

医药生物

2026年01月19日

华润医药

(03320)

——国内第一大 OTC 制造商，品牌势能集聚

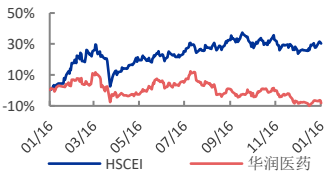
报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2026年01月16日

| | |
|---------------|-----------|
| 收盘价 (港币) | 4.54 |
| 恒生中国企业指数 | 9220.81 |
| 52周最高/最低 (港币) | 5.76/4.35 |
| H股市值 (亿港元) | 285.23 |
| 流通H股 (百万股) | 6,282.51 |
| 汇率 (港币/人民币) | 0.8988 |

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

周文远 A0230518110003
zhouwy@swsresearch.com

研究支持

胡梦婷 A0230524060004
humt@swsresearch.com

联系人

胡梦婷 A0230524060004
humt@swsresearch.com

华润医药集团有限公司是中国领先的综合医药公司，业务覆盖医药、保健产品及医疗器械的工业制造与商业流通。公司整体规模位列行业前三，其中医药制造业务位列行业第二、医药流通规模位列行业第三。2019至2024年，公司收入复合增长率达到7.5%。

国内第一大 OTC 制造商，品牌势能集聚。公司制药业务以健康消费品 (CHC) 为主。2025 年上半年，公司中药及保健品业务收入占比达到近 60%，其中包含众多具有强大品牌辨识度的制药品牌，例如“999”、“东阿阿胶”、“江中”等。受益于内生增长和外延并购，公司制药业务收入增长稳健，2022 至 2024 年复合增长率达到 10.4%。非处方药 (OTC) 方面，2025 年上半年，公司中药非处方药和化学药非处方药收入分别达到 87 亿元和 25 亿元，合计收入占制药业务收入的比例为 45%。

通过收购整合逐步扩大业务范围。1) 中药及保健品：公司于 2019 年 2 月完成对华润江中的收购，通过华润江中间接持有江中药业 (中国领先的 OTC 产品生产企业) 43% 的股权。此外，华润三九分别于 2022 年 12 月和 2025 年 3 月收购昆药集团和天士力医药各 28% 的股权，进一步巩固公司于中药行业的领先地位。2) 化学药：公司主要通过华润双鹤收购多家公司，进入消化道、抗感染、抗肿瘤、精神/神经、心脑血管、糖尿病等治疗领域。3) 生物制品及医疗器械：公司通过于 2021 年 11 月收购博雅生物 29% 的股权进入血液制品领域。此外，2025 年 2 月，公司收购南格尔科技，布局进入医疗器械领域，实现对血制品产业链上游的延伸。

医药流通规模位列行业第三。2025 上半年，公司医药流通收入达到 1,100 亿元，规模位列行业第三，仅次于国药控股和上海医药。1) 分销：持续拓展创新产品，商业模式逐步从传统分销转换至分销加深度营销双轮驱动。2025 年上半年，公司分销业务收入达到 1,083 亿元，其中医疗器械业务收入达到 180 亿元，同比增长 8%。2) 零售：持续加强 DTP 等专业药房建设，以及打造院外新零售体系，建立差异化竞争优势。2025 年上半年，公司零售业务收入达到 55 亿元，同比增长 11%。

首次覆盖给予买入评级。我们预计 2025-2027 年公司归属普通股东净利润分别为 34.9/37.6/40.5 亿元，同比增长 4.0%/7.9%/7.7%。根据公司所属板块及主营业务，我们选取国药控股、上海医药等聚焦医药流通且具备一定知名度的企业作为可比公司。我们给予公司 2026 年 8.7 倍 PE，对应市值为 353 亿港元，目前市值 285 亿港元，对应 24% 的上涨空间，首次覆盖给予买入评级。

风险提示：市场竞争加剧；集采降价压力；并购整合低于预期。

财务数据及盈利预测

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 244,704 | 257,673 | 265,944 | 280,476 | 296,748 |
| 同比增长率 (%) | 12.16 | 5.30 | 3.21 | 5.46 | 5.80 |
| 归属普通股东净利润 | 3,854 | 3,351 | 3,486 | 3,761 | 4,049 |
| 同比增长率 (%) | 10.11 | -13.06 | 4.02 | 7.89 | 7.67 |
| 每股收益 (元/股) | 0.61 | 0.53 | 0.55 | 0.60 | 0.64 |
| ROE (%) | 8.39 | 6.95 | 6.78 | 6.85 | 6.90 |
| 市盈率 | 7 | 8 | 8 | 7 | 7 |

注：“每股收益”为归属普通股东净利润除以总股本 单位：百万元 (人民币)



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

目前，公司股价对应 7.7 倍 25 年 PE 以及 7.0 倍 26 年 PE。根据公司所属板块及主营业务（2025 年上半年分销业务收入占比 79%、制药业务收入占比 17%、零售业务收入占比 4%），我们选取国药控股（2025 年上半年分销业务收入占比 93%、零售业务收入 6%）、上海医药（2025 年上半年分销业务收入占比 89%、零售业务收入 3%）等聚焦医药流通且具备一定知名度的企业作为可比公司，其中港股可比公司的平均估值为 9.2 倍 25 年 PE 以及 9.4 倍 26 年 PE。此外，A 股可比公司的平均估值为 13.8 倍 25 年 PE 以及 12.4 倍 26 年 PE。

关键假设点

按业务板块划分，我们对公司主要业务板块 2025-2027 年收入做如下预测：

1) 制药业务：主要包括中药、化药、生物药、保健品业务，考虑到 2025 年上半年制药板块业务的稳健增长（分部收入同比增长 4.3%），我们预计 2025-2027 年公司制药业务收入增速分别为 4.1%/6.0%/6.5%。

2) 医药分销：2025 年上半年公司医药分销实现分部收入 1083.3 亿元，同比增长 2.3%；考虑到公司持续提升产品和深度营销能力，以及大力发展医疗器械业务，我们预计 2025-2027 年公司医药分销业务收入增速分别为 2.6%/5.0%/5.3%。

3) 药品零售：2025 年上半年公司药品零售业务实现分部收入 55.15 亿元，同比增长 11.4%；考虑到公司持续加强专业药房建设，整合院外渠道，以及培育新业务，我们预计 2025-2027 年公司药品零售收入增速为 11.8%/12.0%/12.0%。

有别于大众的认识

市场认为：公司主要业务聚焦传统医药商业，核心依赖分销业务，增长偏稳健但缺乏弹性。

我们认为：公司一方面通过旗下华润三九、华润双鹤等工业子公司强化产品矩阵；另一方面加速创新研发布局。同时，商业板块持续拓展创新产品，商业模式逐步从传统分销转换至分销加深度营销双轮驱动。此外，公司大力发展医疗器械业务，强化产品引进与专业化能力打造。

股价表现的催化剂

1) 医药制造：着力外延发展，有望通过收并购进一步拓宽产品覆盖领域及 OTC 品牌矩阵；国际收入持续增长；通过合作推广及开发等形式快速丰富创新产品组合；

2) 医药商业：医疗器械业务收入持续增长；专业药房数量持续增长。

核心假设风险

1) 市场竞争加剧：分销业务方面，随着行业集中度提升，头部企业间的渠道、客户资源竞争日趋激烈，行业整体增速放缓，业务盈利空间可能面临压力，影响公司整体业绩稳定性；

