

2024 年 04 月 24 日

医药流通

SDIC

行业专题

证券研究报告

# 行业集中度持续提升，流通公司新业态蓬勃发展

投资评级 **领先大市-A**  
首次评级

医药流通行业集中度有望加速提升，国企改革深化提升企业盈利质量，更有望驱动专业化整合。2017 年后在两票制及集采影响下，行业集中度呈现进一步提升趋势，国家商务部数据显示 2022 年国内医药流通百强企业的市占率为 75.2%，而相比美国前三大医药流通企业 2015 年 96% 的市占率而言，国内流通行业集中度仍有较大提升空间。2023 年，国企改革再起航，经营指标体系优化至“一利五率”，新增净资产收益率和营业现金比率指标，更加强调企业的盈利质量，2024 年初国资委提出把市值管理纳入央企控股上市公司的考核体系内，提振投资者信心。此外值得注意的是，新一轮国企改革亦强调医药健康领域的专业化整合，医药流通行业国资密集，叠加政策驱动下，我们认为在 2024 年这一时间点，国内医药流通企业并购整合趋势有望进一步加速，龙头集中度或将进一步提升。

## 流通公司依托渠道优势，新业态蓬勃发展。

- 布局上游医药工业：**商业公司依托其渠道优势，研产销一体化布局有望实现自产新品种快速放量。目前，上海医药创新药管线进入收获期，且公司拥有多个知名中药品牌，新药+特色中药布局有望充分赋能医药工业；柳药集团在工业板块主要围绕中药布局，近年来公司中药业务表现亮眼，旗下子公司仙莱中药科技、仙莱制药、康晟制药、万通制药等构成公司医药工业体系；康哲药业商业化优势有望保障创新品种商业化进程陆续兑现。
- 药械品牌运营：**随着新药市场规模的快速增长，商业化能力不足的 Biotech 及国内市场薄弱的 MCN 对 CSO 服务的需求提升，有望驱动国内专业化 CSO 行业快速发展。目前品牌运营已成为百洋医药核心增长点，为公司贡献的毛利占比超过 80%；数字化转型升级背景下，九州通依靠总代品牌推广业务打造第二增长极，2023Q1-3 公司实现收入及毛利双快增；上海医药 2023 年引入进口总代品种 29 个，进口疫苗代理实现销售收入约 52 亿元/+19%，药品 CSO 销售约 29 亿元/+50%，与赛诺菲达成 20 多个产品的 CSO 合约，规模超 50 亿。
- 下游延伸零售布局：**受益于“双通道”、“门诊统筹”政策驱动处方外流加速，米内网数据显示按终端平均零售价计算 2022 年中国实体药店和网上药店销售规模达 8725 亿元，分板块看，受益于“互联网+药品流通”、“互联网+医

首选股票	目标价 (元)	评级

## 行业表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.1	-3.3	1.9
绝对收益	3.0	5.2	-11.1

马帅 分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

## 相关报告

医药流通行业深度分析	2020-04-10
互联网+点评	2020-03-02
杭州药房暂停销售发烧咳嗽药品，“限制销售”预计影响有限	2020-02-09
医药商业板块专题系列一：带量采购对医药流通行业规模负面影响有限	2019-08-13
内因外因逐步改善，底部精选核心资产	2019-08-05

保服务”政策，“新零售”加速到来，米内网数据显示，2022 年网上及网下药店呈现“三七格局”。流通行业有零售业务布局的典型企业包括国药控股&国药一致、九州通、上海医药等，其中国药控股及其子公司国药一致的国大药房总数已超过 1.2 万家；九州通好药师门店预计 2025 年有望超过 3 万家；上海医药的上药云健康拥有 200+家 DTP 药房及授权院边店，覆盖全国 25 省 66 市。

#### 目 建议关注标的：

- (1) 国药控股：医药商业龙头，批零一体化优势领先
- (2) 上海医药：商业板块发展稳健，新药兑现加码工业
- (3) 华润医药：工商业双轮驱动，内生外延扩张版图
- (4) 九州通：构建千亿流通平台，多增长极逐步显现
- (5) 国药股份：北京地区商业龙头，加速推进多元化发展
- (6) 国药一致：两广商业龙头，分销和零售双轮驱动
- (7) 重药控股：从西部走向全国，资源整合有望带来赋能
- (8) 柳药集团：批零一体化稳健，中药工业值得期待
- (9) 百洋医药：品牌运营逐步兑现，有望打开增长空间
- (10) 润达医疗：IVD 工商一体化领军者，AI 业务前景广阔
- (11) 康哲药业：依托商业竞争力，新品种有望持续兑现

目 风险提示：国企改革进程不及预期；医药流通行业竞争加剧的风险；流通公司新业务发展不及预期的风险。

## 目 录

1. 行业集中度有望加速提升，流通公司新业态蓬勃发展.....	5
1.1. 集中度提升是长期趋势，行业呈现“3+1+N”格局.....	5
1.2. 国企改革深化，推动企业提质增效并加速行业整合.....	8
1.3. 纵向布局上游工业，依靠新药及中药打开增长空间.....	8
1.4. 向 CSO 赛道延伸，横向加码商业渠道优势.....	9
1.5. 政策促进处方外流，布局零售终端实现渠道拓宽.....	10
2. 医药流通公司业务布局情况.....	12
2.1. 国药控股：医药商业龙头，批零一体化优势领先.....	12
2.2. 上海医药：商业板块发展稳健，新药兑现加码工业.....	13
2.3. 华润医药：工商业双轮驱动，内生外延扩张版图.....	14
2.4. 九州通：构建千亿流通平台，多增长极逐步显现.....	15
2.5. 国药股份：北京地区商业龙头，加速推进多元化发展.....	16
2.6. 国药一致：两广商业龙头，分销和零售双轮驱动.....	17
2.7. 重药控股：从西部走向全国，资源整合有望带来赋能.....	18
2.8. 柳药集团：批零一体化稳健，中药工业值得期待.....	18
2.9. 百洋医药：品牌运营逐步兑现，有望打开增长空间.....	19
2.10. 润达医疗：IVD 工商一体化领军者，AI 业务前景广阔.....	21
2.11. 康哲药业：依托商业竞争力，新品种有望持续兑现.....	21
3. 风险提示.....	23

## 目 录

图 1. 中国医药流通行业发展历程.....	5
图 2. 中国医药流通行业规模及增速.....	5
图 3. 美国医药流通企业市占率变化情况.....	6
图 4. 中国医药流通百强企业市占率变化情况.....	6
图 5. 美国医药流通企业竞争格局（2015 年）.....	6
图 6. 中国医药流通企业竞争格局（2022 年）.....	6
图 7. 国企改革进程不断深化.....	8
图 8. 全球创新药市场规模（单位：亿美元）.....	9
图 9. 全球创新药市场格局（2021 年）.....	9
图 10. 2025E 中国和美国药品销售占比对比情况.....	10
图 11. 中国 CSO 行业市场规模（单位：亿元）.....	10
图 12. 2013-2022 年中国实体和网上药店（含药品和非药品）销售情况.....	10
图 13. 2013-2022 年中国实体和网上药店（含药品和非药品）销售占比情况.....	10
图 14. 国药控股业务线收入拆分（单位：亿元）.....	12
图 15. 国药控股零售药房数量拆解（单位：家）.....	12
图 16. 上海医药各业务线收入情况（单位：亿元）.....	13
图 17. 华润医药业务管线布局情况.....	15
图 18. 九州通主营业务“全链”服务模式图.....	15
图 19. 九州通好药师门店数量（单位：家）.....	16
图 20. 公司各业务线收入情况（单位：亿元）.....	17
图 21. 公司地区业务收入占比（2023 年）.....	17
图 22. 公司各业务线收入情况（单位：亿元）.....	17
图 23. 重药控股历年业绩情况.....	18

图 24. 2023H1 重药控股各业务线收入占比.....	18
图 25. 柳药集团各业务线收入拆分（单位：亿元）.....	19
图 26. 2023E 柳药集团各业务线归母净利润占比.....	19
图 27. 百洋医药品牌运营业务.....	20
图 28. 百洋医药各业务线收入拆分（单位：亿元）.....	20
图 29. 百洋医药品牌运营业务毛利.....	20
图 30. 润达医疗数字化检验信息系统业务.....	21
图 31. 康哲药业创新品种管线梳理.....	22
表 1: 医药流通企业格局梳理.....	7
表 2: 医药流通企业布局工业板块的情况.....	8
表 3: 医药流通企业零售药房布局.....	11
表 4: 上海医药在研创新药管线.....	13
表 5: 九州通总代品牌推广业务拆解.....	16
表 6: 百洋医药主营业务情况.....	19

## 1. 行业集中度有望加速提升，流通公司新业态蓬勃发展

### 1.1. 集中度提升是长期趋势，行业呈现“3+1+N”格局

中国医药流通行业发展经历四个阶段，目前行业呈现集中度持续提升趋势。

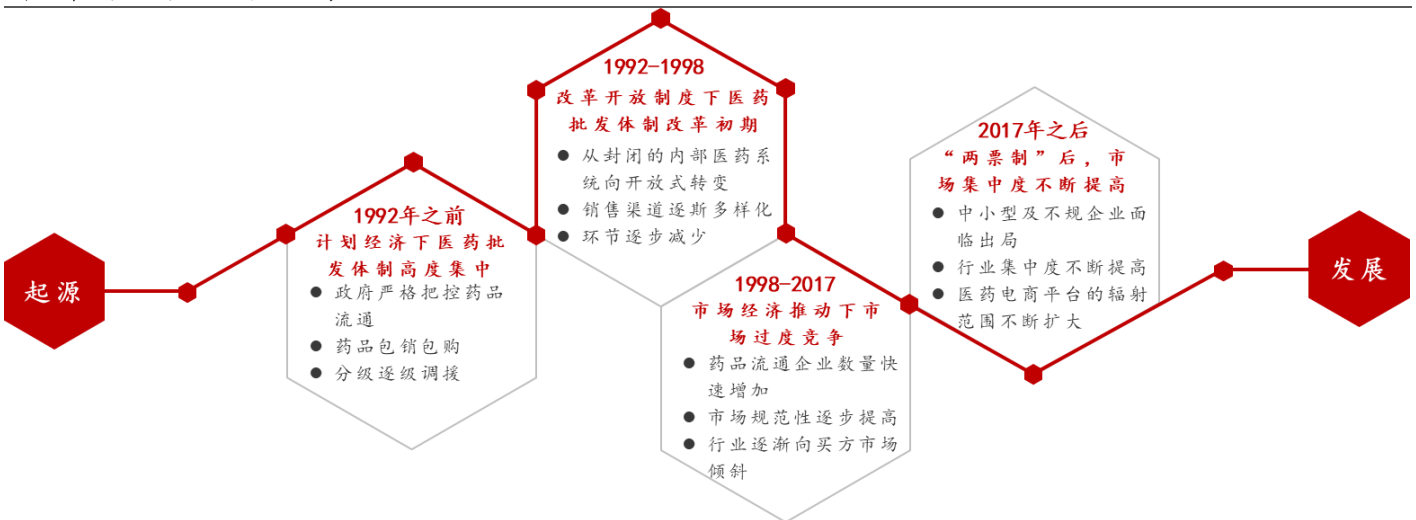
**第一阶段（1992年之前）：**计划经济下的高度集中时期，此阶段政府严控药品流通，行业呈现政府机构包销包购、逐级调拨的特点；

