

血制品、药店：估值修复可期，关注经营拐点

——2026 年中期医药生物行业投资策略报告

强于大市 (维持)

2026 年 07 月 14 日

行业核心观点：

血制品赛道依托牌照、浆站资源长期壁垒，当前供给收缩迎来周期拐点，长期看老龄化刚性需求、产品创新、DTP 院外渠道打开盈利修复空间。

线下药店受益处方外流+双通道政策扩容，依靠高毛利非药与慢病健康服务持续抬升综合毛利率，行业供给出清下份额持续向多资质、多院边店连锁龙头集中。

投资要点：

——线下药店：

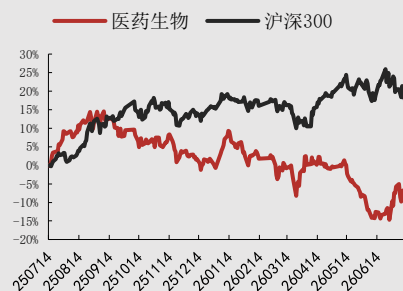
① 近几年在处方外流、医保监管趋严等政策背景下，药店行业从过去的依赖规模驱动增长的阶段转为更注重提质增效阶段，从过去野蛮扩张后进入了行业存量整合阶段，倒逼药店调整产品结构，转型“健康驿站”，高毛利非药品类和付费健康服务成为对冲药品毛利下滑、抬升门店综合毛利率的核心第二增长曲线。行业出清低效门店，聚焦降本增效，行业集中度持续提升，**利好满足消费者健康需求、专业剪务能力强、供应链优势明显、合规经营的医药企业，具备精细化运营能力和数智化转型速度的企业更具备优势，行业格局呈现“强者恒强”的马太效应。**

② 随着我国已步入深度老龄化阶段，健康需求将进一步提升。在新—轮医药改革的推动下，医药分家持续深化，加速医院处方外流，加快零售药店业态升级分化。带量采购品种范围不断扩大，加速更多品种转战院外；门诊共济给纳入门诊统筹的药店带来机会，有望承接更多医院处方和客流。头部连锁持续扩张院边店、批量获批双通道资质、规模化搭建 DTP 服务网络，有利于特药处方收入占比抬升，拉动整体客单价、毛利率改善。传统药店仅依赖 OTC 的增长瓶颈被打破，行业成长天花板由院内处方持续外拓打开，**利好具备密集院边网点、完善 DTP 运营体系、医保资质储备充足的连锁龙头。**

③ 压制板块估值的因素主要包括行业政策，例如医保常态化飞检、药品进销差价压制、大数据比较、药店盲目扩张导致单店经营收益低等。整体看，目前药店板块估值安全边际充足。

目前线下药店行业正经历门店从单一药品销售转向多元化服务转型，例如增加消费者诊疗管理服务等，逐渐向“健康全周期服务驿站”转型。整体行业格局呈现“强者恒强”的马太效应，具备精细化运营能力和数智化转型速度的企业将在未来竞争中占据优势地位。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

估值筑底，创新破局

2026Q1 公募基金医药主题基金规模和医药生物重仓持股总市值环比增加

线下药店：“出清整合+精细化转型”，利润端修复明显

分析师：

黄婧婧

执业证书编号：

S0270522030001

电话：

18221003557

邮箱：

huangjj@wlzq.com.cn

风险提示：集采与价格治理压力超预期风险，线上药房冲击风险，并购整合效果不达预期风险、门店调改不及预期等

——血制品：

① **供给收缩有望推动估值修复，长期需求刚性。**血制品赛道具备牌照、浆站、原料三重永久稀缺壁垒，长期需求由老龄化、人均用量提升、罕见病诊疗扩容支撑，刚性增长逻辑不变；当前行业处于 2022-2025 供给扩张后的收敛拐点，头部企业主动控浆、批签发持续收缩，叠加血浆向高毛利凝血因子、皮下静丙倾斜，叠加 DTP 双通道院外渠道放量，毛利率、费用率有望逐步修复。

② **行业整合持续推进，资源整合，强者恒强。**2021 年以来国资进入收购控制权高峰期，并购主线围绕抢占存量浆站资源、完善高毛利凝血因子管线、全国区域布局展开，长期持续推高行业集中度。从 2025 年到 2026 年一季度财报数据可以看出，行业正历经阵痛期，血制品板块头部企业纷纷通过并购扩大资源巩固上游优势，另外，产品结构优化，研发投入也是血制品企业重要的竞争焦点。国内血制品企业研发管线整体围绕免疫球蛋白升级、重组凝血因子创新、工艺改良三大主线布局，核心重磅品种为 20%皮下注射静丙、长效重组凝血因子、重组七因子与多价特异性免疫球蛋白等。

③ **近几年行业业绩集体承压，估值处历史低位。**血制品板块近两年行业集体承压，增收不增利。行业产能释放与需求减弱导致库存积压，供需错配是业绩下滑主要原因，同时叠加产品价格下滑，DRG/DIP 支付改革影响院内需求等因素，导致国内高度依赖人血白蛋白和静丙这两个品种的血制品企业业绩承压，容易受到价格或者政策的冲击。2026 年一季度行业持续承压，企业分化加剧，截至年中，板块 5 年来 PE（TTM）分位数为 17.18%。

整体看，血制品赛道未来集采压价和 DRG 控费是常态，未来参与者的产品结构和运营效率是关键。长期看好血浆利用率提升、研发管线向高附加值品种靠拢打破同质化竞争的企业。

风险提示：产品价格下行超预期风险、研发不达预期风险等

正文目录

1 线下药店	5
1.1 行业发展现状：“量增”转向“质增”	5
1.1.1 门店数持续收缩，头部集中度提升	5
1.1.2 头部连锁布局 DTP 药房等，积极承接处方外流	6
1.1.3 政策推动药店向“健康驿站”转型	7
1.1.4 财报数据：收入低增，利润通过降费实现高增	8
1.2 行情回顾：政策端压缩行业盈利空间，板块安全边际充足	12
1.3 投资建议	14
1.4 风险提示	14
2 血制品	15
2.1 行业发展现状	15
2.1.1 供给收缩有望推动业绩和估值修复	15
2.1.2 需求端短期压制，长期刚性向上	15
2.1.3 行业并购整合持续推进，资源整合实现强者恒强	16
2.1.4 未来竞争优势更多看高毛利产品布局	16
2.1.5 财报数据：增收不增利，盈利水平承压	17
2.2 行情回顾：股价大幅回撤，估值处历史低位	21
2.3 投资建议	22
2.4 风险提示	23
图表 1：全国零售药店门店数量和店均销售额	5
图表 2：中国药品零售行业百强企业销售规模集中度	5
图表 3：中国药品零售行业百强企业不同组别份额情况	5
图表 4：药品医院市场销售额占比趋势	6
图表 5：部分零售药店承接医院处方外流表现	6
图表 6：部分线下药店健康驿站布局情况	7
图表 7：SW 线下药店收入增速	8
图表 8：零售药店板块上市公司收入增速	8
图表 9：SW 线下药店归母净利润增速	9
图表 10：SW 线下药店三费率合计（销售/管理/财务费用率）	9
图表 11：零售药店板块上市公司归母净利润增速	9
图表 12：线下药店板块上市公司三费率合计	10
图表 13：线下药店板块上市公司销售费用/营业总收入	10
图表 14：线下药店板块上市公司管理费用/营业总收入	10
图表 15：线下药店板块上市公司财务费用/营业总收入	11
图表 16：SW 线下药店毛利率、净利率	11
图表 17：线下药店板块上市公司毛利率	11
图表 18：线下药店板块上市公司净利率	12
图表 19：线下药店板块涨跌幅（2026H1）	12
图表 20：线下药店板块上市公司涨跌幅（2026H1）	13
图表 21：线下药店板块 PE（TTM）为 14.79：2026/6/30	13
图表 22：线下药店板块 2021 年以来 PE（TTM）分位数为 2.71%：2026/6/30	14
图表 23：全国总采浆量和增速	15

图表 24:	人血白蛋白在国内样本医院销售情况	16
图表 25:	血制品赛道寡头格局固化	16
图表 26:	血制品上市公司研发布局（2025 年年报）	17
图表 27:	SW 血制品板块收入增速	17
图表 28:	SW 血制品板块归母净利润增速	17
图表 29:	血制品板块上市公司营业总收入同比增长情况	18
图表 30:	血制品板块上市公司归母净利润同比增长情况	18
图表 31:	SW 血制品毛利率和净利率	18
图表 32:	血制品上市公司毛利率	19
图表 33:	血制品上市公司净利率	19
图表 34:	血制品上市公司三费率合计（销售/管理/财务费用率）	19
图表 35:	血制品上市公司：销售费用/营业总收入	20
图表 36:	血制品上市公司：管理费用/营业总收入	20
图表 37:	血制品上市公司：财务费用/营业总收入	20
图表 38:	血制品板块月度涨跌幅（2026H1）	21
图表 39:	血制品上市公司涨跌幅（2026H1）	21
图表 40:	血制品板块 PE（TTM）为 27.68：2026/6/30	22
图表 41:	血制品板块 PE（TTM）分位数为 17.18%：2026/6/30	22

