



Research and
Development Center

“两广分销+全国零售” 双网布局，“提质增效” 加速业绩增长

—国药一致(000028)公司深度报告

2024 年 04 月 30 日

唐爱金 医药行业首席分析师
S1500523080002
tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师
S1500524030003
zhangzhongtao@cindasc.com

证券研究报告

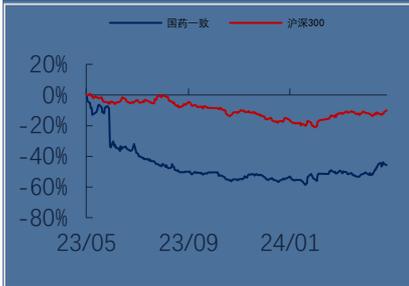
公司研究

公司深度报告

国药一致 (000028)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	34.81
52 周内股价波动区间 (元)	64.00-26.48
最近一月涨跌幅 (%)	15.49
总股本 (亿股)	5.57
流通 A 股比例 (%)	98.52
总市值 (亿元)	193.74

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

“两广分销+全国零售”双网布局，“提质增效”加速业绩增长

2024 年 04 月 30 日

报告内容摘要：

- ◆**核心投资逻辑：**我们认为国药一致具备“戴维斯双击”潜质。在估值方面，国药一致当前 PE-TTM 估值约为 12 倍（近 5 年 PE-TTM 平均估值约为 13 倍，中特估 PE 估值峰值约 17 倍），当前估值仍存弹性空间。在业绩潜力方面，2023 年国大药房净利率为 2.16%（同比提升 0.71 个百分点），而可比公司净利率均值均维持在 5% 以上，叠加公司持续推进国大药房产品结构优化以及提质增效进程，未来国大药房净利率提升仍有潜力。
- ◆**两广分销“一体两翼”振翅飞：**公司在两广区域二三级医疗机构覆盖率接近 80%，医药分销业务规模位居首位，在各细分市场保持行业领先。近 6 年公司分销业务收入复合增速约为 10%，其中器械耗材业务增长迅速、营收占比逐年提升，子公司国控广州、国控广西盈利能力稳健。公司现根据“一体两翼”的发展战略进行转型创新，向数字化、多元化综合服务转型。
- ◆**国大药房全国布局，盈利能力提升潜力较大：**截至 2023 年末国大药房网络遍布 20 个省市自治区，覆盖国内超过 160 个城市。近 6 年公司零售业务收入复合增速约为 17%，期间门店总数复合增速约为 20%，但华东、华南和华东区域盈利能力提升潜力较大。从品类结构上看，国大药房处方药占比较高（2023 年处方药占比约 57%），而高毛利品种非药品和中药材占比较低，未来国大药房或可优化品类结构从而改善整体盈利能力。
- ◆**四大联营企业创造稳健投资收益：**国药一致工业投资的企业主要包括国药现代（公司持股 12.46%，国药现代是国药集团旗下统一的化学制药工业平台）、致君坪山（公司持股 49%，致君坪山聚焦现代中药产业&高端化药制剂）、国药致君（公司持股 49%，国药致君聚焦抗感染板块）、万乐药业（公司持股 35.19%，万乐药业是抗肿瘤药物开发生产平台）。从投资收益构成上看，2023 年国药现代贡献投资收益 29%，致君坪山贡献 26%，国药致君贡献 23%，而万乐药业贡献 22%。
- ◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 806.88 亿元、862.68 亿元、922.51 亿元，同比增速分别为 7%、7%、7%，实现归母净利润分别为 17.89 亿元、19.82 亿元、22.43 亿元，同比分别增长 12%、11%、13%，对应当前股价 PE 分别为 11 倍、10 倍、9 倍。考虑公司当前估值存在弹性空间，叠加国大药房产品结构优化&提质增效加速，未来国大药房利润率有望逐年提升。首次覆盖，给予公司“买入”投资评级。
- ◆**风险因素：**两广区域分销业务竞争加剧、应收账款回收不及时、零售业务竞争加剧、零售门店扩张不及预期、提质增效不及预期。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	73,443	75,477	80,688	86,268	92,251
增长率 YoY %	7.4%	2.8%	6.9%	6.9%	6.9%
归属母公司净利润 (百万元)	1,487	1,599	1,789	1,982	2,243
增长率 YoY %	11.2%	7.6%	11.9%	10.8%	13.2%
毛利率 %	12.2%	12.0%	12.2%	12.3%	12.5%
净资产收益率 ROE %	9.2%	9.2%	9.3%	9.4%	9.6%
EPS(摊薄)(元)	2.67	2.87	3.21	3.56	4.03
市盈率 P/E(倍)	13.03	12.11	10.83	9.78	8.64
市净率 P/B(倍)	1.20	1.11	1.01	0.91	0.83

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 4 月 29 日收盘价

投资聚焦

1. 两广区域医药分销领导者，“一体两翼”战略巩固公司竞争优势

公司在两广区域二三级医疗机构覆盖率接近 80%，医药分销业务规模位居首位，在各细分市场保持行业领先。近 6 年公司分销业务收入复合增速约为 10%，其中器械耗材业务增长迅速、营收占比逐年提升，子公司国控广州、国控广西盈利能力稳健。公司现根据“一体两翼”的发展战略进行转型创新，向数字化、多元化综合服务转型。

2. 国大药房全国布局，产品结构优化&降本增效助力盈利能力持续提升

截至 2023 年末，公司下属国大药房连锁网络遍布 20 个省市自治区，覆盖国内超过 160 个城市。近 6 年公司零售业务收入复合增速约为 17%，期间门店总数复合增速约为 20%，但华东、华南和华中区域盈利能力提升潜力较大。从品类结构上看，国大药房处方药占比较高（2023 年处方药占比约 57%），而高毛利品种非药品和中药材占比较低，未来国大药房或可优化品类结构从而改善整体盈利能力。自 2017 年取消药品加成，叠加药占比政策推行，国大药房处方外流速度有所提升。依靠国药集团在医药流通方面的影响力，未来国大药房处方外流速度及对应的处方药零售占比有望进一步提升。

3. 四大联营企业创造稳健投资收益，化药领域多平台布局

国药一致工业投资的企业主要包括：国药现代（公司持股 12.46%，国药现代是国药集团旗下统一的化学制药工业平台）、致君坪山（公司持股 49%，致君坪山聚焦现代中药产业&高端化药制剂）、国药致君（公司持股 49%，国药致君聚焦抗感染板块）、万乐药业（公司持股 35.19%，万乐药业是抗肿瘤药物开发生产平台），覆盖抗感染、呼吸系统用药、保健品、中成药及抗肿瘤药等领域的研发、生产及销售。从投资收益构成上看，2023 年国药现代贡献投资收益 29%，致君坪山贡献 26%，国药致君贡献 23%，而万乐药业贡献 22%。

一、深耕两广医药分销，国大药房全国布局，工业投资稳中有进.....	6
1.1 医药分销业务深耕两广区域，医药零售业务全国布局.....	6
1.2 国药控股为公司控股股东，子公司业务布局清晰.....	7
1.3 医药分销&医药零售业务持续稳健增长，现金流状况良好.....	8
二、分销业务：深耕两广区域，“一体两翼”战略稳固行业地位.....	10
2.1 两广区域二三级医疗机构覆盖率近80%，近6年分销业务复合增速达10%.....	10
2.2 国控广州：广东药械分销市场行业龙头，国药一致分销运营总部管控者.....	12
2.3 国控广西：广西区域一体化管控平台，盈利能力高于国控广州.....	15
2.4 “一体两翼”振翅飞，多元化综合服务持续升级.....	18
三、零售业务：万店连锁全国化布局，盈利能力存较大优化空间.....	20
3.1 万店连锁全国化布局，国大药房盈利能力存提升空间.....	20
3.2 盈利优化趋势：华东&华南&华中区域存较大优化空间，品种结构优化亦可改善毛利率.....	21
3.3 处方外流大势所趋，国大药房或可把握良机突破.....	24
四、工业投资：四大联营企业创造稳定投资收益.....	26
4.1 国药现代：国药集团旗下统一的化学制药工业平台，公司参股12.46%.....	26
4.2 万乐药业：抗肿瘤药物开发生产平台，公司参股35.19%.....	27
4.3 国药致君：聚焦抗感染板块，国药现代控股51%，国药一致持股49%.....	27
4.3 致君坪山：聚焦现代中药产业&高端化药制剂，国药现代控股51%，国药一致持股49%.....	28
五、“一利五率”考核持续驱动央企提质增效，“戴维斯双击”可期.....	30
5.1 2024年央企发展目标：“一利”稳定增长，“五率”持续优化.....	30
5.2 国药系中特估复盘：国药一致估值提升空间弹性较大.....	31
5.3 国药系商业公司仅国药控股于2016年提出股权激励方案.....	31
六、盈利预测、估值与投资评级.....	32
6.1 业务拆分.....	32
6.2 估值与投资评级.....	33
七、风险因素.....	34

表目录

表1：国药一致及可比公司资产负债率对比.....	9
表2：国药一致及可比公司应收账款周转天数对比.....	9
表3：国大药房各区域净利率及毛利率构成.....	22
表4：国大药房及可比公司净利率对比.....	23
表5：国大药房及可比公司毛利率对比.....	23
表6：近年央企经营指标体系汇总.....	30
表7：中特估国药系标的估值体系.....	31
表8：2016年国药控股股权激励方案回顾.....	31
表9：国药一致业务拆分.....	32
表10：可比公司估值.....	33

图目录

图1：国药一致业务结构示意图.....	6
图2：国药一致发展历程.....	7
图3：国药一致股权结构示意图.....	7
图4：公司近年营收变动趋势.....	8
图5：公司近年业务构成变动趋势.....	8
图6：公司近年归母净利润变动趋势.....	8
图7：公司近年扣非归母净利润变动趋势.....	8
图8：公司近年毛利率、净利率变动趋势.....	9
图9：公司近年期间费用率变动趋势.....	9
图10：公司近年分销收入变动趋势.....	10
图11：公司近年分销业务结构变动.....	10
图12：公司近年分销业务毛利率和净利率变动.....	11
图13：公司近年分销细分业务毛利率情况.....	11
图14：公司近年医院渠道覆盖情况.....	11
图15：公司近年院外渠道覆盖情况.....	11
图16：公司近年品类结构变动趋势.....	12
图17：公司近年药品及器械增长分析.....	12
图18：公司分销业务在广东销售网点分布概况.....	13

图 19: 国控广州发展历程回顾	13
图 20: 国控广州近年营收变动趋势	14
图 21: 国控广州近年净利润及净利率走势	14
图 22: 广州医药近年营收变动趋势	14
图 23: 广州医药近年净利润及净利率走势	14
图 24: 近年广东医药分销市场规模及变动趋势	15
图 25: 广西销售网点分布概况	16
图 26: 国控广西营收变动趋势	16
图 27: 国控广西净利润及净利率变化趋势	16
图 28: 柳药集团近年营收变动趋势	17
图 29: 柳药集团近年净利润及净利率走势	17
图 30: 广西分销市场规模+变动趋势	17
图 31: 分销业务“一体两翼”战略部署	18
图 32: 分销业务专业化药房数量变动趋势	19
图 33: 创新业务布局思路	19
图 34: 公司近年零售收入变动趋势	20
图 35: 近年门店总数变动趋势	20
图 36: 公司近年直营&加盟营收构成	21
图 37: 近年直营&加盟门店变动趋势	21
图 38: 公司近年国大药房净利润变动	21
图 39: 零售业务毛利率和国大药房净利率趋势	21
图 40: 国大药房全国布局版图	22
图 41: 国大药房各区域营收占比	22
图 42: 国大药房品类结构变动趋势	24
图 43: 可比公司品类结构	24
图 44: 可比公司各品类毛利率情况	24
图 45: 公司近 5 年医保门店占比	25
图 46: 双通道药店数量	25
图 47: 近年三大终端销售额占比变动	25
图 48: 近年处方药零售占比变动	25
图 49: 近年联营企业投资收益变动趋势	26
图 50: 近年联营企业投资收益构成	26
图 51: 近年国药现代营收变动趋势	26
图 52: 近年国药现代归母净利润变动趋势	26
图 53: 近年万乐药业营收变动趋势	27
图 54: 近年万乐药业净利润变动趋势	27
图 55: 国药致君的股权架构图	27
图 56: 国药致君核心产品结构	28
图 57: 近年国药致君营收变动趋势	28
图 58: 近年国药致君净利润变动趋势	28
图 59: 致君坪山核心产品结构	29
图 60: 近年致君坪山营收&净利润变动趋势	29
图 61: 近年致君坪山净利率变动趋势	29
图 62: 近 5 年公司 PE-TTM 估值变动	33

一、深耕两广医药分销，国大药房全国布局，工业投资稳中有进

1.1 医药分销业务深耕两广区域，医药零售业务全国布局

公司是国药集团全国唯一医药零售整合平台，目前公司业务涵盖“医药分销+医药零售+工业投资”全产业链条。在医药分销领域，公司主要立足于两广地区，截至2023年末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，目前公司在两广区域药品和器械耗材分销、零售直销和零售诊疗等细分市场保持行业领先。在医药零售领域，子公司国大药房是国内销售规模领先的医药零售企业，截至2023年末国大药房门店总数已达到10516家，连锁网络遍布20个省市自治区，覆盖超过160个城市。在工业投资领域，公司主要参股工业企业包括国药致君深圳制药有限公司、国药致君深圳坪山制药有限公司、深圳致君医药贸易有限公司、深圳万乐药业有限公司，覆盖抗感染、呼吸系统用药、保健品、中成药及抗肿瘤药等领域的研发、生产及销售。

图1：国药一致业务结构示意图

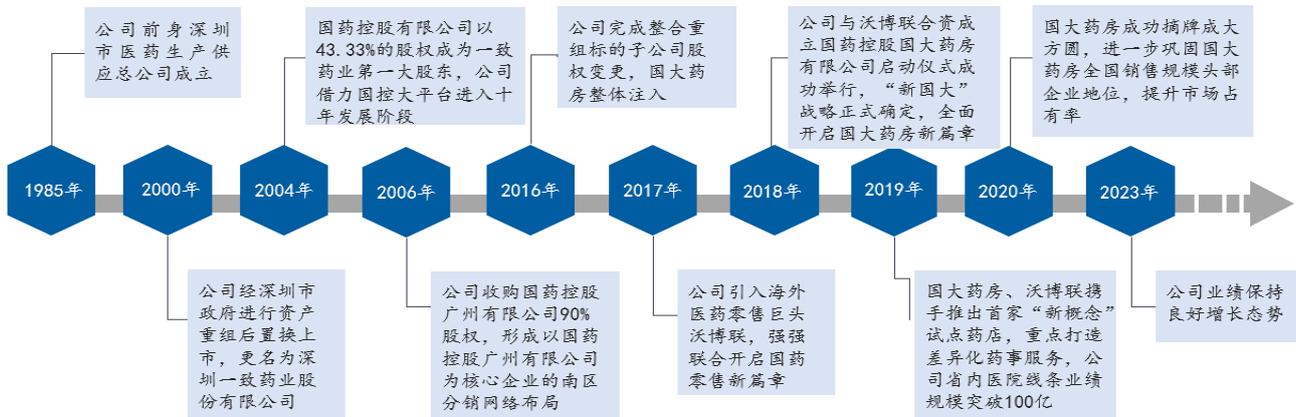


资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心

公司前身深圳市医药生产供应总公司于1985年成立；2000年，公司经深圳市政府进行资产重组后置换上市，更名为深圳一致药业股份有限公司；2004年，国药控股有限公司以43.33%的股权成为一致药业第一大股东，公司借力国控大平台进入十年发展阶段；2006年，公司收购国药控股广州有限公司90%股权，形成以国药控股广州有限公司为核心企业的南区分销网络布局；2016年，公司完成整合重组标的子公司股权变更，国大药房整体注入；2017年，公司引入海外医药零售巨头沃博联，强强联合开启国药零售新篇章；2018年，公司与沃博联合资成立国药控股国大药房有限公司启动仪式成功举行，“新国大”战略正式确定，全面开启国大药房新篇章；2019年，国大药房、沃博联携手推出首家“新概念”试点药店，重点打造差异化药事服务，公司广东省内医院线条业绩规模突破100亿；2020年，国大药房成功摘牌成大方圆，进一步巩固国大药房全国销售规模头部企业地位，提升市场占有率；2023