**第二阶段（1992-1998年）：**改革开放制度下的改革初期，此阶段随着我国向市场经济体制转变，医药流通行业也逐渐开放，企业数量开始增加，行业趋向多元化。

**第三阶段（1998-2017年）：**市场经济推动下过度竞争时期，此阶段中国医药产业蓬勃发展，企业数量快速增加，民营企业崛起，1999年国家加大对药品流通体制进行改革，包括调整药品定价的模式、落实药品集中招标采购制度、规范医药流通企业 GSP 认证，医药流通行业逐步走向规范化。

**第四阶段（2017年-至今）：**“两票制”改革后市场集中度不断提高，2017年“两票制”政策落地，叠加集采降价压力，医药流通过程中的复杂环节及厂商利润空间被压缩，中小流通企业逐步出局，头部企业通过不断整合资源，行业集中度不断提高，龙头优势逐渐凸显。

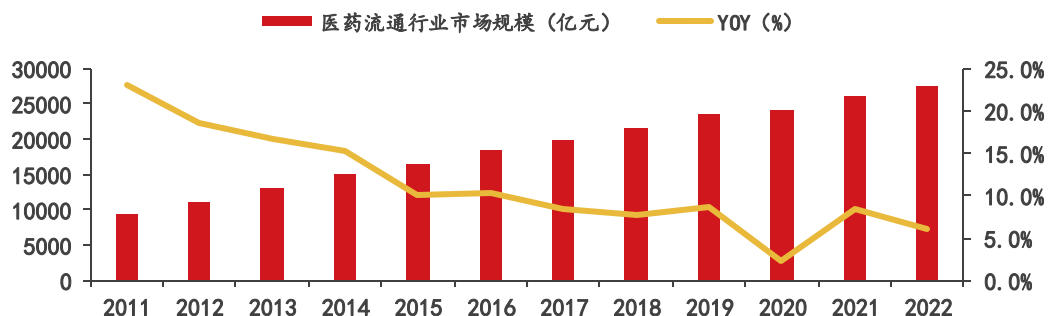
图1. 中国医药流通行业发展历程



资料来源：头豹研究院，国投证券研究中心

疫后行业逐渐复苏，增速有望重回正轨。根据商务部《药品流通行业运行统计分析报告》，近些年来看，2020年在疫情影响下，医药流通行业增速出现明显下滑，2021年有所恢复，2022年医药流通行业市场规模进一步恢复并达到27516亿元，同比增长6.0%，疫后行业有望迎来持续快速增长。

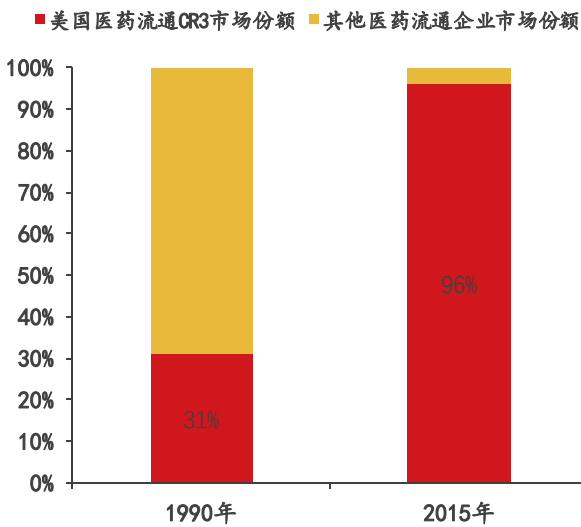
图2. 中国医药流通行业规模及增速



资料来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》，国投证券研究中心

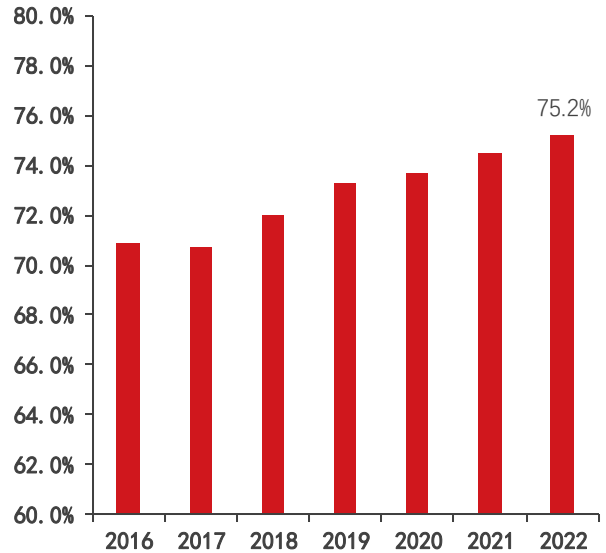
对比美国流通商集中度提升进程，国内流通行业集中度仍有提升空间。美国医药流通行业从上世纪 80 年代开始，连续经历持续增长期（1980-2000 年）和稳健增长期（2000-至今），行业集中度在 20 至 30 年的时间内快速提升，目前呈现高度集中的特征。根据华经产业研究院数据，1990 年，美国前三大医药流通企业 McKesson、Cardinal Health 和 AmerisourceBergen 市占率总计约为 31%，2015 年提升至 96%；根据商务部《药品流通行业运行统计分析报告》数据，2022 年中国医药流通百强企业的市占率为 75.2%，参考发达市场医药流通行业集中度提升趋势，国内流通行业集中度仍有较大提升空间。

图3. 美国医药流通企业市占率变化情况



资料来源：华经产业研究院，国投证券研究中心，备注：前三大企业分别为 McKesson、Cardinal Health、AmerisourceBergen

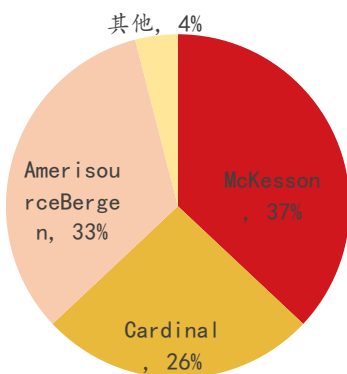
图4. 中国医药流通百强企业市占率变化情况



资料来源：商务部《药品流通行业运行统计分析报告》，国投证券研究中心

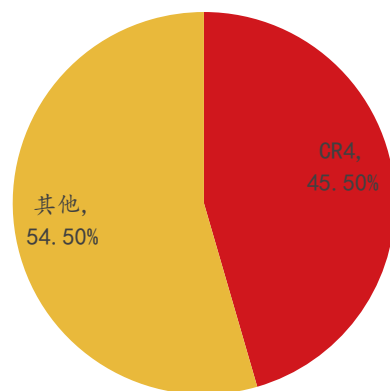
国内头部医药流通企业市占率仍有较大提升空间。从企业层面来看，根据 Bloomberg 数据，2015 年美国前三大医药流通商 McKesson、AmerisourceBergen 和 Cardinal 市场份额的占比分别为 37%、33%、26%；国内方面，2022 年国药集团、上海医药、华润医药、九州通四家头部流通企业合计市占率为 45.5%，相比美国 CR3 市占率已达 96%，国内头部企业的市场份额仍有较大提升空间。

图5. 美国医药流通企业竞争格局（2015 年）



资料来源：Bloomberg，国投证券研究中心

图6. 中国医药流通企业竞争格局（2022 年）



资料来源：《2022 年药品流通行业运行统计分析报告》，国投证券研究中心，备注：CR4 包括国药集团、上海医药、华润医药、九州通

### 国内医药流通行业呈现“3+1+N”格局，政策促进龙头集中度持续提升。

国药控股、上海医药、华润医药及民营流通龙头九州通在全国范围内具备较强竞争力，覆盖的院内、院外市场均较为领先且客户质地优异，各地区医药流通龙头企业包括国药一致（优势区域为两广）、国药股份（优势区域为北京）、重药控股（优势区域为西部）、柳药集团（优势为广西）等。

2021年《商务部关于“十四五”时期促进药品流通行业高质量发展的指导意见》提出医药流通行业的总体目标是到2025年，培育形成1-3家超五千亿元、5-10家超千亿元的大型数字化、综合性药品流通企业，5-10家超五百亿元的专业化、多元化药品零售连锁企业，100家左右智能化、特色化、平台化的药品供应链服务企业。根据商务部《2022年药品流通行业运行统计分析报告》，中国医药集团是国内首家收入超过5000亿元的大型药品流通企业，第2-4位的是上海医药、华润医药、九州通，收入均超过千亿元。

我们认为在2024年这一时间点，国内医药流通企业并购整合趋势有望进一步加速，龙头集中度或将进一步提升。2024年2月，重药控股及中国医药发布公告，通用技术集团（中国医药控股股东）正在与重庆化医（对重庆医药持股比例51%）开展关于重庆医药（对重药控股持股比例38.47%）的战略整合事宜，本次整合或将导致重庆医药的控股股东和实际控制人变更为通用技术集团，进而导致重药控股的实控人发生变更（通用技术集团持有重庆医药22.00%的股权，中国医药持有重庆医药27.00%的股权）。头部流通企业的资源整合或将进一步催化行业集中度的提升趋势。

