

国药股份 (600511.SH)

买入 (首次评级)

麻精类药物全国配送龙头，多业态并举驱动稳健增长

当前价格：35.86元

投资要点：

➤ 麻精类药物全国配送龙头，参股宜昌人福实现麻精全产业链布局。

麻精类药物属于国家高度管制类药物，无论是生产还是流通端都有极高进入壁垒。公司是全国三家麻精类药物一级经销商之一，且占据绝对市场份额。麻精类药物与手术需求密切相关，需求增长刚性，且高进入壁垒也带来较高利润率，公司整体利润率显著高于同行。此外，公司通过参股宜昌人福和青海制药，完成麻精行业全产业链布局。宜昌人福是国内麻药行业的龙头公司，业绩增长稳健，每年给公司贡献可观的投资收益。

➤ 北京区域流通龙头，渠道覆盖广泛。

公司医疗直销业务实现北京地区一、二、三级医院全覆盖，基层医疗覆盖超4700家，在二、三级医院的销售居于区域首位。同时公司零售直销业务已覆盖全国500强连锁以及众多单体药店，直接渠道覆盖超3万家门店，渠道延伸共覆盖22万余家终端药店。北京地区的商业配送主要由本部及四家商业平台子公司完成，四家商业平台子公司实力强劲。

➤ 多业态并举，驱动业绩稳健增长。

除了常规的麻精药物配送和普药配送业务外，公司还布局了口腔、工业和仓储业务，口腔类业务近年来增长表现亮眼，盈利能力突出，工业业务随着核心子公司国瑞医药委托予国药现代管理，整体经营有望得到改善。多业态并举有望驱动公司业绩稳健增长。

➤ 盈利预测与投资建议

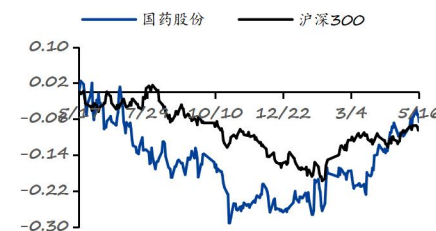
我们预计公司2024-2026年收入分别为537/580/627亿元，同比增长8.0%/8.1%/8.1%，归母净利润分别为23.8/26.3/29.1亿元，分别同比增长10.8%/10.6%/10.6%，对应当前PE分别为11/10/9倍。我们选取医药商业板块中的国药一致、上海医药、九州通、柳药集团、重药控股作为可比公司，国药股份估值略高于可比公司平均水平，公司作为麻精类药物配送的龙头公司，业务壁垒高，能享受一定的估值溢价。公司作为全国领先的医药批发平台，流通+工业一体化布局麻精行业，北京区域流通龙头地位稳固，口腔、工业、仓储多业态并举，业绩增长确定性强，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：行业政策风险、手术量增长不及预期风险、应收账款风险

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	754.50/553.35
流通A股市值(百万元)	19,843.00
每股净资产(元)	21.51
资产负债率(%)	45.26
一年内最高/最低价(元)	40.85/26.58

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 盛丽华(S0210523020001)
SLH30021@hfzq.com.cn
联系人 何展聪(S0210123040010)
hzc30081@hfzq.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	45,499	49,696	53,677	58,017	62,710
增长率	-2%	9%	8%	8%	8%
净利润(百万元)	1,964	2,146	2,378	2,630	2,909
增长率	12%	9%	11%	11%	11%
EPS(元/股)	2.60	2.84	3.15	3.49	3.86
市盈率(P/E)	13.8	12.6	11.4	10.3	9.3
市净率(P/B)	1.9	1.7	1.5	1.4	1.2

数据来源：公司公告、华福证券研究所

正文目录

1 国药股份：以麻特药品配送为特点的医药商业龙头	3
1.1 国药集团多个优质资产的整合平台，商业配送区域龙头地位稳固	3
1.2 业绩增长稳健，盈利能力整体平稳	3
2 公司流通+工业一体化布局麻精行业，流通盈利能力优于同行	5
2.1 麻药行业高壁垒，需求刚性增长稳健	5
2.2 流通端：麻精药物一级批发商绝对龙头，高壁垒带来高利润率	7
2.3 工业端：参股宜昌人福和青海制药，形成麻药全产业链布局	8
3 普药配送业务：北京区域流通龙头，覆盖范围广泛	9
4 口腔、工业及仓储业务：多业态并举，驱动业绩稳健增长	10
5 盈利预测与投资建议	12
5.1 盈利预测	12
5.2 投资建议	13
6 风险提示	13