年，公司业绩保持良好增长态势。

图2: 国药一致发展历程

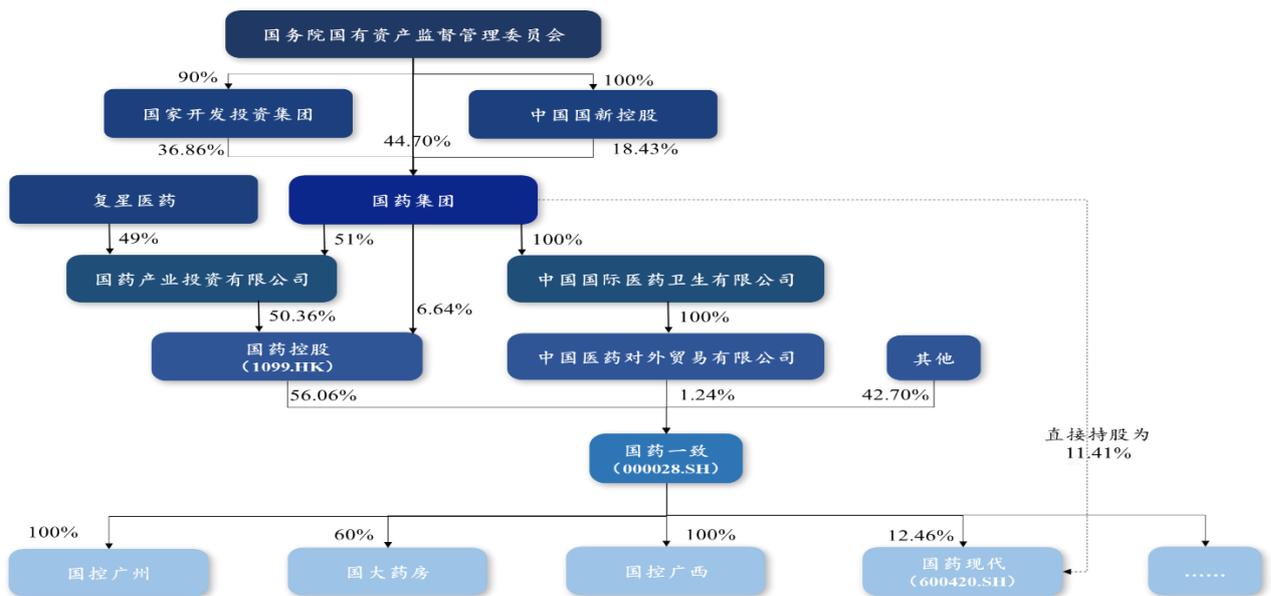


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

1.2 国药控股为公司控股股东，子公司业务布局清晰

从股东层面上看，截至 2024Q1，公司的控股股东为国药控股股份有限公司（持股比例为 56.06%），公司的实控人为国务院国有资产监督管理委员会。从子公司层面上看，截至 2024Q1 主要子公司包括：① 国药控股广州有限公司，主要业务为药品、医疗器械和货物运输等；② 国药控股国大药房有限公司，主要业务为中成药、化学药制剂、抗生素、生化药品、生物制剂、诊断药品和治疗诊断性生物制品等；③ 国药控股广西有限公司，从事医药制品和医疗器械的零售和分销以及保健用品的批发零售等。另外，公司还参股国药现代（600420.SH）等工业公司。

图3: 国药一致股权结构示意图

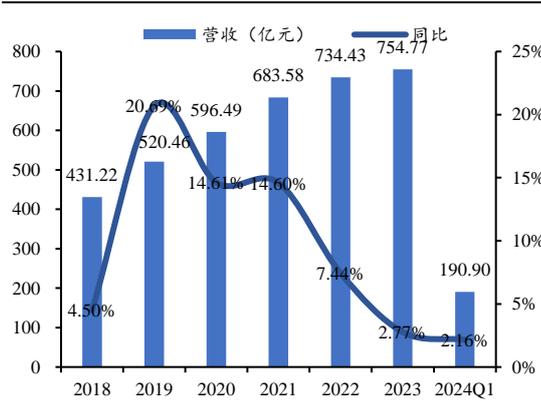


资料来源：ifind，公司公告，信达证券研发中心

1.3 医药分销&医药零售业务持续稳健增长，现金流状况良好

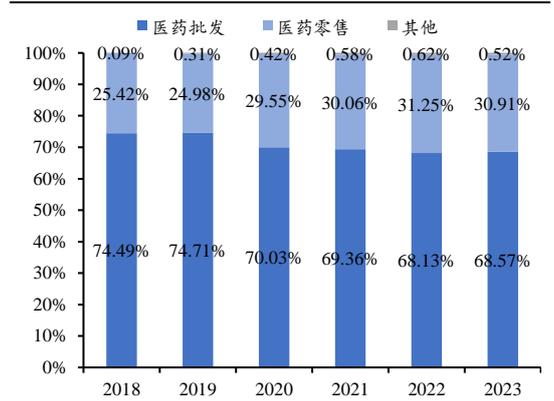
2018-2023 年公司营业收入的复合增速约为 12%，核心业务为医药批发和医药零售，2023 年医药批发业务营收占比约 69%，医药零售业务营收占比约 31%。从增长趋势上看，近 5 年公司营业收入规模持续扩张，2019 年公司营收增幅达 20.69%（为近 5 年增速峰值），这一方面系公司主动部署抢抓“4+7”、GPO、国谈等政策机遇，在药品降价大趋势下仍有效提升医药分销业务市场份额；另一方面是公司零售业务的门店扩张速度较快，2019 年公司门店数增长为 17%。从业务结构上看，近 5 年医药批发占营业收入比重呈小幅下降趋势，医药批发营收占比从 2018 年的 74.49% 下降到 2023 年的 68.57%，而医药零售占营业收入比重略有提升。

图4: 公司近年营收变动趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

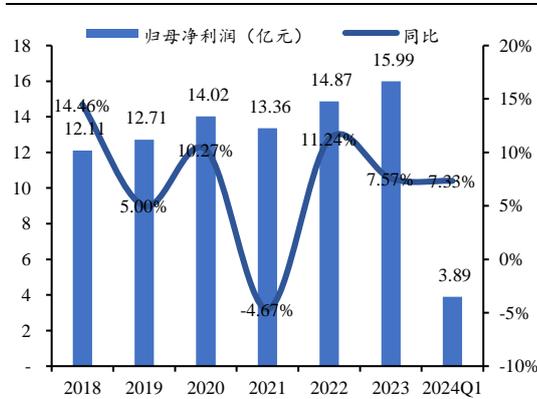
图5: 公司近年业务构成变动趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

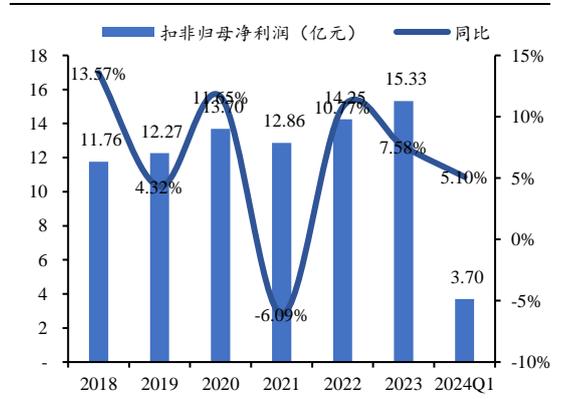
2018-2023 年公司归母净利润复合增速约为 6%，扣非归母净利润复合增速约为 5%，而公司非经常性损益波动较小。从增长趋势上看，除 2021 年外公司归母净利润和扣非归母净利润均呈逐年增长趋势。2021 年公司归母净利润和扣非归母净利润均有所下降，一方面系公司对子公司上海鼎群企业管理咨询有限公司（暨国药控股天和吉林医药有限公司）计提商誉及无形资产（品牌使用权及销售网络）的减值准备，其中商誉减值损失约 1.63 亿元，而无形资产减值损失约 0.74 亿元；另一方面公司 2021 年新开设直营门店 1155 家，新店前期投入较大，效益暂未显现，以及受行业政策、疫情高基数等多重影响，盈利空间缩小，2021 年国大药房净利润同比下降 61%。

图6: 公司近年归母净利润变动趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图7: 公司近年扣非归母净利润变动趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

在盈利能力方面，近6年公司毛利率较为稳定，基本维持在10%至12.5%间浮动。公司净利率自2021年触底后（2021年净利率同比下降，一方面是商誉减值及无形资产减值，另一方面系2021年由于行业政策及疫情影响新开设药店未有盈利贡献），而2022-2023年净利率均有所回暖。

图8: 公司近年毛利率、净利率变动趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图9: 公司近年期间费用率变动趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

2018-2023年间公司资产负债率均维持在60%以内,且低于同行可比公司的资产负债率均值。2022年公司的资产负债率为54.37%,而同行可比公司资产负债率均值约为61.38%。2023年公司资产负债率为55.9%,仍未超过60%。当前公司的负债压力相对较低,未来若公司有相关的扩张计划,资产负债率仍有提升的空间。

表1: 国药一致及可比公司资产负债率对比

年份	国药一致	柳药集团	九州通	上海医药	人民同泰	国药股份	可比公司均值
2018	51.93%	58.59%	69.43%	63.40%	64.19%	50.68%	61.26%
2019	54.18%	61.05%	69.12%	63.96%	66.70%	49.74%	62.12%
2020	57.35%	63.23%	68.31%	63.31%	66.77%	47.42%	61.81%
2021	57.88%	63.42%	68.50%	63.86%	67.41%	47.75%	62.19%
2022	54.37%	65.79%	68.91%	60.63%	65.11%	46.44%	61.38%
2023	55.90%	64.96%	68.23%	62.11%	62.95%	45.97%	60.84%

资料来源: 公司公告, ifind, 信达证券研发中心

2018-2023年公司整体应收账款周转天数保持在69-80天间,低于同行可比公司均值。一方面系公司灵活应用应收账款保理等方式合理调配应收账款的结构并改善整体现金流状况,另一方面系公司持续推进“两降一减”制定工作方案,积极采取多种举措促进应收账款的回笼。

表2: 国药一致及可比公司应收账款周转天数对比

年份	国药一致	柳药集团	九州通	上海医药	人民同泰	国药股份	可比公司均值
2018	70.65	135.52	71.93	83.20	130.24	87.92	101.76
2019	69.01	133.47	78.93	86.34	119.98	83.70	100.48
2020	73.68	141.92	77.92	93.87	149.63	72.98	107.26
2021	78.38	143.39	75.71	92.45	141.29	43.23	99.21
2022	72.86	151.14	69.20	96.89	145.03	45.33	101.52
2023	76.14	165.68	62.70	96.60	140.17	53.26	103.68

资料来源: 公司公告, ifind, 信达证券研发中心

二、分销业务：深耕两广区域，“一体两翼”战略稳固行业地位

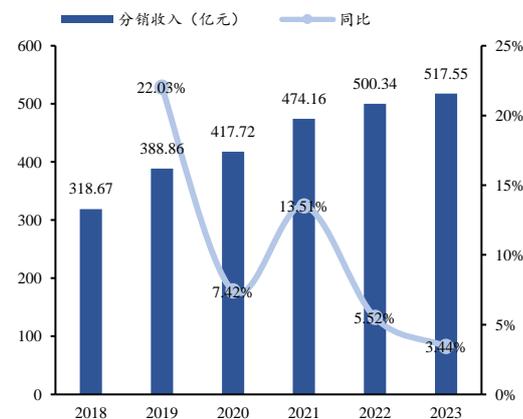
在医药分销领域，公司凭借对物流业务的整合，深度覆盖终端市场，构建高效阶梯式配送网络。自2013年两广网络建设完成，公司业务已拓展至县级，2014年加速三级公司整合，2015年实现全网运营，2019年网络进一步拓展，主要发展方向为零售终端。目前，公司在两广区域医药分销业务规模领先，且公司药品和器械耗材分销、零售直销和零售诊疗等细分市场保持行业领先。

2.1 两广区域二三级医疗机构覆盖率近80%，近6年分销业务复合增速达10%

从收入增长趋势上看，2018-2023年分销业务收入复合增速约为10%。2019年由于公司主动部署抢抓“4+7”、GPO、国谈等政策机遇，在药品降价大趋势下仍有效提升医药分销业务市场份额，因而2019年分销业务营收增速达22%。2021年公司积极承担抗疫责任，诸如承接两广多地疾控疫苗仓配运作、完成两广多个疫区物资的紧急配送等，2021年分销业务收入增速约14%。2022-2023年公司分销业务持续稳健增长。

从收入结构上看，公司分销业务以医疗机构直销为主，2023年公司医疗机构直销约占78%；经销业务（指向商业客户分销医药器械等）约占14%，院外零售药店直销约占8%。2021-2023年间公司对医疗机构直销占比略有提升，该占比从74%提升至78%（年均提升1个百分点）；而对商业客户的经销业务占比则略有下降，该占比从18%下降至14%（年均下降1个百分点）。

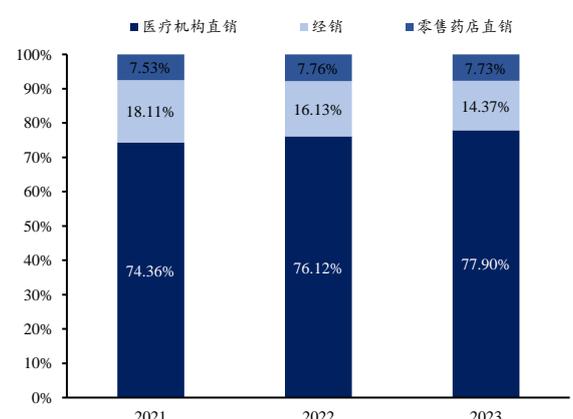
图10: 公司近年分销收入变动趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

