

扩张速度不减，拥抱门诊统筹

零售药店行业**2024**年度策略报告

2023/12/07

行业评级：增持

姓名：丁丹（分析师）

邮箱：dingdan@gtjas.com

电话：（0755）23976735

证书编号：S0880514030001

姓名：张拓（分析师）

邮箱：zhangtuo024925@gtjas.com

电话：0755-23976170

证书编号：S0880523090003

01

多重因素压制同店增速，2024年有望好转

2023年同店增速受甲流及二阳用药需求变化、非药处于家庭去库存阶段、客流回流医院等影响波动，2024年用药需求有望回归正常，叠加统筹药店占比提升，行业增速有望回升。

02

门诊统筹潜在增量空间巨大，短期负面因素有望消除

公立医院超1万亿药品销售额中，近一半在门急诊，潜在外流空间巨大。截至2023年8月，定点药店已有29%接入统筹，可有效提升门店增速。短期存在基层医疗机构接入统筹后吸引客流现象，长期由于药店的便利性、专业性、报销条件友好，后续客流有望提升。目前从医院流出处方仍较少，龙头药店积极建设互联网医院及处方流转平台获取处方，有望持续受益。

03

业绩增长依赖集中度提升，空间依旧广阔

中期支撑药店业绩稳健增长的核心要素仍为集中度提升，2022年零售药店CR10仅22.3%，绝大多数省份TOP1药店市占率低于25%，提升潜力巨大。目前龙头药店优势省份各不相同，更多为挤压中小连锁/单体店空间。

04

O2O影响有限，医保接入提升平台商家集中度

考虑实体药店高度密集，O2O渗透率提升幅度预计有限，龙头凭借供应链优势可获得更高O2O市场份额。考虑监管难度，合规程度更高的龙头药店有望受益医保接入。维持益丰药房、大参林、老百姓、一心堂、漱玉平民增持评级，受益标的：健之佳。

05

风险提示：新开门店速度不及预期；门诊统筹接入进度不及预期。

目录 | CONTENTS

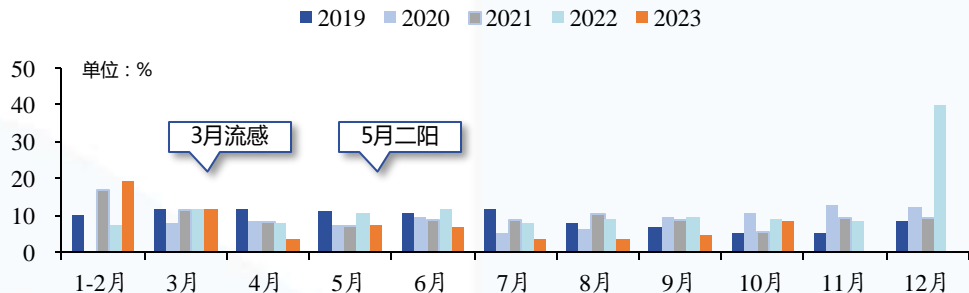
- 01 边际变化：多重因素压制同店增速，2024年有望好转
- 02 门诊统筹：潜在增量空间巨大，短期负面因素有望消除
- 03 O2O影响有限，医保接入提升集中度
- 04 中期逻辑：业绩增长依赖集中度提升，空间依旧广阔

01

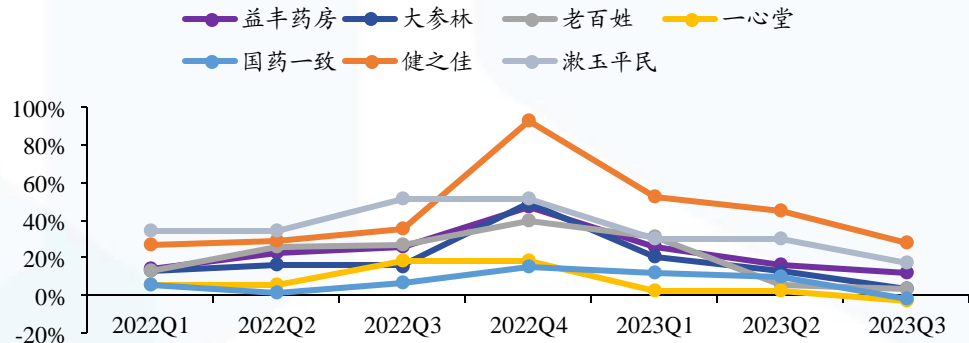
边际变化：

多重因素压制同店增速，2024年有望好转

社零中西成药：7-8月历经行业低点，9-10月企稳回升



零售收入增速：药店2023Q3业绩承压



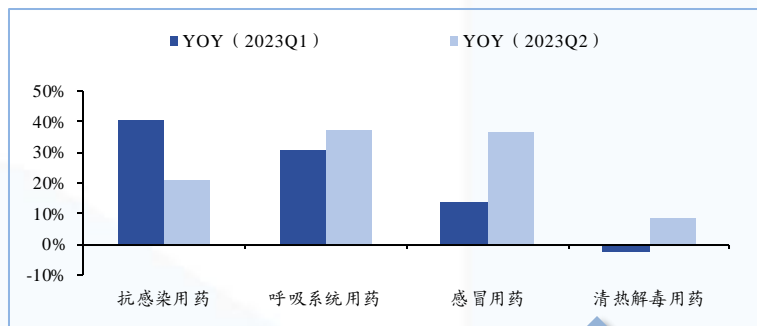
2023Q1-3收入增速：益丰药房19%/大参林19.6%/老百姓16.4%

我们认为，以下3个导致2023Q2-3药店增速放缓的原因，2024年均有望边际改善：

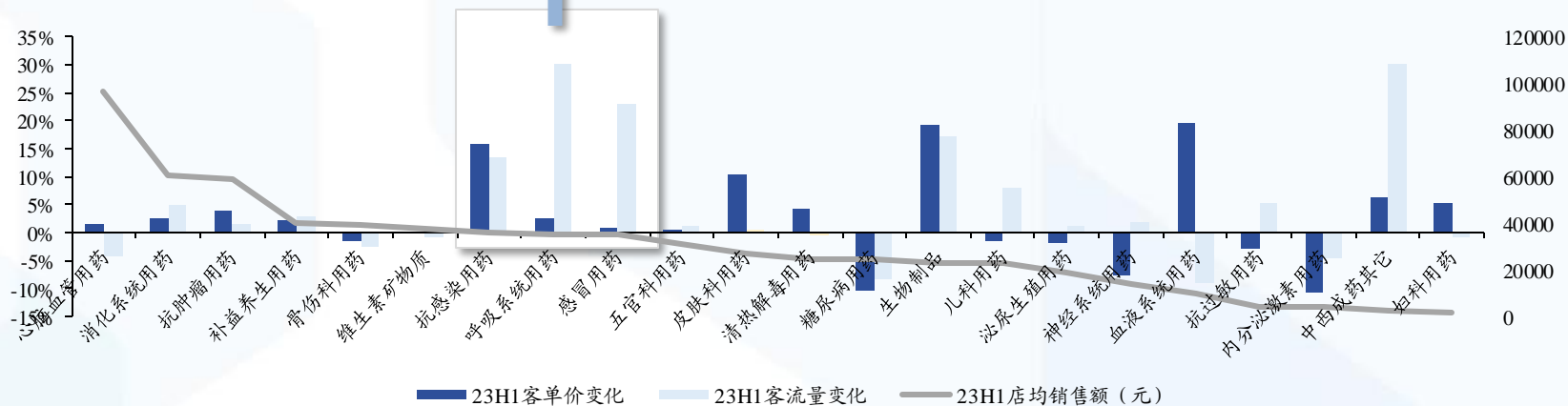
- **个账边际减少的冲击**：年内各地陆续进行个账改革，预计为短期冲击，长期而言存量资金超1万亿+用药偏刚性+统筹弥补+同比影响较小，2024年该部分负面影响有望边际好转。
- **门诊统筹接入量仍较少**：截至2023年8月，开通门诊统筹的药店数量为14.14万家（占23%），后续接入门店数量及实质性流出处方数量有望提升。基层与药店开通门诊统筹的时间差对药店客流造成的影响，亦为短暂影响，有望随统筹药店数量增加而减少。
- **常态化后相关医疗器械需求降低**：2023Q3非药增速明显小于总收入增速，益丰/大参林/老百姓/健之佳增速分别为1.6%/-4.2%/-0.3%/2.7%，家庭库存存在2024年有望边际减少。