图表目录

图表 1：国药股份股权结构图（截至 2023 年 12 月 31 日）	3
图表 2：2018-2024Q1 公司营业收入情况	4
图表 3：2018-2024Q1 公司归母净利润情况	4
图表 4：2018-2023 年公司分业务收入结构情况	4
图表 5：2018-2023 年公司分销售模式收入结构情况	4
图表 6：2018-2024Q1 公司毛利率和净利率情况	5
图表 7：2018-2024Q1 公司费用率情况	5
图表 8：麻醉药品和精神药品管理条例	5
图表 9：2015-2021 国内手术人次增长情况	6
图表 10：2016-2021 年手术、住院、诊疗人次增速	6
图表 11：不同医院手术室外麻醉占比变化情况	7
图表 12：2015-2021 年麻醉药行业规模情况	7
图表 13：中国麻醉药品管制分类	7
图表 14：2018-2023 年公司与同行净利率比较情况	8
图表 15：2018-2023 年宜昌人福收入情况	8
图表 16：2018-2023 年宜昌人福净利润情况	8
图表 17：2018-2023 年公司联营企业投资收益情况	9
图表 18：2018-2023 年公司北京商业收入情况	10
图表 19：2018-2023 年公司北京商业净利润情况	10
图表 20：2018-2023 年国药前景收入情况	11
图表 21：2018-2023 年国药前景净利润情况	11
图表 22：2018-2023 年国瑞药业收入情况	11
图表 23：2018-2023 年国瑞药业净利润情况	11
图表 24：2018-2023 年国药物流收入情况	12
图表 25：2018-2023 年国药物流净利润情况	12
图表 26：公司业绩拆分预测表	12
图表 27：可比公司估值表	13
图表 28：财务预测摘要	14