表1：医药流通企业格局梳理

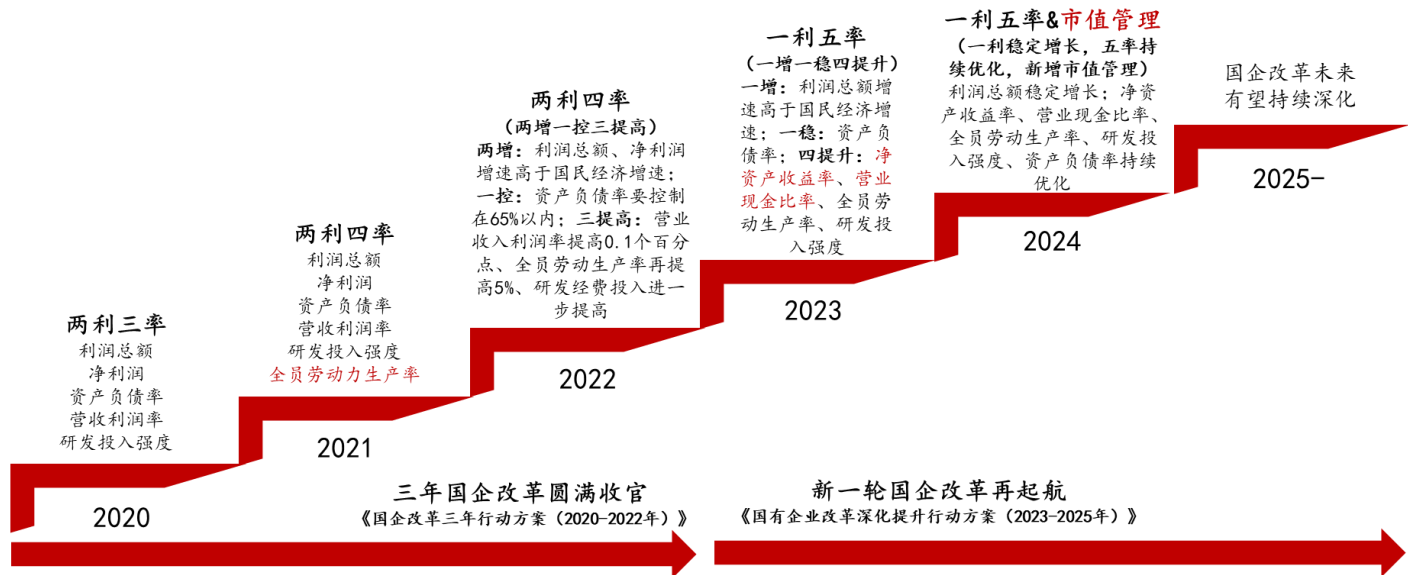
行业格局	公司	地区优势	院内及院外优势
3+1	国药控股	覆盖全国31个省级行政区	器械分销覆盖全国95%以上的三级医院
	上海医药	覆盖全国31个省级行政区	覆盖各类医疗机构超过3.2万家
	华润医药	覆盖全国28个省级行政区	客户数量超13万家，其中二、三级医院9421家，基层医疗机构客户近7万家
	九州通	覆盖全国31个省级行政区	全渠道B端客户约47.28万家，其中城市及县级公立医院1.33万家，连锁及单体药店客户20.28万家（合计覆盖零售药店数量约37万余家），基层及民营医疗机构客户23.48万家（其中民营医院客户1.33万余家）
N	国药股份	北京商业龙头，麻精药覆盖31个省级区域，辐射50000余家全国麻精医疗客户	院内覆盖超过4700家的基层医疗机构；院外直接渠道覆盖超3万多家药店，渠道延伸可覆盖22万余家终端药店
	中国医药	全国12个省级重点地区	覆盖所在区域的绝大多数终端医疗机构
	百洋医药	以青岛为中心辐射周边地市的二级以上医院、社区诊所及药房（目前公司重点聚焦品牌运营）	-
	国药一致	广东、广西	分销业务覆盖两广二三级医疗机构1110家、基层医疗客户8373家、零售终端客户（连锁药店、单店、医院自费药房）6155家。
	重药控股	覆盖全国30个省级行政区，重庆、青海、陕西、甘肃、贵州、宁夏为优势区域	拥有二级及以上等级纯销客户数量近7000家
	柳药集团	广西	广西二级以上医院全覆盖

资料来源：各公司公告，各公司官网，国投证券研究中心，备注：数据截止2023年12月。

## 1.2. 国企改革深化，推动企业提质增效并加速行业整合

2020年，国资委发布《国企改革三年行动方案（2020-2022年）》，至2022年，三年国企改革圆满收官，其中，2020年国资委提出“两利三率”，引导企业提高经营效率、加大科技创新产业布局，2021年优化至“两利四率”，引导企业提高劳动力配置效率和人力资本水平，2022年对“两利四率”提出新要求，要求利润总额、净利润增速高于国民经济增速，资产负债率控制在65%以内，营业收入利润率再提高0.1个百分点，全员劳动生产率再提高5%，研发经费投入进一步提高。2023年，《国有企业改革深化提升行动方案（2023—2025年）》发布，新一轮国企改革再起航，经营指标体系优化至“一利五率”，新增净资产收益率、营业现金比率考核指标，更加强调企业盈利质量；2024年初，国资委提出把市值管理纳入央企控股上市公司的考核体系内，提振投资者信心；此外，根据2023年《国企改革再出发》，新一轮国企改革深化进程中，继续优化国有经济布局结构的指引有望推动医药健康领域的专业化整合，医药流通行业国资密集，企业依托自身优势拓宽业务布局以及行业集中度加速提升的逻辑有望持续得到印证。

图7. 国企改革进程不断深化



资料来源：国资委官网，《国企改革再出发》，国投证券研究中心

## 1.3. 纵向布局上游工业，依靠新药及中药打开增长空间

集采后，仿制药利润空间受到挤压，医药流通企业加大创新药及特色中药品种布局力度，我们认为商业公司依托其渠道优势，研产销一体化布局有望实现自产新品种快速放量。例如，上海医药在工业端拥有多项强势中药品种，创新药管线在多年投入后，2024年有望陆续商业化兑现；九州通搭建数字化商业平台，医药工业及OEM品种可顺利植入下游商业化平台；华润医药外延布局制药业务，覆盖中药、化药、生物药、保健品等板块，旗下拥有华润三九、华润双鹤、江中药业、昆药集团、东阿阿胶、博雅生物、紫竹药业等重点子公司，治疗领域几乎实现全科覆盖；柳药集团工业板块近年表现亮眼，公司布局中药饮片、中成药、中药配方颗粒，旗下子公司仙莱中药科技、仙莱制药、康晟制药、万通制药等构成公司工业体系；康哲药业依托CSO优势，创新品种持续商业化兑现值得期待。

表2：医药流通企业布局工业板块的情况



公司	优势及特色领域
上海医药	1) 新药在研管线共 68 项，其中，创新药 55 项，改良型新药 13 项，创新药已有 3 项提交 pre-NDA 或上市申请； 2) 旗下拥有 8 家主要直管中药企业，9 个中药核心品牌，包括养心氏片、瘀血痹胶囊、冠心宁片、八宝丹、胃复春片、银杏酮酯等。
华润医药	1) 拥有众多具有强大品牌辨识度的制药品牌：999、东阿阿胶、双鹤、江中、紫竹、博雅生物、昆药集团等； 2) 在研新品开发项目超过 330 个（其中新药项目近 100 个）；生物药在研项目 28 个（其中 13 个为生物新药）
九州通	1) 西药（京丰制药）覆盖抗生素系列、糖尿病系列、心脑血管系列及外用药系列药品； 2) 中药（九信中药）包括普通饮片、精制饮片、直接口服饮片、毒性饮片、参茸贵细、药食同源等； 3) OEM：医疗器械 OEM 注册有美体康、弗乐士两个自有品牌，拥有 OEM 器械品规达 173 个，药品 OEM 包括片剂、胶囊、口服液、复方颗粒等 313 个品规。
柳药集团	拥有仙莱中药科技、仙莱制药、康晟制药、万通制药等医药工业企业。 1) 仙莱中药科技从事中药饮片业务，已能生产加工中药饮片 1,100 多个品种、8,000 多个品规； 2) 仙莱制药主要从事中药配方颗粒生产研发业务，已完成 400 多个中药配方颗粒产品的备案，项目设计达产 3,000 吨，其中一期产能约 1,500 吨已竣工并逐步投产。 3) 康晟制药和万通制药主要开展中成药生产研发，旗下分别拥有安神养血口服液、归芪补血口服液和复方金钱草颗粒、万通炎康片（胶囊）等多个独家专利产品和知名品牌。

资料来源：各公司公告，华润医药 2023 年度业绩演示材料，国投证券研究中心，备注：数据截止 2023 年 12 月

#### 1.4. 向 CSO 赛道延伸，横向加码商业渠道优势

根据 BCG 数据，全球创新药市场规模在 2021 年达到 8300 亿美元，美国市场占据较大份额，国内市场新药销售占比有望加速提升，预计 2025 年新药销售比例达到约 18%。而 CSO 业务是医药行业专业化、精细化发展下的产物，其核心优势在于专业推广及成本优势，随着新药市场规模的快速增长，商业化能力不足的 Biotech 及国内市场薄弱的 MCN 对 CSO 服务的需求提升，有望驱动国内专业化 CSO 行业快速发展。根据头豹研究院数据，中国医药 CSO 行业的整体市场规模由 2014 年的 106.8 亿元增长至 2018 年的 424.1 亿元，年均复合增长率高达 41.2%，预计 2023 年有望达到 1,390.3 亿元，2019-2023 年增速有望达到 25.1%。

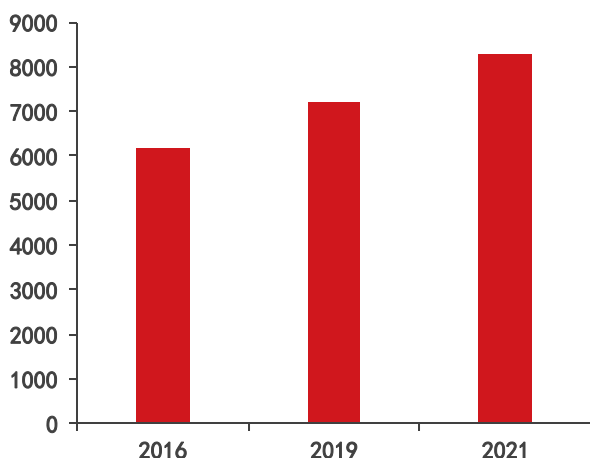
近年来，国内医药商业企业加大高毛利的 CSO 业务布局力度。例如，

(1) **上海医药**：2023 年引入进口总代品种 29 个，进口疫苗代理实现销售收入约 52 亿元/+19%，与辉瑞达成关于 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗（沛儿 13）的合约销售；2023 年公司药品 CSO 销售约 29 亿元/+50%，与赛诺菲达成 20 多个产品的 CSO 合约，规模超 50 亿。

(2) **九州通**：2023Q1-3 总代品牌推广业务收入达 119.65 亿元/+25.90%，有望成为公司第二增长极。其中，药品收入 64.78 亿元/+32.35%，器械收入 54.86 亿元/+19.05%。截止 23Q3，公司药品总代品规数达 938 个，器械总代品规 374 个。