2024年收入增速有望边际改善

样本药店数据：2023H1感冒相关用药增速较快，慢病用药增速放缓

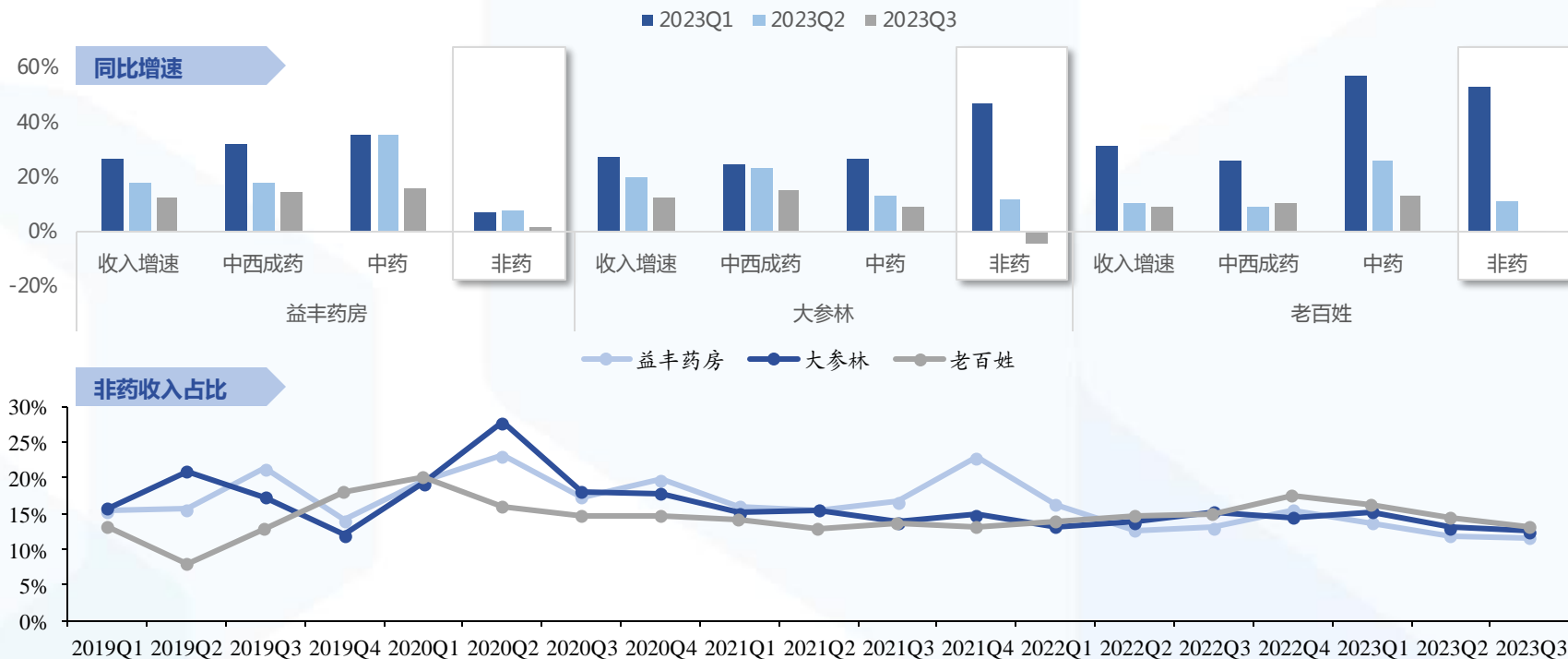


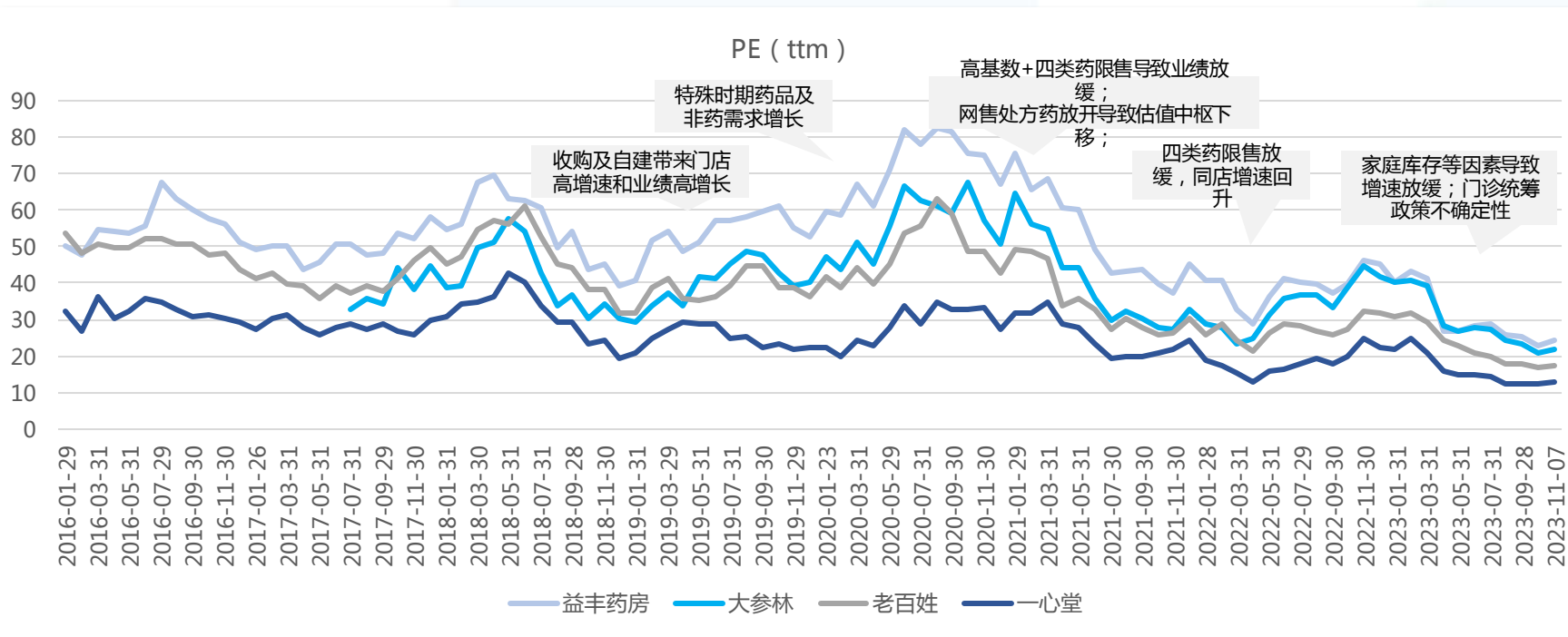
- **感冒/呼吸/抗感染用药**：2023H1保持快速增长，且Q2并未出现明显回落，说明家庭库存影响程度较弱；
- **心脑血管/糖尿病/内分泌激素等慢病用药**：增速放缓或下滑，预计或与门诊统筹政策实施进度有关；



■ 23H1客单价变化 ■ 23H1客流量变化 — 23H1店均销售额 (元)

- **非药**：2023Q1-3非药板块同比增速逐步回落，低于总收入增速，预计主要为常态化后口罩、消毒用品等需求逐步下降所致。2023Q3非药收入占比已下降至2019年平均水平，后续随家庭库存逐步消化，非药板块增速有望回归正常。





02

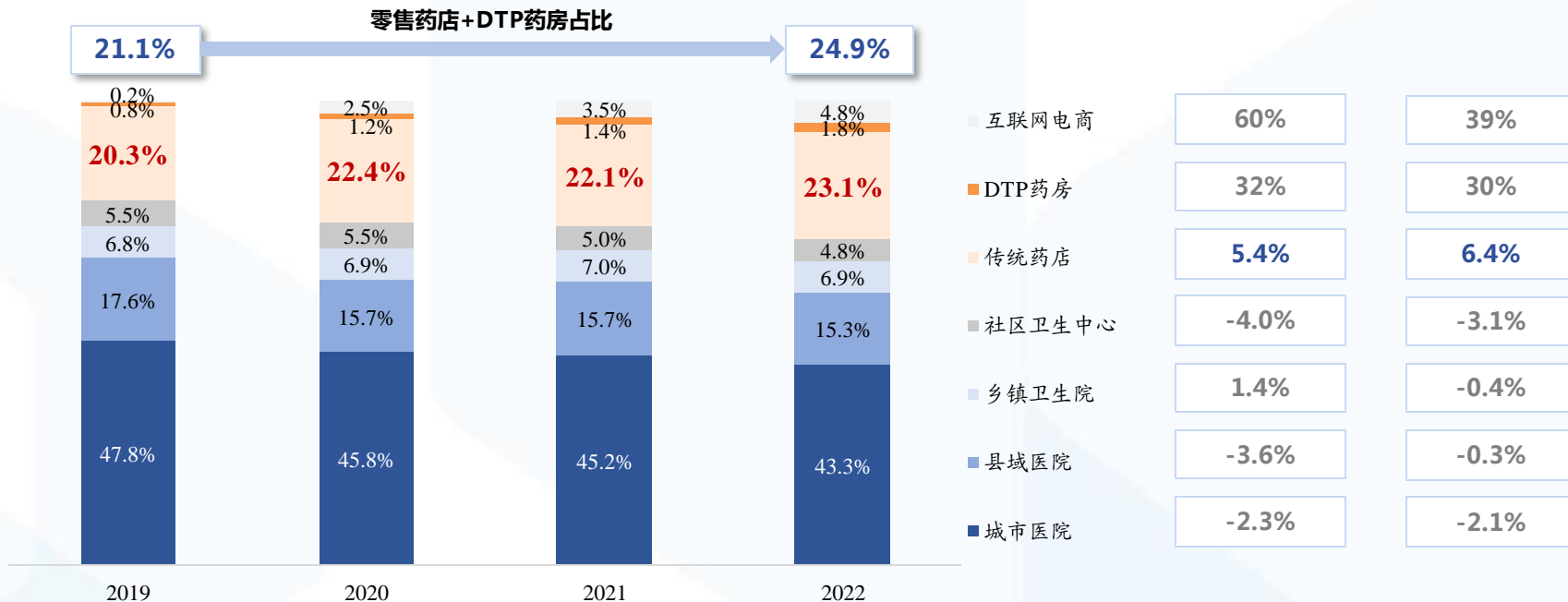
门诊统筹：

潜在增量空间巨大，短期负面因素有望消除

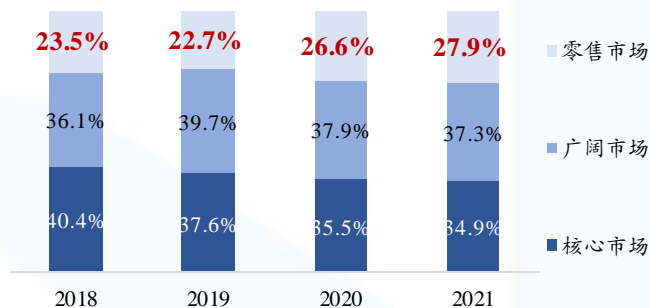
药品销售全渠道分布：零售药店渠道占比逐步增加

CAGR(19-22)

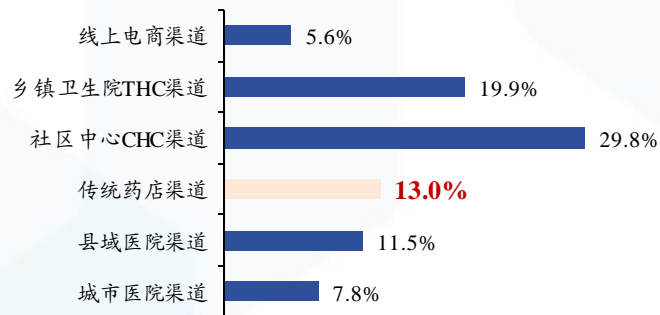
YOY(22vs21)



