

医药商业

2021年10月08日

龙头引领行业创新，新一轮扩张浪潮已至

——零售药店行业深度报告

投资评级：看好（维持）

蔡明子（分析师）

古意涵（联系人）

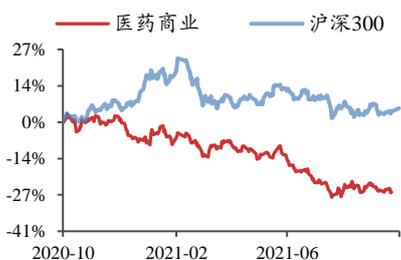
caimingzi@kysec.cn

guyihan@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

证书编号：S0790121020007

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《药店行业深度报告-短期因素影响Q1增速，仍看好药店龙头全年和中长期增长韧性》-2021.5.5

● 零售药店行业更新：利润增长依然向好，零售药房长期稳健增长可期

利润增长依然向好：2021H1 各大药房收入增速相较 2020H1 有所放缓，主要是疫情产品销售基数高、疫情下门店关闭、多地感冒药等销售严控等非经营性因素影响；利润端，新租赁准则对各大药店归母净利润造成一定影响，此外，部分药房利润增长也受到股权激励费用等非经营性因素的影响，预计剔除影响的收入、利润增速仍保持稳健增长，由此，各大药房 2021H1 利润增长情况依然向好。**从盈利能力来看，**2021H1 各大药房的整体毛利率整体稳中有升，主要是由于 2021H1 毛利率水平较低的防疫物资销售占比逐渐降低，各大药房通过优化产品结构提升毛利率水平。从净利率来看，各大药房净利率水平维持稳定。**从开店节奏来看，**2021H1 各大药房开店提速明显，2021H1 益丰药房、大参林、老百姓、一心堂新增门店数分别同比增长 133%、110%、144%、68%。**在处方承接能力方面，**各大药房通过延展院边店布局、建设 DTP 药房、建设特慢病统筹医保资质门店提升处方承接能力。**在新零售方面，**各大药房加速拓展线上业务，2021H1 益丰药房、大参林、老百姓、健之佳线上业务分别增长 113%、98%、200%、122%。**次新店贡献业绩，政策层面利好，零售药房长期稳健增长可期，**2020 上半年新开门店在 2021 下半年开始释放业绩，由此预计 2021 年收入呈现前低后高的趋势；政策利好零售药店，推进处方外流，具备专业能力、积极承接处方的药店更具竞争力；长期受益于集采，零售药店有望不断增加销售品类，降低采购成本，保持稳健增长。

● 互联网医药电商行业更新：经营数据向好，看好医药电商长期增长

2021H1 京东健康收入、利润高速增长，盈利能力、运营效率稳健提升。用户的持续增长和用户黏性的提升是医药电商的主要增长驱动力。**用户数量增长方面，**医药电商通过不断丰富 SKU、持续加大营销投入带来活跃用户增加，并通过完善的供应链体系、规模效应以及品牌影响力不断提升整体运营效率，降低运营成本，提升盈利能力，带动业绩高速增长。**用户黏性提升方面，**医药电商打造“零售药房+医疗健康服务”的生态系统，通过提供医疗服务、探索消费医疗提升用户黏性，为医药电商提供持续的增长驱动力。

● 推荐及受益标的

我们看好零售药店及医药电商龙头企业，这类企业借助规模优势更利于提升规模效应、上游议价能力、处方承接能力、专业服务能力。推荐标的：益丰药房、老百姓；受益标的：大参林、一心堂、健之佳、漱玉平民、阿里健康、京东健康

● **风险提示：**门店扩张速度和后期整合、盈利水平低于预期。

目 录

1、 零售药店行业 2021H1 更新：利润增长依然向好，盈利能力维持稳定，门店扩张提速	3
1.1、 2021H1 各大药房收入、利润实现稳健增长，利润增长向好	3
1.2、 2021H1 各大药房毛利率整体稳中有升，净利率维持稳定	4
1.3、 2021H1 门店扩张提速，2020H1 新开店有望于下半年贡献业绩	5
1.4、 处方外流加速，各大零售药店积极提升处方承接能力	6
1.4.1、 延展院边店布局，推进 DTP 药房建设，提升处方外流承接能力	6
1.4.2、 加快特慢病统筹医保资质门店建设，加快推动门店销售增长	7
1.5、 积极推进数字化转型，线上业务高增长	7
1.6、 零售药店全方位提升专业服务能力，积极探索发展专业化药房	9
1.7、 因地制宜特色业务提升盈利能力	10
2、 次新店贡献业绩，政策层面利好，零售药房长期稳健增长可期	12
3、 医药电商 2021H1 更新：经营数据向好，看好医药电商长期增长	14
3.1、 2021H1 京东健康收入、利润高速增长，盈利能力、运营效率持续向好	14
3.2、 用户的持续增长和用户黏性的提升是主要增长驱动力，政策带来发展机会，看好医药电商长期增长	16
4、 推荐及受益标的	17
5、 风险提示	18

图表目录

图 1： 各大药房当期净增加门店数（家）基本实现逐季提升	6
图 2： 2021H1 年大参林院边店 655 家，较 2020 年底增加 97 家	6
图 3： 2021H1 年老百姓院边店 614 家，较 2020 年底增加 186 家	6
图 4： 2021H1 一心堂特慢病医保支付门店数增长至 814 家	7
图 5： 各大零售药店积极推进数字化转型，线上业务高速增长	8
图 6： 2021H1 中药品类销售同比增长 40.63%	11
图 7： 2021H1 京东健康营业收入同比增长 55.4%	15
图 8： 2021H1 京东健康经调整后净利润同比增长达 79.92%	15
图 9： 2021H1 京东健康活跃用户数量达 1.09 亿	15
图 10： 2021H1 京东健康第三方商户数量达 14,000 家	15
图 11： 2018-2021H1 京东健康毛利率整体维持平稳	16
图 12： 2018-2021H1 京东健康经调整净利率呈提升趋势	16
图 13： 京东健康持续完善供应链体系，存货周转效率提升	16
图 14： 2018-2021H1 京东健康线上日均问诊量提升迅速	17
表 1： 2021H1 各大药房收入、利润实现稳健增长	4
表 2： 2021H1 各大药房毛利率整体稳中有升，净利率维持稳定	5
表 3： 2021H1 各大药房开店加速	5
表 4： 各大零售药房会员规模不断扩大，会员销售比重维持高水平	9
表 5： 各大零售药房全方位提升自身专业服务水平，积极探索发展专业化药房	10
表 6： 政策推进处方外流，利好零售药店	12
表 7： 医药电商致力于丰富 SKU，提升活跃用户数量和第三方商家数量	17
表 8： 推荐及受益标的盈利预测与估值	18

1、零售药店行业 2021H1 更新：利润增长依然向好，盈利能力维持稳定，门店扩张提速

1.1、2021H1 各大药房收入、利润实现稳健增长，利润增长向好

2021H1 各大药房收入增速相较 2020H1 有所放缓，原因皆为短期影响因素，我们依旧看好各大药店 2021 全年的增速和未来的成长性。2021H1 收入增速有所放缓的原因有：（1）2020H1 疫情产品销售基数高，导致 2021H1 相关业务收入增速放缓；（2）Q1 本地过年导致消费者购物需求（如保健品）下降；（3）疫情影响正常营业，如益丰药房在河北的门店受到封城因素影响；（4）疫情反复地区感冒药、抗生素等类别销售受到严控。

