

老百姓 (603883)

老牌连锁药店龙头，四驾马车加速扩张，精益运营提效显著

买入（维持）

2024 年 02 月 07 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

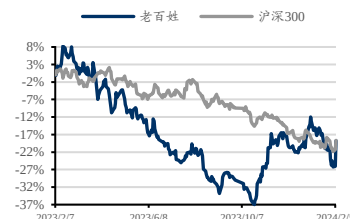
ranshn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2,025E
营业总收入（百万元）	15,696	20,176	22,421	26,869	32,020
同比	12.38%	28.54%	11.13%	19.84%	19.17%
归母净利润（百万元）	669.24	784.96	917.54	1,105.58	1,364.54
同比	7.75%	17.29%	16.89%	20.49%	23.42%
EPS-最新摊薄（元/股）	1.14	1.34	1.57	1.89	2.33
P/E（现价&最新摊薄）	23.61	20.13	17.22	14.29	11.58

投资要点

- **投资要点：**公司为全国规模最大、华中地区领先的连锁药店龙头之一。近年来通过直营及加盟不断深化布局，聚焦发展优势市场。随着公司精细化管理持续进行，整体经营效益有望进一步改善。
- **连锁药店行业中长期集中度提升+处方外流增长逻辑不变。**从短期经营看，2023 年 7 月以来全国中西药品类销售额环比增长，且头部药店营收增速显著高于行业平均增速。从中长逻辑看，我国行业集中度仍有提升空间，2022 年 CR3 仅 12%，同期美国接近 90%，日本超 30%。此外我国零售终端处方药占比逐步提升，由 2017 年的 15.6%增长至 2022 年的 20.8%，近期门诊统筹政策加速落地对门店量价影响短期承压、长期利好，在医药分离大背景下，预计处方外流进程有望加速。
- **坚持“直营+并购+加盟+联盟”四驾马车立体深耕模式，多地布局享门诊统筹红利。**公司聚焦发展“9+7”优势省份市场，通过星火式并购、加盟联盟等方式，优势地区数量逐年增加，2022 年已拥有市占率前三的省份 10 个，其中市占率第一的省份 4 个。截至 2023Q3，公司直营 94 个重点拓展城市中，已落地门诊统筹城市 51 个，统筹门店数 2893 家，占总门店数 22.14%，且为门店客流量及客单价均带来正向影响，公司统筹门店 2023Q3 销售额同比增长 19.4%。预计随着统筹政策的进一步深化落实，公司多地布局有望享红利。
- **精益运营提质增效，多维度提升竞争力及盈利能力。**公司在供应链、业务、门店、人员等维度采取精细化管理，降本增效成效明显，销售费用率呈逐年下降趋势，且存货运营能力得到改善，上市以来由平均 103 天降低至 2022 年 87 天。从业务结构看，截至 2023Q3，公司统采销售占比为 68%，相比 2019 年提升近 30 个百分点，统采占比提升有望带动整体毛利率增加。此外，公司在自有品牌销售上，占比已逐年提升至 19.5%，通过提升自有品牌销售占比，有望促进利润增长。
- **盈利预测与投资评级：**考虑公司疫后门店扩张步伐稳健，加盟门店达成确定性强，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 9.2/11.1/13.6 亿元，对应当前市值的估值分别为 17/14/12 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。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.71
一年最低/最高价	22.81/42.13
市净率(倍)	2.61
流通 A 股市值(百万元)	17,301.46
总市值(百万元)	17,378.36

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.39
资产负债率(%,LF)	65.99
总股本(百万股)	584.93
流通 A 股(百万股)	582.34

相关研究

《老百姓(603883)：2023 年三季报点评：加盟业务快速增长，内生外延持续扩张》

2023-11-02

《老百姓(603883)：2022 年报及 2023Q1 报点评：加盟业务增速亮眼，门店扩张效益凸显》

2023-05-04

内容目录

1. 老百姓：覆盖范围最广的连锁药店龙头	5
1.1. 二十余年稳扎稳打，龙头规模已成	5
1.2. 批发业务持续增长，华东及华中优势显著	6
2. 连锁药店核心逻辑：行业集中度提升及处方外流加速	9
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
3. 坚持四驾马车立体深耕模式，扩张步伐稳健	14
3.1. 上市以来持续扩张，并购稳步进行	14
3.2. 坚持“自建、并购、加盟、联盟”模式，扩张迅速	15
3.3. 重点依托中小成店，轻装扩张加深加密门店网络	17
4. 聚焦精益运营，多维度提升竞争力及盈利能力	18
4.1. 提升优势区域市占率，多地布局享门诊统筹红利	18
4.2. 供应链降本增利，业务及品类结构调整改善毛利率	21
4.3. 精细化管理提质增效，费用减少带动净利率提升	22
5. 盈利预测与估值	25
6. 风险提示	26

图表目录

图 1:	公司全国门店分布情况 (截至 2023 年 9 月底)	5
图 2:	公司发展历程	6
图 3:	公司股权结构图 (截至 2023 年 9 月 30 日)	6
图 4:	公司上市以来收入及扣非净利润增速 (百万元)	7
图 5:	公司单季度收入及扣非净利润增速 (百万元)	7
图 6:	公司利润率情况	7
图 7:	公司分红及股息率整体向上	7
图 8:	公司批发及零售业务收入及增速	8
图 9:	公司批发及零售业务毛利率及毛利占比	8
图 10:	公司药品及非药业务收入及增速	8
图 11:	公司药品及非药业务毛利率及毛利占比	8
图 12:	公司各区域收入情况 (百万元)	9
图 13:	公司各区域毛利率情况	9
图 14:	我国零售药店市场规模及增速 (亿元)	9
图 15:	药店上市公司 2023Q3 收入同比增速	10
图 16:	2023 年全国中西药品销售额及增长率	10
图 17:	2022 年中美日药房连锁化率对比	11
图 18:	我国行业集中度仍有较大提升空间	11
图 19:	我国药店数量及连锁化率	11
图 20:	处方药院内外占比情况	12
图 21:	零售终端处方药规模及占比情况	12
图 22:	处方外流预计带来的零售市场增量测算	12
图 23:	各省市统筹门店数量 (截至 2023H1)	13
图 24:	门诊统筹报销比例 (地级市数量, 截至 2023H1)	13
图 25:	门诊统筹起付线 (地级市数量, 截至 2023H1)	13
图 26:	门诊统筹封顶线 (地级市数量, 截止 2023H1)	13
图 27:	各连锁龙头覆盖省份数及门店数 (2023Q3)	14
图 28:	公司上市以来门店数量及增速	14
图 29:	公司门店拆分 (直营及加盟)	15
图 30:	公司直营门店拆分	15
图 31:	公司自建门店店龄结构	16
图 32:	公司收购门店店龄结构	16
图 33:	公司店均收入 (含加盟, 万元)	17
图 34:	公司各店型门店数量情况 (家)	18
图 35:	公司各店型数量占比情况	18
图 36:	公司各店型日均营收 (万元)	18
图 37:	公司各店型日均坪效 (含税, 元/m ²)	18
图 38:	核心地区直营门店数量占比 (截至 2023Q3)	19
图 39:	老百姓及益丰药房华东/中南地区营收占比	19
图 40:	公司统采销售占比逐年提升	21
图 41:	公司自有品牌销售占比逐年提升	22
图 42:	公司线上收入销售额及增速	22

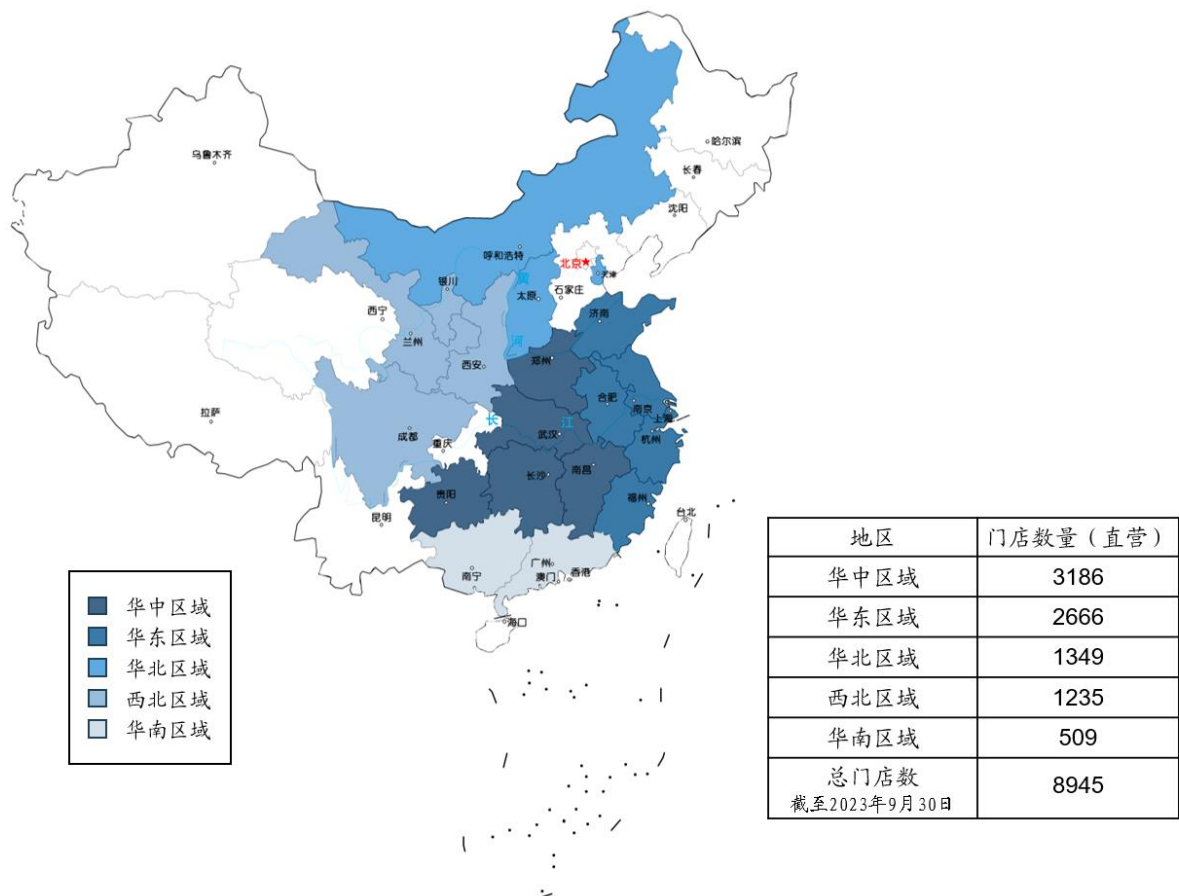
图 43:	公司 O2O 服务门店数量.....	22
图 44:	老百姓精细化管理模式.....	23
图 45:	公司三费情况.....	23
图 46:	药店行业费用率对比.....	23
图 47:	公司存货周转情况.....	24
图 48:	公司会员人数及活跃会员数量.....	24
图 49:	收购怀仁药房后会员销售及复购情况.....	24
表 1:	我国龙头连锁药店扩张情况.....	10
表 2:	11 月以来各地门诊统筹及处方流转进程加速.....	14
表 3:	全国医疗机构及零售药店情况.....	14
表 4:	老百姓收并购事件梳理.....	15
表 5:	公司星火并购项目.....	16
表 6:	老百姓自建门店单店模型.....	17
表 7:	公司当前核心拓展战略.....	19
表 8:	公司 2018-2023 年市占率排名变化.....	19
表 9:	公司门诊统筹进展综述.....	20
表 10:	门诊统筹落地门店增加推动客流量提升.....	20
表 11:	门诊统筹改革后医保药店消费金额提升.....	21
表 12:	公司盈利预测.....	25
表 13:	老百姓可比公司估值.....	25