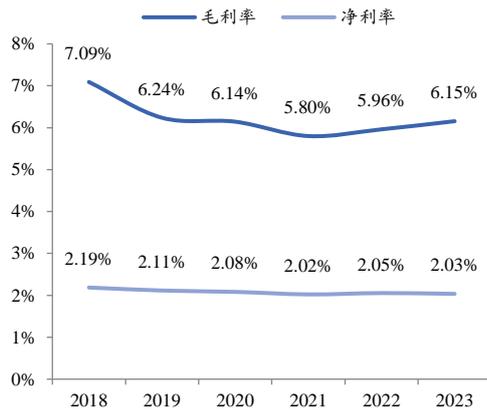
注: 该收入口径为内部抵消后口径

图11: 公司近年分销业务结构变动



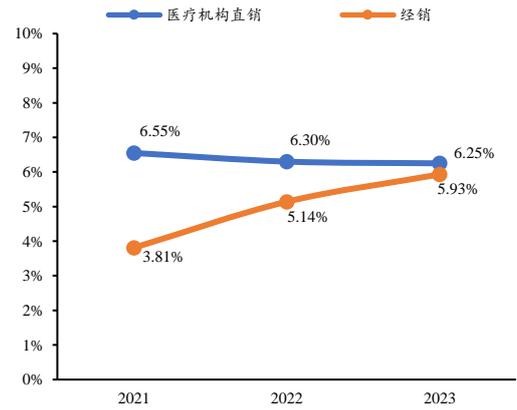
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

在分销业务毛利率层面，由于药品集采政策的影响，公司分销业务毛利率从2019年开始逐年下行，2021年公司分销业务毛利率下降至5.8%。自2021年开始，由于经销业务毛利率逐年提升，带动公司分销业务整体开始回暖。在分销业务净利率层面，2018-2023年间公司分销业务净利率基本维持在2%以上，整体波动相对较小，彰显出公司降本提效的经营韧性。

图12: 公司近年分销业务毛利率和净利率变动


资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

注: ①毛利率采用内部抵消后的口径; ②净利率采用公司内部抵消前的分销业务净利润/分销业务收入。

图13: 公司近年分销细分业务毛利率情况


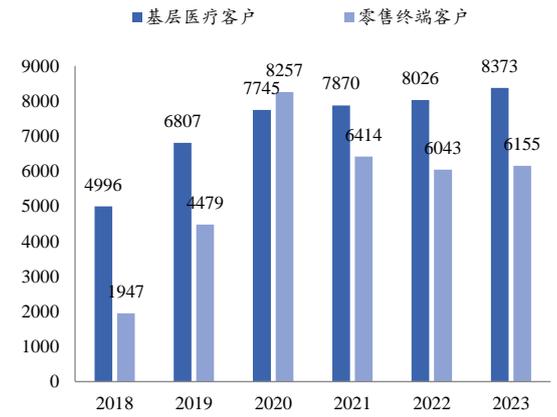
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

注: 公司年报暂未披露零售药店直销毛利率水平

2023年分销业务中医疗机构直销约占78%，商业客户经销约占14%，而零售药店直销约占8%。从具体覆盖机构数量上看：①院内端，2022年公司在两广地区覆盖1092家二三级医疗机构，覆盖率接近80%，2023年公司两广地区二三级医疗覆盖数量达1110家。②院外端，2023年公司覆盖8373家基层医疗机构，6155家零售终端客户。

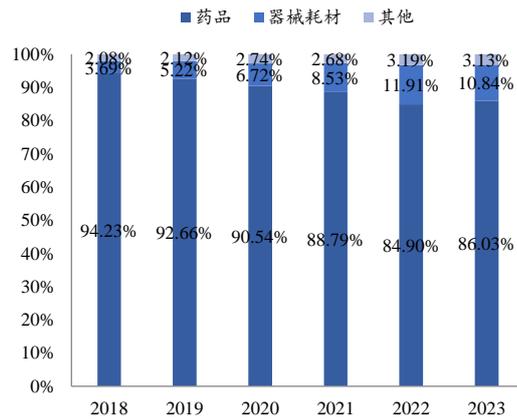
图14: 公司近年医院渠道覆盖情况


资料来源: 公司公告, 广东卫健委, 广西卫健委, 信达证券研发中心

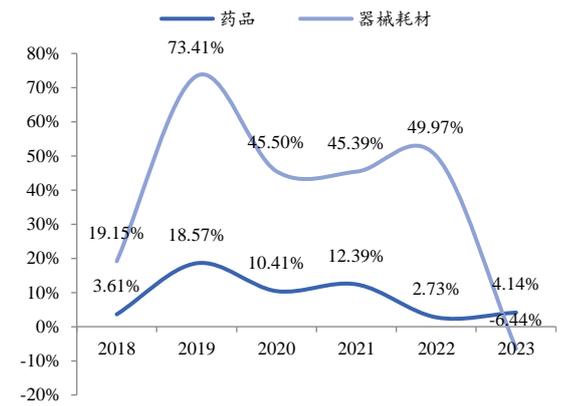
图15: 公司近年院外渠道覆盖情况


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

由于公司暂未披露分销业务中药品及器械的构成，考虑2023年公司分销业务占总收入约69%，且公司已披露整体营业收入的品类构成，因此我们用此数据大致推算分销业务中的药品及器械构成。从品类结构上看，2018-2023年间器械耗材的营收占比逐年提升，2018年仅3.69%，而2023年该占比已提升至10.84%，年均提升1.43个百分点。从增长趋势上看，2019-2022年间器械耗材业务增速均高于45%，大幅高于药品业务增长。2023年器械耗材业务略有下降（同比-6.44%，预计受疫情物资类高基数原因），而药品业务仍保持正增长（同比+4.14%）。

图16: 公司近年品类结构变动趋势


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图17: 公司近年药品及器械增长分析


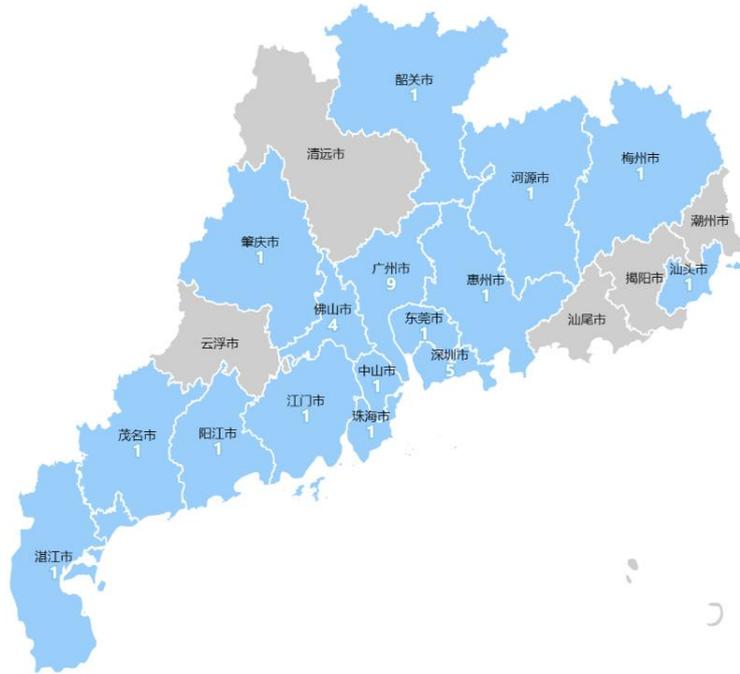
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2.2 国控广州: 广东药械分销市场行业龙头, 国药一致分销运营总部管控者

国药控股广州有限公司(以下简称“国控广州”)是中国南区领先的药械分销商及医疗供应链解决方案及服务提供商,目前公司的物流仓储面积达21万平方米,且已形成以广州、深圳、佛山、南宁、柳州5个一级物流中心,25个地级市配送中心的阶梯式物流配送网络。目前国控广州是国药一致的全资子公司,同时国控广州承担国药一致分销运营总部管控职能。

从业务布局上看,国控广州着力打造商业分销、医院纯销、终端直销、专业处方药房和物流配送等相关业态协同发展的企业竞争力和优势,依托深度覆盖南区的分销及配送网络,成为国内外药品、医疗器械、耗材及其他医疗保健产品的服务商和供应商,并为下游医院、其他分销商、零售药店、基层医疗机构等客户提供全面的药械分销、零售终端、创新服务、专业物流和其他增值服务。

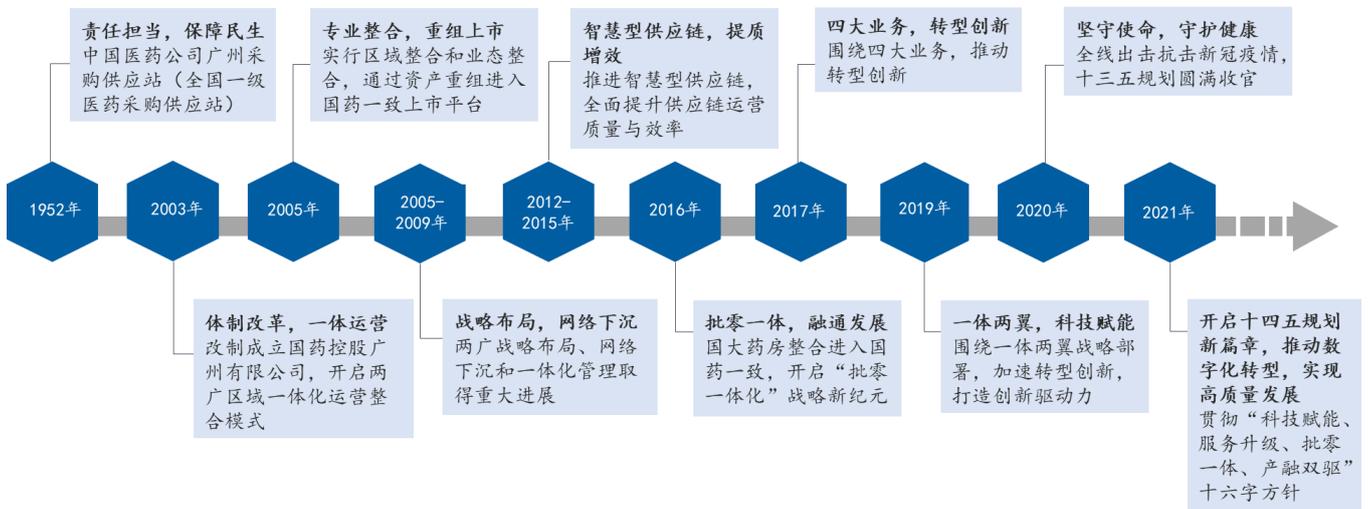
公司打造的SPS+“国药控股大药房”是经营新特药、慢病用药为特色的专业处方药房,现已建立覆盖两广的专业零售药店网络,促进批发与零售的深度融合,开设超140家专业药房,向终端消费者提供医药健康产品和服务。并积极推动在健康产业中融合互联网及大数据,整合企业在医药专业领域优势,批零一体化协同加速终端网络拓展,利用信息技术实现医药商业的数字化迁移,迅速做大B2B与B2C业务,创建富有国药特色的互联网医药品牌。

图18: 公司分销业务在广东销售网点分布概况


资料来源：国控广州公司官网，信达证券研发中心

注：①蓝色区域标识公司有布局子公司；②图数字表示公司在该市布局的子公司数量

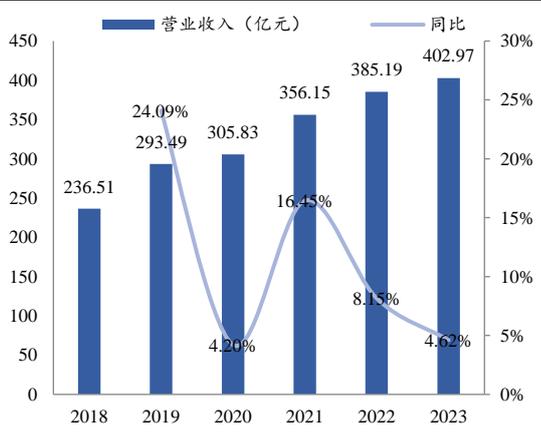
从发展历程上看，国控广州的前身是1957年12月1日成立的中国医药公司广州采购供应站，1997年1月中国医药广州采购供应站更名为中国医药（集团）广州公司。2003年10月推行“创建新公司、健全新机制”的公司制改革，设立“国药集团医药控股广州有限公司”并定位为**药品批发专业经营公司，以药品分销为核心业务**，中国医药（集团）广州公司将主营业务转变为资产经营。2004年12月，国药控股有限公司委托国药集团医药控股广州有限公司代**管理国药控股南宁有限公司，在两广区域推进一体化运营**。2005年06月，深圳一致药业股份有限公司通过“收购国药控股持有的国药控股广州有限公司90%股权”的决议。自2005年起，国控广州持续推进两广一体化运营，促进两广区域化整合进程。2023年国控广州营收规模突破400亿元。

图19: 国控广州发展历程回顾


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

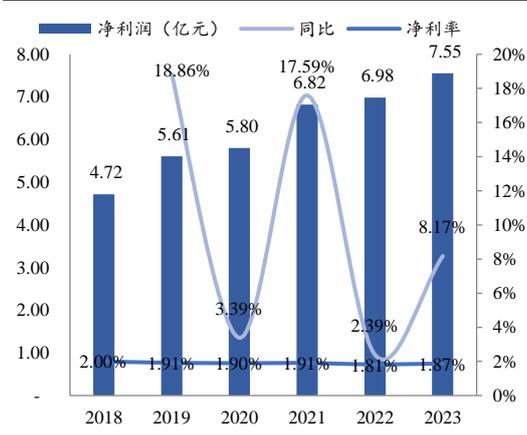
国控广州承担国药一致分销运营总部管控职能，其营业收入规模和净利润规模均占比较大，2023年国控广州创收约403亿元（公司内部抵消前的分销业务收入约520亿元），2023年国控广州的净利润为7.55亿元（公司分销业务净利润为10.57亿元）。从增长趋势上看，2018-2023年间国控广州营业收入复合增速约为11%（公司内部抵消前的分销业务收入复合增速约10%），而其净利润复合增速约10%（公司内部抵消前的分销净利润复合增速约8%），整体维持稳健增长趋势。从盈利能力上看，2018-2023年间国控广州的净利率维持在1.8%-2%间，整体波动较小，盈利能力较为稳健。