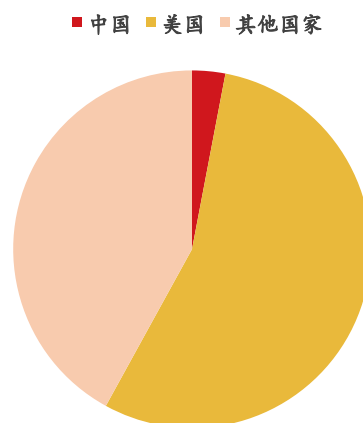
(3) **百洋医药**：CSO 业务是公司核心增长极，目前公司已在 OTC 及大健康、OTX 等处方药、肿瘤等重症药、高端医疗器械四大品类形成多品牌矩阵，CSO 业务对公司整体毛利的贡献占比已超过 80%。

图8. 全球创新药市场规模（单位：亿美元）



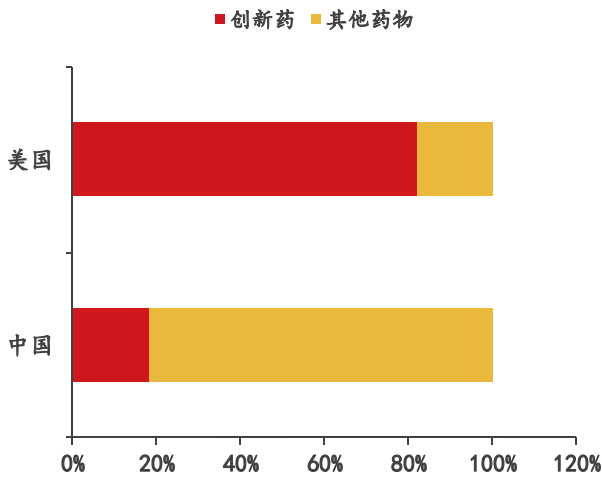
资料来源：BCG，国投证券研究中心

图9. 全球创新药市场格局（2021 年）



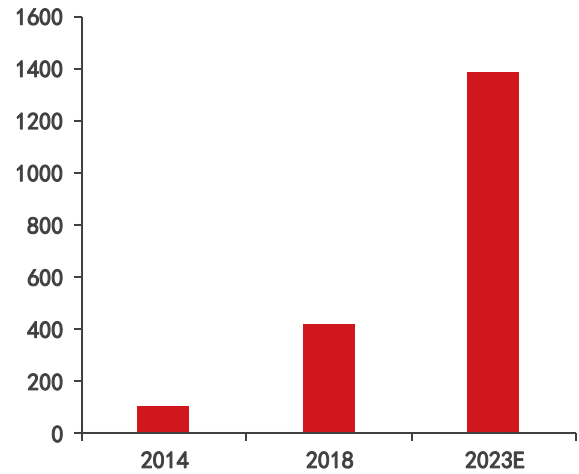
资料来源：BCG，国投证券研究中心

图10. 2025E 中国和美国药品销售占比对比情况



资料来源: BCG, 国投证券研究中心

图11. 中国 CSO 行业市场规模 (单位: 亿元)

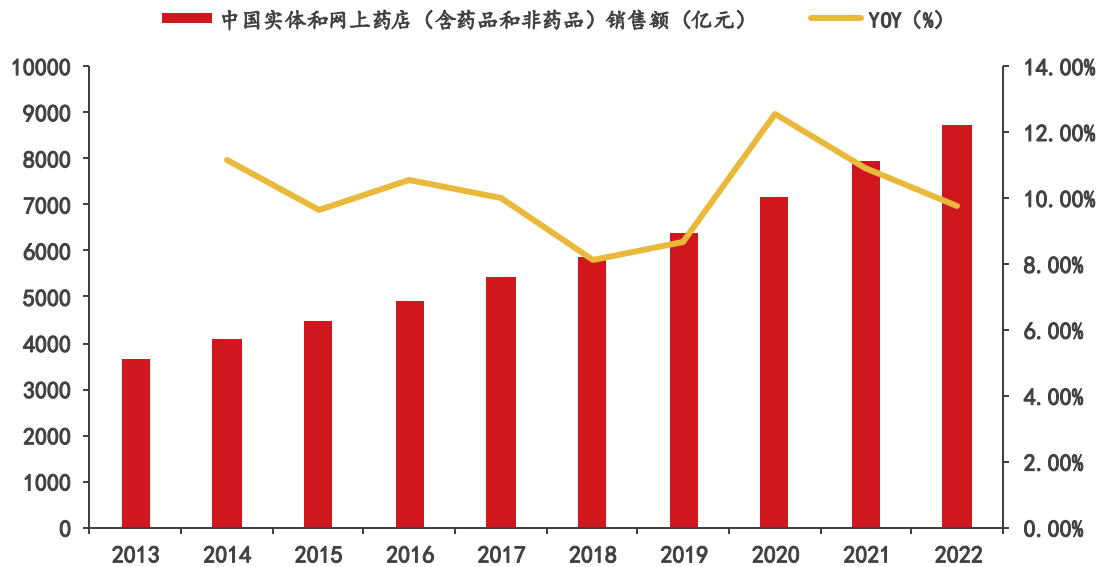


资料来源: 头豹研究院, 百洋医药公司公告, 国投证券研究中心

### 1.5. 政策促进处方外流，布局零售终端实现渠道拓宽

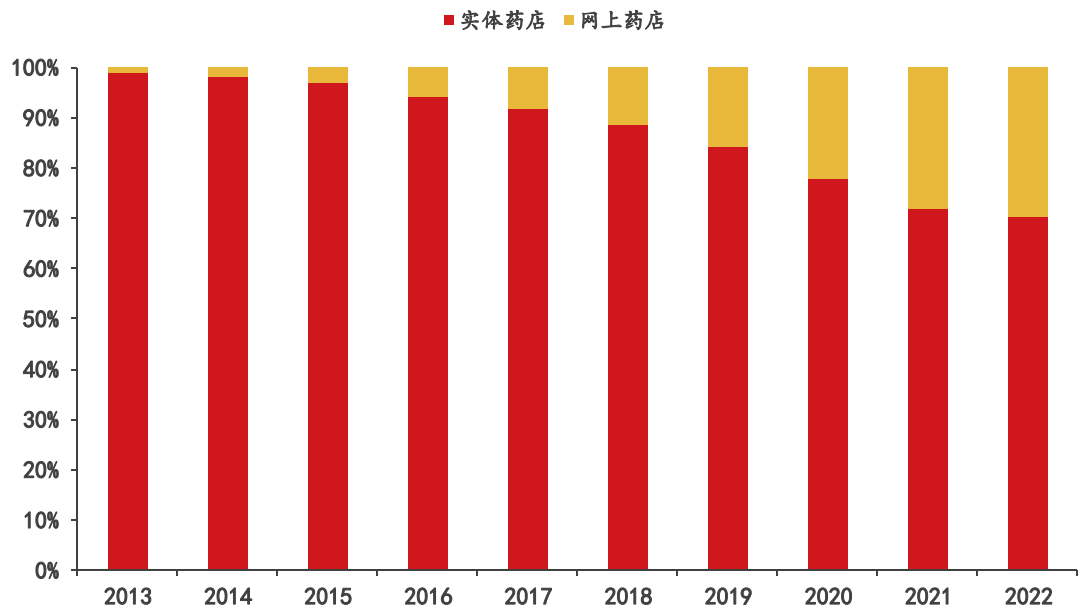
受益于“双通道”、“门诊统筹”政策驱动处方外流加速，零售行业规模持续增长，根据米内网数据，按终端平均零售价计算，2022年中国实体药店和网上药店销售规模达8725亿元，同比增长9.75%，分板块来看，受益于“互联网+药品流通”、“互联网+医保服务”政策将符合条件的“互联网+”医疗服务费用纳入医保支付范围，鼓励定点医疗机构提供线上购药服务，“新零售”加速到来。根据米内网数据，2022年中国网上药店销售规模2608亿元，占比从2013年的1.02%提升至2022年的29.90%，从占比来看，2022年网上及网下药店呈现“三七格局”，目前网上药店市场规模仍在持续扩张。

图12. 2013-2022 年中国实体和网上药店 (含药品和非药品) 销售情况



资料来源: 米内网, 九州通公司公告, 国投证券研究中心

图13. 2013-2022 年中国实体和网上药店 (含药品和非药品) 销售占比情况



资料来源：米内网，九州通公司公告，国投证券研究中心

**流通企业新零售业态布局持续扩张。**典型企业包括国药控股、上海医药、九州通等，其中国药控股及其子公司国药一致的国大药房布局持续推进，截止 2023 年底，国大药房总数超过 1.2 万家；九州通的好药师“万店加盟”已实现门店数量达到 17272 家，预计 2025 年超过 3 万家；重药控股、柳药集团、南京医药等在各自优势地区的零售布局也在持续扩张；上海医药的上药云健康提供以中国领先专业药房网络——“益药·药房”为基础的创新药全生命周期服务，目前，上药云健康拥有 200+家 DTP 药房及授权院边店，覆盖全国 25 省 66 市。

表3：医药流通企业零售药房布局

公司	药房总数(家)	品牌药房(家)	专业药房(家)	双通道药房(家)	统筹医保药房(家)
国药控股	12109	10516 (国大药房)	1593	1127	2937
上海医药	2000+	2000+ (包括华氏大药房、雷允上连锁药房、国风大药房、余天成药房、雷蒙大药房等)	200+ (DTP 药房及院边授权店)	-	-
华润医药	790	华润堂、德信行等品牌	272 (DTP 药房)	153	-
九州通	17272	好药师	-	-	-
国药一致	10516	10516 (国大药房)	-	397	3012
重药控股	923 (801 家社区健康药房)	-	122 (DTP 处方药房)、30+ (特病药房)	70+	-
柳药集团	763	763 (桂中大药房)	179 (DTP 药房)	-	-
南京医药	550+	550+ (百信药房等 10 家区域品牌连锁)	135	-	-
人民同泰	直营门店 391 家	391 (人民同泰、新药特药)	15	8	68
鹭燕医药	256	-	81	38	-

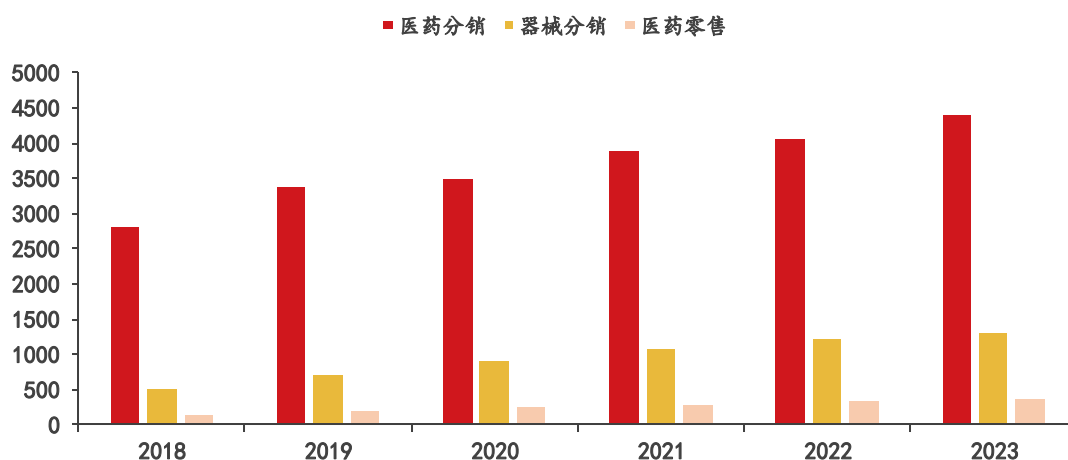
资料来源：各公司公告，各公司官网，国投证券研究中心，备注：数据截止 2023 年 12 月