1. 老百姓：覆盖范围最广的连锁药店龙头

1.1. 二十余年稳扎稳打，龙头规模已成

公司为全国头部连锁药店之一。经营品类包括中西成药、中药饮片、养生中药、健康器材及相关非药品等，兼营药品批发与制造（主要为中成药及中药饮片制造）。从分布看，公司门店数量最多，覆盖范围较广。截至 2023 年 9 月底，已布局湖南、江苏、安徽、甘肃、陕西、广西、内蒙古、天津、湖北、浙江、山西、河南、山东、上海、宁夏、贵州、广东、江西、四川、福建共 18 个省级市场，合计市场容量占超中国医药零售市场总额的 72%。全国拥有门店 13000 多家、员工近 4 万人。

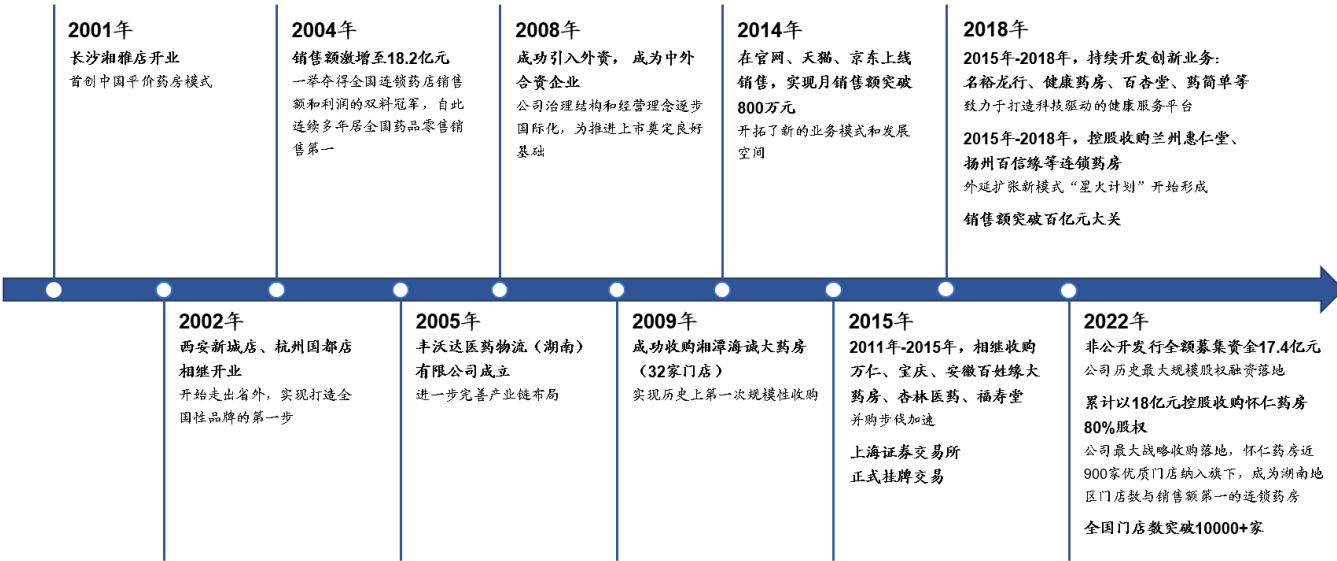
图1：公司全国门店分布情况（截至 2023 年 9 月底）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

守正创新二十余载，龙头地位已成。2001 年，老百姓大药房长沙湘雅店开业，首创中国平价药房模式，自此开启了公司 22 年的创新发展之路。2015 年，公司在上交所正式挂牌交易。2022 年，公司最大规模的股权融资和战略收购相继落地，通过非公开发行全额募集资金 17.4 亿元，控股收购怀仁药房 80% 股权并纳入近 900 家优质门店，成为湖南地区门店数与销售额第一的连锁药房。截至 2022 年 6 月，老百姓大药房全国门店数量突破 10000 家，成为中国首家门店数破万的民营上市连锁药房。

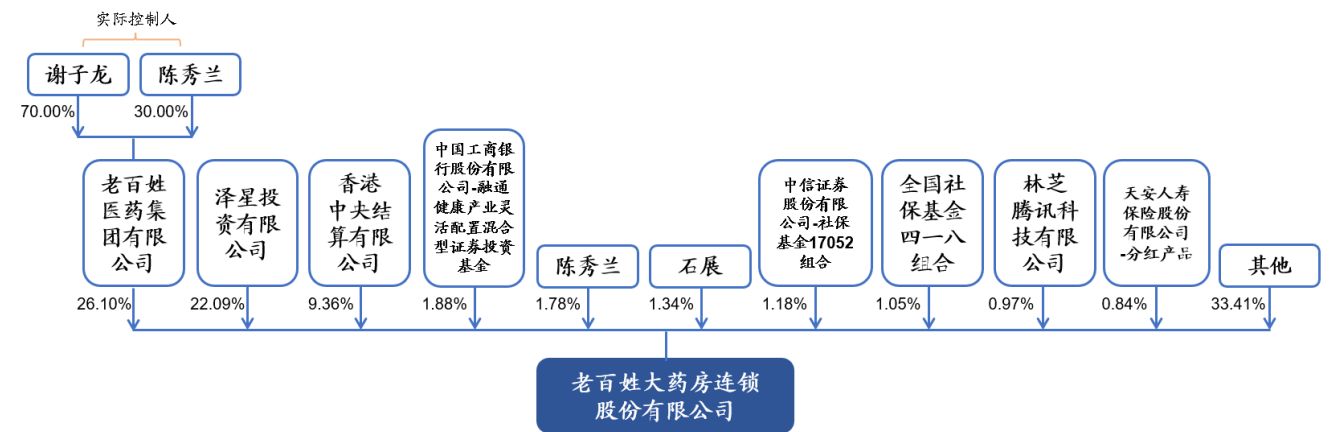
图2：公司发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

股权结构清晰，实控人为谢子龙和陈秀兰夫妇。截至 2023Q3，公司的实际控制人
为谢子龙和陈秀兰夫妇，通过老百姓医药集团有限公司间接持有 26.10%的股份，其中公
司董事长谢子龙先生持股 18.27%，加之陈秀兰女士直接持有公司 1.78%的股份，合计持
股比例达 27.88%。

图3：公司股权结构图（截至 2023 年 9 月 30 日）



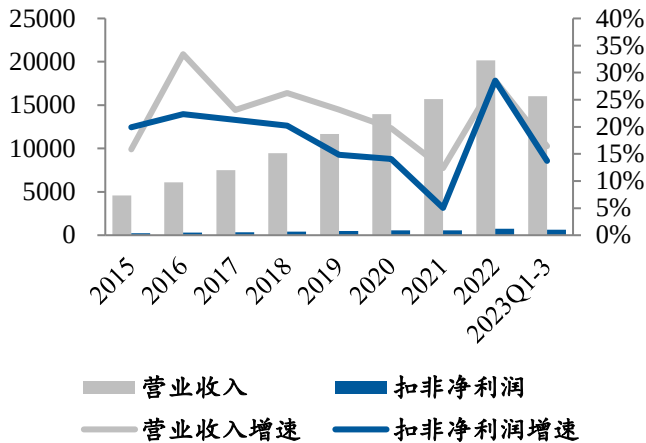
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 批发业务持续增长，华东及华中优势显著

高基数压力缓和，2024 年有望重回高增长。公司自 2015 年上市以来，营收由当年
45.68 亿元提升至 2022 年的 201.76 亿元，对应 CAGR 为 23.6%；扣非净利润由 2.33 亿
元增长至 7.36 亿元，对应 CAGR 为 17.9%。2021 年由于疫情管控原因，收入及利润增

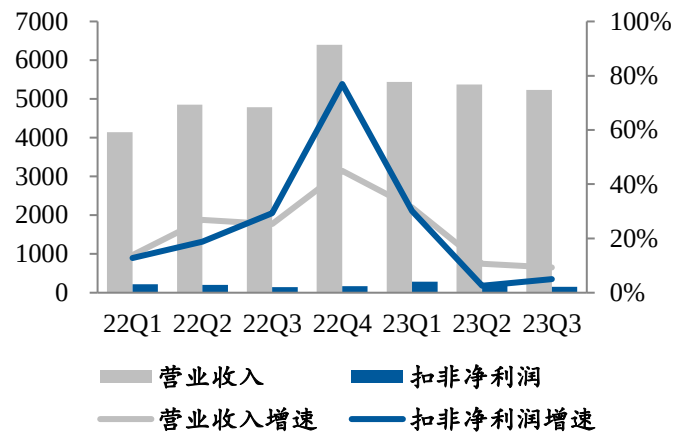
速有所下滑；2022H1 由于疫情影响门店客流增长，使得业绩增速放缓；随着疫情政策逐步放开，2022H2 重新实现业绩高增长，且在当年 Q4 达到单季度 63.99 亿的收入峰值。受此高基数影响，2023 年前三季度营业收入和扣非净利润增速放缓，我们预计 2024 随着高基数消除及公司维持稳健扩张步伐，公司有望重新恢复高增长。

图4：公司上市以来收入及扣非净利润增速（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

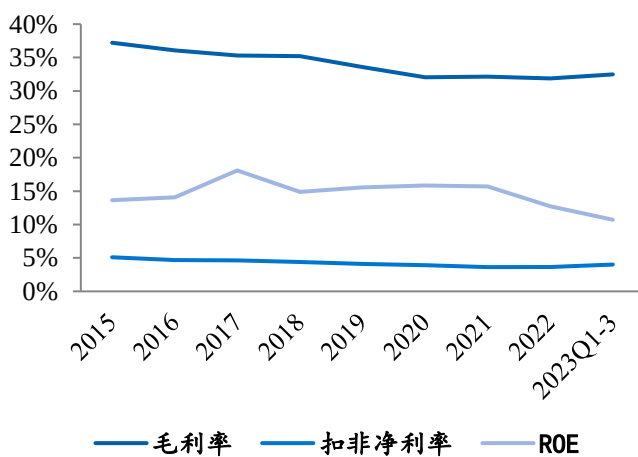
图5：公司单季度收入及扣非净利润增速（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

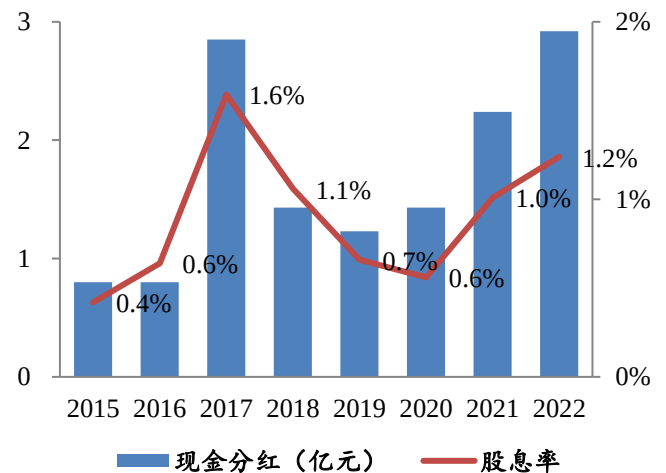
受产品及业务结构影响，表观毛利率略低于同行。公司近五年（2018-2022）毛利率中枢约 33%，略低于同行，原因为较低毛利率的 DTP 业务、加盟业务占比较高；截止 2023Q3，公司 DTP 在零售端占比同行内最高，约 10.7%，毛利率仅 5-6%。此外处方外流带动药占比提升（处方药毛利率约 20%）、互联网带动线上业务占比提升等因素使得毛利率逐步下滑，但公司扣非净利率始终保持平稳，相较同行有较大提升空间。