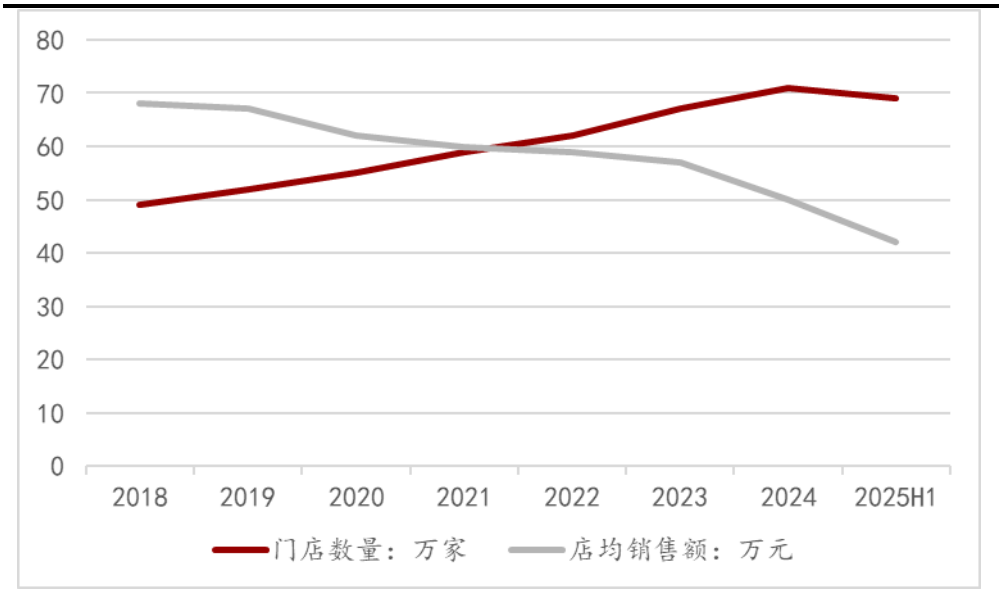
1 线下药店

1.1 行业发展现状：“量增”转向“质增”

1.1.1 门店数持续收缩，头部集中度提升

近几年线下药店在过去野蛮扩张后进入了行业存量整合阶段。根据中国药店数据，从门店数量与单店产出的变化情况来看，2018年至2024年期间，我国药店数量整体保持增长态势，由2018年的49万家增长至2024年的71万家，但同期店均销售额却持续下滑，由2018年的68万元下降至2024年的50万元，并在2025年上半年进一步下降至42万元。以上情况说明药店数量规模虽然在扩大，但是单店运营效率被摊薄，行业竞争加剧。

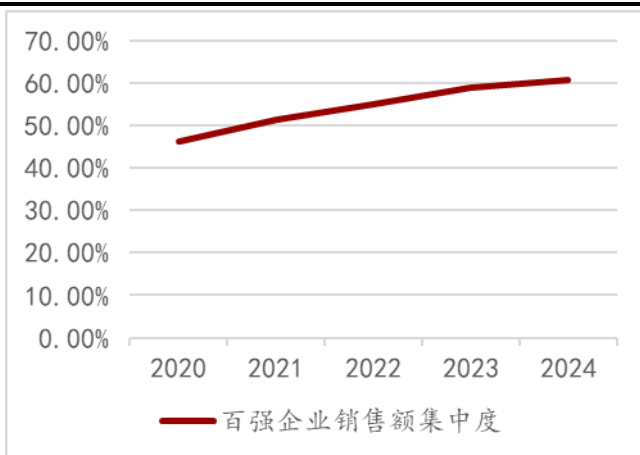
图表1：全国零售药店门店数量和店均销售额



资料来源：中国药店，万联证券研究所

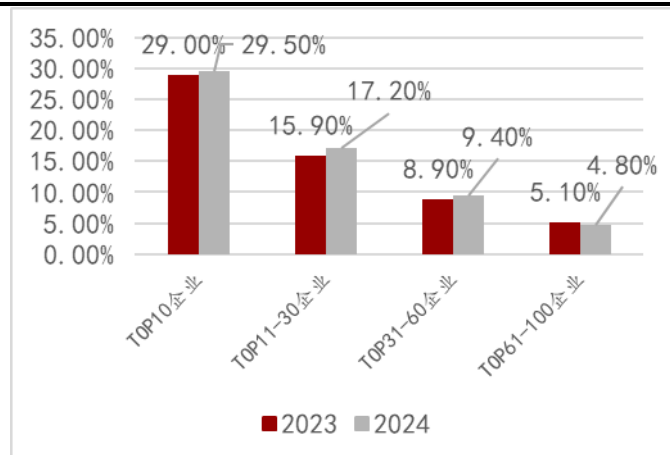
集中度持续提升。百强企业2024年门店数约20.6万家，占全国药品零售市场份额的60.9%，百强集中度比2023年提高2.1个百分点。综合竞争力TOP10企业2024年累计销售规模达全国零售整体的29.5%，与2023年相比提升0.5个百分点；综合竞争力TOP11-30企业累计销售规模占全国零售整体的17.20%，与2023年相比提升1.3个百分点。

图表2：中国药品零售行业百强企业销售规模集中度



资料来源：中康咨询，万联证券研究所

图表3：中国药品零售行业百强企业不同组别份额情况

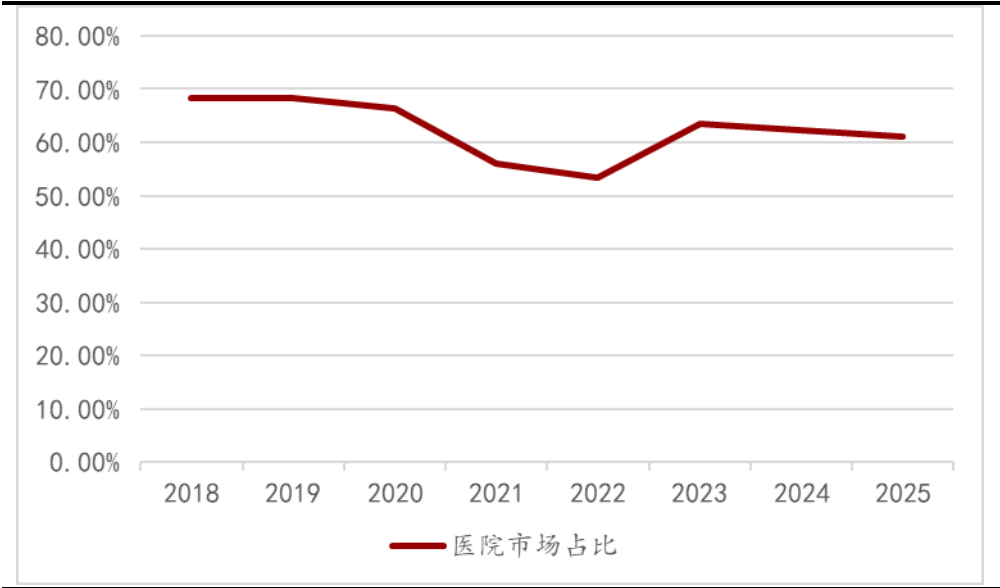


资料来源：中康咨询，万联证券研究所

1.1.2头部连锁布局 DTP 药房等，积极承接处方外流

在药品零加成、带量采购、医保控费等组合拳下，医院药房从利润中心转变为成本中心，处方外流趋势明显。从市场占比看，医院终端在整体市场中的份额从2018年的68.40%下降至2025年的61.10%。处方外流政策推动医院处方向药店转移，DTP药房（直接面向患者药房）模式兴起，承接了大量特药、新特药销售。根据赛柏蓝数据，2021年我国DTP药房市场规模约为530亿元，2023年增长至780亿元，2025年突破900亿元。在门店数量方面，2020年全国DTP药房不足3000家，2023年增至5500家，2025年末已超过7000家，其中获得“双通道”资质的药房占比超过60%，主要分布在三甲医院周边、及区域医疗中心附近。

图表4: 药品医院市场销售额占比趋势



资料来源：中康咨询，万联证券研究所

头部连锁持续扩张院边店、批量获批双通道资质、规模化搭建DTP服务网络，有利于特药处方收入占比抬升，拉动整体客单价、毛利率改善，行业成长天花板由院内处方持续外拓打开，具备密集院边网点、完善DTP运营体系、医保资质储备充足的连锁龙头更具优势。

图表5: 部分零售药店承接医院处方外流表现

零售药店	承接处方外流表现
老百姓	截至2025年末，公司拥有医保资质门店13,411家，统筹资质门店数4,511家。同时，公司共有1,725家门店获得“门诊慢特病”定点资格，占直营门店比例为17.73%；具有双通道资格的门店达317家，能优先承接处方外流。 公司高度重视专业团队建设，通过“线上+线下”培训体系、激励员工考取执业药师和药师资格，公司执业药师逾15,000人。同时通过AI赋能与“以赛代训”等方式，强化药店专业服务能力。公司数智化“荐药工具”赋能一线店员，为顾客提供高质量的药事服务。
益丰药房	以院边店为依托，以患者为中心，积极布局DTP专业药房、“双通道”医保定点以及特慢病医保和门诊统筹药房，提高常规处方药和新特药品种的可及性。优化患者服务，并通过患者建档、专业配送、患者回访、线上线下定期患者教育等，不断提升专业化服务能力。深化与相关厂商的合作，积极引进国家医保谈判品种。截至2025年末，公司拥有院边店（二甲及以上医院直线距离100米范围内）688家，DTP专业药房316家，其中开通双通道医保门店251家，与近200家专业处方药供应商建立了深度合作伙伴关系。

漱玉平民	公司构建“药品零售+医疗康养+新零售+特色业态”协同体系。依托全国直营门店，布局DTP药房、院边店承接处方外流；打造互联网医院、中医馆、护理院等医疗服务场景，联合推出“大树漱玉”健康药局、美妆集合店等创新门店，叠加O2O即时配送与私域运营，实现“线上+线下”“产品+服务”双轮驱动，拓宽盈利边界。
------	--

资料来源：各公司年报，万联证券研究所

1.1.3政策推动药店向“健康驿站”转型

2026年1月22日，商务部等9部门联合印发《关于促进药品零售行业高质量发展的意见》，这是我国首个专门针对药品零售行业的政策文件。意见围绕完善药事服务、创新健康服务、强化应急服务、优化行业结构、规范行业秩序五大维度推出18项具体举措，明确推动药店从“药品销售终端”向“健康服务驿站”转型。