## 2. 医药流通公司业务布局情况

### 2.1. 国药控股：医药商业龙头，批零一体化优势领先

国药控股为国内医药商业龙头，批零一体化布局处于行业领先地位。国药控股 2009 年 9 月在香港上市，公司下辖 1100 余家子公司（含国药股份、国药一致两家 A 股上市公司），公司已逐步成长为行业龙头，构建了以药械流通服务为核心，涵盖药械制造、化学试剂、医疗服务、产融结合等多个领域的全供应链一体化生态圈。2023 年公司实现营业总收入 5965.70 亿元，同比增长 8.05%，归母净利润 90.54 亿元，同比增长 6.19%。2018-2023 年，公司医药分销、器械分销、医药零售三大业务板块收入 CAGR 分别 9.43%、21.35%、19.24%。

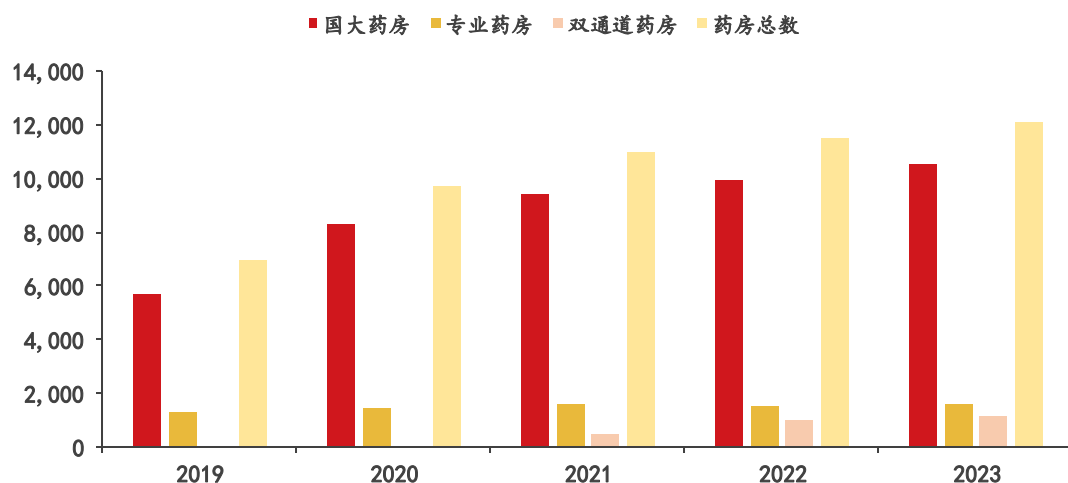
图14. 国药控股业务线收入拆分（单位：亿元）



资料来源：Wind，国投证券研究中心

零售药房总数超过 1.2 万家，持续拓宽商业布局。根据公司业绩演示材料，2023 年公司零售药房总数达到 12109 家，其中，国大药房 10516 家 (+1203)、专业药房 1593 家 (+153)、双通道药房 1127 家 (+244)。根据《2022 年药品流通行业运行统计分析报告》，以销售总额计，国大药房排名全国药品零售企业第一位。我们认为，凭借分销+零售一体化布局，公司有望在行业集中度加速提升的背景下充分受益，龙头优势逐渐凸显。

图15. 国药控股零售药房数量拆解（单位：家）

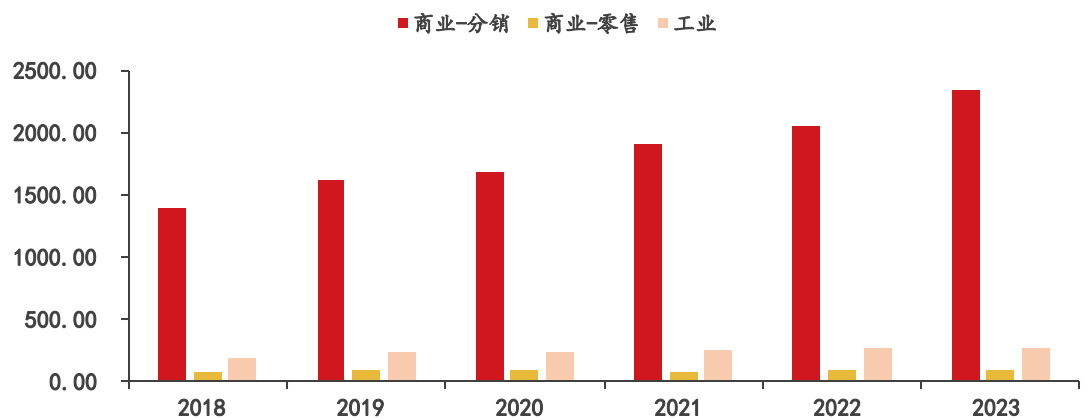


资料来源：国药控股公司公告，国投证券研究中心

## 2.2. 上海医药：商业板块发展稳健，新药兑现加码工业

上海医药是国内同时覆盖医药商业和工业的龙头厂商之一，2010-2011 年公司分别在 A 股及 H 股上市，此后公司开始大力扩展医药商业版图，同时聚焦工业发展，目前公司旗下业务线包括商业流通、商业零售、医药工业（创新药、仿制药、中药等）三大板块。2023 年公司实现营业总收入 2602.95 亿元，同比增长 12.21%，受一次性特殊损益影响，归母净利润 37.68 亿元，同比下滑-32.92%，扣除一次性特殊损益后归母净利润 49.19 亿元，同比增长 2.99%。其中，工业板块贡献利润 21.16 亿元，商业板块贡献利润 33.50 亿元，主要参股企业贡献利润 5.38 亿元。2018-2023 年，公司商业分销、零售、医药工业板块收入 CAGR 分别 10.89%、4.81%、6.17%。

图16. 上海医药各业务线收入情况（单位：亿元）



资料来源：Choice，国投证券研究中心

**创新药管线梯队丰富，多个品种进入收获期。**根据公司 2023 年年报，公司新药在研管线共 68 项，其中，创新药 55 项（含美国临床 II 期 3 项），改良型新药 13 项，创新药已有 3 项提交 pre-NDA 或上市申请，包括针对艾滋慢性异常免疫激活适应症的 1008-A，新一代口服非肽类小分子肾素抑制剂 1001 片（SPH3127，化药 1 类）针对高血压的 NDA 上市申请已于 2023 年 6 月获受理，新一代钾离子竞争性酸阻断剂口服新药 X842 针对反流性食管炎的 NDA 上市申请已于 2023 年 2 月获受理。此外，公司有 4 项创新药处于关键性研究或临床 III 期阶段，有望陆续兑现。我们认为，依托医药商业的渠道优势，公司创新药布局未来有望成为工业板块的重要增长点，加速兑现商业化值得期待。

表4：上海医药在研创新药管线

治疗领域	药品名称/代号	适应症	截至报告期末在中国及其他国家的研发进展
消化代谢	X842	反流性食管炎	NDA
心血管	1001	原发性轻、中度高血压	NDA
精神神经	SRD4610	肌萎缩侧索硬化症	pre-NDA
肿瘤	BCD-100	宫颈癌	临床 III 期
肿瘤	BCD-100	非小细胞肺癌	临床 III 期
自身免疫	BCD-085	银屑病	临床 III 期
自身免疫	BCD-085	强直性脊柱炎	临床 III 期
感染	1008-A	艾滋慢性异常免疫激活	临床 II 期，已完成
消化代谢	1001-A	糖尿病肾病	临床 II 期
自身免疫	1001-B	溃疡性结肠炎	临床 II 期
肿瘤	1022	晚期实体瘤/脂肪肉瘤	美国，临床 II 期
肿瘤	1022 联合用药	脂肪肉瘤	临床 I 期
肿瘤	1022 联合用药	乳腺癌一线治疗	美国，临床 II 期
肿瘤	1022 联合用药	乳腺癌后线治疗	临床 II 期

肿瘤	I022 联合用药	乳腺癌脑转移	临床 II 期
肿瘤	I036	尤文氏肉瘤	临床 IIa 期
精神神经	I037	急性缺血性脑卒中	临床 II 期
感染	百纳培南	抗感染	临床 II 期
肿瘤	B013	乳腺癌	临床 II 期
消化代谢	S1006	肠易激综合征	加拿大/美国, 临床 II 期
自身免疫	I008	类风湿	临床 II 期
肿瘤	B003	乳腺癌	临床 II 期
心血管	注射用丹酚酸 A	冠心病心绞痛	临床 II 期
肿瘤	I025-A	HER2 阳性晚期乳腺癌	临床 I 期
自身免疫	B001-C	视神经脊髓炎	临床 I 期
自身免疫	B007-A	膜性肾病	临床 I 期
肿瘤	B015 联合用药	晚期实体瘤	临床 Ib 期
肿瘤	B015	黑色素瘤	临床 I 期
肿瘤	安柯瑞	恶性腹腔积液	临床 I 期
呼吸系统	SV001	特发性肺纤维化	临床 I 期
肿瘤	I010	非小细胞肺癌	临床 I 期
肿瘤	I020	晚期实体瘤	临床 I 期
肿瘤	I022-K	晚期实体瘤	临床 I 期
肿瘤	B001	非霍奇金淋巴瘤	临床 I 期
肿瘤	B002	乳腺癌	临床 I 期
肿瘤	B006	渐变性大细胞淋巴瘤 (PTCL), 霍奇金淋巴瘤	临床 Ib 期
肿瘤	B007	非霍奇金淋巴瘤	临床 I 期
自身免疫	I035	炎症性肠病	获得临床批件
肿瘤	B019	白血病 (儿中心项目)	获得临床批件
消化代谢	WST01	代谢综合征	美国, 获得临床批件
肿瘤	WST04	实体瘤	获得临床批件
自身免疫	I039	炎症性肠病	获得临床批件
自身免疫	B001-A	多发性硬化	获得临床批件
肿瘤	B010-A	晚期肝癌	IIT
肿瘤	自体细胞免疫疗法	肺癌	IIT
精神神经	聪明汤	阿尔兹海默症	IIT
自身免疫	B007	天疱疮	IND
自身免疫	B007	重症肌无力	IND
肿瘤	B013	卵巢癌	IND
肿瘤	BCD-021	非小细胞肺癌, 结直肠癌	IND
精神神经	G012	阿尔兹海默症	IND
肿瘤	I031	肿瘤	pre-IND
精神神经	I040	抑郁症	pre-IND