图6：公司利润率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：公司分红及股息率整体向上

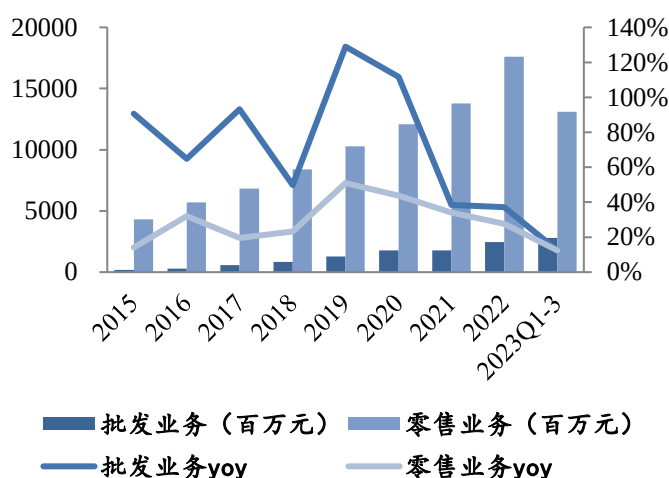


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分业务看，批发业务营收及毛利占比提升明显。公司批发及零售业务营收分别由 2015 年的 1.77 亿元、43.23 亿元增长至 2022 年的 24.5 亿元、175.97 亿元，对应 CAGR

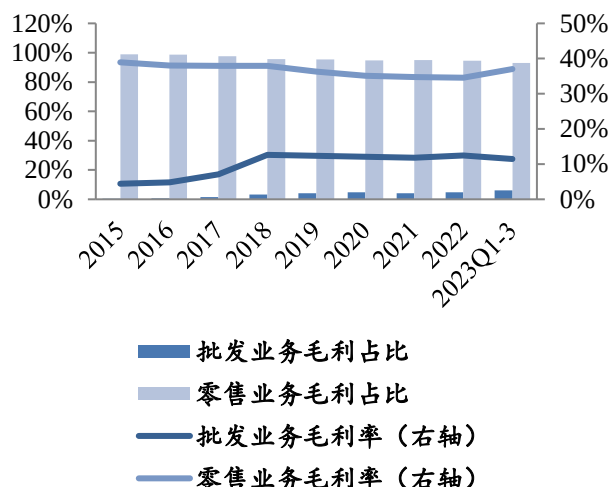
为 45.6%与 22.2%，其中批发业务收入占比由 2015 年的 3.9%提升至 2023Q3 的 17.6%，毛利占比由 2015 年的 0.46%提升至 2023Q3 的 6.19%。

图8: 公司批发及零售业务收入及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

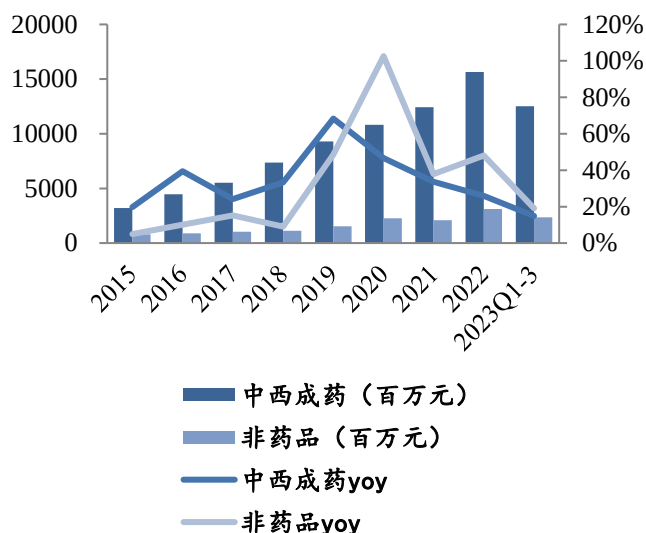
图9: 公司批发及零售业务毛利率及毛利占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

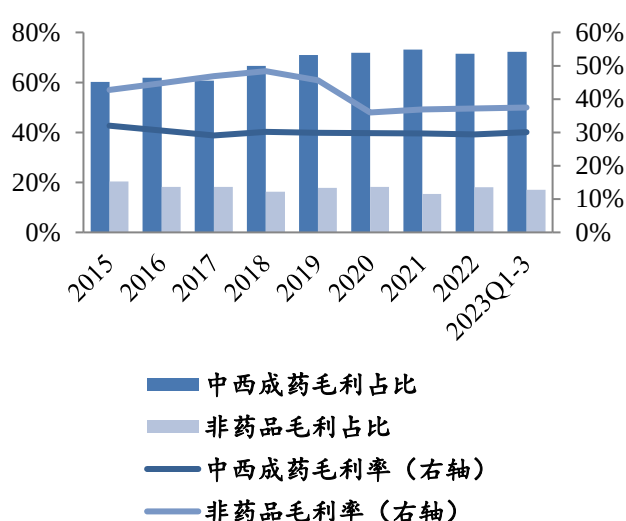
分产品看, 中西成药贡献主要业绩。公司中西成药及非药品营收分别从 2015 年的 31.94 亿元、8.1 亿元增长至 2022 年的 156.56 亿元、31.15 亿元, 对应 CAGR 为 25.5%与 21.2%, 其中非药品类收入占比由 2015 年的 20.2%逐年下滑至 2023Q3 的 15.9%, 毛利占比由 2015 年的 20.4%降低至 2023Q3 的 17%。

图10: 公司药品及非药业务收入及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图11: 公司药品及非药业务毛利率及毛利占比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

分区域看, 华中及华东为优势区域, 华北、华南、西北快速增长。2023 前三季度, 公司华东及华中地区收入合计占比为 68.6%, 贡献主要营收。从收入增速看, 华东、华中、华北、华南、西北 2016-2022CAGR 分别为 23.1%、22.2%、32.4%、11.6%、20%。

从毛利率看，华南及西北地区最高。

图12: 公司各区域收入情况 (百万元)

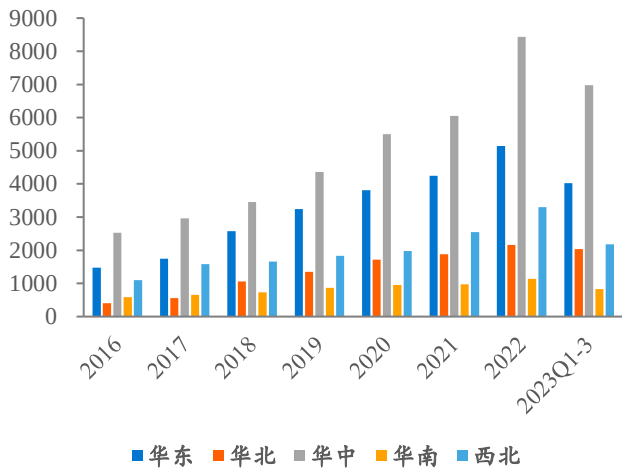
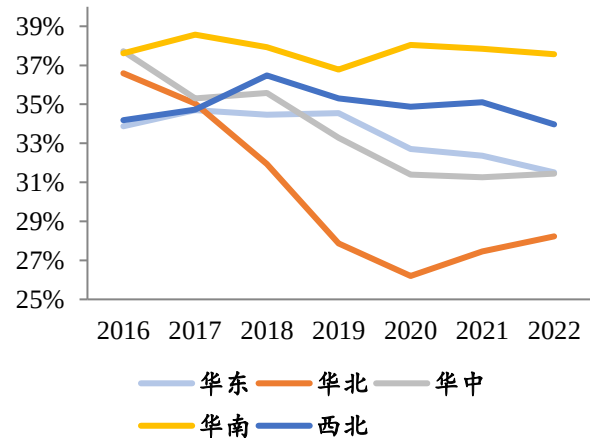


图13: 公司各区域毛利率情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

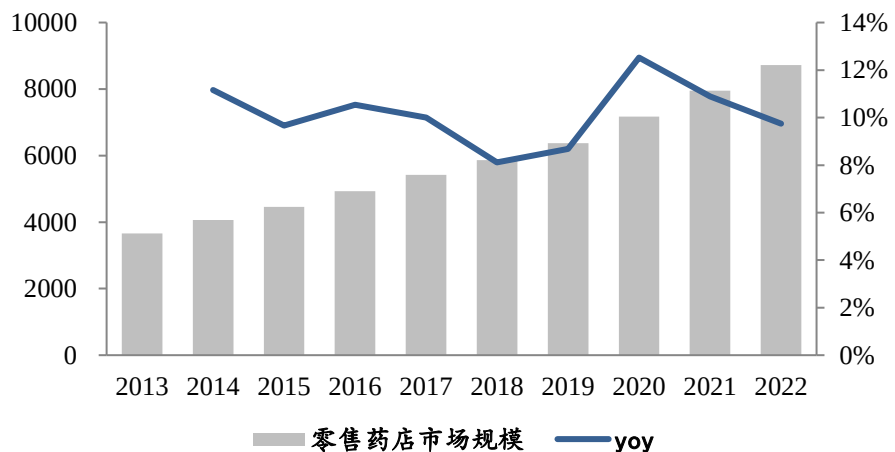
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 连锁药店核心逻辑：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14: 我国零售药店市场规模及增速 (亿元)

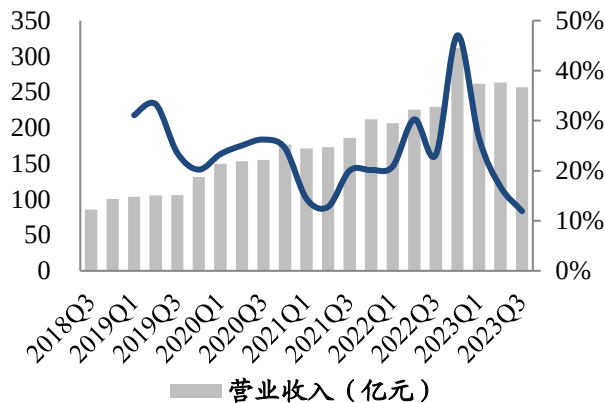


数据来源：米内网，东吴证券研究所

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

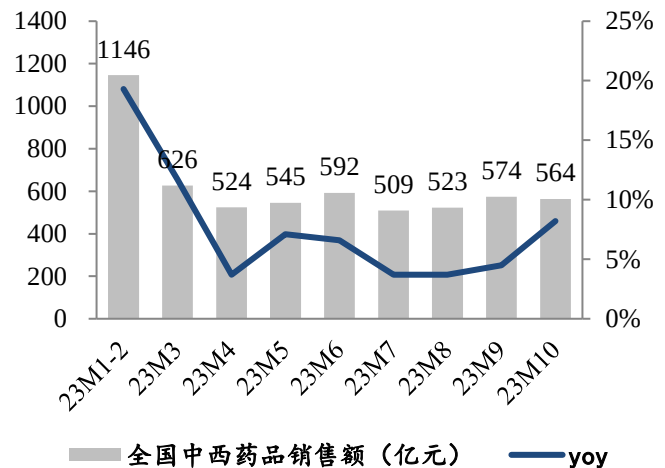
比增长 3.70%，进入三季度低谷；8 月同比增速持平；9 月同比增速达 4.5%。虽然四季度面临高基数因素，但是三季度以来呈现经营改善趋势。从上市连锁药房三季度收入增长看，同比增速中枢约 15%，整体增长强于行业平均增速 8.2%，头部药店增速显著高于行业平均增速。且各家疫后开店加速。在消化疫情管控放开期间的高基数后，预计 2024 年连锁药店板块提速增长的确性较高。

图15：药店上市公司 2023Q3 收入同比增速



数据来源：wind，东吴证券研究所

图16：2023 年全国中西药品销售额及增长率



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，我国六家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 年末）

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，从 1990 年的不到 40% 提高至 2019 年的 87%，2019 年 CR3 为 77.1%。2) 日本：2022 年日本连锁药店 TOP3 企业的市场份额达 31%，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 12%，2020 年 CR10 的市占率仅为 25.2%。

图17：2022 年中美日药房连锁化率对比

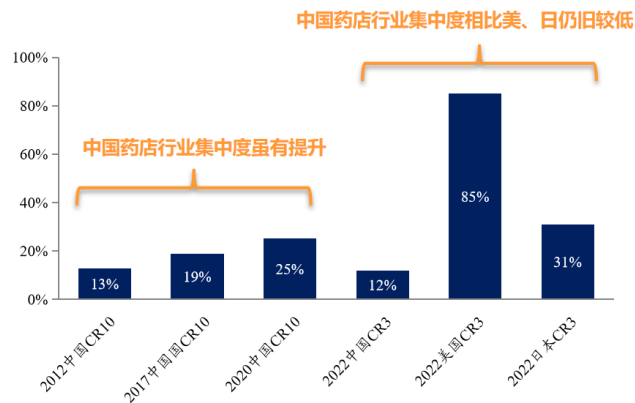
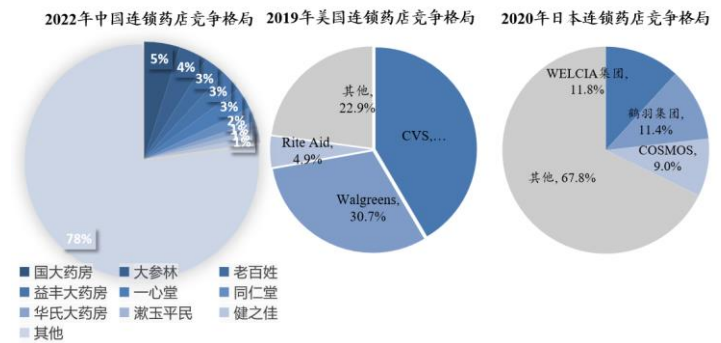


图18：我国行业集中度仍有较大提升空间

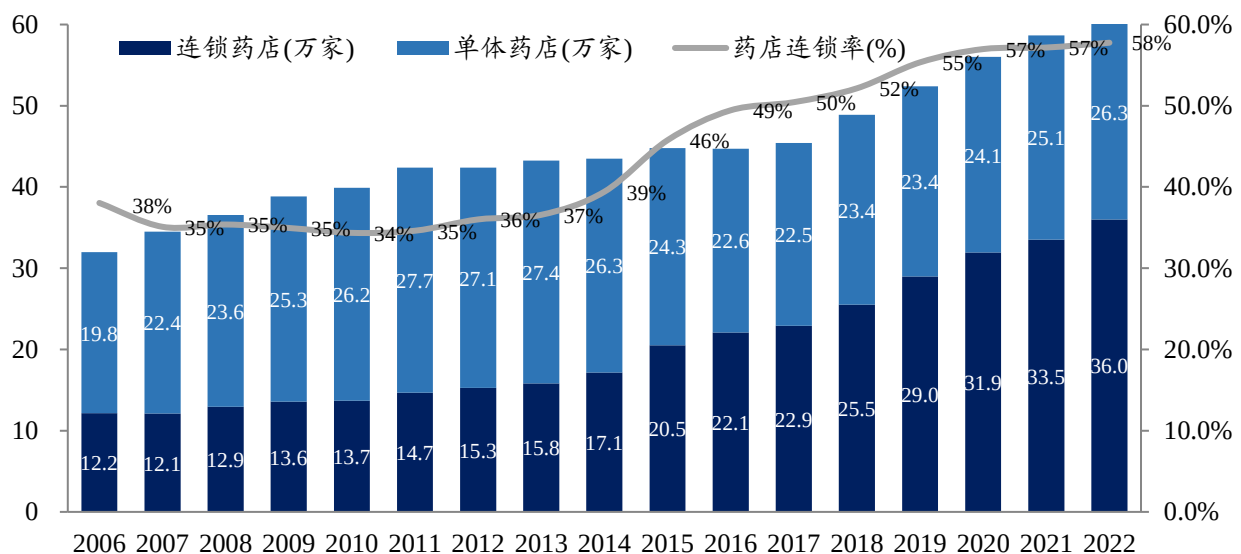


数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

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%，但参考美国药店同期 90% 连锁化率仍有提升空间。

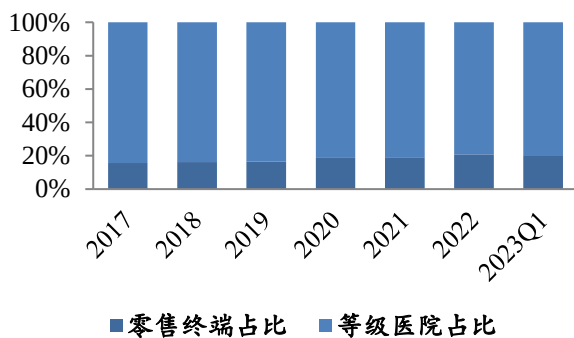
图19：我国药店数量及连锁化率



数据来源：《药品监督管理统计年度数据》，东吴证券研究所

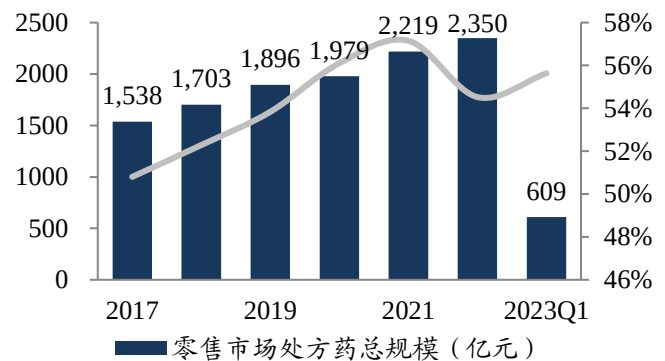
院内仍为处方药主要销售渠道,零售终端处方药占比逐步提升。根据中康开思数据,我国 2022 年等级医院及零售终端的药品总规模为 11660 亿元,其中零售终端处方药规模达 2349.56 亿元,占比 20.84%,相较于 2017 年的 15.64%提升较大。从海外中长期处方外流趋势看,日本历时 30 余年将医药分业率(即处方外流比例)从 1998 年的 30.50% 提升至 70%以上,实现医药高度分离。对比日本政策,国内政策具有较高的相似之处,药品零加成、药品耗材集采、医保定点药店纳入统筹支付等一系列政策推动处方外流,我们认为处方外流仍将继续,推动药店市场空间扩大。

图20: 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21: 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22: 处方外流预计带来的零售市场增量测算

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

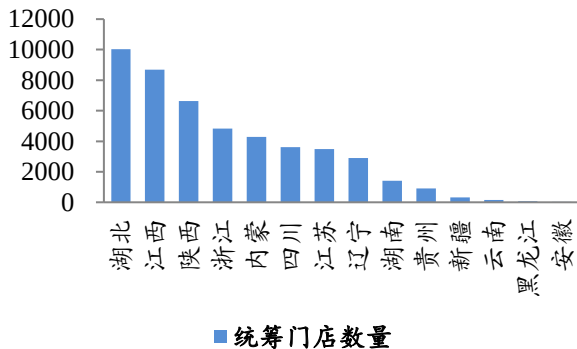
2.3. 门诊统筹政策持续落地,医药分离趋势日渐明朗

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。

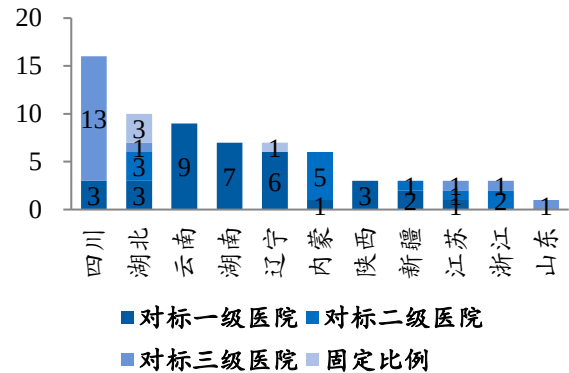
从门店数量看，各地放开节奏不同，如湖北、江西、陕西三省公布的门诊统筹药店数量较多，占全国所有统筹门店比例超 50%（截至 2023 年 6 月），而河南全省仅有 120 家准入门店，长沙市也仅全市 10% 左右准入门店。从报销比例看，有 51% 地级市对标一级医院；20% 地级市对标二级医院；28% 地级市对标三级医院；9% 地级市固定报销比例。

图23：各省市统筹门店数量（截至 2023H1）



数据来源：中国药店，东吴证券研究所

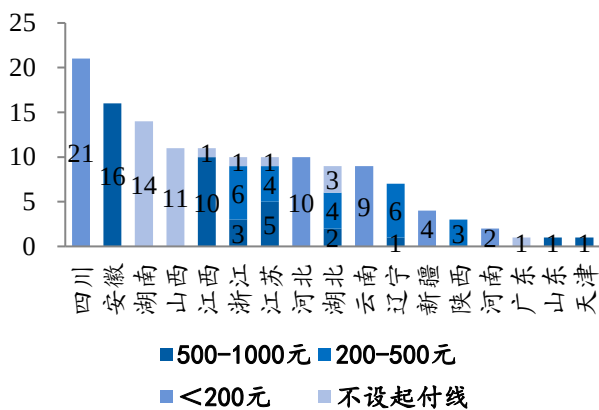
图24：门诊统筹报销比例（地级市数量，截至 2023H1）



数据来源：中国药店，东吴证券研究所

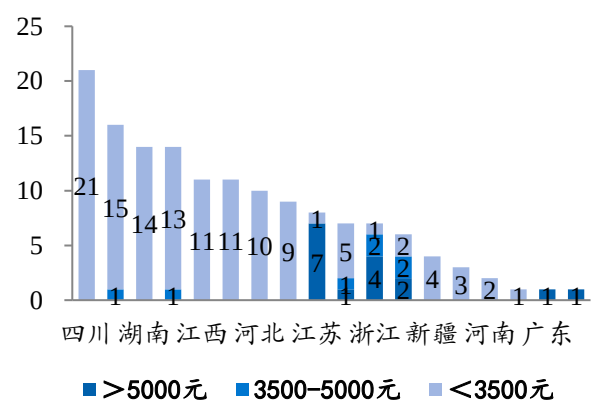
从起付线看，1/5 地级市不设起付线；1/3 地级市起付线 < 200 元；16% 地级市起付线 200-500 元；28% 起付线 500-1000 元。从封顶线看，84% 地级市限额 < 3500 元；5% 地级市限额 3500-5000 元；11% 地级市限额 > 5000 元。

图25：门诊统筹起付线（地级市数量，截至 2023H1）



数据来源：中国药店，东吴证券研究所

图26：门诊统筹封顶线（地级市数量，截止 2023H1）



数据来源：中国药店，东吴证券研究所

重要进展：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中，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

未来趋势: 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

	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

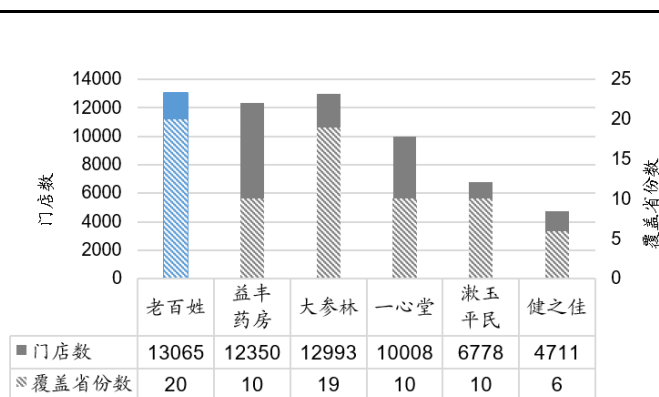
数据来源: 米内网, 东吴证券研究所

3. 坚持四驾马车立体深耕模式, 扩张步伐稳健

3.1. 上市以来持续扩张, 并购稳步进行

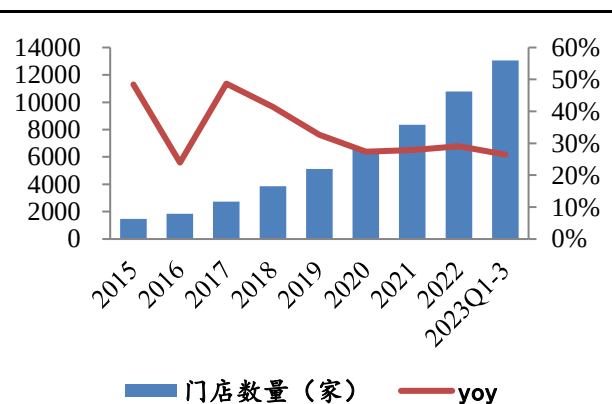
多省布局的连锁药店龙头, 上市以来持续扩张。截至2023Q3, 公司在20省门店数量达13065家, 是全国覆盖最广的上市连锁药店, 门店数由2015年的1483家增长至2022年的10783家, 对应CAGR为32.8%, 且疫后仍保持每年25%以上的数量增长。

图27: 各连锁龙头覆盖省份数及门店数(2023Q3)



数据来源: 各公司公告, 东吴证券研究所

图28: 公司上市以来门店数量及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表4: 老百姓收并购事件梳理

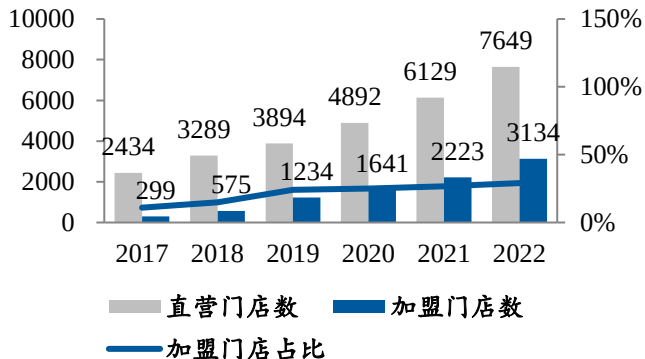
时间	收购次数	合计收购价格(亿元)	收购标的举例	收购价格(亿元)	收购 PE	收购 PS
2015	8	6.71	兰州惠仁堂	3.48	20	0.97
2016	7	8.39	老百姓(广西)	2.78		
2017	16	6.93	通辽泽强	2.71	11	0.59
2018	14	3.83	广西参芝林	0.22	36	1.04
2019	13	4.68	湖南怀仁	1.50		
2020	19	12.12	赤峰人川	6.80	21	1.62
2021	16	7.94	兰州惠仁堂	2.39		
2022	11	20.21	湖南怀仁	16.37	23	0.72

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.2. 坚持“自建、并购、加盟、联盟”模式, 扩张迅速

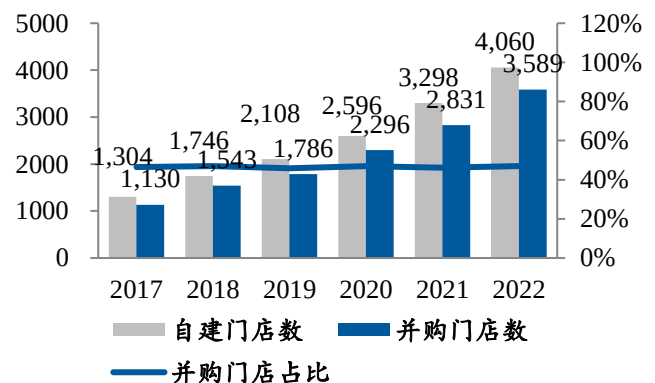
加盟门店迅速增长, 直营扩张更倾向自建。公司直营门店数从 2017 年的 2434 家增长至 2022 年的 7649 家, 对应 CAGR 为 25.7%; 加盟门店由 2017 年的 299 家快速增长到 2022 年的 3134 家, 对应 CAGR 为 60%, 加盟门店数量占比也从 10.94% 迅速增至 29.06%。从单店看, 加盟门店主要聚焦基层市场, 已成公司扩张的重要手段。在直营门店中, 自建及并购门店数增速基本相同, 其中并购门店数量占比维持在 46% 左右。

图29: 公司门店拆分(直营及加盟)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

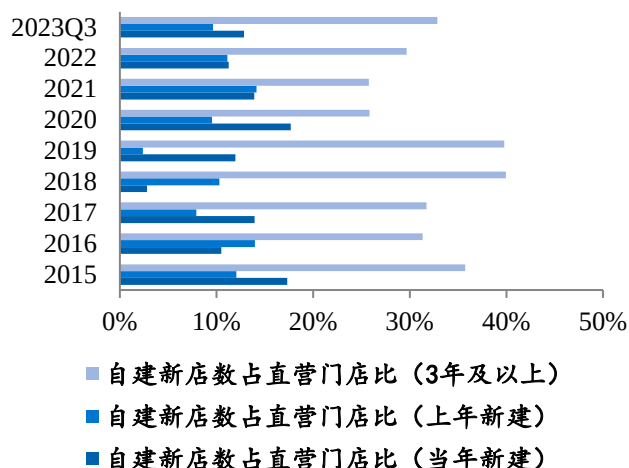
图30: 公司直营门店拆分



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

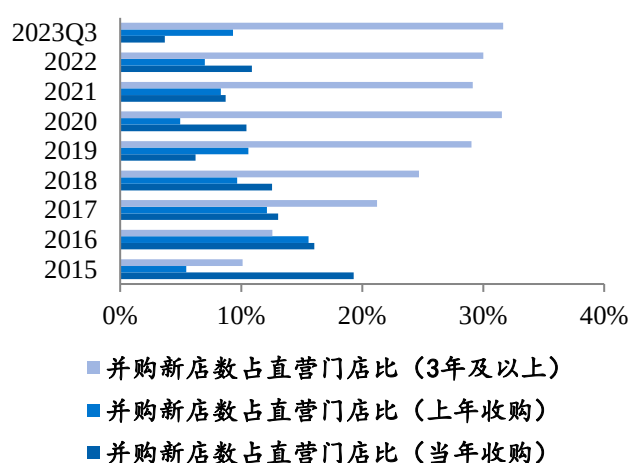
直营老店占比提升, 门店结构趋于成熟。拆分公司自建及收购门店结构, 3 年以上的自建门店数量在疫后呈恢复趋势, 占比由 2020 年的 25.8% 增长至 2023Q3 的 32.9%; 3 年以上的并购老店数量占比由 2015 年的 10.1% 增长至 2023Q3 的 31.6%。此外, 由于一级市场并购标的估值普遍偏高, 公司拓展新店仍以自建为主, 2023Q3 自建新店数占直营门店比约 12.8%, 同期并购新店门店数占比仅 3.7%。

图31: 公司自建门店店龄结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图32: 公司收购门店店龄结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

星火式并购吸纳优质标的, 实现整合后的快速增长。公司星火式并购通常选取区域龙头, 或有一定品牌知名度的优质标的, 保留原创始团队少数股权的同时实现控股并购。公司星火并购项目业绩对赌目标平均完成率为 110%。

表5: 公司星火并购项目

收购标的	承诺业绩 (扣非净利润, 万元)				实际业绩 (扣非净利润, 万元)				完成比例
	第一年	第二年	第三年	合计	第一年	第二年	第三年	合计	
湖南怀仁大健康	11,000	13,100	15,200	39,300	12,546	N/A	N/A	12,546	114%
兰州惠仁堂药业	3,600	4,320	5,180.00	13,100.00	4,937	5,471	5,020.84	15,428.84	118%
扬州市百信缘	1,000	1,200	1,400	3,600	1,131	1,266	1,761	4,158	116%
通辽市泽强大药房	3,625.50	4,283.33	5,062.62	12,971.45	4,001.69	4,664.63	4,959.78	13,626.10	105%
镇江华康大药房	554	653.72	771.91	1979.63	528.73	765.44	977.45	2271.62	115%
泰州市隆泰源医药	778.8	918.98	1,084.40	2,782.18	805.83	968.25	1,192.94	2,967.02	107%
南通普泽大药房	1,357.00	1,601.26	1,889.49	4,847.75	1,555.68	1,487.75	2,056.20	5,099.63	105%
安徽省邻加医康复大药房	588	705	847	2140	545.29	644.42	1,011.41	2,201.12	103%
无锡三品堂医药	330	363	N/A	693	301.83	365.06	N/A	666.89	96%
常州金坛新千秋大药房	149	163	N/A	312	134.32	185.07	N/A	319.39	102%
江苏海鹏医药	792	871.2	N/A	1663.2	908.11	1,105.33	N/A	2013.44	121%
临沂仁德大药房	690	828	N/A	1518	738.02	1,094.66	N/A	1832.68	121%
老百姓大药房	264	290	N/A	564	236.55	342.44	N/A	578.99	106%
山西百汇医药	1,150.00	N/A	N/A	1150	1335.81	N/A	N/A	1,335.81	116%

数据来源: 产业调研, 东吴证券研究所

单店模型: 自建门店盈亏平衡期约 8-14 个月。公司成熟直营门店单店收入约 180-200 万元, 毛利率 35-40%, 净利率 5-6%, 盈亏平衡期在 8-14 个月, 约 3 年收回成本。从投入看, 自建门店约 40-50 万元, 收购门店约 150-180 万元。

表6: 老百姓自建门店单店模型

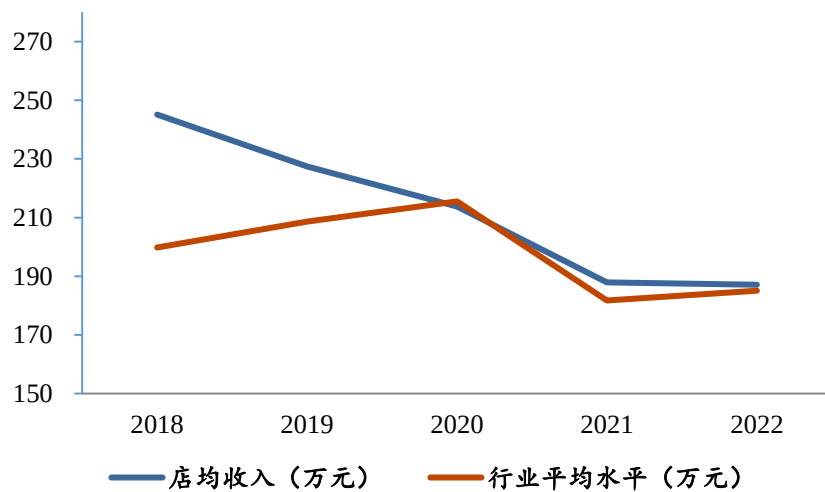
万元	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年
营业收入	160	180	190	200	210
毛利率	34%	37%	38%	40%	40%
净利率	3.5%	5.5%	5.8%	6%	6%
净利润	5.6	9.9	11.0	12.0	12.6
门店面积	100 m ²				
期初投入	45 万元				
盈亏平衡期	12 个月				
投资回收期	36 个月				

数据来源：产业调研，东吴证券研究所

3.3. 重点依托中小成店，轻装扩张加深加密门店网络

公司店均收入略高于行业平均水平。2022 年公司店均收入为 187.1 万元（含加盟门店），同比下降 0.44pct，较行业平均水平高出 2.04 万元。

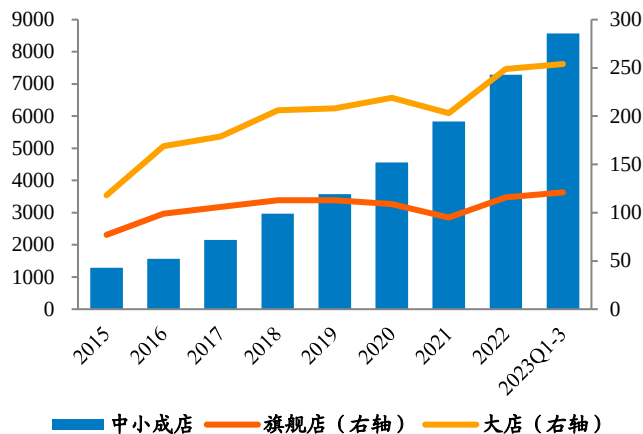
图33: 公司店均收入（含加盟，万元）



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

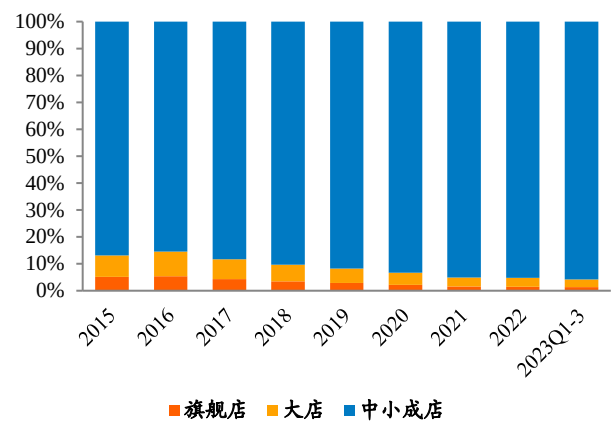
拆分门店结构，中小成店占比稳步提升。公司以大店起家，早期大店模式成熟，坪效、人效较高，但考虑线下药店的便携性，公司自 2019 年开始进行大店转小店。上市以来，公司旗舰店、大店、中小成店数量分别从 2015 年的 77、118、1288 家增长至 2023Q3 的 121、254、8570 家，其中中小成店增长态势最好，2015-2022 年间 CAGR 为 28.08%，远高于其他店型，且门店数量占比由 87%增长至 96%。公司重点发展以社区店为代表的中小成店，便于增强社区用户粘性，加深加密门店网络。

图34: 公司各店型门店数量情况 (家)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

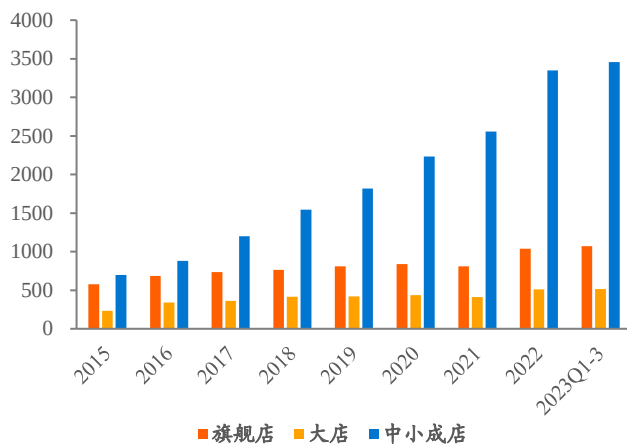
图35: 公司各店型数量占比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

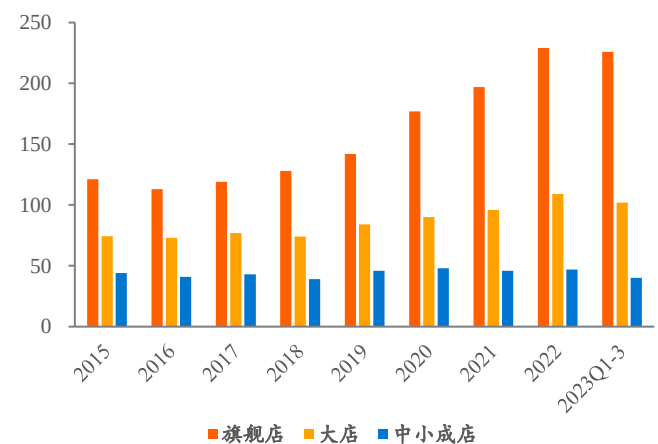
从单店产出看，中小成店贡献核心营收增长，旗舰店日均坪效最高。2023 前三季度，公司旗舰店、大店、中小成店日均坪效分别为 226、102、40 元/㎡，相较于 2015 年分别上涨 86.31%、37.28%、-9.30%。中小成店坪效略有下滑，原因是公司新增中小门店绝大部分新增门店在地级市及以下基层市场布局，此类门店坪效略低，但租金、人力等成本也更低，盈利性及成长性更好。

图36: 公司各店型日均营收 (万元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图37: 公司各店型日均坪效 (含税, 元/㎡)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 聚焦精益运营，多维度提升竞争力及盈利能力

4.1. 提升优势区域市占率，多地布局享门诊统筹红利

聚焦直营“9+7”及加盟“9+6”拓展战略，连锁扩张进行时。公司坚持直营+星火（并购）+加盟+联盟“四驾马车”立体深耕的模式，推动以内生发展和外延扩展双

轮驱动的快速拓展。通过发展直营“9+7”及加盟“9+6”优势省份市场，其中两个重点省份取并集后共 11 个省份，提升公司在覆盖区域的市场竞争力，目前已拥有市占率前三的省份 10 个，其中市占率第一的省份 4 个。

表7: 公司当前核心拓展战略

拓展战略	详情
自营“9+7”及加盟“9+6”拓展战略	· 9 个省份通过自建、并购、加盟、联盟密集布点，7 个省份以直营，6 个省份以轻资产扩张的加盟、联盟为主，并利用现有门店网络通过线上 O2O 等方式提升市占率
深耕下沉市场	· 下沉县乡镇农村市场，将药事服务、慢病健康管理与居民健康相结合，因地制宜制定差异化经营策略，为乡村提供与城市无差别的健康服务，不断拓展农村健康新蓝海
开拓“星火并购”	· “星火计划”并购“星火公司”标的并整合赋能，通过控股收购开启外延扩张新模式
“加盟+联盟”协同发展	· 加盟业务终坚持高标准、高效率、高产出的“七统一”赋能管理模式，商品 100% 配送，保障加盟店的质量、效率和产出；联盟业务以医药零售连锁联盟、营运营销、专业培训及全品类商品输出等综合赋能服务为主体，向中小连锁药房提供管理咨询和供应链整合服务

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表8: 公司 2018-2023 年市占率排名变化

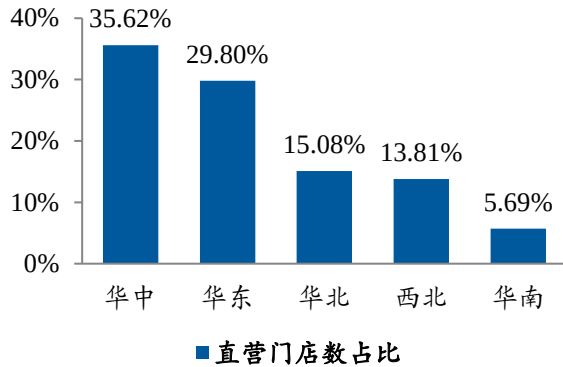
2018 年			2023 年	
数量	省市	数量	省市	
第一	2	天津、湖南	4	天津、湖南、宁夏、内蒙（店数第一）
第二	2	甘肃、内蒙	3	甘肃、安徽、陕西
第三	4	安徽、陕西、江苏、广西	2	江苏、广西
合计	8		9	

数据来源：产业调研，东吴证券研究所

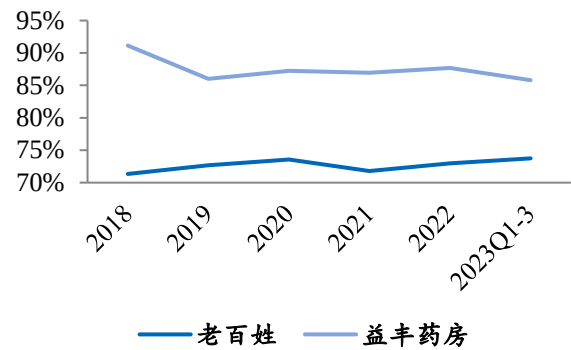
提升优势市场占有率，核心地区营收规模仍有增长空间。公司优势省份包括湖北、江苏、甘肃、内蒙、天津等，在当地市占率约 10-20%。在全国布局中，公司门店数量以华中、华东地区最多，截至 2023Q3，两地直营门店数量占比超 60%。我们选取门店结构相近的益丰药房作参考，公司在核心竞争地区（华中、华东、华南）的合计营收占比近五年来维持在 70-75%，相比益丰药房 85-90%仍有较大提升空间。

图38: 核心地区直营门店数量占比（截至 2023Q3）

图39: 老百姓及益丰药房华东/中南地区营收占比



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

门诊统筹落地，覆盖规模广。截至 2023Q3，公司已落地门诊统筹省份有 14 个，包括湖南、甘肃、江苏、陕西、内蒙、天津、浙江、湖北、山西、吉林、江西、广西、河南、上海。已落地的城市中，直营 94 个重点拓展城市已落地 51 个，加盟 132 个重点拓展城市已落地 22 个。公司已落地门诊统筹门店数为 2893 家，占公司总门店数的 22.14%，其中直营门店落地 2538 家，占比 28.4%。从经营数据看，统筹门店 Q3 销售额同比增长 19.4%，门诊统筹落地给门店客流量和客单价均带来了正向影响。

表9：公司门诊统筹进展综述

指标	统筹基本面情况
已落地省份	14 个，包括湖南、甘肃、江苏、陕西、内蒙、天津、浙江、湖北、山西、吉林、江西、广西、河南、上海
已落地城市	直营 94 个重点拓展城市已落地 51 个，加盟 132 个重点拓展城市已落地 22 个
可互可刷统筹门店数	2893 家（含加盟），占集团总门店数的 22.14%，截至 10 月底直营已落地门诊统筹门店占比约 30%

数据来源：产业调研，东吴证券研究所

统筹执行后成效显著，客流量及消费金额提升。公司 2 年以上门店（包括可互可刷门店、全量门店）9-11 月客流量同比逐月提升，增量源自于周边药房的虹吸效应及部分医疗机构。从销售额看，公司 2023Q3 可互可刷统筹门店比全量门店销售额同比增速高 8pp。以长沙为例，门诊统筹改革后医保药店消费金额提升，由人均 327 元（个账）提升至 502 元（个账+统筹）。

表10：门诊统筹落地门店增加推动客流量提升

2 年及以上	9 月来客同比	10 月来客同比	11 月来客同比
可互可刷门店	8.2%	19.7%	26.2%
全量门店	3.0%	11.2%	15.6%
政策落地提升	5.2pp	8.5pp	10.7pp

数据来源：产业调研，东吴证券研究所

表11: 门诊统筹改革后医保药店消费金额提升

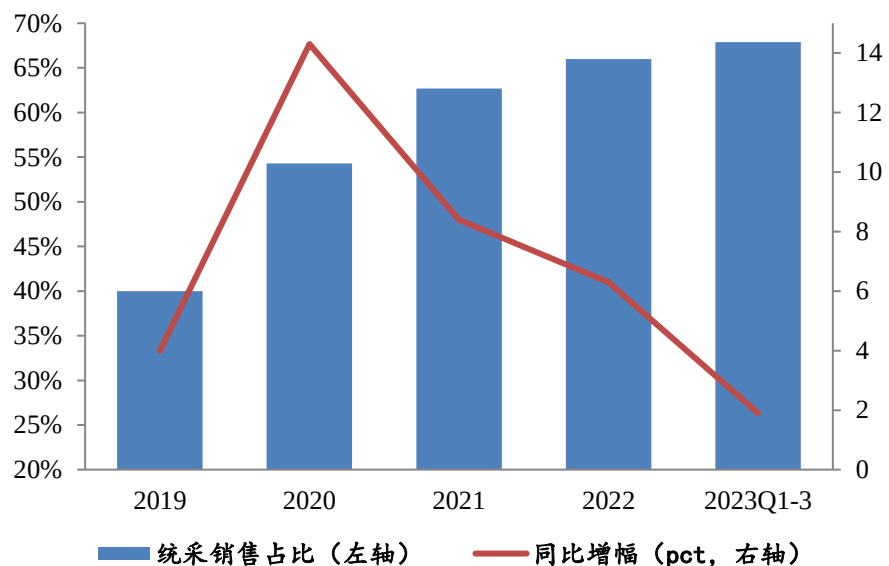
长沙为例	项目	金额（元）
改革前	职工医保人均个账金额	1168
	个账药店使用金额（使用 70%*药店 40%）	327
	个账药店消费金额（个账减少 20%*使用 70%*药店 40%）	262
改革后	统筹可用额度	1500
	统筹药店消费金额（使用 40%*药店 40%）	240
	药店医保合计金额（统筹+个账）	502

数据来源：产业调研，东吴证券研究所

4.2. 供应链降本增利，业务及品类结构调整改善毛利率

统采占比逐年提升，供应链管理成效明显。公司在兼顾不同区域顾客产品偏好差异的同时持续提升全国统一采购占比，截至 2023Q3，公司统采占比已达 67.9%，同比提升 1.9pct，充分发挥规模优势，降低采购成本。据调研，统采占比每提升 1pct，对应整体毛利率约提升 0.2%，截至 2023 年底，公司统采占比已提升至约 75%。

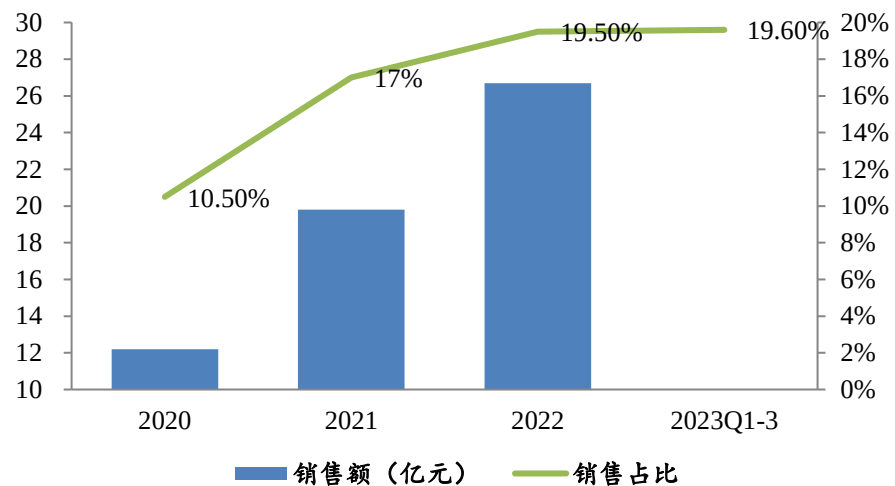
图40: 公司统采销售占比逐年提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

提升自有品牌占比，有望改善毛利率。公司在兼顾不同区域顾客产品偏好差异的同时持续提升全国统一采购占比，并打造高质量、高品牌力的自有品牌产品，通过进行自有品牌和非品牌药的替换，改善整体毛利率，如与石药等厂家进行联动，从而省去部分销售费用。截至 2023Q3，公司自有品牌销售占比已达 19.6%。

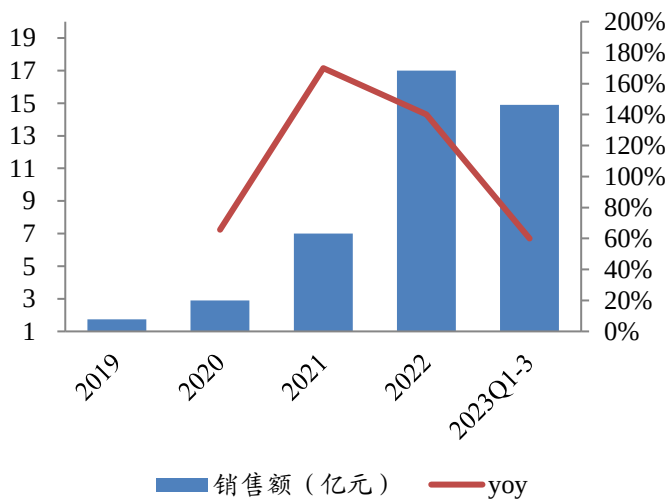
图41: 公司自有品牌销售占比逐年提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

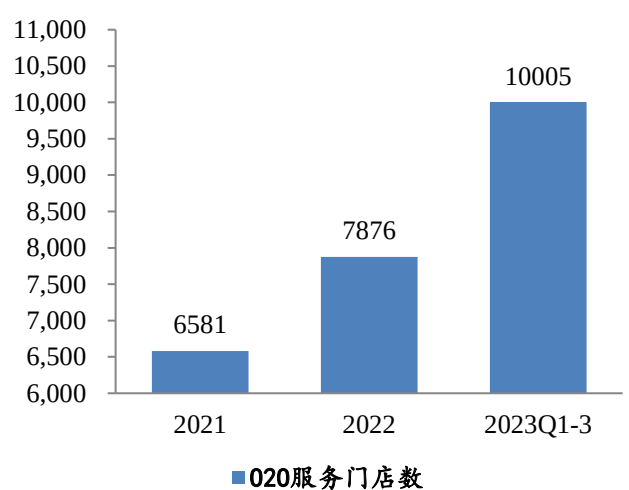
O2O 服务门店基本全面覆盖，线上业务已过快速增长期，毛利率影响边际缓和。公司通过数智化驱动全渠道业务增长，线上销售额从2019年的1.74亿元快速增长至2022年的17亿元，三年CAGR达114%，2023前三季度实现线上收入14.9亿元，同比增长60%，已渡过高速增长期，龙头药店在各地线上业务份额基本趋于稳定。截至2023Q3，公司O2O服务门店超10000家，基本实现全面覆盖。

图42: 公司线上收入销售额及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图43: 公司 O2O 服务门店数量



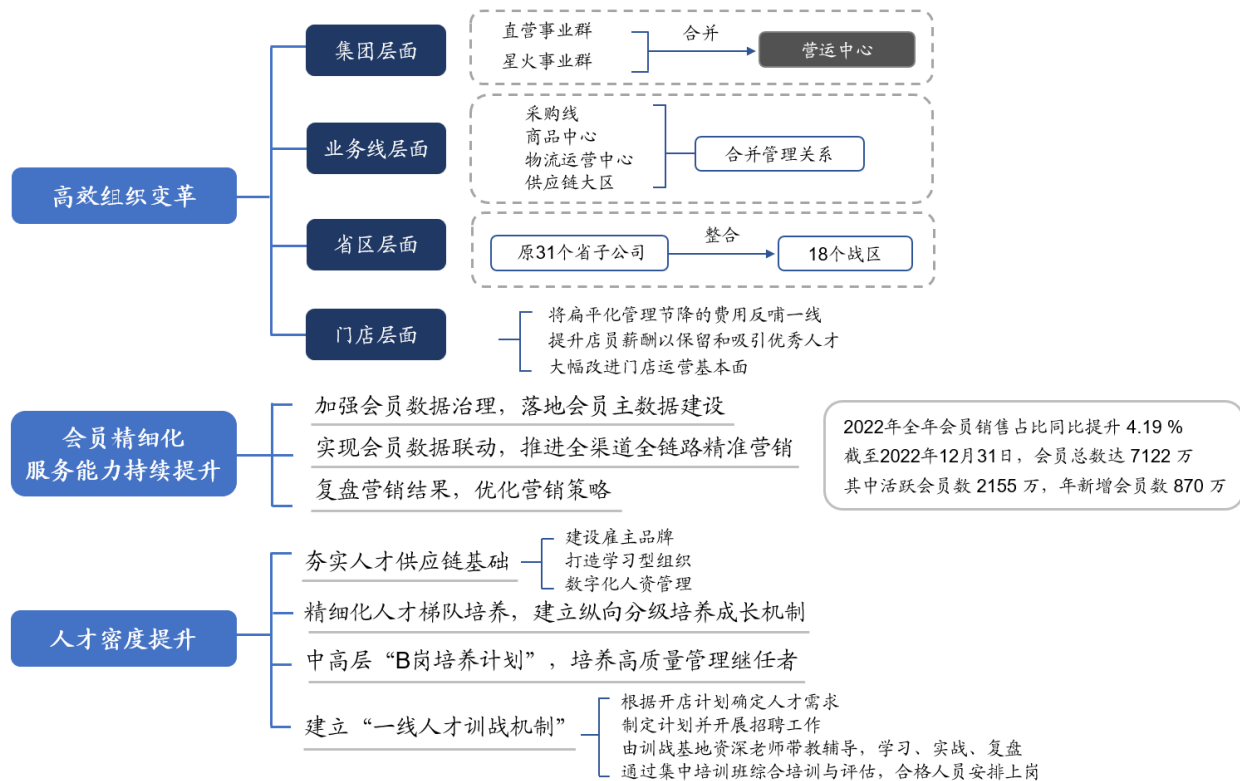
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4.3. 精细化管理提质增效，费用减少带动净利率提升

公司实施全面精细化管理，精益运营提质增效。在组织架构上，公司持续进行组织架构扁平化和管理模式集权化改革，通过精简管理层级，推动实现管理精细化、营运标准化、服务专业化的目标。在人才密度上，公司以人才作为企业发展的第一生产力，通

过建设雇主品牌、打造学习型组织、数字化人资管理等，夯实人才供应链基础。

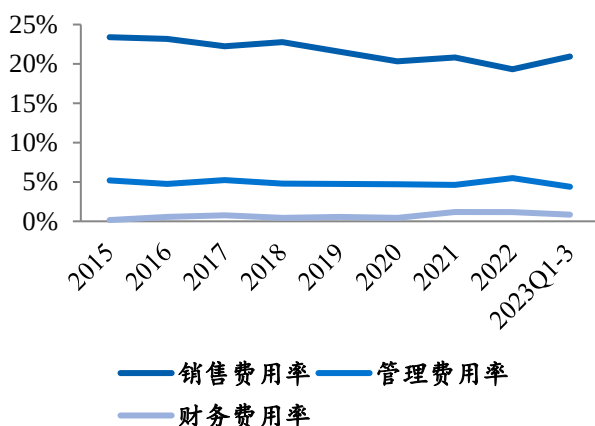
图44：老百姓精细化管理模式



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

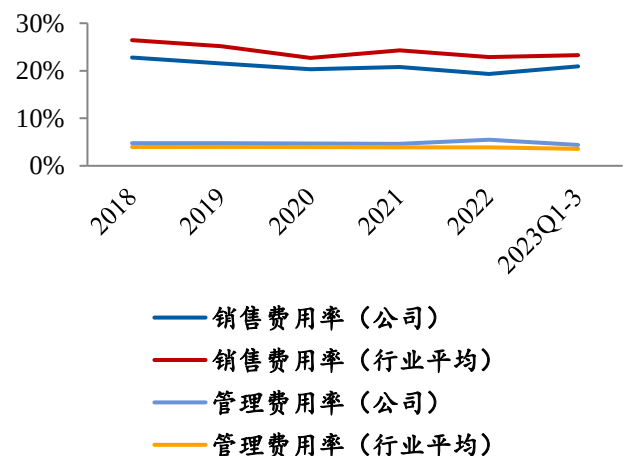
期间费用率逐年下滑，精细化管理成效显著。公司销售费用率逐年呈下降趋势，主要为综合老店增长提速但相应人工和租金支出增长较慢；管理费用率始终平稳，2022 年较高，原因为目标达成的奖金及管理费用计提、收购等。公司财务费用率受并购、自建 的节奏及负债结构调整影响，2021 年起进入门店加速扩张期，财务费用率出现小幅上涨。

图45：公司三费情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

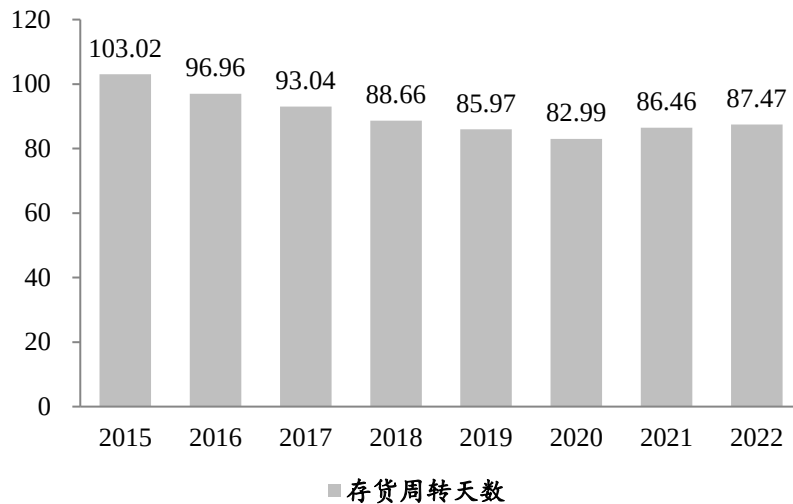
图46：药店行业费用率对比



数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

存货运营能力改善，疫情影响周转天数小幅上升。2015-2020 年，公司存货周转天数呈下降趋势，由 103 天降低至 83 天。公司运用供应链数字化工具获得行业领先的商品管理效率和存货周转率，逐渐提高存货运营能力，2021 及 2022 年受疫情影响存货周转天数出现小幅上升。

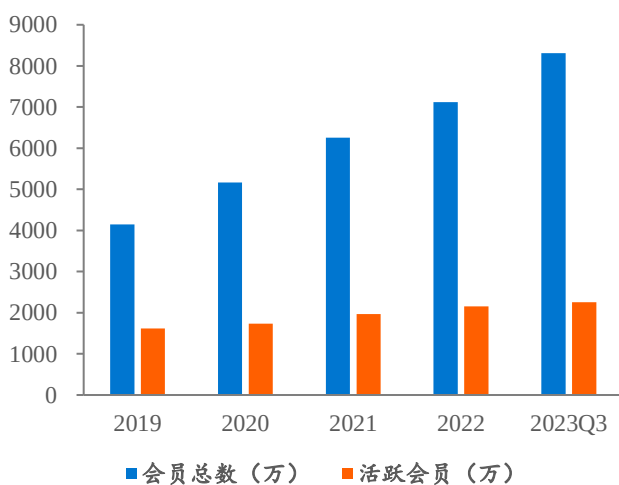
图47：公司存货周转情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

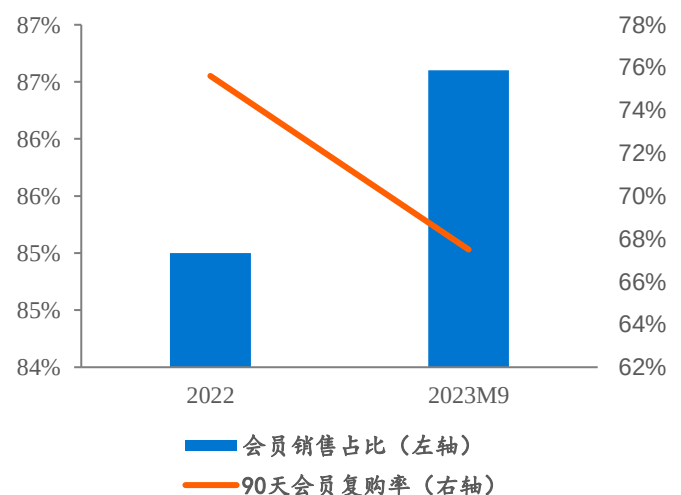
会员人数稳定增加，怀仁药房整合成效明显。公司会员人数每年增长，由 2019 年的 4148 万人扩大至 2023Q3 的 8312 万人，其中期末活跃会员人数达 2256 万人。此外，公司发挥怀仁药房会员管理优势，聚焦会员核心指标提升。运用新媒体、直播、私域、线上线下多渠道精准会员营销，2023 年 9 月会员销售占比 86.6%，90 天会员复购率为 67.5%。

图48：公司会员人数及活跃会员数量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图49：收购怀仁药房后会员销售及复购情况



数据来源：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 224、269、320 亿元，归母净利润为 9.2、11.1、13.6 亿元。

核心假设：

1) 预计公司 2023-2025 年新增收购门店分别为 331、200、200 家，毛利率分别为 39.26%、40.68%、40.76%。

2) 预计公司 2023-2025 年新增自建门店分别为 1148、1400、1400 家，毛利率分别为 36.66%、36.94%、38.10%。

3) 预计公司 2023-2025 年新增加盟门店分别为 1500、1900、1900 家。

表12：公司盈利预测

百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	13966.70	15695.66	20175.52	22420.96	26869.31	32019.77
yoy	19.75%	12.38%	28.54%	11.13%	19.84%	19.17%
毛利率	32.06%	32.13%	31.88%	33.17%	33.21%	33.25%
门店总数	6533	8352	10783	13762	17262	20762
门店数量 yoy	27.40%	27.84%	29.11%	27.63%	25.43%	20.28%
直营-收购：						
收购门店数	2296	2831	3589	3920	4120	4320
收购门店收入				8590.6	9218.94	9862.4
毛利率				39.26%	40.68%	40.76%
直营-自建：						
自建门店数	2596	3298	4060	5208	6608	8008
自建门店收入				10165.8	12669.5	15749.22
自毛利率				36.66%	36.94%	38.10%
加盟：						
加盟门店数	1641	2223	3134	4634	6534	8434
加盟业务收入				3892.56	5174.93	6679.73
加盟业务毛利				428.18	569.24	734.77
闭店：						
当年闭店数	91	150	175	190	144	194

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

相对估值：选取益丰药房（门店布局相似）、大参林（规模相似）、一心堂（云南连锁药店龙头）、健之佳（云南连锁药店龙头）为可比公司。老百姓 2023-2025 年对应当前市值的市盈率分别为 17、14、12 倍，低于行业均值，给予“买入”评级。

表13：老百姓可比公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E

603939.SH	益丰药房	401	14.77	18.66	22.88	27	21	18
603233.SH	大参林	253	13.09	16.24	19.97	19	16	13
002727.SZ	一心堂	103	9.5	11.42	13.47	11	9	8
605266.SH	健之佳	57	4.01	4.95	6.11	14	12	9
	行业平均					18	14	12
603883.SH	老百姓	158	9.2	11.1	13.6	17	14	12

数据来源：wind，东吴证券研究所（预测时间为 2024 年 2 月 5 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。

老百姓三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	9,463	10,835	13,476	16,627	营业总收入	20,176	22,421	26,869	32,020
货币资金及交易性金融资产	2,414	3,152	4,402	5,854	营业成本(含金融类)	13,744	14,984	17,947	21,373
经营性应收款项	2,839	3,128	3,757	4,479	税金及附加	55	70	83	99
存货	3,949	4,299	5,127	6,105	销售费用	3,898	4,798	5,750	6,827
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,107	1,054	1,284	1,553
其他流动资产	262	256	190	189	研发费用	2	2	3	4
非流动资产	11,934	12,453	13,053	13,755	财务费用	232	211	204	191
长期股权投资	65	87	109	130	加:其他收益	56	65	78	93
固定资产及使用权资产	4,014	3,901	3,779	3,648	投资净收益	21	13	16	19
在建工程	160	210	270	340	公允价值变动	6	0	0	0
无形资产	600	723	847	970	减值损失	(14)	(18)	(10)	(10)
商誉	5,493	5,893	6,393	6,993	资产处置收益	1	2	2	2
长期待摊费用	688	708	709	709	营业利润	1,207	1,364	1,683	2,078
其他非流动资产	915	931	948	964	营业外净收支	1	2	2	2
资产总计	21,397	23,288	26,529	30,382	利润总额	1,208	1,365	1,685	2,080
流动负债	10,846	11,645	13,538	15,726	减:所得税	231	273	337	416
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,056	2,056	2,056	2,056	净利润	976	1,092	1,348	1,664
经营性应付款项	6,963	7,594	9,095	10,831	减:少数股东损益	191	175	243	300
合同负债	220	240	287	342	归属母公司净利润	785	918	1,106	1,365
其他流动负债	1,607	1,755	2,099	2,496	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.34	1.57	1.89	2.33
非流动负债	3,453	3,453	3,453	3,453	EBIT	1,413	1,513	1,802	2,165
长期借款	1,578	1,578	1,578	1,578	EBITDA	2,738	2,754	3,051	3,423
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.88	33.17	33.21	33.25
租赁负债	1,821	1,821	1,821	1,821	归母净利率(%)	3.89	4.09	4.11	4.26
其他非流动负债	54	54	54	54	收入增长率(%)	28.54	11.13	19.84	19.17
负债合计	14,300	15,098	16,991	19,179	归母净利润增长率(%)	17.29	16.89	20.49	23.42
归属母公司股东权益	6,530	7,447	8,553	9,918					
少数股东权益	568	743	985	1,285					
所有者权益合计	7,098	8,190	9,538	11,202					
负债和股东权益	21,397	23,288	26,529	30,382					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2,314	2,717	3,314	3,624	每股净资产(元)	11.16	12.73	14.62	16.96
投资活动现金流	(1,457)	(1,743)	(1,830)	(1,936)	最新发行在外股份(百万股)	585	585	585	585
筹资活动现金流	(143)	(235)	(235)	(235)	ROIC(%)	9.78	9.24	10.06	10.94
现金净增加额	717	738	1,249	1,452	ROE-摊薄(%)	12.02	12.32	12.93	13.76
折旧和摊销	1,325	1,241	1,250	1,259	资产负债率(%)	66.83	64.83	64.05	63.13
资本开支	(297)	(1,698)	(1,807)	(1,917)	P/E(现价&最新股本摊薄)	20.13	17.22	14.29	11.58
营运资本变动	(217)	147	491	480	P/B(现价)	2.42	2.12	1.85	1.59

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>