2) 集采降价压力：随着带量采购药品范围持续扩大，部分仿制药价格大幅下降，对制药业务产品销售放量带来压力；

3) 并购整合低于预期：过往并购扩张积累商誉，部分标的可能面临整合效果不及预期，以及同业竞争问题。

目录

| | |
|---|-----------|
| 1. 华润医药—国内第一大 OTC 制造商，品牌势能集聚 | 6 |
| 2. 医药制造—规模位列行业第二 | 7 |
| 3. 医药商业—规模位列行业第三 | 13 |
| 3.1 分销—持续提升获品和深度营销能力..... | 14 |
| 3.2 零售—持续做强专业药房 | 14 |
| 4. 盈利预测和估值..... | 15 |
| 4.1 盈利预测 | 15 |
| 4.2 估值..... | 17 |
| 5. 风险提示 | 17 |
| 附录..... | 18 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 华润医药历史..... | 6 |
| 图 2: 华润医药股权结构..... | 6 |
| 图 3: 华润医药收入 (2019-1H25) | 7 |
| 图 4: 华润医药 1H25 收入拆分..... | 7 |
| 图 5: 华润医药各板块收入增速 (2020-1H25) | 7 |
| 图 6: 华润医药各板块毛利率 (2022-1H25) | 7 |
| 图 7: 华润医药制药业务拥有丰富的品牌矩阵..... | 8 |
| 图 8: 华润医药制药业务收入 (2020-1H25) | 8 |
| 图 9: 华润医药制药业务 1H25 收入拆分..... | 8 |
| 图 10: 华润医药中药及保健品产品梳理..... | 9 |
| 图 11: 华润医药中药业务收入 (2020-1H25) | 10 |
| 图 12: 华润医药中药业务 1H25 收入拆分..... | 10 |
| 图 13: 华润医药化学药产品梳理 | 10 |
| 图 14: 华润医药化学药业务收入 (2020-1H25) | 11 |
| 图 15: 华润医药化学药业务 1H25 收入拆分 | 11 |
| 图 16: 华润医药生物制品及医疗器械产品梳理 | 11 |
| 图 17: 华润医药生物药业务收入 (2022-1H25) | 12 |
| 图 18: 华润医药持续坚定创新研发..... | 12 |
| 图 19: 华润医药持续深化创新合作..... | 13 |
| 图 20: 华润医药流通规模位列行业第三..... | 13 |
| 图 21: 华润医药 2025 年上半年流通收入占比达到 83% | 13 |
| 图 22: 华润医药分销业务分部收入 (2022-1H25) | 14 |
| 图 23: 华润医药 DTP 药房数量 (2020-1H25) | 15 |
| 图 24: 华润医药零售业务收入 (2022-1H25) | 15 |

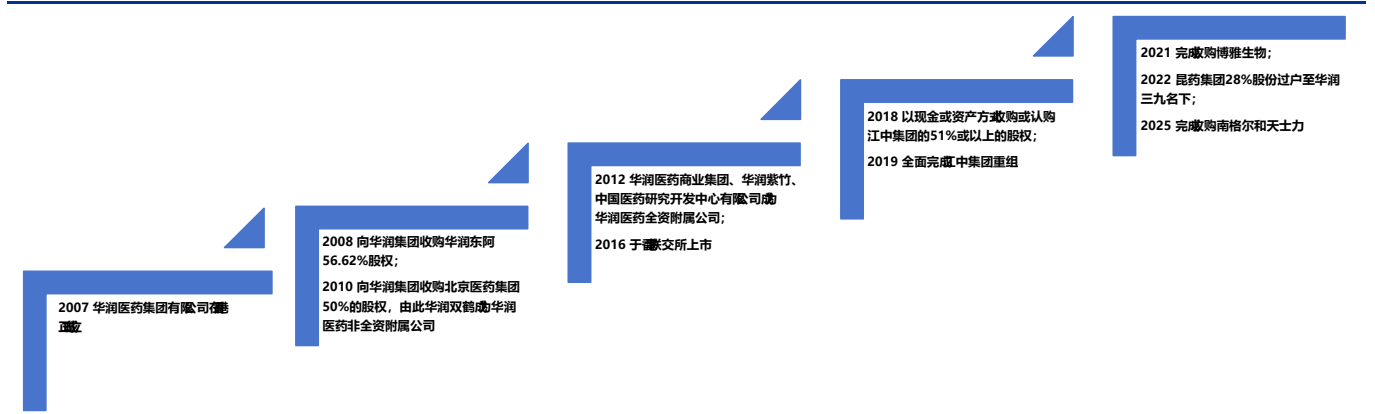
| | |
|---------------------------|----|
| 表 1: 华润医药制药业务历史并购总结 | 9 |
| 表 2: 华润医药持续加强国际拓展 | 12 |
| 表 3: 关键财务假设 | 16 |
| 表 4: 可比公司估值 | 17 |
| 表 5: 华润医药管理层团队..... | 18 |

1. 华润医药—国内第一大 OTC 制造商，品牌势能集聚

华润医药集团有限公司是中国领先的综合医药公司，主要业务覆盖医药、保健产品及医疗器械的工业制造与商业流通。公司整体规模位列行业前三，多个细分领域保持行业领先，其中医药制造业务位列行业第二、医药流通规模位列行业第三。公司拥有多个知名制药品牌，包括 999、东阿阿胶、双鹤、江中、紫竹、博雅生物、昆药集团等

2007 年 5 月，在整合东阿阿胶、华源集团医药资源、三九企业集团医药资源的基础上，华润医药在香港正式成立。成立后，公司通过一系列战略收购迅速扩张，先后将华润东阿（2008 年）、华润双鹤（2010 年）、华润医药商业（2012 年）、华润江中（2018 年）、博雅生物（2021 年）等主要附属公司纳入集团。2016 年 10 月，华润医药于香港联交所主板上市。

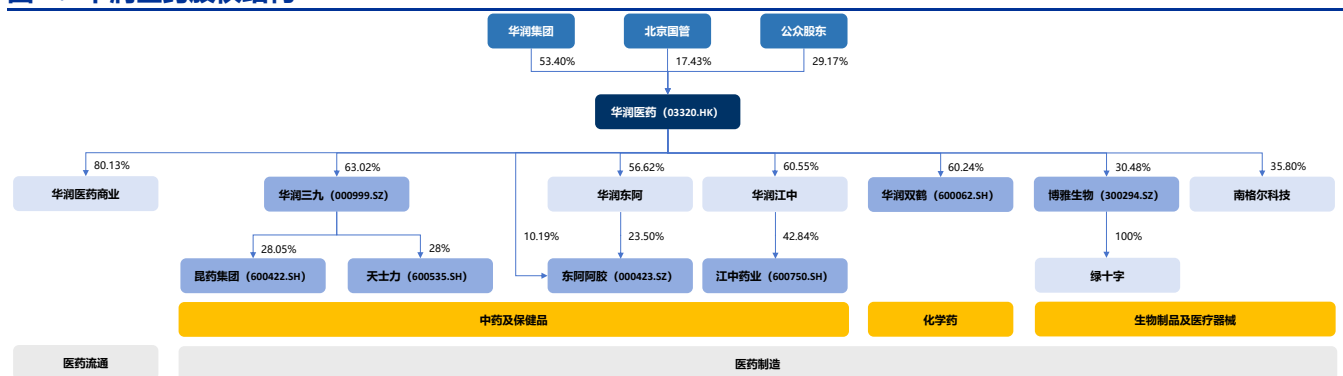
图 1：华润医药历史



资料来源：华润医药官网和年报，申万宏源研究

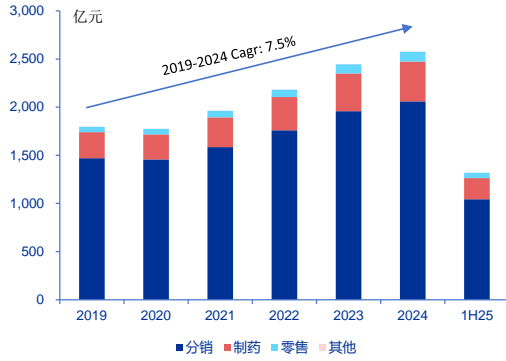
领先的综合医药公司、打造一体化业务布局。截至 2025 年 6 月，公司由华润集团和北京国管分别持股 53.40% 和 17.43%。此外，公司主要附属公司包含华润三九（000999.SZ）、东阿阿胶（000423.SZ）、华润双鹤（600062.SH）、江中药业（600750.SH）和博雅生物（300294.SZ）等多家 A 股上市公司。通过并购整合，公司主要业务覆盖医药流通和医药制造各环节，其制药业务逐步从中药及保健品拓展至化学药，以及生物制品及医疗器械等多品类。