资料来源: 公司年报, 国投证券研究中心, 备注: 数据截止 2023 年 12 月

### 2.3. 华润医药: 工商业双轮驱动, 内生外延扩张版图

华润医药 2016 年在港股上市, 是国内位列前三的医药商业龙头公司, 主业包括医药分销、制药 (中药、化药、生物药、保健品等)、零售业务。2023 年公司实现营业总收入 2447.0 亿元, 同比增长 12.2%, 归母净利润 38.5 亿元, 同比增长 10.1%, 其中, 制药业务收入 434.6 亿元 (+14.3%), 分销业务收入 2021.5 亿元 (+11.4%), 零售业务收入 95.8 亿元 (+26.2%)。2023 年, 公司持续扩张业务版图, 医药分销方面, 分销网络覆盖 28 个省份, 客户数量约 24 万家, 其中二、三级医院 10,667 家; 零售方面, 2023 年末共有零售药店 790 家, 其中包括 DTP 药房 272 家; 制药方面, 覆盖中药、化药、生物药、保健品等板块, 目前, 公司旗下拥有华润三九、华润双鹤、江中药业、昆药集团、东阿阿胶、博雅生物、紫竹药业等重点子公司, 在治疗领域方面, 几乎实现全科覆盖, 包括心脑血管、消化道、内分泌、呼吸科、骨科、医学营养、肠胃科、儿科、泌尿及生殖系统、皮肤科、血制品、治疗性输液、抗肿瘤、感冒止咳、抗感染等, 目前公司在产 796 个产品, 其中 435 个产品进入了国家医保目录, 205 个产品在基药目录内, 72 个产品年销售规模超过 1 亿元, 其中 7 个产品超过 10 亿元。

图17. 华润医药业务管线布局情况



资料来源：公司2023年度业绩演示材料，国投证券研究中心

## 2.4. 九州通：构建千亿流通平台，多增长极逐步显现

民营商业龙头转型升级成效显著，千亿商业平台未来可期。九州通是国内最大的民营医药商业企业，公司正在向“数字化+平台化+互联网化”方向转型，是行业内稀缺的“千亿级”医药供应链服务平台。公司推出“医药分销+物流配送+产品推广”的综合服务模式，已实现全品类采购、全渠道覆盖和全场景服务的业务布局，同时衍生出总代品牌推广业务、医药工业自产及OEM业务、新零售与万店加盟业务、医疗健康与技术增值服务、数字物流技术与供应链解决方案等新兴业务。

图18. 九州通主营业务“全链”服务模式图



资料来源：九州通公司公告，国投证券研究中心

**总代第二增长曲线发力，2023Q1-3 收入及毛利润双快增。**2023Q1-3 公司总代品牌推广业务收入达 119.65 亿元，同比增长 25.90%；毛利为 18.89 亿元，同比增长 41.49%。其中，药品收入 64.78 亿元，同比增长 32.35%，毛利为 16.20 亿元，同比增长 42.31%；器械收入 54.86 亿元，同比增长 19.05%；毛利为 2.69 亿元，同比增长 36.76%。截止 23Q3，公司药品总代品规数达 938 个（预计全年过亿品规 19 个），涵盖慢病、肿瘤、抗感染等全品类，器械总代品规 374 个，重点发展大外科、心脑血管介入、IVD 等领域，药械厂商均为国内外知名企业。

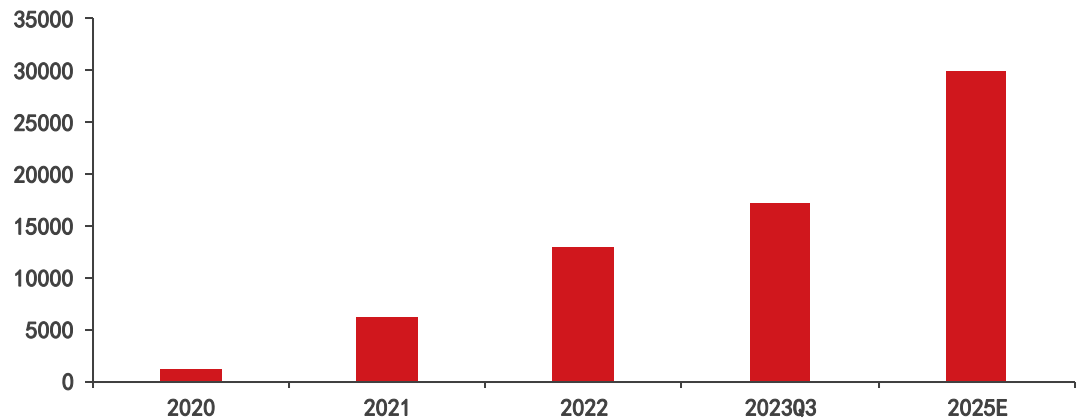
**表5：九州通总代品牌推广业务拆解**

分类	代理数量(个)	产品介绍	涉及的重点厂商
药品	938	包括慢病、肿瘤、抗感染等全品类，涉及临床和 OTC 全渠道	阿斯利康、拜耳、日本卫材、武田、浙江华海、浙江京新、正大天晴、东阳光、宜昌人福等
器械	374	重点包括大外科、心脑血管介入、IVD 等领域	强生、理诺珐、雅培、费森尤斯（血透）等

资料来源：九州通公司公告，国投证券研究中心

**好药师“万店加盟”持续推进，门店数已达 17272 家。**根据公司公告，2020 年公司旗下零售门店数量 1123 家，2023Q3 达到 17272 家，预计 2025 年将增长超过 3 万家。依托自身商业平台联动优势，政策驱动处方外流背景下，好药师加盟药店未来有望成为国内具有竞争力的零售药店品牌。

**图19.九州通好药师门店数量（单位：家）**



资料来源：九州通公司公告，国投证券研究中心

**公募 REITs 项目有序推进，盘活数百万平方米固定资产。**公司拟以拥有的约 330 多万平方米的医药物流仓储资产及配套设施为底层资产，分批发行公募 REITs，盘活固定资产。首批选取湖北部分医药物流仓储资产及配套设施作为入池资产，预计首次募集资金规模不超过 30 亿元，公司已于 23 年 10 月向国家发改委正式提交申报材料。公募 REITs 发行成功有望优化公司现金流，提升经营效率及盈利质量。

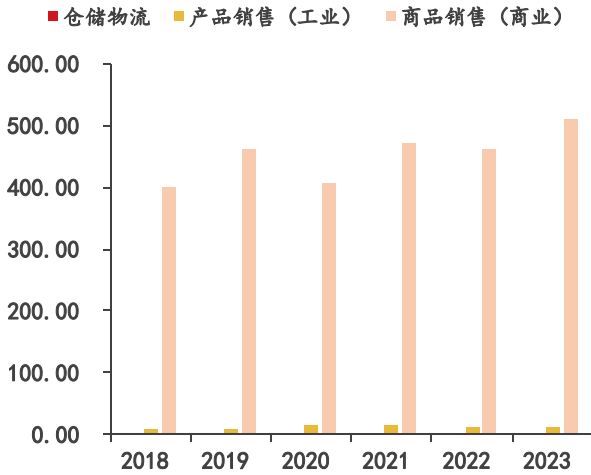
## 2.5. 国药股份：北京地区商业龙头，加速推进多元化发展

国药股份为国药控股旗下子公司，公司为北京地区医药商业龙头，优势领域为壁垒较高的精麻药品配送，是国内三家具备麻醉药配送资质的企业之一（国药股份、上海医药、重庆医药），且公司参股国内精麻药龙头企业宜昌人福，具备药品+流通的协同竞争力，目前麻精药业务覆盖全国 31 个省级区域，辐射 50000 余家全国麻精医疗客户。此外，公司着力实现多元化发展，通过子公司国瑞药业和国药特医布局医药工业，通过国药物流布局医药物流业务，通过国药前景布局口腔业务，通过新特药房布局零售业务。2023 年公司实现营业收入 496.96 亿元，同比增长 9.23%；归母净利润 21.46 亿元，同比增长 9.26%。其中，商业板块收入 510.64 亿元，同比增长 10.28%，工业板块 10.77 亿元，同比下滑 20.60%；分地区来看，北京地区收



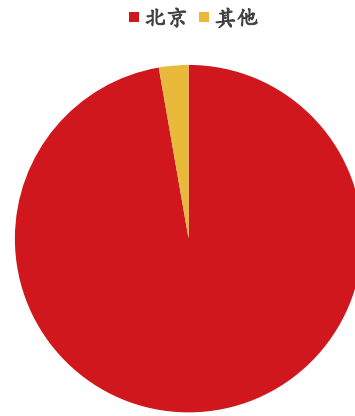
入占比 97.25%。我们认为，公司立足于精麻药+流通的基本盘，且在发达地区占据优势，逐步推进多元化发展有望创造更多增长点。