政策压缩药店利润空间倒逼药店转型。例如，集采常态化持续压缩中西成药进销差价；2026年5月，国家医保局联合财政部发布通知，要求各省级医保部门于2026年9月底前出台定点零售药店职工医保个人账户支付白名单。列入白名单的须是与治疗密切相关、医疗属性强、价格适宜的药品、医疗器械和医用耗材，保健品、日常生活用品等非医疗用品不得纳入；医保药品比价小程序的上线实现全部统筹区域、全部医保定点药店、全部医保目录内药品的价格可查，价格透明化进一步压缩了药店的利润空间。高毛利非药品类和付费健康服务成为对冲药品毛利下滑、抬升门店综合毛利率的第二增长曲线。

图表6：部分线下药店健康驿站布局情况

零售药店	健康驿站布局
怡康医药	驿站既有AI中医检测，也有头皮护理、眼部护理、足浴等特色服务以及慢病管理专区。怡康医药计划逐步将省内50家门店升级为健康服务驿站，联合工业伙伴引入近20项健康服务项目。
广济堂	驿站配套社区卫生服务站、中医诊所及康养项目，集零售药店、中医调理、艾灸理疗、慢病管理、健康监测、养生茶饮于一体；同时增设多项便民服务，还为快递员、交警、环卫工人等开放休息区、提供茶水与应急药品。
漱玉平民	驿站致力于构建涵盖健康监测、精准指导、药学服务、健康宣教、便民暖心、应急处置六大功能的全周期健康管理体系。通过与杭州健培科技合作，将“啄医生”医疗大模型的AI技术嵌入门店，打通“智能早筛—检测—干预—监测”全链路。
一心堂	首批在云南省内194个区域精选标杆门店，升级打造“健康驿站共享中心”。这些驿站集专业药事服务、全周期健康管理、公共卫生应急保障、普惠便民服务于一体，致力于把专业、便捷的健康服务送到群众“家门口”。
大参林	2026年大参林计划新增500家标准化“健康驿站”，总数达573家，重点布局社区与县域。驿站主打四大服务矩阵：健康检测、便民服务、特色服务、社区服务，无论是提供免费客情茶，还是为老人理发，大参林从细微之处，用温暖重塑门店服务。
老百姓	2025年7月，老百姓大药房从湖南长沙的门店开始试点“爱心驿站”；同年10月，这一模式已推广至全国。目前，老百姓大药房在全国18个省、150多个城市的万家门店全部完成了标准化升级，成为业内首家实现万家“爱心驿站”布局的连锁药店。在服务落地上，老百姓大药房不仅积极与美团、饿了么等外卖平台联动，为外卖小哥提供了“歇脚地”，也把健康专业服务送到更多居民手中，尤其注重解决老年群体的实际困难，让适老化服务更有温度。
益丰药房	自2012年起，益丰便在旗下门店推行六项免费便民服务：免费亲情茶、血压测量、特殊人

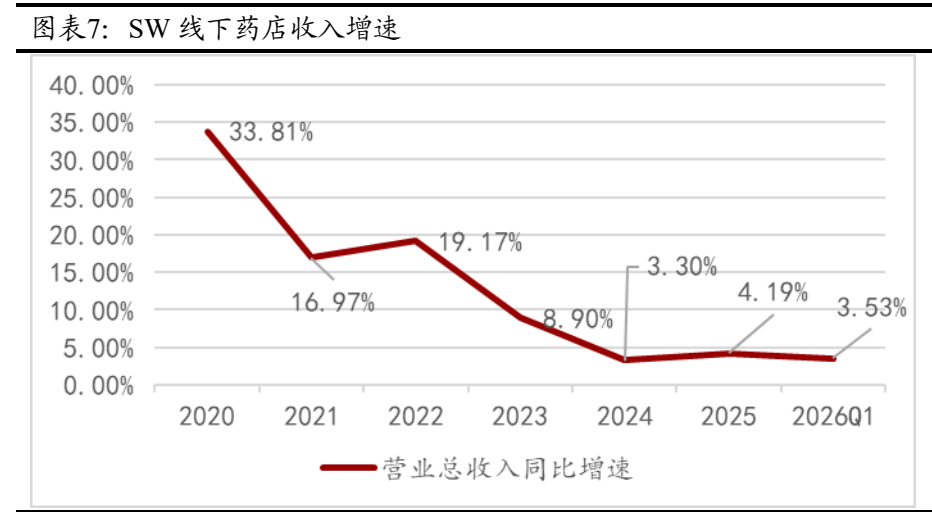
	群送药上门、借雨伞、健康讲座、开放休息区，十四年从未间断。2025年10月，益丰在湖南顺利完成“爱心驿站”新一轮提质扩面建设，新增240家标准化驿站正式投入运营。全省总数达300家，并计划逐步向上海、南京、武汉、石家庄等省外城市推广。2026年，益丰明确将在现有“爱心驿站”基础上，进一步拓展药品科普、健康监测、慢病随访等服务，将驿站升级打造为社区“健康服务站”。
--	--

资料来源：中国药店，万联证券研究所

1.1.4财报数据：收入低增，利润通过降费实现高增

① 营业收入：从高速扩张转向存量竞争

线下药店板块2023年开始收入增速从两位数降低为个位数，2025年和2026Q1营业总收入同比增速分别为4.19%和3.53%。零售药店行业2023年以前收入靠规模驱动，2023年以后行业供给侧出清，规模扩张红利减弱，行业进入存量竞争，收入增长缓慢。



资料来源：wind，万联证券研究所

板块内上市公司收入增长分化明显。从2023年以来的收入增长情况看，①华人健康表现突出，2023到2026Q1收入均呈两位数增长，主要是因为华人健康本身体量较小，近几年依旧保持门店规模扩展，同时业务多元化共同推动收入增长，但也存在并购失败等带来收入放缓的风险；②漱玉平民、大参林、益丰药房收入增长相对稳健，保持个位数增长；③老百姓、一心堂、第一医药、健之佳营收都转负增长。

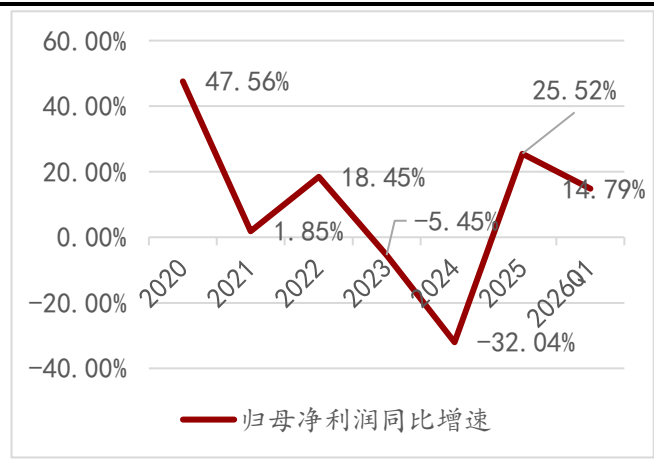
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1	
华人健康	26.84%	21.12%	39.50%	16.39%	19.34%	21.07%	12.17%	
漱玉平民	33.84%	14.70%	47.00%	17.49%	4.13%	7.91%	9.36%	
益丰药房	27.91%	16.60%	29.75%	13.59%	6.53%	1.54%	1.26%	
老百姓	19.75%	12.38%	28.54%	11.21%	-0.36%	-0.54%	0.85%	
大参林	30.89%	14.92%	26.78%	15.45%	8.01%	3.80%	0.25%	
第一医药	27.65%	-11.89%	89.94%	-31.49%	5.26%	11.23%	-3.85%	
一心堂	20.78%	15.26%	19.50%	-0.29%	3.57%	-3.69%	-6.99%	
健之佳	26.58%	17.21%	43.54%	20.84%	2.23%	-3.90%	-8.86%	

资料来源：wind，万联证券研究所

② 归母净利润/费用率：收入弱增、利润修复依赖降费

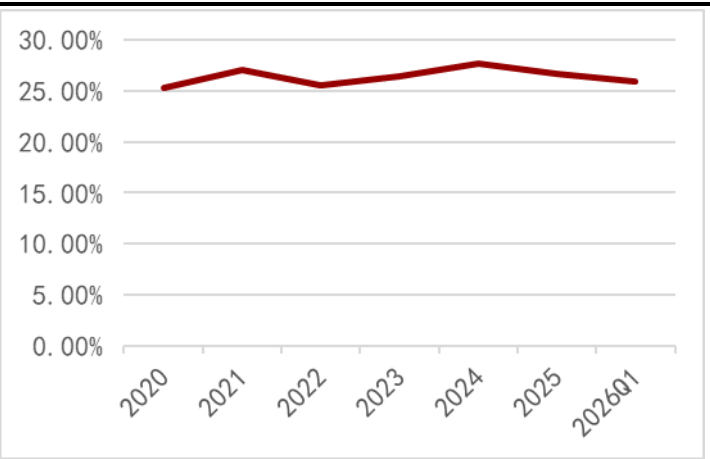
零售药店板块2021年到2025年收入历经了大幅回落，2025年到2026Q1，收入明显修复至两位数增长，板块归母净利润同比增长25.52%和10.65%，主要因为2025年以来行业批量关闭亏损门店、降租、精简人力，费用大幅下行。利润的修复主要依赖费用优化。2022至2024年线下药店板块整体期间费用率持续上行，核心源于行业粗放拓店带来租金、人力刚性成本上涨。2025年起行业进入供给出清阶段，头部连锁关停低效门店、放缓外延扩张，整体费用压力持续缓解。

图表9：SW 线下药店归母净利润增速



资料来源：wind，万联证券研究所

图表10：SW 线下药店三费率合计(销售/管理/财务费用率)



资料来源：wind，万联证券研究所

药店核心成本为销售费用，费用管控能力天差地别，决定毛利能否转化为净利润。根据2025年到2026Q1利润修复情况，①华人健康、益丰药房、大参林、一心堂、健之佳归母净利润连续保持正增长；②第一医药和老百姓2025年到2026Q1利润增速由负转正；③漱玉平民2025年到2026Q1利润增速由正转负。