图 2：华润医药股权结构

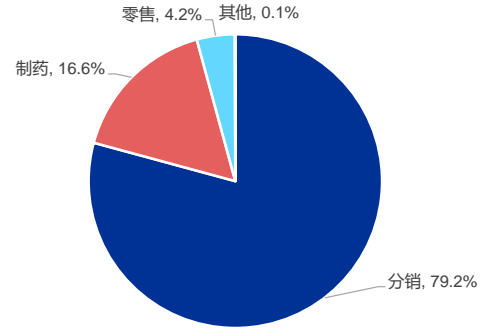


资料来源：华润医药 2025 年上半年投资者演示，申万宏源研究

收入维持稳定增长，2019 至 2024 年复合增长率达到 7.5%。2025 年上半年，公司收入达到 1,319 亿元，同比增长 3%。其中，公司分销业务收入占比保持在约 80%，2025 年上半年分销收入达到 1,045 亿元（同比增长 2%）。此外，2025 年上半年，公司制药业务收入达到 218 亿元，收入占比从 2019 年的 15% 逐步提升至 2025 年上半年的 17%。

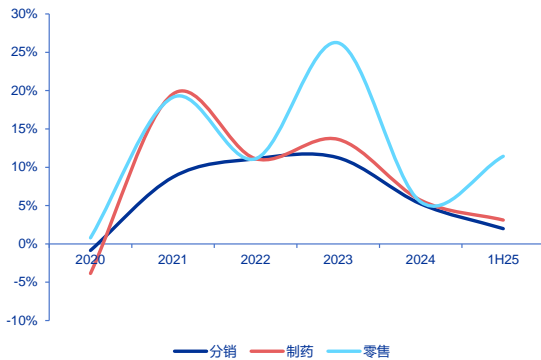
图 3：华润医药收入 (2019-1H25)


资料来源：华润医药年报和半年报，申万宏源研究

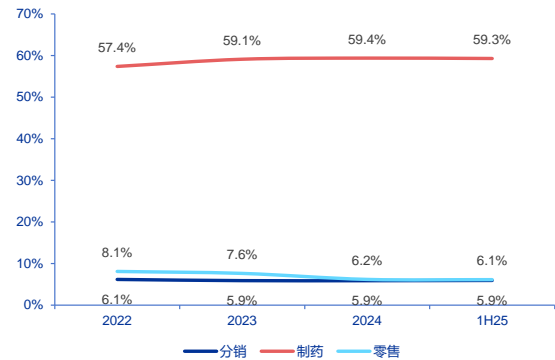
图 4：华润医药 1H25 收入拆分


资料来源：华润医药 2025 年半年报，申万宏源研究

制药毛利率稳步提升，分销和零售毛利率略下滑。2019 至 2024 年，公司分销业务收入复合增长率为 7.0%。相较而言，2019 至 2024 年公司制药和零售业务收入复合增长率分别达到 8.9% 和 12.2%。此外，毛利率方面，公司制药业务毛利率维持近 60%，分销和零售业务毛利率自 2022 年以来有所下滑。

图 5：华润医药各板块收入增速 (2020-1H25)


资料来源：华润医药年报和半年报，申万宏源研究

图 6：华润医药各板块毛利率 (2022-1H25)


资料来源：华润医药年报和半年报，申万宏源研究

2. 医药制造—规模位列行业第二

公司医药制造业务位列行业第二，是国内第一大非处方药 (OTC) 制造商。截至 2025 年 6 月，公司共生产制造 944 个产品，产品组合包括中药及保健品、化学药、生物制品及医疗器械，覆盖心血管、消化道和新陈代谢、大容量静脉输注、儿科、呼吸系统、皮肤科以及血液制品、凝血障碍治疗及免疫类疾病治疗等广泛的治疗领域。

公司制药业务以健康消费品 (CHC) 为主。2025 年上半年, 公司中药及保健品业务收入占制药业务收入的比例近 60%, 其中包含众多具有强大品牌辨识度的制药品牌, 例如“999”、“东阿阿胶”、“江中”等。

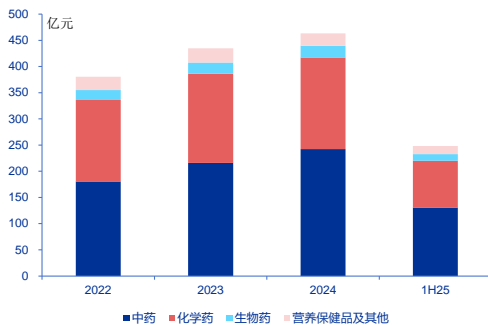
图 7: 华润医药制药业务拥有丰富的品牌矩阵



资料来源: 华润医药 2025 年上半年投资者演示, 申万宏源研究

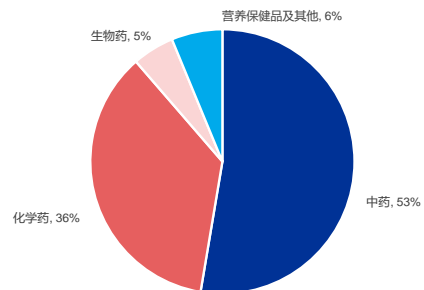
受益于内生增长和外延并购, 公司制药业务收入增长稳健。2022 至 2024 年, 公司制药业务收入复合增长率达到 10.4%。2025 年上半年, 公司制药业务收入达到 248 亿元, 其中中药业务收入为 131 亿元, 收入占比达到 53%。非处方药 (OTC) 方面, 2025 年上半年, 公司中药非处方药和化学药非处方药收入分别达到 87 亿元和 25 亿元, 合计收入占制药业务收入的比例为 45%。

图 8: 华润医药制药业务收入 (2020-1H25)



资料来源: 华润医药年报和半年报, 申万宏源研究

图 9: 华润医药制药业务 1H25 收入拆分



资料来源: 华润医药 2025 年半年报, 申万宏源研究

近十年, 公司通过多项收购整合逐步扩大业务范围。2025 年, 公司宣布拟设立华润医药 (成都) 创新投资基金合伙企业 (基金规模 10 亿) 和华润双鹤生物医药产业基金 (呼和浩特) 投资合伙企业 (基金规模 5 亿), 通过设立产业基金的方式, 重点布局化学创新药、生物制品、高端医疗器械、中药滋补、合成生物学等领域。

1) **中藥及保健品:** 公司于 2019 年 2 月完成对华润江中的收购, 通过华润江中间接持有江中药业 (中国领先的 OTC 产品生产企业) 43% 的股权, 提升公司在中药自我诊疗业务、中药材开发等领域的核心竞争力。此外, 华润三九分别于 2022 年 12 月和 2025 年 3 月收购昆药集团和天士力医药各 28% 的股权, 进一步巩固公司于中药行业的领先地位。

2) **化學藥:** 公司主要通过华润双鹤收购多家公司, 进入消化道、抗感染、抗肿瘤、精神/神经、心脑血管、糖尿病等治疗领域。

3) 生物制品及医疗器械：公司通过于 2021 年 11 月收购博雅生物 29%的股权进入血液制品领域。此外，公司于 2025 年上半年完成收购南格尔科技，布局进入医疗器械领域，实现对血制品产业链上游的延伸。

