

百年同春，福泽民生

买入(首次)

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	581.73	641.25	797.38	975.36	1,163.47
同比(%)	6.33	10.23	24.35	22.32	19.29
归母净利润(百万元)	85.63	91.83	111.37	134.36	160.68
同比(%)	8.38	7.24	21.27	20.65	19.59
EPS-最新摊薄(元/股)	0.24	0.26	0.31	0.38	0.45
P/E(现价&最新摊薄)	57.79	53.89	44.44	36.83	30.80

投资要点

- **百年同春，福泽民生。**民生健康的控股股东为杭州民生药业，其前身是1926年创立的同春药房，同时也是中国最早生产针剂的西药厂之一。1985年民生针对国人研发上市了多维元素片(21金维他)，为国内第一款多维元素类OTC药品，2005年21金维他销售额已突破10亿元。2010年民生药业与法国赛诺菲签署合资协议，组建赛诺菲民生健康药业有限公司，2017年民生药业回购赛诺菲持有的股份，公司正式更名为杭州民生健康药业有限公司，2023年9月5日公司于创业板上市。公司主营维矿类产品，2024年收入占比达97%；经营表现稳健，2018-2024年收入/归母净利润CAGR分别为13%/18%。基于持续的科研投入，公司在益生菌、治疗型用药、医美领域迎来众多产品面世的新发展阶段。
- **渠道基础好，传统维矿增长稳健，益生菌增量明确。**2016-2024年中国OTC市场规模由1289亿元增至2214亿元，CAGR为7%，高于世界平均水平(4%)。OTC行业线上渠道占比迎来提升，2017-2024年OTC线上渠道占比由4.61%提升至30.45%。公司的大单品21金维他多维元素片(OTC)2024年营收占比接近69%，为更好地适应不同市场与不同消费人群的需求，公司进一步延展产品矩阵。**益生菌业务步入正轨，25年有望实现高双位数增长：**随着与中科嘉亿的合作开展，公司益生菌实现原料自供，同时蓝帽子产品(普瑞宝已于25M4上市)、功能性食品“纤宝”等陆续上市。**2025年中科嘉亿并表，我们预计2025年益生菌业务收入有望实现高双位数增长(同比基准为2024年中科嘉亿收入)。**
- **步入收获期，产品多点开花。**公司凭借药房渠道的经营基础，积极开辟治疗型用药新领域：戒烟药伐尼克兰及生发产品米诺地尔现已获批、预计于25Q3正式上市，蓄势帷幄多年，站在新一轮产品周期的起点，春种一粒粟，秋收万颗子：(1)中国防脱药品市场快速扩容，规模由2020年的12亿元增至2023年的47亿元，CAGR=58%。据此测算，2024年米诺地尔市场规模约25.18亿元。2025年3月24日公司公告取得米诺地尔批文，预计OTC产品于2025Q3面市。我们预计25年收入贡献千万级，参考行业第一大单品，公司米诺地尔产品后续仍有较大空间。(2)2025年2月公司收购山东朗诺的伐尼克兰(戒烟药)批文，产品现处于包装设计及生产准备阶段，预计2025Q3上市销售。2025年收入贡献预计千万级别，而后作为重点产品大力推广，同时考虑到2021年6月以来Champix受负面舆情的影响全球禁售，公司戒烟药出海逻辑同样亮眼，空间更高。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计2025-2027年公司归母净利润分别为1.11/1.34/1.61亿元，同比增速为21%/21%/20%，对应2025-2026年PEG为2.09x、1.78x，考虑到公司步入产品密集上市期，后续增长动能及空间充足，我们认为当下估值仍具性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争，原材料成本上涨，产品销售不达预期，食品安全问题的风险。

2025年06月25日

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 邓洁

执业证书：S0600525030001

dengj@dwzq.com.cn

市场数据

收盘价(元)	13.88
一年最低/最高价	10.60/18.99
市净率(倍)	3.07
流通A股市值(百万元)	1,534.18
总市值(百万元)	4,948.97

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.52
资产负债率(% ,LF)	13.27
总股本(百万股)	356.55
流通A股(百万股)	110.53

相关研究

内容目录

1. 民生在勤，勤则不匮	4
1.1. 百年同春，福泽民生.....	4
1.2. 股权集中，管理稳定.....	6
1.3. 经营稳健，财务健康.....	7
2. OTC 行业高增长、高壁垒	9
2.1. OTC 属药品，审核严、要求高.....	9
2.2. 我国 OTC 维矿增速领先于世界.....	10
2.3. 线上渠道占比提升，但线下仍为主导.....	13
2.4. 行业进入壁垒愈高，民生健康先发优势明显.....	14
3. 步入收获期，产品多点开花	15
3.1. 传统维矿稳健前行，多人群、多场景延展.....	15
3.2. 益生菌步入正轨，2025 年有望高增.....	16
3.3. 布局治疗型用药，产品步入收获期.....	18
3.3.1. 脱发市场长坡厚雪，公司米诺地尔产品预计 25Q3 上市.....	18
3.3.2. 伐尼克兰市场潜力大，2025 年预计贡献千万级收入.....	19
4. 盈利预测及风险提示	21
4.1. 盈利预测.....	21
4.2. 估值与投资建议.....	21
5. 风险提示	22

图表目录

图 1: 民生健康历史复盘.....	5
图 2: 民生健康产品矩阵.....	5
图 3: 股权结构 (截至 2024 年报)	6
图 4: 董事会背景节选 (截至 2024 年底)	6
图 5: 股权激励.....	7
图 6: 2018-2024 年收入/归母净利润 CAGR 分别为 13%/18%，经营稳健	8
图 7: 2018-2024 年分品类收入占比变化	8
图 8: 2018-2024 年 (直营) 电商提速发展	8
图 9: 近年来公司整体毛利率略有承压	9
图 10: 2024 年各业务毛利率对比.....	9
图 11: 费用率逐步优化.....	9
图 12: 公司盈利水平处于中上游，较为稳定 (净利率%)	9
图 13: OTC/蓝帽子/功能食品对比	10
图 14: 全球 OTC 市场稳步扩容.....	11
图 15: 2016-2024 年中国 OTC 市场规模 CAGR=7%	11
图 16: 2024 年中国 OTC 市场结构.....	11
图 17: 全球 OTC 维矿市场规模.....	12
图 18: 中国 OTC 维矿市场规模.....	12
图 19: 65 岁以上人口占比 (单位: %)	12
图 20: 不同年龄段人群的健康消费金额占比 (2021 年)	12
图 21: 人均医疗保健支出占可支配收入比重上行	13
图 22: 平淡的收入预期与稳健的健康消费 (2023 年)	13
图 23: 医保线上购药政策逐步放开 (节选)	13
图 24: 中国 OTC 行业渠道分布，线上转型更明确.....	14
图 25: 按销售额口径，民生健康市占率稳步提升.....	15
图 26: 25Q1 民生健康及善存市占率对比	15
图 27: 维矿类产品矩阵进一步延展.....	16
图 28: 2018-2024 年益生菌收入持续下滑	16
图 29: 受制于规模效应及原料，益生菌毛利率持续下滑	16
图 30: 益生菌步入正轨，2025 年有望高增	17
图 31: 脱发人群划分，男性群体占比 65% (2024 年)	18
图 32: 90 后为脱发困扰人群，占比 38.5% (2024 年)	18
图 33: 中国防脱药品市场 2020-2023 年 CAGR=58%	19
图 34: 防脱药品效果及安全性对比.....	19
图 35: 2024 年米诺地尔 CR2=75.7%.....	19
图 36: 民生健康米诺地尔搽剂预计 25Q3 正式面市	19
图 37: 伐尼克兰相对优势明显，效果良好且无戒断反应	20
表 1: 公司营收测算汇总 (百万元)	21
表 2: 可比公司估值对比 (估值日 2025/6/24)	22

1. 民生在勤，勤则不匮

1.1. 百年同春，福泽民生

百年同春，福泽民生。民生健康的控股股东为杭州民生药业，其前身是 1926 年创立的同春药房，是中国最早生产针剂的西药厂之一。2010 年民生药业与法国赛诺菲签署合资协议，组建赛诺菲民生健康药业有限公司，2017 年民生药裔回购赛诺菲持有的股份，公司正式更名为杭州民生健康药业有限公司，2023 年 9 月 5 日公司于创业板上市。

复盘公司历史，大致可分为几个阶段：

1926-2000 年：百年品牌，同春初成。浙江人周师洛创立同春药房（民生药业前身），1958 年民生药厂与浙江制药厂合并，地方国营浙江民生药厂正式成立。**1985 年民生针对国人研发上市了多维元素片（21 金维他），为国内第一款多维元素类 OTC 药品，大单品初具雏形。**经产权制度改革，2000 年杭州民生药业集团成立，正式民营化。

2001-2009 年：功于营销，抢占先机。2002 年民生药业加大广告营销，“21 金维他，健康千万家”电视广告于湖南卫视等 6 家电视台投放，销售快速起量。而后公司重点布局电视营销，2003 年 21 金维他成功登陆央视黄金档、2005 年央视主持人倪萍成为品牌代言人、2006 年冠名央视春晚并连续三年登陆央视，进一步提升了品牌形象和市场认知度。**得益于电视广告营销的成功，2005 年 21 金维他销售额已突破 10 亿元。**

2010-2017 年：引入赛诺菲，延展业务版图。2010 年民生药业与法国赛诺菲签署合资协议，组建杭州赛诺菲民生健康药业有限公司。公司积极吸纳国际先进的管理经验及生产技术，进军益生菌领域，推出专业益生菌品牌“普瑞宝”。