在利润方面，2021 年开始实施的新租赁准则对 2021H1 利润有所影响。新租赁准则下新增了对相应租赁负债按实际利率法计提的“利息费用”和对使用权资产计提的“折旧费用”，已确认使用权资产和租赁负债的承租合同支出不再计入“租赁费用”，同一租赁合同总支出将呈现“前高后低”的特点，但租赁期内总支出与原准则下相等。2021H1 老百姓实现归母净利润 4.06 亿元，同比增长 20.79%，租赁准则追溯后同比增长 24.69%；实现扣非净利润 3.63 亿元，同比增长 18.38%，租赁准则追溯后同比增长 22.58%。

分季度看，2021Q1 由于就地过年及感冒药下架、新店及次新店亏损、新租赁准则变化、2020 年 3 月防疫物资基数高等因素导致老店及同店增速有所放缓，Q2 起上述因素影响逐步减弱/消除，对利润影响逐渐减小。老百姓 2021Q1/Q2 归母净利润分别为 2.28 亿(+16.03%)、1.78 亿元(+27.46%)；扣非净利润分别为 1.92 亿(+13.06%)、1.71 亿元(+24.94%)，业绩同比提速。由此，各大药房 2021H1 利润增长情况依然向好。

表1: 2021H1 各大药房收入、利润实现稳健增长

2021H1	益丰药房	老百姓	一心堂	大参林	健之佳	漱玉平民
总门店数(家)	6888	7680	8053	6978	2416	2149
布局省份数	9	22	10	10	4	1
新增门店数(家)	947	1290	950	1015	308	299
营业收入(亿元)	73.46	74.61	67.02	80.55	23.79	24.79
增长率	16.7%	11.6%	11.2%	16.1%	12.8%	10.3%
Q1	36.30	36.38	34.29	40.59	11.67	11.85
增长率	19.1%	10.8%	11.1%	20.7%	10.5%	5.8%
Q2	37.17	38.23	32.73	39.96	12.12	12.94
增长率	14.5%	12.3%	11.3%	11.7%	15.1%	14.7%
归母净利润(亿元)	5.05	4.06	5.24	6.46	1.22	0.87
增长率	25.7%	20.8%	25.8%	8.6%	10.2%	22.8%
Q1	2.41	2.28	2.61	3.41	0.65	0.38
增长率	29.4%	16.0%	27.3%	21.5%	20.9%	195.5%
Q2	2.63	1.78	2.63	3.05	0.58	0.49
增长率	22.4%	27.5%	24.4%	-3.0%	0.2%	-15.1%
扣非归母净利润(亿元)	4.94	3.63	5.12	5.90	1.16	0.80
增长率	27.4%	18.4%	28.2%	1.7%	19.8%	-22.8%
Q1	2.33	1.92	2.52	3.39	0.60	0.33
增长率	27.1%	13.1%	26.6%	25.2%	-	151.1%
Q2	2.60	1.72	2.61	2.51	0.56	0.47
增长率	21.5%	24.9%	29.7%	-18.9%	-	-28.8%

数据来源: Wind、开源证券研究所

1.2、2021H1 各大药房毛利率整体稳中有升，净利率维持稳定

2021H1 各大药房的整体毛利率整体稳中有升，我们认为主要的影响因素如下：（1）2021H1 毛利率水平较低的防疫物资销售占比逐渐降低，销售产品结构逐步恢复正常。（2）各大药房通过优化产品结构提升毛利率水平。老百姓自有品牌占比提升和统采占比提升，截至 2021H1 老百姓自有品牌产品已超过 600 个，2021H1 销售额达到 8.2 亿元（+101%，毛利额增长 111%），2021H1 统采销售占比 61.49%（+8.39 个 pct），为公司贡献业绩；一心堂调整产品结构大力发展利润率较高的中药业务（中药业务毛利率 46.93%），2021H1 中药品类销售同比增长 40.63%，占营业收入的比率从 2019 年的 7.69% 提升至 10.86%，其高毛利有效保障了公司较好的获利能力。

从净利率来看，各大药房净利率基本维持稳定，在新租赁准则、股权激励费用等短期因素影响下各大药房保持了盈利的稳定性。

表2: 2021H1 各大药房毛利率整体稳中有升, 净利率维持稳定

	毛利率			净利率		
	2021H1 (%)	2020H1 (%)	同比 (pct)	2021H1 (%)	2020H1 (%)	同比 (pct)
益丰药房	40.84	38.08	+2.76	7.55	7.36	+0.19
老百姓	33.40	32.31	+1.09	6.24	6.18	+0.06
一心堂	38.86	36.21	+2.66	7.80	6.91	+0.89
大参林	39.10	38.07	+1.03	8.15	8.73	-0.58
健之佳	35.11	32.41	+2.70	5.08	5.24	-0.16
漱玉平民	29.63	29.94	-0.31	3.47	3.18	+0.29

数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

1.3、2021H1 门店扩张提速, 2020H1 新开店有望于下半年贡献业绩

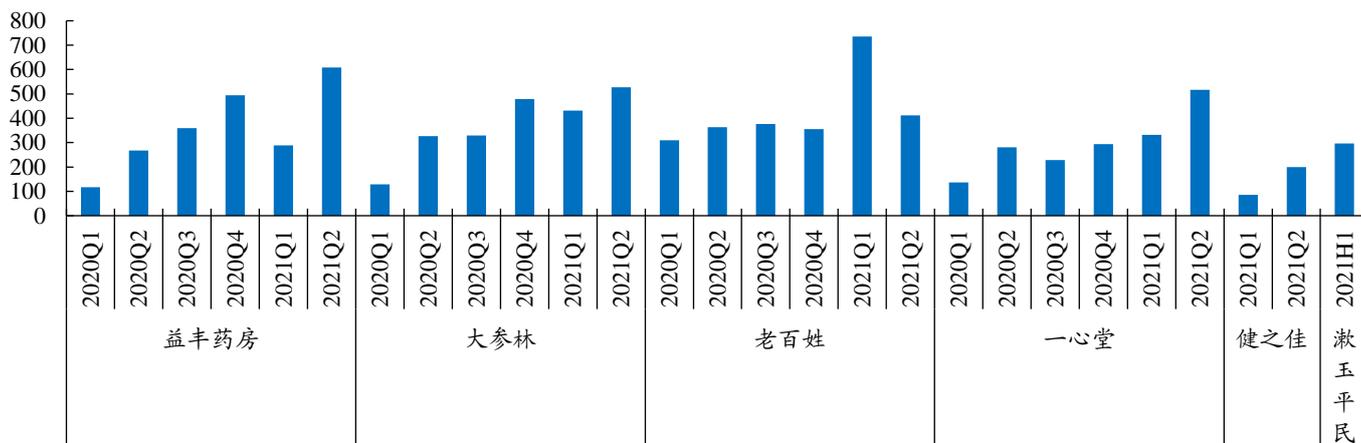
2021H1 各大药店开店速度加快, 其中净增加门店数最多的是老百姓(1147家), 其次是大参林(958家), 益丰药房(897家), 一心堂(848家), 健之佳、漱玉平民分别增加286、297家门店。2021H1, 益丰药房、大参林、老百姓、一心堂新增门店数分别同比增长133%、110%、144%、68%, 门店扩张显著提速。