1 国药股份：以麻特药品配送为特点的医药商业龙头

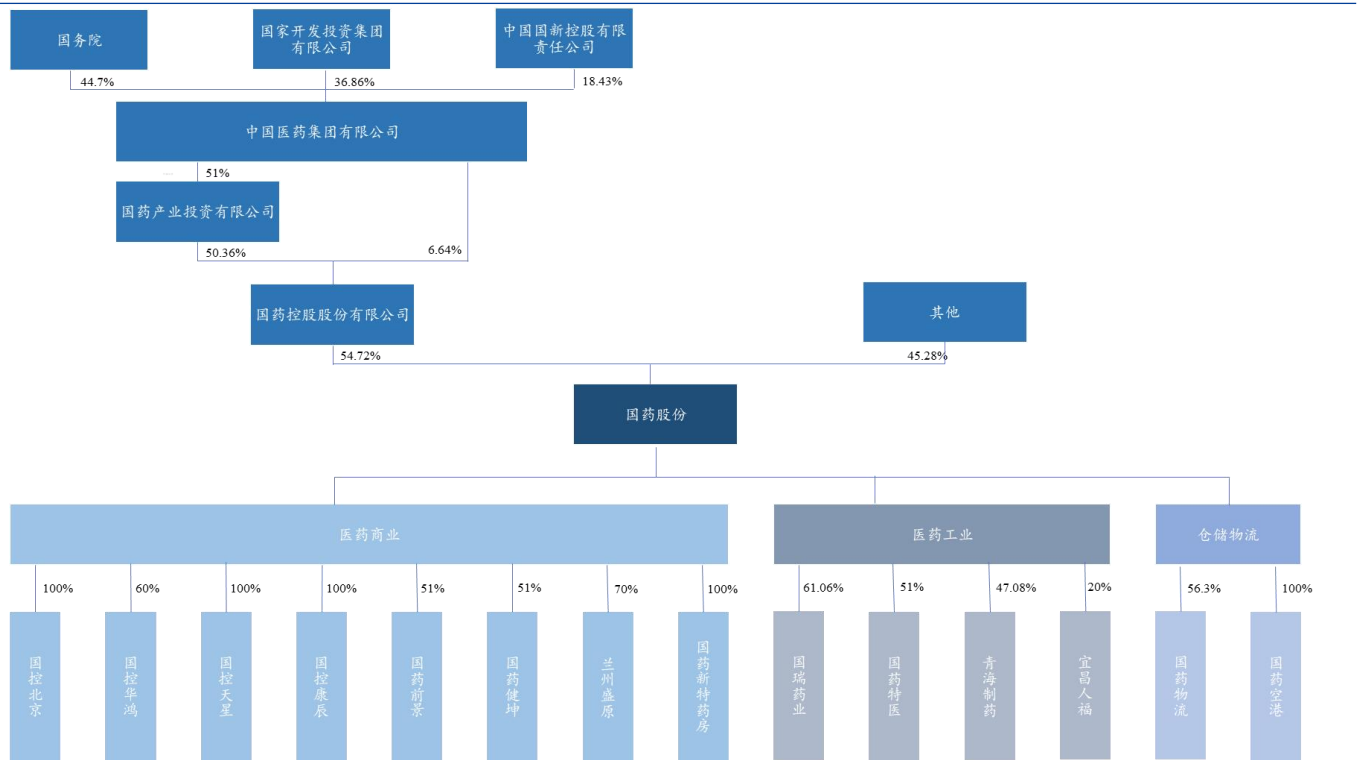
1.1 国药集团多个优质资产的整合平台，商业配送区域龙头地位稳固

以麻特药品为主要特色的老牌医药商业龙头。国药股份立足北京辐射全国，致力于为客户提供专业的第三方医药物流服务，业务涵盖工业制造、医药商业、进口保税与第三方物流、麻醉药品等多项业务。现共经营药品品规 17000 多个，拥有供应商 1600 余家，商业客户 1200 余家，覆盖全国 31 个省份。

国药集团多个优质资产的整合平台。2016 年为解决同业竞争问题，公司正式启动重大资产重组项目，以国药股份为平台，整合国控系统内的北京四家医药商业资产，形成了集商业、物流、工业、国际贸易四位一体的集约化经营模式。

从股权结构来看，公司控股股东为国药控股股份有限公司，其直接持有公司 54.72% 股权，实际控制人为国务院。公司主要业务板块分为医药商业、医药工业和仓储物流，医药工业中主要有青海制药、宜昌人福、国瑞药业及国药特医，其中宜昌人福和青海制药均为麻药生产企业。

图表 1：国药股份股权结构图（截至 2023 年 12 月 31 日）



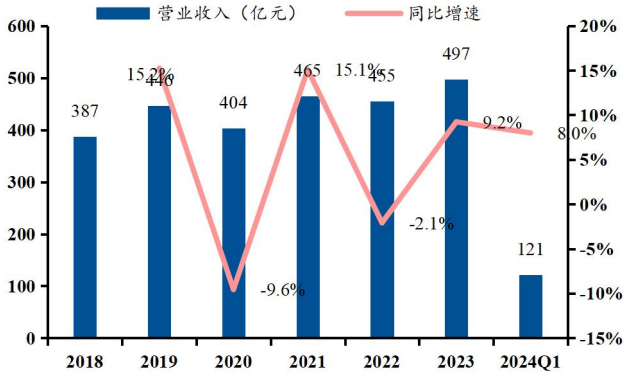
数据来源：iFinD，华福证券研究所

1.2 业绩增长稳健，盈利能力整体平稳

公司整体业绩保持平稳增长，利润增速快于收入增速。从 2018 到 2023 年，公司营业收入从 387 亿元增至 497 亿元，年复合增速为 5.1%，归母净利润从 14 亿元增至 21.5 亿元，年复合增速为 8.9%。2024Q1，公司实现营业收入 121 亿元，同比增长 8.0%，实现归母净利润 4.6 亿元，同比增长 10.9%。