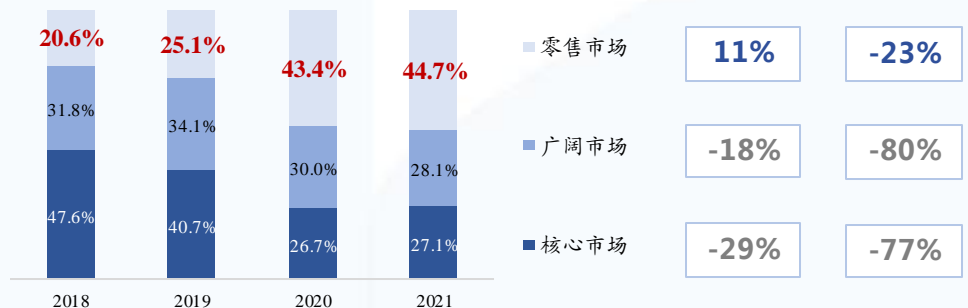
慢病用药全渠道分布：零售药店占比逐步增加



不同渠道慢病用药销售占比：药店仍有提升空间



集采有助于零售药店抢占市场（e.g.瑞舒伐他汀销售额）

销售额CAGR
(18-21)平均价格变化
(21 vs 18)

11%

-23%

-18%

-80%

-29%

-77%

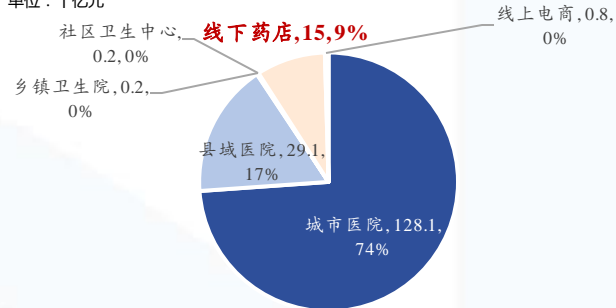
执行集采

以瑞舒伐他汀为例，看集采前后销售渠道变化：

2019年执行集采后，零售药店销售规模大幅增加，主要为未中标原研药寻求院外市场。

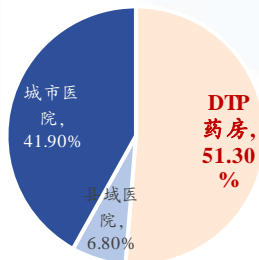
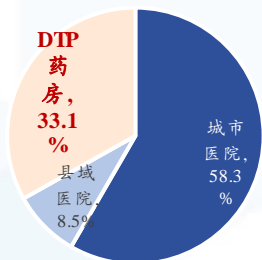
抗肿瘤用药全渠道分布：零售药店占比达9%（2021年）

单位：十亿元

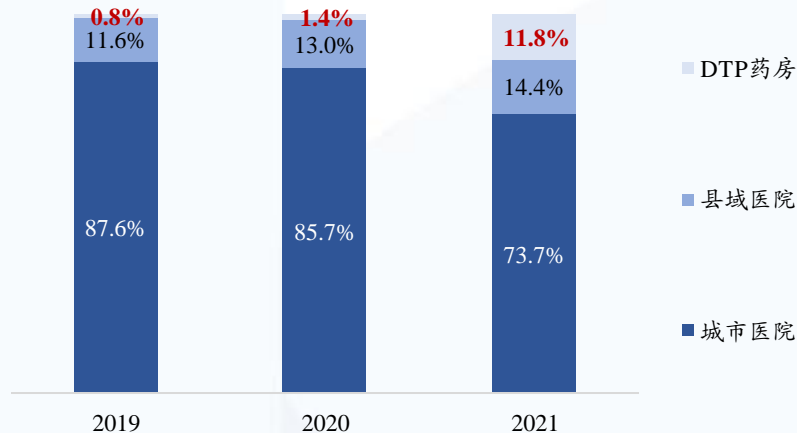


DTP药房更是新特药布局的重要渠道

- 2018-2021年新获批的**抗肿瘤创新药**中，2021年33%的销售贡献来自DTP药房
- PD-1/L1通过DTP药房渠道销售的占比已过半（2022年）

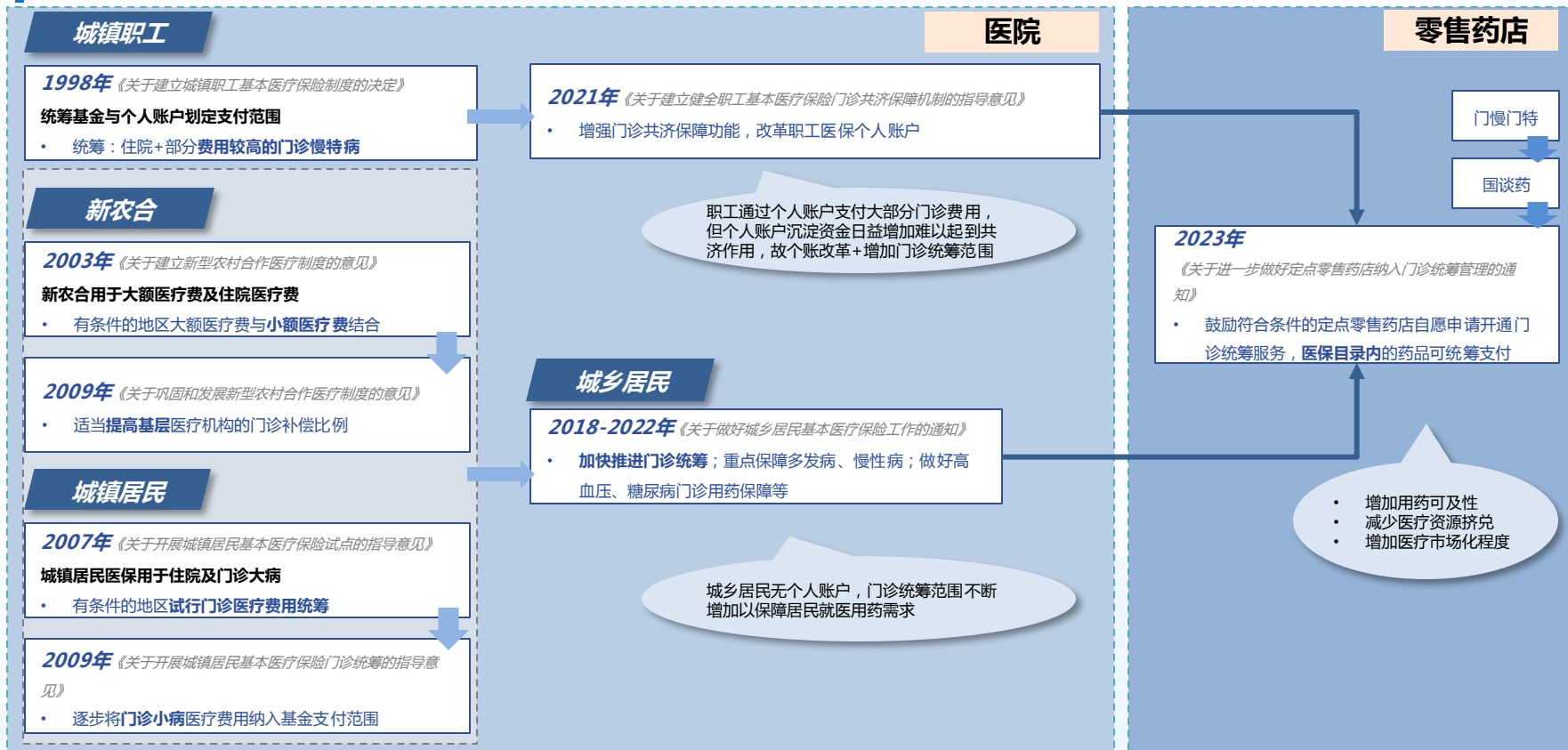


集采有助于DTP药店抢占市场（e.g.希罗达销售额-未中标）



以希罗达为例，看集采前后销售渠道变化：

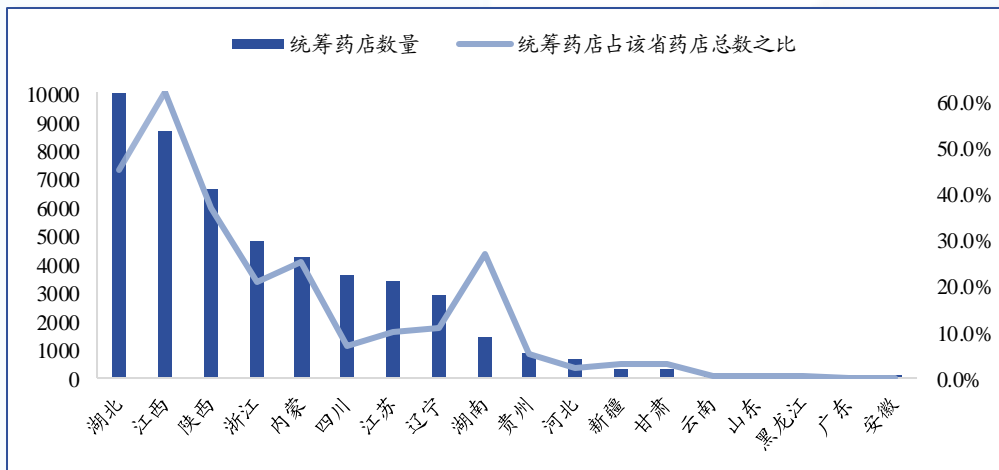
希罗达未中标，执行集采后，DTP药房销售占比大幅增加，主要为落标品种寻求院外渠道；中标品种卡培他滨在DTP药房销售占比未发生明显变化。





- **门慢门特**：2020.12发布《零售药店医疗保障定点管理暂行办法》，明确门诊慢性病、特殊病用药统筹支付相关规定；
- **国谈**：2021.5发布双通道政策，将定点药店纳入国家医保谈判药品供应保障范围，国谈药品种类从19种逐步扩大至所有国谈药品。
- **多发病/常见病**：2021.4发布个账改革政策，2023.1全国全面实行，①个账缩减，统筹账户增加；②在门慢门特的基础上，将多发病、常见病的门诊费用纳入统筹基金支付，符合规定的药店可纳入门诊保障范围。
- **医保目录内药品**：2023.2发布《国家医疗保障局办公室关于进一步做好定点零售药店接入门诊统筹管理的通知》，明确医保目录内药品可由统筹基金按规定支付。

图：各省政策不一，门诊统筹药店接入数量差异亦较大（截至2023年6月）



- 根据《中国药店》，截至2023年6月中旬，约有18个省份的4万余家药店（约7%）接入医保统筹管理，其中9个省份超千家。
- 截至2023年8月，全国已有约14.14万家药店接入门诊统筹，占定点药店29%左右。