表3: 2021H1 各大药房开店加速

2021H1	益丰药房	大参林	老百姓	一心堂	健之佳	漱玉平民
当期新增直营门店数	783	836	855	950	308	298
其中新开	569	589	496	-	-	-
其中并购	214	237	359	-	-	-
当期新增加盟店	164	189	435	-	-	-
当期关闭门店数	50	57	143	17 (85家搬迁)	22	1
当期净增加门店数	897	958	1147	848	286	297

数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

2020H1 各大药房新开店有望在 2021 下半年贡献业绩, 我们看好零售药店 2021 下半年业绩增长。2020Q2 各大药房开店速度整体提升, 益丰药房、大参林、一心堂、健之佳 2020Q2 净增加门店数分别环比增长 111.46%、22.27%、12.93%、132.56%。新店滚动式开业为公司未来业绩的增长带来新的客流量和新的现金流, 并且通过成熟门店稳定业绩的贡献支撑新开门店的不断拓展, 形成良性的业务循环, 门店规模持续扩大, 规模化效应加强, 进而带动业绩快速增长。

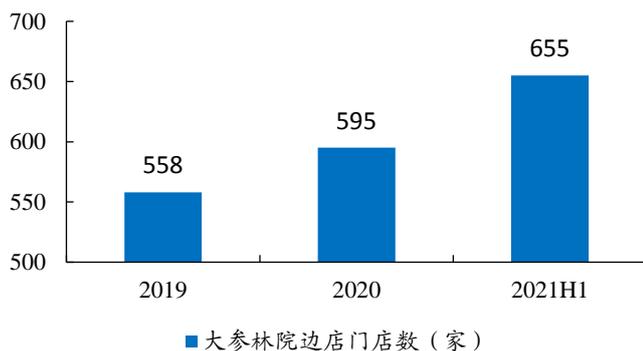
图1: 各大药房当期净增加门店数(家)基本实现逐季提升


数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

1.4、处方外流加速, 各大零售药店积极提升处方承接能力

1.4.1、 延展院边店布局, 推进 DTP 药房建设, 提升处方外流承接能力

院边店是处方外流的重要一环, 可以做到便利性、专业性, 便捷的购药地点将是患者的首选, 也是药品经营者的首选。近年来, 各大零售药店企业加快院边店的建设步伐, 提升承接处方外流能力, 2019年-2021H1 大参林院边店数量 558 家、595 家、655 家, 老百姓院边店数量分别约为 428 家、533 家、614 家, 我们认为未来各大零售药店企业将延展院边店布局, 为承接处方外流占得先机。

图2: 2021H1 年大参林院边店 655 家, 较 2020 年底增加 97 家


数据来源: 大参林公司公告、开源证券研究所

图3: 2021H1 年老百姓院边店 614 家, 较 2020 年底增加 186 家


数据来源: 老百姓公司公告、开源证券研究所

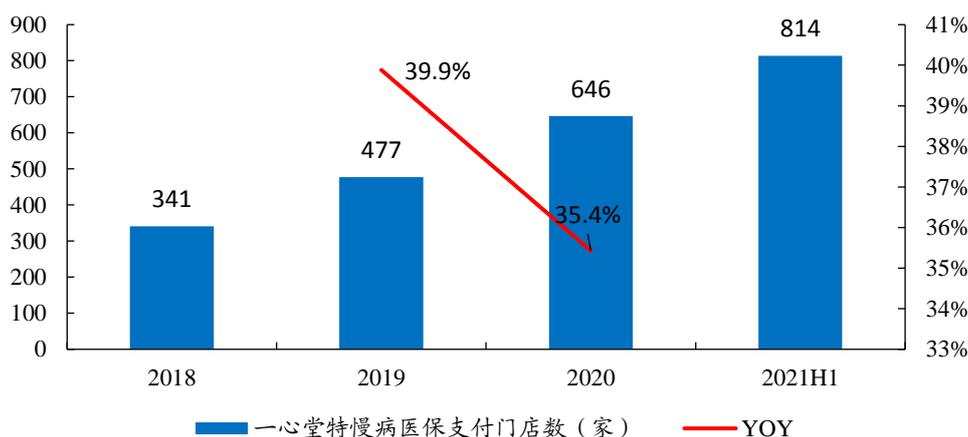
DTP 专业药房建设不断推进。为抓住处方外流的市场机会, 各大零售药店积极布局开设 DTP 专业药房: 2018-2020 年, 老百姓 DTP 药房数量从 80 家增长至 143 家, 2021H1 增长至 145 家; 大参林 DTP 药房数量从 30 余家增长至 89 家, 2021H1 增长至 106 家; 益丰药房 DTP 药房数量从 20 余家增长至 40 余家。截至 2021H1, 健之佳拥有 DTP 门店 21 家。

1.4.2、加快特慢病统筹医保资质门店建设，加快推动门店销售增长

国家出台有关特慢病定点零售药店享受医保统筹支付待遇的政策，打开了医院特殊病用药、慢性病用药市场的大门，特慢病医保支付统筹资质能有效促进处方药销售，为零售药店带来广阔的增长空间。未来随着更多门特、门慢药品类纳入医保统筹、部分病种医保报销比例提高，特慢病统筹医保定点药店将具备更大竞争优势，各大药店目前皆积极建设特慢病统筹医保资质门店。2020年一心堂慢病医保客单价为481.12元，是门店整体客单价的6倍，有利快速推动收入增长，一心堂2020年慢病医保销售对所有慢病门店整体销售贡献率为12.72%，单店最高贡献率达到81.16%。随着大健康产业的发展，未来慢病医保业务将会有更大的市场空间。

截至2021H1，益丰药房拥有706家特慢病统筹医保定点门店，并建立慢病管理专店430家；一心堂开通的各类慢病医保门店为814家，慢病医保门店占比全集团门店总数10.11%；健之佳开通各类特慢病医保支付门店208家，占药店总数的9.64%，较2020年底171家净增加37家，增长21.64%，上半年特慢病医保带来的营业收入较2020年同期增长达76.63%；大参林慢病门店发展至1171家，公司医保定点资格门店占比达87.23%（含大病统筹及门特门慢定点资格门店）。

图4：2021H1 一心堂特慢病医保支付门店数增长至814家



数据来源：一心堂公司公告、开源证券研究所

1.5、积极推进数字化转型，线上业务高增长

在信息化的时代，虽处于业态较为传统的药店零售行业，但各大零售药店不断加强公司信息化能力，利用好大数据、人工智能等先进的工具进行数字化转型，开展互联网医疗、医药电商（B2C）、线上到线下（O2O）、新零售等新业务模式，为公司提供活力以及业绩增量。

益丰药房：2021年上半年，益丰药店O2O多渠道多平台上线门店超过5050家，并赋能主要并购项目和加盟项目门店，覆盖范围包含公司线下所有主要城市，在O2O和B2C双引擎的策略支撑以及疫情的推动下，借助公司供应链优势和精细化运营，益丰药房互联网业务实现销售收入5.05亿元，同比增长113.08%，O2O销售收入占比67.02%，同比增长139.89%。

