

益丰药房（603939.SH）

头部连锁药房，质效并举赋能长足发展

公司研究 · 深度报告

医药生物 · 医药商业

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：陈曦炳

0755-81982939

chenxibing@guosen.com.cn

S0980521120001

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

联系人：贾瑞祥

021-60875137

jiaruixiang@guosen.com.cn

- **深耕连锁药房赛道二十余年稳步发展至行业第一梯队。**公司自2001年成立以来，通过稳健的内生扩张与并购策略，逐步发展为国内领先的连锁药房企业。公司在中南、华东、华南地区拥有较高的市场份额，并通过持续创新及收购，拓展至全国多个省份。截至2025年9月，公司门店数量已超过14666家，服务会员达到1.1亿，涵盖药品、保健品等多种业务板块，展现出强大的市场竞争力与品牌影响力。
- **连锁药房行业正在经历由规模扩张至质量竞争的深度转型期。**根据米内网的数据，2023年我国零售药店市场规模为9293亿元，同比增长6.5%，但增速已明显下滑。零售药店数量自2024年第三季度的70.6万家开始出现下降，至2025年第一季度下降至69.9万家，主要因行业增速放缓以及线上平台冲击和政策监管的多重影响。在行业加速出清的背景下，大型连锁企业相较于中小药店存在成本、管理能力以及资金实力等方面的优势，预计未来会在竞争中占据主动地位，行业集中度和连锁化率将持续提升。
- **2025年前三季度收入端略有增长，利润增速表现较好。**2025年前三季度公司实现营业收入172.86亿元，同比增长0.4%；归母净利润12.25亿元，同比增长10.3%。单三季度来看，公司25Q3实现营业收入55.64亿元，同比增长2.0%，增速环比有所回升；归母净利润3.45亿元，同比增长10.1%。受益于闭店影响的出清以及行业竞争压力的初步缓解，公司在营收及利润端均有边际改善趋势，未来依然存在较大的改善空间。此外，公司以“旗舰—区域中心—中/小型社区店”的舰群型门店网络协同发力，依托会员体系、数字化与O2O/B2C协同提升复购率，毛利率、ROE与单店效率位居行业前列，展现出行业领先的经营与成长韧性。预计未来能够通过精细化运营、新零售体系的建设以及门店有序扩张来维持增长动力。
- **投资建议：**公司为国内领先的连锁药房企业，在中南、华东、华南地区拥有较高市场份额，在行业转型的背景下，公司未来有望通过精细化运营以及新零售体系的发展进一步提升行业地位，维持收入与利润的稳健增长。我们预计公司2025-2027年营业收入245.46/272.92/304.44亿元，同比增速2.0%/11.2%/11.5%；预计公司2025-2027年归母净利润17.25/20.07/23.16亿元，同比增速12.8%/16.4%/15.4%，当前股价对应PE=16.1/13.9/12.0倍。综合两种估值方法，我们认为公司合理市值区间为327.66~344.90亿元，较当前有17.8%~24.0%溢价空间。维持“优于大市”评级。
- **风险提示：**行业政策风险、市场竞争加剧的风险、并购门店经营不达预期风险、公司快速发展人力资源摊薄的风险。

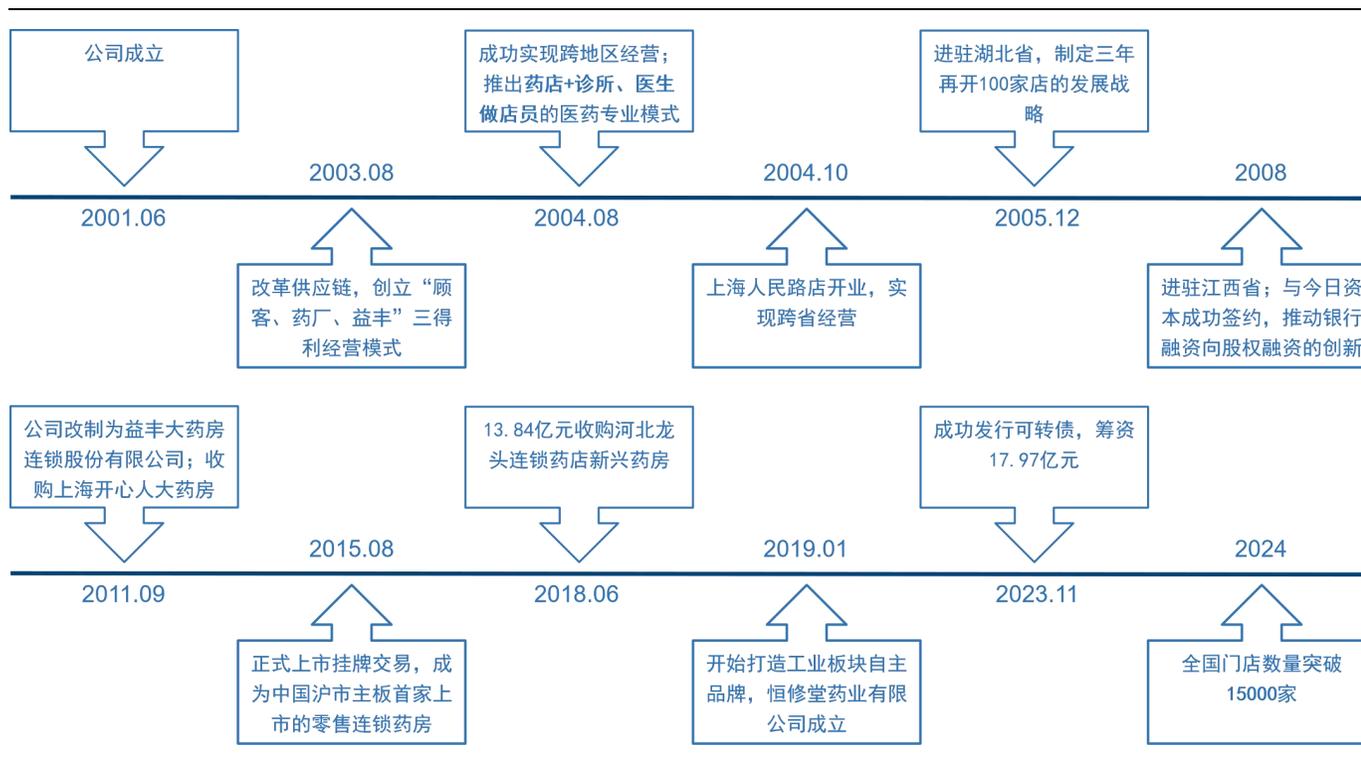
- [01] 公司概况：二十余年稳步发展至行业第一梯队
- [02] 行业现状：由规模扩张至质量竞争的深度转型期
- [03] 精细化运营效果渐显，新零售体系建设巩固行业地位
- [04] 盈利预测、估值与风险提示

1.1 发展历程：经营区域不断拓展，融资能力与并购眼光卓群



■ 经营区域不断拓展，融资能力与并购眼光卓群。益丰药房成立于2001年6月，先后在医药零售、医药批发、中药饮片生产销售以及互联网医院等大健康业态进行布局。2004年，益丰大药房长沙朝阳店开业，成功实现跨地区经营；同年，益丰大药房上海人民路店开业，成功实现跨省经营；随后，公司陆续入驻湖北、江苏、江西、浙江等省份，业务覆盖范围逐步拓展。2008年，公司与今日资本成功签约，推动银行融资向股权融资的模式创新；2011年，公司改制，并全资收购上海开心人大药房；2015年8月，公司在沪市主板挂牌上市；2018年，公司以创行业记录的13.84亿元收购河北龙头连锁药店新兴药房；2023年，公司发行可转债，成功筹资17.97亿元。二十余年来，公司通过稳健的内生+外延扩张，逐步发展为国内领先的头部连锁药房企业。截至2025年9月末，公司门店数量已超过14666家，服务会员1.1亿人，药品SKU超70000种。

图：公司发展历程

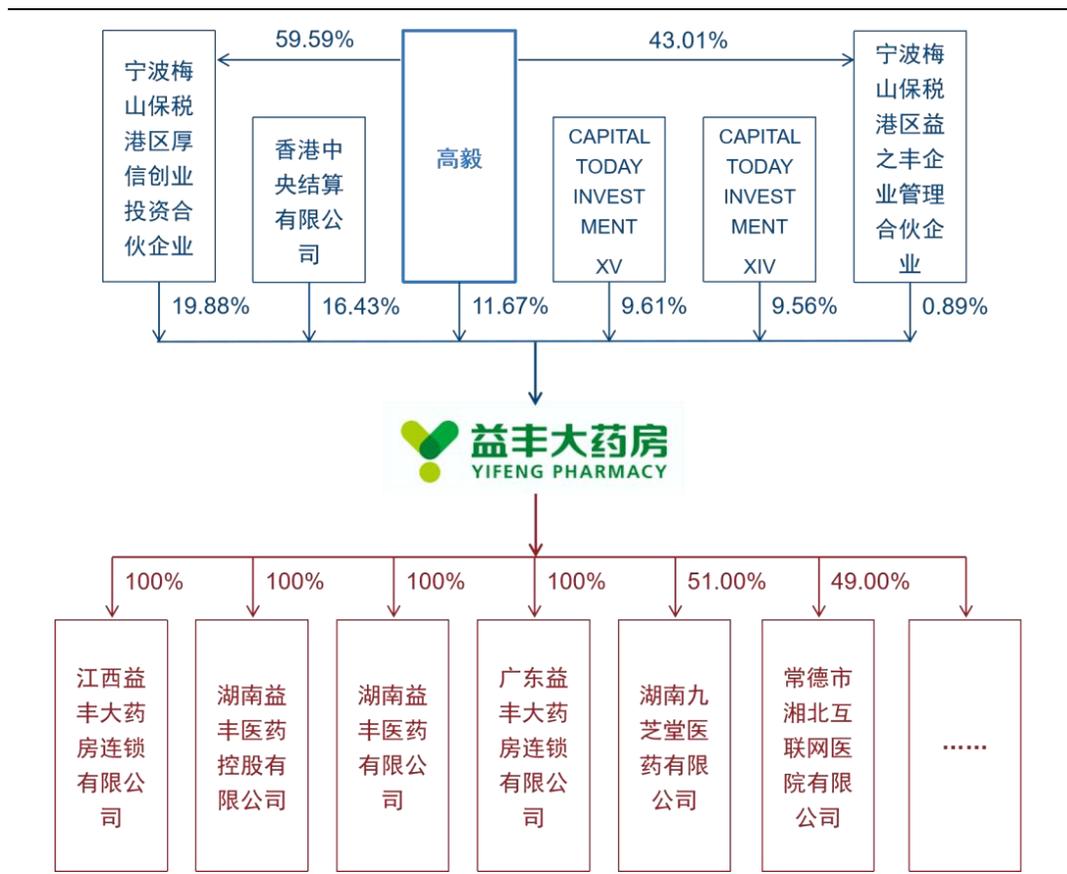


资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

1.2 股权结构：实控人为董事长高毅，持股结构清晰

- 公司实控人为董事长兼总经理高毅，直接持有公司11.67%股份，并通过厚信创投控制公司19.88%股份。公司持股结构清晰，股权集中，前十大股东合计持股占比超过70%。

图：公司股权结构



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

1.3 公司高管：人员构成稳定，管理经验丰富

- **人员构成稳定，管理经验丰富。**公司董事长高毅为公司创始人，曾任常德市鼎城区药材公司批发部经理、分公司经理，于2014年开始至今任公司董事长兼总裁。公司高管具备丰富的产业经验，对连锁品牌运营、产业研究及资本运营等领域造诣较深，带领公司长远稳健发展。