基层vs药店：基层是否持续吸引药店客流？

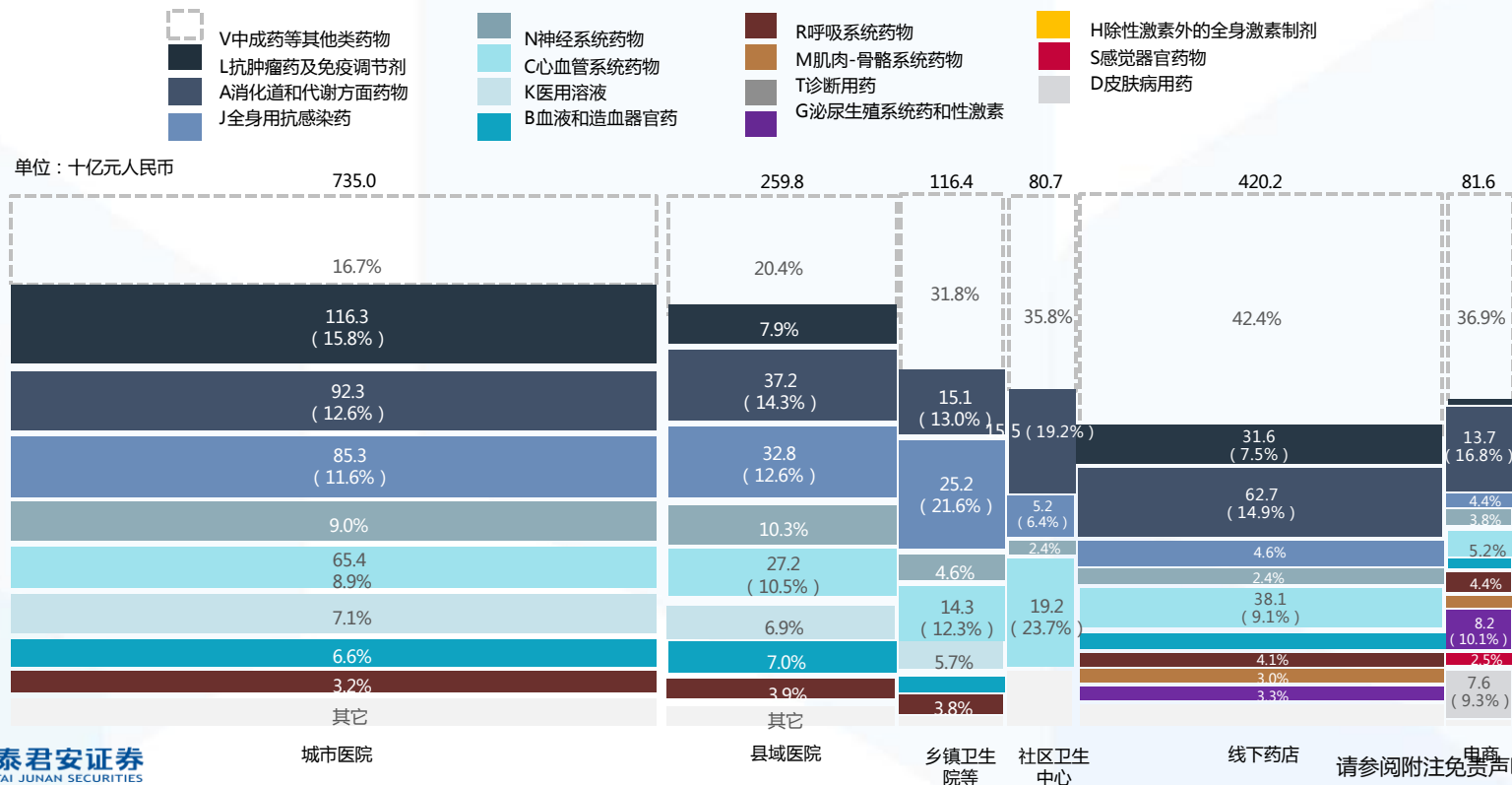


个账vs统筹：统筹接入能否抵消个账缩减？

截至2023年8月

	医疗机构	零售药店	
定点医药机构总数	59.4万家	48.4万家	
已开通门诊统筹的机构数量（占比）	32.09万家（54%）	14.14万家（29%）	医疗机构接入量已过半，未来对药店客流的吸引效应有望边际减轻
结算医保统筹基金	1240.24亿元	69.36亿元	2022年零售药店总销售额5000+亿元，统筹占比仅1%+，目前对报表影响有限，但增量空间巨大
结算人次	13.14亿人次	1.74亿人次	

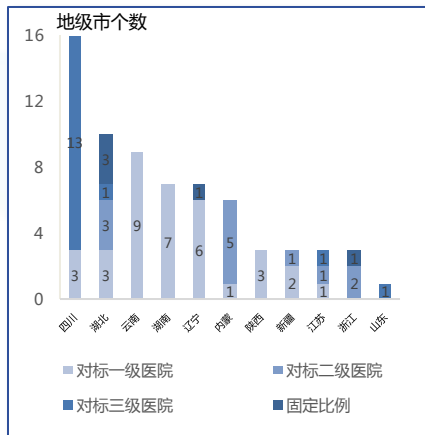
药店与基层医疗机构的定位均为小病，因此在慢病/常见病用药重合度较高，药店的优势在于抗肿瘤药及免疫调节剂在药店销售更多。



截至2023年6月

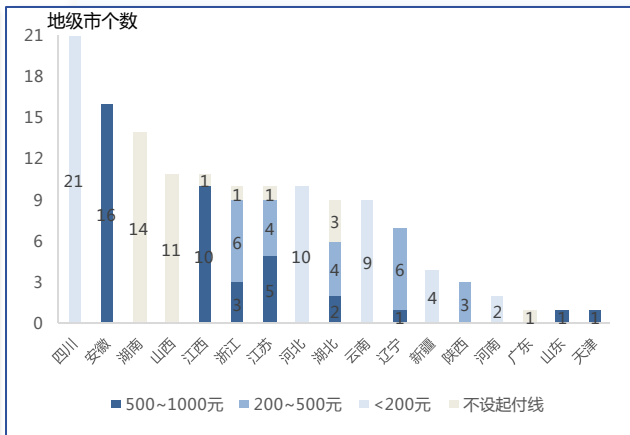
药店报销政策比较友好，51%地级市的报销比例对标一级医院，享受相比二三级医院更优惠的医保支付价格。

起付线



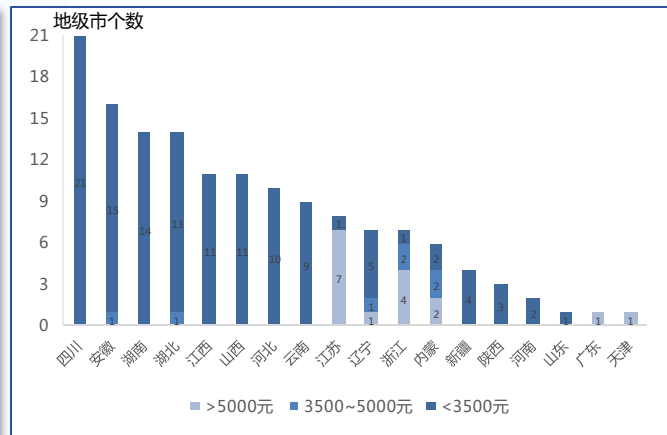
- 1/5地级市不设起付线；
- 1/3地级市起付线 < 200元；
- 16%地级市起付线200-500元；
- 28%起付线500-1000元

报销比例



- 对标一级医院：51%地级市
- 对标二级医院：20%地级市
- 对标三级医院：28%地级市
- 固定报销比例：9%地级市

封顶线



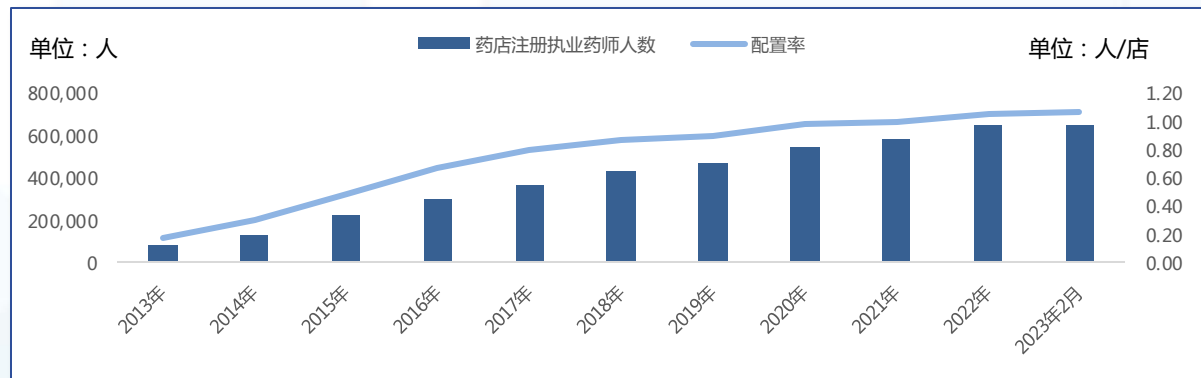
- 限额 < 3500元：84%地级市
- 限额3500-5000元：5%地级市
- 限额 > 5000元：11%地级市

- 零售药店与社区卫生服务中心/乡镇卫生院相比：数量更多，分布在居民周围，购药便捷性更高；可以做到平均每家药店一个执业药师，可给予用药指导
- 零售药店与村卫生室/门诊部相比：配备的专业人员数量明显优于后者，可提供更专业的服务

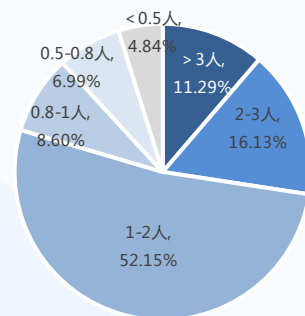
2021年	机构数量 (万个)	院均卫生人员数 (人/院)		
		卫生人员总数	执业 (助理) 医师	药师
基层医疗卫生机构	97.8	4.5	1.7	0.2
社区卫生服务中心	3.6	19.0	6.8	1.2
乡镇卫生院	3.5	43.1	15.2	2.3
村卫生室	59.9	1.6	0.4	0.01
门诊部	30.7	1.6	0.6	0.04
零售药店	59			0.99