图20: 国控广州近年营收变动趋势



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

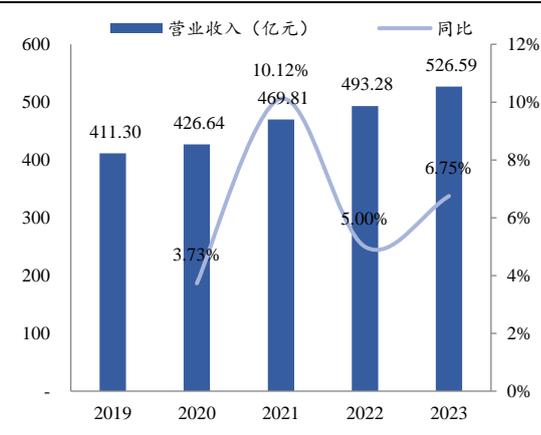
图21: 国控广州近年净利润及净利率走势



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

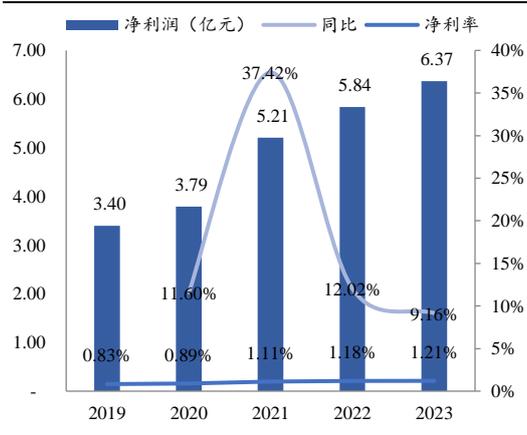
国控广州在广东省医药批发业务的主要竞争对手是广州医药股份有限公司（白云山持股90.92%，以下简称“广州医药”）。2023年广州医药的营收规模为526.59亿元，而净利润为6.37亿元。从区域布局上看，根据广州医药招股说明书，2020年广州医药约66%收入来自于大湾区（分别为广州、佛山、肇庆、深圳、东莞、惠州、珠海、中山、江门），20%收入来自于除大湾区外的华南地区（包括广东省除大湾区9座城市外的其他城市、海南省、广西省），14%收入来自于其他地区。从增长趋势上看，广州医药2019-2023年营业收入的复合增速为6%，而净利润复合增速为17%。从盈利能力上看，2021年广州医药净利率提升明显，净利率从2020年的0.89%提升至1.11%，2022-2023年间净利率持续提升，2023年广州医药净利率为1.21%。

图22: 广州医药近年营收变动趋势



资料来源：白云山公司公告，信达证券研发中心

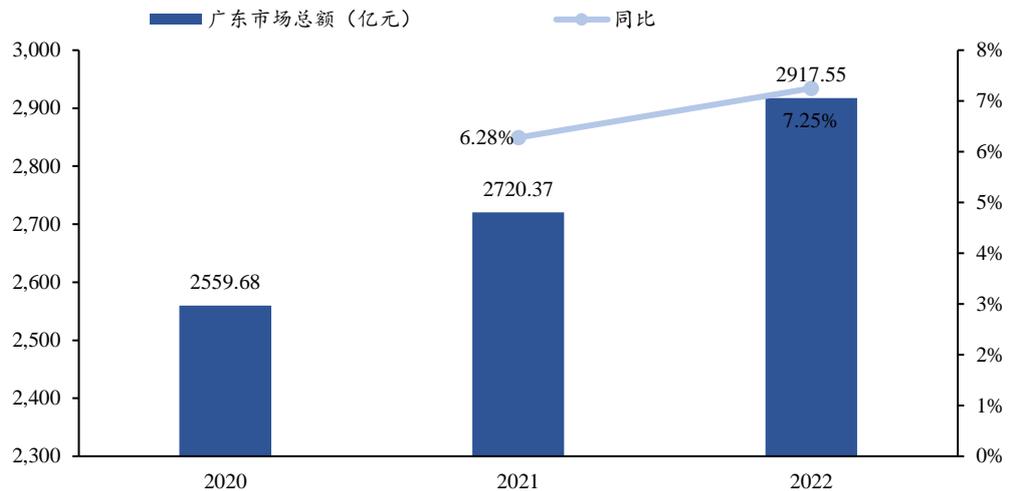
图23: 广州医药近年净利润及净利率走势



资料来源：白云山公司公告，信达证券研发中心

2020-2022 年间广东医药分销销售总额复合增速约 7%，2022 年广东医药分销市场规模约 2918 亿元。根据国控广州数据：1) **药品市场份额方面**，公司在广东区域市场份额第一（2022 年国控广州营收规模约为 385 亿元，而广东医药分销市场销售总额为 2918 亿元。据此粗略推算，国控广州在广东医药分销市场占有率约 13%），在两广区域的 35 个地市排名前 3，实现全覆盖。其中 11 个地区市场份额第一，市场份额超过 20% 的有 23 个地市。2) **器械市场份额**：广东区域市场份额排名第一，在两广区域的 16 个地市排名前三，其中 5 个地市市场份额第一，市场份额超过 10% 的有 8 个地市。

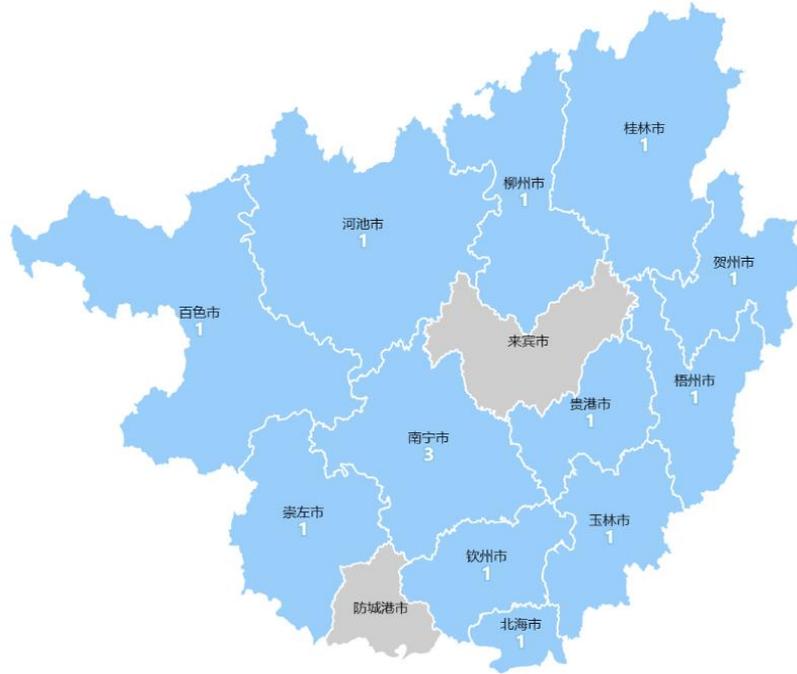
图24: 近年广东医药分销市场规模及变动趋势



资料来源：商务部，信达证券研发中心

2.3 国控广西：广西区域一体化管控平台，盈利能力高于国控广州

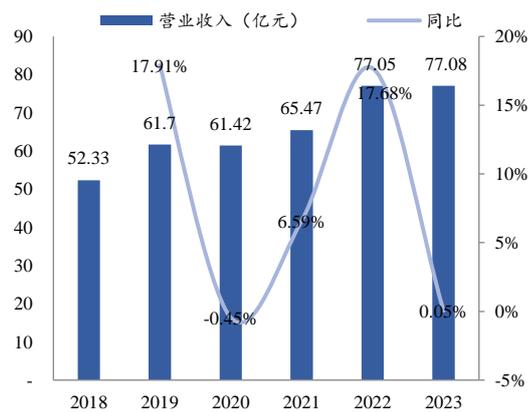
国药控股广西有限公司前身为 1958 年成立的广西南宁医药批发站，2002 年加入中国医药集团有限公司。国控广西是国药一致的全资子公司，同时也是国药集团、国药控股和国药一致在广西设立的省级平台公司，承担广西区域一体化管控职能。2012 年国控广西借助国药集团与广西壮族自治区人民政府《战略合作框架协议》契机，国控广西快速推动网络布局，先后在广西各地市设立 14 家子公司，分销网络覆盖全区 14 个地级市，搭建起广西一体化运营管理平台。目前国控广西以药品、医疗器械分销、零售和物流配送为核心，涵盖医药供应链全链条、全方位业务。同时，国控广西是广西唯一一家承担国家、自治区及各地市县多级抢险救灾应急储备任务的医药流通企业。

图25: 广西销售网点分布概况


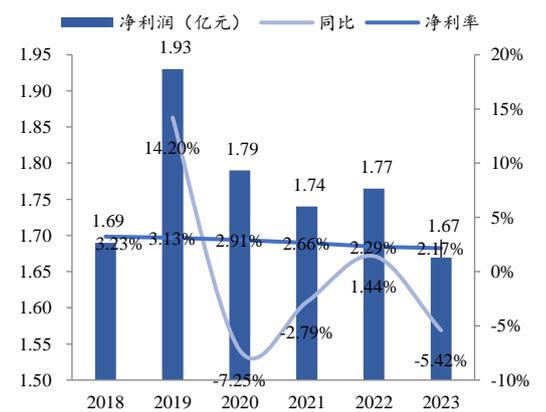
资料来源：国控广州公司官网，信达证券研发中心

注：图中的数字表示公司在该市布局的子公司数量

2012年国药集团与广西壮族自治区人民政府签订了《战略合作框架协议》，国控广西也借此机遇迅速扩张其在广西的业务，2018-2023年间国控广西的营收复合增速为8%，2023年国控广西的营业收入规模达77.08亿元。从盈利能力上看，国控广西的盈利能力略高于国控广州，2018-2023年间国控广西的净利率维持在2%-3.3%（国控广州则维持在1.8%-2%间），2023年国控广西净利率为2.17%（国控广州为1.87%）。我们认为，国控广西净利率相对较高主要与广西区域账期相对较长有关。

图26: 国控广西营收变动趋势


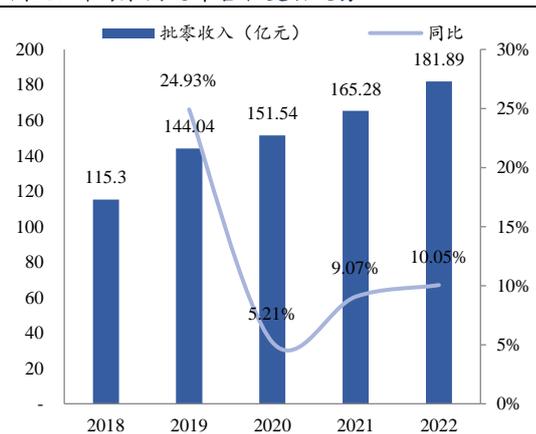
资料来源：ifind，信达证券研发中心

图27: 国控广西净利润及净利率变化趋势


资料来源：ifind，信达证券研发中心

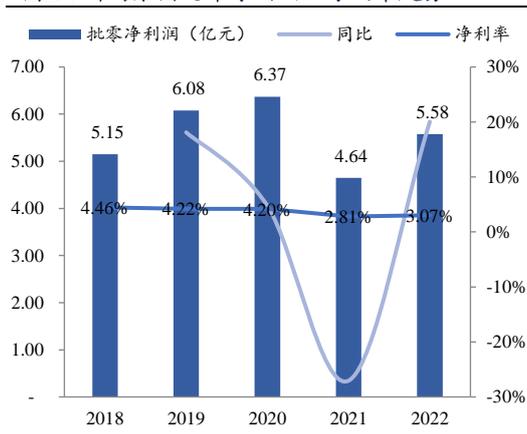
国控广西在广西医药批发业务的主要竞争对手是柳药集团。由于国控广西主要以批零业务为主，而柳药集团除批零业务外还有工业业务，为保持可比性我们取柳药集团批零业务数据与国控广西进行对比。在规模方面，2022年柳药集团的批零业务（批发业务+零售业务）营收规模为达181.89亿元（2022年国控广西营收为77.05亿元），而净利润约为5.58亿元（2022年国控广西净利润1.77亿元）。在增长趋势方面，柳药集团2018-2022年营业收入的复合增速为12%（国控广西则为10%），而净利润复合增速为5%。从盈利能力上看，2018-2022年柳药集团净利率保持2.8%-4.3%，高于国控广西。我们认为，柳药集团净利率高于国控广西，一方面系柳药集团的零售业务净利率相对较高，另一方面系柳药集团的整体账期相对较长。

图28: 柳药集团近年营收变动趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图29: 柳药集团近年净利润及净利率走势

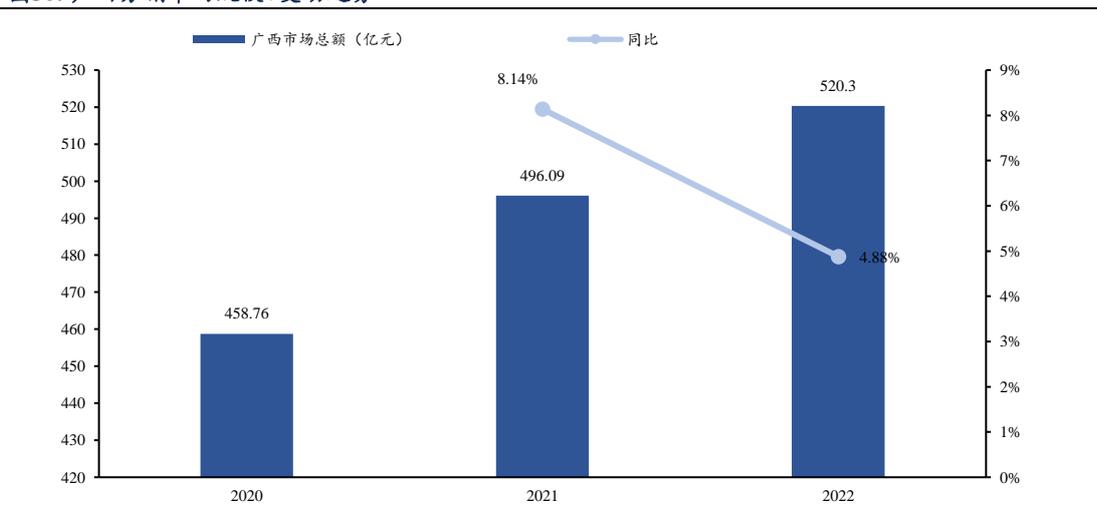


资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

注: ①批零净利润=归母净利润-工业归母净利润; ②工业企业主要包括仙莱中药、万通制药、仙莱科技、医大仙宸。

2020-2022年间广西医药分销销售总额复合增速约6.5%，2022年广西医药分销市场规模约520亿元（广东医药分销市场规模为2918亿元，约为广西医药批发市场规模的5.6倍，也可见国控广州整体规模远高于国控广西的原因）。根据国控广州数据：1）药品市场份额方面，公司在广西区域市场份额排名第二；2）器械市场份额方面，广西区域市场份额排名第三。

图30: 广西分销市场规模+变动趋势



资料来源: 商务部, 信达证券研发中心

2.4 “一体两翼”振翅飞，多元化综合服务持续升级

从发展战略上看，分销板块根据“一体两翼”战略进行转型创新：①以传统业务为“一体”，以客户价值为导向，向多元化综合服务转型。聚焦医院药品和器械直销市场，以产品流通和供应链延伸服务为基础，提供全方位市场准入方案、品种管理服务、药品供应保障以及产品创新营销解决方案，巩固和提升面向上下游客户的服务能力和创新服务输出，保持市场份额的绝对领先优势。②两翼为“零售业务和创新业务”：1) 零售业务包括“零售直销和零售诊疗”。零售直销业务聚焦批零协同，实现份额提升，夯实纯销网络，创造营销品牌。零售诊疗业务打造专业处方药房营销新模式。以经营新特药、慢病用药为特色，构建专业的患者服务体系；发展多种零售药房模式，以医保“双通道”品牌优势，以患者为中心，打造专业的冷链管理体系与药事服务团队，带动平台、医院、厂家多方联动，打造老百姓信赖的处方药专业零售品牌。2) 创新业务推进数字化转型，构建供应链核心竞争能力。