表 1：华润医药制药业务历史并购总结

| 治疗领域 | 日期 | 收购方 | 被收购方 | 股权 | 被收购方主要领域/产品 |
|----------|-------------|------|---------|------|--------------------------------|
| 中药 | 2017 年 1 月 | 华润三九 | 吉林金复康药业 | 65% | 中成药：益血生胶囊、金复康口服液（抗肿瘤领域） |
| | 2019 年 2 月 | 华润医药 | 江中药业 | 43% | 中药 OTC：胃肠、口咽品类 |
| | 2021 年 1 月 | 华润三九 | 润芙蓉药业 | 60% | 中药饮片 |
| | 2022 年 12 月 | 华润三九 | 昆药集团 | 28% | 青蒿系列、三七系列、天麻系列 |
| | 2025 年 3 月 | 华润三九 | 天士力医药 | 28% | 复方丹参滴丸、蒂清、水林佳、养血清脑（颗粒/丸） |
| 化学药 | 2017 年 3 月 | 华润双鹤 | 海南中化制药 | 100% | 消化道、抗感染、抗肿瘤领域 |
| | 2018 年 5 月 | 华润双鹤 | 湘中制药 | 45% | 精神/神经专科领域 |
| | 2018 年 8 月 | | | 41% | |
| | 2020 年 12 月 | 华润双鹤 | 东营天东制药 | 39% | 心脑血管抗凝领域 |
| | 2022 年 8 月 | | | 31% | |
| | 2021 年 9 月 | 江中药业 | 海斯制药 | 51% | 胃肠领域：“贝飞达”双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊、雷贝拉唑肠溶片 |
| | 2022 年 8 月 | 华润双鹤 | 神州生物 | 50% | 辅酶 Q10 |
| | 2023 年 11 月 | 华润双鹤 | 天安药业 | 90% | 糖尿病领域：“天安牌”系列 |
| 生物制品 | 2021 年 2 月 | 华润双鹤 | 浙江湃肽 | 33% | 多肽药物 |
| | 2021 年 7 月 | 华润医药 | 永泰生物 | 10% | 细胞免疫治疗领域 |
| | 2021 年 11 月 | 华润医药 | 博雅生物 | 29% | 血液制品领域 |
| | 2024 年 7 月 | 博雅生物 | 绿十字香港 | 100% | 血液制品领域 |
| 营养保健品及其他 | 2017 年 9 月 | 华润三九 | 山东圣海 | 65% | 保健品：益普利生、圣海圣健、肽诱人 |
| | 2025 年 2 月 | 华润医药 | 南格尔科技 | 36% | 医疗装备和器械领域：全系统提供输血设备、耗材和药品 |

资料来源：华润医药公告、年报及半年报、投资者演示，申万宏源研究

丰富的中药 OTC 产品组合，覆盖多个知名品牌。公司拥有丰富的中药 OTC 产品组合，涵盖感冒（999 感冒灵）、补气补血（东阿阿胶）、消化道与新陈代谢（三九胃泰）、儿科（小儿止咳糖浆）、心脑血管系统（复方丹参滴丸）等多个治疗领域。2025 年 3 月，华润三九收购天士力医药，在扩大心脑血管及消化等领域的产品优势的同时，有望进一步提升公司中药创新能力。

图 10：华润医药中药及保健品产品梳理

| 主要产品 | 所属领域 | 主要产品 | 所属领域 |
|--|------------|--|--------|
|  感冒灵、复方感冒灵、强力枇杷露、复方鲜竹沥液 | 感冒 |  复方丹参滴丸、养血清脑颗粒、血塞通软胶囊、血塞通注射液、参附注射液、芪参益气滴丸 | 心脑血管系统 |
|  阿胶块、复方阿胶浆、阿胶粉 | 补气补血 |  骨通贴膏、天和追风膏、尕痹、瘀血痹、骨龙胶囊 | 骨科 |
|  三九胃泰、气滞胃痛、参苓健脾胃颗粒、健胃消食片 | 消化道与新陈代谢 |  华蟾素、金复康 | 抗肿瘤 |
|  小儿止咳糖浆、小儿感冒颗粒、葡萄糖酸锌钙、健儿消食口服液、健儿清解液 | 儿科 |  咽炎片、复方草珊瑚含片 | 口咽类 |
|  益血生胶囊、正天、舒肝颗粒、八珍益母胶囊、安宫止血颗粒 | 其他（头痛、补益等） |  参灵草、初元复合肽营养品、桃花姬、肝纯片、利活益生菌 | 保健品 |

资料来源：华润医药 2025 年上半年投资者演示，申万宏源研究

受益于 2022 年昆药集团 28%股份过户至华润三九名下，2022 至 2024 年公司中药业务收入复合增长率达到 16%。其中，公司中药业务以 OTC 产品为主，2025 年上半年公司中药 OTC 产品收入达到 87 亿元，占公司中药业务收入的 66%。

图 11: 华润医药中药业务收入 (2020-1H25)

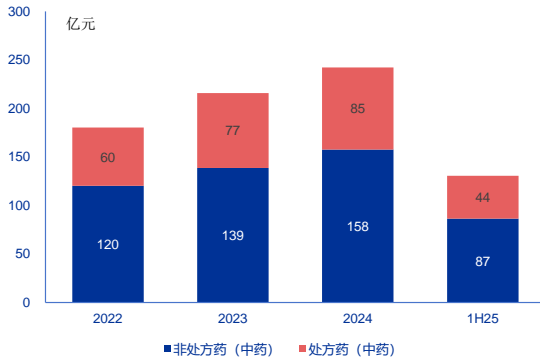
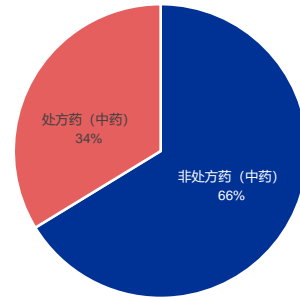


图 12: 华润医药中药业务 1H25 收入拆分



资料来源: 华润医药年报和半年报, 申万宏源研究

资料来源: 华润医药 2025 年半年报, 申万宏源研究

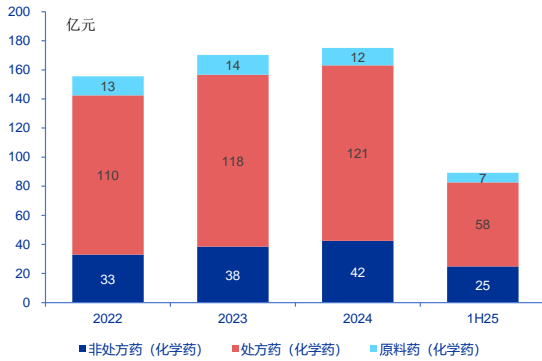
华润双鹤为公司主要的化学药生产销售平台。目前, 华润双鹤有超 20 款产品年销售收入超亿元, 在产在销产品 330 余个, 深耕慢病、输液、儿科、肾科、精神/神经、肿瘤、女性健康等领域, 在多个细分赛道具有市场领先地位。近年来, 公司持续加快研发创新转型, 创新管线初步形成, 15 个创新药项目中有 2 个小分子自研项目已获批临床。