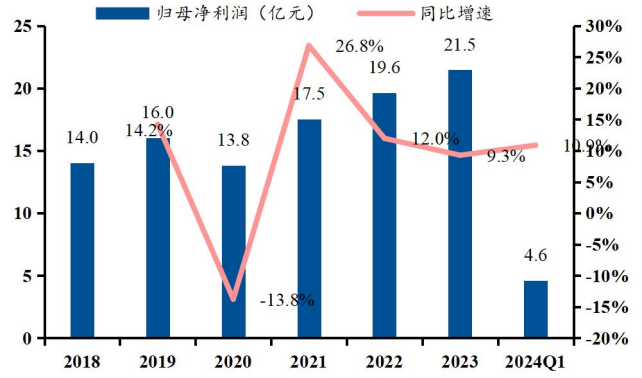


图表 2：2018-2024Q1 公司营业收入情况



数据来源：iFinD，华福证券研究所

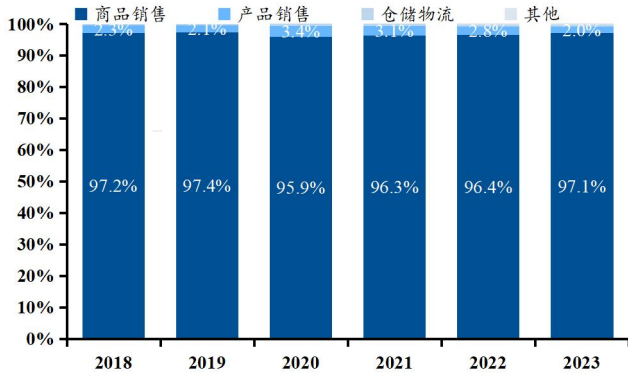
图表 3：2018-2024Q1 公司归母净利润情况



数据来源：iFinD，华福证券研究所

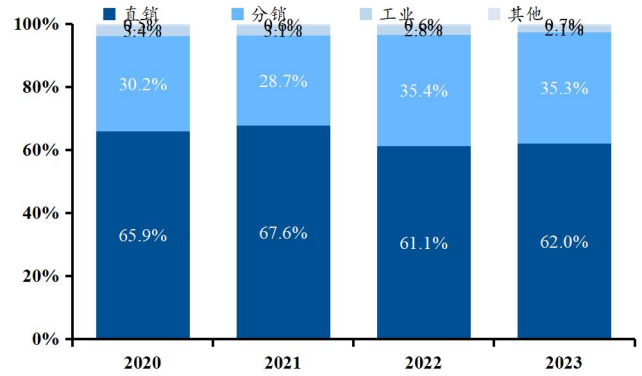
从业务类型来看，公司商品销售贡献绝大部分收入。公司商品销售主要为医药商业业务，2018-2023 年占收入（内部抵销前）比例基本均为 96-97%，占比第二高的产品销售主要为医药工业业务，占收入比例基本为 2-3%。从销售模式来看，直销模式贡献主要收入。2023 年公司直销模式收入占比为 62%，分销模式收入占比为 35%。

图表 4：2018-2023 年公司分业务收入结构情况



数据来源：iFinD，华福证券研究所

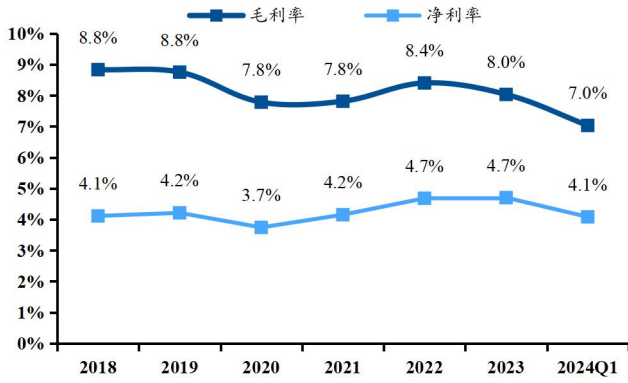
图表 5：2018-2023 年公司分销售模式收入结构情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