图31: 分销业务“一体两翼”战略部署



资料来源：国控广州公司官网，信达证券研发中心

◆ 传统业务：分销业务核心基本盘，持续推动网络深度下沉

商业分销业态作为公司传统业态模式之一，公司旗下子公司国控广州有着 70 年的业务运营经验以及管理沉淀，积累了丰富的行业资源，构建点强网通的全国批零一体分销网络。公司将聚焦全国药品分销，以总经销、总代理、零售直销模式面向全国商业网络。拥有行业竞争力的品种库和辐射全国各省的分销网络，是国内外众多药品制造商的核心合作伙伴。

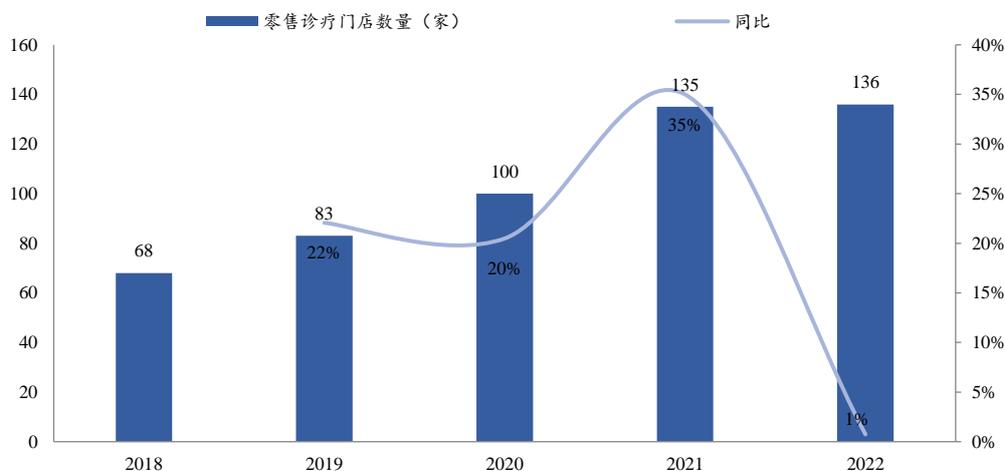
◆ 零售业务：零售诊疗+零售直销两手抓

发挥批零一体优势，构建一体化全国零售终端平台，实现华南零售终端网络深度下沉，战略目标“百亿千店万终端”。以上下游客户需求为中心，为连锁、单店、第三终端医疗、电商、县域小商业、商超等客户提供服务解决方案，包括厂家共建项目、终端推广、市场运维、项目支持等服务。

2023 年分销拥有两广药房总数 136 家，其中广东 106 家，广西 30 家，通过逐步搭建独立自采零售营销体系，从陈列改造、培训、激励等维度多管齐下，实现自主营销，争取 DTP 新品 50 个。同时，分销积极推进医保“双通道”项目，目前拥有“双通道”资质门店总数 67

家，潮州、汕头成功攻坚，新增 5 地实现下沉式覆盖。广西首家支持自助医保服务的 24 小时智慧药房，落地贺州大药房。

图32: 分销业务专业化药房数量变动趋势



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

◆ 创新业务：

在创新业务方面，充分借助数字化转型、供应链优化，构筑新环境下的竞争优势，大力拓展以医药专业质量管理为基础、数字信息技术与供应链物流技术为核心的创新服务新模式。公司充分发挥创新技术服务能力，深入配合政府做好应急物资储备管理，以及疫苗的仓储、配送、接种点管理，为政府机构提供公共服务平台与解决方案，全力保障人民健康安全，踏实践行央企责任。

此外，公司通过丰富的服务产品，在医用耗材 SPD 精细管理、检验试剂 IVD 集约化管理、医疗设备 MED 全生命周期管理、医疗物品 CSSD 消毒及租赁、全环境监测管控、零售药店智慧赋能、区域检验中心与消毒中心等多业态、多维度，为医疗机构、医药供应商构建供应链整体化集成服务平台。

图33: 创新业务布局思路

主体类别	目标需求	服务方案
政府机构	扩大医保覆盖、降低成本、质量安全	药品/高值耗材可追溯平台、信息共享平台
上游厂家	产品营销推广、产品数据反馈	深度分销服务、产品信息追溯
医疗机构	提升医疗服务水平、非核心业务外包	院内物流供应链延伸、处方外配与承接、SPD、设备维修、试剂、消毒供应
零售终端	扩大经营规模、提升客户粘度、优质产品	门店运营体系、远程审方、B2B 平台、处方承接、患者服务体系
消费者	降低成本、专业服务、便捷体验、贴身管理	慢病管理服务、智能配送平台、B2C 平台、健康监测服务

资料来源：国控广西公司官网，信达证券研发中心

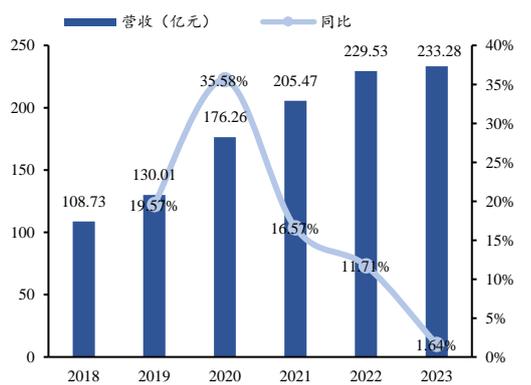
三、零售业务：万店连锁全国化布局，盈利能力存较大优化空间

公司零售业务主要由全资子公司国大药房（2004年成立）运营，2016年国大药房并入国药一致，2017年国大药房引入战略投资者WBA，其增资后持有国大药房40%股权。截至2023年末，国大药房门店总数达10516家，其中直营门店有8528家（占81%），加盟门店有1988家（占19%），位列全国药品零售百强榜前三。经过20年的发展，公司现已形成庞大且完善的服务网络，覆盖华东、华北、华南沿海城市群，并逐步向东北、西北及内陆城市群扩展，业务遍及全国20个省区市，涵盖超160个城市。

3.1 万店连锁全国化布局，国大药房盈利能力存提升空间

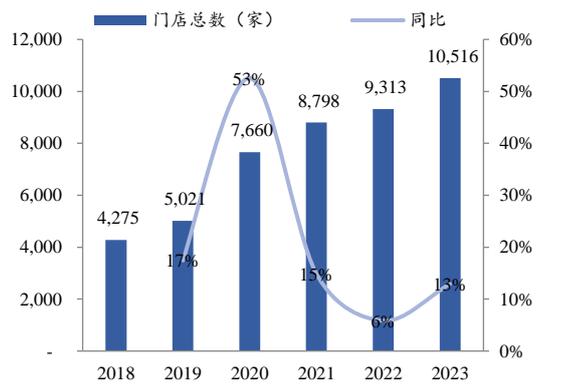
从收入增长趋势上看，2018-2023年零售业务收入复合增速约为17%，期间门店总数复合增速约为20%，零售业务的增长驱动一方面来自于外延扩建（诸如自建门店、收购门店以及加盟业务等），另一方面来自于内生增长（主要系次新店或老店经营效率提升带来营收和利润双提升）。2020年公司零售业务营收增速达36%，而门店增速达53%，主要系2020年国大药房成功并购区域龙头连锁成大方圆，该项目横跨5省19市，增加门店超1500家，此次收购巩固了公司在医药零售领域全国销售规模头部企业的地位，夯实了优势区域特别是辽宁区域的领先地位。随后公司保持稳健扩张，2020-2023年间门店复合增速约为11%，期间营收复合增速为10%。

图34：公司近年零售收入变动趋势



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

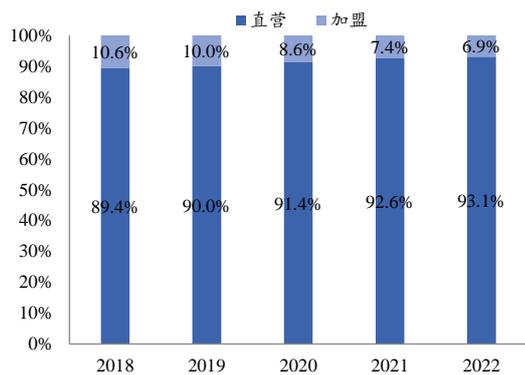
图35：近年门店总数变动趋势



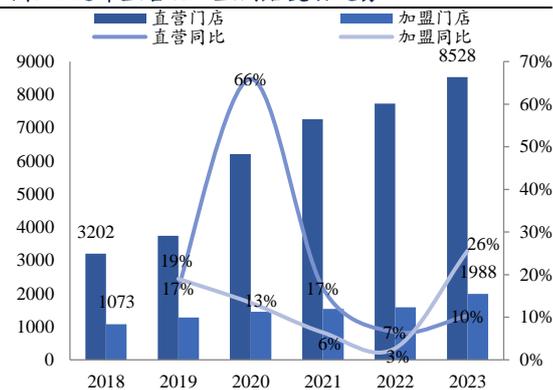
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

从收入构成上看，2023年零售业务收入中约93%收入来自于直营门店收入，约7%来自于加盟店收入（加盟费+配送收入）。同时，2018-2023年间加盟店收入占比逐年下降，即直营业务增速表现优于加盟业务。

从门店构成上看，2023年公司零售门店数达10516家，其中直营门店有8528家（占81%），加盟门店有1988家（占19%）。2018-2023年公司门店总数复合增速约为20%，主要系直营门店增长驱动。期间直营门店复合增速为22%，而加盟门店的复合增速为13%。

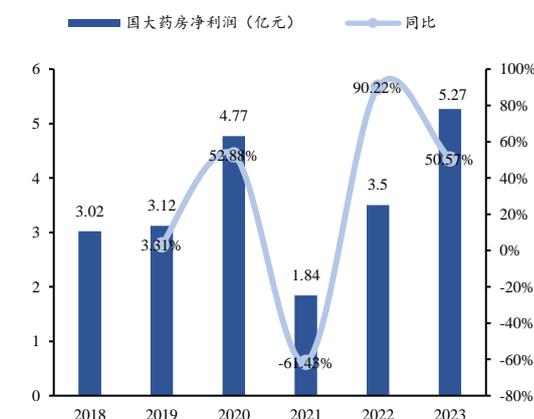
图36: 公司近年直营&加盟营收构成


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

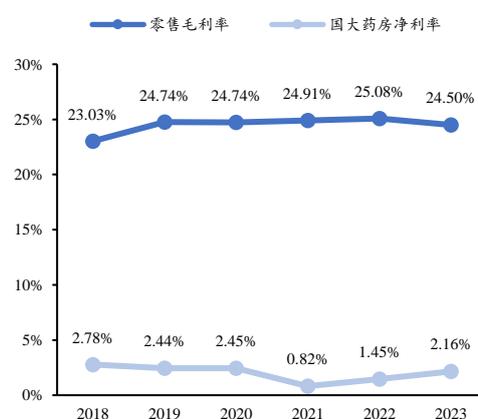
图37: 近年直营&加盟门店变动趋势


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

从利润层面上看, 2018-2023 年国大药房净利润复合增速约 12%, 而国大药房营收复合增速为 18% (国大药房收入与零售业务收入存在差异, 主要系零售业务收入为内部抵消后数据, 而国大药房收入为初始数据), 利润增速慢于营收增速主要是净利率存在下降趋势。2021 年新开设直营门店 1155 家, 新店前期投入较大, 效益暂未显现, 以及受行业政策、疫情等多重影响, 盈利空间缩小, 2021 年国大药房净利润同比下降 61%。2022-2023 年随着外部环境逐渐改善, 国大药房净利率有所回暖。2023 年国大药房净利润大幅提升 (同比+51%), 一方面系国大药房通过核心品谈判及费用管控项目降本增利, 另一方面系 2022 年同期计提商誉减值损失 (上海鼎群计提 0.39 亿元商誉减值损失) 而 2023 年不存在商誉减值损失。

图38: 公司近年国大药房净利润变动


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图39: 零售业务毛利率和国大药房净利率趋势


资料来源: ifind, 公司公告, 信达证券研发中心

3.2 盈利优化趋势: 华东&华南&华中区域存较大优化空间, 品种结构优化亦可改善毛利率

◆ 区域分布: 北部&西北区域为粮仓, 华东&华南&华中区域存较大优化空间

2023 年末国大药房拥有 10516 家社会零售门店, 连锁网络遍布 20 个省市自治区, 覆盖国内超过 160 个城市。目前国大药房的核心区域为北部 (7 个省市, 辽宁、山西、内蒙古、北京、天津、河北、吉林)、华东 (6 个省市, 上海、江苏、安徽、山东、福建、浙江) 和华南 (2 个省份, 广东和广西), 2023 年这 3 个区域为国大药房贡献近 90% 的营收, 其中北部区域贡献 64% 营收, 华东区域贡献 19%, 而华南区域贡献 8%。从区域布局上看, 2019 年公司以现金 0.9 亿元取得了普洱松茂济安堂医药有限公司 (收购完成后公司名称变更为国大药房 (普洱) 淞茂有限公司) 60% 的股权, 以此进军云南市场。2020 年国大药房并购区域龙头

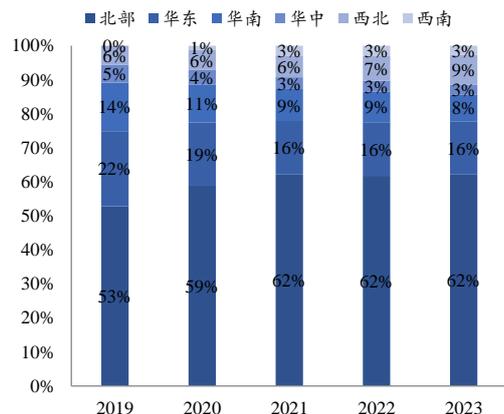
连锁成大方圆，该项目横跨5省19市，增加门店超1500家，此次收购夯实了优势区域特别是辽宁区域的领先地位。

图40: 国大药房全国布局版图



资料来源：国大药房官方公众号，信达证券研发中心

图41: 国大药房各区域营收占比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

北部和西北区域盈利能力稳定且2023年降本增效成果显著，西南区域盈利状况较优：①北部区域的盈利能力较为稳定，2019-2023年间北部区域净利率维持在2%-3.5%间（国大药房整体净利率为0.8%-3%），而2023年其营收占比达64%，因而主要支撑国大药房的盈利。2023年北部区域的毛利率同比下降4.8个百分点，但是北部区域的净利率同比提升0.9个百分点，据此推算其期间费用率管控成效显著。②西北区域（宁夏、新疆）盈利能力同样较为稳定，2019-2023年间西北区域的净利率稳定在2%-3%。同时，2023年西北区域毛利率同比下降6.2个百分点，但净利率却同比提升0.2个百分点。③西南区域（云南省）主要由国大普洱运营，西南区域盈利能力表现较优，2020-2023年西南区域净利率均保持在4%以上，2020-2022年间净利率更是维持在7%-10%。西南区域盈利能力较好，一方面系其通过中医诊疗相协同，在当地有一定知名度；另一方面系其在品类结构管理较好。