图20. 公司各业务线收入情况（单位：亿元）



资料来源：choice，国投证券研究中心

图21. 公司地区业务收入占比（2023年）

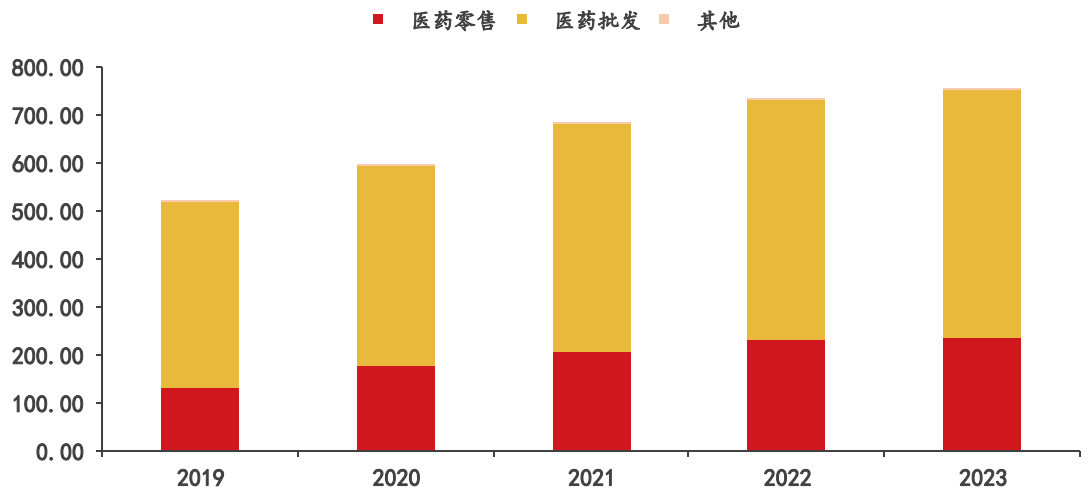


资料来源：choice，国投证券研究中心

## 2.6. 国药一致：两广商业龙头，分销和零售双轮驱动

国药一致为国药控股旗下控股子公司，公司立足广东、广西优势区域，流通业务布局辐射全国。截至2023年底，公司分销业务覆盖两广二、三级医疗机构1110家、基层机构8373家、零售终端客户（连锁药店、单店、医院自费药房）6155家，目前公司的药品、器械、耗材分销，零售直销和零售诊疗在两广地区保持领先，同时，公司不断整合分销和物流业务，深度渗透终端市场，完善阶梯式配送网络布局，打造智慧型供应链，致力于成为中国南区医药商业领军企业；零售方面，旗下国大药房行业领先，截至2023年12月，国大药房总数达到10516家，连锁网络遍布20个省市自治区，覆盖国内超过160个城市。其中，直营门店8,528家，加盟门店1,988家。2023年公司实现营业收入754.77亿元，同比增长2.77%；归母净利润15.99亿元，同比增长7.57%。2019-2023年，分销、零售业务收入CAGR分别为7.41%、15.74%。我们认为，公司作为两广地区医药商业领军企业，品牌连锁药房布局有望持续受益于处方外流趋势，批零双轮驱动下，有望保持长期稳健增长。

图22. 公司各业务线收入情况（单位：亿元）

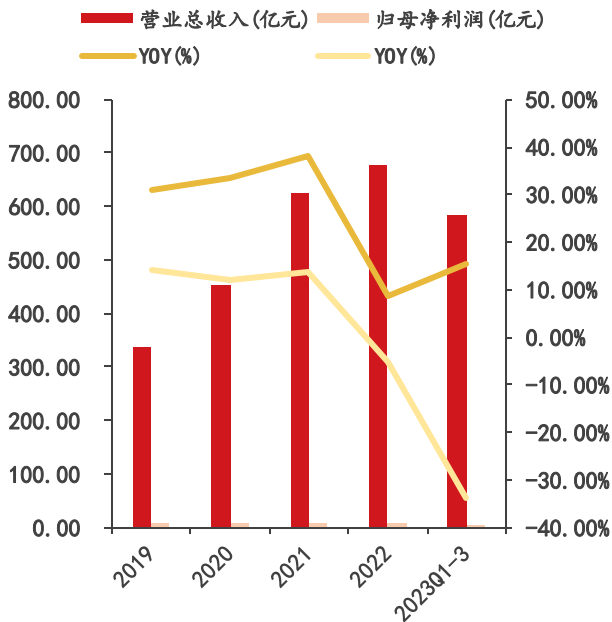


资料来源：choice，国投证券研究中心

## 2.7. 重药控股：从西部走向全国，资源整合有望带来赋能

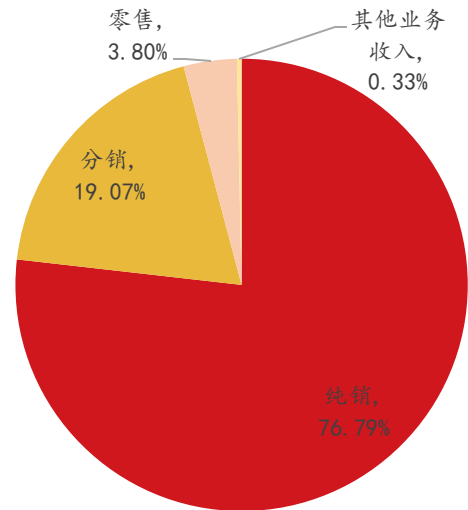
重药控股成立于 1999 年，经历多年发展，公司逐渐从西南地区走向全国，公司旗下拥有全级次分子公司 220 余家，布局在全国 30 个省、市、自治区及特别行政区，销售规模持续提高，在重庆、青海、陕西、甘肃、贵州、宁夏等地区优势明显。公司业务管线覆盖医药批发（包含纯销、分销两部分）、医药零售、医药工业等，2023H1 公司医药纯销、分销、零售业务占比 76.79%、19.07%、3.80%。2024 年 2 月，重药控股及中国医药发布公告，通用技术集团（中国医药控股股东）正在与重庆化医（对重庆医药持股比例 51%）开展关于重庆医药（对重药控股持股比例 38.47%）的战略整合事宜，本次整合或将导致重庆医药的控股股东和实际控制人变更为通用技术集团，进而导致重药控股的实控人发生变更（通用技术集团持有重庆医药 22.00% 的股权，中国医药持有重庆医药 27.00% 的股权），此举有望实现流通公司资源整合，赋能公司长期发展。我们认为，下一阶段公司有望以资源整合为锚，加速走向全国。

图23. 重药控股历年业绩情况



资料来源: choice, 国投证券研究中心

图24. 2023H1 重药控股各业务线收入占比



资料来源: 公司公告, 国投证券研究中心

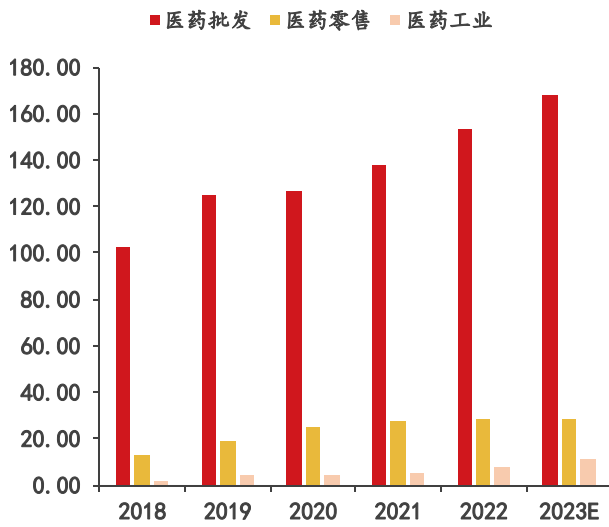
## 2.8. 柳药集团：批零一体化稳健，中药工业值得期待

公司在广西地区的医药商业布局领先，主业包括医药批发、零售和工业，2018-2023E 批发、零售、工业收入 CAGR 分别为 10.43%、16.65%、46.85%，工业板块近年来表现亮眼，2023 年贡献归母净利润占比 24.25%。

公司在工业板块主要围绕中药布局，开展中药饮片生产加工，中成药、中药配方颗粒等现代中药产品生产研发，旗下子公司仙莱中药科技、仙莱制药、康晟制药、万通制药等构成公司医药工业体系。

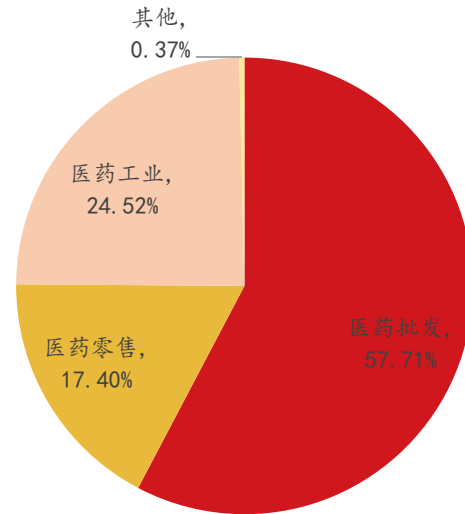
零售方面，子公司桂中大药房及其旗下药店快速发展，布局广西核心区域，包括 DTP 药店、医保双通道药店、慢病药店等特殊药店在内，开展处方外延、慢病管理、网上药店等创新业务，线上+线下融合发展。截至 2023H1，桂中大药房旗下拥有药店 763 家，其中，DTP 药店（含院边店）179 家，公司目前在广西的 DTP 药店、医保双通道药店数量领先同行。我们认为，公司立足于广西地区，扎根内生，并逐步向外拓展的战略趋势明朗，中药工业有望成为未来重要增长极。

图25. 柳药集团各业务线收入拆分 (单位: 亿元)



资料来源: choice, 公司公告, 国投证券研究中心, 备注: 2023 年数据来自公司 2023 年年度业绩快报

图26. 2023E 柳药集团各业务线归母净利润占比



资料来源: 公司公告, 国投证券研究中心, 备注: 2023 年数据来自公司 2023 年年度业绩快报

## 2.9. 百洋医药: 品牌运营逐步兑现, 有望打开增长空间

百洋医药 2021 年创业板上市, 公司重点聚焦品牌运营业务, 充分实现上游药厂与下游医院、药店及患者的链接, 医药品牌运营商业平台竞争力强劲。对接的上游厂商包括罗氏制药、阿斯泰来、阿斯利康等全球知名跨国企业, 目前公司已在 OTC 及大健康、OTX 等处方药、肿瘤等重症药、高端医疗器械四大品类形成多品牌矩阵, 相关领域产品也在不断增加, 除拥有迪巧、泌特等核心品牌外, 2023 年新增诺华的维全特、苏州同心的全磁悬浮人工心脏等重磅产品; 链接的下游渠道方面, 公司品牌运营以零售渠道为特色, 实现全渠道布局, 在零售终端、主流医院、电商以及基层/深度市场等均具有专业的团队覆盖, 营销模式成熟, 推广能力强劲。

表6: 百洋医药主营业务情况

业务类别	主要服务内容	主要产品或业务
品牌运营业务	提供消费者教育、产品学术推广、营销策划、商务接洽、产品分销、流向跟踪、供应链管理等服务	运营迪巧、泌特、海露、阿斯泰来系列、罗氏系列及新品类功效型护肤品: 克奥妮斯、艾思诺娜、传哲诺等及自有品牌纽特舒玛等品牌
批发送业务	提供医药产品的批发、配送	配送药品、中药饮片、医疗器械、诊断试剂、医用耗材等
零售业务	通过自有药房、网上药店进行零售	销售医药、医疗器械、保健食品、化妆品等