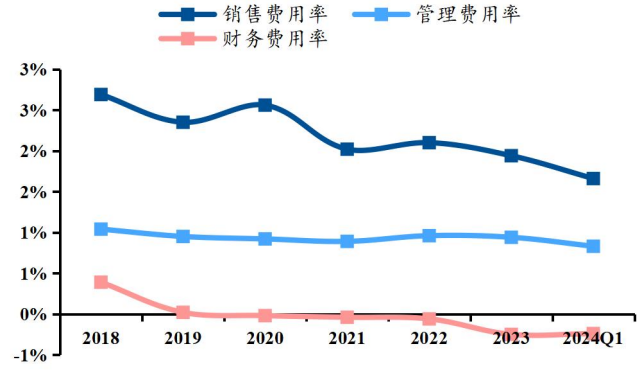
盈利能力稳定，费用率控制得当。公司整体盈利能力较为稳定，从 2018 到 2023 年，公司毛利率从 8.8% 略降至 8%，净利率从 4.1% 提升至 4.7%，2024Q1 公司毛利率和净利率分别为 7.0% 和 4.1%。从费用率来看，2018 年以来公司销售费用率和财务费用率持续下降，管理费用率保持平稳，整体费用率控制得当。

图表 6: 2018-2024Q1 公司毛利率和净利率情况



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

图表 7: 2018-2024Q1 公司费用率情况



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

2 公司流通+工业一体化布局麻精行业，流通盈利能力优于同行

2.1 麻药行业高壁垒，需求刚性增长稳健

麻醉药是指能使整个机体或机体局部暂时、可逆性失去知觉及痛觉的药物。广义的麻醉药品，包括局部麻醉药、全身麻醉药以及麻醉相关的镇痛药和肌松药等等。

行业壁垒高，监管严格。麻醉药品和精神药品（包括第一、二类精神药品）简称麻精药品，是我国依法依规实行特殊管理的药品。麻精药品目录由国务院药品监督管理部门会同国务院公安部门、国务院卫生主管部门制定、调整并公布。由于麻精药品可能产生的依赖性、成瘾性，国家对麻精药品的种植、实验研究和生产都有非常严格的管制要求。国务院要求，1) 麻醉药品药用原植物种植企业由国务院药品监督管理部门和国务院农业主管部门共同确定，其他单位和个人不得种植麻醉药品药用原植物。2) 生产方面，未取得药品批准文号的，不得生产麻醉药品和精神药品。3) 加工方面，经批准定点生产的麻醉药品、第一类精神药品和第二类精神药品原料药不得委托加工，只有第二类精神药品制剂可以委托加工。

图表 8: 麻醉药品和精神药品管理条例

	具体内容
总则	精神药品分为第一类精神药品和二类精神药品。 国家对药用原植物以及麻醉药品和精神药品实行管制。除本条例另有规定的外，任何单位、个人不得进行麻醉药品药用原植物的种植以及麻醉药品和精神药品的实验研究、生产、经营、使用、储存、运输等活动。
种植	1、国家确定需求总量，对植物的种植、药品的生产实行总量控制。 2、种植企业根据年度计划种植原植物，并向主管部门定期报告种植情况。 3、种植企业由主管部门确定，其他单位和个人不得种植麻醉药品药用原植物。
实验研究	1、开展实验研究应当具备相关资质条件，并经国务院药品监督管理部门批准 2、实验研究单位申请相关药品批准证明文件，依照药品管理法办理；需要转让研究成果的，应当经国务院药品监督管理部门批准。 3、实验研究过程中产生管制品种时，立即停止，并向国务院药品监督管理部门报告。 4、麻醉药品和第一类精神药品的临床试验，不得以健康人为受试对象。
生产	1、国家对药品实行定点生产制度。 2、定点生产企业应当具备相关条件要求，有麻醉药品和精神药品实验研究批准文件 3、药品生产企业经各级药品监督管理部门批准。 4、定点生产企业依照药品管理法的规定取得药品批准文号。 5、定点生产企业严格按照药品年度生产计划安排生产
经营	1、国家对药品实行定点经营制度。 2、药品定点批发企业应当具备相关条件要求。并经药品监督管理部门批准 4、批发企业只能向指定机构销售药品 6、批发企业向医疗机构销售药品，应当将药品送至医疗机构。医疗机构不得自行提货。