华东、华南和华中区域存较大优化空间：①2023年华东区域营收贡献排名第二，但盈利能力表现不佳，2023年华东区域净利率仅0.3%（2023年国大药房整体净利率为2.16%）。从趋势上看，华东区域的盈利能力正在改善，其净利率同比提升0.5个百分点。②2023年华南区域和华中区域均出现亏损，2023年华南区域净利率为-0.4%，华中区域净利率为-1.7%。

表3: 国大药房各区域净利率及毛利率构成

各区域净利率构成					
区域	2019	2020	2021	2022	2023
北部	3.00%	3.00%	3.00%	2.40%	3.30%
华东	3.00%	2.00%	0.00%	-0.20%	0.30%
华南	2.00%	2.00%	1.00%	0.90%	-0.40%
华中	1.00%	2.00%	1.00%	0.80%	-1.70%
西北	3.00%	3.00%	2.00%	2.20%	2.40%
西南	-	10.00%	8.00%	7.80%	4.80%

各区域毛利率构成					
区域	2019	2020	2021	2022	2023
北部	25.00%	23.00%	23.00%	24.60%	19.80%
华东	24.00%	22.00%	21.00%	22.00%	17.20%
华南	25.00%	25.00%	24.00%	25.70%	22.00%
华中	30.00%	26.00%	26.00%	26.80%	21.90%
西北	31.00%	24.00%	20.00%	19.50%	13.30%
西南	-	42.00%	41.00%	42.00%	37.10%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

◆ **品类结构：处方药占比较高，非药品&中药材等高毛利品种占比较低**

为对比国大药房盈利能力在行业中的排名，我们选取益丰药房、老百姓、大参林、一心堂、健之佳作为可比公司。目前国大药房的净利率水平低于可比公司净利率水平，2018-2023年间可比公司的净利率均值均维持在4.9%以上，而2018-2023年间国大药房净利率均维持在3%以内。2021年由于行业政策及新冠疫情波动影响，可比公司净利率均值均有所回落，国大药房净利率走势跟可比公司净利率均值一致。

表4: 国大药房及可比公司净利率对比

公司名称	2018	2019	2020	2021	2022	2023
益丰药房	6.39%	5.93%	6.59%	6.46%	7.18%	7.00%
老百姓	5.32%	5.27%	5.47%	5.01%	4.84%	5.01%
大参林	5.93%	6.25%	7.43%	4.80%	5.08%	5.02%
一心堂	5.66%	5.76%	6.24%	6.29%	5.81%	3.22%
健之佳	4.80%	4.71%	5.58%	5.72%	4.84%	4.56%
可比公司均值	5.62%	5.58%	6.26%	5.66%	5.55%	4.96%
国大药房	2.78%	2.44%	2.45%	0.82%	1.45%	2.16%

资料来源：公司公告，ifind，信达证券研发中心

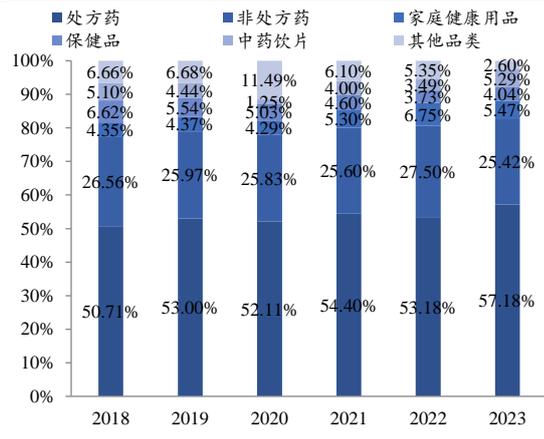
净利率的差异可进一步拆解为毛利率、期间费用率差异，由于国大药房未披露具体期间费用使用情况，因而我们主要分析毛利率的差异。2018-2023年可比公司毛利率均值均维持在35%以上，而国大药房2018-2023年间毛利率均维持在23%-26%，存在较大差异，这主要与各个公司产品结构相关。

表5: 国大药房及可比公司毛利率对比

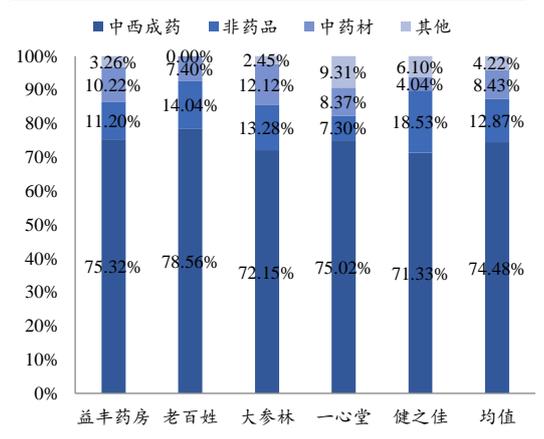
公司名称	2018	2019	2020	2021	2022	2023
益丰药房	39.73%	39.01%	37.98%	40.35%	39.53%	38.21%
老百姓	35.21%	33.59%	32.06%	32.13%	31.88%	32.55%
大参林	41.65%	39.48%	38.47%	38.15%	37.80%	35.90%
一心堂	40.53%	38.70%	35.82%	36.96%	35.05%	33.00%
健之佳	37.78%	35.15%	33.69%	35.83%	36.14%	35.88%
可比公司均值	38.98%	37.18%	35.60%	36.68%	36.08%	35.11%
国大药房	23.03%	24.74%	24.74%	24.91%	25.08%	24.50%

资料来源：公司公告，ifind，信达证券研发中心

从产品结构上看，2023年国大药房处方药+非处方药的占比达82.6%（其中处方药占57.18%，而非处方药占25.42%），2023年可比公司中西成药占比均值为74.48%（由于可比公司中仅健之佳披露中西成药中处方药和非处方药占比，我们据此作为一个对照基准；2023年健之佳的中西成药占比达71.33%，其中处方药占比34.9%，而非处方药占比36.42%），由于零售药店的处方药毛利率低于非处方药（2023年健之佳处方药毛利率为24.26%，非处方药毛利率为38.67%），叠加国大药房的处方药占比较高（2023年国大药房的处方药占比为57.18%，而健之佳仅34.9%），因而国大药房毛利率低于可比公司。此外，非药品、中药材两大品类为高毛利率品种，而国大药房这两大业务的占比仍较低，未来产品结构存在较大的优化空间。

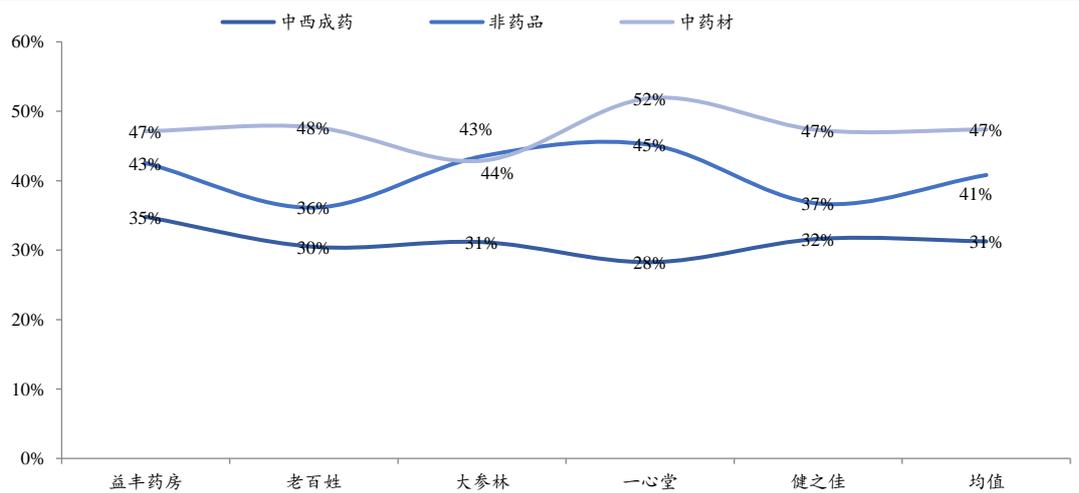
图42: 国大药房品类结构变动趋势


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图43: 可比公司品类结构


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

从各品类毛利率情况上看,可比公司的中西成药品类毛利率均值为31%(营收占比约74%),而非药品(诸如医疗器械、保健品等)毛利率均值约41%(营收占比约13%),中药材毛利率均值约47%(营收占比约8%)。从各品类的毛利率及可比公司的产品结构上看,我们认为未来公司或将可通过调整高毛利产品占比来优化整体毛利率。

图44: 可比公司各品类毛利率情况


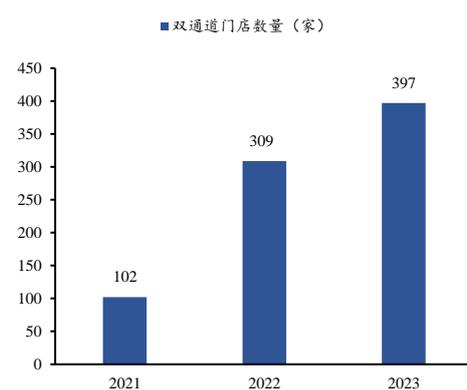
资料来源: ifind, 信达证券研发中心

3.3 处方外流大势所趋, 国大药房或可把握良机突破

国药一致是国药集团全国唯一医药零售整合平台,2023年末国大药房拥有8528家直营店,其中医保门店有7736家,占公司直营门店总数的91%。同时,国大药房凭借专业优势和商品资源,积极对接各地双通道政策,国大药房双通道门店数量已达到397家,医保统筹门店3012家(占直营门店总数约35%)。我们认为,未来处方外流是大势所趋,国大药房依靠国药集团在医药流通方面的影响力,未来或将赢得更多市场份额。

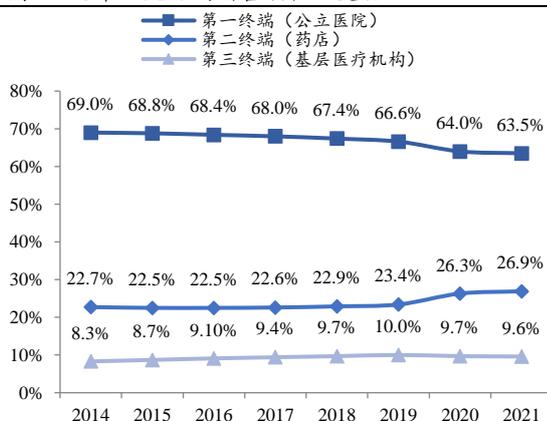
图45: 公司近5年医保门店占比


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

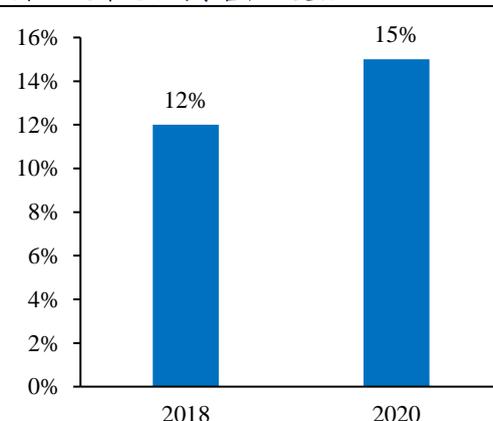
图46: 双通道药店数量


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

自2017年取消药品加成, 叠加药占比政策推行, 处方外流速度有所提升。从三大终端市场药品销售占比上看, 第一终端(公立医院)药品销售占比有所下降, 从2017年的68%下降至2021年的63.5%, 而第二终端(零售药店)则有明显提升, 其药品销售占比从2017年的22.6%提升至2021年的26.9%。从处方药零售占比变动上看, 根据BCG数据, 2018年处方药零售占比仅12%, 而2020年增长至15%。从以上两个维度数据上可见, 在一系列处方外流政策的推动下, 药店逐步承接起处方药的相关销售, 然而目前处方药零售占比仍较低(2020年仅15%)。我们认为, 随着电子处方流转平台的建成, 叠加门诊统筹政策在全国落地执行, 未来处方外流速度有望得到进一步提升, 对应的处方药零售占比在未来或将有明显提升。

图47: 近年三大终端销售额占比变动


资料来源: 米内网, 健康界, 信达证券研发中心

图48: 近年处方药零售占比变动


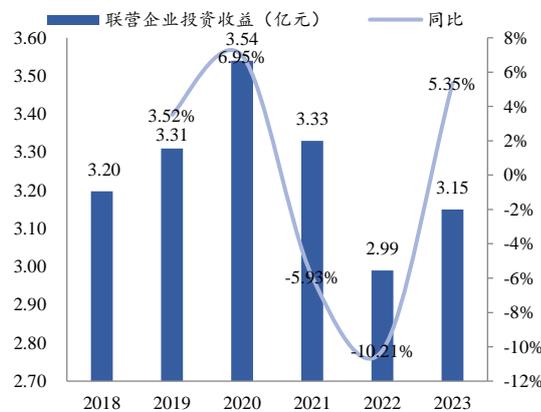
资料来源: Drug Channels Institute, Statista, 国家药监局, 中国药店, BCG 分析, 信达证券研发中心

四、工业投资：四大联营企业创造稳定投资收益

国药一致工业投资的企业主要包括：上海现代制药股份有限公司（以下简称“国药现代”，公司持股 12.46%）、国药致君深圳坪山制药有限公司（以下简称“致君坪山”，公司持股 49%）、国药致君深圳制药有限公司（以下简称“国药致君”，公司持股 49%）、深圳万乐药业有限公司（以下简称“万乐药业”，公司持股 35.19%），覆盖抗感染、呼吸系统用药、保健品、中成药及抗肿瘤药等领域的研发、生产及销售。

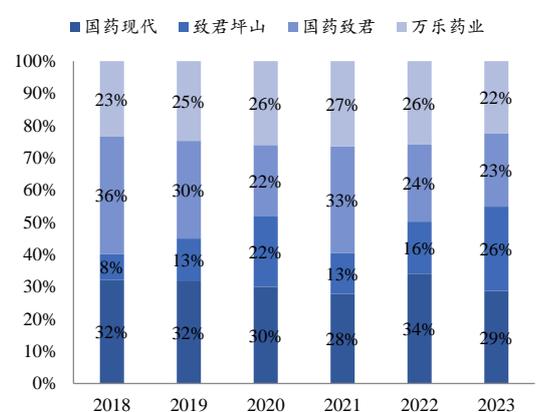
2018-2023 年间公司联营企业投资收益基本维持在 3 亿元左右，其中主要贡献为 4 家企业：国药现代、致君坪山、国药致君、万乐药业，其余联营企业几乎有负收益。由于其他联营企业有负贡献，为分析联营企业投资收益的构成，我们选 4 家企业的收益汇总分析。2023 年这 4 家企业中国药现代贡献 29%，致君坪山贡献 26%，国药致君贡献 23%，而万乐药业贡献 22%。

图49：近年联营企业投资收益变动趋势



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图50：近年联营企业投资收益构成



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4.1 国药现代：国药集团旗下统一的化学制药工业平台，公司参股 12.46%