图表11：零售药店板块上市公司归母净利润增速

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1	
第一医药	29.10%	-27.90%	190.49%	-37.81%	82.65%	-64.59%	390.87%	
华人健康	71.17%	-21.58%	130.58%	-28.68%	20.09%	38.96%	29.60%	
益丰药房	41.29%	19.42%	42.54%	11.90%	8.26%	9.81%	11.14%	
大参林	51.17%	-25.51%	30.90%	12.63%	-21.58%	35.04%	11.12%	
一心堂	30.81%	16.66%	9.59%	-45.60%	-79.23%	130.80%	9.83%	
健之佳	49.39%	19.66%	20.90%	10.72%	-69.08%	15.63%	7.23%	
老百姓	22.09%	7.75%	17.29%	18.35%	-44.13%	-26.44%	5.27%	
漱玉平民	94.59%	-46.88%	99.64%	-42.01%	-241.90%	160.50%	-59.58%	

资料来源：wind，万联证券研究所

从2026Q1费用情况看，第一医药三项费用率合计最低，主要因为销售费用率低，健之佳最高，主要因为销售费用率高。

图表12: 线下药店板块上市公司三费率合计

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1	
健之佳	26.80%	29.15%	29.57%	29.89%	33.16%	32.78%	33.53%	
益丰药房	29.05%	31.63%	29.73%	29.08%	31.05%	29.51%	28.15%	
一心堂	28.15%	28.83%	26.50%	27.24%	29.33%	29.23%	27.69%	
华人健康	29.42%	30.48%	25.61%	26.51%	27.50%	26.67%	26.55%	
老百姓	25.47%	26.60%	25.97%	26.44%	28.54%	27.74%	26.37%	
大参林	28.57%	32.23%	30.83%	28.86%	28.97%	26.92%	25.57%	
漱玉平民	22.87%	25.53%	24.14%	25.86%	26.43%	25.15%	25.14%	
第一医药	13.38%	15.22%	11.65%	17.13%	15.98%	15.65%	14.48%	

资料来源: wind, 万联证券研究所

图表13: 线下药店板块上市公司销售费用/营业总收入

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1	
一心堂	24.11%	25.37%	23.36%	24.36%	26.11%	25.93%	24.72%	
漱玉平民	20.07%	22.02%	20.52%	21.34%	21.74%	20.70%	20.55%	
华人健康	22.77%	23.80%	20.18%	21.19%	22.02%	21.42%	20.91%	
第一医药	9.44%	12.10%	8.43%	13.15%	13.17%	12.63%	11.95%	
大参林	23.80%	25.46%	24.28%	22.92%	23.37%	21.89%	20.83%	
老百姓	20.31%	20.81%	19.32%	20.35%	22.13%	21.13%	20.76%	
益丰药房	24.57%	26.49%	24.53%	24.29%	25.68%	23.96%	22.49%	
健之佳	23.30%	25.59%	25.43%	26.32%	28.81%	28.84%	29.27%	

资料来源: wind, 万联证券研究所

图表14: 线下药店板块上市公司管理费用/营业总收入

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1	
一心堂	4.00%	2.77%	2.58%	2.52%	2.64%	2.64%	2.38%	
漱玉平民	2.65%	2.98%	2.65%	3.23%	3.25%	3.17%	3.11%	
华人健康	6.27%	5.64%	4.73%	4.81%	4.94%	4.76%	5.12%	
第一医药	4.98%	4.48%	3.19%	4.28%	3.54%	3.36%	2.99%	
大参林	4.84%	5.76%	5.57%	5.16%	4.84%	4.50%	4.36%	
老百姓	4.71%	4.61%	5.50%	5.30%	5.63%	6.02%	5.10%	
益丰药房	4.22%	4.39%	4.67%	4.41%	4.64%	4.97%	5.20%	
健之佳	3.29%	2.64%	2.79%	2.17%	2.83%	2.48%	2.87%	

资料来源: wind, 万联证券研究所

图表15: 线下药店板块上市公司财务费用/营业总收入

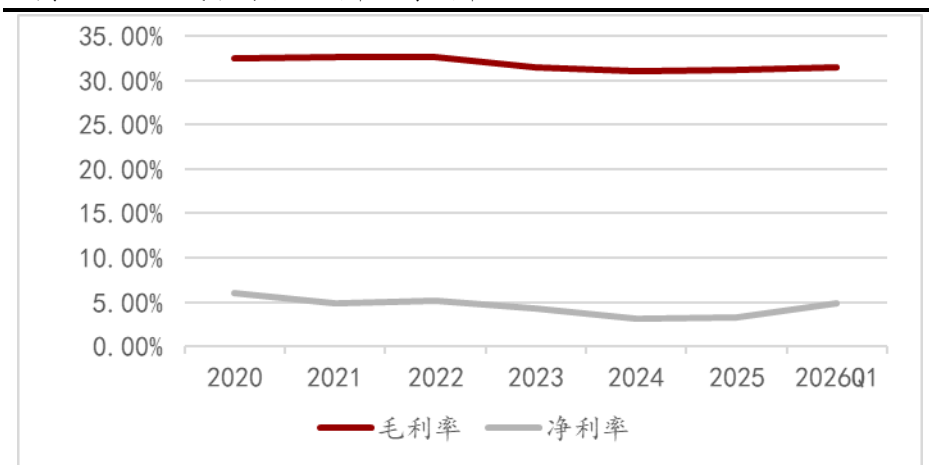
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1
一心堂	0.03%	0.69%	0.56%	0.36%	0.58%	0.67%	0.59%
漱玉平民	0.15%	0.54%	0.97%	1.28%	1.44%	1.28%	1.48%
华人健康	0.38%	1.03%	0.70%	0.51%	0.54%	0.49%	0.52%
第一医药	-1.04%	-1.36%	0.03%	-0.31%	-0.73%	-0.34%	-0.46%
大参林	-0.08%	1.02%	0.98%	0.78%	0.76%	0.54%	0.38%
老百姓	0.45%	1.18%	1.15%	0.79%	0.77%	0.59%	0.51%
益丰药房	0.26%	0.75%	0.53%	0.38%	0.72%	0.58%	0.46%
健之佳	0.21%	0.92%	1.35%	1.39%	1.51%	1.46%	1.39%

资料来源: wind, 万联证券研究所

③ 毛利率、净利率

2022至2024年线下药店板块毛利率、净利率同步承压。2025年以来综合毛利率随高毛利非药、DTP特药占比提升稳步上行,同时行业聚焦降本增效,关闭低效门店、精细化控费,推动销售费用率下降,利于板块净利率改善。

图表16: SW 线下药店毛利率、净利率



资料来源: wind, 万联证券研究所

零售药店毛利率受品类结构、门店业态等影响。根据2026Q1数据,益丰药房毛利率水平最高,为40.04%,主要因为益丰药房议价能力强,以及DTP特药门店布局领先,有利于提升高毛利产品占比。大参林、健之佳、华人健康、老百姓和一心堂毛利率均处在30%多的水平,漱玉平民和第一医药毛利率相对较低。

图表17: 线下药店板块上市公司毛利率

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1
益丰药房	37.98%	40.35%	39.53%	38.21%	40.12%	39.36%	40.04%
大参林	38.47%	38.15%	37.80%	35.90%	34.33%	34.32%	36.05%
健之佳	33.69%	35.83%	36.14%	35.88%	35.80%	36.14%	35.45%
华人健康	36.26%	34.87%	32.58%	30.64%	32.62%	33.89%	35.14%
老百姓	32.06%	32.13%	31.88%	32.55%	33.17%	32.30%	33.51%
一心堂	35.82%	36.96%	35.05%	33.00%	31.79%	32.62%	33.09%
漱玉平民	30.11%	28.51%	28.59%	28.33%	25.37%	26.16%	25.94%
第一医药	17.79%	17.74%	20.53%	19.10%	16.63%	16.03%	14.69%

资料来源: wind, 万联证券研究所

零售药店净利率受费用管控、品类毛利、资产减值等影响。根据2026Q1数据，益丰药房净利率水平最高，为8.97%。老百姓、大参林、华人健康处于5%到8%的水平，漱玉平民净利率水平最低。

图表18: 线下药店板块上市公司净利率

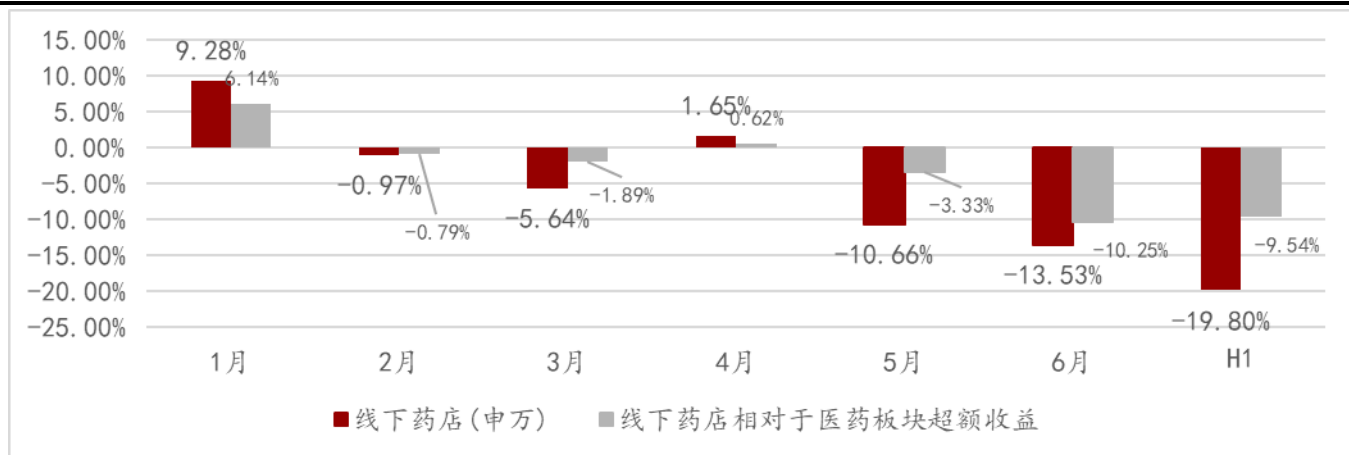
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1
益丰药房	6.59%	6.46%	7.18%	7.00%	6.87%	7.49%	8.97%
大参林	7.43%	4.80%	5.08%	5.02%	3.70%	4.94%	7.80%
华人健康	4.60%	2.98%	4.91%	3.10%	3.36%	3.90%	6.06%
老百姓	5.47%	5.01%	4.84%	5.01%	3.06%	2.43%	5.52%
第一医药	4.32%	3.53%	5.41%	4.91%	8.54%	2.75%	4.88%
一心堂	6.24%	6.29%	5.81%	3.22%	0.61%	1.57%	4.01%
健之佳	5.58%	5.72%	4.84%	4.56%	1.38%	1.66%	1.72%
漱玉平民	4.73%	2.15%	2.98%	1.52%	-2.14%	1.13%	0.36%

资料来源: wind, 万联证券研究所

1.2 行情回顾: 政策端压缩行业盈利空间, 板块安全边际充足

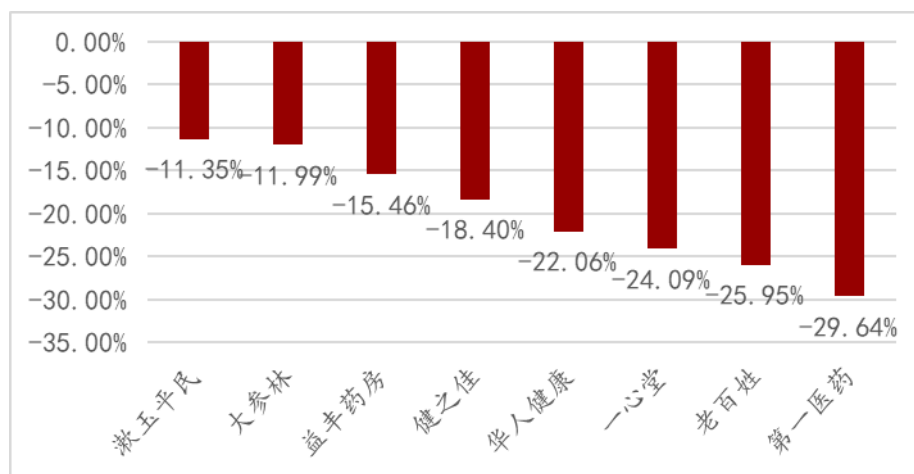
线下药店板块1月上涨9.28%, 跑赢医药行业6.14个百分点; 2月下跌0.97%, 跑输医药行业0.79个百分点; 3月下跌5.64%, 跑输医药行业1.89个百分点; 4月上涨1.65%, 跑赢医药行业0.62个百分点。5月下跌10.66%, 跑输医药行业3.33个百分点; 6月下跌13.53%, 跑输医药行业10.25个百分点。2026H1, 线下药店板块整体下跌19.80%, 跑输医药行业9.54个百分点, 板块主要上市公司股价均回调, 其中漱玉平民回撤幅度最小, 第一医药回撤幅度最大。整体看, 行业股价短期下跌核心原因是政策端例如医保飞检、集采、个账新规等持续压缩盈利空间, 叠加线上渠道侵蚀线下利润等影响, 行业收入端增长疲软、资金持续流出。

图表19: 线下药店板块涨跌幅 (2026H1)



资料来源: wind, 万联证券研究所

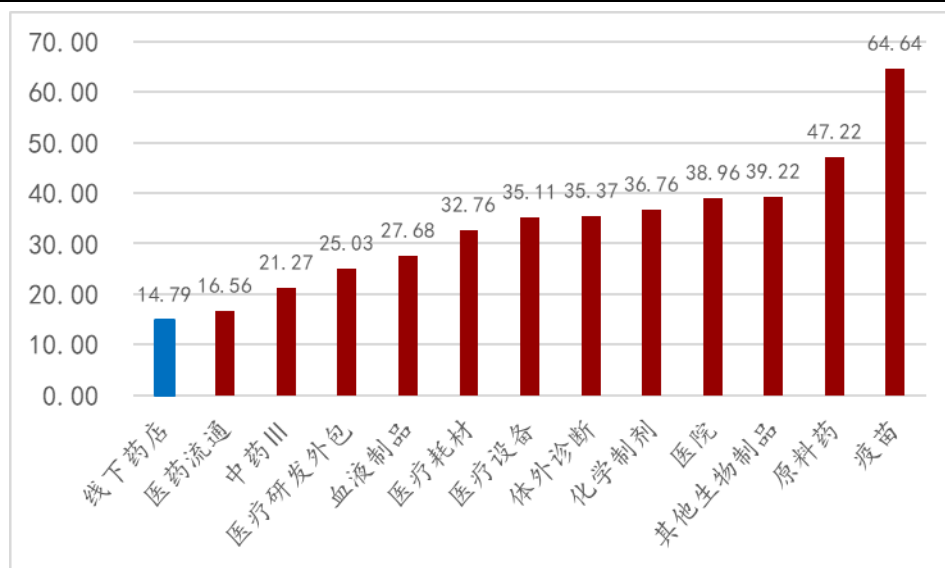
图表20: 线下药店板块上市公司涨跌幅排序 (2026H1)



资料来源: wind, 万联证券研究所

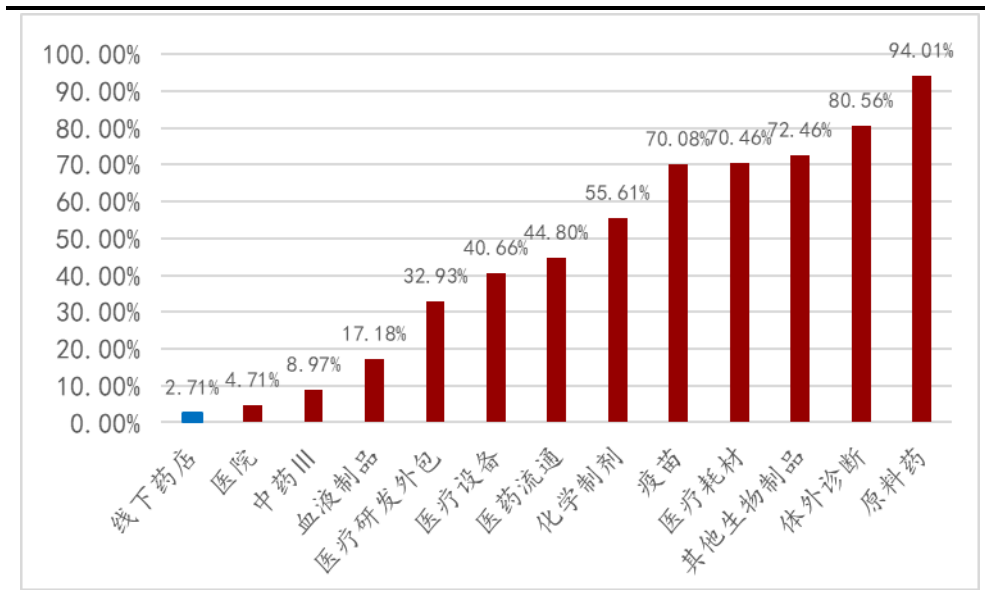
截至2026年6月30日, 线下药店PE (TTM) 为14.79, 为医药三级子行业中估值最低的子板块; 线下药店板块2021年以来的PE (TTM) 分位数为2.71%, 为医药三级子行业中最低。压制板块估值的因素主要包括行业政策压制, 例如医保常态化飞检、药品进销差价压制、大数据比较、药店盲目扩张导致单店经营收益低等。整体看, 目前药店板块估值安全边际充足。

图表21: 线下药店板块PE (TTM) 为14.79: 2026/6/30



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表22: 线下药店板块2021年以来PE (TTM) 分位数为2.71%: 2026/6/30



资料来源: wind, 万联证券研究所

1.3 投资建议

近几年在处方外流、医保监管趋严等政策背景下, 药店行业从过去的依赖规模驱动增长的阶段转为更注重提质增效阶段, 从过去野蛮扩张后进入了行业存量整合阶段, 倒逼药店调整产品结构, 转型“健康驿站”, 高毛利非药品类和付费健康服务成为对冲药品毛利下滑、抬升门店综合毛利率的核心第二增长曲线。行业出清低效门店, 聚焦降本增效, 行业集中度持续提升, 利好满足消费者健康需求、专业服务能力强、供应链优势明显、合规经营的医药企业, 具备精细化运营能力和数智化转型速度的企业更具备优势, 行业格局呈现“强者恒强”的马太效应。

随着我国已步入深度老龄化阶段, 健康需求将进一步提升。在新一轮医药改革的推动下, 医药分家持续深化, 加速医院处方外流, 加快零售药店业态升级分化。带量采购品种范围不断扩大, 加速更多品种转战院外; 门诊共济给纳入门诊统筹的药店带来机会, 有望承接更多医院处方和客流。头部连锁持续扩张院边店、批量获批双通道资质、规模化搭建DTP服务网络, 有利于特药处方收入占比抬升, 拉动整体客单价、毛利率改善。传统药店仅依赖OTC的增长瓶颈被打破, 行业成长天花板由院内处方持续外拓打开, 利好具备密集院边网点、完善DTP运营体系、医保资质储备充足的连锁龙头。

压制板块估值的因素主要包括行业政策, 例如医保常态化飞检、药品进销差价压制、大数据比较、药店盲目扩张导致单店经营收益低等。整体看, 目前药店板块估值安全边际充足。

1.4 风险提示

集采与价格治理压力超预期风险, 线上药房冲击风险, 并购整合效果不达预期风险等

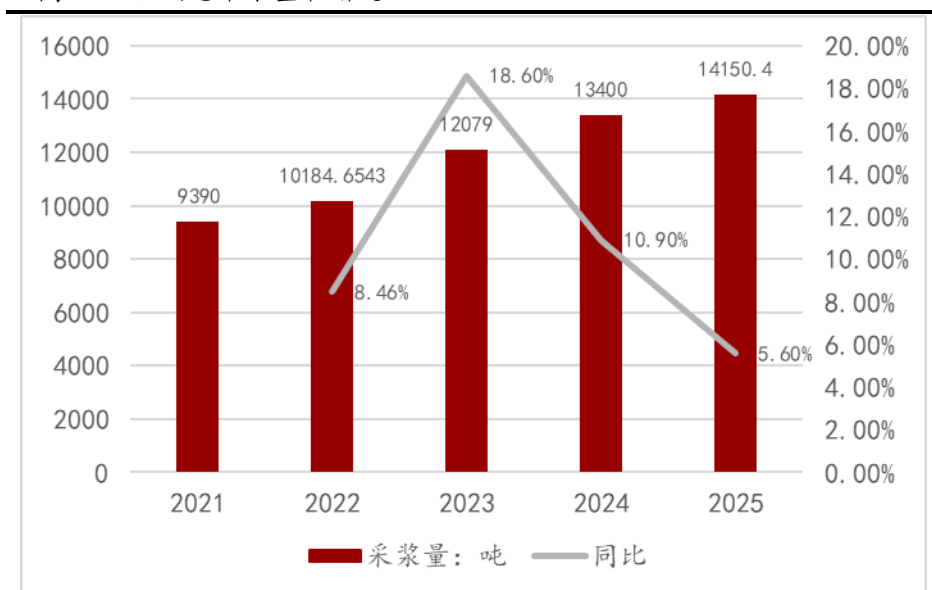
2 血制品

2.1 行业发展现状

2.1.1 供给收缩有望推动业绩和估值修复

血制品赛道准入壁垒高，浆站审批周期漫长、血浆无替代原料，长期供给天花板由献浆员与浆站数量决定。2022-2025行业经历一轮供给扩张周期，2022年全国采浆总量10180吨，同比增长8.46%；2023年行业浆站集中投产，采浆量12079吨，同比大幅提升18.60%；2024年采浆13400吨，增速回落至10.90%；2025年全年采浆量达14150吨历史峰值，增速进一步放缓至5.60%，核心是因为头部企业主动控浆、浆站新增审批趋严，行业供给进入收敛周期。当前行业处于供给收缩、渠道库存出清阶段，供需格局有望逐步修复，供给收缩是板块业绩与估值修复的关键。

图表23：全国总采浆量和增速

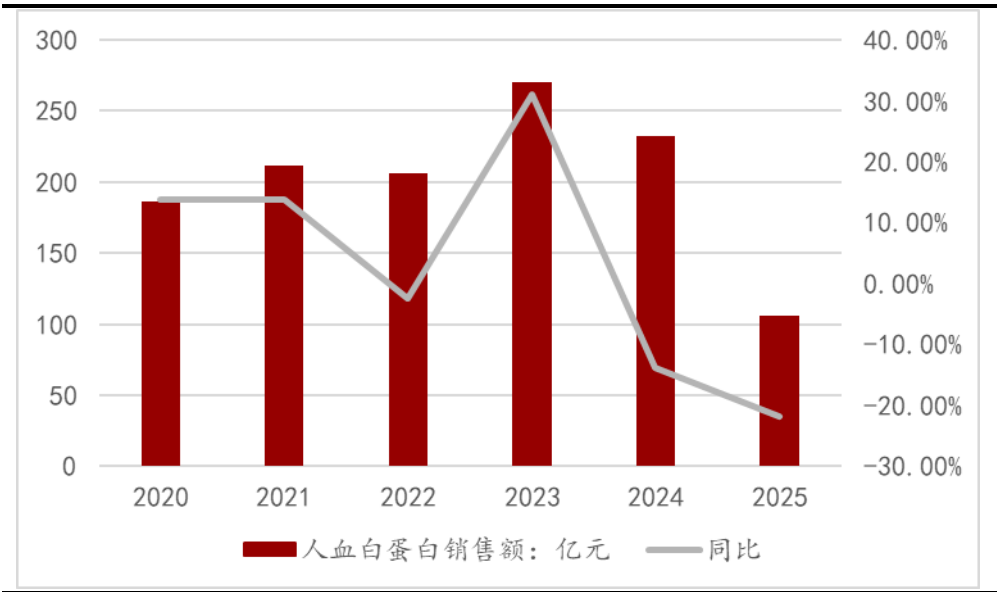


资料来源：博雅生物公告，万联证券研究所

2.1.2 需求端短期压制，长期刚性向上

短期看，需求压制，行业景气度下行。院内DRG/DIP医保控费，基础品临床用量收缩。全国医院全面落地DRG付费，白蛋白、静丙被严格限定仅重症抢救使用，术后常规辅助、轻症免疫调理使用被大幅压缩。集采压缩毛利降低渠道采购动力，终端动销疲软。长期看，血制品需求具备刚性，国内老龄化持续加深推动肿瘤、重症手术、肝肾疾病、自身免疫病患者规模稳步扩容，白蛋白、静丙等基础急救刚性需求强。另外，随着静丙、白蛋白临床适应症持续拓宽、罕见病诊疗渗透率提升带动凝血因子等高毛利品种需求持续高增，叠加双通道DTP药房承接院内外流处方打开院外自费市场。整体看，需求端短期压制，长期刚性向上。

图表24: 人血白蛋白在国内样本医院销售情况



资料来源: 药智网, 万联证券研究所

2.1.3行业并购整合持续推进，资源整合实现强者恒强

2001年国家永久停止新增血制品生产企业牌照，行业进入存量竞争。浆站审批周期长、门槛高，内生扩浆速度有限，并购成为快速获取生产牌照、浆站资源、补充产品线关键路径。目前血制品行业形成国药、华润、海尔三大国资平台+独立民企华兰生物四大阵营。并购主线围绕抢占存量浆站资源、完善高毛利凝血因子管线、全国区域布局展开，长期持续推高行业集中度。没有新浆站资质的中小血制品企业采浆规模小，吨浆成本高、产品矩阵弱，长期看，行业龙头有望持续收购中小血制品企业，行业格局呈现强者恒强的局面。

图表25: 血制品赛道寡头格局固化

阵营	核心平台
国药系	天坛生物、卫光生物、派林生物
华润系	博雅生物
海尔系	上海莱士
独立民企	华兰生物

资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

2.1.4未来竞争优势更多看高毛利产品布局

研发投入是血制品企业重要的竞争焦点。国内血制品企业研发管线整体围绕免疫球蛋白升级、重组凝血因子创新、工艺改良三大主线布局，核心重磅品种为20%皮下注射静丙、长效重组凝血因子、重组七因子与多价特异性免疫球蛋白等。未来，因子类/特免/层析静丙等高毛利产品是企业之间拉开吨浆利润差距的关键。整体看，血制品赛道将从过去依赖 免疫球蛋白模式转化为企业间比拼谁能从血浆中分离出更多可售产品。更加考验企业研发和工艺水平。

图表26：血制品上市公司研发布局（2025 年年报）

上市公司	在研管线品种
天坛生物	重组人凝血因子VIII、重组人活化凝血因子VII（rhFVIIa）、人凝血酶原复合物、静注人免疫球蛋白、注射用重组人凝血因子VIII-Fc融合蛋白等
华兰生物	人凝血因子IX（FIX）、静注人免疫球蛋白、人血管性血友病因子（vWF）、皮下静注人免疫球蛋白、人纤维蛋白原、人纤维蛋白原粘合剂等
博雅生物	皮下注射人免疫球蛋白、纤维蛋白粘合剂、凝血因子IX、新工艺静丙IVIG-CAP等
派林生物	高浓度静注人免疫球蛋白、人凝血因子VIII、新一代人凝血因子IX、新一代静注人免疫球蛋白（10%）、新一代静注人免疫球蛋白（pH4）、人凝血因子IX、人纤维蛋白原、人纤维蛋白粘合剂、人凝血酶等
卫光生物	人纤维蛋白粘合剂、皮下注射人免疫球蛋白、人凝血因子IX、人抗凝血酶III
博晖创新	人凝血因子VIII、人纤维蛋白原、人纤维蛋白粘合剂、静注人免疫球蛋白（10%）等

资料来源：各公司公告，万联证券研究所

2.1.5财报数据：增收不增利，盈利水平承压

① 营业收入/归母净利润：2024年以来大幅减少

2024年以前疫情拉动血制品临床需求，叠加行业持续拓展浆站，板块收入和利润常年保持双位数增长。行业增长核心来源于采浆量扩张，渠道的备货。2024年以来行业收入增速收窄至个位数，甚至接近0，2026年一季度收入同比下跌17.49%。核心原因包括渠道高库存、DRG/集采控费、企业控制拓浆速度。利润端在产品价格和成本双重挤压下，2025年和2026q1连续两位数负增长。

图表27：SW 血制品板块收入增速



资料来源：wind，万联证券研究所

图表28：SW 血制品板块归母净利润增速



资料来源：wind，万联证券研究所

板块内核心上市公司近两年收入和利润均大幅减少。收入端，2025年血制品板块上市公司营业总收入同比情况出现分化，其中，博雅生物、卫光生物、华兰生物和天坛生物实现正增长；2026Q1血制品板块上市公司营业总收入同比均减少。利润端，血制品板块所有上市公司2025Q1扣非净利润均呈不同程度的减少。整体看，2025年血制品多数企业的营收和采浆量维持增长，但利润端普遍出现显著下滑，呈现出典型的“增收不增利”特征；2026Q1，行业压力并未减轻，企业间分化进一步加剧。

图表29: 血制品板块上市公司营业总收入同比增长情况

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1	
卫光生物	10.12%	0.32%	-26.39%	56.98%	14.75%	5.28%	-1.39%	
博晖创新	17.57%	-3.24%	11.36%	31.35%	-18.53%	-3.18%	-5.85%	
派林生物	14.67%	87.80%	21.98%	-3.18%	14.00%	-0.83%	-8.47%	
天坛生物	4.99%	19.35%	3.63%	21.57%	16.44%	2.26%	-13.36%	
上海莱士	6.84%	55.26%	53.16%	21.27%	2.67%	-10.13%	-24.75%	
博雅生物	-8.98%	5.47%	4.08%	-3.87%	-34.58%	18.69%	-40.07%	

资料来源: wind, 万联证券研究所

图表30: 血制品板块上市公司归母净利润同比增长情况

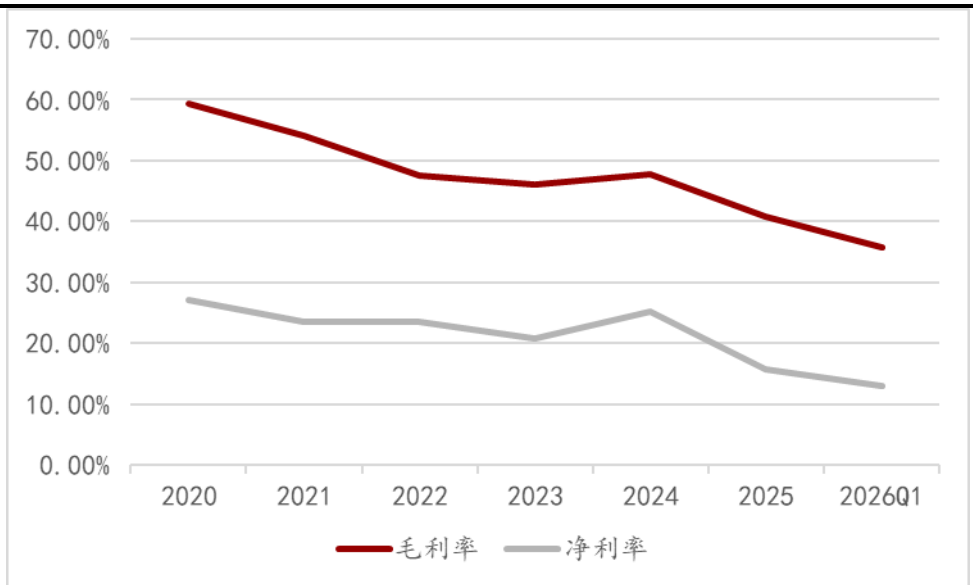
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1	
卫光生物	11.12%	7.90%	-42.83%	86.06%	15.95%	-2.84%	-29.21%	
上海莱士	117.75%	-2.21%	45.24%	-5.35%	23.25%	-28.10%	-44.21%	
天坛生物	4.57%	18.94%	15.92%	25.99%	39.58%	-29.59%	-48.45%	
派林生物	15.90%	110.29%	50.14%	4.25%	21.76%	-43.75%	-74.22%	
博雅生物	-38.97%	32.48%	25.45%	-45.06%	67.18%	-71.61%	-78.33%	
博晖创新	195.11%	-4393.41%	75.69%	68.22%	137.09%	-1094.20%	-79.68%	

资料来源: wind, 万联证券研究所

② 毛利率、净利率: 边际企稳, 有望逐步修复

2022-2025年行业毛利率、净利率持续单边下行, 2025年下半年至2026上半年下滑幅度收窄, 当前进入底部企稳阶段; 2022年行业整体毛利率中枢约52%-55%, 2025年跌至43%左右, 净利率同步由18%-22%回落至10%上下, 龙头普遍出现增收不增利、量增利减特征。行业毛利率下降主要原因成本端刚性上行, 收入增速放缓, 被动抬升费用率。2026年企业主动控浆、调整产品结构, 批签发收缩带动价格止跌, 毛利率、净利率边际企稳, 有望逐步修复。

图表31: SW 血制品毛利率和净利率



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表32: 血制品上市公司毛利率

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1	
派林生物	48.82%	46.07%	52.13%	51.48%	49.13%	41.53%	34.82%	
上海莱士	61.98%	51.83%	44.16%	40.79%	40.57%	37.37%	37.54%	
卫光生物	37.18%	40.87%	36.07%	41.32%	41.88%	39.36%	37.74%	
博雅生物	58.07%	56.98%	54.66%	52.76%	64.65%	49.89%	46.26%	
博晖创新	48.69%	40.97%	32.01%	43.51%	49.09%	39.56%	29.72%	
天坛生物	49.67%	47.53%	49.08%	50.76%	54.70%	43.85%	34.59%	
华兰生物	72.70%	68.74%	66.06%	69.59%	61.45%	57.53%	50.19%	

资料来源: wind, 万联证券研究所

图表33: 血制品上市公司净利率

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1	
派林生物	17.40%	19.86%	24.43%	26.26%	28.07%	15.94%	6.63%	
上海莱士	47.75%	30.06%	28.52%	22.32%	26.83%	21.46%	20.92%	
卫光生物	20.96%	22.59%	18.13%	20.75%	21.11%	19.40%	13.87%	
博雅生物	10.95%	13.52%	16.15%	9.36%	22.86%	5.47%	9.35%	
博晖创新	-1.02%	-70.76%	-17.33%	1.50%	1.02%	-20.86%	-4.63%	
天坛生物	27.37%	25.99%	28.27%	29.14%	35.02%	24.15%	15.69%	
华兰生物	36.71%	32.78%	27.62%	32.98%	26.39%	21.76%	31.83%	

资料来源: wind, 万联证券研究所

③ 销售/管理/财务费用率: 步入下行修复空间

2022至2025年血制品行业整体期间费用率中枢持续上行,核心源于行业供给过剩、渠道库存积压,企业加大渠道返利与学术推广带动销售费用率温和抬升。浆站扩张、行业并购整合、监管合规成本抬升,并购型企业管理费用率持续走高。进入2026年,行业主动控浆收缩供给、渠道库存逐步出清,企业加强精细化成本管控,行业费用率进入下行修复区间,现金流与净利率有望同步改善。

图表34: 血制品上市公司三费率合计(销售/管理/财务费用率)

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1	
博雅生物	45.29%	38.11%	34.43%	30.72%	37.33%	33.40%	36.93%	
博晖创新	47.13%	61.06%	47.52%	38.38%	43.31%	41.14%	36.52%	
派林生物	27.45%	20.74%	24.33%	20.95%	16.70%	17.40%	25.31%	
华兰生物	30.47%	29.13%	34.06%	32.87%	31.93%	30.05%	20.05%	
卫光生物	13.21%	14.35%	18.87%	19.37%	15.89%	15.61%	18.23%	
上海莱士	22.64%	15.86%	12.35%	9.98%	13.26%	13.41%	15.70%	
天坛生物	17.28%	16.26%	16.24%	16.03%	12.01%	12.63%	15.68%	

资料来源: wind, 万联证券研究所

图表35: 血制品上市公司: 销售费用/营业总收入

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1	
博雅生物	34.40%	28.97%	25.21%	21.97%	24.19%	20.04%	22.95%	
派林生物	15.11%	11.63%	16.61%	12.26%	9.21%	9.24%	13.32%	
博晖创新	18.66%	18.80%	14.60%	10.78%	11.43%	12.84%	10.76%	
华兰生物	21.41%	17.47%	20.58%	22.51%	17.72%	17.80%	5.57%	
上海莱士	7.29%	7.14%	5.68%	4.19%	4.99%	4.56%	4.76%	
天坛生物	7.23%	6.59%	6.15%	5.22%	2.21%	2.03%	1.90%	
卫光生物	2.18%	2.62%	4.08%	3.90%	2.42%	2.85%	1.87%	

资料来源: wind, 万联证券研究所

图表36: 血制品上市公司: 管理费用/营业总收入

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1	
博晖创新	23.79%	35.82%	27.41%	25.12%	28.31%	24.79%	21.87%	
博雅生物	10.53%	9.92%	10.13%	9.90%	14.62%	14.27%	17.11%	
华兰生物	9.28%	11.43%	13.27%	10.39%	14.37%	12.23%	14.61%	
卫光生物	11.83%	12.37%	15.01%	14.27%	11.78%	11.13%	14.45%	
派林生物	12.24%	11.43%	10.01%	11.16%	9.34%	9.53%	14.19%	
天坛生物	10.92%	11.23%	11.45%	11.76%	10.34%	10.64%	13.74%	
上海莱士	16.56%	10.25%	7.30%	6.94%	8.69%	9.42%	10.27%	

资料来源: wind, 万联证券研究所

图表37: 血制品上市公司: 财务费用/营业总收入

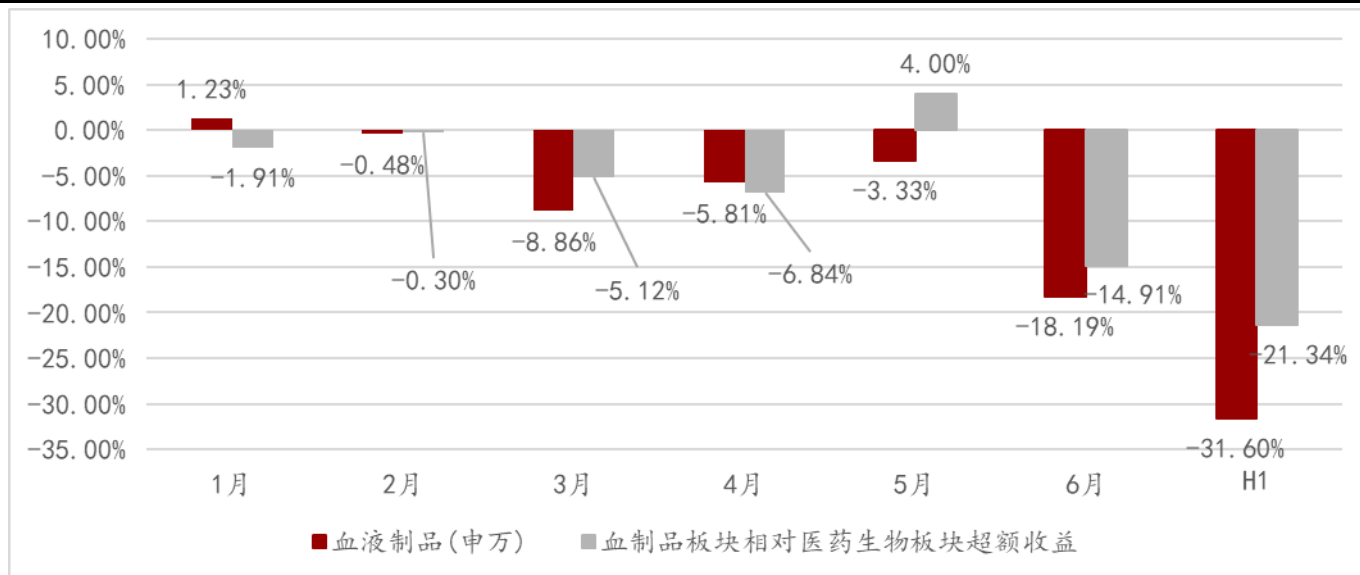
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026Q1	
博晖创新	4.68%	6.43%	5.50%	2.47%	3.56%	3.52%	3.90%	
卫光生物	-0.79%	-0.64%	-0.22%	1.19%	1.69%	1.63%	1.91%	
上海莱士	-1.21%	-1.53%	-0.63%	-1.15%	-0.42%	-0.57%	0.66%	
天坛生物	-0.88%	-1.56%	-1.36%	-0.96%	-0.55%	-0.03%	0.03%	
华兰生物	-0.22%	0.22%	0.21%	-0.03%	-0.16%	0.01%	-0.13%	
派林生物	0.10%	-2.32%	-2.30%	-2.47%	-1.85%	-1.37%	-2.20%	
博雅生物	0.36%	-0.78%	-0.92%	-1.15%	-1.47%	-0.91%	-3.14%	

资料来源: wind, 万联证券研究所

2.2 行情回顾：股价大幅回撤，估值处历史低位

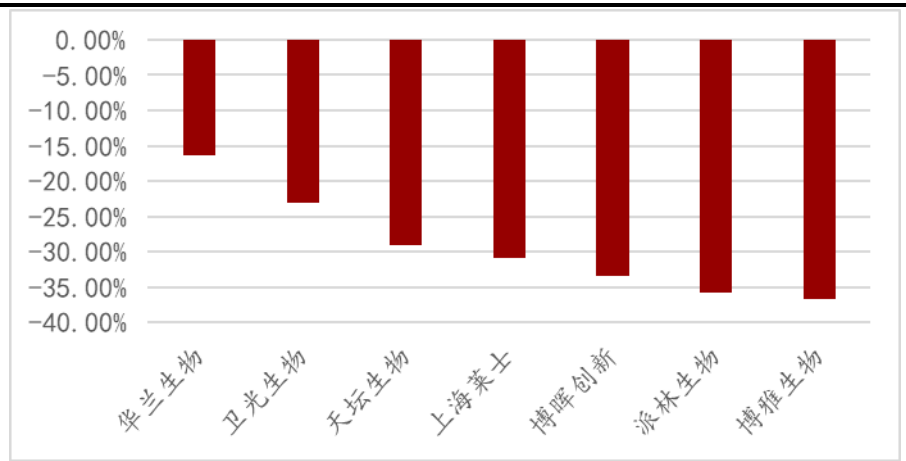
血制品板块1月上涨1.23%，跑输医药行业1.91个百分点；2月下跌0.48%，跑输医药行业0.30个百分点；3月下跌8.86%，跑输医药行业5.12个百分点；4月下跌5.81%，跑输医药行业6.84个百分点；5月下跌3.33%，跑输医药行业4.00个百分点；6月下跌18.19%，跑输医药行业14.91个百分点。整体看，2026H1，血制品板块下跌31.60%，跑输医药行业21.34个百分点。血制品上市公司2026年上半年股价均回调。

图表38：血制品板块月度涨跌幅（2026H1）



资料来源：wind，万联证券研究所

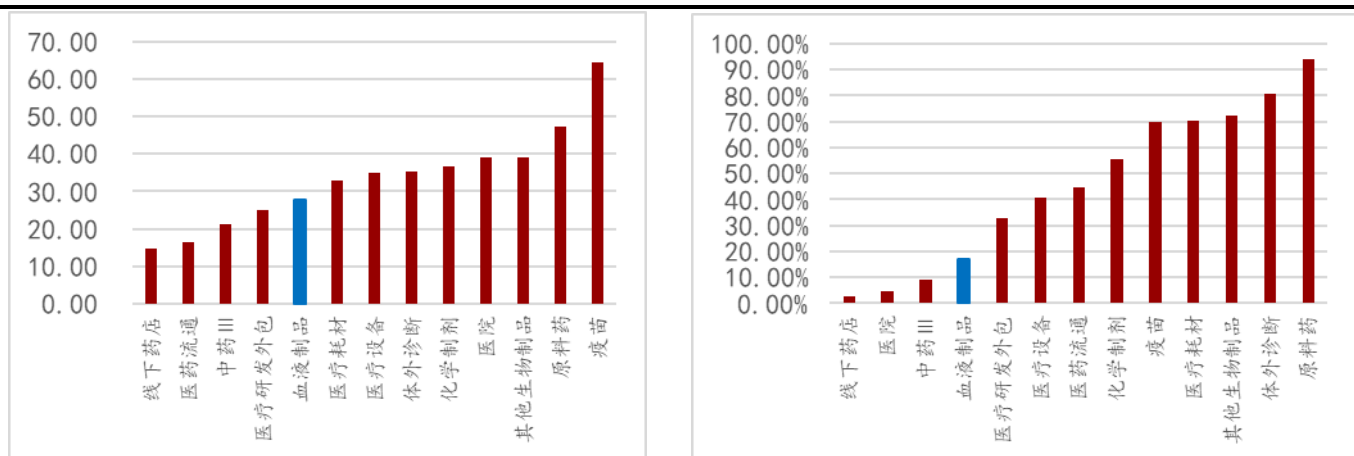
图表39：血制品上市公司涨跌幅（2026H1）



资料来源：wind，万联证券研究所

截至2026年6月30日，血制品板块PE（TTM）为27.68，位列13个子行业中第5。从2021年以来数据看，截至2026年6月30日，血制品板块PE（TTM）分位数为17.18%，估值处低位。

图表40: 血制品板块 PE (TTM) 为 27.68: 2026/6/30 图表41: 血制品板块 PE (TTM) 分位数为 17.18%: 2026/6/30



资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

近几年血制品板块估值下行的原因主要包括供需失衡, 供给端企业大幅拓浆以及渠道库存堆积, 需求端在政策压力下部分品种使用受限, 收入端在需求走弱、供给收缩以及产品集采降价等因素推动下增长放缓, 利润端在收入和成本双重压力下大幅减少, 行业基本面恶化是估值下行的核心因素。短期企业主动缩减采浆下滑库存, 未来行业更多从依赖“白蛋白+静丙”模式向提升高毛利产品比例方向推进, 企业之间除了比拼血浆资源, 研发实力更重要。

2.3 投资建议

①供给收缩有望推动估值修复, 长期需求刚性

血制品赛道具备牌照、浆站、原料三重永久稀缺壁垒, 长期需求由老龄化、人均用量提升、罕见病诊疗扩容支撑, 刚性增长逻辑不变; 当前行业处于2022-2025供给扩张后的收敛拐点, 头部企业主动控浆、批签发持续收缩, 叠加血浆向高毛利凝血因子、皮下静丙倾斜, 叠加DTP双通道院外渠道放量, 毛利率、费用率有望逐步修复。

②行业整合持续推进, 资源整合, 强者恒强

2021年以来国资进入收购控制权高峰期, 并购主线围绕抢占存量浆站资源、完善高毛利凝血因子管线、全国区域布局展开, 长期持续推高行业集中度。从2025年到2026年一季度财报数据可以看出, 行业正历经阵痛期, 血制品板块头部企业纷纷通过并购扩大资源巩固上游优势, 另外, 产品结构优化, 研发投入也是血制品企业重要的竞争焦点。国内血制品企业研发管线整体围绕免疫球蛋白升级、重组凝血因子创新、工艺改良三大主线布局, 核心重磅品种为20%皮下注射静丙、长效重组凝血因子、重组七因子与多价特异性免疫球蛋白等。

③近几年行业业绩集体承压, 估值处历史低位

血制品板块近两年行业集体承压, 增收不增利。行业产能释放与需求减弱导致库存积压, 供需错配是业绩下滑主要原因, 同时叠加产品价格下滑, DRG/DIP支付改革影响院内需求等因素, 导致国内高度依赖人血白蛋白和静丙这两个品种的血制品企业业

绩承压,容易受到价格或者政策的冲击。2026年一季度行业持续承压,企业分化加剧,截至年中,板块5年来PE(TTM)分位数为17.18%。

整体看,血制品赛道未来集采压价和DRG控费是常态,未来参与者的产品结构和运营效率是关键。长期看好血浆利用率提升、研发管线向高附加值品种靠拢打破同质化竞争的企业。

2.4 风险提示

产品价格下行超预期风险、研发不达预期风险等

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场