	7、麻醉药品和第一类精神药品不得零售；第二类精神药品零售企业应当凭执业医师出具的处方，按规定剂量销售， 并将处方保存 2 年备查。 8、实行政府定价， 在制定出厂和批发价格的基础上，逐步实行全国统一零售价格。
使用	1、作为原料使用时，应批准后，向定点生产企业购买。 2、医疗机构需要使用药品时，应批准后，取得印鉴卡。 3、执业医师取得药品处方资格后，方可在医疗机构开具专用处方，但不得为自己开具该种处方。 4、医疗机构应当对药品处方进行专册登记，麻醉药品处方至少保存 3 年，精神药品处方至少保存 2 年。

数据来源：国务院，华福证券研究所

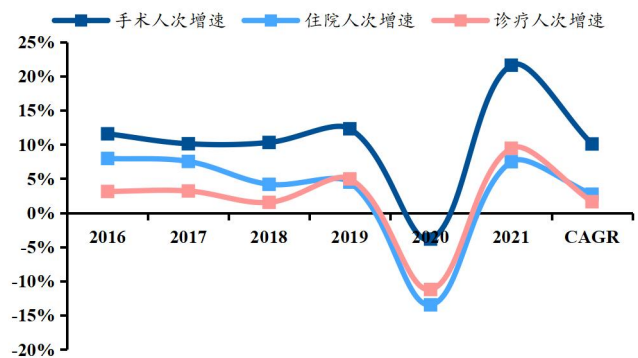
麻药需求与手术量密切相关，人口老龄化趋势下需求增长刚性。麻药需求与手术量密切相关，近年来在人口老龄化和技术进步的趋势下，手术量增长稳健，带动麻药相关需求增长。从 2015 到 2021 年，国内医疗机构住院病人手术人次从 4556 万人增至 8103 万人，复合增速达 10.1%，手术量的增速每一年均快于住院人次增速和诊疗人次增速，体现出手术量增长的刚性。

图表 9：2015-2021 国内手术人次增长情况



数据来源：iFinD，华福证券研究所

图表 10：2016-2021 年手术、住院、诊疗人次增速



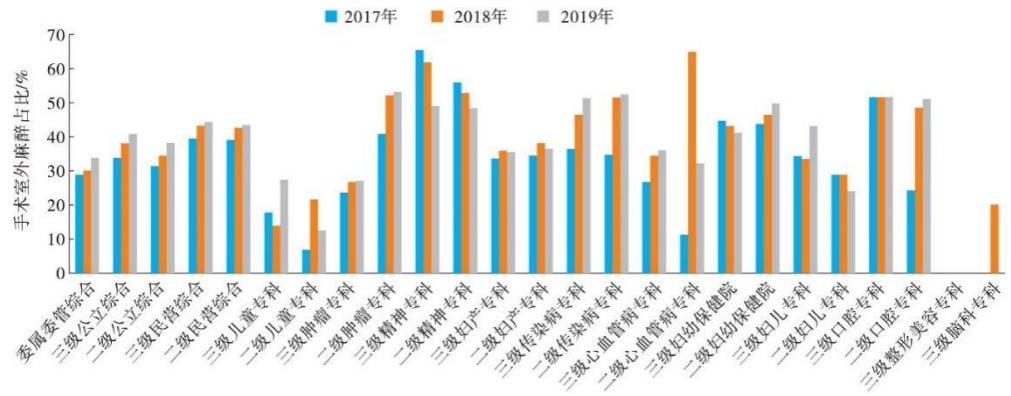
数据来源：iFinD，华福证券研究所

此外，日间手术的发展和手术室外麻醉场景的拓展有望带来麻醉药物需求新增量。

- (1) 日间手术：日间手术（非住院手术）指患者入院、手术和出院在 24h 之内完成的手术，具有明显缩短住院时间、加快床位周转、降低院内感染、提高医疗资源使用效率的优势，适配当下我国人口多、老龄化严重和就医难的现状，已经逐步成为麻醉药品的又一个主流运用场景。2020 年国内整体日间手术占择期手术比例为 13.5%，与发达国家（比如美国有 80% 以上）相比，仍有较大差距
- (2) 手术室外麻醉场景：手术室外麻醉主要涉及的领域包括内镜检查、放射学检查、心导管检查和治疗、无痛分娩等，近年来手术室外麻醉占比持续增加。