国药现代拥有包括医药中间体与原料药、化学制剂、动物疫苗、大健康等业务板块，产品涵盖全身用抗感染、心血管、抗肿瘤及免疫调节剂、中枢神经系统、激素、泌尿生殖系统、消化道和新陈代谢、呼吸系统等治疗领域，剂型有片剂、胶囊剂、粉针剂、小容量注射剂、颗粒剂、混悬剂、栓剂和软膏剂等 30 多种。

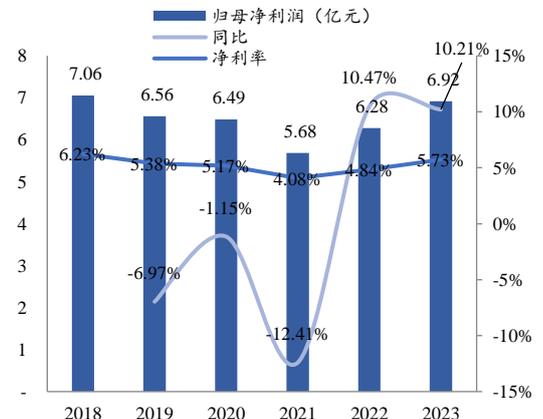
2023 年国药现代的营收规模达 120.7 亿元，归母净利润为 6.92 亿元。自 2021 年起国药现代盈利能力逐年提升，2021 年国药现代归母净利率为 4.08%，2023 年归母净利率提升至 5.73%。

图51：近年国药现代营收变动趋势



资料来源：ifind，信达证券研发中心

图52：近年国药现代归母净利润变动趋势



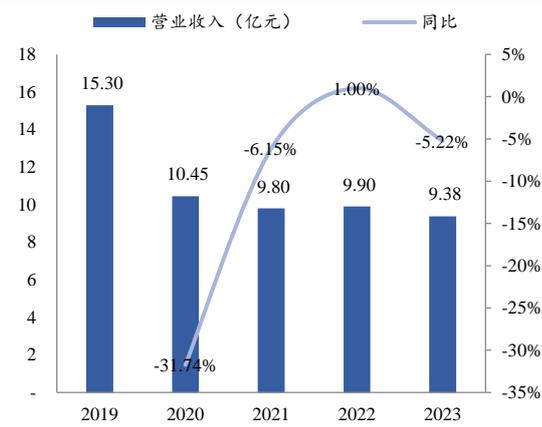
资料来源：ifind，信达证券研发中心

4.2 万乐药业：抗肿瘤药物开发生产平台，公司参股 35.19%

深圳万乐药业有限公司，成立于1990年，由中国（国药集团一致药业股份有限公司）、日本（三丽 Holdings 株式会社）、香港（万联行有限公司）三方合资兴建，是专业从事抗肿瘤、心脑血管、呼吸系统、镇痛麻醉等领域治疗药物的生产、研发和销售的国家级高新技术企业。万乐药业已拥有涵盖蒽环类抗生素、植物碱类（包括紫杉烷类、喜树碱类和长春碱类）、烷化剂、金属铂类等各主要大类抗肿瘤药物的产品。在血液肿瘤、泌尿系统肿瘤、乳腺癌、肺癌等主要恶性肿瘤治疗方面，树立了自己的品牌体系。

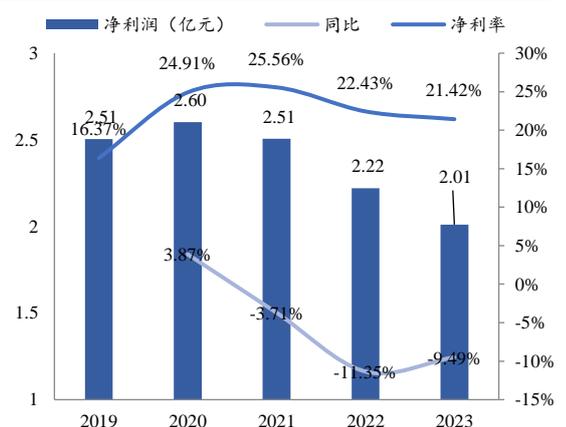
2023年万乐药业创收9.38亿元，净利润为2.01亿元，净利率达21.42%，且近3年公司的净利率均维持在20%以上。

图53: 近年万乐药业营收变动趋势



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图54: 近年万乐药业净利润变动趋势

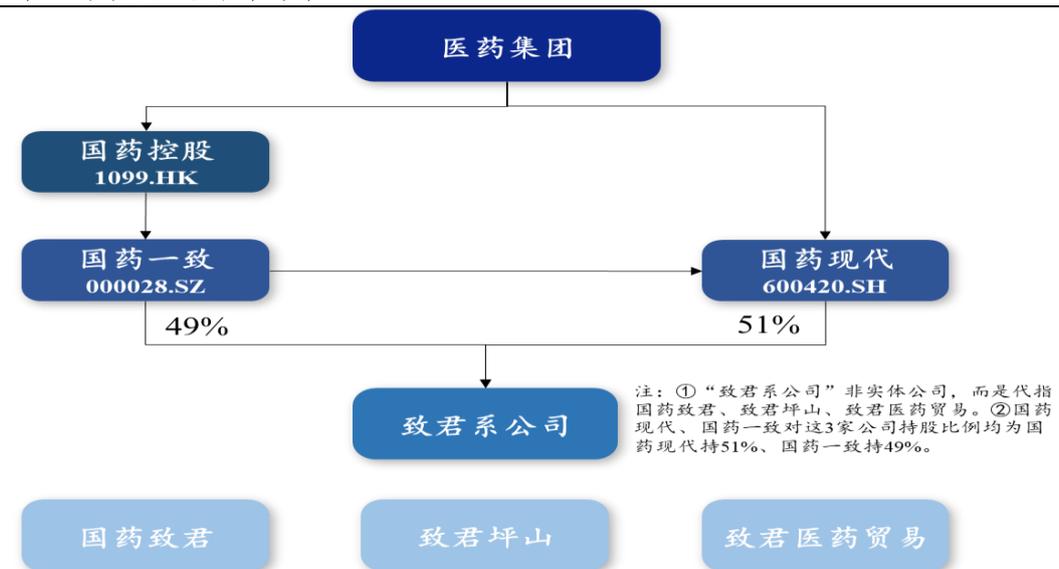


资料来源：ifind，信达证券研发中心

4.3 国药致君：聚焦抗感染板块，国药现代控股 51%，国药一致持股 49%

国药致君隶属于国药现代，是国药现代抗感染板块的领军企业。公司以研发、生产、销售抗感染类、消炎镇痛、呼吸系统药品为主。国药致君的前身为1985年成立的深圳市制药厂，2006年深圳市制药厂正式更名为“深圳致君制药有限公司”。

图55: 国药致君的股权架构图



资料来源：国药致君公司官网，ifind，信达证券研发中心

国药致君打造了多个市场份额位居前列的名牌产品，达力新、达力芬、迪根成为同类产品的领导者，并进入欧盟主流市场，成为国内头孢粉针制剂出口至欧盟主流市场年出口量和出口金额最大的企业之一，多次获评国际化先导企业荣誉称号。

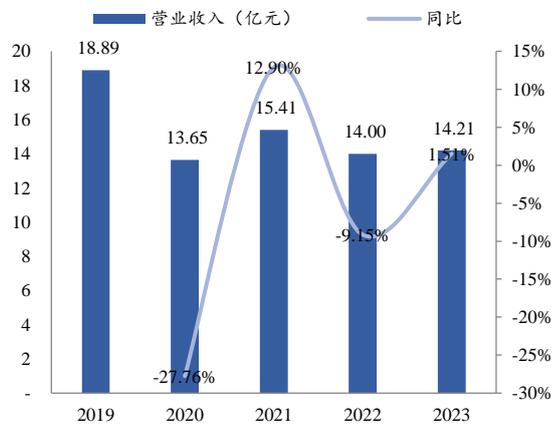
图56: 国药致君核心产品结构



资料来源: 国药致君官网, 信达证券研发中心

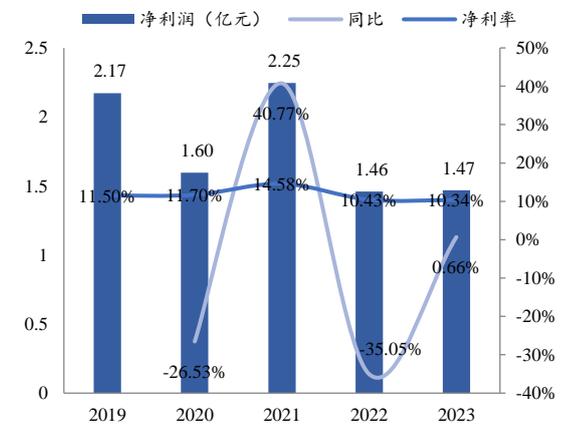
2023年国药致君创收14.21亿元，净利润为1.47亿元，净利率达10.34%，且近3年公司的净利率均维持在10%以上。

图57: 近年国药致君营收变动趋势



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图58: 近年国药致君净利润变动趋势



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

4.3 致君坪山: 聚焦现代中药产业&高端化药制剂, 国药现代控股51%, 国药一致持股49%

致君坪山由原国药控股深圳中药有限公司在2015年更名并整体搬迁, 同时合并国药集团致君(深圳)制药有限公司的非头非青类(即非头孢非青霉素)口服固体、口服液体车间而来。致君坪山是中国医药集团总公司与深圳市政府战略合作框架协议的重点实施项目, 列入深圳市重大项目, 是集生产、经营、科研开发为一体的国家高新技术企业。

致君坪山致力于发展现代中药产业、高端化药制剂, 化药聚焦非头非青类(即非头孢非青霉素)产品, 中药专注儿科、妇科和中老年领域。拥有口服液、合剂、糖浆剂、片剂、胶囊剂、颗粒剂、洗剂等剂型的生产能力。主要生产双氯芬酸钠缓释片、盐酸氨溴索口服液、健

儿清解液、青柏洁身洗液、冠心丹参胶囊、小儿清热止咳口服液、百安洗液等系列高品质的药品。

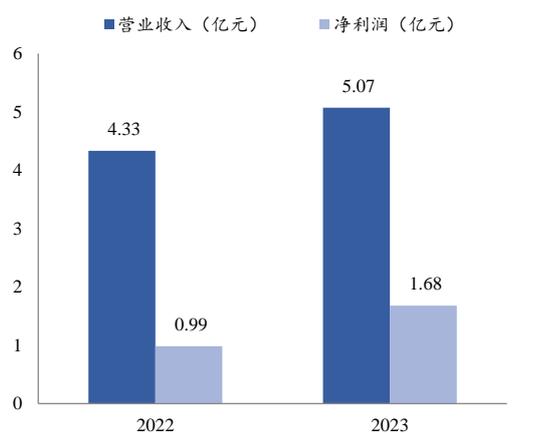
图59: 致君坪山核心产品结构



资料来源: 国药致君官网, 信达证券研发中心

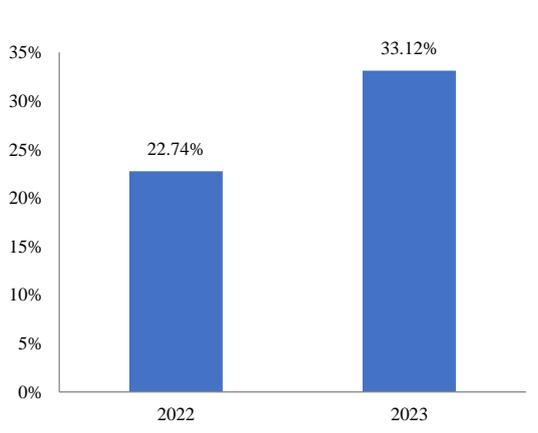
2023 年致君坪山创收 5.07 亿元, 净利润为 1.68 亿元, 净利率达 33.12%, 且近 2 年公司的净利率均维持在 20% 以上。

图60: 近年致君坪山营收&净利润变动趋势



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图61: 近年致君坪山净利率变动趋势



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

五、“一利五率”考核持续驱动央企提质增效，“戴维斯双击”可期

5.1 2024 年央企发展目标：“一利”稳定增长，“五率”持续优化

近 5 年来央企经营指标经过 4 个阶段转化，分别是：①2019 年的“两利一率”；②2020 年的“两利三率”；③2021 年的“两利四率”；④2023 年的“一利五率”。每个阶段经营指标的转换都代表着国资委对央企经营改革提出新的发展要求和更高期许。

2023 年 1 月，国务院国资委将 2023 年央企目标管理体系由此前的“两利四率”调整为“一利五率”，并提出了“一增一稳四提升”的具体要求。“一利”即中央企业效益稳步提升，利润总额、净利润和归母净利润协同增长；“五率”指净资产收益率、全员劳动生产率、营业现金比率同比改善，研发投入强度和科技产出效率持续提高，整体资产负债率保持稳定。“一增”是指利润总额增速要高于国民经济增速；“一稳”是指资产负债率稳定在 65% 左右；“四提升”是指净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率要实现进一步提升。

2024 年国资委对中央企业总体保持“一利五率”目标管理体系不变，具体要求是“一利稳定增长，五率持续优化”，即中央企业效益稳步提升，利润总额、净利润和归母净利润协同增长，净资产收益率、全员劳动生产率、营业现金比率同比改善，研发投入强度和科技产出效率持续提高，整体资产负债率保持稳定。

表6: 近年央企经营指标体系汇总

年份	指标体系	考核指标
2019	两利一率	两利：净利润、利润总额 一率：资产负债率
2020	两利三率	两利：净利润、利润总额 三率：资产负债率、营业收入利润率、研发经费投入强度
2021	两利四率	两利：净利润、利润总额 四率：资产负债率、营业收入利润率、研发经费投入强度、全员劳动生产率
2022	两利四率	两利：净利润、利润总额（两者增速要高于国民经济增速） 四率：资产负债率（65%以内）、营业收入利润率、研发经费投入强度、全员劳动生产率
2023	一利五率	一利：利润总额 五率：净资产收益率、资产负债率、营业现金比率、研发经费投入强度、全员劳动生产率

资料来源：毕马威，信达证券研发中心

2024 年 1 月 29 日，国务院国有资产监督管理委员会召开 2024 年中央企业、地方国资委考核分配工作会议。会议提出，2024 年各中央企业要推动“一企一策”考核全面实施，全面推开上市公司市值管理考核。

我们认为央企经营指标考核的升级叠加国资委要求全面推开上市公司市值管理考核，央企有望迎来新一轮的提质增效。国药一致或将在新一轮提质增效的潮流中焕发新机，公司两大核心业务中优化空间最大的为零售业务（即国大药房），目前国大药房在毛利率、净利率与同行可比公司相比，仍存在较大的优化空间。**在毛利率方面**，2023 年国大药房毛利率仅 24.5%，而同行可比公司毛利率均值约 36.08%（由于可比公司 2023 年年报暂未披露，因而我们采取 2022 年数据对比），主要系国大药房处方药占比较高而高毛利品种（诸如非药品、中药饮片）占比低。**在净利率方面**，2023 年国大药房的净利率为 2.16%，而同行可比公司均值约为 5.55%（由于可比公司 2023 年年报暂未披露，因而我们采取 2022 年数据对比）。