图 13: 华润医药化学药产品梳理

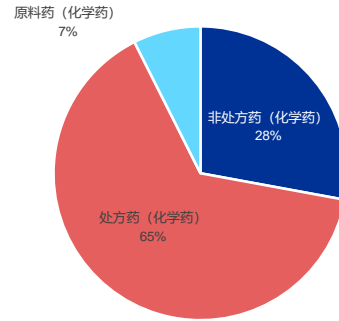
| 主要产品 | 所属领域 | 主要产品 | 所属领域 |
|--|--------------|--|--------------|
| 复方利血平氨苯蝶啶片(降压0号)、苯磺酸氨氯地平片(压氏达)、缬沙坦胶囊(穗悦)、缬沙坦氢氯噻嗪片(复穗悦) | 心血管系统 (降压领域) | 胞磷胆碱钠注射液、克林霉素磷酸酯注射液、利巴韦林注射液、喷他佐辛注射液(镇痛新)、腹膜透析液 | 治疗性输液与肾科 |
| 注射用牛肺表面活性剂(柯立苏)、小儿复方氨基酸注射液、小儿氨酚黄那敏颗粒 | 儿科 | 注射用五水头孢唑林钠(新泰林)、头孢他啶、头孢曲松钠、示踪用盐酸米托蒽醌注射液 | 抗感染 |
| 辅酶Q10 肝素钠 | 原料药 (产品代表) | 格列喹酮片(糖适平)、二甲双胍缓释片(卜可)、格列齐特片 | 心血管系统 (降糖领域) |
| 左炔诺孕酮片(毓婷和金毓婷)、米非司酮片 | 女性健康 | 丙戊酸镁缓释片 丙戊酸钠片 | 精神神经 |
| 乳酸菌素片、雷贝拉唑钠肠溶片 | 消化道、胃肠及 新陈代谢 | 地喹氯铵片(清利) 蜂胶口腔膜 | 皮肤科与口咽 |

资料来源: 华润医药 2025 年上半年投资者演示, 申万宏源研究

公司化学药业务以处方药为主。2025 年上半年, 公司化学药业务中的处方药、非处方药和原料药收入分别达到 58 亿元、25 亿元和 7 亿元, 占化学药业务收入的比例分别为 65%、28%和 7%。

图 14：华润医药化学药业务收入 (2020-1H25)


资料来源：华润医药年报和半年报，申万宏源研究

图 15：华润医药化学药业务 1H25 收入拆分


资料来源：华润医药 2025 年半年报，申万宏源研究

推动血制品产品链协同发展。自 2021 年 11 月收购博雅生物 29% 股权以来，公司生物药业务快速切入血液制品领域。2024 年 7 月，博雅生物以自有资金 18.2 亿元收购绿十字香港 100% 股权，获得一张血制品生产牌照，进一步强化公司血液制品业务布局。此外，2025 年 2 月，公司收购南格尔科技，布局进入医疗器械领域，实现对血制品产业链上游的延伸。

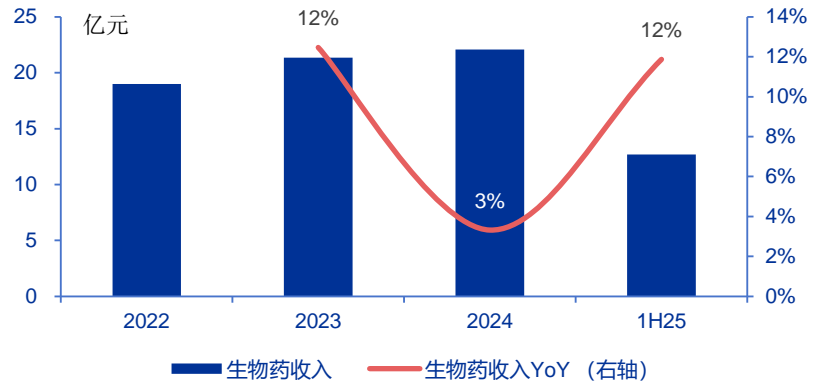
图 16：华润医药生物制品及医疗器械产品梳理

| 主要产品 | 所属领域 | 主要产品 | 所属领域 |
|------------------------|----------|---|--------|
| 人纤维蛋白原 | 血液制品 | 重组人促红素注射液 (CHO细胞) (佳林豪) | 抗贫血 |
| 人血白蛋白 | 血液制品 | 注射用重组人白介素 -11 (I) (百杰依) | 免疫兴奋剂 |
| 双歧杆菌三联活菌肠溶胶囊 (贝飞达) | 消化道、胃肠领域 | 注射用重组人组织型纤溶酶原激酶衍生物 (瑞通立)、注射用重组人尿激酶原 (普佑克) | 心脑血管系统 |
| 人凝血酶原复合物 | 血液制品 | 静注人免疫球蛋白 | 血液制品 |
| 人凝血因子VIII | 血液制品 | 狂犬病人免疫球蛋白 | 血液制品 |
| 血液成分分离机、一次性使用单采血液成份分离器 | 医疗器械 | 血浆采集机、一次性使用单采血浆分离器 | 医疗器械 |

资料来源：华润医药 2025 年上半年投资者演示，申万宏源研究

受益于收购博雅生物，2022 至 2024 年公司生物药业务收入复合增长率达到 8%。2025 年上半年，公司生物药业务收入达到 13 亿元，同比增长 12%。随着逐步完善血液领域布局，公司生物药业务收入有望进一步增长。

图 17: 华润医药生物药业务收入 (2022-1H25)



资料来源: 华润医药年报及半年报, 申万宏源研究

加强国际市场拓展,探索国际合作新模式 2025 年上半年公司海外收入已超过 4 亿元。除国内制药业务稳健增长外,公司持续加强国际拓展,其原料药、中药和医疗器械业务已实现海外收入。此外,血液制品方面,公司持续推动海外产品注册,已于多个一带一路国家获得 GMP 或药品注册证书。

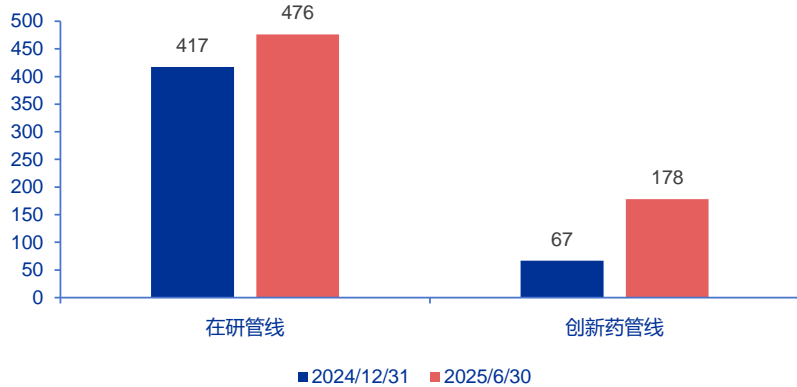
表 2: 华润医药持续加强国际拓展

| 业务板块 | 主要产品 | 覆盖国家 | 1H25 海外收入 |
|------|----------------|-------------|--------------------------------------|
| 原料药 | 辅酶 Q10、依诺肝素钠等 | 美、日、欧等 | 3.6 亿元 |
| 中药 | 阿胶系列产品、血塞通、护心丹 | 港澳地区、亚洲、非洲等 | 近 3,000 万元 |
| 医疗器械 | 输采血相关设备耗材 | 欧洲、亚洲、拉非 | 2,815 万元 (血浆采集系列产品在欧洲市场市占率超过 20%) |

资料来源: 华润医药 2025 年上半年投资者演示, 申万宏源研究

除传统制药业务外,公司持续自主创新研发。截至 2025 年 6 月 30 日,公司在研管线数量达到 476 个,其中创新药管线从 2024 年底的 67 个快速增长至 2025 年 6 月底的 178 个。此外,公司在研管线还包含 50 余首中药经典名方。2025 年上半年公司已上市 21 个新产品,包括一款生物制品、一首中药经典名方,以及 19 个化学药。