	执业药师 (人)	
	总人数	店均人数
大参林2021	9038	1.25
老百姓2020	7299	1.49

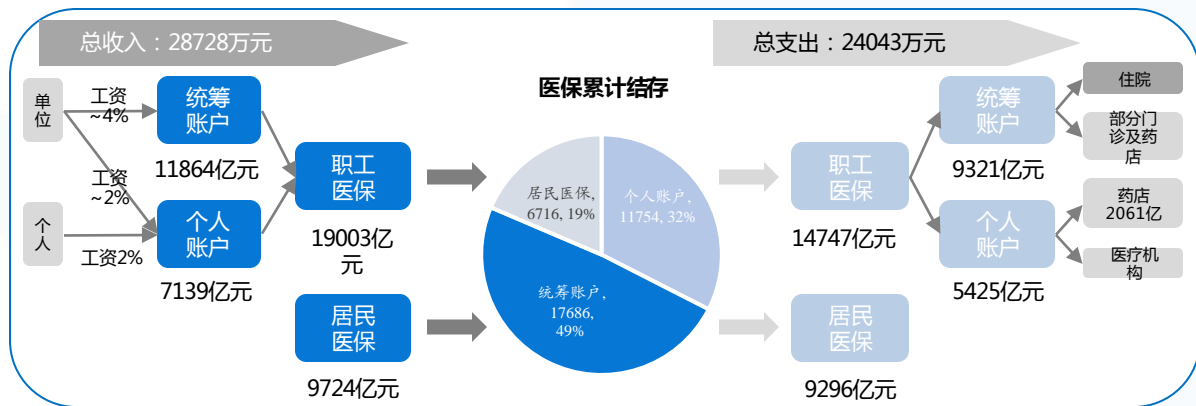
图：药店注册执业药师数量持续上升，2023年店均执业药师人数达1.06人/店



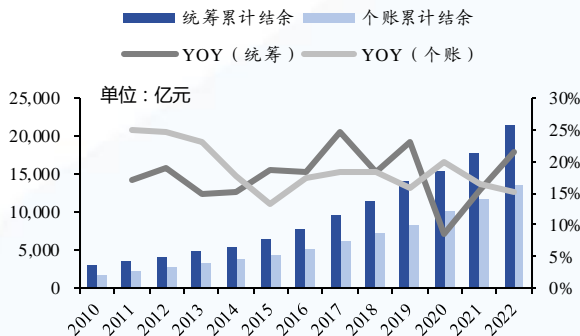
图：中国药店价值榜企业中，店均执业药师超1人的企业约80%



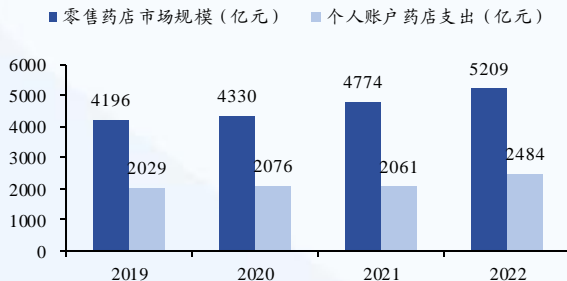
图：2021年医保收支结构：个人账户年支出额5000+亿元，其中2000亿流向药店



图：2022年个账累计结余仍有1.3万亿元



图：个人账户在药店的支出平稳



改革背景

个人账户的核心功能是费用支付，统筹基金支付范围不断扩大，个人账户用途相对缩小

改革核心

个人账户结余不变，归个人所有；职工个人缴费比例、流向不变，全额划入个人账户

改革影响

①个人账户在20-50岁年龄段结余较多，50岁以后结余大幅下降——20-50岁非购药主要群体，50岁以后用统筹弥补，边际影响有限；②城乡居民无个人账户，门诊统筹可结算。

门诊统筹增加受益人群

e.g.湖南省：在职工门诊统筹最高支付限额**1500元**，退休员工为**2000元**。改革前，83%的在职及退休职工个账年划拨金额小于最高支付限额，改革后有望获益。

586万人 (个账年划拨金额小于1500元)

= 83%

707万人 (在职参保职工)

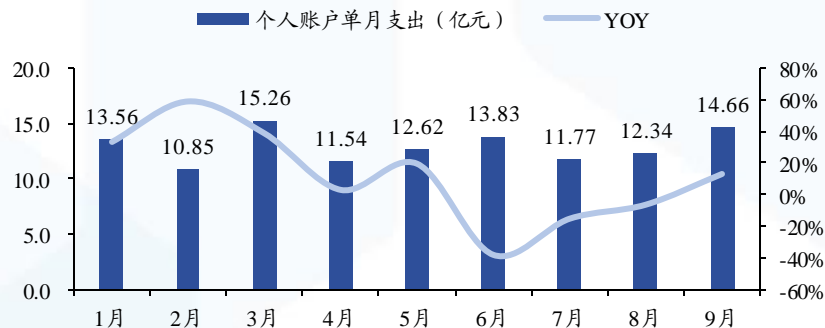
230万人 (个账年划拨金额小于2000元)

= 83%

277万人 (退休参保职工)

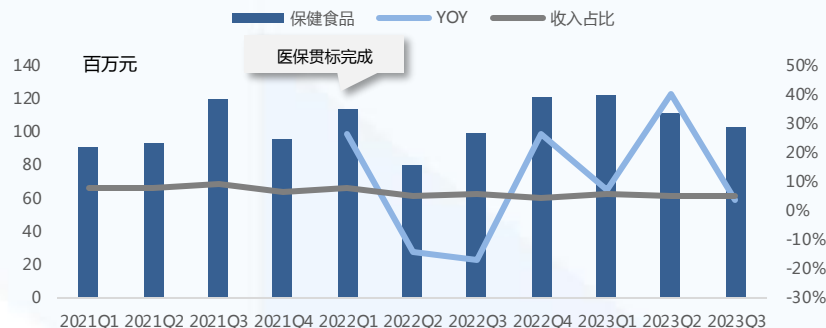
湖南省个人账户支出速度正常 (2023)

- 2023年1月1日实施个账改革，个账月支出均保持在10亿元以上。



健之佳在经历医保系统贯标后，保健品占比逐步回升

- 2022Q2-3经历不能刷医保卡的短暂影响后，2022Q4起基本回归正常增速，说明药店用药偏刚性需求，长期而言健康需求不因医保支付而发生太大的改变。



慢病长处方 (2021.8)

庞大的慢性病用药市场规模

- 高血压患病率：27.5%
- 糖尿病患病率：11.9%
- 高胆固醇血症患病率：8.2%

国家推行“长处方”政策

- 处方量一般在4周之内，可适当延长至12周
- 开具长处方后，患者自主选择在医疗机构或零售药店进行调剂取药

药店已有成熟的会员/慢病管理系统

- 扩大建档会员数量，提高客户黏性；
- 门店放置慢病诊疗设备，吸引客流；

高价值量/互补

高价值量药品/与医院互补的药品

- 控费压力下，超过DRG/DIP病例组支付上限的药品；医院没有配备的外资原研药等落标品种，有望开处方至院外。

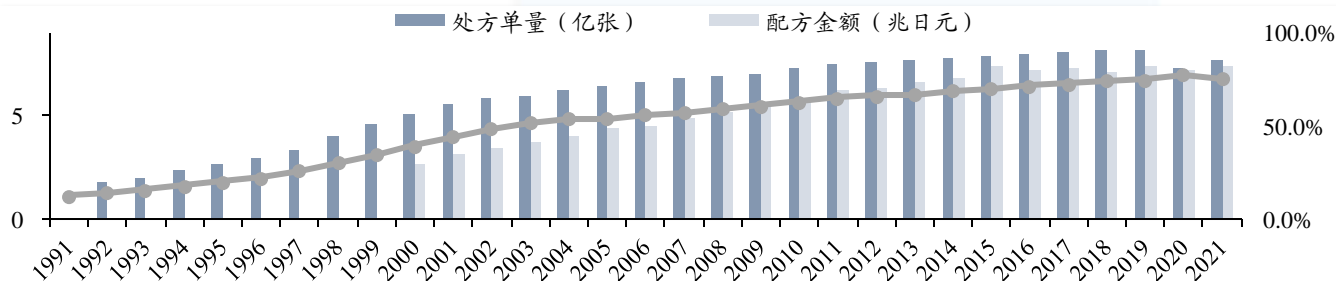
药店+诊所/互联网医院

- **老百姓**：3家互联网医院、10+家外部合作互联网医院；
- **大参林**：海南大参林互联网医院
- **益丰药房**：湖南益丰互联网医院；对接市医保、卫健处方流转平台10余家，直接或间接承接100余家三级医院及互联网医院处方流转业务（2022年）

- **一心堂**：一心堂互联网医院（海南）；截至2023Q3，诊所+药店模式十余家

	门诊统筹药店	院边店	DTP药房	慢病	特病	双通道	数据截至时间
益丰药房	3000+ (核心5/6省)	615	294	1393 (23Q1)		240	截至2023Q3
大参林	745		209	1500		554	截至2023H1
老百姓	2893 (14/20省)		171	1280		266	截至2023Q3
一心堂	735			1231	329	213	截至2023Q3
健之佳	304			565	188	132	截至2023Q3
漱玉平民	未公布	350			80		截至2023H1

日本院外处方药占比现已稳定在70%以上



背景环境：日本医药分业改革的背景为GDP增速开始放缓及医保压力增大，为控制医保费用开启处方外流；

主要措施：①法律支持；②提高医生诊疗报酬；③降低药品加价范围；

外流进度：约30年从1%提高到70%，后续稳定在70%左右。

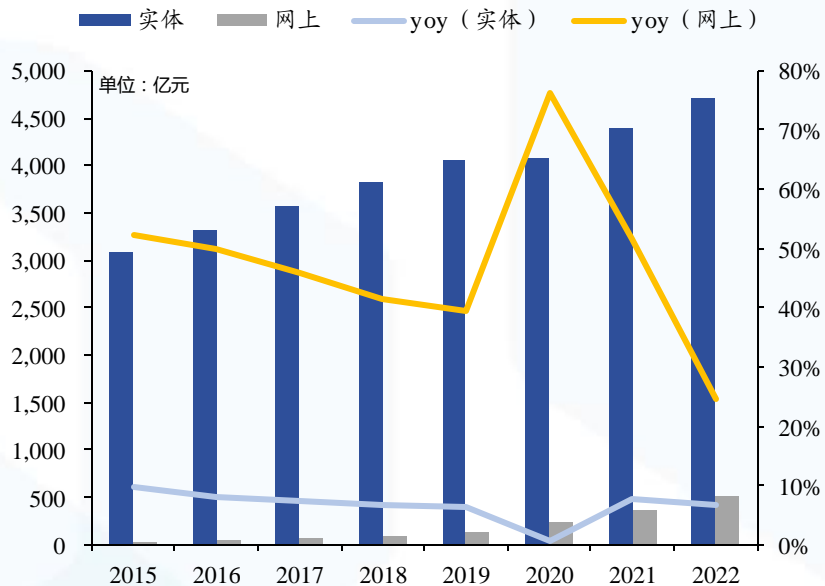
处方外流阶段	处方外流进度	关键政策/措施/事件	主要内容
1956-1974年 (18年)	0-1%	1956年《医药分业法》	对部分医师法、齿科医师法以及药事法进行改定，为以后的医药分业提供法律基础。
1974-1997年 (13年)	1-20%	1974年医疗费改定	1974年10月，医生诊疗费从原来的100日元提升至500日元促进医药分家实施。
1997-2015年 (18年)	20%+-70%	1997年国家指令试点完全分离 1992年引入新的药价算定方式，2年更新一次，加价范围缩小	1997年国家要求37家国立医院向院外发行的处方笺发行率要达到70%；开始出现仅以接收处方笺并实施配药业务的专门连锁型药局（即处方配药专门药局）。