2018 年至今：经营向上，步入快车道。民生药业于 2017 年回购赛诺菲股份，公司正式更名为杭州民生健康药业有限公司。2019、2020 年企业分别荣获杭州高新技术企业证书、国家高新技术企业称号。2022 年依托敏锐的市场洞察，21 金维他继续推出系列产品，精准覆盖国人精力、骨骼、女性美容、抵抗力、睡眠、护眼、心脑血管健康等不同场景的营养需求，产品结构走向多元。2023 年公司创业板上市，获得资本市场加持。在科研方面公司持续投入，2024-2025 年公司医美护肤、戒烟、生发产品将先后面世。

图1：民生健康历史复盘



数据来源：公司官网、公司公告、东吴证券研究所

公司现有产品矩阵聚焦，其中维矿类产品收入占比97%，涵盖OTC、保健食品、功能食品三类，各有代表性产品。

图2：民生健康产品矩阵

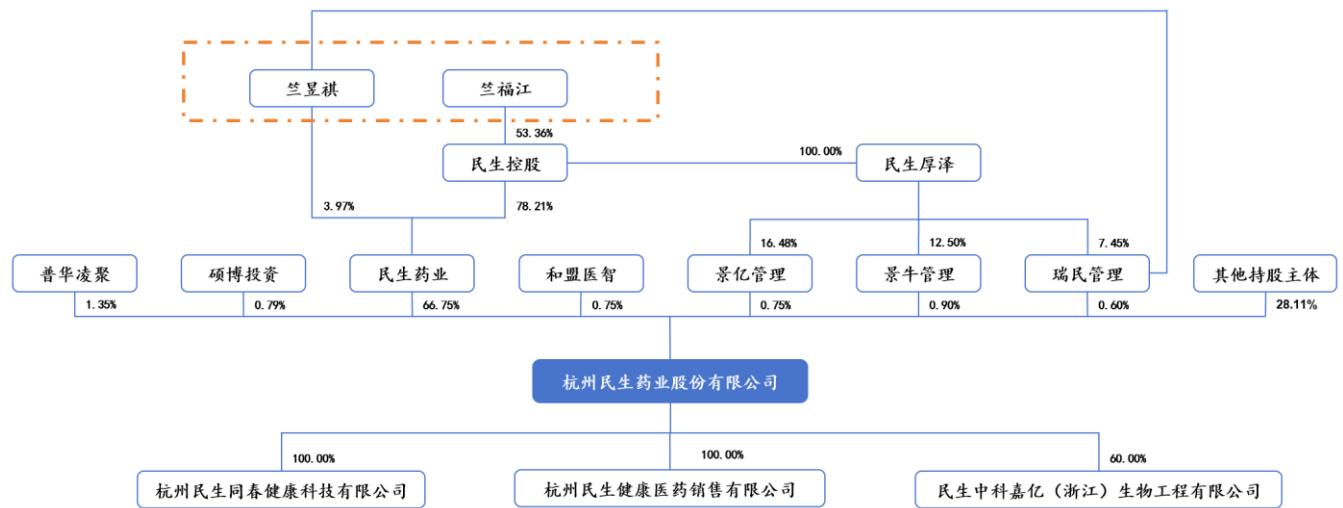
系列	名称	产品名称	图片	适宜人群（症状）	规格	建议零售价-元
21金维他	OTC产品	21金维他®多维元素片		预防和治疗因维矿缺乏引起的疾病	30片*4瓶	117
	保健食品	21金维他®多种维生素矿物质片		需要补充多种维生素矿物质的7-17岁人群及成人、孕妇、乳母	1.15g*80片	66
	保健食品	21金维他 1阶®多种维生素矿物质片		补充多种维矿的7-17岁人群	1.08g*56片	58
	功能食品	小金维他®多种维生素片		补充多种维生素的4-13岁人群	0.86g*30片	45
普瑞宝	功能食品	21金维他®多种维生素矿物质软糖		适用于运动人群，中长跑、慢跑、健身操、户外运动等人群	1g*30粒	99
	益生菌	益生菌固体饮料		肠道功能紊乱、免疫力低下人群	1.5g*7袋	162
民生同春	清膏	民生同春®十八味本草清膏		Z世代、女性、新银发族	20g*30袋/盒	599
民生	混悬液	民生®益卫舒®铝碳酸镁混悬液		1、慢性胃炎 2、与胃酸有关的胃部不适症状，如胃痛、胃灼热感(烧心)等	100ml	35

数据来源：公司官网、东吴证券研究所

1.2. 股权集中，管理稳定

公司股权结构清晰且稳定。杭州民生药业股份有限公司为第一大股东，实控人为竺福江、竺昱祺父子。实控人对公司整体战略的把控性强，公司战略稳定且连贯。

图3：股权结构（截至 2024 年报）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

管理层从业经验丰富。公司的核心管理团队人员稳定，多具医药背景，且于公司任职多年、熟悉经营情况，能够赋能公司中长期发展。

图4：董事会背景节选（截至 2024 年底）

姓名	职务	年龄	履历
竺福江	董事长、董事	69	曾任杭州民生药厂车间副主任、厂工会主席、党委副书记、党委书记兼副董事长；杭州民生药业党委书记、董事长、总经理；杭州赛诺菲民生制药董事长；杭州赛诺菲民生健康药业董事长；杭州民生医药控股集团有限公司董事长、总裁；杭州民生健康药业股份有限公司董事长。 现任杭州民生健康药业股份有限公司董事长，杭州民生医药控股集团有限公司、杭州民生药业股份有限公司、杭州民生多仁医疗管理技术有限公司、杭州民生立德医疗科技有限公司董事长，并任浙江浙商健投资产管理有限公司董事。
张译中	副董事长、董事	62	曾任杭州市二医院药师；历任杭州民生药业销售分公司总经理、副总经理、营运总裁、总经理，2011年9月至今任杭州民生医药控股集团董事。现任杭州民生健康药业股份副董事长，杭州民生医药控股集团、杭州民生药业股份、杭州民生多仁医疗管理技术有限公司、杭州民生立德医疗科技有限公司、杭州民生生物科技有限公司、杭州民生多仁口腔门诊部有限公司、民生中科（浙江）董事。
张海军	董事、总经理	44	曾任上海达能饼干食品销售代表、主管；杭州民生药业地区销售经理、浙江省销售总经理；赛诺菲（中国）投资上海分公司销售总监；杭州民生健康药业营销总经理。现任民生健康董事兼总经理、民生中科（浙江）董事长，健康销售、民生同春执行董事兼总经理。
刘丽云	董事、副总经理	47	曾任杭州民生药业技术经理；杭州赛诺菲民生健康药业生产部经理、研发经理、物流部经理；杭州民生健康药业工厂总经理、副总经理、研发总监。现任杭州民生健康药业董事兼副总经理。

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2024 年公司推出股权激励，提振团队积极性。公司于 2024 年推出了限制性股票激

励计划，首次授予 350 万股（占股本总额的 0.98%），授予价格为每股 6.67 元。此次激励计划覆盖 40 名激励对象，包括公司及子公司中的董事、高级管理人员、核心管理人以及核心技术骨干。按照股权激励目标推算（仅根据股权激励公告信息及 2024 年实际业绩做推算），对应 2025-2026 年目标营收同比增速 10%/10%，净利润增速 13%/10%。