未来净利率提升既可以通过改善产品结构从而优化毛利率，又可以通过控制相关费用支出来改善整体净利率水平。

5.2 国药系中特估复盘：国药一致估值提升空间弹性较大

2022年11月，证监会提出“中国特色估值体系”，自此，“中特估”即成为资本市场探索的重要议题。2022年11月21日，易会满在2022金融街论坛年会上做主题演讲时，曾提及探索建立具有中国特色的估值体系；2022年12月2日，上交所制定完成新一轮《中央企业综合服务三年行动计划》，并在其中指出推动央企估值回归合理水平；2023年2月2日，证监会在系统工作会议上表示，推动提升估值定价科学性有效性。

国药系相关标的在“中特估”主题驱动下，在2023年上半年表现卓越。“中特估”主题驱动下国药控股PE估值提升至9倍，国药股份PE估值提升至16倍，国药一致PE估值提升至17倍，而国药现代估值提升至24倍。

若站在此时点展望未来，假设下一轮央企提质增效行情驱动，同时相关标的估值有望提升，则当前国药一致存在的估值提升空间较大。若国药一致旗下的国大药房盈利改善超预期表现，则业绩端的提升有望驱动市值迎来“戴维斯双击”。

表7：中特估国药系标的估值体系

证券代码	证券简称	近5年PE均值	近5年PE最低值	中特估PE估值	当前PE估值	当前估值较最高值涨幅空间
1099.HK	国药控股	8	5	9	7	39%
600511.SH	国药股份	14	10	16	12	37%
000028.SZ	国药一致	13	9	17	12	46%
600420.SH	国药现代	17	12	24	17	42%

资料来源：ifind，信达证券研发中心

注：①当前估值时间截至2024/4/29；②中特估市PE估值我们选取2023/1/1至今最高PE-TTM为代表。

5.3 国药系商业公司仅国药控股于2016年提出股权激励方案

国药系商业公司目前仅国药控股提出过股权激励方案，国药股份、国药一致从上市至今暂未发起过股权激励方案或员工持股计划。回顾国药控股2016年股权激励方案主要对**净资产收益率、净利润增速、经济增加值**三大指标进行考核，且除具体指标考核外，公司也对行业横向对比进行考核，相应考核指标较为严格。我们认为，若后续公司推出股权激励方案或员工持股计划，或可进一步激发员工积极性，从而加速整体“提质增效”进展。

表8：2016年国药控股股权激励方案回顾

项目	净资产收益率 (ROE)	净利润	经济增加值 (EVA)	实际完成情况
第一个解锁期	2017年ROE不低于12.7%且不低于对标企业75分位值水准	以2015年净利润为基数，2017年净利润复合增长率不低于12%，且不低于对标企业75分位值水准	以2015年EVA为基数，2017年EVA复合增长率不低于董事会下达的目标值	完成，175.23万股（占已发行股本0.06%，占激励对象授予股份33%）于2018年11月16日解锁
第二个解锁期	2018年ROE不低于12.7%且不低于对标企业75分位值水准	以2015年净利润为基数，2018年净利润复合增长率不低于12%，且不低于对标企业75分位值水准	以2015年EVA为基数，2018年EVA复合增长率不低于董事会下达的目标值	未完成
第三个解锁期	2019年ROE不低于12.8%且不低于对标企业75分位值水准	以2015年净利润为基数，2019年净利润复合增长率不低于12%，且不低于对标企业75分位值水准	以2015年EVA为基数，2019年EVA复合增长率不低于董事会下达的目标值	未完成

资料来源：国药控股公司公告，信达证券研发中心

六、盈利预测、估值与投资评级

6.1 业务拆分

公司业务按照产品划分可分成批发、零售、其他共三大块业务。我们对公司三大业务做以下假设：

1) 批发业务：考虑公司在广东药品批发市场份额第一，在广西药品批发市场份额排名第二，在两广区域的 35 个地市排名前 3，实现全覆盖。其中 11 个地区市场份额第一，市场份额超过 20% 的有 23 个地市，整体公司在两广地区的市场份额较高，我们预计未来公司批发业务增速较为稳健。因此，我们假设 2024-2026 年收入同比增速均为 6%，考虑公司批发业务整体商业模式较为稳定，我们假设 2024-2026 年毛利率均为 6.1%。

2) 零售业务：考虑公司后续进行相关门店扩张，2023 年公司扩张门店 1203 家，假设未来维持 1000 家以上增长，未来公司零售业务增长中枢预计 9% 左右，因此我们假设 2024-2026 年收入同比增速均为 9%。考虑公司零售业务毛利率相对较低，未来仍存在产品结构优化空间，因而我们假设未来毛利率存在提升趋势，我们假设 2024-2026 年毛利率分别为 24.8%、25%、25.3%。

3) 其他：由于其他业务项波动较大，假设 2024-2026 年收入维持 4 亿元；假设 2024-2026 年毛利率参照近 3 年均值，假设毛利率为 39%。

表9：国药一致业务拆分

项目	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	754.77	806.88	862.68	922.51
同比	2.77%	6.90%	6.92%	6.94%
营业成本	664.25	708.79	756.36	806.92
毛利率	11.99%	12.16%	12.32%	12.53%
医药批发	517.55	548.60	581.52	616.41
同比	3.44%	6.00%	6.00%	6.00%
成本	485.70	515.14	546.05	578.81
毛利率	6.15%	6.10%	6.10%	6.10%
医药零售	233.28	254.28	277.16	302.10
同比	1.64%	9.00%	9.00%	9.00%
成本	176.13	191.21	207.87	225.67
毛利率	24.50%	24.80%	25.00%	25.30%
其他收入	3.94	4.00	4.00	4.00
同比	-13.72%	2%	0%	0%
成本	2.42	2.44	2.44	2.44
毛利率	38.58%	39%	39%	39%

资料来源：公司公告，ifind，信达证券研发中心

6.2 估值与投资评级

由于国药一致拥有分销、零售两大业务板块，因而我们分别找各自的可比公司。在**医药分销领域**，我们选取国药控股、国药股份、柳药集团、重药控股作为国药一致的可比公司，按照 ifind 市场一致预期，2024-2026 年三年国药一致的可比公司的平均估值分别 9 倍、8 倍、7 倍（重药控股暂无 2026 年的市场一致预期）。在**医药零售领域**，我们选取益丰药房、老百姓、大参林作为国药一致可比公司，按照 ifind 市场一致预期，2024-2026 年三年国药一致的可比公司平均估值分别为 19 倍、15 倍、12 倍（2026 年老百姓暂无市场一致预期）。首次覆盖，我们给予公司“买入”投资评级。

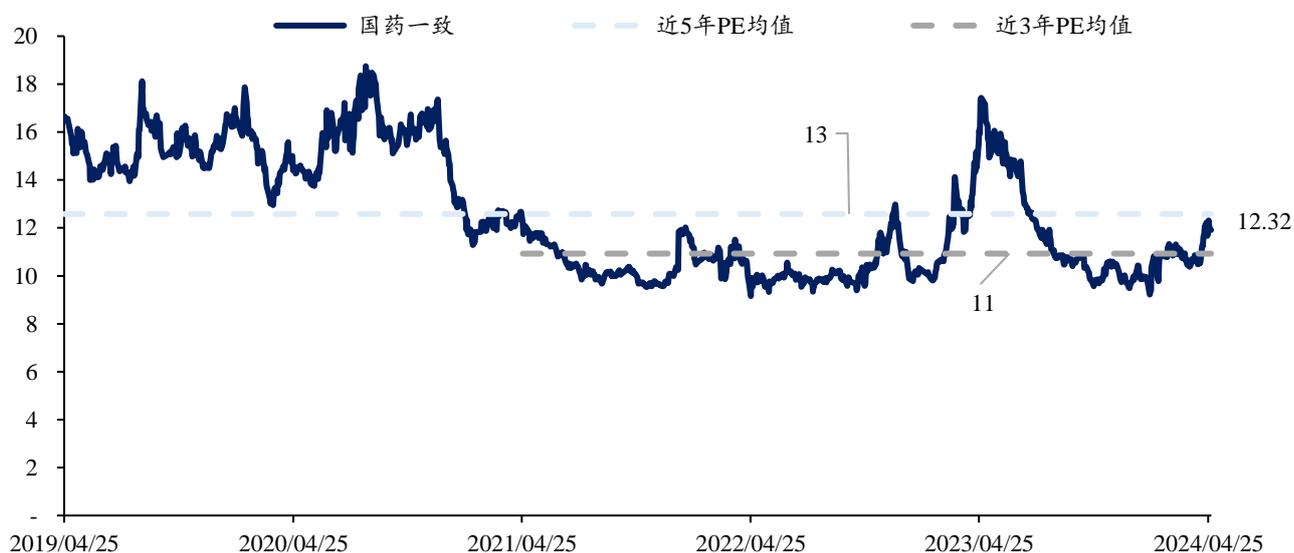
表10: 可比公司估值

板块	公司	总市值(亿元, CNY)	归母净利润(亿元, CNY)			估值(PE)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
医药分销	国药控股	572.20	98.51	108.72	119.39	5.81	5.26	4.79
	国药股份	261.51	23.73	26.29	29.12	11.02	9.95	8.98
	柳药集团	90.98	10.19	12.28	14.92	8.93	7.41	6.10
	重药控股	92.11	10.16	11.89	-	9.07	7.75	-
	均值	254.20	35.65	39.80	40.86	8.71	7.59	6.62
医药零售	益丰药房	434.65	17.96	22.13	26.62	24.21	19.64	16.33
	老百姓	191.86	11.32	13.76	-	16.95	13.94	-
	大参林	245.99	16.11	19.91	21.18	15.27	12.36	11.62
	均值	290.83	15.13	18.60	15.93	18.81	15.31	11.52
	国药一致	178.33	17.89	19.82	22.43	9.97	9.00	7.95

资料来源: ifind, 信达证券研发中心 (注: 数据截至2024/4/29)

从公司历年估值变动趋势上看, 公司当前估值处于历史低位, 近5年 PE-TTM 均值约 13 倍, 近3年公司 PE-TTM 估值均值约为 11 倍, 而当前 PE-TTM 估值为 12.32 倍。

图62: 近5年公司 PE-TTM 估值变动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

注: PE-TTM 估值截至 2024/4/29

七、风险因素

两广区域分销业务竞争加剧：公司医药分销业务主要布局两广区域，且医药分销营收占比较高（2023 年分销业务营收占比约 69%），若两广地区竞争加剧，公司分销业务收入增速、毛利率均将受到冲击。

应收账款回收不及时：医药分销业务具备垫资属性，且应收账款占比较高，若应收账款回收不及时，则公司的现金流情况、偿债能力等均受影响。

零售业务竞争加剧：2023 年公司门店超 1 万家，但华东、华南和华中区域盈利能力较弱，若未来这些区域竞争加剧，则公司在这三个区域门店的盈利能力或将进一步削弱。

零售门店扩张不及预期：零售业务的增长一方面源于成熟老店的内生增长，另一方面源于新门店的拓张速度。若门店的拓张进度不及预期，则零售业务的增速也将受到影响。

提质增效不及预期：国大药房整体盈利能力跟可比公司相比仍存在提升预期，若未来国大药房提质增效进度不及预期，则利润释放进度将受到影响，从而影响公司整体业绩表现。

单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	31,708	36,370	39,240	43,733	47,647
货币资金	6,016	6,502	7,648	10,048	11,718
应收票据	1,102	1,150	1,210	1,294	1,384
应收账款	13,765	18,160	19,001	20,269	21,632
预付账款	844	620	709	756	807
存货	7,836	7,989	8,454	9,010	9,602
其他	2,145	1,948	2,217	2,356	2,505
非流动资产	10,908	11,201	11,184	11,160	11,124
长期股权投资	2,579	2,747	2,847	2,947	3,047
固定资产(合计)	850	866	842	806	757
无形资产	648	616	581	546	511
其他	6,831	6,972	6,914	6,861	6,809
资产总计	42,616	47,571	50,423	54,893	58,771
流动负债	21,028	24,338	24,997	26,979	28,055
短期借款	1,261	2,613	1,813	2,313	1,813
应付票据	7,025	8,379	8,860	9,454	10,087
应付账款	8,208	9,574	9,844	10,505	11,207
其他	4,534	3,773	4,480	4,707	4,949
非流动负债	2,143	2,255	2,294	2,394	2,494
长期借款	18	0	0	0	0
其他	2,126	2,255	2,294	2,394	2,494
负债合计	23,171	26,593	27,290	29,372	30,549
少数股东权益	3,319	3,563	3,929	4,335	4,795
归属母公司股东权益	16,126	17,415	19,204	21,185	23,428
负债和股东权益	42,616	47,571	50,423	54,893	58,771

单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	73,443	75,477	80,688	86,268	92,251
同比(%)	7.4%	2.8%	6.9%	6.9%	6.9%
归属母公司净利润	1,487	1,599	1,789	1,982	2,243
同比(%)	11.2%	7.6%	11.9%	10.8%	13.2%
毛利率(%)	12.2%	12.0%	12.2%	12.3%	12.5%
ROE%	9.2%	9.2%	9.3%	9.4%	9.6%
EPS(摊薄)(元)	2.67	2.87	3.21	3.56	4.03
P/E	13.03	12.11	10.83	9.78	8.64
P/B	1.20	1.11	1.01	0.91	0.83
EV/EBITDA	2.97	3.65	4.53	3.70	2.86

单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	73,443	75,477	80,688	86,268	92,251
营业成本	64,517	66,425	70,879	75,636	80,692
营业税金及附加	192	188	202	216	231
销售费用	5,273	5,326	5,697	6,125	6,550
管理费用	1,129	1,106	1,218	1,294	1,384
研发费用	9	27	32	35	37
财务费用	190	205	204	210	202
减值损失合计	-72	-18	-17	-17	-17
投资净收益	139	237	260	260	260
其他	105	48	60	60	60
营业利润	2,306	2,467	2,758	3,056	3,459
营业外收支	5	6	5	5	5
利润总额	2,311	2,473	2,763	3,061	3,464
所得税	539	515	608	673	762
净利润	1,772	1,958	2,155	2,387	2,702
少数股东损益	285	359	366	406	459
归属母公司净利润	1,487	1,599	1,789	1,982	2,243
EBITDA	3,895	4,029	3,565	3,881	4,288
EPS(当年)(元)	2.67	2.87	3.21	3.56	4.03

单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	2,560	2,937	2,450	2,418	2,709
净利润	1,772	1,958	2,155	2,387	2,702
折旧摊销	1,488	1,589	597	610	622
财务费用	204	248	282	302	323
投资损失	-139	-324	-260	-260	-260
营运资金变动	-747	-554	-371	-673	-729
其它	-17	19	46	52	52
投资活动现金流	-343	-135	-308	-316	-316
资本支出	-317	-284	-476	-476	-476
长期投资	-201	0	-100	-100	-100
其他	176	149	268	260	260
筹资活动现金流	-1,508	-2,408	-996	298	-723
吸收投资	6	35	0	0	0
借款	1,520	1,873	-800	500	-500
支付利息或股息	-656	-664	-282	-302	-323
现金流净增加额	709	393	1,145	2,400	1,670

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，医药研究员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，医药研究员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

吴欣，医药研究员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

赵晓翔，医药研究员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

曹佳琳，医药研究员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

章钟涛，医药研究员，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。