大参林：大参林药房运用传统零售结合“互联网+”拓增长，加大O2O、B2B

电子商务平台建设的投入，自有 B2B 电子商务平台已经成功上线，组建电子商务运营团队，全面提升公司产品分销能力和服务水平。2021 上半年，公司超过 5000 家门店覆盖 O2O 业务，线上收入同比增长 97.63%。

老百姓：老百姓药房充分利用“大数据+人工智能+物联网”建立生态圈，通过门店布局与配送时效相结合让门店销售场景延展，实现线上购药全渠道覆盖，全面提升用户体验。通过品牌产品推广及专业服务，提升了 O2O 的客流量。2021 上半年，公司线上渠道业务保持高速增长，借助系统化建设和精细化运营，线上渠道销售额达 3 亿元，同比增长达到 200%，已超 2020 年全年销售额，公司支持 O2O 外卖服务的门店 5831 家，24 小时门店 430 家。

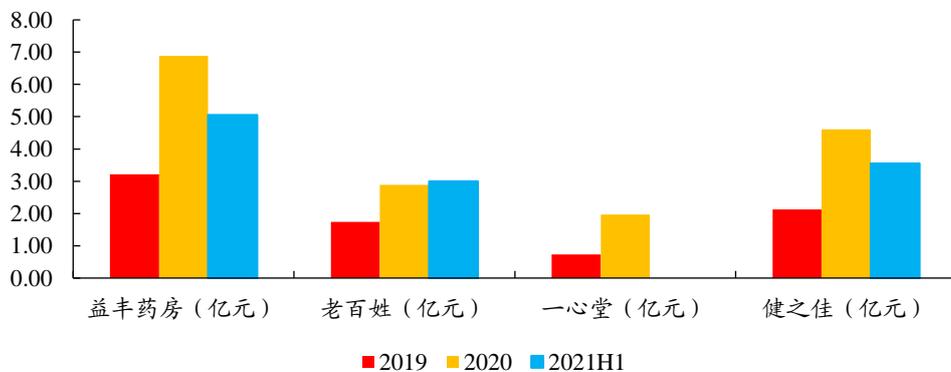
一心堂：一心堂药房陆续推出一心堂 APP、团购业务、跨境业务、O2O 业务，同时利用自身优势品牌影响力以及区域服务优势，推出了一心到家 B2C 业务。2021 年上半年，公司已实现 7298 家直营门店覆盖 O2O 业务，业务占整体电商业务销售总额的 78.33%。

健之佳：健之佳药房开展电商业务主要方式有三种：一是自有电商平台销售，包括 PC 端平台（健之佳网上药店）、移动端购物平台（健之佳 APP）、微信平台（健之佳公众号）以及佳 e 购电子货架开展销售；二是通过第三方网络平台如天猫、京东商城、苏宁易购、拼多多等渠道开展电商业务；三是通过与“美团外卖”、“饿了么”等平台的合作，探索门店销售快速便捷新模式。公司“多元化的店型和业务结构”优势与线上线下全渠道服务融合，竞争优势逐渐形成，本期线上渠道营业收入总计达 3.55 亿元，较 2020 年同期增长 122.44%，增速远高于门店线下销售增长率，占营业收入的比例达 14.92%。

漱玉平民：漱玉平民信息和智能化手段，为消费者提供 B2C、O2O 以及“互联网+”等多业态的线上线下增值服务，拉动了零售市场销售额持续增长。2021 年上半年 O2O 业务同比增长 182.9%，同时在青岛、潍坊、烟台、临沂、菏泽五个地区实现了新零售运营策略的成功实践。

由此，各大零售药店皆加大线上业务布局，在互联网医疗相关政策不断放开的趋势下，以及新冠疫情促进互联网医疗行业加速发展的现状下，线上业务已成为各大药房重要的业务板块。

图5：各大零售药店积极推进数字化转型，线上业务高速增长



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

1.6、零售药店全方位提升专业服务能力，积极探索发展专业化药房

各大零售药房不断提升服务水平，会员数量增加，会员销售比重维持高水平。会员的稳定性和有效性是公司业绩的重要保障，零售药店吸纳更多客户，扩大会员规模，维持高比重会员收入，凸显了药店持续提升的服务水平。根据各大零售药店数据，截至 2021H1，老百姓药房会员人数 5715 万人；益丰药房会员人数 4635 万人，会员销售占比 78.70%；一心堂药房会员人数 2600 万人；健之佳药房会员人数超 1500 万人，会员销售占比接近 70%；大参林会员销售占比 77.25%；漱玉平民会员数量超过 1200 万。

表4：各大零售药房会员规模不断扩大，会员销售比重维持高水平

	会员数	会员销售占比
老百姓	5715 万人	-
益丰药房	4635 万人	78.70%
一心堂	2600 万人	-
健之佳	超过 1500 万人	近 70%
大参林	-	77.25%
漱玉平民	超过 1200 万人	-

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

各大零售药店持续提升专业服务能力。在互联网+、医药分开大趋势下，专业服务将成为药店的核心竞争力。各大零售药房在专业人才培养、专业门店布局、会员管理、与第三方战略合作等方面全方位提升自身专业服务水平，积极探索发展专业化药房。