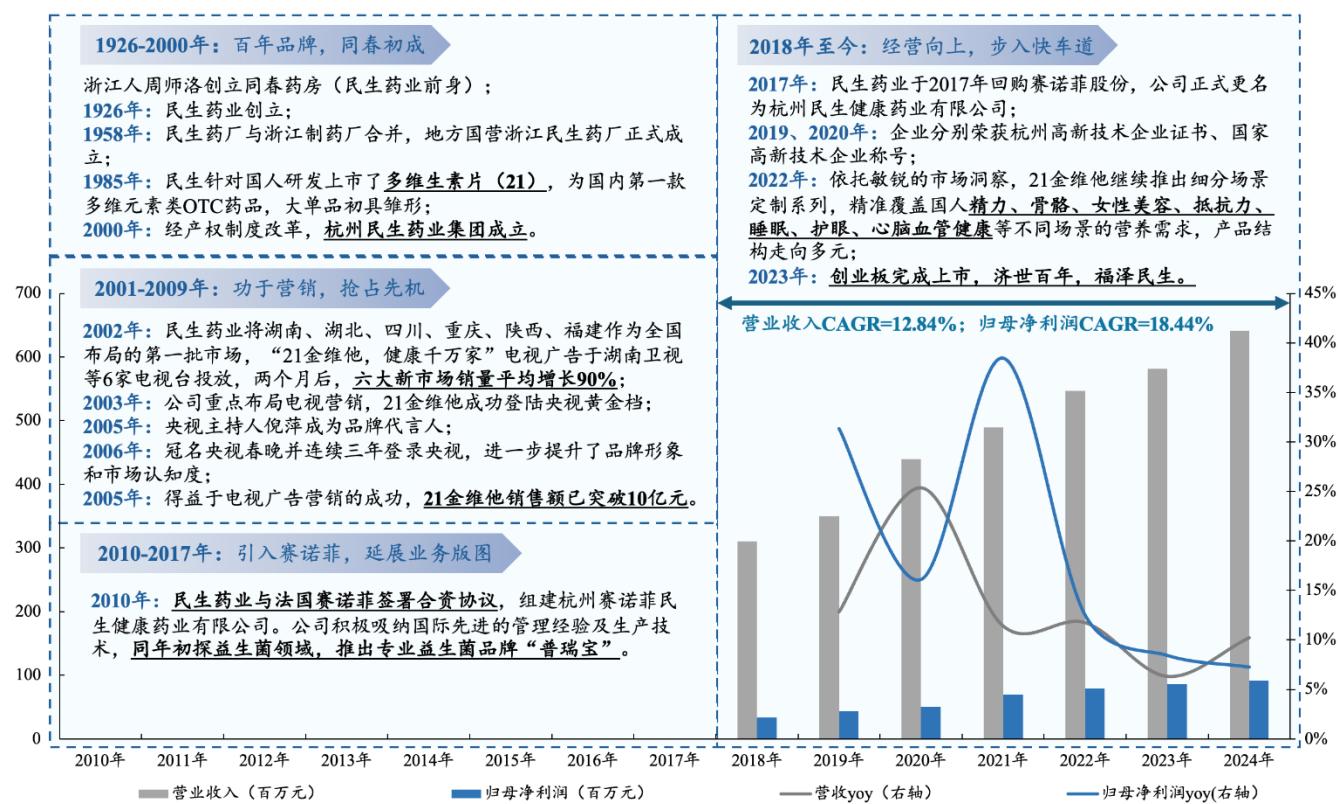
图5：股权激励

时间	激励范围	授予股票数量	授予价格	解除限售期	考核目标（以 2023 年为基数）	解锁比例
2024/ 8/29	董事、高级管理	350 万股（占股 本 0.98%）	6.67 元/股	第一期（2024 年）	净利润增长率 ≥10%（触发值 8%） 营收增长率 ≥10%（触发值 8%）	40%
	人员、核心管理			第二期（2025 年）	净利润增长率 ≥21%（触发值 16.6%）	30%
	人员、核心技术 (业务)骨干共计			第三期（2026 年）	营收增长率 ≥21%（触发值 16.6%） 净利润增长率 ≥33.1%（触发值 26%） 营收增长率 ≥33.1%（触发值 26%）	30%
40 人						
数据来源：公司公告、东吴证券研究所						
百万元	2022 年	2023 年（基准）	2024E	2024A	2025E	2026E
营业收入	547.1	581.7	639.9	641.3	703.9	774.3
yoy		6%	10%	10%	10%	10%
净利润	79.0	85.6	94.2	91.8	103.6	114.0
yoy		8%	10%	7%	13%	10%

1.3. 经营稳健，财务健康

公司经营稳健，2018-2024 年收入/归母净利润 CAGR 分别为 13%/18%。截至 2024 年公司实现收入/归母净利润 6.41/0.92 亿元，同比分别增长 10%/7%。2018-2024 年公司净利率稳定在 11%-15% 区间，盈利整体稳定且健康。

图6：2018-2024年收入/归母净利润CAGR分别为13%/18%，经营稳健

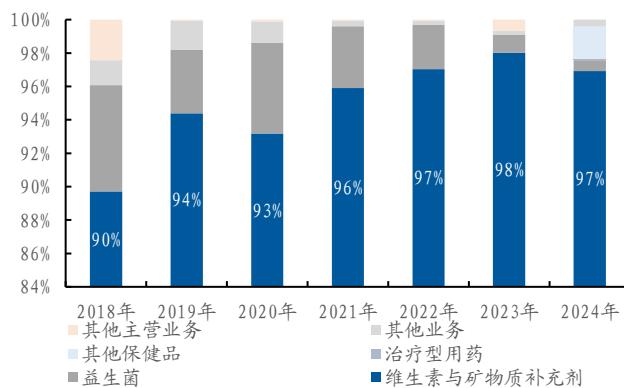


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

品类视角分拆收入，维生素与矿物质补充剂系列收入占比维持在九成以上，为公司的基本盘。由于公司持续对普瑞宝益生菌业务进行调整，使其近年来营收占比略有回落（由2018年的6%降至2024年的1%）；治疗性用药以铝碳酸镁混悬液为例，该产品于2024年6月获批、2024年底上市销售，2024年销售额约72万元；以民生同春为代表的其他保健品2024年收入占比约1.93%。

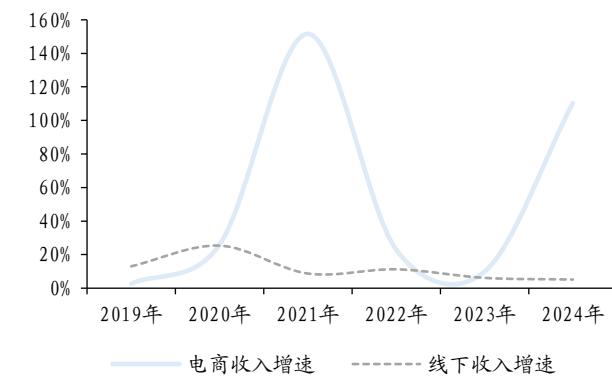
渠道视角分拆收入，（直营）电商渠道高速扩容，2024年收入增速高达110%。

图7：2018-2024年分品类收入占比变化



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

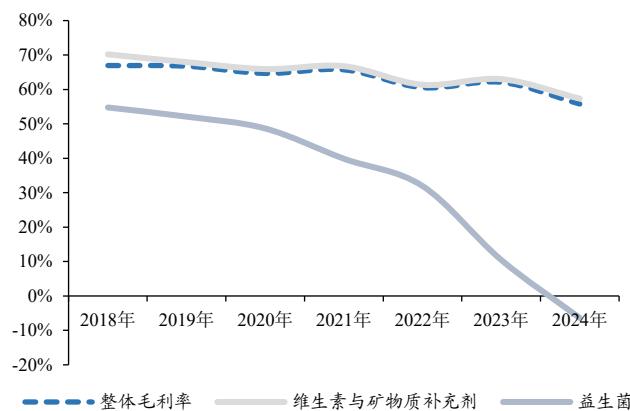
图8：2018-2024年（直营）电商提速发展



数据来源：公司公告、东吴证券研究所（备注：该部分电商仅为直营电商口径，不包括所有线上渠道）

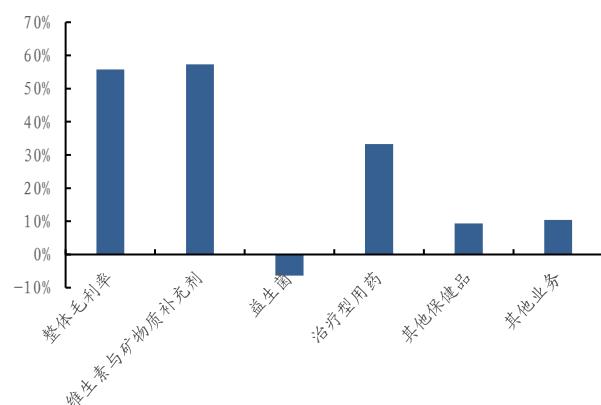
毛利率短期略有承压，主要归因于：(1) 益生菌业务持续调整，规模效应及盈利能力趋弱；(2) 毛利率相对较低的新业务/新产品密集上市，治疗型用药(铝碳酸镁混悬液)、其他保健品(民生同春)占比提升；(3) 销售模式变化，2024年开展招商与线上分销业务(采取外采模式)，相比原有的自营业务毛利率更低。展望未来，随着新产品/新业务渐入稳定期、规模效应显现，公司毛利率水平有望趋于稳定。

图9：近年来公司整体毛利率略有承压



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

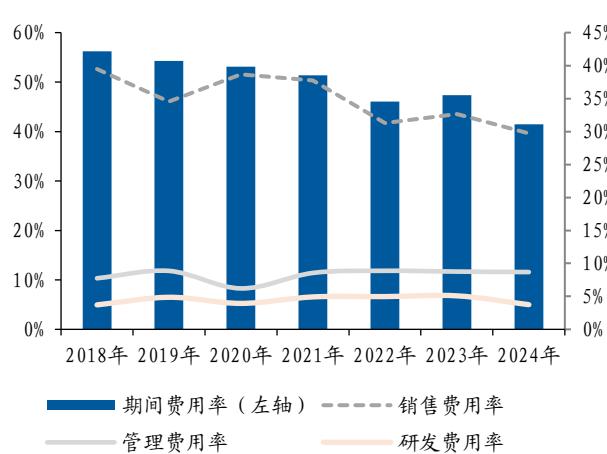
图10：2024年各业务毛利率对比



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

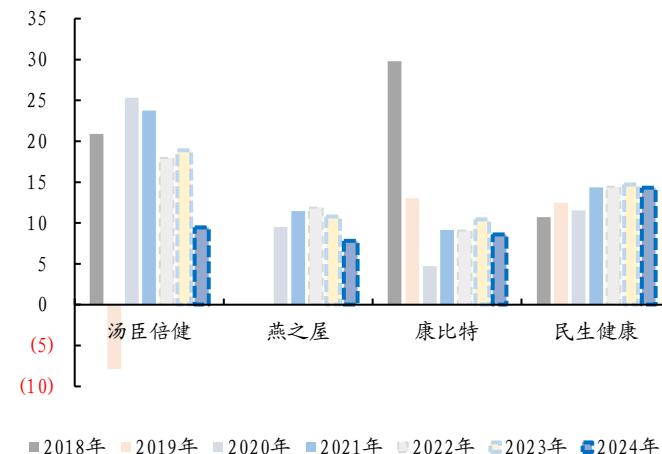
得益于系列降本增效成效措施，公司期间费用率迎来显著下降，2024年费用率为41%，较2018年优化15pct；其中销售/管理/研发费用率分别-10pct/+1pct/持平。横向对比其他保健品品牌端，民生健康净利率处于行业中上游水平且表现稳定，2018-2024年净利率提升4pct，稳扎稳打，步步为营。

图11：费用率逐步优化



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图12：公司盈利水平处于中上游，较为稳定(净利率%)



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2. OTC 行业高增长、高壁垒

2.1. OTC 属药品，审核严、要求高

横向对比，OTC 属药品品类，审核严、要求高。相比功能食品及保健食品，OTC 药品归属国家药品监督管理局监管，原料、安全性要求更高，上市需经过严格的临床试验/生物等效性试验，须有临床数据支持。

图13：OTC/蓝帽子/功能食品对比

比较维度	功能食品	保健食品	OTC 药品
法律定义	没有明确的法律定义，泛指添加了某种有益健康的功效性成分的食品	适宜于特定人群食用，具有调节机体功能，不以治疗疾病为目的，并且对人体不产生任何急性、亚急性或慢性危害的食品	消费者可不经过医生处方，直接从药房或药店购买的药品，而且是不在医疗专业人员指导下就能安全使用的药品
产品批文	无批准文号	“蓝帽子”标识  保健食品	OTC 标识 
监管机构	国家市场监督管理总局-食品生产经营安全监督管理司	国家市场监督管理总局-特殊食品安全监督管理司	国家药品监督管理局
产品属性	普通食品	保健食品	药品
原料要求	普通食品可使用的原料	普通食品可使用的原料以及国家规定的可用在保健食品中的原料	中药、化学药、生物制品等
安全性	不得有毒副作用	不得有毒副作用	可有一定毒副作用，一般较处方药更小
适用人群	没有严格要求，通常不建议儿童孕妇等特殊人群食用	需要调节某种机能的特定人群，具有明确的适宜和不适宜人群	适用于无需医生处方即可自行判断、购买和使用的患者
使用时间	可长期食用	可长期食用	具备治疗周期，多数不可长期使用
食用量	无规定	有明确规定，不可替代膳食及药品	严格遵循药品说明书
功能性实验	没有强制要求，企业自主选择是否对产品做功能试验	注册制类需开展动物试验或/和人体试验、毒理性试验；备案制按照国家规定的原材料目录和剂量要求，无须开展实验	首次上市的新药、改良型新药、仿制药，均需要经过严格的临床试验/生物等效性试验
科学文献	可以引用相关文献进行营养科普，但是没有强制规定需证明产品及其功效性成分的添加量能够达到相关功效	须引用相关科学文献或者发表相关文献，证明产品及其功效性成分的添加量确实能够达到声称的功效	必须有临床数据支持，批准时需提交详细研究资料
功能宣传	不得进行功能声称，不得明示或者暗示其保健作用	允许声称补充维生素、矿物质以及保健品功能目录中规定的 24 项功能	可明确说明适应症、治疗作用等功能
广告宣传	可以用代言人推荐	不得利用广告代言人作推荐、证明	不得利用广告代言人作推荐、证明
销售渠道	不可在药店销售	线上渠道及商超、母婴店、药店等线下渠道皆可销售，但线下货架销售时需要单列货架，不得与普通食品混放销售	1) 甲类非处方药，红底白色 OTC 字样，可在社会药店和医疗机构药房购买； 2) 乙类非处方药，绿底白色 OTC 字样，既可以在社会药店和医疗机构药房购买，也可以在经过批准的普通零售商业企业购买

数据来源：滨州医学院烟台附属医院、中国非处方药协会、艾瑞咨询、东吴证券研究所

2.2. 我国 OTC 维矿增速领先于世界

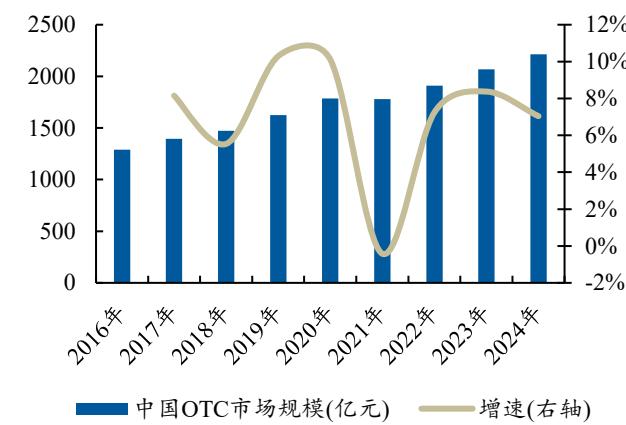
全球 OTC 市场规模稳步扩容，由 2016 年的 1446 亿美元增至 2024 年的 2014 亿美元，CAGR 为 4%；同期中国 OTC 市场规模亦由 1289 亿元增至 2214 亿元，CAGR 为 7%，高于世界平均水平。

图14：全球 OTC 市场稳步扩容



数据来源：Statista、东吴证券研究所

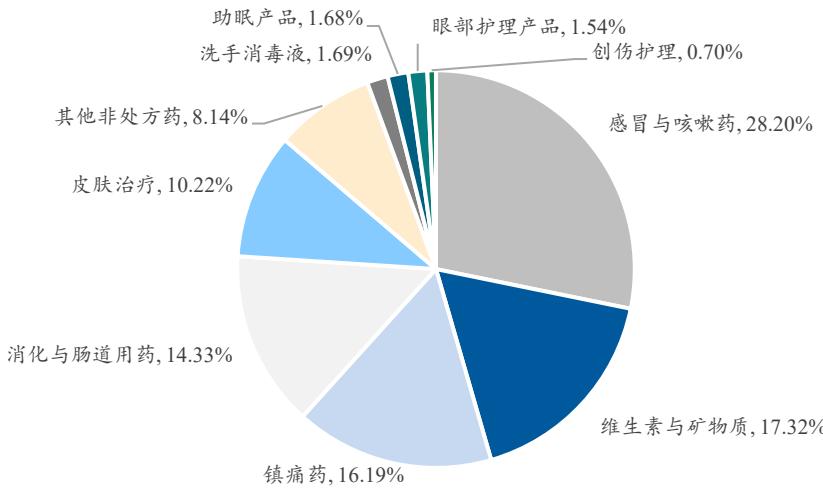
图15：2016-2024年中国OTC市场规模CAGR=7%



数据来源：Statista、东吴证券研究所

分品类来看，2024 年维生素与矿物质在中国 OTC 市场占比约 17%。以 2024 年为例，国内 OTC 市场占比前三品类为感冒与咳嗽药/维生素与矿物质/镇痛药，占比分别为 28%/17%/16%。

图16：2024年中国OTC市场结构



数据来源：Statista、东吴证券研究所

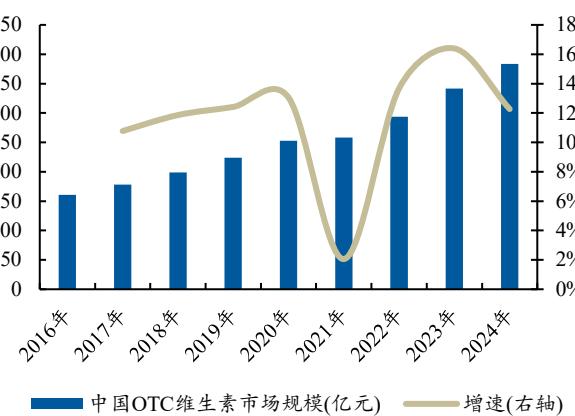
再探 OTC 维矿，2016-2024 年国内 OTC 维矿产品的市场规模由 160.6 亿元增至 383.4 亿元，CAGR 达 11%（明显高于世界平均水平，同期全球 OTC 维矿产品市场规模 CAGR 仅为 7%）。

图17：全球 OTC 维矿市场规模



数据来源：Statista、东吴证券研究所

图18：中国 OTC 维矿市场规模

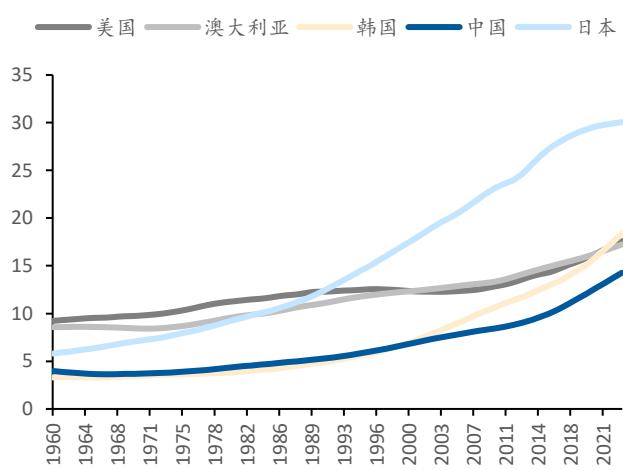


数据来源：Statista、东吴证券研究所

考虑到：(1) 老龄化支撑、(2) 居民健康意识提升、市场下沉渗透，预计未来三年我国 OTC 维矿行业增速仍有望维持在 9% 左右的水平：

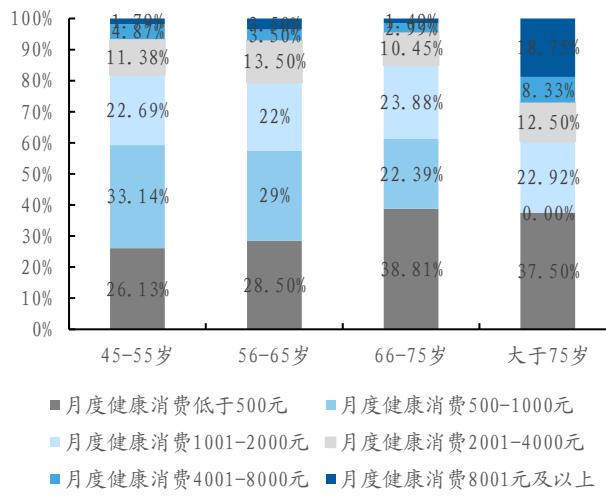
(1) 老龄化驱动我国 OTC 维矿行业的发展进入长周期。据国家统计局数据，我国 65 岁以上人口占比持续攀升，2023 年占比高达 14.27%（国际对于老龄化社会的定义：7%）。趋势而言，据全国老龄办发布的《中国人口老龄化发展趋势预测研究报告》，2021-2050 年我国或进入加速老龄化阶段：伴随着 20 世纪 60 年代到 70 年代中期第二次生育高峰人群进入老年，我国老年人口或呈加速增长。老年人的医疗保健需求有望为我国 OTC 维矿行业的发展提供底层支撑：以 2021 年《中老年群体健康消费现状及趋势调研报告》，随着年龄日益增大，月度健康消费在 4001 元以上的人群占比由(45-55 岁)6.66% 增至(大于 75 岁)27.08%，老年人的医疗保健需求相对更为刚性、短期财务状况受经济波动影响小，构成保健品行业的优质客群。