年度/间隔五年	医药分业率	处方单量 (亿张)	调剂报酬额 (亿日元)
1998	30.3%	4	18906
2003	51.6%	5.9812	37297
6年增长率	21.3%	49.5%	97.3%
2004	53.8%	6.1889	39964
2009	60.7%	7.0222	55613
6年增长率	6.9%	13.5%	39.2%
2010	63.1%	7.2939	57592
2015	70.0%	7.8818	73847
6年增长率	6.9%	8.1%	28.2%
2016	71.7%	7.9929	71721
2021	75.3%	7.7143	73675
6年增长率	3.6%	-3.5%	2.7%
2022	76.6%	7.9987	74774

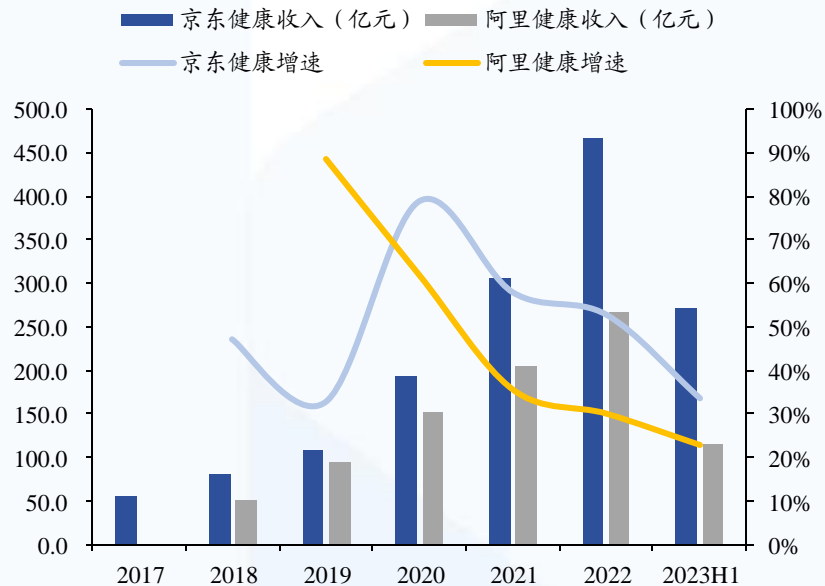
03

020影响有限，医保接入提升集中度

2022年药品销售网上渠道增速回落至25%

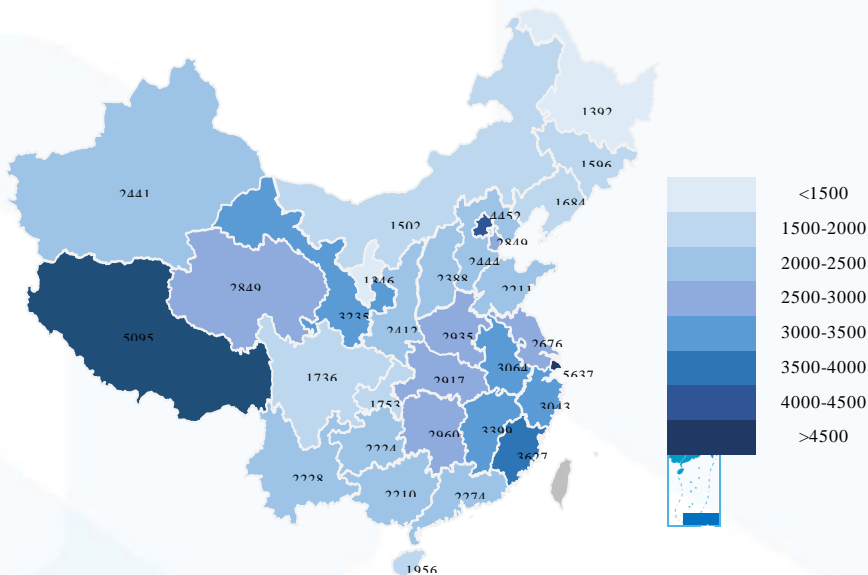


京东健康及阿里健康2023H1收入增速分别为30%+及20%+



中国线下药店店均服务人口较少，密集程度高

单位：人/店



同为一线城市，线下购药越方便，O2O渗透率越低

	店均服务人口 (人/店)	O2O渗透率
上海	5637	5.6%
北京	4452	6.7%

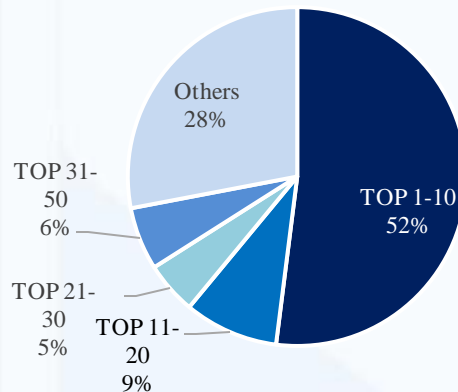
广州	1916	2.2%
深圳	1829	3.2%

2023年11月6日，上海地区饿了么、美团平台开通O2O药店医保支付，目前有几十家药店纳入范畴。

- 龙头药店凭借对上游的议价能力，获得价格优势，保证毛利率的同时获得更高市场份额；
- O2O接入医保涉及线上监管问题，目前仅为小范围试点，预计监管方较为谨慎，利好合规程度高的龙头药店，集中度有望进一步提升；

	O2O	线下药店	
客单价 (元)	30+	70+	O2O客单价下滑，每单运营成本增加
毛利率	~20%	近40%	线上价格更透明，比价现象明显 购药为低频消费，低价难以留住用户
平台费用	10-20%		平台抽成及配送费仍较高
销售费用		20%+	
管理费用	~2%	4%+	
净利率	1-2%	6%左右	O2O净利率较低 龙头药店战略定位为满足顾客多元化需求