表5: 各大零售药房全方位提升自身专业服务水平, 积极探索发展专业化药房

公司	服务内容
老百姓	截至 2021H1, 公司已培养了 4,875 名慢病管理专家, 共配备药师和执业药师 8,212 名。在全国 4,647 家门店铺设了血糖、血压、心率、血尿酸、血脂等慢病自测蓝牙智能设备。通过互联网、大数据及云计算等智能健康服务平台, 采用“硬件+软件+服务”的方式, 在 4,647 家门店即刻推送检测信息及解读报告等, 相关服务功能实现会员的居家管理, 延伸了慢病服务的空间; 智能化的全流程管理, 帮助慢病会员全面、合理的管理疾病, 降低疾病并发症的发生, 提高生活质量, 延长生命周期。同时, 公司运用电话、腾讯微信及企业微信生态开展慢病患者回访和用药咨询服务。截至 2021H1, 老百姓大药房慢病服务累计建档 766.8 万人、累计服务自测 2,372.3 万人次、累计回访 1,236 万人次, 举行线上线下宣教 6,536 场次、创建社群 8000 多个, 入群人数近 50 万。
大参林	公司目标打造业内慢病健康管理第一领导品牌, 从智能化选址方面, 结合商圈优势设立慢病服务点; 从专业服务方面, 筛选由内部培训的慢病专员联合医生团队, 为患者提供健康检测、养生讲堂、名医咨询、康复方案、健康管理等线上线下融合的体验式服务, 用专业服务提高到店频次和客户粘性。截至 2021H1, 公司培养慢病专业人员 1198 位; 从运营管理方面, 设立慢病专岗、建档管理、复诊随访、考核机制等一系列制度流程, 慢性病的管理模式和专业服务已具备快速复制的推广实力。健康服务加速传统业务向诊疗服务做延伸, 打造核心商品+核心服务的健康管理体系, 让参茸滋补、中药养生和保健食品融入患者的日常生活。另一方面, 公司一手抓服务, 一手管药品, 着力加强和原厂药品直供支持, 以及个性化慢病药品解决方案, 进一步完善处方服务的便利性和依从性, 从而保持处方药品的购买需求可持续增长。
益丰药房	通过设立慢病管理专店, 配置慢病管理专员, 通过免费健康检测、健康服务为慢病会员提供健康管理服务, 加以建档、回访、跟踪、评估与核检等方式, 增加慢病会员用药依从性和全生命周期的健康管理服务。截至 2021H1, 公司拥有慢病管理专店 430 家, 建档并深度维护慢病会员达 55 万。
一心堂	2021 年上半年公司从慢病医保资质门店数量上和慢病医保的销售额上均保持快速增长。为更好的承接慢病医保业务, 提供慢病专业化服务和门店综合服务水准, 公司加大慢病业务投入, 着力搭建顾客购药体验感和顾客健康需求。设置服务基金营造良好的慢病关爱体验。加大人力资源配置, 整合供应商等多方资源, 结合门店覆盖人群广泛和服务场景便捷性优势, 实现慢病可及性管理。公司着重建设一心堂健康照顾站, 通过健康照顾站开展专项辅助管理, 配备标准慢病机器设备和制定慢病管理相关制度, 建立维护慢病顾客的基础档案管理, 制订健康管理计划, 开展慢病管理的干预和追踪, 帮助慢病顾客科学合理、习惯性的用药指导。
健之佳	截至 2021H1, 慢病服务累计建档 90 万人, 实现稳步增长。依托专业的慢性病管理系统, 公司为每位慢性病会员建立了独立的慢病档案, 并配备药师、咨询师、营养师体系化、专业化、规范化地为慢性病会员提供个性化的专业健康服务。公司持续完善慢病会员建档、消费者教育、数据检测、用药指导、风险提示等全周期慢病管理服务。慢病服务累计建档 90 多万人, 保持稳步的增长; 持续开展消费者教育, 慢病相关药品品类复购率、来客数均呈现较好的增长趋势。
漱玉平民	自 2015 年成立“慢病管理中心”以来, 公司持续培养慢病专业服务人员, 开展门店会员“一对一”的建档管理维护, 针对会员健康危险因素, 进行全面的健康管理服务。截至 2021 年 6 月 30 日, 公司已成立慢病门店 436 家, 培养慢病专员 448 名。同时为了精准化服务慢病患者, 公司增设基于 6 大病种的慢病关爱日(高血压/高血脂、糖尿病、呼吸系统、肝病、心脑血管、高尿酸), 方便患者获取更精准、更专业的用药指导和健康自测等服务。截至报告期末, 公司慢病服务累计建档 32.7 万人, 上半年累计患者教育超过 5,000 场次。

资料来源: 各公司公告、开源证券研究所

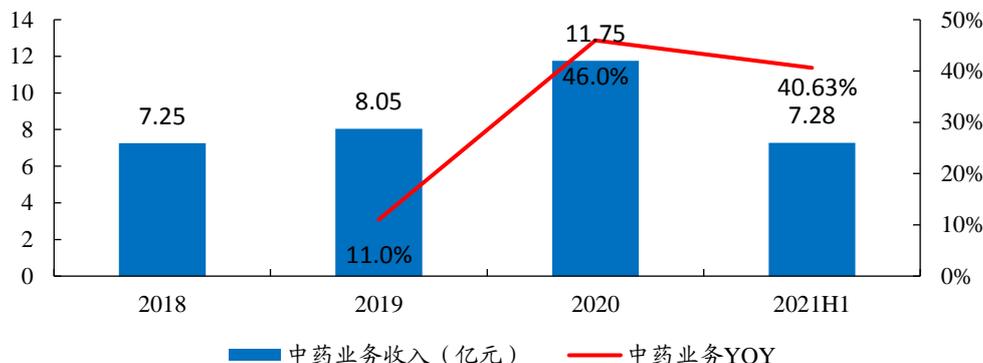
1.7、因地制宜特色业务提升盈利能力

零售药店承接医院处方外流虽获取到了医院的处方资源的同时给公司带来了更多的客源, 但处方药毛利率较低, 各大零售药房通过开展多元化的业务以提升公司的抗风险能力以及盈利能力。

一心堂依托地域资源优势发展中药业务: 一心堂总部位于云南省, 云南省拥有得天独厚品质优良的中药材资源, 借助地理位置的优势资源, 全力加强中药产业链布局, 丰富公司业务结构, 提高公司抗风险能力。目前一心堂已初步完成建立中药

种植、初加工、精加工、批发、医疗机构供应、零售销售业务等完整的产业链。2018-2020年，一心堂中药业务收入从7.25亿元增长至11.75亿元，CAGR 27.3%，增速高于同期零售业务CAGR 20.6%。2021H1中药品类销售同比增长40.63%，占营业收入的比率从2019年的7.69%提升至10.86%，其高毛利有效保障了公司较好的获利能力，公司借助地理位置的优势资源，全力加强中药产业链布局，具备较大的成长空间。

图6：2021H1中药品类销售同比增长40.63%



数据来源：一心堂公司公告、开源证券研究所

大参林参茸产品提升公司竞争优势：大参林凭借对中药饮片消费市场的深刻认识和优质的参茸滋补药材产品，在参茸滋补药材消费群体中建立了良好的口碑，打造一系列“紫云轩”为核心品牌的各类型滋补产品，以行业领先的参茸滋补药材差异化经营策略，保证公司的商品优势及竞争优势。后疫情环境下，顾客更加重视健康保健和中医养生，公司加大自营中药饮片产能，强化质优价廉的品牌形象，结合养生讲座培育参茸药材的忠实用户。

老百姓发展自有品牌打造商品竞争优势：截至2021H1，老百姓经营商品品规9万余种；2021年上半年统采销售占比61.49%，较2020年同期上升8.39个pct。公司自有品牌产品已超过600个，2021H1销售额达到8.2亿元，同比增长101%，毛利额同比增长111%。自有品牌销售占比超过15%，较2020H1增长7pct以上。

益丰药房设立互联网医院打造立体式服务体系：2020年6月，益丰药房注册设立“海南益丰互联网医院”，获得互联网医院牌照，该互联网医院配置了专职及兼职签约医师，为顾客提供远程专业问诊服务，在公司线下门店的依托下，公司助力打造线上+线下、全科+专科的家庭医生及居家药师全渠道、全方位的立体式服务体系。在赋能门店的同时，有望通过服务创造新的增长点，提升公司抗风险能力。

健之佳店型多元化，提供更高频、便利的服务和多样的产品：围绕顾客的便利需求，健之佳坚持“店型多元化和服务专业化”，在以医药零售为主要业态的基础上，开立了便利店、中医诊所、社区诊所、体检中心等店型，逐步探索“药店+便利店”、“药店+诊所”、“药店+体检中心”的模式。“健之佳便利”经过十余年的发展，已形成了以昆明为中心，辐射云南多个地州的门店经营体系，在云南省已初具规模，为会员提供高频、便利的更全面服务。此外，健之佳产品结构丰富，为客户提供更加丰富的选择，产品包括中西成药、中药材、保健食品、个人护理、医疗器械、生活便利等，产品多样，提升了公司抗风险能力。

漱玉平民实施道地养生中药品牌化运营：漱玉平民启动漱玉平民道地药材发展项目，积极拓展医药上游产业链，打造“鹊华”、“威登”中药道地产品及品牌。与宁夏

中宁枸杞产业局、“中国西洋参之都”——威海文登区政府等开展合作，先后开发“鹤华”牌宁夏中宁道地枸杞子、“威登”牌西洋参系列产品，为会员提供道地、原产、优质的中药。为了进一步推动中医药发展，为会员提供高质量中医药治疗和理疗服务，公司目前配置国家、省、市名老中医大夫 150 余位，2021 年上半年总计服务会员超过 5 万人次。