图19：65 岁以上人口占比（单位：%）



数据来源：Wind、国家统计局、东吴证券研究所

图20：不同年龄段人群的健康消费金额占比（2021 年）



数据来源：基因港、周末南方、东吴证券研究所

(2) 居民保健意识增强。2013-2022 年人均医疗保健支出占人均可支配收入的比重

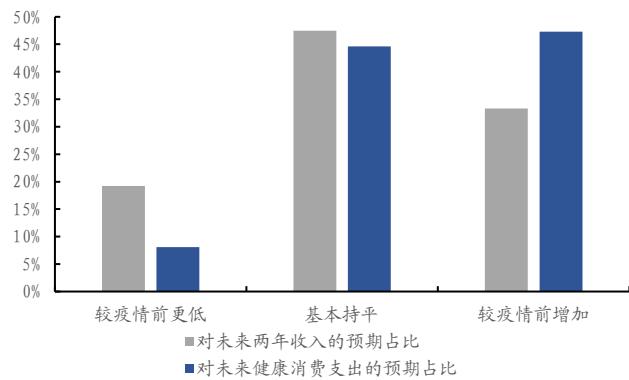
由 4.98% 增至 5.75%，且 2022 年底以来，居民保健意识明显增强：据《疫情后时代国民健康趋势洞察报告》，虽对于收入预期表现平淡，但接近一半的居民倾向增加健康支出。

图21：人均医疗保健支出占可支配收入比重上行



数据来源：艾媒咨询、东吴证券研究所

图22：平淡的收入预期与稳健的健康消费（2023年）



数据来源：中康消费者研究中心《疫情后时代国民健康趋势洞察报告（2023年）》、东吴证券研究所

2.3. 线上渠道占比提升，但线下仍为主导

疫情催化，叠加医保线上购药政策逐步放开，与 VDS 类似，OTC 行业线上渠道占比亦迎来提升。2020 年 3 月、11 月两项意见《关于推进新冠肺炎疫情防控期间开展“互联网+”医保服务的指导意见》、《关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见》发布，要求具备条件的统筹地区将定点医疗机构的“互联网+”医疗服务纳入医保支付范围，此后浙江、辽宁、上海、北京、广州、深圳等地陆续开展医保个人账户线上购药试点工作。

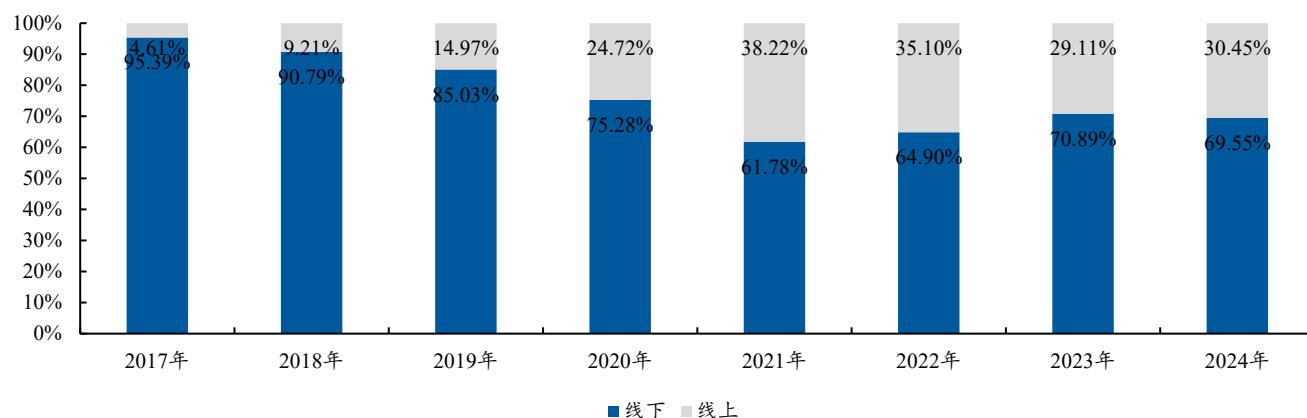
图23：医保线上购药政策逐步放开（节选）

时间	地区	具体规定
2019 年 8 月	全国	国家医保局印发《关于完善“互联网+”医疗服务价格和医保支付政策的指导意见》，为“互联网+”医疗服务的医保支付提供政策支持
2020 年 3 月	深圳	深圳市开始试水“医保到家”服务，市民可通过微信登录叮当快药微信商城使用医保购药
2021 年 7 月	全国	国家医保局发布《关于优化医保领域便民服务的意见》，推进“互联网+医疗服务”，实现处方流转、在线支付结算、送药上门一体化服务
2021 年 7 月	沈阳	沈阳首批 62 家试点定点药店在美团平台开通医保支付，市民可享受“网上下单、医保支付、送药到家”服务
2023 年 10 月	上海	借助饿了么、美团、京东等平台，启动试点互联网药店医保支付工作，市民可通过医保个人账户实现线上买药医保支付
2023 年 12 月	山西	山西省实施“互联网+职工门诊统筹”医保支付工作，报销账号范围从个人延伸至统筹基金
2024 年 7 月	北京	北京市参保人员可在京东、美团平台上使用医保个人账户支付非处方药，覆盖全市 300 家医保定点零售药店
2024 年 7 月	广州	广州市医保局宣布正式启动线上购买非处方药医保个人账户支付服务
2024 年 8 月	深圳	深圳市正式开通医保个人账户线上购药服务，参保人可在支付宝医疗健康频道“医保买药”专区使用医保支付
2024 年 12 月	天津	天津市首批 3 个第三方平台（美团、京东、饿了么）各 10 家定点零售药店开通医保个人账户在线购药功能

数据来源：中国政府网、深圳市医保局、电商派、国家医疗保障局、黄河新闻网、北京市医疗保障局、广州市人民政府、天津市医保局、东吴证券研究所

2017-2024 年 OTC 行业线上渠道占比由 4.61% 提升至 30.45%，其中：(1) 疫情期间 2021 年线上渠道占比达峰，达 38.22%；(2) 疫后随着消费场景恢复，线下渠道逐步修复，至 2024 年线下仍为国内 OTC 销售的主流渠道，线上/线下占比分别为 30.45%/69.55%。由于 OTC 相较 VDS 而言，可刷医保、存在渠道及场景限制，线下渠道仍旧具备天然的优势与壁垒。

图24：中国 OTC 行业渠道分布，线上转型更明确



数据来源：Statista、东吴证券研究所

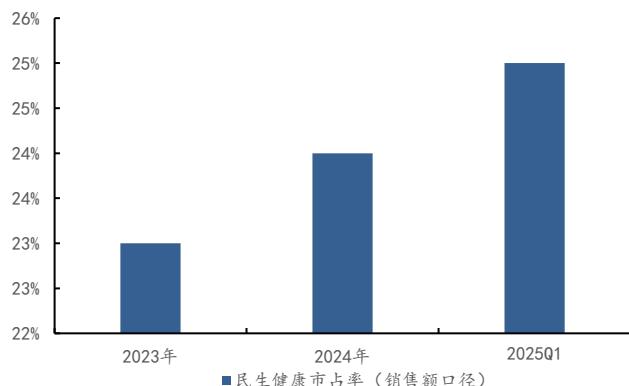
以民生健康为例，老牌 OTC 品牌立足线下、积极布局线上。(1) 大单品 21 金维他的销售现仍以线下为主，但线上占比稳步提升；(2) 随着中科嘉亿团队的加入，益生菌业务未来或以线上为主(功能性食品)、辅之以部分重点城市的线下推广(蓝帽子产品)。同时为进一步加大渠道覆盖，2024 年公司开展招商与线上分销业务、2025 年 1 月搭建线上销售团队，针对益生菌产品(线上布局功能性食品产品如“纤宝”、“畅宝”)设置产品销售与原料销售两支独立团队，资源共享、协同推进。展望 2025 年，公司线上渠道增速有望维持在 50% 左右的水平。

2.4. 行业进入壁垒愈高，民生健康先发优势明显

根据中康开思数据，(1) 以销售额口径核算，善存由于具备两大 OTC 系列(善存与银善存)且单价相对更高(善存/民生健康客单价约 200 元/65 元左右)，25Q1 善存/民生健康(按销售额核算)市占率分别为 48%/25%；(2) 但以瓶数/销量口径测算，民生健康市占率则更为领先。25Q1 为例，民生健康/善存(按瓶数核算)份额分别为 36%/26%。

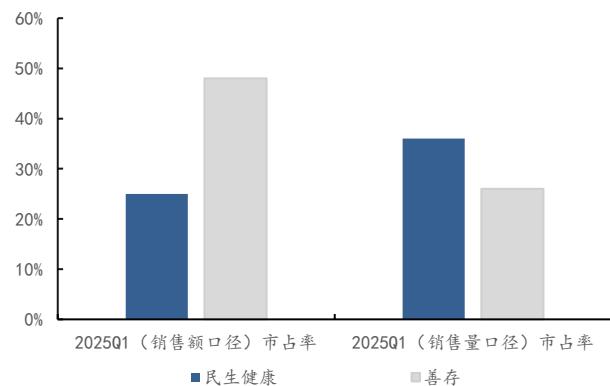
此外，考虑到国家基本暂停审核维生素矿物质类 OTC 新批文，维矿 OTC 含量与稀缺性更高，我们认为民生健康具备明显的先发优势与批文壁垒。