图 18: 华润医药持续坚定创新研发



资料来源: 华润医药年报及半年报, 申万宏源研究

持续深化与内地和港澳科研院所的创新合作。为丰富创新业态，除自主创新研发外，公司持续与知名院所共同推进产学研创新生态，同时于港澳建立区域合作网络，多渠道拓展优质项目。

图 19：华润医药持续深化创新合作

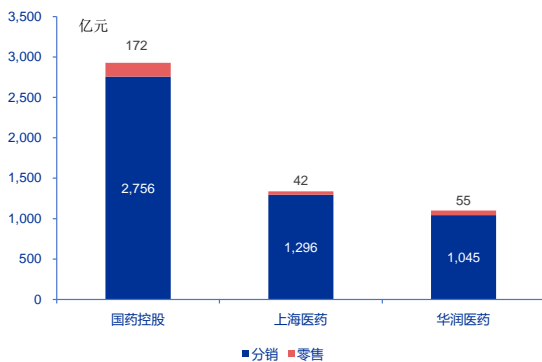


资料来源：华润医药 2025 年上半年投资者演示，申万宏源研究

3. 医药商业—规模位列行业第三

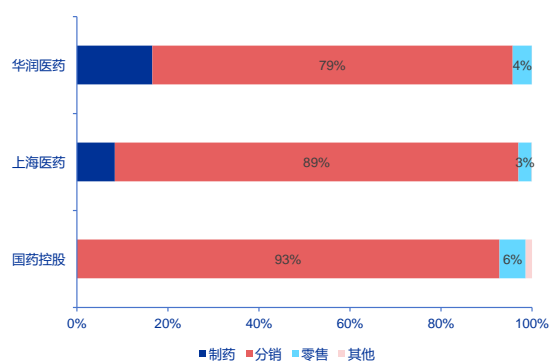
公司医药流通规模位列行业第三，分销业务网络覆盖全国 28 个省、自治区、直辖市。2025 上半年，公司拥有物流中心超过 220 个，医药流通收入达到 1,100 亿元，规模位列行业第三，仅次于国药控股和上海医药。

图 20：华润医药流通规模位列行业第三



资料来源：华润医药、上海医药及国药控股 2025 年半年报，申万宏源研究

图 21：华润医药 2025 年上半年流通收入占比达到 83%



资料来源：华润医药、上海医药及国药控股 2025 年半年报，申万宏源研究

3.1 分销—持续提升获品和深度营销能力

华润医药商业为公司分销业务主体。2012年，通过股权归集，华润医药商业集团成为华润医药全资附属公司。2023年5至9月，华润医药商业先后收购立方药业51%股权、科伦医贸51%股权、复大医药75%股权，扩大其传统分销业务网络。

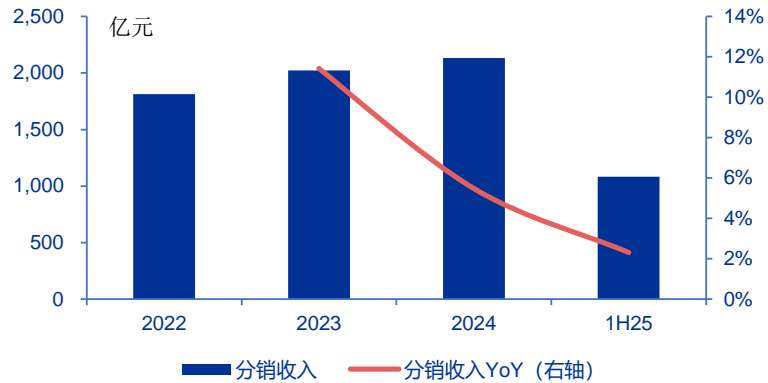
公司持续拓展创新产品，商业模式逐步从传统分销转换至分销加深度营销双轮驱动。

2025年上半年，公司获取了超20款创新产品，TOP100创新药企覆盖率超过80%、全球TOP50跨国药企覆盖率超过60%。2024年11月，华润医药商业与辉瑞正式签署战略合作协议，共同推动针对肺癌与乳腺癌的四种优质的成熟药物—阿诺新(AROMASIN)、爱博新(IBRANCE)、法玛新(Pharmorubicin RD)、赛可瑞(XALKORI)的商业化运营。基于商业网络优势，持续完善深度营销体系。特药方面，加强专业学术推广，布局核心医院；慢病方面，以“产品组合营销+AI双推”，深耕基层县域市场；零售方面，以“全域营销+多媒体”，触达线上线下零售终端。

此外，公司大力发展医疗器械业务，强化产品引进与专业化能力打造。2025年上半年，公司新引进7款产品，预计贡献年化规模超6亿元，其中包含BD乳腺旋切全国代理，以及引入雅培、科赛尔等国内外知名厂家的IVD、基础耗材和介入专线等平台业务。

受益于创新产品获品能力提升，以及医疗器械业务发展，2022至2024年公司分销业务分部收入复合增长率达到8%。2025年上半年，公司分销业务分部收入达到1,083亿元(同比增长2%)，其中医疗器械业务收入达到180亿元，同比增长8%。

图 22：华润医药分销业务分部收入 (2022-1H25)



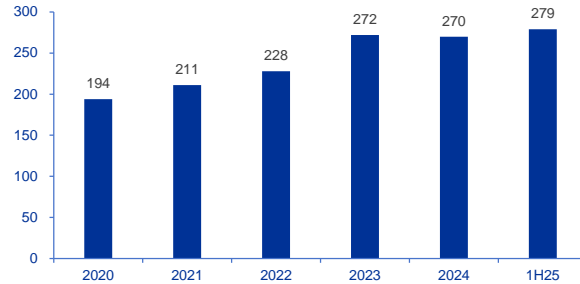
资料来源：华润医药年报及半年报，申万宏源研究

3.2 零售—持续做强专业药房

持续加强DTP等专业药房建设，提升药学服务能力，建差异化竞争优势。目前，公司以德信行等优质品牌经营704家零售药房。其中，DTP药房数量已从2020年的194快速增长至2025年上半年的279家，双通道药房达到187家。2025年上半年DTP药房实现收入37.6亿元，同比增长14%。

除专业药房建设外，公司持续打造院外新零售体系。例如，公司已与 10 余家重点核心亿元开展 COE（卓越诊疗中心）合作，加强专病与患者增值服务；与北京人寿合作，在北京推出“首善药诊卡”，打造“医+药+险”三维联动新范式；与礼蓝动保合作山东试点项目完成签约，拓展动物保健业务。

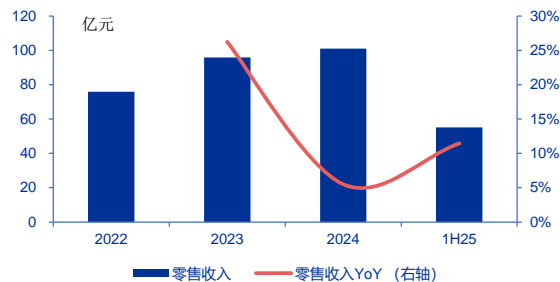
图 23：华润医药 DTP 药房数量 (2020-1H25)



资料来源：华润医药年报及半年报投资者演示，申万宏源研究

受益于专业药房建设，以及积极创新业务模式增值服务，2022 至 2024 年公司零售业务收入复合增长率达到 15%。2025 年上半年，公司零售业务收入达到 55 亿元，同比增长 11%。

图 24：华润医药零售业务收入 (2022-1H25)



资料来源：华润医药年报及半年报，申万宏源研究

4. 盈利预测和估值

4.1 盈利预测

按业务板块划分，我们对公司主要业务板块 2025-2027 年收入做如下预测：

1) **制药业务**：主要包括中药、化药、生物药、保健品业务，考虑到 2025 年上半年制药板块业务的稳健增长（分部收入同比增长 4.3%），我们预计 2025-2027 年公司制药业务收入增速分别为 4.1%/6.0%/6.5%。随着公司持续加大外延拓展力度，完善业务布局，以及聚力研发创新，分部毛利率有望略有提升。

2) **医药分销**：2025 年上半年公司医药分销实现分部收入 1083.3 亿元，同比增长 2.3%；考虑到公司持续提升产品和深度营销能力，以及大力发展医疗器械业务，我们预计 2025-2027 年公司医药分销业务收入增速分别为 2.6%/5.0%/5.3%，分部毛利率保持相对稳定。

3) 药品零售：2025 年上半年公司药品零售业务实现分部收入 55.15 亿元，同比增长 11.4%；考虑到公司持续加强专业药房建设，整合院外渠道，以及培育新业务，我们预计 2025-2027 年公司药品零售收入增速为 11.8%/12.0%/12.0%，分部毛利率稳定在 6.2%左右。

综上所述，我们预计公司 2025-2027 年总收入分别为 2,659/2,805/2,967 亿元，同比增长 3.2%/5.5%/5.8%；预计 2025-2027 年公司归属普通股股东净利润分别为 34.9/37.6/40.5 亿元，同比增长 4.0%/7.9%/7.7%。

表 3：关键财务假设

| 按业务收入拆分 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 收入 (百万元) | | | | | | |
| 制药 | 34,488 | 39,190 | 41,420 | 43,130 | 45,718 | 48,689 |
| 分销 | 176,072 | 195,858 | 206,076 | 211,428 | 221,999 | 233,765 |
| 零售 | 7,588 | 9,579 | 10,104 | 11,299 | 12,655 | 14,173 |
| 其他 | 35 | 77 | 73 | 87 | 104 | 120 |
| 总计 | 218,183 | 244,704 | 257,673 | 265,944 | 280,476 | 296,748 |
| 收入同比增速 | | | | | | |
| 制药 | | 13.63% | 5.69% | 4.13% | 6.00% | 6.50% |
| 分销 | | 11.24% | 5.22% | 2.60% | 5.00% | 5.30% |
| 零售 | | 26.24% | 5.48% | 11.83% | 12.00% | 12.00% |
| 其他 | | 120.00% | -5.19% | 18.90% | 20.00% | 15.00% |
| 总计 | | 12.16% | 5.30% | 3.21% | 5.46% | 5.80% |
| 收入占比 | | | | | | |
| 制药 | 15.81% | 16.02% | 16.07% | 16.22% | 16.30% | 16.41% |
| 分销 | 80.70% | 80.04% | 79.98% | 79.50% | 79.15% | 78.78% |
| 零售 | 3.48% | 3.91% | 3.92% | 4.25% | 4.51% | 4.78% |
| 其他 | 0.02% | 0.03% | 0.03% | 0.03% | 0.04% | 0.04% |
| 总计 | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00% |
| 分部毛利拆分 | | | | | | |
| 毛利 (百万元) | | | | | | |
| 制药 | 21,826 | 25,692 | 27,505 | 25,878 | 27,888 | 29,701 |
| 分销 | 11,157 | 11,886 | 12,507 | 12,522 | 13,320 | 14,026 |
| 零售 | 616 | 732 | 625 | 699 | 785 | 879 |
| 毛利率 | | | | | | |
| 制药 | 57.4% | 59.1% | 59.4% | 60.0% | 61.0% | 61.0% |
| 分销 | 6.1% | 5.9% | 5.9% | 5.9% | 6.0% | 6.0% |
| 零售 | 8.1% | 7.6% | 6.2% | 6.2% | 6.2% | 6.2% |

资料来源：华润医药年报，申万宏源研究

4.2 估值

目前，公司股价对应 7.7 倍 25 年 PE 以及 7.0 倍 26 年 PE。根据公司所属板块及主营业务（2025 年上半年分销业务收入占比 79%、制药业务收入占比 17%、零售业务收入占比 4%），我们选取国药控股（2025 年上半年分销业务收入占比 93%、零售业务收入 6%）、上海医药（2025 年上半年分销业务收入占比 89%、零售业务收入 3%）等聚焦医药流通且具备一定知名度的企业作为可比公司，其中港股可比公司的平均估值为 9.2 倍 25 年 PE 以及 9.4 倍 26 年 PE。此外，A 股可比公司的平均估值为 13.8 倍 25 年 PE 以及 12.4 倍 26 年 PE。

考虑到公司制药业务行业规模领先，且持续加强创新研发，此外，医药商业业务大力发展医疗器械业务，强化产品引进与专业化能力，以及持续加强专业药房建设，整合院外渠道，实现 DTP 药方业务快速增长。考虑到公司收入规模及目前市值较国药控股和上海医药仍有一定差距，我们给予公司 2026 年 8.7 倍 PE，对应市值为 353 亿港元，目前市值 285 亿港元，对应 24% 的上涨空间，首次覆盖给予买入评级。

表 4：可比公司估值

| 公司代码 | 公司名称 | 市值 (百万港) | PE | | | | 净利润 (百万元) | | |
|------------|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------|-----------|-------|-------|
| | | | 25E | 26E | 27E | 24A | 25E | 26E | 27E |
| 03320.HK | 华润医药 | 28,523 | 7.7 | 7.0 | 6.5 | 3,351 | 3,354 | 3,642 | 3,936 |
| 港股 | | | | | | | | | |
| 02607.HK | 上海医药 | 64,776 | 10.7 | 11.7 | 10.6 | 4,896 | 5,465 | 4,999 | 5,478 |
| 01099.HK | 国药控股 | 64,348 | 7.8 | 7.2 | 6.8 | 7,688 | 7,446 | 8,070 | 8,506 |
| 平均 | | | 9.2 | 9.4 | 8.7 | | | | |
| A 股 | | | | | | | | | |
| 600998.SH | 九州通 | 29,455 | 10.6 | 10.3 | 9.1 | 2,028 | 2,508 | 2,574 | 2,908 |
| 600511.SH | 国药股份 | 24,093 | 10.7 | 10.2 | 9.6 | 2,066 | 2,021 | 2,135 | 2,256 |
| 603939.SH | 益丰药房 | 29,663 | 15.6 | 13.7 | 12.0 | 1,526 | 1,712 | 1,955 | 2,229 |
| 603233.SH | 大参林 | 24,075 | 18.2 | 15.4 | 13.3 | 935 | 1,190 | 1,412 | 1,634 |
| 平均 | | | 13.8 | 12.4 | 11.0 | | | | |

资料来源：彭博，申万宏源研究。注：盈利预测来自用彭博一致预测，数据截至 2026/1/16。

5. 风险提示

- 1) 市场竞争加剧：**分销业务方面，随着行业集中度提升，头部企业间的渠道、客户资源竞争日趋激烈，行业整体增速放缓，业务盈利空间可能面临压力，影响公司整体业绩稳定性；
- 2) 集采降价压力：**随着带量采购药品范围持续扩大，部分仿制药价格大幅下降，对制药业务产品销售放量带来压力；
- 3) 并购整合低于预期：**过往并购扩张积累商誉，部分标的可能面临整合效果不及预期，以及同业竞争问题。