表：公司管理层

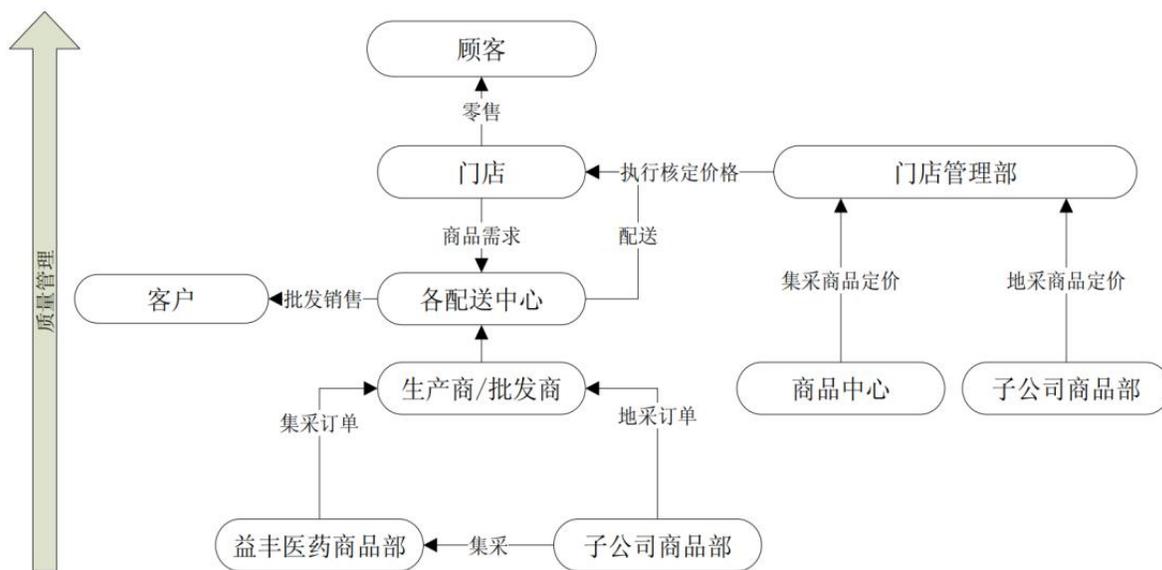
姓名	职务	任职日期	个人简介
高毅	董事长、总裁	2014	1968年10月出生，工商管理硕士，湖南省第十四届人大代表，益丰大药房连锁股份有限公司创始人，现任公司董事长、总裁。曾荣获“中国医药产业改革开放四十年功勋人物”、“中国药店十年最具影响力人物”，“中国连锁药店十大领军人物”、“第九届湖南十大杰出经济人物”、“湖南省医药行业十大百姓信赖企业家”等荣誉称号
高峰	董事	2014	1971年9月出生，大专学历，药师职称。现任公司董事，湖南峰高实业投资有限公司、湖南益丰医药控股有限公司总经理
柴敏刚	董事	2021	1969年2月出生，复旦大学经济学学士，美国加州大学国际关系硕士、芝加哥大学工商管理硕士。曾任韬睿咨询全球合伙人，中国区人力资本咨询负责人，韬睿惠悦中国区人力资本咨询负责人，永辉超市执行副总裁；现任上海恺杰企业管理咨询有限公司合伙人、总裁，广联达科技股份有限公司独立董事，公司董事
奚峰	董事	2024	1978年2月出生，华东政法大学法学学士、美国亚利桑那州立大学工商管理硕士。曾任复星集团高级法务总监、上海陆家嘴金融发展有限公司风控部总经理、陆家嘴国际信托有限公司董事，现任中民嘉业投资有限公司董事 / 首席风险官、上海嘉采医疗投资管理有限公司执行董事
杨嵘峰	董事	2024	1986年6月出生，香港大学学士。曾任香港普华永道会计师事务所会计师，今日资本（香港）有限公司的投后管理总监、合伙人；2023年2月至今，任Capital Today Group (HK) Limited合伙人，现任公司董事
高佑成	执行总裁	2023	1968年2月出生，工商管理硕士。曾任常德市土产总公司上海分公司经理、党委副书记、常务副总经理；步步高商业连锁股份有限公司总部食品采购经理、购物广场副总经理；益丰大药房连锁股份有限公司董事、常务副总裁。现任公司职工代表董事、执行总裁
顾伟	常务副总裁	2025	1979年1月出生，投资经济学学士。曾任苏宁易购通讯事业部总经理，苏宁华南区副总裁，苏宁通讯事业部总裁，苏宁线下运营总部总裁，苏宁零售云总裁，苏宁易购高级副总裁；海信集团副总裁。现任公司常务副总裁
王永辉	财务负责人	2018	1975年11月出生，管理科学与工程硕士，CGMA(全球特许管理会计师)。曾任广州银行内部审计、ABB（中国）有限公司财务主任、厦门ABB低压电器设备有限公司财务经理、北京ABB低压电器有限公司财务总监、北京利德华福电气技术有限公司首席财务官、久益环球（中国）投资有限公司财务商务副总裁。现任公司副总裁兼财务负责人
范炜	董事会秘书	2020	1981年07月出生，硕士学位。曾任中兴通讯股份有限公司投资者关系经理、中联重科股份有限公司投资者关系室主任、中泰证券股份有限公司机械行业分析师、顺丰控股股份有限公司投资者关系副总监。现任公司董事会秘书

资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

1.4 业务概述：国内领先的药品零售连锁

- 国内领先的药品零售连锁，具备完善的仓储物流及销售体系。公司主要从事药品、保健品、医疗器械以及与健康相关日用便利品等的连锁零售业务，主要经营模式包括商品采购、物流配送、仓储管理以及门店销售等业物流流程。公司在湖南、湖北、江苏、上海、广西等省份均建立了现代化物流中心，旗下所有门店的商品均由公司物流中心自主配送。公司销售模式分为零售业务、加盟配送与分销以及医药电商三类。

图：公司主要经营模式

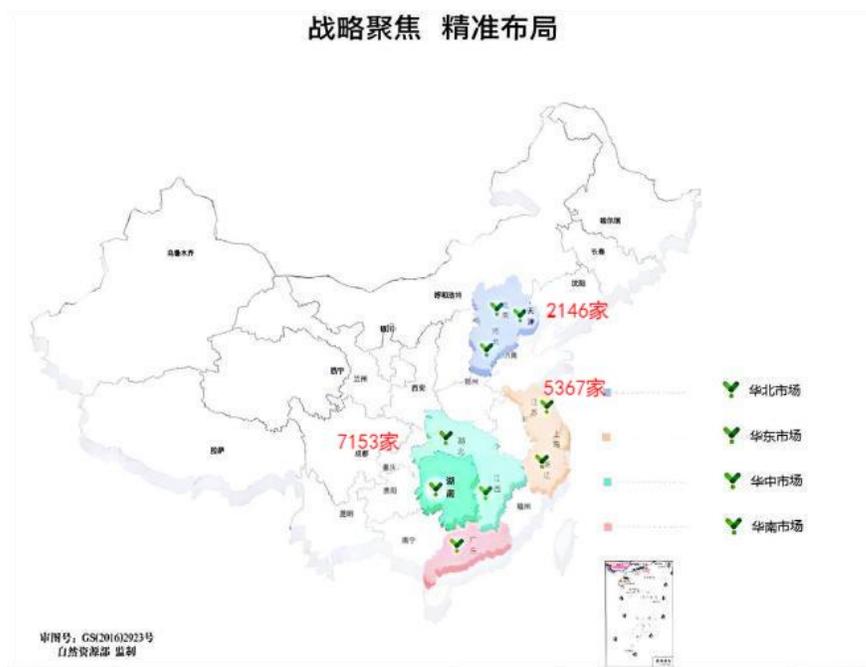


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

1.4 业务概述：国内覆盖省份逐步扩张

- 国内覆盖省份逐步扩张，近年来门店规模整体呈现快速增长。公司聚焦区域发展战略，已在中南、华东地区的市场取得领先地位，同时不断深化长三角都市圈网格布局，加快构建新的超级区域。公司坚持“区域聚焦，稳健扩张”发展战略，在重点区域密集开店。2018-2024年门店数量复合增速达到26.3%。截至2025年9月末，公司门店总数已经达到14666家，相较2024年末略有下降。

图：公司门店覆盖范围及地区门店数量情况（截至25Q3）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司门店数量情况（2018-2025Q3）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

1.5 公司发行可转债，募集资金进行增效项目的建设



- 公司发行可转债，募集资金进行增效项目的建设。益丰转债于2024年3月开始进行网上申购，发行规模17.97亿元，主要用于分拣加工中心、医药库房、数字化平台升级项目以及新建连锁药店项目的建设等等。项目主要目的在于降低各个区域门店运营的升本，提升配送效率，以及依托数据科学技术增强公司数据分析及价值挖掘的能力，提升管理水平。

表：公司发行可转债募集资金主要用途

项目名称	项目投资总额（万元）	拟投入募集资金（万元）	项目目标
江苏二期、湖北医药分拣加工中心及河北医药库房建设项目	43900.23	43202.15	适应医药智慧物流发展需求，提高物流仓储配送能力，支撑公司业务规模扩张；将助力公司完善公司全国物流仓储配送网络以及供应链系统智慧化升级转型，大幅提升产品的存储能力、分拣能力和物流配送效率，为中南、华东、华北区域内门店配送提高覆盖能力，有效解决公司因近年业务快速扩张导致仓储物流场地不足的问题
益丰数字化平台升级项目	8064.20	8064.20	实现“以顾客为中心”数字化转型战略，打造医药零售产业新模式，提升公司管理效率；实现公司物流、数据流、资金流的一体化管理，不断提升公司管理效率，保障各门店及分支机构高效有序运转，降低管理成本。此外，数字化平台利用大数据分析模型，能敏捷洞察大众客户的个性化需求，为公司管理层提供科学准确的信息，提高公司核心竞争力
新建连锁药店项目	201468.36	128476.89	新建连锁药店进一步促进实现规模效益，提高综合竞争力，保持公司市场领先地位；提升公司销售规模，并促使采购规模随之上升，增强公司对上游药品生产及批发企业议价能力，从而在与供应商合作中获得主动权，通过经营规模效应促进公司降低采购成本，提升盈利水平。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

1.6 业绩回顾：前三季度收入端略有增长，利润增速表现较好



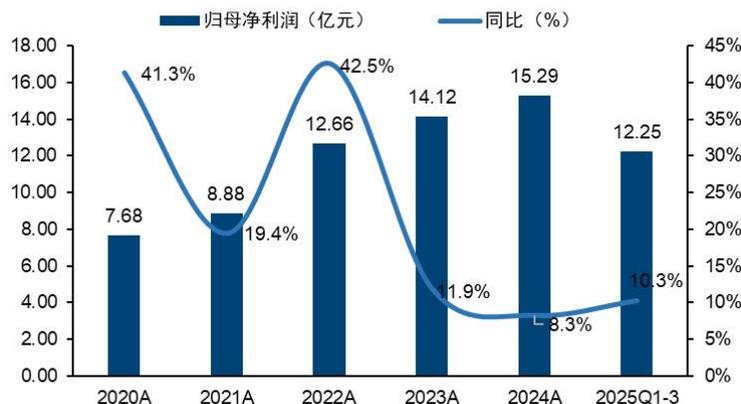
■ 公司2025年前三季度收入端略有增长，利润增速表现较好。2025年前三季度公司实现营业收入172.86亿元，同比增长0.4%；归母净利润12.25亿元，同比增长10.3%。单三季度来看，公司25Q3实现营业收入55.64亿元，同比增长2.0%，增速环比有所回升；归母净利润3.45亿元，同比增长10.1%。受益于闭店影响的出清以及行业竞争压力的初步缓解，公司在营收及利润端均有边际改善趋势，未来依然存在较大的改善空间。

图：益丰药房营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：益丰药房归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：益丰药房单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：益丰药房单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）