2、次新店贡献业绩，政策层面利好，零售药房长期稳健增长可期

(1) 鉴于 1 个自建门店通常在 12-14 个月实现滚动盈利，即单月盈利，22-26 月时完成收支平衡，2 年以上门店老店不仅处于收入快速增长期，而且完成了收支平衡，能够逐步为公司贡献利润，截至 2020 年底，一心堂老店占比提升明显，从 2015 年的 68% 提升至 2020 年的 85%，为 4 大药房中老店占比最高值，老百姓、益丰药房、大参林老店占比达到 60% 以上，也处于相对高点，再加上 2020H1 新开门店有望在 2021 年下半年开始释放业绩，由此预计 2021 年收入呈现前低后高的趋势。

(2) 政策层面利好零售药店。第一，政策强调坚持公立医院药房的公益性，明确取消医疗机构药品加成，推进医药分开，促进处方流向院外。第二，“双通道”政策出台，定点零售药店纳入医保，与医疗机构施行统一的支付政策，零售药店成为承接处方外流的重要主体。第三，处方流转平台陆续在多地试点，加速处方流向院外，零售药店依托其上游的议价能力，院边店、建设 DTP 药房、建设特慢病统筹医保资质门店等的优先布局，更加具备承接处方外流的优势。

表6: 政策推进处方外流，利好零售药店

政策方向	发布时间	发布机构	文件	要点
	2017.01.24	国务院办公厅	《国务院办公厅关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》	医疗机构应按药品通用名开具处方，并主动向患者提供处方。门诊患者可以自主选择在医疗机构或零售药店购药，医疗机构不得限制门诊患者凭处方到零售药店购药。具备条件的可探索将门诊药房从医疗机构剥离。探索医疗机构处方信息、医保结算信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享。
	2017.04.25	国务院办公厅	《深化医药卫生体制改革 2017 年重点工作任务》	试行零售药店分类分级管理，鼓励连锁药店发展，探索医疗机构处方信息、医保结算信息与药品零售消费信息互联互通、实时共享。
推进医药分开	2017.04.29	国家七部委	《关于全面推开公立医院综合改革工作的通知》	所有公立医院全部取消药品加成（中药饮片除外）。
	2018.08.28	国务院办公厅	《关于印发深化医药卫生体制改革 2018 年下半年重点工作任务的通知》	构建慢性病防治结合工作机制，加强慢性病防治机构和队伍能力建设，推动医疗机构提供健康处方。
	2018.11.14	国务院办公厅	《国家组织药品集中采购试点方案》《4+7 城市药品集中采购文件》	通过质量和疗效一致性评价（含按化学药品新注册分类批准上市，简称一致性评价，下同）的仿制药对应的通用名药品中遴选试点品种，国家组织药品集中采购和使用试点，实现药价明显降低，减轻患者药费负担。
	2018.11.28	国家卫健委、国	《关于加快药学服务高质量	坚持公立医院药房的公益性，公立医院不得承包、

		家中医药管理局	发展的意见》	出租药房，不得向营利性企业托管药房。
	2020.02.21	国家六部委	《关于印发加强医疗机构药事管理促进合理用药意见的通知》	医疗机构应当坚持以临床需求为导向，坚持合理用药，严格执行通用名处方规定。各级卫生健康行政部门要将药品合理使用培训作为继续教育重要内容，将药物临床应用指南、处方集纳入继续医学教育项目，重点加强对基本药物临床合理使用的培训，实现医疗机构医师药师培训全覆盖。
	2021.01.11	国家医保局	《零售药店医疗保障定点管理暂行办法》	定点零售药店应当凭处方销售医保目录内处方药，药师应当对处方进行审核、签字后调剂配发药品。外配处方必须由定点医疗机构医师开具，有医师签章。定点零售药店可凭定点医疗机构开具的电子外配处方销售药品。
	2021.04.22	国家医保局、国家卫健委	《国家医保局 国家卫生健康委关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的指导意见》	发挥定点零售药店分布广泛、市场化程度高、服务灵活的优势，与定点医疗机构互为补充，形成供应保障合力。对纳入“双通道”管理的药品，在定点医疗机构和定点零售药店施行统一的支付政策。
	2021.06.03	安徽省医疗保障局、安徽省卫生健康委员会	《安徽省医疗保障局安徽省卫生健康委关于建立完善全省国家医保谈判药品“双通道”管理机制的通知》	原则上每县（市、区）至少有1家双通道药店，市辖区可适当增加数量。大力推进双通道药品在双通道医疗机构或者双通道药店“一站式”结算。住院患者，在双通道医疗机构和双通道药店的药品费用，施行统一的支付政策，并分别支付，但两者只计算一次起付线。
“双通道”	2021.08.09	湖南省医疗保障局、湖南省卫生健康委员会	《湖南省医保谈判药品“双通道”管理办法》	各地要按照“宽进严管、有进有出、动态调整”的原则，不断扩大提供“双通道”购药服务的定点零售药店范围，确保市县区地域内至少有一家定点零售药店提供“双通道”购药服务。
	2021.08.27	福建省医疗保障局、福建省卫生健康委员会	《福建省医疗保障局福建省卫生健康委关于建立国家医保谈判药品“双通道”管理机制的通知》	定点零售药店要确保纳入“双通道”管理药品的供应保障，做好进销存管理，以不高于我省药械阳光采购平台最高销售限价的价格销售“双通道”处方流转药品。
	2021.09.08	广东省医疗保障局、广东省卫生健康委员会、广东省药品监督管理局	《广东省医疗保障局广东省卫生健康委广东省药品监督管理局关于建立完善国家医保谈判药品“双通道”管理机制的实施意见》	参保患者外购“双通道”药品，由定点医疗机构指定的医师开具外配处方，参保患者按规定在外配处方有效期内到“双通道”药店购药。各地医保部门应严格执行区域总额预算，纳入“双通道”的药品，在定点医疗机构和“双通道”药店执行统一的支付标准和价格政策。
	2021.09.09	国家医疗保障局 国家卫健委	《国家医疗保障局 国家卫生健康委关于适应国家医保谈判常态化持续做好谈判药品落地工作的通知》	原则上2021年10月底前，各省份要确定本省份纳入“双通道”管理的药品名单并向社会公布。2021年11月底前，各省份要实现每个地级市（州、盟）至少有1家符合条件的“双通道”零售药店，并能够提供相应的药品供应保障服务。要明确定点医疗机构和定点零售药店的责任，满足患者合理的用药需求。
处方流转平台	2019.3.22	福州市医疗保障局、福州市卫生健康委员会	《关于印发福州市电子处方流转试点工作方案的通知》	福州市将建设全市统一的电子处方流转信息共享平台，完善医疗机构处方信息、医保结算信息与药

	健康委员会	店消费信息的三方共享。
2021.03.15	湖南省卫生健康委、湖南省中医药局、湖南省药品监督管理局 《关于印发湖南省处方流转与监管工作方案（试行）的通知》	处方流转与监管平台流转处方时,应向所有符合条件的零售药店匹配处方信息,不得定向流转、选择性流转处方,但可按照就近、价廉等规则,分类排序推送购药信息,由患者自行选择购药药店。