TOP10药店占据O2O市场52%的份额（2022.10）

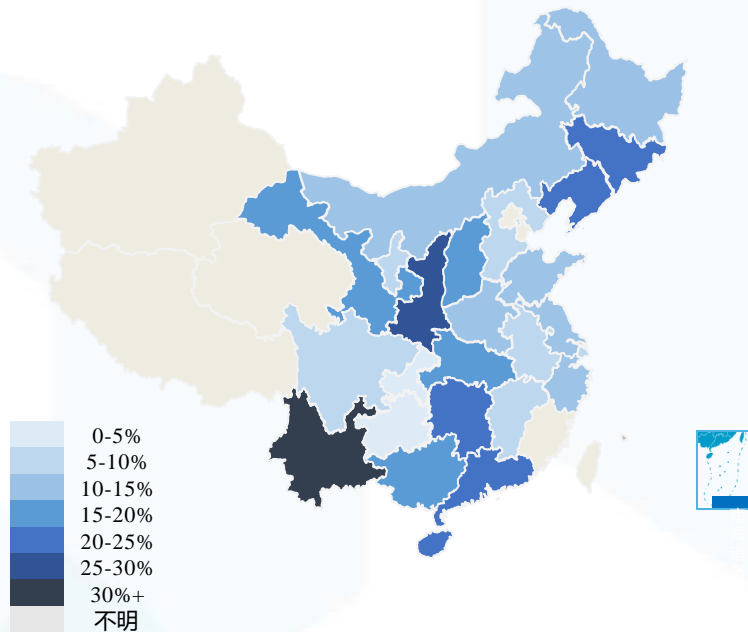


04

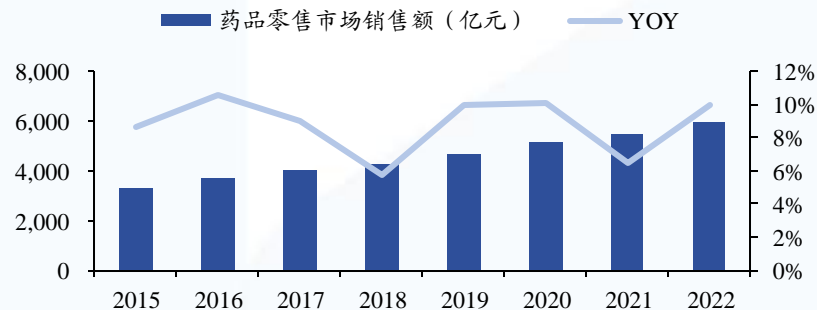
中期逻辑：

业绩增长依赖集中度提升，空间依旧广阔

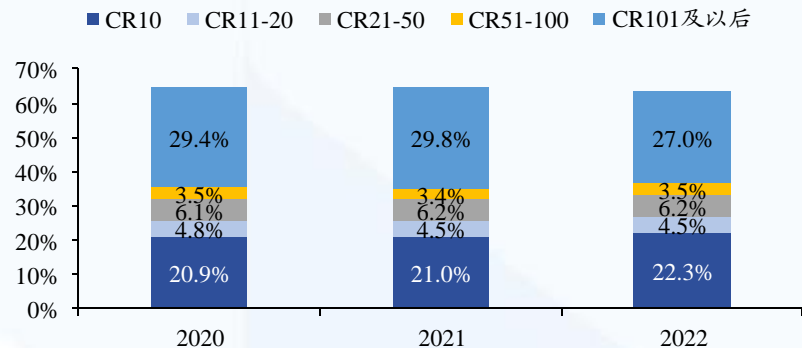
图：绝大多数省份TOP1药店市占率低于25%，渗透率提升潜力较大



图：零售药店市场销售额2015-2022年CAGR达8.8%

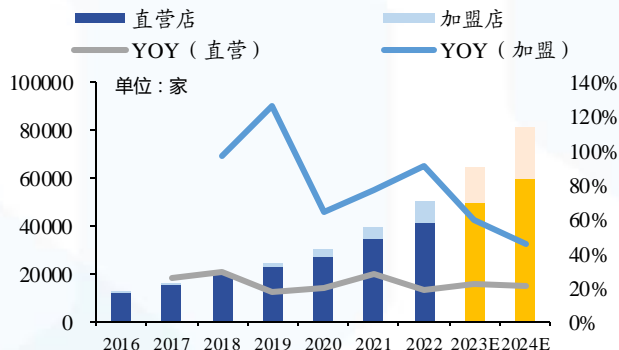


图：2022年零售药店CR10仅22.3%，持续提升



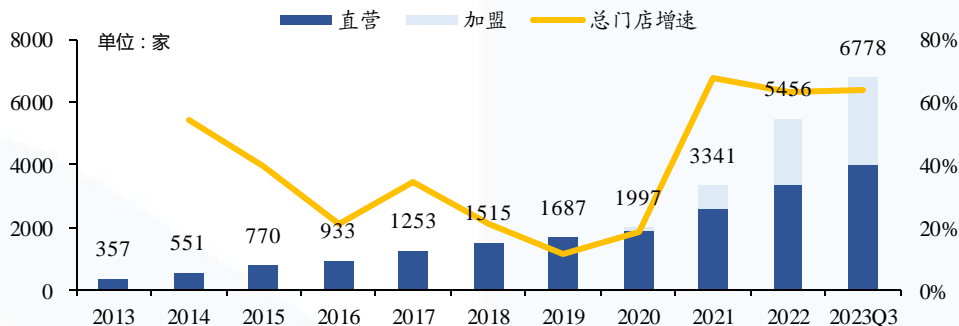
- 绝大多数龙头药店在优势省份市占率仍有提升空间，预计益丰在六大优势省份市占率10%+至20%+不等、大参林在广东约25-26%、漱玉平民在山东约15-20%；
- 龙头药店优势省份各不相同，直接竞争较少，更多为挤压中小连锁及单体店的生存空间。

图：六大上市民营连锁药店有望保持稳健门店增速

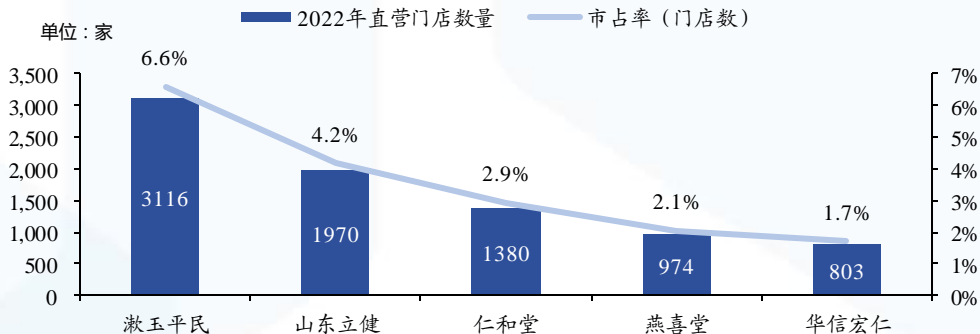


公司	梯队	省份	市场规模 (2022年, 亿元)	发展规划
益丰药房	第一梯队	湖南、上海	328	市占率20%+, 持续加密并下沉
	第二梯队	湖北、江苏、江西、河北	918	市占率10%左右, 具有较大提升空间
	第三梯队	广东、天津、浙江	737	少量门店, 轻资产运营
大参林	第一梯队	广东、广西	737	广东、广西持续深耕, 自建+部分地区并购, 追求利润
	第二梯队	河南、黑龙江、江苏	799	市占率不足10%, 迅速扩大市场份额
	第三梯队	川渝、江西、浙江、山东、河北、陕西	/	市占率较低, 轻资产运营
老百姓	第一梯队	湖南、甘肃、陕西、宁夏、内蒙古	534	9个优势省份通过自建、并购、加盟、联盟4种方式快速布局
	第二梯队	广西、湖北、安徽、江苏	915	
	第三梯队	上海、四川、重庆、广东、河南、山西、山东	/	7个省份轻资产扩张(加盟、联盟、O2O)
一心堂	第一梯队	云南、海南	173	云南地区仅查漏补缺, 云南/海南贡献利润
	第二梯队	四川、重庆、贵州、广西、山西	768	川渝为重点发展地区, 山西、贵州、广西持续加密
	第三梯队	天津、上海、河南	/	战略布点, 尝试新业务
健之佳	第一梯队	云南	137	持续下沉
	第二梯队	河北	212	唐山、秦皇岛进一步整合并加快开店
	第三梯队	辽宁、重庆、四川、广西	/	辽宁、重庆快速增长
漱玉平民	第一梯队	山东	412	直营为主, 加盟为辅
	第二梯队	辽宁、福建	323	直营加盟协同发展
	第三梯队	其余多个省会	/	加盟为主

漱玉平民：门店扩张有望加速

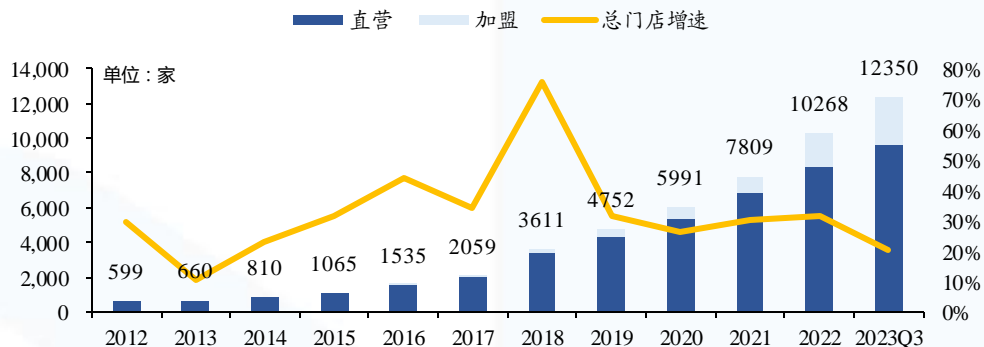


漱玉平民：山东省处于绝对龙头地位

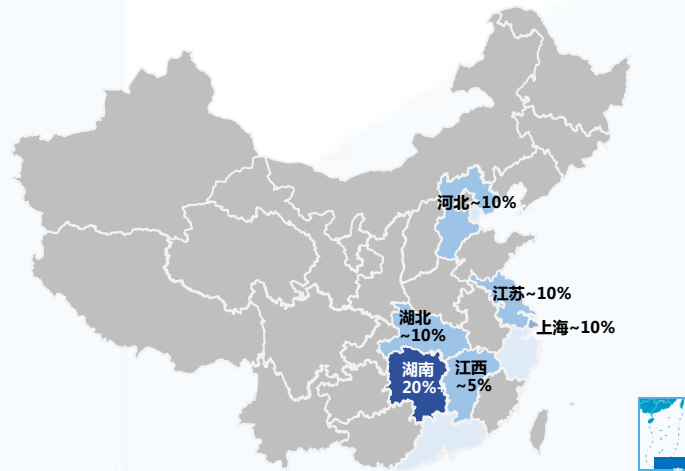


直营门店主要省份	2022市场规模 (亿元)	全国排名
山东	412	2
辽宁	179	10
福建	144	13
黑龙江	117	17
甘肃	60	26
河南	280	5

益丰药房：保持优异的复合增速

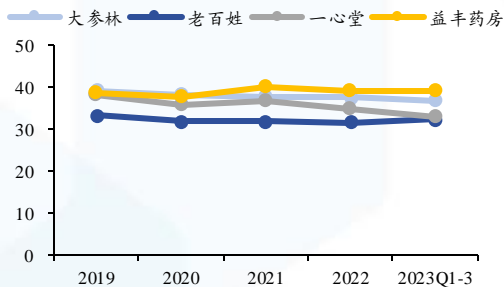


益丰药房：覆盖省份市场规模全国排名靠前

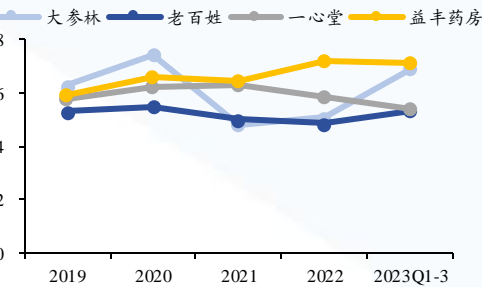


益丰药房：较高的毛利率及净利率彰显精益化管理水平

◆ 毛利率 (%)



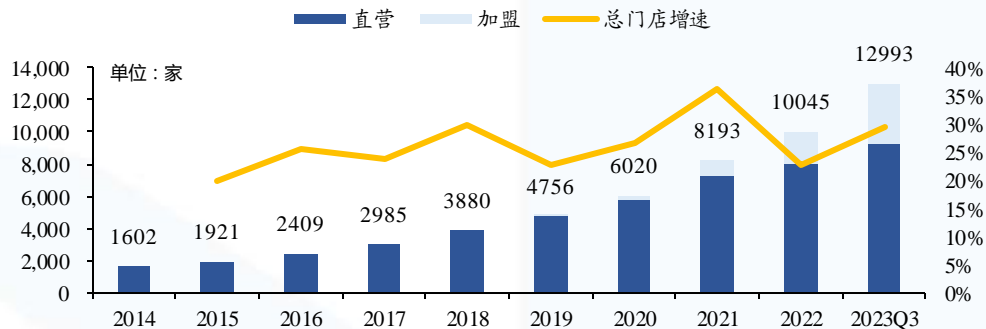
◆ 净利率 (%)