附录

表 5: 华润医药管理层团队

| 姓名 | 职位 | 任职日期 | 主要履历 |
|-----|-------|------------|--|
| 白晓松 | 董事会主席 | 2024 年 8 月 | 白晓松先生同时担任华润三九及华润双鹤董事，曾任华润医药集团有限公司 CEO，华润油站副总经理，华润（集团）有限公司战略管理部业务总监，沈阳华润三洋压缩机有限公司助理总经理、人力及发展总监，华润双鹤药业股份有限公司助理总裁，华润雪花啤酒（中国）有限公司副总经理，华润三九医药股份有限公司副总裁。白先生拥有高级工程师资格，并持有北京大学经济学硕士学位。 |
| 程杰 | 总裁 | 2025 年 8 月 | 程杰先生自 2024 年 9 月起担任东阿阿胶股份有限公司董事长，曾任华润三九医药股份有限公司 999 感冒灵产品经理、产品总监，OTC 销售市场部总监，营销中心副总经理，专业品牌事业部总经理，三九赛诺菲（深圳）健康产业有限公司董事、总经理，东阿阿胶股份有限公司总裁。程先生拥有高级工程师职称，并持有沈阳药科大学理学学士学位。 |
| 邓蓉 | CFO | 2021 年 6 月 | 邓蓉女士曾任华润双鹤药业股份有限公司财务管理中心总经理、东阿阿胶股份有限公司党委委员、董事、董事会秘书、副总裁、财务总监。邓女士持有中南大学会计学学士和北京交通大学管理学硕士学位。 |
| 陶然 | 副总裁 | 2021 年 6 月 | 陶然先生同时担任华润三九监事会主席及华润江中董事，曾任中国华润总公司（现为中国华润有限公司）进口一部副科长，华润纺织集团有限公司战略部总经理、公司副总经理，华润医药集团有限公司战略发展部高级总监、战略发展部总经理。陶先生持有上海交通大学授予的工学学士学位及北京航空航天大学经济管理学院授予的经济学硕士学位。 |
| 崔兴品 | 副总裁 | - | 崔兴品先生同时担任华润医药商业、华润三九、江中药业董事，曾任北京市工商局昌平分局主任科员，中粮营养健康研究院主任研究员、华润（集团）有限公司环境健康和安保部副总经理，崔先生持有中国科学技术大学化学系分析化学博士研究生学位、曾在美国宾夕法尼亚大学药理学系开展过博士后研究工作。 |
| 李宁 | 副总裁 | - | 李宁女士曾任华润双鹤药业股份有限公司营销管理中心副总经理、经营公司市场准入部负责人、北京事业部总经理、经营公司事业部董事。李女士持有哈尔滨工业大学工学学士学位及中国人民大学工商管理硕士学位。 |

资料来源：华润医药官网和年报，申万宏源研究

合并利润表

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 | 244,704 | 257,673 | 265,944 | 280,476 | 296,748 |
| 主营收入 | 244,704 | 257,673 | 265,944 | 280,476 | 296,748 |
| 营业成本 | -206,366 | -216,984 | -223,949 | -236,186 | -249,889 |
| 销售和管理费用 | -25,238 | -26,537 | -27,685 | -29,170 | -30,832 |
| 研发费用 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他经营损益 | 794 | 840 | 867 | 914 | 967 |
| 财务费用 | -2,386 | -2,282 | -1,880 | -1,754 | -1,663 |
| 投资收益 | 417 | 368 | 372 | 386 | 375 |
| 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非经常性损益 | -2,044 | -2,148 | -2,300 | -2,400 | -2,500 |
| 除税前利润 | 9,880 | 10,930 | 11,369 | 12,267 | 13,207 |
| 所得税 | -2,105 | -2,527 | -2,628 | -2,836 | -3,053 |
| 净利润 | 7,775 | 8,403 | 8,741 | 9,431 | 10,154 |
| 少数股东损益及其他 | 3,921 | 5,052 | 5,256 | 5,670 | 6,105 |
| 归属普通股股东净利润 | 3,854 | 3,351 | 3,486 | 3,761 | 4,049 |

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

合并资产负债表

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 流动资产 | 178,568 | 185,846 | 195,271 | 207,515 | 221,181 |
| 现金及等价物 | 24,651 | 16,425 | 25,046 | 29,060 | 34,126 |
| 应收款项 | 80,369 | 95,414 | 98,429 | 103,727 | 109,658 |
| 存货净额 | 31,875 | 37,053 | 34,842 | 37,774 | 40,443 |
| 其他流动资产 | 41,673 | 36,954 | 36,954 | 36,954 | 36,954 |
| 非流动资产 | 68,202 | 71,915 | 73,538 | 74,983 | 76,250 |
| 长期投资 | 6,037 | 5,559 | 5,559 | 5,559 | 5,559 |
| 固定资产 | 20,118 | 20,989 | 22,612 | 24,057 | 25,324 |
| 投资物业 | 1,692 | 1,674 | 1,674 | 1,674 | 1,674 |
| 无形资产及商誉 | 34,396 | 35,795 | 35,795 | 35,795 | 35,795 |
| 其他非流动资产 | 5,959 | 7,898 | 7,898 | 7,898 | 7,898 |
| 资产总计 | 246,770 | 257,760 | 268,809 | 282,498 | 297,431 |
| 流动负债 | 134,233 | 132,222 | 134,813 | 139,367 | 144,466 |
| 短期借款 | 43,120 | 42,702 | 42,702 | 42,702 | 42,702 |
| 应付款项 | 87,952 | 86,797 | 89,389 | 93,943 | 99,041 |
| 其他流动负债 | 3,161 | 2,722 | 2,722 | 2,722 | 2,722 |
| 非流动负债 | 19,563 | 27,451 | 27,451 | 27,451 | 27,451 |
| 负债合计 | 153,795 | 159,673 | 162,265 | 166,818 | 171,917 |
| 股本 | 24,630 | 24,630 | 24,630 | 24,630 | 24,630 |
| 总储备 | 21,329 | 23,614 | 26,815 | 30,280 | 34,010 |
| 其他股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非控股权益及其他 | 47,015 | 49,843 | 55,099 | 60,769 | 66,874 |
| 权益总额 | 92,975 | 98,087 | 106,544 | 115,679 | 125,514 |
| 负债和股东权益合计 | 246,770 | 257,760 | 268,809 | 282,498 | 297,431 |

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

合并现金流量表

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润 | 7,775 | 8,403 | 8,741 | 9,431 | 10,154 |
| 加：折旧摊销减值 | | | 1,577 | 1,755 | 1,933 |
| 利息净支出 | | | 1,880 | 1,754 | 1,663 |
| 投资损失 | | | -372 | -386 | -375 |
| 营运资本变动 | | | 1,787 | -3,676 | -3,502 |
| 其他经营现金流 | | | 2,300 | 2,400 | 2,500 |
| 经营活动现金流 | 15,550 | 17,536 | 15,913 | 11,278 | 12,372 |
| 资本开支 | | | -3,200 | -3,200 | -3,200 |
| 其它投资现金流 | | | - | - | - |
| 投资活动现金流 | -2,067 | -8,888 | -5,128 | -5,214 | -5,325 |

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

第19页 共21页

简单金融 成就梦想

| | | | | | |
|---------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 支付股利和利息 | | | -2,164 | -2,049 | -1,982 |
| 其它融资现金流 | | | 0 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | -4,065 | -16,838 | -2,164 | -2,049 | -1,982 |
| 净现金流 | 9,417 | -8,191 | 8,621 | 4,014 | 5,066 |

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（人民币）

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

| | | | |
|--------|-----|---------------|-----------------------|
| 华东团队 | 茅炯 | 021-33388488 | maojiong@swyhsc.com |
| 华北团队 | 肖霞 | 15724767486 | xiaoxia@swyhsc.com |
| 华南团队 | 王维宇 | 0755-82990590 | wangweiyu@swyhsc.com |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123 | panyeming@swyhsc.com |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 18702179817 | zhuxiaoyi@swyhsc.com |
| 华南创新团队 | 邵景丽 | 0755-82579627 | shaojingli@swyhsc.com |

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy) | ：相对强于市场表现 20%以上； |
| 增持 (Outperform) | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%； |
| 中性 (Neutral) | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight) | ：行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。 |

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。