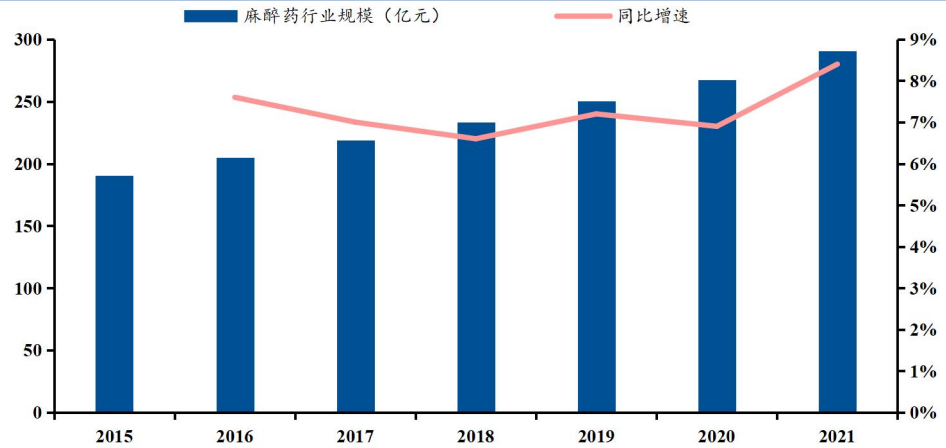
图表 11: 不同医院手术室外麻醉占比变化情况



数据来源:《2020年度国家卫健委麻醉专业质控中心工作报告》, 华福证券研究所

麻醉药物市场近三百亿, 保持稳健增长。2021年我国麻醉药品市场规模为290.5亿元, 同比增长8.4%, 2015-2021年CAGR为7.3%。

图表 12: 2015-2021年麻醉药行业规模情况



数据来源: 华经产业, 华福证券研究所

2.2 流通端: 麻精药物一级批发商绝对龙头, 高壁垒带来高利润率

精麻类药物国家管控严格, 批发业务竞争格局相对稳定, 公司处于绝对龙头地位。根据国内麻醉药品和精神药品的需求种类, 国务院药品监督管理局确定了123种管制麻醉药品、69种一类精神药品和97种二类精神药品。《麻醉药品和精神药品管理条例》第七条对国内该类药品生产实行总量控制, 并对原料药、单方制剂和复方制剂生产企业做出相应数量限制, 目前仅批准国药集团药业股份有限公司、上海市医药股份有限公司和重庆医药股份有限公司3家企业作为全国性麻醉药品和第一类精神药品定点批发企业, 其中公司始终在保持80%左右的市场份额, 处于绝对龙头地位。