资料来源: 公司公告, 国投证券研究中心

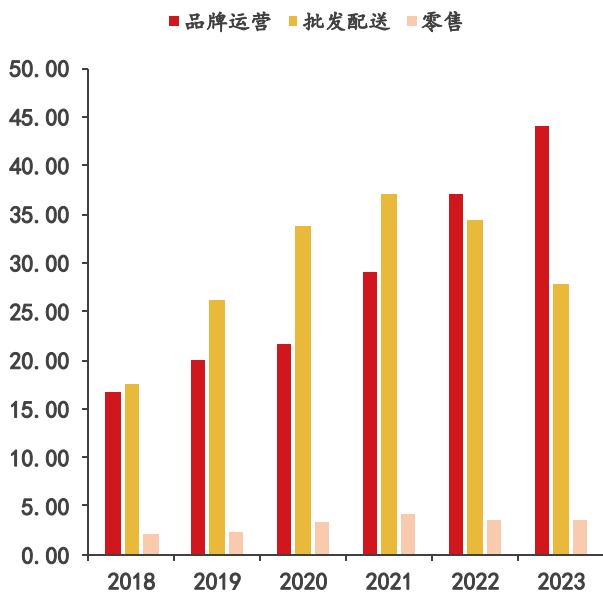
图27. 百洋医药品牌运营业务



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

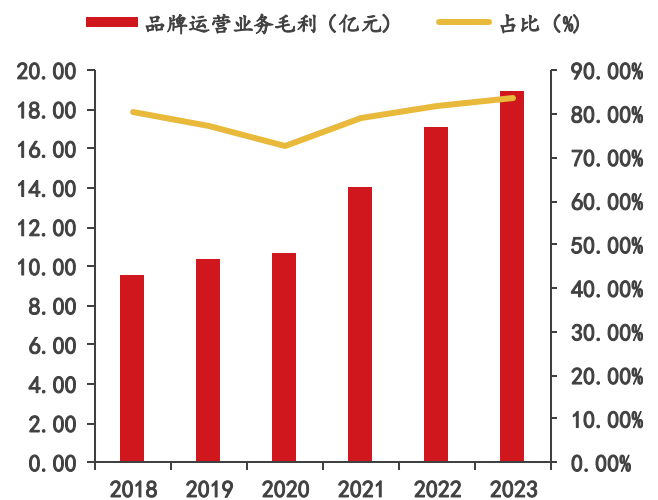
品牌运营收入快速增长，毛利占比超过 80%。公司品牌运营业务收入快速增长，2018-2023 收入 CAGR 为 21.36%，目前为公司第一大收入来源；毛利方面，品牌运营贡献毛利占比超过 80%。我们认为，在 CSO 行业有望加速增长的背景下，公司作为实力强劲的医药 CSO 平台，或将打开广阔增长空间。

图28. 百洋医药各业务线收入拆分（单位：亿元）



资料来源：百洋医药公司公告，国投证券研究中心

图29. 百洋医药品牌运营业务毛利



资料来源：百洋医药公司公告，国投证券研究中心

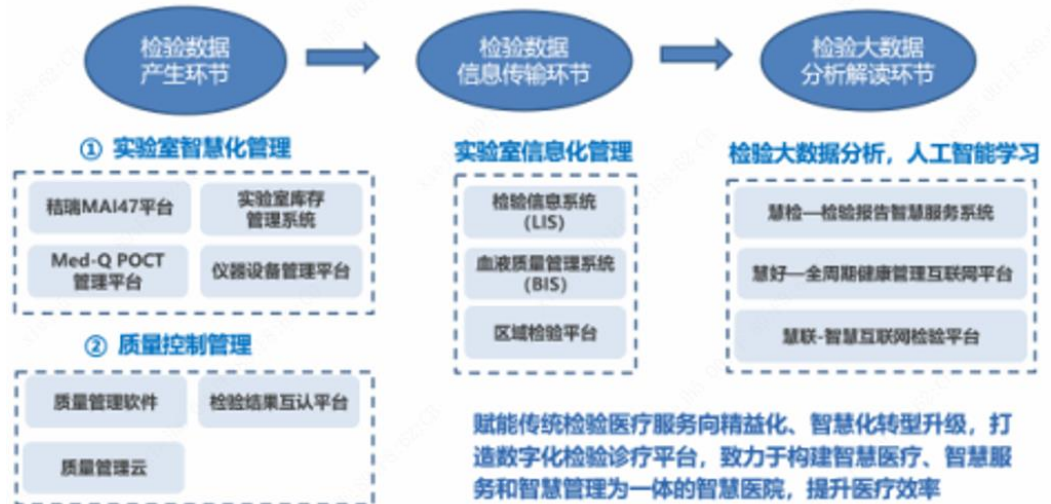
## 2.10. 润达医疗：IVD 工商一体化领军者，AI 业务前景广阔

润达医疗 2015 年 A 股上市，是国内 IVD 流通与服务领域，链接上游 IVD 生产商，致力于为下游各级医疗机构、体检及疾控中心等客户提供检测综合服务、IVD 产品、数字化检验信息系统服务的领军企业。公司业务线包括检测综合服务和工业两大板块，作为检测综合服务平台，公司基于下游医疗机构客户的检测服务需求，为其提供全方位综合服务，帮助客户实现精细化管理，降低综合运营成本，提升医疗效率和诊断服务水平。

工业板块，公司深耕 IVD 产品研发及制造、数字化检验信息系统业务，自有涵盖糖化、质控、质谱、生化、POCT 等多个技术领域的 IVD 产品布局。公司已累计为全国 4,000 余家各级医疗机构提供专业的体外诊断产品和技术服务支持，服务客户数量位居行业前列。

数字化方面，公司聚焦智慧检验，打造数字化检验平台，以大数据、人工智能技术为基础，在临床检验信息管理、实验室智慧化管理、质量控制管理、检验大数据分析解读各环节赋能传统检验医疗服务向精益化、智慧化转型升级，致力于实现数字化检验诊疗，目前，公司已开发出针对实验室智慧化管理及实验室质量控制管理的多款数字化及 AI 产品，具有良好的应用前景。

图30. 润达医疗数字化检验信息系统业务



资料来源：润达医疗公司公告，国投证券研究中心

## 2.11. 康哲药业：依托商业竞争力，新品种有望持续兑现

康哲药业深耕中国医药市场三十载，公司以医药商业化起家，逐步拓展创新药布局，目前已构建心脑血管/消化、皮肤/医美、眼科三大业务板块，并扩展东南亚业务板块。创新品种方面，公司拥有约 30 款具备差异化的创新管线产品，依托商业化核心竞争力，公司创新产品有望陆续兑现，此外，公司加速东南亚市场布局，依托专业、经验丰富的本土管理团队，逐步搭建“产品引进、开发、生产、制剂 CDMO、销售推广”为一体的系统化、平台化业务运营体系，有望开拓新增长点。我们认为，公司作为国内 CSO 领军企业，创新转型过程中，存量品种虽然受到集采等因素影响业绩或将阶段性承压，但依托强大的商业化能力，新品种陆续兑现可期。

图31. 康哲药业创新品种管线梳理

產品	權利區域**	適應症	臨床試驗批准	註冊性臨床	上市申請	已上市	主要獲批地區**			
							中國	美國	歐洲	日本
地西洋鼻噴霧劑	中國	六歲及以上兒童和成人癲癇患者的遲發性癲癇發作 / 急性反復性癲癇發作的急性治療。其與患者通常的癲癇發作模式不同，表現為惡歇、刻板、頻繁的癲癇發作特點	中國	中國	中國	中國	中國	中國	中國	中國
替瑞奇珠單抗注射液 (生物製劑)	中國	適合系統治療或光療的中度至重度斑塊狀銀屑病成人患者	中國	中國	中國	中國	中國	中國	中國	中國
甲氨蝶呤注射液	中國	對其他治療方法 (光療方法、PUVA 和維 A 酸) 無充分治療反應的成人嚴重、頑固、致殘性銀屑病	中國	中國	中國	中國	中國	中國	中國	中國
亞甲藍腸溶釋片	中國	成人活動性類風濕關節炎	中國	中國	中國	中國	中國	中國	中國	中國
德度司他片	中國	作為診斷劑，用於在接受篩查或結腸鏡檢查監測的成人患者中增強結直腸病變的可視化	中國	中國	中國	中國	中國	中國	中國	中國
0.09% 環孢素滴眼液	中國	慢性腎病患者的貧血	中國	中國	中國	中國	中國	中國	中國	中國
PLENITY	中國	增加干燥性角膜炎 (乾眼) 患者淚液分泌	中國	中國	中國	中國	中國	中國	中國	中國
拉坦前列素滴眼液	中國	結合飲食與運動，幫助 BMI 為 25-40kg/m <sup>2</sup> 的成年人進行體重管理	中國	中國	中國	中國	中國	中國	中國	中國
拉坦前列素滴眼液	中國	降低開角型青光眼或高眼壓患者的眼內壓升高	中國	中國	中國	中國	中國	中國	中國	中國
羅可替尼乳膏*	中國	12 歲及以上成人和兒童非節段型白癜風患者的局部治療	中國	中國	中國	中國	中國	中國	中國	中國
左乙拉西坦緩釋片	中國	傳統外用處方療法不可取或不能充分控制病情之 12 歲及以上成人和兒童非免疫功能低下的輕中度濕疹 (特應性皮炎) 患者的外用局部短期和非持續性慢性治療	中國	中國	中國	中國	中國	中國	中國	中國
膀胱灌注用卡介苗 (生物製劑)	中國	癲癇局灶性發作的輔助治療	中國	中國	中國	中國	中國	中國	中國	中國
PoNS	中國	非侵襲性尿路上皮膀胱癌，包括原位癌的治愈性治療，以及預防性治療疾病復發	中國	中國	中國	中國	中國	中國	中國	中國
PoNS	中國	輕度至中度創傷性腦損傷所致的慢性平衡障礙	中國	中國	中國	中國	中國	中國	中國	中國

產品	權利區域**	適應症	臨床前	臨床試驗批准	I 期	II 期	III 期	上市申請**

產品	權利區域**	適應症	臨床前	臨床試驗批准	I 期	II 期	III 期	上市申請**

資料來源：公司年報，國投證券研究中心，備註：數據截止 2023 年 12 月

### 3. 风险提示

- 1) **国企改革进程不及预期：**上一阶段即 2020 年-2022 年的国企改革已收关，2023 年新一轮国企改革再出发，对企业的经营质量提出了更高的要求，可能存在改革进程较为缓慢以及各公司改革的实际推行难度较大进而使得整体改革成果不及预期的风险。
- 2) **医药流通行业竞争加剧的风险：**目前医药流通行业仍然呈现集中度提升趋势，可能存在行业竞争加剧进而导致部分企业被挤压市场份额，发展进度迟滞。
- 3) **流通公司新业务发展不及预期的风险：**两票制以及集采推行以来，流通商利润空间受到压缩，各企业谋求转型升级以及开拓新业务，可能存在前期投入过大但新业务却发展不及预期进而导致流通公司面临较大经营问题的风险。

## 1. 行业评级体系

收益评级：

领先大市 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%及以上；

同步大市 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%及以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 2. 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 3. 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。



## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034