资料来源:各单位官网、开源证券研究所

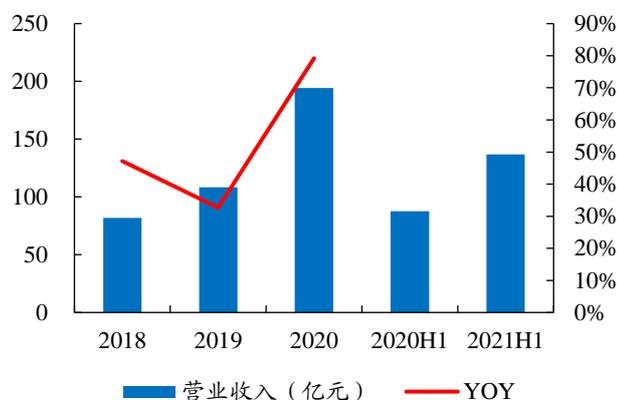
(3) 长期将受益于集采。药店进入集采,首先降低了药店获取价格品质兼优的药物的门槛,其次集采品种带来了新的客流增长机会,再者药店可借助集采品种获得与更多产品厂商合作的机会,从而带动销售。例如2020年一心堂的集采品种销售额占门店总销售额的7.7%,销售数量是2019年的27.4倍,毛利率逐步释放。此外,药品集采使药品价格大幅下降,导致药企的毛利率有所下滑,因而药店渠道被越来越多上游工业重视,如药企目前通过各种形式与药店在慢病管理、DTP药房等业务上进行深入的合作。

基于以上分析,我们认为药店板块于2021年业绩前低后高确定性较强,长期来看,零售药店行业受益行业政策持续推动有望迎来进一步的快速发展。

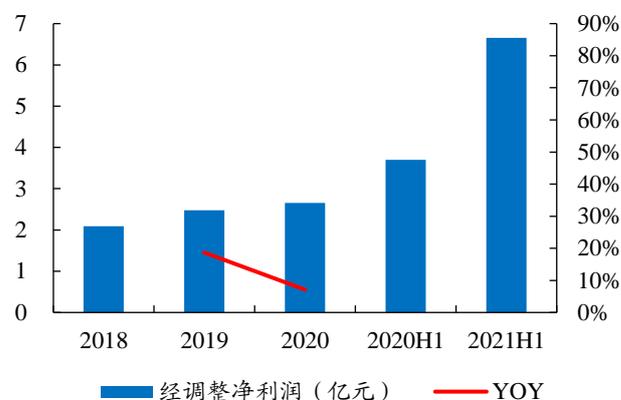
3、医药电商 2021H1 更新:经营数据向好,看好医药电商长期增长

3.1、2021H1 京东健康收入、利润高速增长,盈利能力、运营效率持续向好

2021H1 京东健康实现营业收入 136 亿元,同比增长 55.4%。利润端净亏损 4.54 亿元,主要是由于股份支付开支 11.21 亿元,经调整后净利润为 6.67 亿元,同比增长 79.92%,实现高速增长。公司收入主要由两部分构成,商品收入与服务收入。

图7: 2021H1 京东健康营业收入同比增长 55.4%


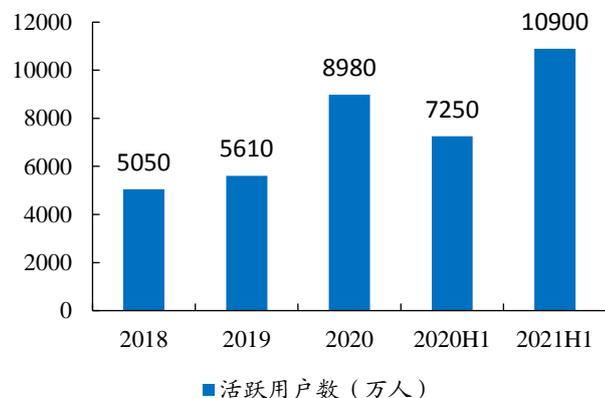
数据来源: 京东健康公司公告、开源证券研究所

图8: 2021H1 京东健康经调整后净利润同比增长达 79.92%


数据来源: 京东健康公司公告、开源证券研究所

商品收入为收入增长的主要驱动力。2021H1 京东健康医药和健康产品所得商品收入为 118 亿元, 同比增长 52.9%, 为收入增长的主要驱动力。商品收入的增长主要是由于: (1) 活跃用户数量增加, 截至 2021H1 公司过去 12 个月的年度活跃用户数量达到 1.09 亿, 较 2020 年底增长 1,880 万, 增幅达 21.4%; (2) 用户的额外购买、医药和健康产品销售的在线渗透率不断提高、品类种类的丰富, 截至 2021H1 公司零售药房拥有超过 4,000 万个 SKU, 较 2020 年底实现翻倍; (3) 公司持续投资营销活动不断提升品牌知名度, 2021H1 公司销售费用 9.78 亿元, 同比增长达 79.7%。

服务收入增长迅速。2021H1 京东健康线上平台、数字化营销及其他服务所得服务收入为 19 亿元, 同比增长 73.0%, 服务收入增速快于商品收入增速。服务收入的增长主要是由于: (1) 数字化营销服务费增加, 主要归因于平台上的广告商数量增加; (2) 佣金及平台使用费增加, 主要归因于在线平台第三方商家的销量及数量增加, 截至 2021H1 公司在线平台上拥有约 14,000 家第三方商家, 较 2020 年底增加约 2,000 家。