图25：按销售额口径，民生健康市占率稳步提升



数据来源：中康开思、东吴证券研究所

图26：25Q1 民生健康及善存市占率对比



数据来源：中康开思、东吴证券研究所

3. 步入收获期，产品多点开花

3.1. 传统维矿稳健前行，多人群、多场景延展

公司的大单品 21 金维他多维元素片 (OTC) 属于多种维生素矿物质复合制剂，2024 年营收占比接近 69%，大单品表现一向稳健，夯实基本盘。

为更好地适应不同市场与不同消费人群的需求，公司进一步延展其产品矩阵，依据不同销售渠道与销售平台的特性，推出不同新品：(1) 在维矿 OTC 品类下，公司进一步延展维生素 C、维生素 E、维生素 B 等基础维生素产品，以及维钙系列产品（如 2024 年新上市的赖氨酸磷酸氢钙颗粒、葡萄糖酸钙锌口服液、碳酸钙 D3 咀嚼片等），进一步丰富了公司在维矿类 OTC 市场的产品布局。(2) 针对不同性别和年龄段消费者，推出一阶、二阶、三阶的男款和女款多维产品。比如针对男性消费者，开发了补充精力系列产品；针对女性消费者，打造了美容系列矩阵，产品中添加了烟酰胺、维生素 C、维生素 E 等有助于美容养颜的成分。

我们预计 2025 年至今公司维矿类产品（包括 OTC 及保健品）或实现约 10% 的同比增长，全年增速亦有望维持在 10% 左右的水平，传统业务稳中有升。

图27：维矿类产品矩阵进一步延展

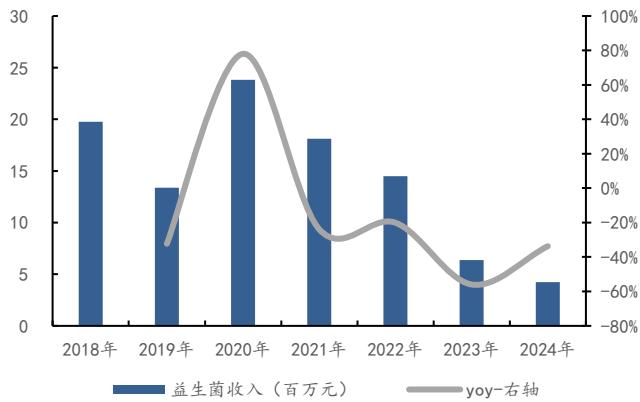


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

3.2. 益生菌步入正轨，2025年有望高增

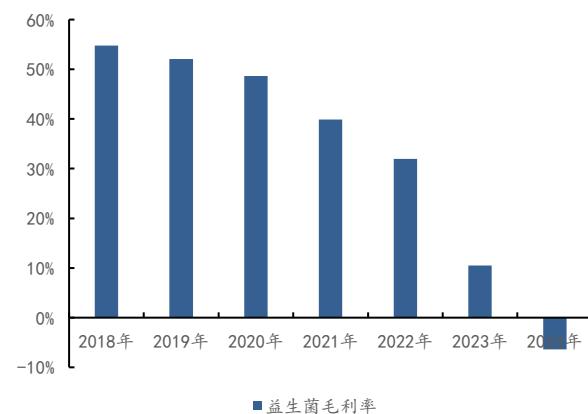
调整结束，重回正轨。2018-2024年普瑞宝（益生菌业务）收入占比由6%降至1%，期间毛利率亦由55%降至-6%，原因主要系：(1)为避免与子公司形成同业竞争、顺利实现上市，公司业务重心有所调整，益生菌业务逐渐边缘化；(2)原料供应问题：普瑞宝为蓝帽子保健食品，定位高端，其关键原料均来自国外，涉及拉曼、丹尼斯克等供应商，该类原料在注册环节遇阻、供应失去保障，使得益生菌生产受限、业务萎缩。

图28：2018-2024年益生菌收入持续下滑



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图29：受制于规模效应及原料，益生菌毛利率持续下滑



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

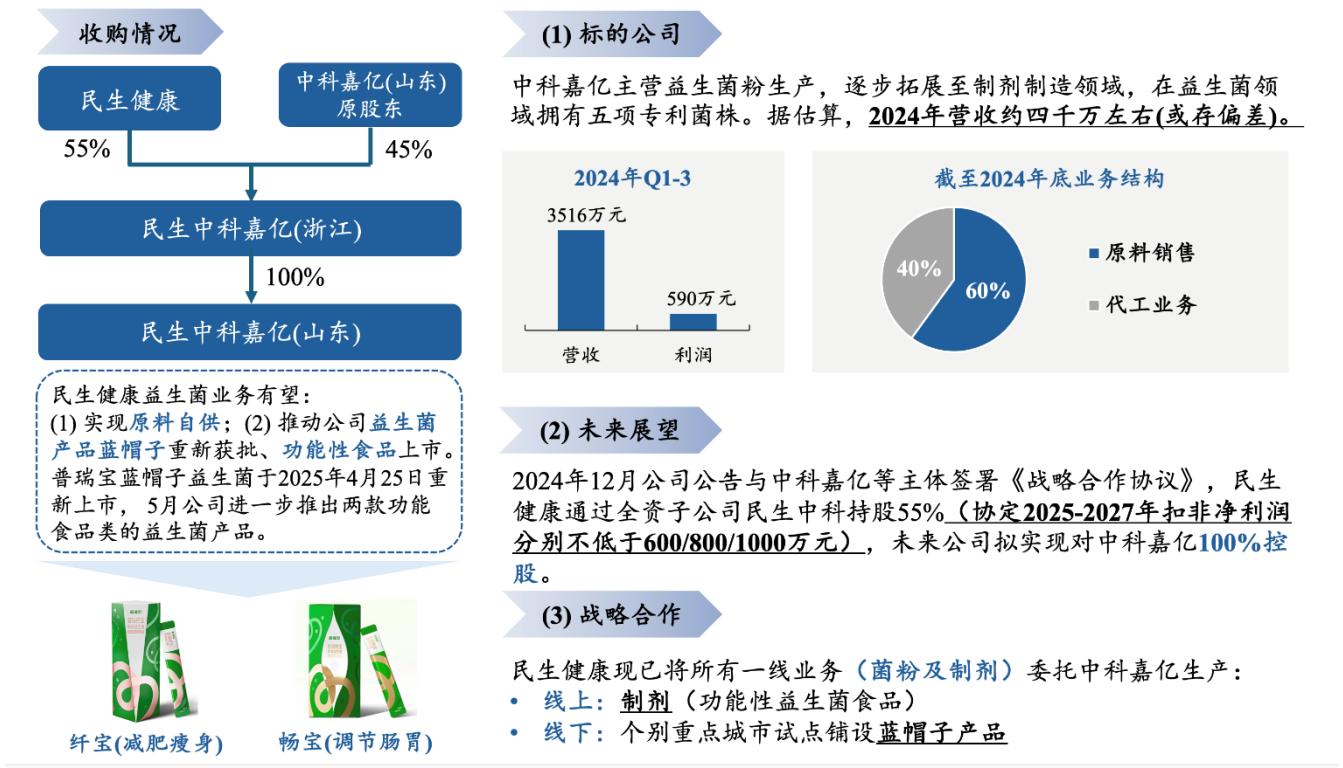
但随着与中科嘉亿(山东)投资控股有限公司的合作开展,公司益生菌业务有望(1)实现原料自供,(2)同时推动公司益生菌蓝帽子产品的重新上市、以及新款功能性食品的上市: 普瑞宝蓝帽子益生菌已于2025年4月25日重新上市,5月公司进一步推出两款功能食品类的益生菌产品,包括“纤宝”、“畅宝”。

(1) 收购标的中科嘉亿主营益生菌粉生产,并逐步拓展至制剂制造领域(尚未开始量产),在益生菌领域实力突出,现拥有国家发明专利47余项,中国发明专利菌株41株,国际专利菌株2株,成熟产品配方200余项,据测算2024年营收约四千万左右(根据收购协议公告,2024Q1-3 营收/利润 3516/590 万元,东吴证券模拟测算数据)。公司原有业务结构中,原料销售与代工业务收入占比约 6:4,未来或将进一步强化原料销售的主营地位。

(2) 2024年12月公司公告与中科嘉亿等主体签署《战略合作协议》,民生健康通过全资子公司民生中科持股55%(协定2025-2027年扣非净利润分别不低于600/800/1000万元)。

(3) 民生健康现已将所有一线业务(菌粉及制剂)委托中科嘉亿生产,其中制剂中长期来看或仍以线上渠道为主(功能性益生菌食品),线下选取个别重点城市试点铺设蓝帽子产品。

图30：益生菌步入正轨，2025年有望高增



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

原料供应得以保障,叠加蓝帽子产品、功能性食品上市,民生健康与中科嘉亿有望

强强联合、协同共进，我们预计 2025 年益生菌业务有望实现 6000-7000 万元收入，同比高增。

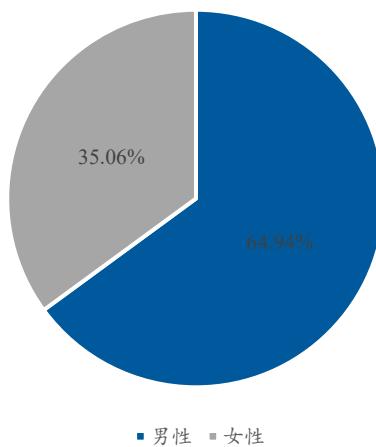
3.3. 布局治疗型用药，产品步入收获期

近年来公司凭借药房渠道的经营基础，积极开辟治疗型用药新领域：公司的戒烟药伐尼克兰及生发产品米诺地尔现已获批、我们预计 25Q3 正式上市，蓄势帷幄多年，站在新一轮产品周期的起点，春种一粒粟，期待秋收万颗子。

3.3.1. 脱发市场长坡厚雪，公司米诺地尔产品预计 25Q3 上市

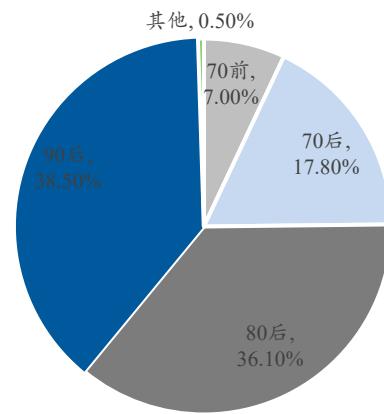
据艾瑞咨询，截至 2024 年我国脱发人群已超 2.5 亿人，占全国总人口的 17%。（1）按性别划分，男性脱发人口约 1.63 亿，女性约 0.88 亿；（2）按年龄划分，由于年轻人面临着求学、择业等压力，30 岁之前脱发的比例高达 84%，较上一代的脱发年龄提前了 20 年，呈现明显的年轻化趋势。

图31：脱发人群划分，男性群体占比 65%（2024 年）



数据来源：艾瑞咨询、东吴证券研究所

图32：90 后为脱发困扰人群，占比 38.5%（2024 年）



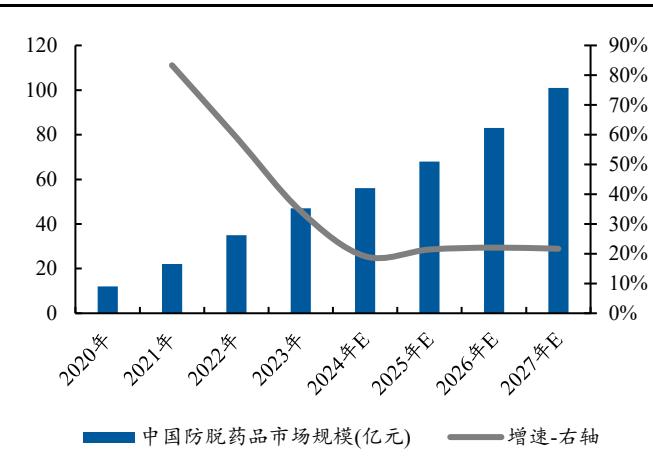
数据来源：前瞻经济学人、东吴证券研究所

中国防脱药品市场快速扩容，规模由 2020 年的 12 亿元增至 2023 年的 47 亿元，CAGR=58%，预计至 2027 年行业有望进一步扩容至 101 亿元。

现有三大防脱药品非那雄胺、螺内酯、米诺地尔相比，米诺地尔适用人群更广、防脱效果及安全性更高。米诺地尔目前是全球唯一获美国食品药品监督管理局（FDA）及国家药监局批准上市的用于治疗男女脱发的外用非处方药物；米诺地尔搽剂则是《中国雄激素性脱发治疗指南》推荐唯一用于治疗脱发外用化药，据我们测算，2024 年市场规模约 25.18 亿元，在防脱药品市场占比近半。自 2020 年起非那雄胺（口服类防脱药品）被纳入中国第三批带量采购，但由于其副作用和处方限制，非那雄胺占比预计将持续收窄，而米诺地尔凭借其外用属性和较低的副作用，规模和渗透率有望迎来稳定提升，未

来占比或将达到 70-80%。

图33：中国防脱药品市场 2020-2023 年 CAGR=58%

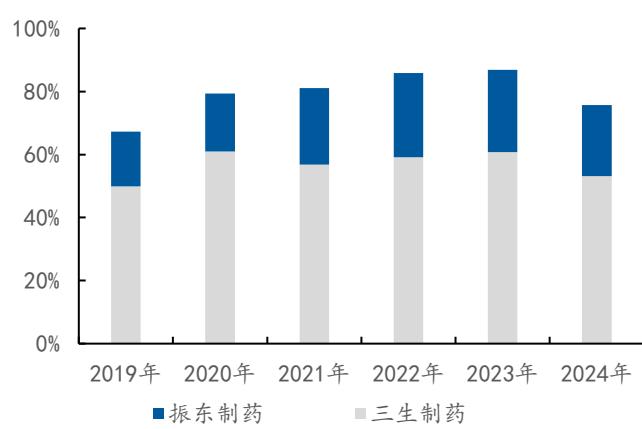


数据来源：艾瑞咨询、东吴证券研究所

由于米诺地尔属于国药准字的化学药品，审评审批均按照药品进行管控，(包括原料药、制剂、现场核查等环节)较为严格，因此品类集中度较高，三生制药(蔓迪)/振东制药(达霏欣)CR2高达75.7%，2024年三生制药蔓迪产品实现销售收入13.37亿元(同比+18.9%)，为现有第一大单品。

2025年3月24日民生健康公告取得米诺地尔批文，预计OTC产品于2025Q3面市。产品有望借力优势渠道实现快速铺货，我们预计25年收入贡献千万级，而后加速放量，参考行业第一大单品，仍有较大空间。行业长坡后雪，公司渠道优势明确。

图35：2024年米诺地尔 CR2=75.7%



数据来源：艾瑞咨询、东吴证券研究所

图34：防脱药品效果及安全性对比

治疗方法	非那雄胺	螺内酯	米诺地尔
适用人群	男性 AGA	女性 AGA	AGA
防脱效果	+++	+/-	+++
改善效果	++	+/-	++
安全性	+++	+	++++
推荐等级	2	1	2

数据来源：艾瑞咨询、东吴证券研究所

图36：民生健康米诺地尔搽剂预计25Q3正式面市

民生健康米诺地尔搽剂			
药品作用	原为血管舒张药，局部长期使用可刺激男性脱发和斑秃患者毛发生长		
名称	米诺地尔搽剂	类型	非处方药
规格	2%/5%	批准文号	国药准字 H20253660、国药准字 H20253661
批文	至 2030 年 03 月 17 日	注册分类	化学药品 3 类

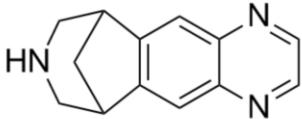
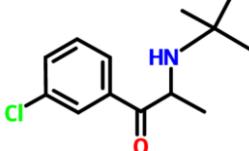
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

3.3.2. 伐尼克兰市场潜力大，2025年预计贡献千万级收入

伐尼克兰是一种专门针对尼古丁依赖研发的戒烟药物，为世界卫生组织推荐的一线戒烟产品，效果良好(戒断率领先)且无戒断效应，一方面能够激活受体释放低剂量多

巴胺以缓解戒断症状；另一方面能够阻断尼古丁结合，降低复吸快感，市场潜力仍大。

图37：伐尼克兰相对优势明显，效果良好且无戒断反应

伐尼克兰	安非他酮	尼古丁替代疗法
9-12 周戒断率 43.9%-44%	29.5%-29.8%	-
		
核心机制 $\alpha 4\beta 2$ 尼古丁受体部分激动-拮抗剂	多巴胺/去甲肾上腺素再摄取抑制剂	外源性补充尼古丁
优势 阻断复吸快感	抑制体重增加	短期安全性较高
药理特点 双重调节：① 部分激活受体释放低剂量多巴胺，缓解戒断症状；② 阻断尼古丁与受体结合，降低复吸快感	抗抑郁机制，抑制多巴胺重吸收，缓解戒断相关的情绪障碍，对受体无直接作用	通过贴片、口香糖等缓慢释放尼古丁，减轻戒断症状，但无受体阻断作用
核心临床证据 6 项 RCT 研究汇总：伐尼克兰 12 个月戒断率是安慰剂的 3 倍 (OR=3.1)		

数据来源：中国医学会呼吸病学分会、东吴证券研究所

伐尼克兰原研药为辉瑞的 Champix (酒石酸伐尼克兰片)，2006 年 5 月/2006 年 12 月/2008 年 7 月分别于美国/英国/中国上市，2019 年销售峰值期全球销售额约 11.07 亿美元 (美国市场 8.99 亿美元)。Champix 于 2008 年进入中国市场，但由于价格较高（完整的 12 周疗程费用约 2000 元左右）且未纳入医保，销售表现并不理想：2015-2019 年国内销售额均未超过 1000 万元。

辉瑞 Champix 专利已于 2020 年 11 月到期，其他药企亦可入局伐尼克兰仿制药生产。国内仟源医药的酒石酸伐尼克兰片（商品名：帕瑞可）2023 年获批、2024 年初面市，主要通过 OTC（非处方药）渠道销售：2024 年帕瑞可销售额已达 6416 万元，同比增长 172.7%，2025Q1 销售额进一步增至 2700 万元（同比增长 549.7%），延续高势能增长。

2025 年 2 月民生健康通过收购山东朗诺的药品批文（转售予民生健康）加速戒烟药伐尼克兰的上市，民生健康的伐尼克兰产品现已处于包装设计及生产准备阶段，我们预计 2025Q3 能够上市销售。由于研发、批文、渠道端均存壁垒，横向对标，我们认为民生健康有望结合其成熟的 OTC 运营经验（如 21 金维他渠道资源），赋能药店终端和线上 B2C 的开拓与成长。2025 年收入贡献预计千万级别，而后作为重点产品大力推广；同时考虑到 2021 年 6 月以来 Champix 受负面舆情的影响全球禁售，公司产品出海逻辑同样亮眼，空间及弹性或更高。

考虑到伐尼克兰产品毛利率高达 88%（参考帕瑞可 2024 年情况），亦有望进一步优化公司利润结构。

4. 盈利预测及风险提示

4.1. 盈利预测

收入预测：主业 OTC 维矿稳健发展，针对不同消费人群、消费场景扩充产品矩阵；益生菌业务触底反转，25 年收入有望高增；治疗型用药米诺地尔、伐尼克兰预计于 25Q3 上市，逐步贡献收入，我们看好公司未来发展，预计 2025-2027 年营收同比增速为 24%/22%/19%，其中维生素及矿物质补充剂系列收入增速为 10%/9%/8%，益生菌业务增速为 1608%/47%/43%，治疗型用药收入增速为 3522%/327%/74%。

业绩预测：随着高毛利的治疗型用药新品放量、产品结构优化，规模效应日益显现，公司毛利率有望逐步恢复。我们预计 2025-2027 年公司毛利率分别为 56%/58%/59%，2025-2027 年归母净利润为 1.11/1.34/1.61 亿元，同比增速为 21%/21%/20%。

表1：公司营收测算汇总（百万元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入合计	581.73	641.25	797.38	975.35	1163.47
<i>YoY</i>	6%	10%	24%	22%	19%
毛利率	62%	56%	56%	58%	59%
维生素与矿物质补充剂					
收入	570.15	621.45	683.60	741.70	801.04
<i>YoY</i>	7%	9%	10%	9%	8%
益生菌系列					
收入	6.38	4.23	72.23	106.23	152.13
<i>YoY</i>	-56%	-34%	1608%	47%	43%
治疗型用药					
收入		0.72	26.08	111.30	193.49
<i>YoY</i>			3522%	327%	74%
其他保健品（民生同春）					
收入		12.37	12.99	13.64	14.32
<i>YoY</i>			5%	5%	5%
其他主营业务					
收入	3.83				
<i>YoY</i>	1432%				
其他业务					
收入	1.37	2.49	2.49	2.49	2.49
<i>YoY</i>	-7%	82%	0%	0%	0%

数据来源：公司公告，Wind、东吴证券研究所

4.2. 估值与投资建议

我们预计 2025-2027 年公司营收分别为 7.97/9.75/11.63 亿元，同比增速分别为 24%/22%/19%；2025-2027 年归母净利润为 1.11/1.34/1.61 亿元，同比增速为 21%/21%/20%。

对应当前，2025-2026 年 PEG 为 2.09x、1.78x，公司处于 OTC 维矿及益生菌赛道，可比公司包括同样布局维矿的新诺威、江中药业，考虑到公司已步入产品密集上市期，后市增长动能及空间充足，我们认为当下估值仍具性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

表2：可比公司估值对比（估值日 2025/6/24）

代码	公司	股价 (元)	市值 (亿元)	PE				PEG			
				2023	2024	2025E	2026E	2023	2024	2025E	2026E
300765.SZ	新诺威	53.26	748	56.74	695.16	533.83	336.86	14.08	-7.93	3.32	5.76
600750.SH	江中药业	21.83	139	18.56	18.12	15.54	13.78	1.01	1.87	1.18	1.08
	平均							7.55	-3.03	2.25	3.42
301507.SZ	民生健康	13.88	49	57.79	53.89	44.44	36.83	6.89	7.44	2.09	1.78

数据来源：Wind、东吴证券研究所；其余公司盈利预测来自 Wind 一致预期。

5. 风险提示

市场竞争的风险：企业面对海内外的竞争，如若不能尽快提升自身研发，提升品牌知名度，保持及加强竞争优势，或面临市占率下降的风险。

原材料成本上涨的风险：若原材料价格大幅上涨，公司净利润将受到影响。

产品销售不达预期的风险：公司产品覆盖 OTC、益生菌及治疗型药物等，如若产品推广不达预期，或对公司收入及利润产生影响。

食品安全问题：如果产生食品安全问题，公司经营情况可能受到冲击、品牌形象受损，或对业绩产生影响。

民生健康三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,258	1,492	1,595	1,718	营业总收入	641	797	975	1,163
货币资金及交易性金融资产	835	938	957	1,046	营业成本(含金融类)	284	350	411	479
经营性应收款项	102	109	135	161	税金及附加	9	10	13	16
存货	106	150	172	199	销售费用	191	231	299	364
合同资产	0	0	0	0	管理费用	56	64	78	93
其他流动资产	216	295	332	312	研发费用	24	31	39	47
非流动资产	487	378	411	447	财务费用	(19)	(7)	(7)	(4)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	6	8	10	12
固定资产及使用权资产	165	164	160	150	投资净收益	10	9	12	15
在建工程	91	121	158	202	公允价值变动	(1)	0	0	0
无形资产	35	35	34	31	减值损失	(6)	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	3	4	5	6	营业利润	107	135	164	196
其他非流动资产	192	54	55	57	营业外净收支	(1)	(1)	(1)	(1)
资产总计	1,745	1,870	2,006	2,165	利润总额	106	134	162	194
流动负债	207	253	300	351	减:所得税	14	17	21	25
短期借款及一年内到期的非流动负债	1	1	1	1	净利润	92	117	142	170
经营性应付款项	40	51	59	69	减:少数股东损益	0	6	8	9
合同负债	31	31	39	48	归属母公司净利润	92	111	134	161
其他流动负债	134	170	201	233					
非流动负债	7	15	15	15	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.26	0.31	0.38	0.45
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0	EBIT	78	127	155	191
租赁负债	0	0	0	0	EBITDA	103	148	177	214
其他非流动负债	7	15	15	15					
负债合计	214	268	315	366	毛利率(%)	55.77	56.17	57.85	58.80
归属母公司股东权益	1,531	1,596	1,678	1,776	归母净利率(%)	14.32	13.97	13.78	13.81
少数股东权益	0	6	14	23					
所有者权益合计	1,531	1,602	1,691	1,799	收入增长率(%)	10.23	24.35	22.32	19.29
负债和股东权益	1,745	1,870	2,006	2,165	归母净利润增长率(%)	7.24	21.27	20.65	19.59

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	108	109	115	197	每股净资产(元)	4.29	4.47	4.71	4.98
投资活动现金流	(280)	(46)	(220)	(193)	最新发行在外股份(百万股)	357	357	357	357
筹资活动现金流	(38)	(47)	(52)	(62)	ROIC(%)	4.51	7.11	8.24	9.53
现金净增加额	(210)	16	(157)	(58)	ROE-摊薄(%)	6.00	6.98	8.01	9.05
折旧和摊销	24	21	22	23	资产负债率(%)	12.25	14.34	15.70	16.89
资本开支	(95)	(49)	(54)	(55)	P/E(现价&最新股本摊薄)	53.89	44.44	36.83	30.80
营运资本变动	(2)	(30)	(38)	17	P/B(现价)	3.23	3.10	2.95	2.79

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提供。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：

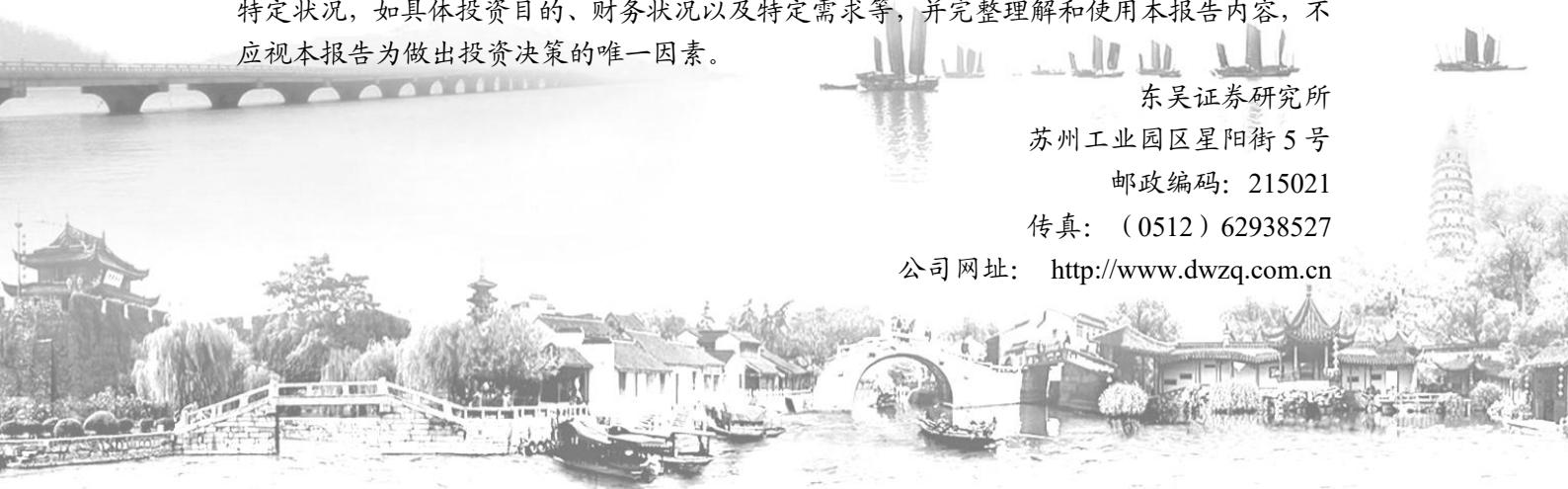
公司投资评级：

- 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>