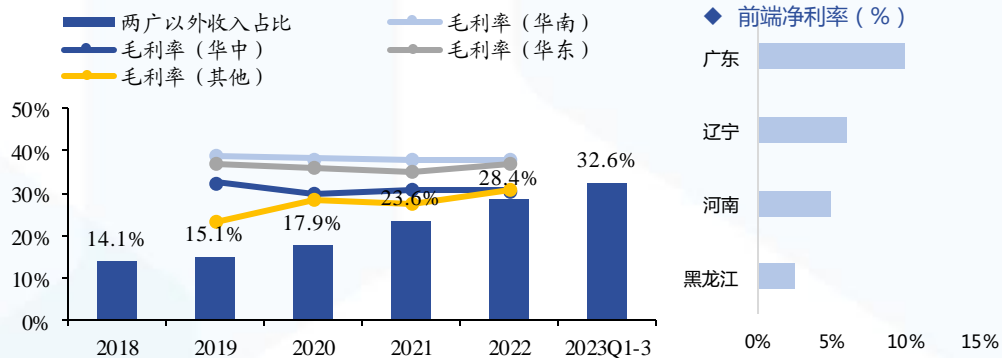
直营门店主要省份	2022市场规模 (亿元)	全国排名
湖南	219	7
上海	109	20
湖北	176	11
江苏	402	3
河北	212	8
江西	128	33

请参阅附注免责声明

大参林：直营稳步发展，加盟快速发力

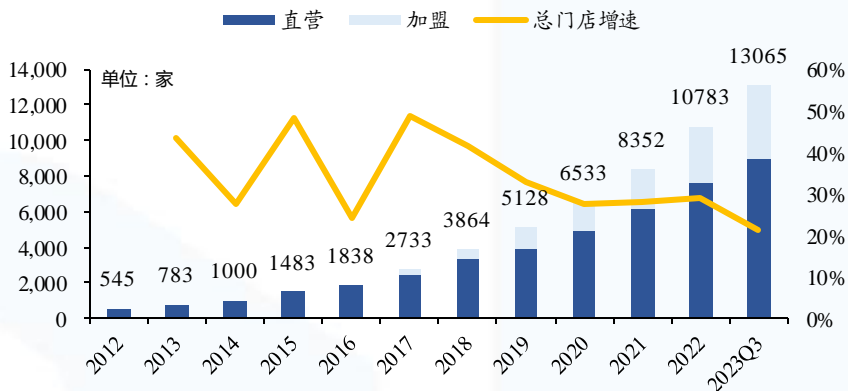


大参林：两广以外快速发展，市占率提升有望带动盈利能力提升

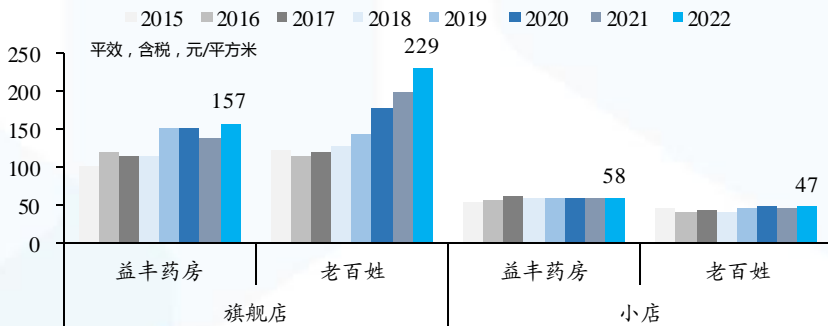


直营门店主要省份	2022市场规模 (亿元)	全国排名
广东	588	1
广西	149	12
河南	280	5
黑龙江	117	17
江苏	402	3

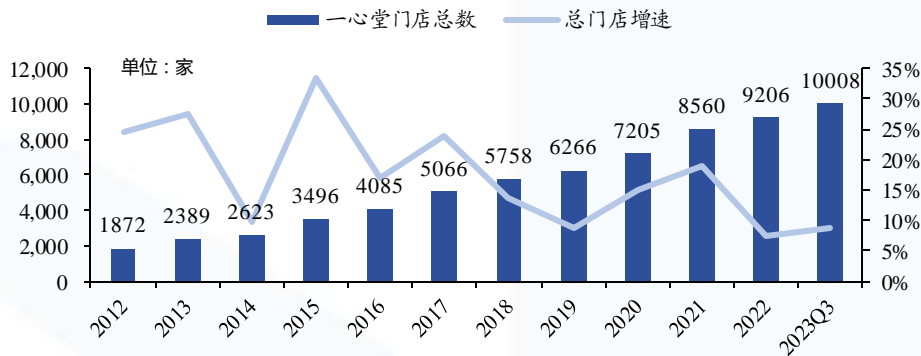
老百姓：集中资源，战略性发展重点省份



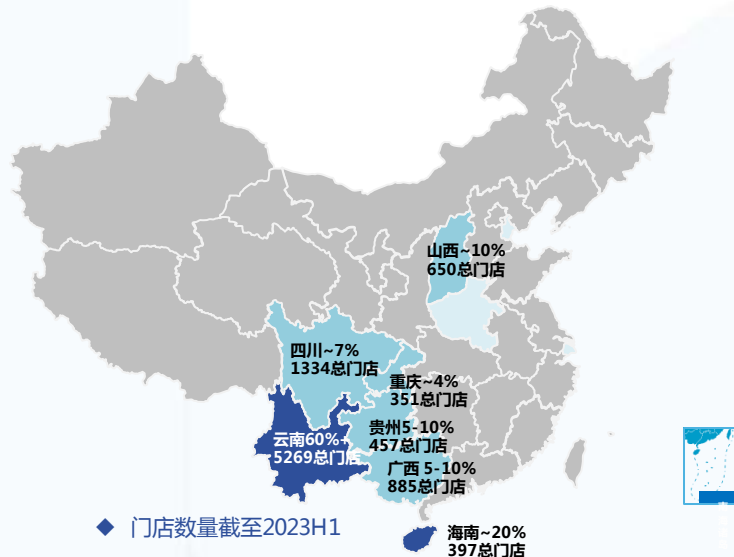
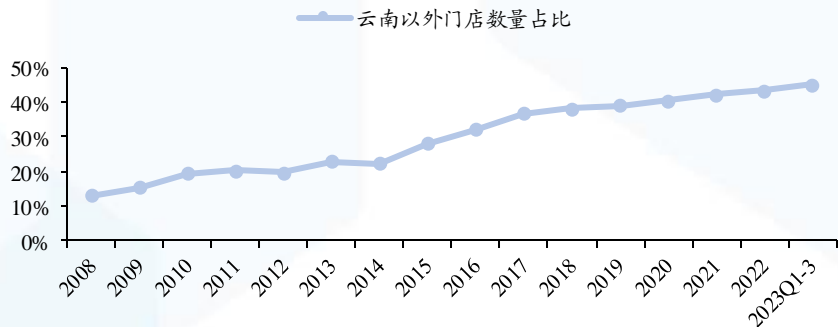
老百姓：小型社区店平效近年来保持较好水平



一心堂：保持稳健开店节奏



一心堂：云南省外门店数量快速提升



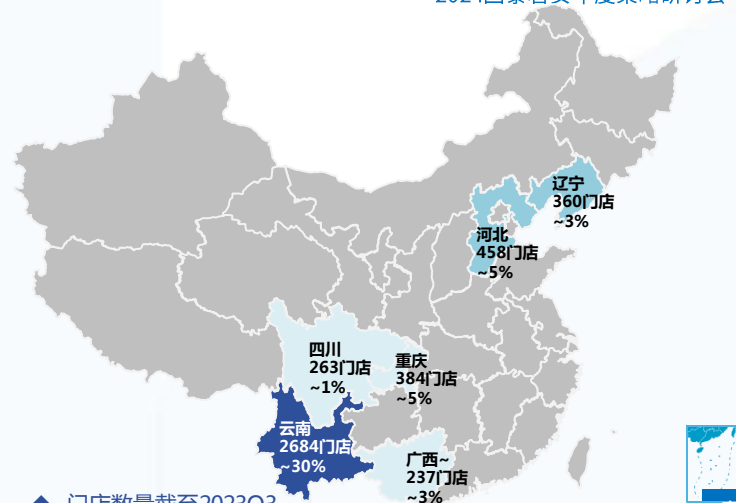
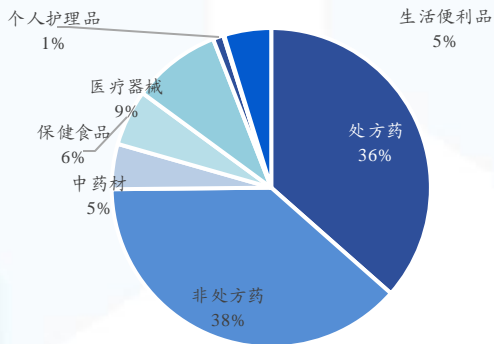
◆ 门店数量截至2023H1

直营门店主要省份	2022市场规模 (亿元)	全国排名
云南	137	14
海南	36	28
四川	282	4
重庆	128	16
广西	149	12
山西	110	19
贵州	99	22

健之佳：门店增速处于较高水平



健之佳：门店多元化经营 (2023H1)



◆ 门店数量截至2023Q3

直营门店主要省份	2022市场规模 (亿元)	全国排名
云南	137	14
河北	212	8
辽宁	179	10
四川	282	4
重庆	128	16
广西	149	12

请参阅附注免责声明

37

05

盈利预测与估值

公司代码	公司名称	股价(元) 20231124	每股收益(元)			市盈率(X)			投资评级
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
603939.SH	益丰药房	36.39	1.36	1.69	2.09	27	22	17	增持
603233.SH	大参林	25.44	1.13	1.43	1.76	23	18	14	增持
603883.SH	老百姓	29.17	1.59	1.91	2.31	18	15	13	增持
002727.SZ	一心堂	24.01	1.67	2.09	2.43	14	11	10	增持
301017.SZ	漱玉平民	21.14	0.70	0.91	1.22	30	23	17	增持
605266.SH	健之佳	58.70	3.23	4.04	5.02	18	15	12	未评级

- 连锁药店新开门店速度不及预期；
- 门诊统筹接入进度不及预期。

THANKS FOR LISTENING

国泰君安证券研究所医药团队

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深300/恒生指数涨幅15%以上
	谨慎增持	相对沪深300/恒生指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对沪深300/恒生指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深300/恒生指数下跌5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深300/恒生指数
	中性	基本与沪深300/恒生指数持平
	减持	明显低于沪深300/恒生指数

国泰君安证券研究所		
E-mail: gtjaresearch@gtjas.com		
上海	地址	上海市静安区新闻路669号博华广场20层
	邮编	200041
	电话	(021) 38676666
深圳	地址	深圳市福田区益田路6003号荣超商务中心B栋27层
	邮编	518026
	电话	(0755) 23976888
北京	地址	北京市西城区金融大街甲9号 金融街中心南楼18层
	邮编	100032
	电话	(010) 83939888