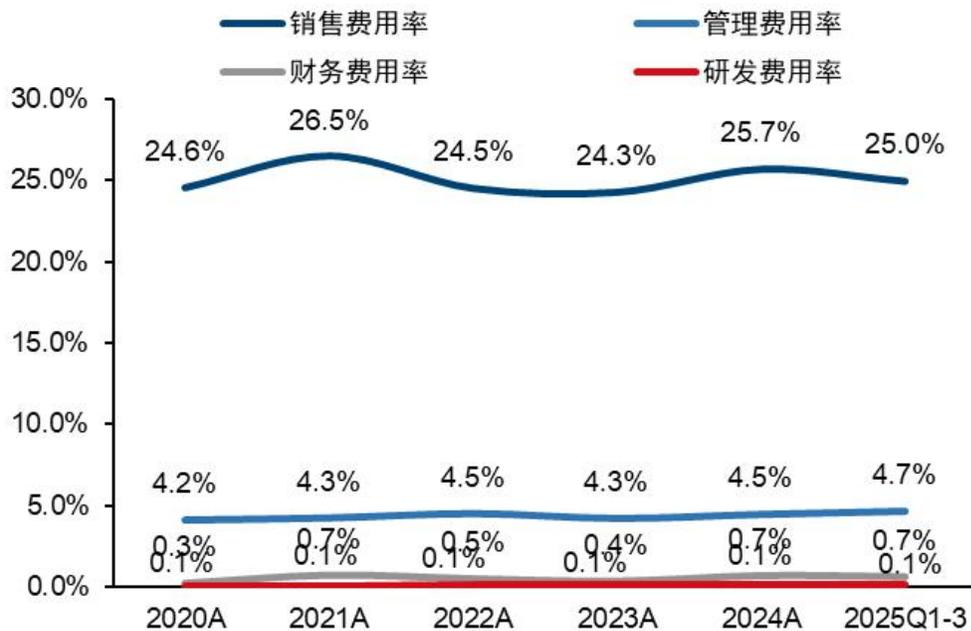


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

1.6 业绩回顾：费用率长期保持稳定，利润水平稳中有升

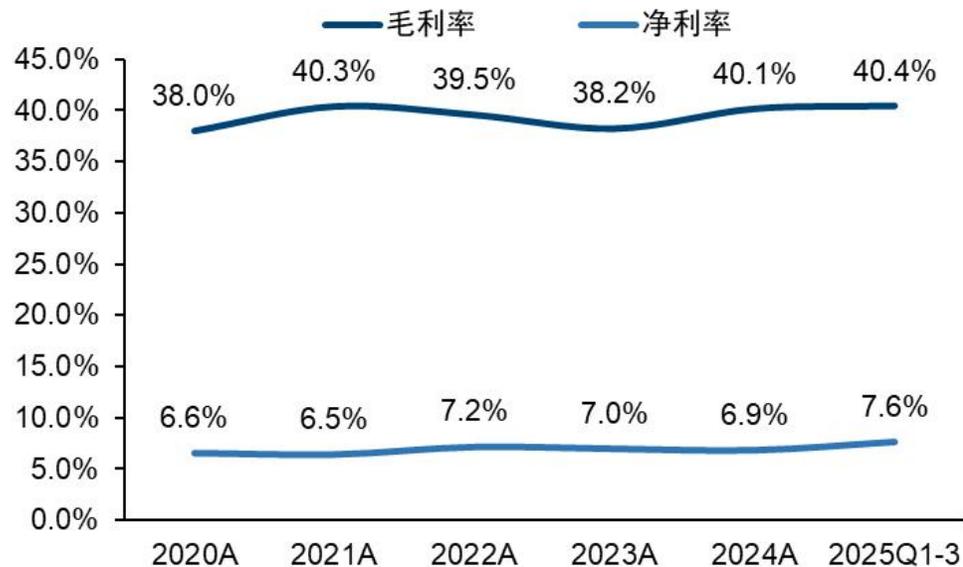
- 公司费用率长期保持稳定，利润水平稳中有升。2025年前三季度公司销售费用率25.0% (-1.0pp)；管理费用率4.7% (+0.3pp)；财务费用率0.7% (-0.0pp)；研发费用率0.1% (-0.0pp)，公司各项费用率近些年维持在较为均衡稳定的水平，主要得益于公司整体强大的精细化运营能力。公司2025年前三季度毛利率40.4% (+0.0pp)，净利率7.6% (+0.6pp)；分业务看，公司零售业务前三季度实现毛利率42.0% (+0.6pp)，加盟及分销业务毛利率10.9% (+2.1pp)；分产品看，公司中西成药毛利率35.8% (+0.2pp)，中药毛利率48.9% (-0.3pp)，非药毛利率49.9% (+0.7pp)。未来随着公司对高毛利非药产品的重点布局，非药收入占比有望持续提升，带动公司整体毛利率优化。

图：益丰药房费用率变化情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：益丰药房毛利率、净利率变化情况

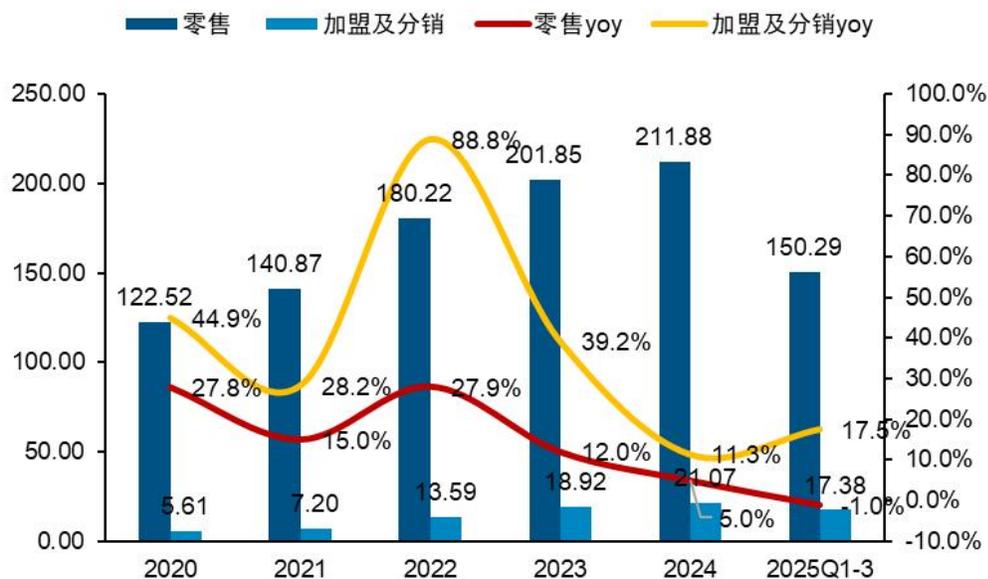


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

1.6 业绩回顾：加盟及分销业务增速表现亮眼

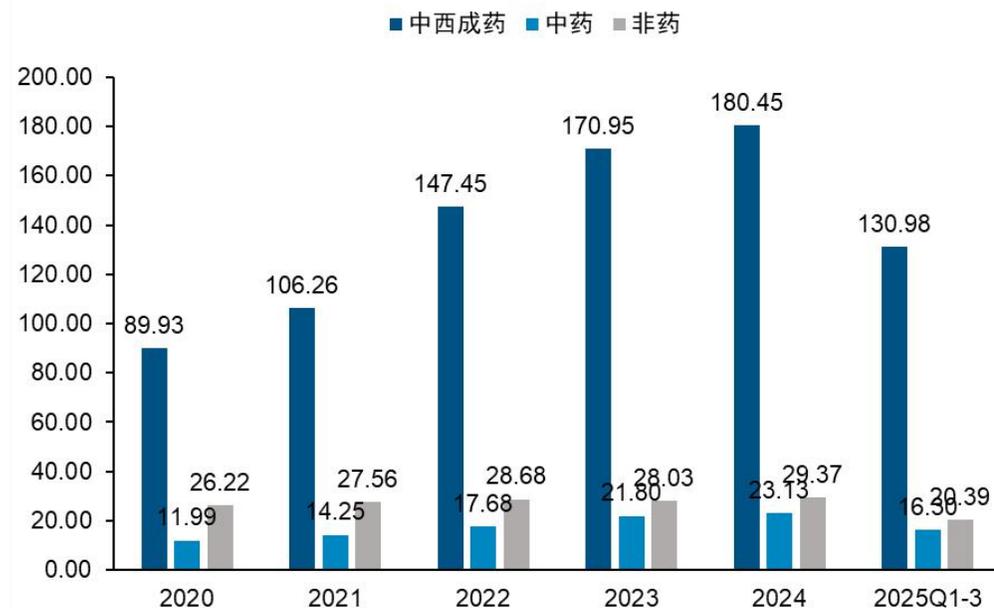
- 加盟及分销业务增速表现亮眼，药品目前依然为公司主要收入贡献来源。2025年前三季度公司零售业务收入150.29亿元，同比下降1.0%；加盟及分销业务收入17.38亿元，同比增长17.5%，主要受益于公司加盟门店数量的逐渐增加。分产品来看，公司2025年前三季度中西成药收入130.98亿元，同比增长0.3%；中药收入16.30亿元，同比减少1.2%；非药品收入20.39亿元，同比增长4.0%。中西成药依然为公司收入主要来源，同时非药品类收入增速快于公司整体增速。

图：益丰药房营业收入按业务拆分（2020-2025Q3）



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：益丰药房营业收入按产品拆分（2020-2025Q3）

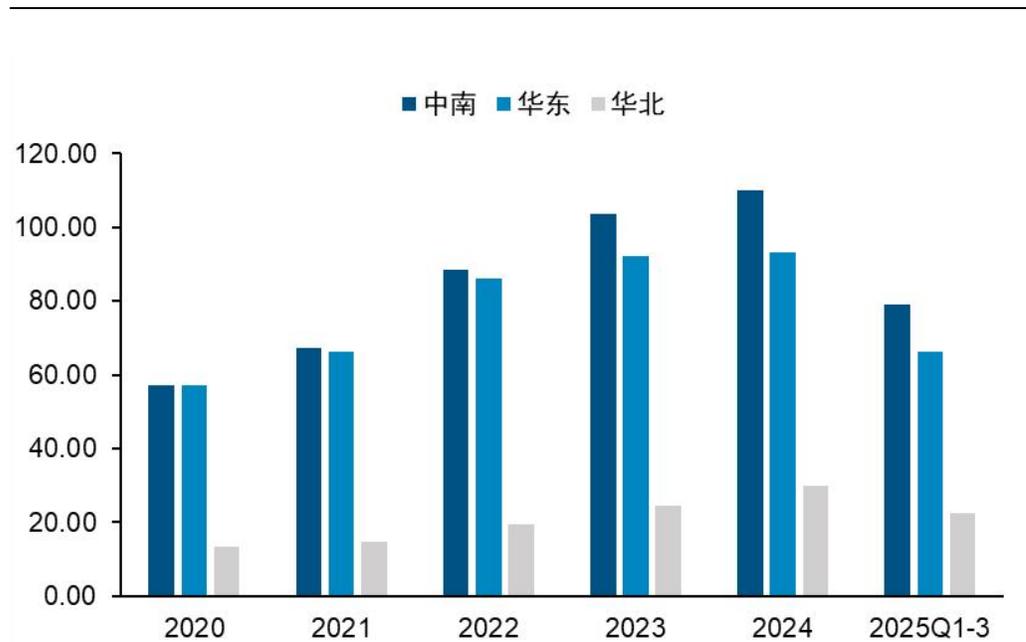


资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

1.6 业绩回顾：中南及华北地区前三季度表现较好

- 中南及华北地区前三季度表现较好，华东地区收入规模出现同比下滑。分地区来看，2025年前三季度公司中南地区收入79.12亿元，同比增长1.7%；华东地区收入66.12亿元，同比下降1.8%；华北地区收入22.43亿元，同比增长4.0%。华北地区收入增速较快主要得益于公司整体门店结构的优化以及区域渗透深化，推动单店效能提升。

图：益丰药房分地区收入情况（2020-2025Q3）

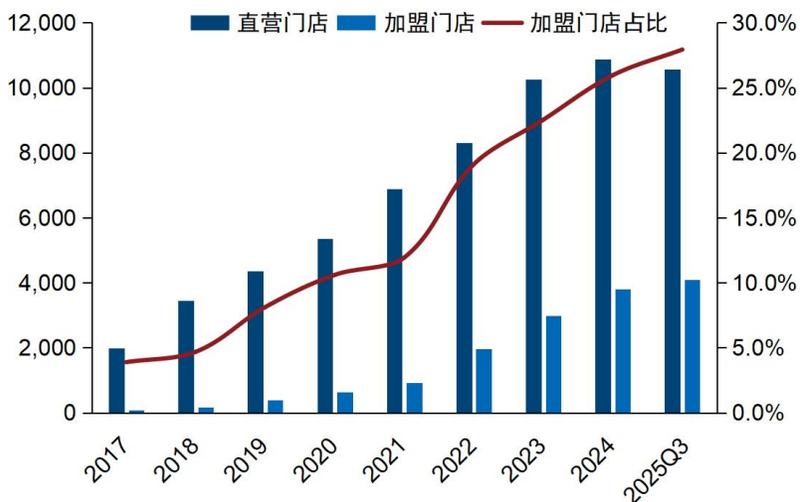


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

1.6 业绩回顾：前三季度公司门店总数略有下降

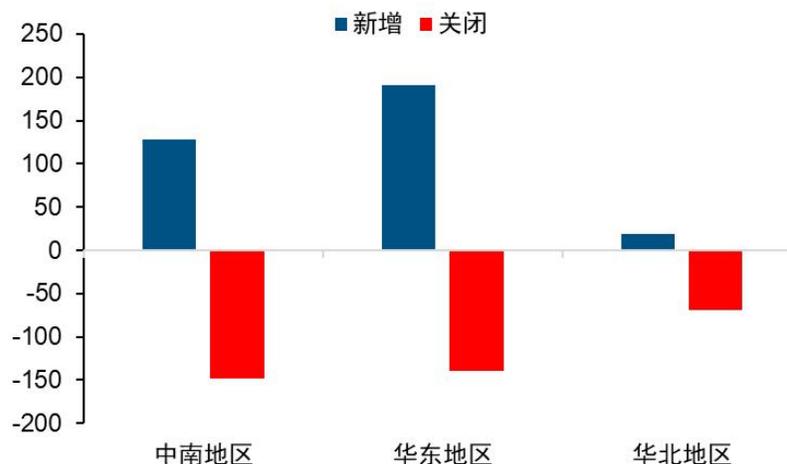
- **2025前三季度公司门店总数略有下降。**公司2025年三季度末共拥有门店总数14666家（含加盟店4097家），相较2024年末减少18家。分地区来看，中南地区净闭店20家，华东地区净开店52家，华北地区净闭店40家。公司积极应对行业出清趋势，调整门店扩张策略，优化自身门店网络布局，2024年公司闭店数量达1078家，未来有望轻装上阵，迎接行业转型下的新机遇。

图：益丰药房门店数量情况（2020-2025Q3）



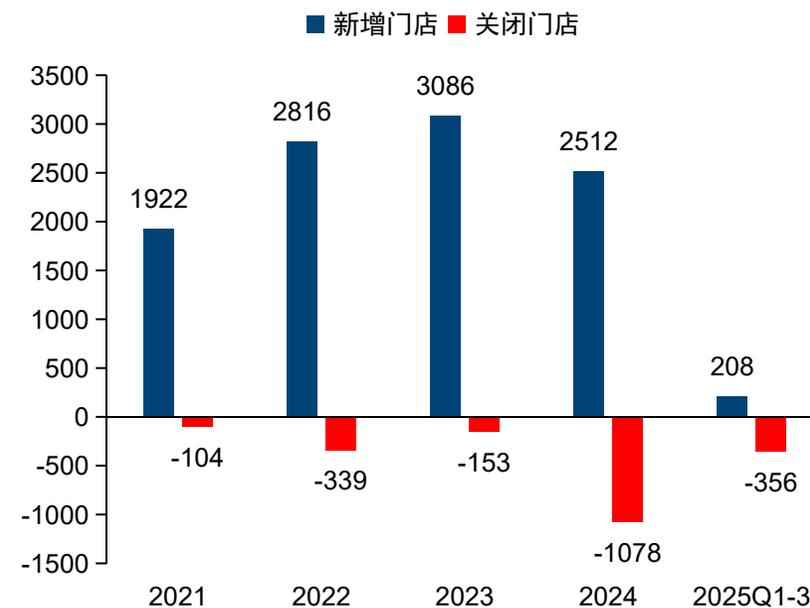
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：益丰药房2025Q1-3不同地区开闭店情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：益丰药房2021-2025Q3新增及关闭门店数量



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理 注：

- 【 01 】 公司概况：二十余年稳步发展至行业第一梯队
- 【 02 】 行业现状：由规模扩张至质量竞争的深度转型期
- 【 03 】 精细化运营效果渐显，新零售体系建设巩固行业地位
- 【 04 】 盈利预测、估值与风险提示

2.1 药房承接了医药健康产品刚性需求，渠道渗透率领先

- 药房承接了医药健康产品刚性需求，渠道渗透率领先。随着老龄化进程加快以及居民将康消费意识不断增强，大众对医疗保健领域的消费需求持续增加。据国家统计局数据，我国居民人均医疗保健消费支出由2013年的912元/每年迅速提升至2024年的2547元/每年，对应2013-2024年CAGR为9.8%。根据中康产业研究院的统计，2024年我国医药健康产品购买渠道中，线下药房以85.3%的渗透率位居第一，其次为B2C、O2O等新零售渠道以及医疗机构渠道。

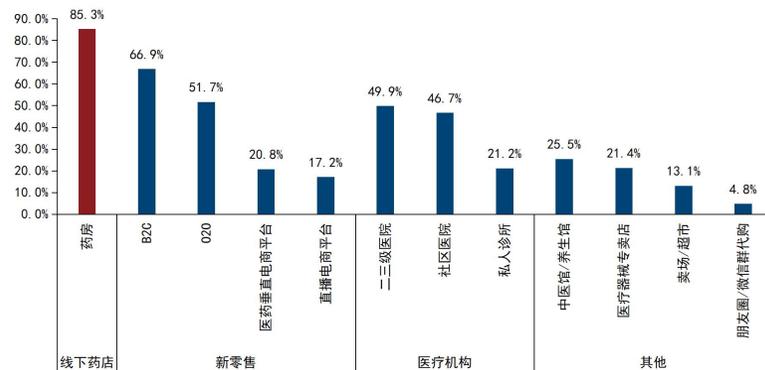
图：我国居民人均医疗保健消费支出情况（2013-2024）



图：我国65岁及以上人口数量及占比情况（2013-2024）



图：2024年医药健康产品购买渠道渗透率



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

资料来源：中康产业研究院，国信证券经济研究所整理

2.2 短期：市场规模增速下滑，行业进入转型期

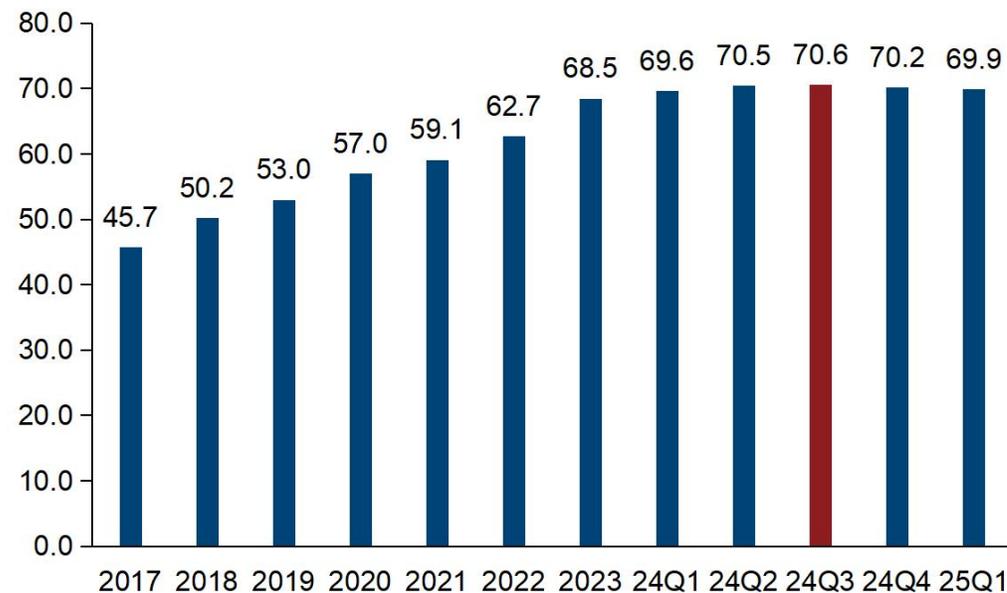
- 市场规模增速下滑，线下药房门店数量开始减少，行业进入转型期。根据米内网的统计，2023年我国零售药店市场规模（含线下药房及网上药店）为9293亿元，同比增长6.5%，增速近几年呈现明显下滑趋势。由于行业增速放缓、线上平台的冲击以及政策监管的变动，我国零售药店数量增长停滞，自24Q3末70.6万家的高点以来，数量已减少至25Q1末的69.9万家。

图：中国线上及线下药店零售规模（2017-2023）



资料来源：米内网，国信证券经济研究所整理

图：零售药店门店数量（2017-2025Q1）



资料来源：中康药店通，国信证券经济研究所整理

2.2 短期：市场规模增速下滑，行业进入转型期

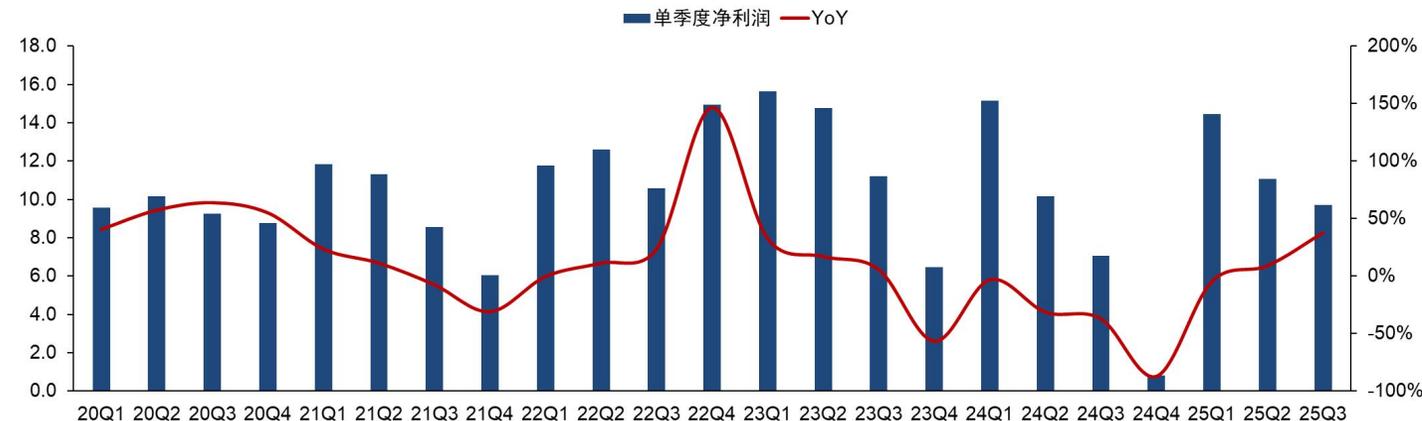
■ 行业增长失速背景下，连锁药房上市公司收入及利润亦有所承压。A股上市连锁药房企业的营业收入增速在近两年有所放缓。2025年前三季度，8家连锁药房企业营业收入合计858.5亿元，同比增长0.74%，自2022年以来收入增速逐年下降（2022-2024年营收同比增速分别为30.44%/10.83%/4.86%）。从逐季的情况来看，单季度营业收入增速在24Q4出现同比下滑，在25Q2恢复同比增长；单季度净利润自23Q4起多个季度显著同比下滑，25Q2恢复同比增长。上市连锁药房经营情况已经出现边际好转。

图：A股连锁药房上市企业单季度营收及同比增速情况（亿元，2020Q1-2025Q3）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：图中数据包含益丰药房、一心堂、漱玉平民、华人健康、第一医药、大参林、老百姓、健之佳8家A股上市公司

图：A股连锁药房上市企业单季度利润及同比增速情况（亿元，2020Q1-2025Q3）

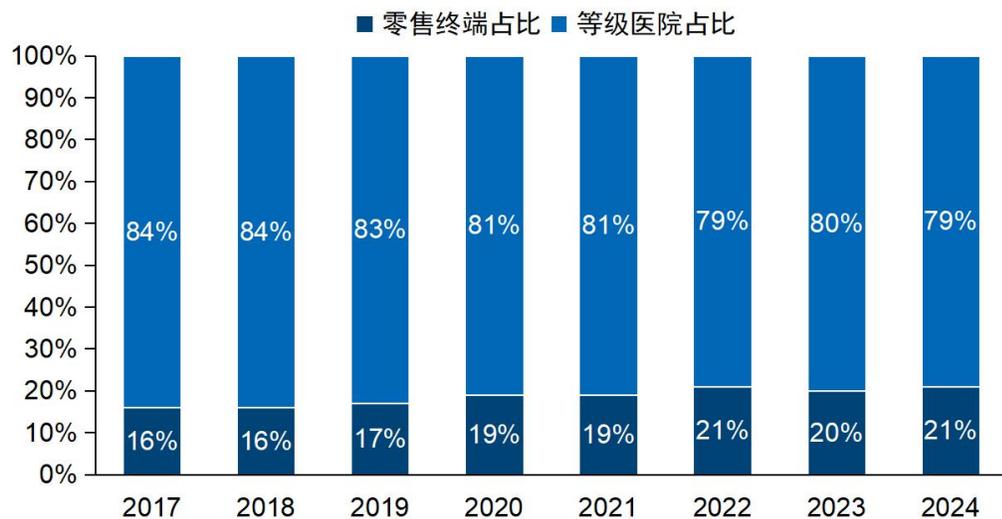


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：图中数据包含益丰药房、一心堂、漱玉平民、华人健康、第一医药、大参林、老百姓、健之佳8家A股上市公司

2.3 中远期：处方外流带来行业增长空间

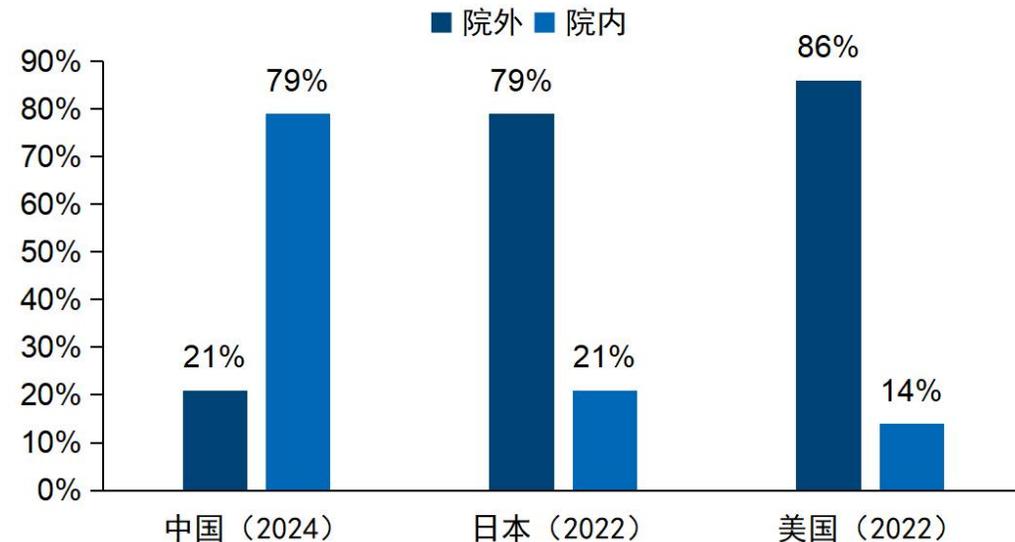
- **处方外流带来行业增长空间。**在“医药分开”的背景下，处方外流为零售药店市场带来新的增量。自从2023年2月定点零售药房纳入门诊统筹后，处方外流的进展逐步取得成效。零售终端在处方药中的占比已经从2017年的16%提升至2024年的21%，但与发达国家相比，仍有较大的提升空间。根据IQVIA及日本厚生劳动省的统计，2022年美国及日本处方药院外占比分别为79%和86%。

图：2017-2024年中国处方药院内外占比情况



资料来源：中康CMH，国信证券经济研究所整理

图：中、日、美处方药院内外市场占比



资料来源：中康CMH，日本厚生劳动省，IQVIA，国信证券经济研究所整理

2.3 中远期：处方外流带来行业增长空间

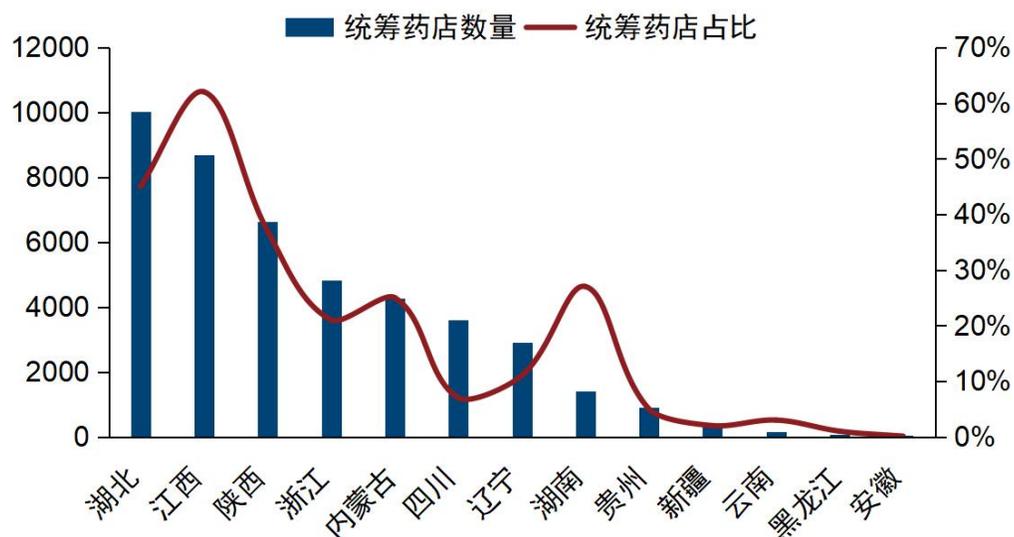
■ 门诊统筹落地较快，但各地进展和起付线标准差别较大。据统计，门诊统筹政策出台后，截至2023H1末全国已有月40000多家药店纳入医保统筹管理，其中湖北、江西、陕西、浙江等地进展较快。从起付线标准来看，湖南、陕西、湖北等地政策较为友好，部分省份报销起付线超过500元。随着后续零售药店纳入门诊统筹管理的比例提升以及各地报销政策的不断出台和优化，预计将会切实提升医保供给能力，加速处方外流。

表：部分省份零售药店纳入门诊统筹政策梳理

省份	发布时间	纳入模式 / 要求	处方流转来源
安徽省	2023/5/11	“自愿申请、应纳尽纳、动态调整、有进有出”；申请药店需“进销存”系统、医保系统对接等(安徽省医保局)	定点医药机构开具处方 + 互联网医院复诊处方(安徽省医保局)
湖南省	2023/5/18	鼓励符合条件的定点零售药店自愿申请；“应纳尽纳”引导纳入(湖南省烟草专卖局)	医保定点医药机构处方 + 本省审批互联网医院电子处方(可能有约束)(湖南省烟草专卖局)
四川省	2023/3/1	鼓励符合条件的药店申请开通，需符合资质、管理规范、进销存系统与医保系统对接(四川省人民政府)	定点医药机构处方 + 鼓励互联网医院(依托实体定点医疗机构)处方流转(四川省人民政府)
广东省	2023/5/4	扩大纳入范围，明确“门诊外配处方流转至药店的医保目录内药品均纳入”(广东省医疗保障局)	医药机构门诊外配处方流转至药店(广东省医疗保障局)

资料来源：各省份政府官网，国信证券经济研究所整理

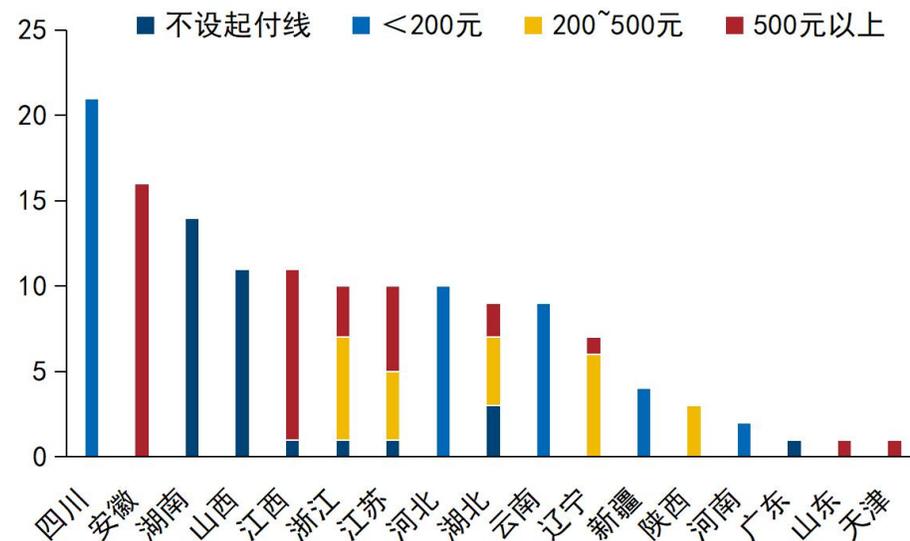
图：部分省份统筹药店数量及占比情况（截至23H1末）



资料来源：中国药店，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

图：统筹药店报销不同起付线范围的各省市地级市数量



资料来源：中国药店，国信证券经济研究所整理

2.3 中远期：处方外流带来行业增长空间

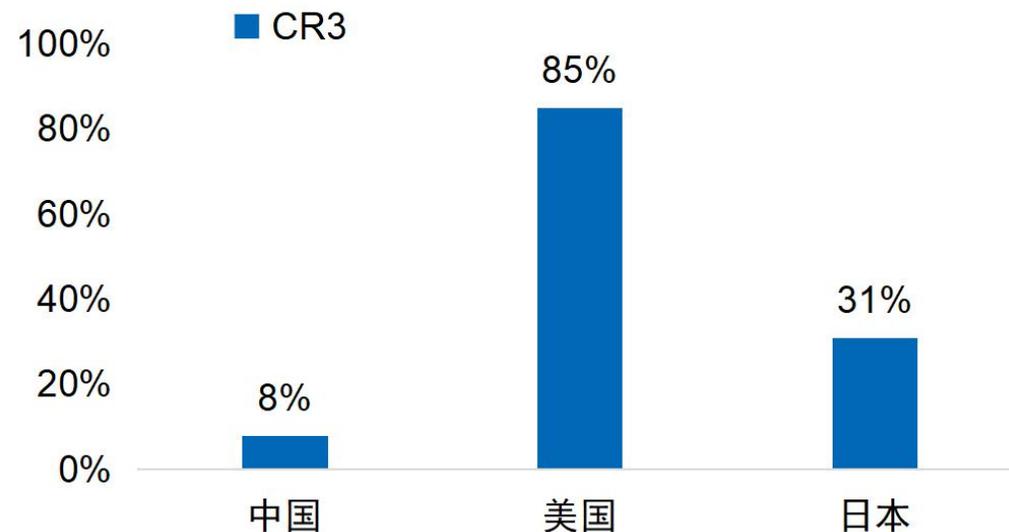
■ 行业集中度和连锁化率上升，相较海外依然有较大提升空间。根据华经产业研究院的统计，2023年我国连锁药房行业CR10为34%，较2012年的13%有显著提升。2022年连锁药房CR3为8%，相较美国（85%）和日本（31%）差距明显。2024年药店行业连锁化率为57.56%，同比略有下降，相较于2017年的50.50%整体呈现提升的趋势，但与美国90%的连锁化率水平相差较大。预计后续大型医药零售企业将依托规模和品牌优势，在行业竞争中表现出强者恒强的态势。

图：全国药店连锁化率情况（2017-2024）



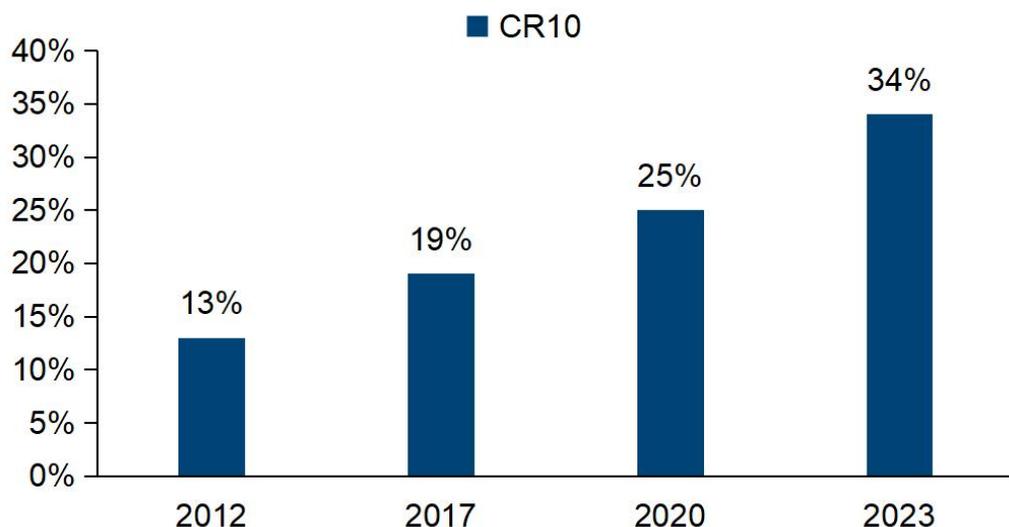
资料来源：国家药监局，国信证券经济研究所整理

图：2022年中、美、日连锁药店CR3对比



资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

图：中国连锁药店行业CR10



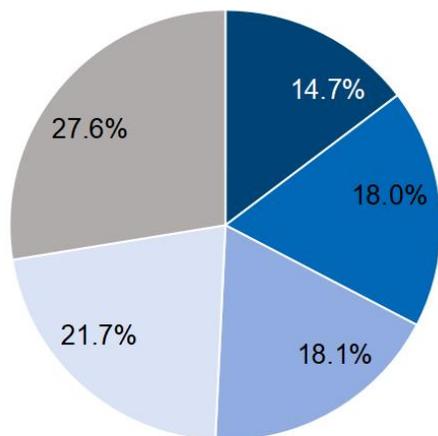
资料来源：华经产业研究院，国信证券经济研究所整理

2.4 线上与线下融合，药品与非药并举

■ **线上与线下融合，药品与非药并举，零售药房迎来发展新机遇。**当前国家正推动零售药店向数智化、专业化、多元化和线上线下融合方向发展。零售药店通过完善管理制度和信息化建设，提升药品储存配送、用药指导及慢病管理能力，并拓展医药电商业务，利用互联网平台扩大服务范围。线上线下药品销售持续增长，服务内容不断丰富。2024年11月，商务部等七部门发布政策，鼓励药店依法开展非药品销售和健康服务，实现多元化发展。日本药妆行业非药品销售占比高达67.3%，美国CVS药店医疗服务和医保收入占比71%，而我国药店非药品销售仅18.6%，显示出我国药店在商品和服务多元化方面仍有巨大提升空间。

图：2022年日本药妆行业销售品类结构

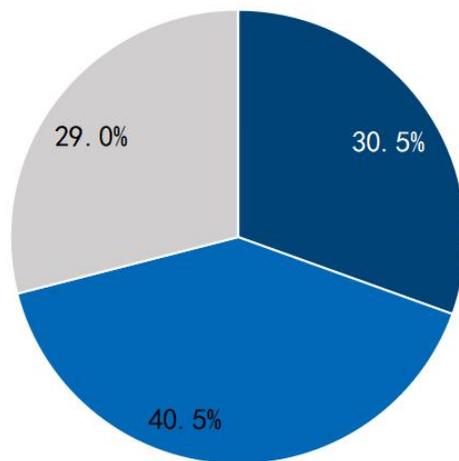
■ 处方配药 ■ OTC与健康护理 ■ 美容护理
■ 家庭护理 ■ 食品



资料来源：日本连锁药店协会，国信证券经济研究所整理

图：美国CVS药店2024年财报营业收入结构

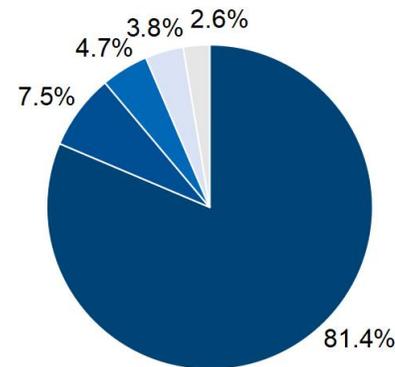
■ 医疗服务 ■ 医疗保障 ■ 药房



资料来源：CVS财报，国信证券经济研究所整理

图：2024年中国实体药店销售品类结构

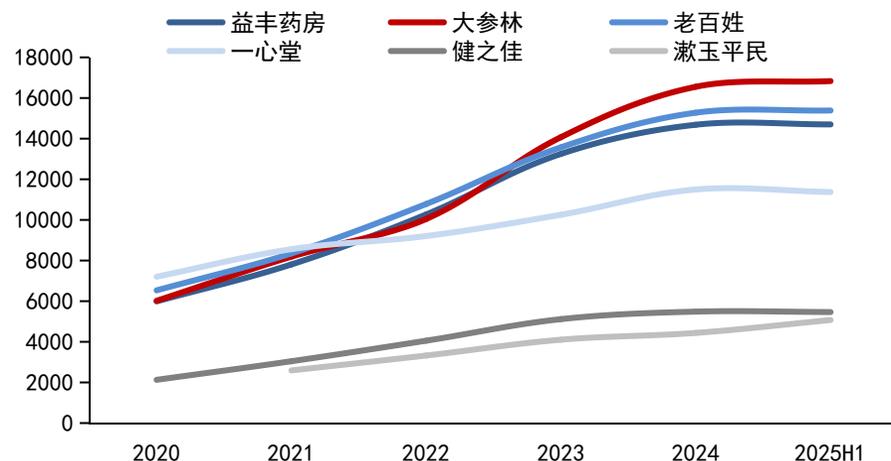
■ 药品
■ 中药饮片
■ 器械
■ 保健品
■ 其他



资料来源：米内网，国信证券经济研究所整理

2.5 连锁药房上市公司门店数量及结构对比

图：A股上市连锁药房企业门店数量比较



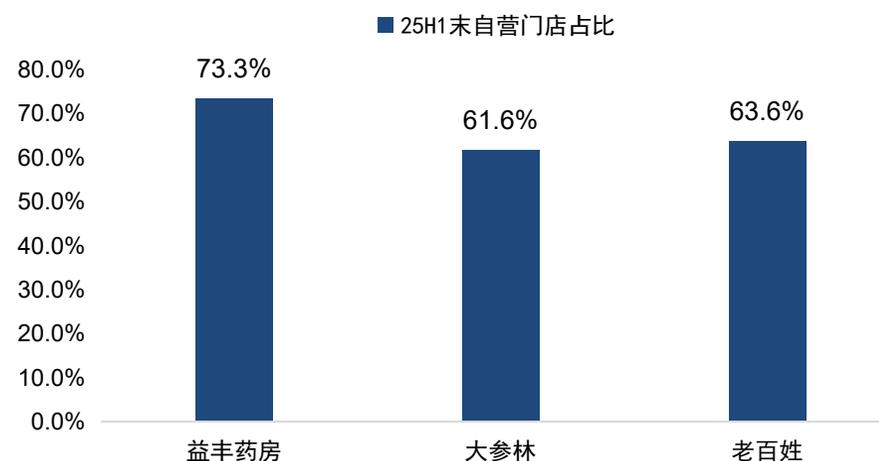
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

表：各连锁药房公司不同地区门店布局情况

	华中	华南	华东	华北	西北	东北	西南
益丰药房	7197		5350	2154	0	0	0
大参林	1952	10236	1713	2932			
老百姓（直营店）	3479	544	2809	1495	1457	0	0
一心堂	281	1556	79	778	0	0	8678
健之佳	0	281	0	512	0	451	3923
漱玉平民	8	0	4719	0	49	296	0

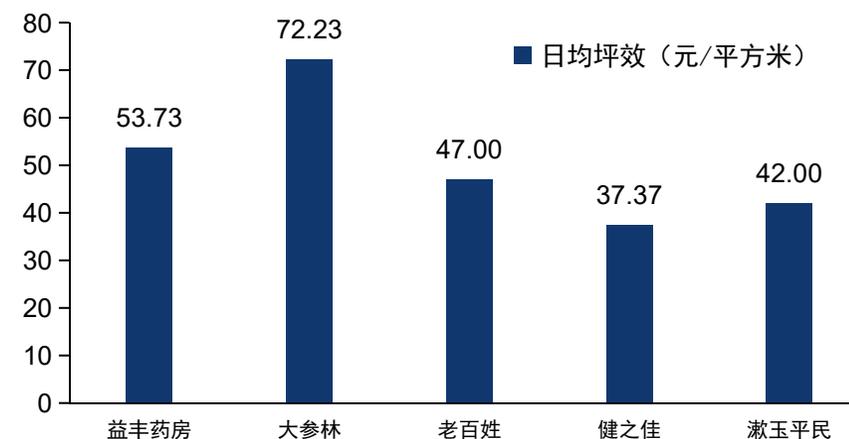
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：A股上市连锁药房企业25H1末自营门店占比情况



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

图：A股上市连锁药房企业直营门店2025H1日均坪效情况



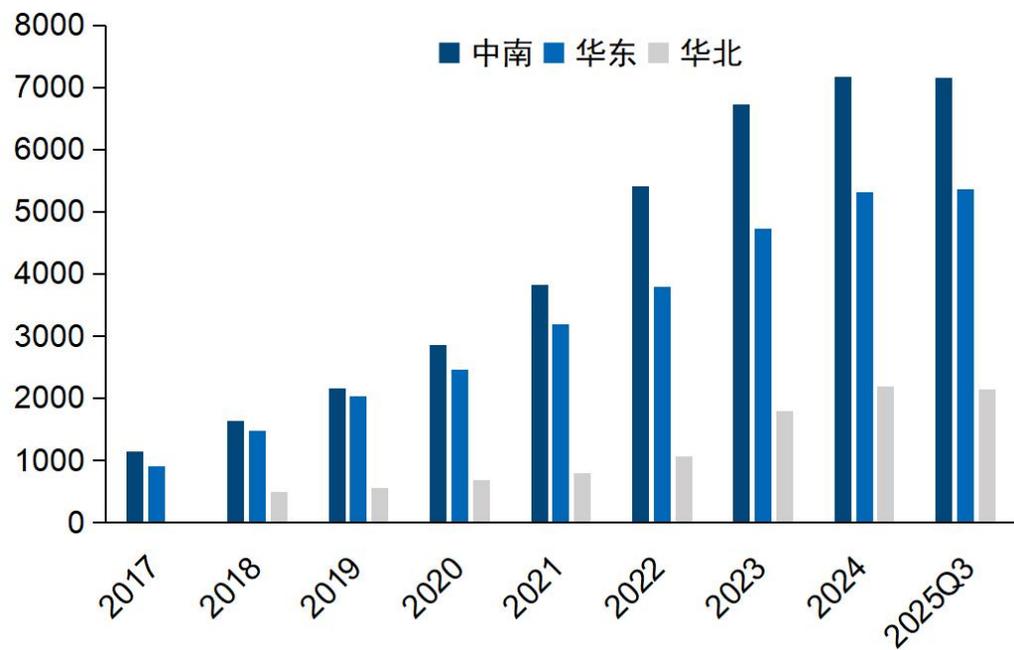
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理 注：大参林日均坪效计算方式为：日均坪效=月均坪效/30

- 【 01 】 公司概况：二十余年稳步发展至行业第一梯队
- 【 02 】 行业现状：由规模扩张至质量竞争的深度转型期
- 【 03 】 精细化运营效果渐显，新零售体系建设巩固行业地位
- 【 04 】 盈利预测、估值与风险提示

3.1 聚焦核心布局区域，新地区扩张节奏稳健

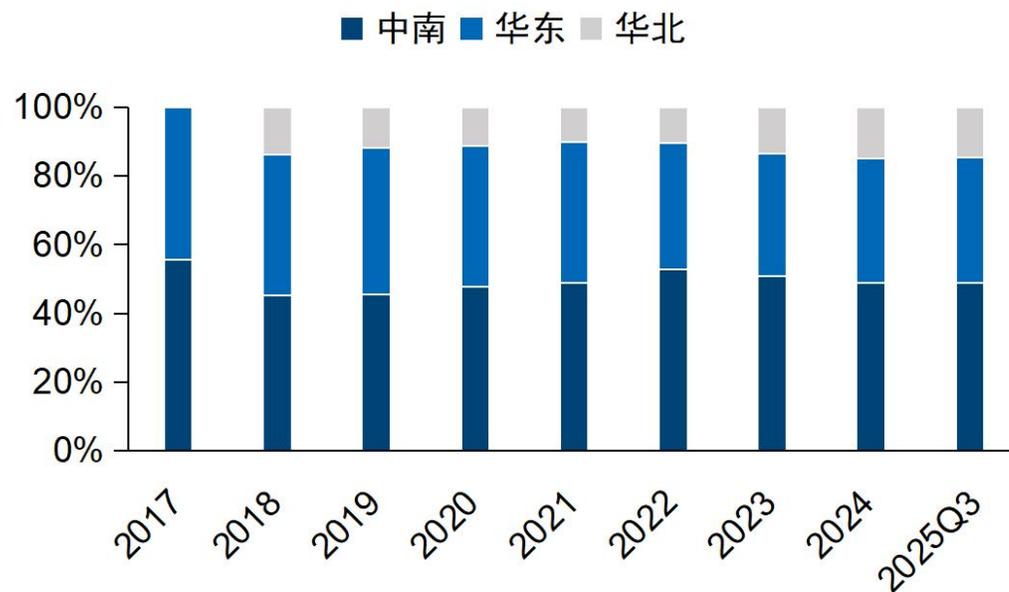
- **聚焦核心布局区域，新地区扩张节奏稳健。**公司布局覆盖中南、华东、华北三大区的十个省市，以湖南、湖北、上海等省市为核心，同时不断拓展新的业务区域布局。截至2025Q3末，公司分别在中南、华东、华北地区拥有7153、5367、2146家门店，各自分别占比（48.8%、36.6%、14.6%）。随着公司门店网络布局范围扩展和核心区域的优势加强，未来公司有望在激烈的行业竞争中维持自身行业领先地位。

图：公司三大区域门店数量情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司三大区域门店数量占比情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3.2 加盟门店占比提升，成为公司重要增长引擎

- 加盟门店占比提升，成为公司重要增长引擎。公司截至2025Q3末共有门店14666家，其中直营门店10569家，同比减少2.8%；加盟门店4097家，同比增加7.5%。公司加盟门店数量占比已经由2017年的3.9%迅速提升至2025Q3末的27.9%，成为公司重要的营收增长来源。

图：公司直营门店及加盟门店数量情况（2017-2025Q3）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3.3 “舰群型”布局+“商圈定位法”选址

- “舰群型”门店布局及“商圈定位法”选址模式打造公司优质门店网络。公司构建了以“旗舰店、区域中心店、中型社区店、小型社区店”为核心的“舰群型”门店布局体系，通过不同层级门店的协同互补，实现对城市商圈的深度覆盖与精准渗透：旗舰店承担品牌展示与高附加值服务功能，区域中心店强化区域辐射力，中型与小型社区店则聚焦日常刚需与便捷服务，形成“高-中-低”梯度互补的网络结构。选址模式依托“商圈定位法”，基于大数据分析新进城市的人口密度、消费能力与习惯，结合客流测试系统与销售预测模型，动态匹配不同商圈特征与门店类型，实现选址精准化与效率最大化。截至2025年6月末，公司拥有23家旗舰店、75家区域中心店、866家中型社区店以及9717家小型社区店。

表：公司不同层级直营门店数量级日均及月均坪效情况

数量（家）	2021	2022	2023	2024	2025H1
旗舰店	27	26	26	26	23
区域中心店	101	87	95	95	75
中型社区店	867	961	1023	1023	866
小型社区店	5882	7232	9120	9728	9717
日均坪效（元/平方米）	2021	2022	2023	2024	2025H1
旗舰店	136.87	157.30	146.53	140.78	131.51
区域中心店	48.39	68.24	70.95	58.55	60.16
中型社区店	58.39	63.98	60.18	55.41	53.92
小型社区店	58.71	58.30	60.81	50.31	53.48
月均坪效（元/平方米）	2021	2022	2023	2024	2025H1
旗舰店	4106.10	4719.00	4395.90	4223.40	3945.30
区域中心店	1451.70	2047.20	2128.50	1756.50	1804.80
中型社区店	1751.70	1919.40	1805.40	1662.30	1617.60
小型社区店	1761.30	1749.00	1824.30	1509.30	1604.40

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3.4 新零售体系加速建设，O2O及B2C渠道收入贡献提升

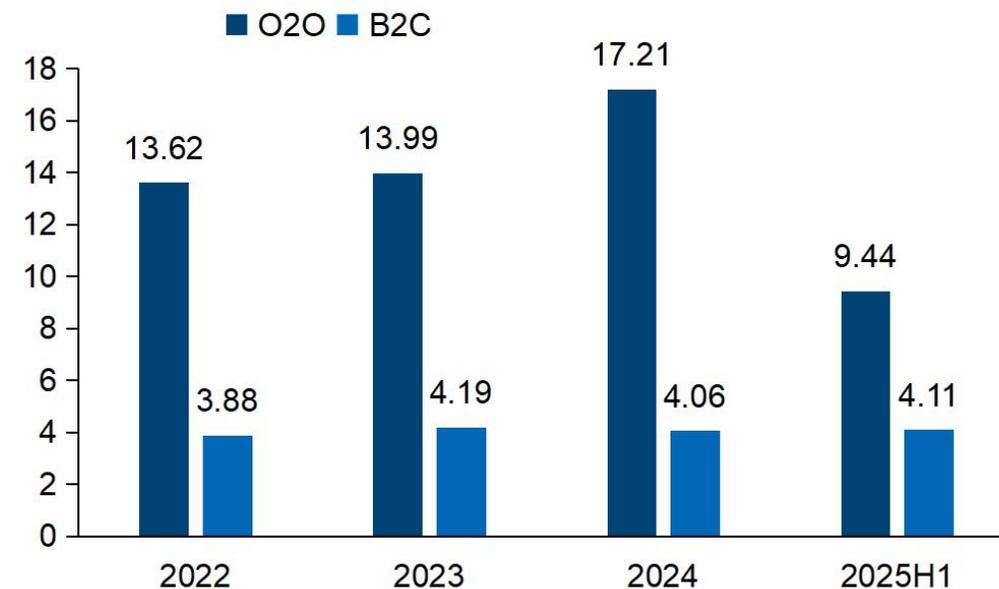
■ **新零售体系加速建设，O2O及B2C渠道收入贡献提升。**公司益丰药房持续推进以会员、大数据、互联网医疗和健康管理为核心的医药新零售体系建设，构建全渠道、全场景、全生命周期的健康服务生态。截至2025年9月30日，公司已实现O2O模式覆盖超10,000家直营门店，形成以各省物流仓、市中心仓店及院边店为支撑的立体化履约网络，并通过微信小程序、官方旗舰店及美团、京东到家等第三方平台打通B2C渠道；2025H1公司线上业务（含O2O与B2C）实现销售收入超13.55亿元，其中O2O收入占比超70%，B2C收入持续增长，主要聚焦慢病用药等长尾需求。公司累计建档会员达1.1亿人，会员销售占比稳定在84.93%，依托数字化处方流转平台与慢病管理服务，深化医、药、险协同闭环。

图：公司互联网业务收入及增速情况（2021-2025H1）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司O2O及B2C收入情况（2022-2025H1）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3.5 盈利能力及单店表现处行业领先地位

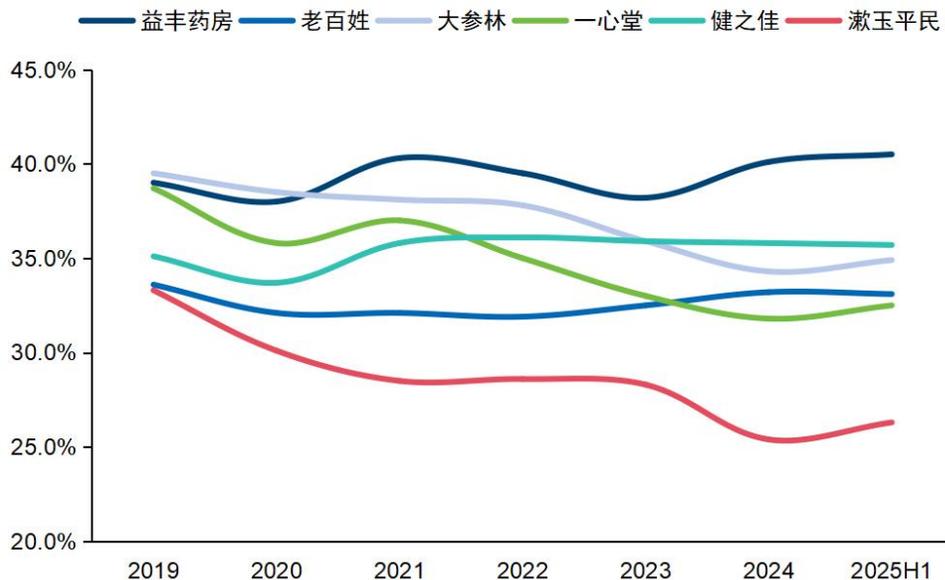
■ 公司盈利能力及单店表现处行业领先地位。公司凭借强大的精细运营能力，实现了在行业中名列前茅的业绩及经营指标表现。2024年全年公司毛利率、归母净利润增长以及ROE均位居A股连锁药房公司首位，营收增速、资产负债率以及单店年均收入等指标亦处行业领先水平。

表：A股主要上市连锁药房公司2024年业绩及经营数据

公司简称	益丰药房	老百姓	大参林	一心堂	健之佳	漱玉平民
证券代码	603939.SH	603883.SH	603233.SH	002727.SZ	605266.SH	301017.SZ
营业收入（亿元）	240.62	223.58	264.97	180.00	92.83	95.70
yoy	6.5%	-0.4%	8.0%	3.6%	2.2%	4.1%
毛利率	40.1%	33.2%	34.3%	31.8%	35.8%	25.4%
归母净利润（亿元）	15.29	5.19	9.15	1.14	1.28	-1.89
yoy	8.3%	-44.1%	-21.6%	-79.2%	-69.1%	-241.9%
经营活动现金流净额（亿元）	42.21	20.26	31.06	17.21	5.09	4.89
ROE	14.9%	7.8%	13.3%	1.5%	4.5%	-8.7%
资产负债率	59.3%	66.0%	69.2%	54.5%	73.8%	77.1%
门店数量（家）	14684	15277	16533	11498	5486	4438
单店年均收入（万元）	163.87	146.35	160.27	156.55	169.21	215.64

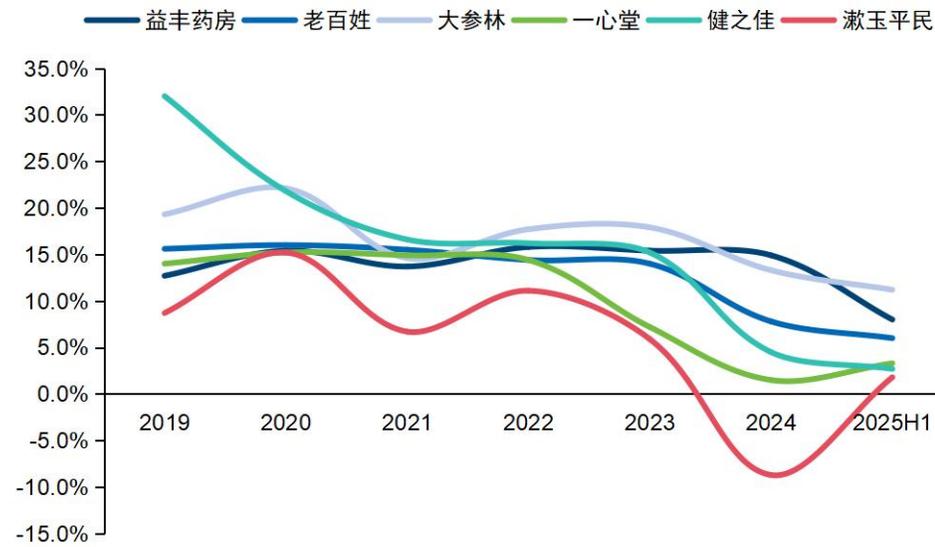
资料来源：Wind，各公司公告，国信证券经济研究所整理

图：A股主要上市连锁药房公司毛利率情况比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：A股主要上市连锁药房公司ROE情况比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

- [01] 公司概况：二十余年稳步发展至行业第一梯队
- [02] 行业现状：由规模扩张至质量竞争的深度转型期
- [03] 精细化运营效果渐显，新零售体系建设巩固行业地位
- [04] 盈利预测、估值与风险提示

4.1 盈利预测

■ 假设前提

■ **零售**：近年来公司零售业务受到行业政策环境等外部因素影响，增速有所下滑。作为公司的核心业务，公司未来将有望通过门店布局网络的优化、运营效率提升，在行业转型、集中度提升的背景下收获新的增长空间。2025年前三季度公司零售业务收入150.29亿元，同比减少1.0%，主要受到上半年同比表现较差的影响；毛利率41.98%，同比增长0.55pp。预计公司零售业务2025-2027年营业收入211.88/233.07/256.37亿元，同比增长0.0%/10.0%/10.0%，毛利率分别为41.9%/42.4%/42.9%。

■ **加盟及分销**：公司加盟店数量持续增长，占比不断提升，过去几年在收入与利润端实现了较快增长。2025年前三季度公司加盟及分销业务收入17.38亿元，同比增长17.5%；毛利率10.88%，同比增长2.10pp。预计公司加盟及分销业务2025-2027年营业收入24.76/29.71/36.39亿元，同比增长17.5%/20.0%/22.5%，毛利率分别为9.9%/10.4%/10.9%。

表：公司收入及毛利预测（单位：百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	19886.40	22588.23	24062.15	24545.96	27292.25	30443.57
yoy	29.8%	13.6%	6.5%	2.0%	11.2%	11.5%
毛利	7860.83	8630.63	9653.84	9932.95	11122.68	12466.55
毛利率	39.5%	38.2%	40.1%	40.5%	40.8%	40.9%
分业务收入						
1、零售	18022.49	20185.08	21187.95	21187.95	23306.745	25637.42
yoy	27.9%	12.0%	5.0%	0.0%	10.0%	10.0%
毛利	7288.59	7991.49	8770.74	8876.68	9880.8815	10997.157
毛利率	40.4%	39.6%	41.4%	41.9%	42.4%	42.9%
2、加盟及分销	1359.29	1892.48	2107.08	2475.82	2970.98	3639.45
yoy	88.8%	39.2%	11.3%	17.5%	20.0%	22.5%
毛利	128.74	177.17	166.07	244.65	308.43	396.03
毛利率	9.5%	9.4%	7.9%	9.9%	10.4%	10.9%
3、其他业务	504.62	510.67	767.12	882.19	1014.52	1166.70
yoy	-2.8%	1.2%	50.2%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利	443.50	461.97	717.03	811.62	933.36	1073.36
毛利率	87.9%	90.5%	93.5%	92.0%	92.0%	92.0%

资料来源：Wind，公司公告，国信证券经济研究所预测

4.1 盈利预测

■ 未来三年业绩预测

- **销售费用率**：随着门店结构的不断优化，公司销售费用率在2025年前三季出现下降趋势，但行业目前依然处于出清阶段，公司后续业务调整、布局扩张以及数字化营销等方面依然需要销售费用支撑，预计后续公司销售费用率将维持在较为稳定的水平。预计2025-2027年销售费用率为25.00%/25.00%/25.00%。
- **管理费用率**：公司提质增效战略效果已初见成效，管理效率逐步提升，预计2025-2027年管理费用率为4.70%/4.60%/4.50%。
- **研发费用率**：公司研发投入主要集中在数字化平台建设、非药创新产品研发等项目，整体投入规模可控。预计2025-2027年研发费用率为0.13%/0.13%/0.13%。
- 按上述假设条件，我们得到公司2024-2026年营收245.46/272.92/304.44亿元，同比+2.0%/+11.2%/+11.5%；归母净利润17.25/20.07/23.16亿元，同比+12.8%/+16.4%/+15.4%；每股收益1.42/1.66/1.91元；ROE 14.5%/15.2%/15.8%。

表：未来三年盈利预测（单位：百万元）

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22588	24062	24546	27292	30444
营业成本	13958	14408	14613	16170	17977
销售费用	5487	6179	6136	6823	7611
管理费用	962	1083	1173	1275	1389
研发费用	34	34	32	35	40
财务费用	86	174	23	2	-34
营业利润	2055	2204	2488	2896	3342
利润总额	2055	2204	2488	2896	3342
归母净利润	1412	1529	1725	2007	2316
摊薄EPS（元）	1.40	1.26	1.42	1.66	1.91
ROE	14.4%	14.3%	14.5%	15.2%	15.8%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

4.2 估值与投资建议——绝对估值：399.20~477.70亿元

表：公司盈利预测假设条件

	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E
营业收入增长率	2.01%	11.19%	11.55%	7.50%	7.50%	5.00%	5.00%	2.50%	2.50%	2.50%
营业成本/营业收入	59.53%	59.25%	59.05%	58.95%	58.85%	58.75%	58.65%	58.55%	58.45%	58.35%
管理费用/营业收入	4.70%	4.60%	4.50%	4.45%	4.40%	4.35%	4.30%	4.25%	4.20%	4.15%
研发费用/营业收入	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
销售费用/销售收入	25.00%	25.00%	25.00%	24.80%	24.60%	24.40%	24.20%	24.00%	23.80%	23.60%
营业税及附加/营业收入	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%	0.40%
所得税税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
股利分配比率	30.00%	35.00%	40.00%	45.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表：资本成本假设

无杠杆Beta	1.05	T	25.00%
无风险利率	2.50%	Ka	8.91%
股票风险溢价	6.75%	有杠杆Beta	1.02
公司股价	23.24	Ke	9.41%
发行在外股数	1212	E/(D+E)	90.66%
股票市值(E)	28177	D/(D+E)	9.34%
债务总额(D)	2901	WACC	8.90%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	0.5%

资料来源：国信证券经济研究所假设

4.2 估值与投资建议——绝对估值：399.20~477.70亿元



表：益丰药房FCFF估值表（单位：百万元）

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	TV
EBIT	2,493.4	2,880.2	3,305.0	3,668.9	4,068.6	4,402.3	4,759.2	5,017.8	5,286.3	5,565.2	
所得税税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	
EBIT*(1-所得税税率)	1,870.0	2,160.1	2,478.8	2,751.7	3,051.5	3,301.7	3,569.4	3,763.3	3,964.8	4,173.9	
折旧与摊销	210.7	251.2	284.5	316.9	346.7	373.2	396.4	417.4	437.6	457.5	
营运资金的净变动	(263.8)	495.5	579.9	490.0	529.4	444.3	468.6	346.2	356.2	366.5	
资本性投资	(601.0)	(551.0)	(501.0)	(451.0)	(401.0)	(351.0)	(301.0)	(301.0)	(301.0)	(301.0)	
FCFF	1,215.9	2,355.9	2,842.2	3,107.6	3,526.6	3,768.3	4,133.4	4,225.9	4,457.5	4,696.9	52,102.8
PV(FCFF)	1,109.8	1,962.7	2,161.2	2,156.8	2,234.1	2,178.9	2,181.5	2,035.7	1,959.9	1,885.0	20,909.8
核心企业价值	40,775.3										
减：净债务	(2,654.5)										
股票价值	43,429.8										
每股价值（元）	35.82										

资料来源：国信证券经济研究所预测

表：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

	WACC变化					
	35.82	8.6%	9.1%	9.56%	10.1%	10.6%
	2.0%	45.95	42.52	39.55	36.96	34.67
	1.5%	43.95	40.86	38.15	35.77	33.66
永续 增长 率变 化	1.0%	42.22	39.40	36.92	34.72	32.76
	0.5%	40.70	38.11	35.82	33.78	31.94
	0.0%	39.36	36.97	34.84	32.93	31.20
	-0.5%	38.17	35.94	33.95	32.16	30.53
	-1.0%	37.10	35.02	33.15	31.46	29.92

资料来源：国信证券经济研究所分析

4.2 估值与投资建议——相对估值：327.66~344.90亿元



- 公司为国内连锁药房企业领先企业，我们选择同属于连锁药房行业的老百姓、大参林、一心堂、健之佳作为可比公司。以2025年11月27日股价为基础，四家可比公司2025年平均PE为17.23倍（除大参林外均为Wind一致预期），考虑到公司出色的运营能力、多方面领先的财务表现以及业务转型的积极进展，我们给予益丰药房2025年19.00~20.00倍PE，合理市值为327.66~344.90亿元，对应目标价27.03~28.45元

表：可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价 (元)	市值(亿元)	归母净利润(亿元)				PE				ROE		PEG		评级
				2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E			
603233.SH	大参林	17.69	201.46	9.15	12.08	14.85	17.98	22.02	16.68	13.57	11.21	13.3%	0.85	优于大市		
603883.SH	老百姓	15.91	120.74	5.19	6.49	7.56	8.60	23.26	18.61	15.97	14.03	7.9%	-4.91	无评级		
002727.SZ	一心堂	12.95	75.84	1.14	4.83	5.49	6.23	66.44	15.71	13.81	12.17	1.5%	0.88	无评级		
605266.SH	健之佳	20.09	31.05	1.28	1.79	2.23	2.63	24.23	17.38	13.92	11.80	4.6%	1.88	无评级		
	平均							37.98	17.23	14.57	12.67	4.7%	-			
603939.SH	益丰药房	22.95	278.24	15.29	17.25	20.07	23.16	18.20	16.13	13.86	12.01	14.3%	1.55	优于大市		

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测 注：老百姓、一心堂、健之佳数据为Wind一致预期

4.2 估值与投资建议

- **投资建议：**公司为国内领先的连锁药房企业，在中南、华东、华南地区拥有较高市场份额，在行业转型的背景下，公司未来有望通过精细化运营以及新零售体系的发展进一步提升行业地位，维持收入与利润的稳健增长。我们预计公司2025-2027年营业收入245.46/272.92/304.44亿元，同比增速2.0%/11.2%/11.5%；预计公司2025-2027年归母净利润17.25/20.07/23.16亿元，同比增速12.8%/16.4%/15.4%，当前股价对应PE=16.1/13.9/12.0倍。综合两种估值方法，我们认为公司合理市值区间为327.66~344.90亿元，较当前有17.8%~24.0%溢价空间。维持“优于大市”评级。

■ 估值的风险

- ✓ 我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在327.66~344.90亿元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：
- ✓ 可能由于对公司收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来10年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- ✓ 加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为2.5%、风险溢价6.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致WACC计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；
- ✓ 我们假定未来10年后公司TV增长率为0.5%，公司所处行业可能在未来10年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- ✓ 相对估值方面：我们选取了与公司业务相近的老百姓、大参林、一心堂、健之佳的相对估值指标进行比较，选取了可比公司2025年平均PE作为相对估值的参考，最终给予公司2025年PE为19.00~20.00倍，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

■ 盈利预测的风险

- ✓ 我们假设公司未来3年收入同比+2.0%/+11.2%/+11.5%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来3年业绩的风险；
- ✓ 我们预计公司未来3年毛利率分别为40.5%/40.8%/40.9%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来3年盈利预测值高于实际值的风险。

4.3 风险提示

- **行业政策风险：**我国药品零售行业的发展深受国家政策影响。随着行业监管标准的不断提升，企业的经营与管理面临更高要求。新医改的持续推进，包括公立医院改革、药品零差率、两票制及医保门诊统筹等政策的落实，使行业监管愈加严格。若企业未能及时根据政策变化优化管理体系和运营模式，可能面临一定的经营风险。
- **市场竞争加剧的风险：**我国医药零售行业整体市场集中度仍然偏低，竞争格局较为激烈。近年来，大型连锁药店通过自建门店和并购整合等方式不断扩张，跨区域布局加快，行业集中度呈上升趋势。资本、品牌及供应链能力突出的全国性和区域性连锁企业迅速崛起，竞争态势日益加剧。同时，基层医疗体系的完善以及互联网和移动终端购物模式的普及，进一步推动了消费习惯的转变。尽管公司凭借多年积累在品牌影响力、渠道资源和供应商关系方面具备一定优势，并在中南、华东、华北市场形成领先地位，但面对行业集中化和市场竞争加剧的趋势，如何保持区域优势并持续提升市场份额与盈利能力，仍是公司亟需应对的挑战。
- **并购门店经营不达预期的风险：**在行业加速并购整合的背景下，公司确立了“新开+并购+加盟”相结合的扩张战略。尽管前期并购项目整体达成预期，但其盈利能力仍受政策环境、市场需求及内部管理等多重因素影响。若未来出现重大政策变动、消费者行为转变或其他不可抗力因素，并购门店的经营表现可能低于预期，从而引发商誉减值风险，对公司业绩及股东利益造成不利影响。
- **公司快速发展人力资源摊薄的风险：**专业化的管理团队与优质的客户服务是公司持续健康、高效运营的关键支撑。在企业快速发展过程中，若在人才引进与培养方面未能满足业务扩张的需求，或在人力资源管理、任用及储备环节出现偏差导致核心人才流失，均可能对公司未来的规模增长与经营绩效产生不利影响。

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032