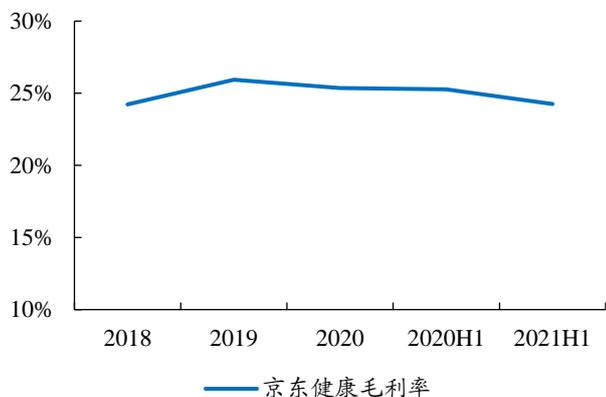
图9: 2021H1 京东健康活跃用户数量达 1.09 亿


数据来源: 京东健康公司公告、开源证券研究所

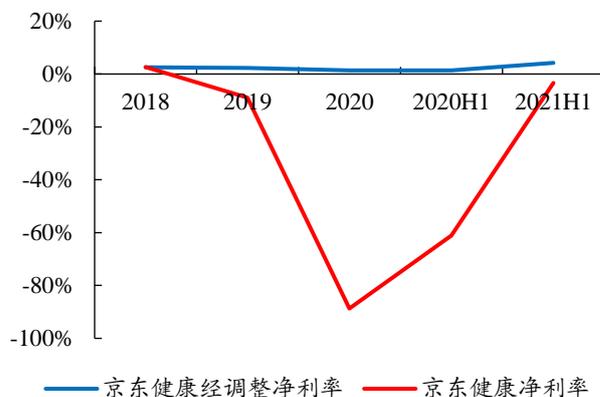
图10: 2021H1 京东健康第三方商户数量达 14,000 家


数据来源: 京东健康公司公告、开源证券研究所

2021H1 京东健康毛利率为 24.3%，同比降低 1pct，毛利率略有下降主要是由于产品组合变动及促销。净利率与经调整净利率均维持向好趋势。

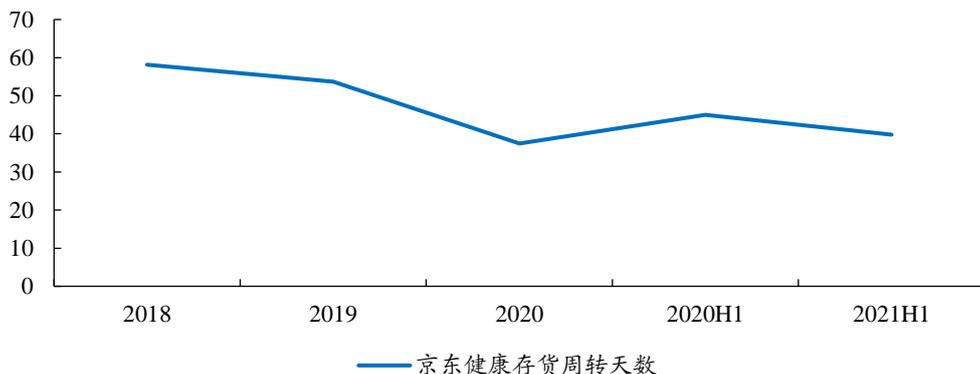
图11: 2018-2021H1 京东健康毛利率整体维持平稳


数据来源：京东健康公司公告、开源证券研究所

图12: 2018-2021H1 京东健康经调整净利率呈提升趋势


数据来源：京东健康公司公告、开源证券研究所

京东健康持续完善供应链体系，运营效率提升。 凭借京东物流的冷链能力及广泛的物流网络，为客户提供涵盖广泛医药及健康产品的卓越履约服务。截至 2021H1，京东健康使用了京东集团全国范围内的 17 个药品仓库和超过 350 个非药仓库。此外，2021H1 京东健康和京东物流成功构建了覆盖全国 12 个省级行政区的 100 个城市的药品“自营冷链”能力。2021H1 京东健康存货周转天数同比减少 5.16 天至 39.81 天。

图13: 京东健康持续完善供应链体系，存货周转效率提升


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、用户的持续增长和用户黏性的提升是主要增长驱动力，政策带来发展机会，看好医药电商长期增长

(1) 药房零售业务是医药电商核心的收入来源，京东健康 2021H1 零售药房业务收入占比 86.76%，阿里健康 2020 年（财报年度 2020 年 4 月 1 日-2021 年 3 月 31 日）零售药房业务收入占比 85.16%。医药电商有望通过不断丰富 SKU、持续加大营销投入带来活跃用户增加，带动业绩高速增长。此外，头部医药电商有望通过完善的供应链体系、规模效应以及品牌影响力不断提升整体运营效率，降低运营成本，

提升盈利能力。

表7: 医药电商致力于丰富 SKU, 提升活跃用户数量和第三方商家数量

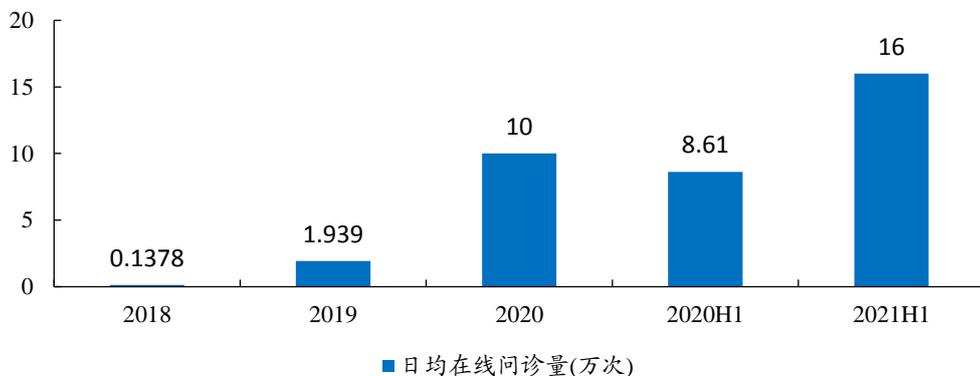
	京东健康	阿里健康
SKU (万个)	4,000+	3,300+
活跃用户数 (万人)	10,900	28,000
第三方商户数量 (家)	14,000	23,000

数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

注: 京东健康数据截至 2021 年 6 月 30 日, 阿里健康数据截至 2021 年 3 月 31 日。

(2) 医药电商在零售药房累积用户的基础上, 打造“零售药房+医疗健康服务”的生态系统, 连通线上线下全场景布局, 通过医疗服务、探索消费医疗提升用户黏性, 为医药电商提供持续的增长驱动力。线上问诊方面, 京东健康与阿里健康均积极布局线上医疗服务, 线上问诊量提升迅速, 京东健康日均在线问诊量由 2018 年 1,000 余次增长至 2021H1 16 万次, 截至 2021 年 3 月 31 日, 阿里健康日均在线问诊量 18 万次。专业服务方面, 京东健康在多地开设线下院边店和 DTP 药房, 通过在线线下一体化履约体系, 为用户提供更加便捷、质量更高、覆盖更全的医药健康服务; 阿里健康通过运营“慢病病患福利计划”, 持续为慢病患者提供优惠好药、专属医生、用药随访、用户患教、售后保障等一系列综合慢病管理服务。探索消费医疗方面, 京东健康在医美、口腔、疫苗预约等领域打造全流程服务体系。

图14: 2018-2021H1 京东健康线上日均问诊量提升迅速



数据来源: 京东健康公司公告、开源证券研究所

4、推荐及受益标的

我们看好零售药店及医药电商龙头企业, 这类企业借助规模优势更利于提升规模效应、上游议价能力、处方承接能力、专业服务能力。推荐标的: 益丰药房、老百姓; 受益标的: 大参林、一心堂、健之佳、漱玉平民、阿里健康、京东健康。

表8: 推荐及受益标的盈利预测与估值

证券代码	证券简称	收盘价(元)	EPS			P/E			评级
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
603939.SH	益丰药房	51.64	1.34	1.76	2.24	38.5	29.4	23.0	买入
603883.SH	老百姓	50.55	1.92	2.38	3.01	26.3	21.2	16.8	买入
002727.SZ	一心堂	30.39	1.68	2.07	2.54	18.1	14.7	12.0	未评级
603233.SH	大参林	43.59	1.64	2.09	2.65	26.6	20.8	16.4	未评级
605266.SH	健之佳	71.38	4.36	5.25	6.34	16.4	13.6	11.3	未评级
301017.SZ	漱玉平民	20.44	0.66	0.82	1.03	30.8	24.9	19.8	未评级
0241.HK	阿里健康	10.88	0.04	0.08	0.09	202.4	114.1	96.4	未评级
6618.HK	京东健康	71.75	0.18	0.41	0.79	326.2	146.7	75.4	未评级

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 除益丰药房、老百姓外, 其他公司 2021-2023 年 EPS、P/E 均为 Wind 一致预期; 收盘价对应 2021 年 10 月 8 日。

5、风险提示

门店扩张速度和后期整合、盈利水平低于预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn