85%	6.91%	28.15%	11.28%	13.61%	15.37%
经营营运资本增长率	233.35%	15.74%	24.53%	54.09%	17.63%	32.21%
资本结构						
资产负债率	26.49%	29.86%	44.13%	45.62%	47.57%	46.07%
投资资本/总资产	73.50%	69.54%	65.89%	65.98%	57.87%	57.84%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	22.77%	25.46%	15.41%	14.12%
流动比率	2.75	2.29	1.51	1.62	1.68	1.82
速动比率	0.57	0.91	0.74	0.91	0.96	1.10
股利支付率	0.00%	35.03%	26.42%	20.48%	20.48%	20.48%
收益留存率	100.00%	64.97%	73.58%	79.52%	79.52%	79.52%
资产管理效率						
总资产周转率	0.92	1.07	0.93	1.16	1.29	1.44
固定资产周转率	12.97	15.32	17.42	28.27	45.92	74.72
应收账款周转率	15.04	14.12	11.43	13.19	12.60	13.61
存货周转率	3.09	3.77	2.89	3.47	3.22	3.55
业绩和估值指标						
EBIT	290.62	402.59	572.38	837.25	1102.62	1390.48
EBITDA	377.52	513.12	720.25	1006.15	1271.52	1484.57
NOPLAT	209.59	299.25	434.76	627.94	826.97	1042.86
净利润	223.89	310.61	411.79	575.70	773.34	991.67

EPS	0.591	0.820	1.087	1.519	2.041	2.617
BPS	7.818	8.358	10.711	11.919	13.542	15.623
PE	119.10	85.85	64.75	46.32	34.48	26.89
PEG	3.22	2.42	1.90	\	\	\
PB	9.00	8.42	6.57	5.90	5.20	4.50
PS	7.14	5.55	3.86	2.69	2.03	1.62
PCF	178.47	80.06	50.89	55.66	24.52	33.40
EV/EBIT	87.86	63.27	47.83	33.03	24.72	19.57
EV/EBITDA	67.64	49.64	38.01	27.49	21.44	18.33
EV/NOPLAT	121.83	85.12	62.97	44.04	32.97	26.10
EV/IC	8.58	8.17	5.57	4.89	4.64	4.11
ROIC-WACC	15.31%	10.06%	13.94%	11.77%	13.89%	17.10%
股息率	0.000	0.004	0.004	0.004	0.006	0.008

资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

附表 2 利润表(百万元)

利润表	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3733.62	4807.25	6912.58	9929.00	13125.00	16473.00
减: 营业成本	2254.46	2882.58	4166.08	5977.26	7888.13	9885.45
营业税金及附加	25.95	34.75	46.95	69.41	91.75	115.16
营业费用	1016.05	1294.19	1895.97	2680.83	3530.63	4447.71
管理费用	153.81	199.38	267.74	384.25	511.88	634.21
财务费用	-5.75	-3.65	13.28	2.76	8.52	-12.52
资产减值损失	8.13	13.68	18.21	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	15.65	34.90	65.07	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	296.63	421.21	569.42	814.49	1094.10	1402.99
加: 其他非经营损益	9.21	0.91	2.94	0.00	0.00	0.00
利润总额	305.84	422.12	572.36	814.49	1094.10	1402.99
减: 所得税	77.92	107.54	135.42	203.62	273.53	350.75
净利润	227.92	314.58	436.94	610.87	820.58	1052.24
减: 少数股东损益	4.03	3.97	25.16	35.17	47.24	60.58
归属母公司股东净利润	223.89	310.61	411.79	575.70	773.34	991.67

资料来源：WIND 资讯、世纪证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师郑重声明：本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，报告的分析逻辑基于本人职业理解，报告清晰准确地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。本人薪酬的任何部分不曾有，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券研究报告对研究对象的评价是本人通过财务分析预测、数量化方法、行业比较分析、估值分析等方式所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

投资评级标准

股票投资评级说明：	行业投资评级说明：
报告发布日后的 12 个月内，公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：	报告发布日后的 12 个月内，行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买 入： 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上； 增 持： 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间； 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 卖 出： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。	强于大势： 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上； 中 性： 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间； 弱于大势： 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

世纪证券有限责任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。

本证券研究报告仅供世纪证券有限责任公司（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。在本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的信息、观点和预测均仅反映本报告发布时的信息、观点和预测，可能在随后会作出调整。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本报告中的内容和意见不构成对任何人的投资建议，任何人均应自主作出投资决策并自行承担投资风险，而不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。本公司及其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。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。

本报告版权归世纪证券有限责任公司所有，本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，任何机构和个人不得以任何形式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发、转载本报告，需事先征得本公司同意，并注明出处为“世纪证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。