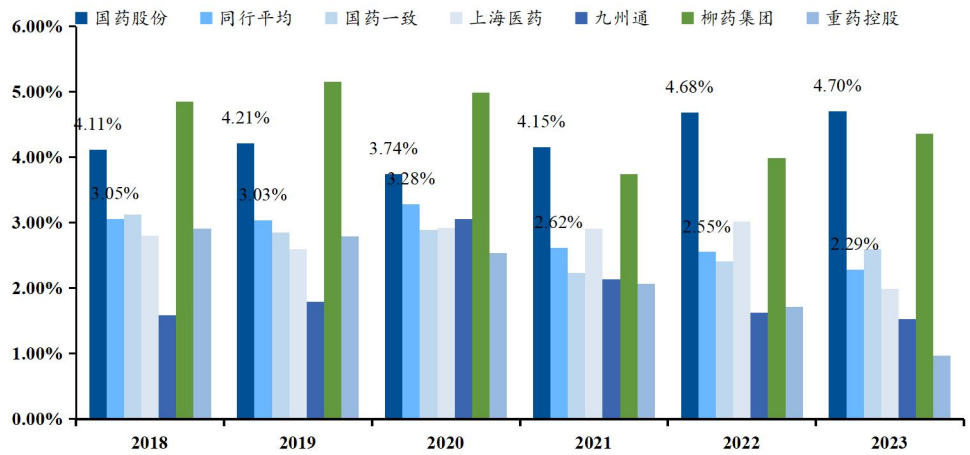
图表 13: 中国麻醉药品管制分类

分类	管制数量	处方颜色	生产企业数量限制			国内主要批发企业	
			原料药	单方制剂	复方制剂	全国性定点	区域性定点
麻醉药品	121	红处方	1~2个	1~3个	1~7个	国药集团 上海医药 重庆医药	各地区医药商业龙头企业
一类精神药品	68	红处方	1~5个	1~5个	1~7个		
二类精神药品	81	白处方	1~5个	1~10个	1~7个		

数据来源：国家药品监督管理局，华福证券研究所

高壁垒带来高利润率，公司整体利润率显著高于同行平均水平。麻精类药品配送业务的高进入壁垒让公司实现了显著高于同行平均的净利率水平。

图表 14：2018-2023 年公司与同行净利率比较情况

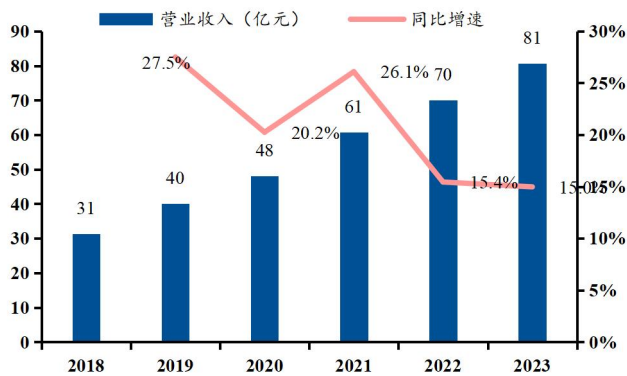


数据来源：iFinD，华福证券研究所

2.3 工业端：参股宜昌人福和青海制药，形成麻药全产业链布局

公司通过参股宜昌人福和青海制药，完成麻药工业生产端布局。宜昌人福和青海制药均为麻精类药物生产企业，其中宜昌人福为国内麻醉药领域龙头企业，业绩增长稳健：从 2018 到 2023 年，宜昌人福收入从 31 亿元增至 81 亿元，CAGR=20.7%，净利润从 8 亿元增至 24 亿元，CAGR=24.8%。

图表 15：2018-2023 年宜昌人福收入情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

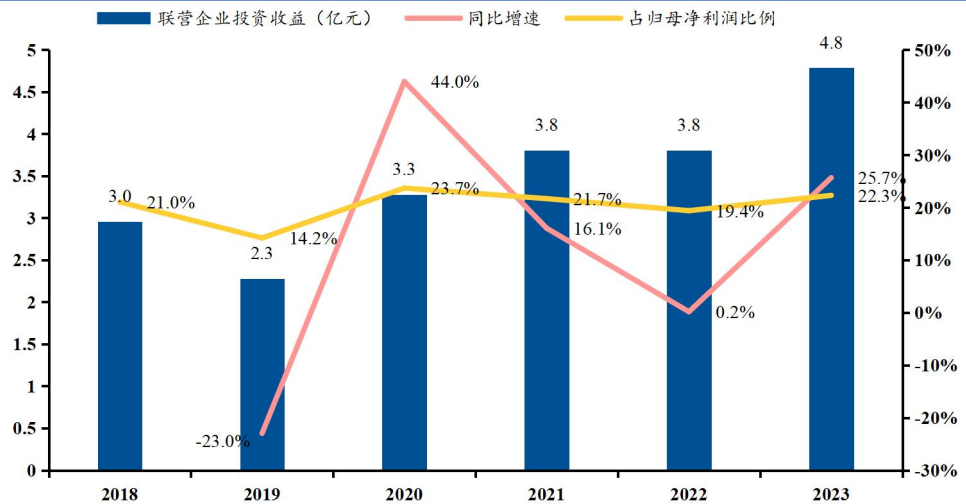
图表 16：2018-2023 年宜昌人福净利润情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所



两家麻药工业企业每年均贡献可观的联营企业投资收益。公司分别参股宜昌人福和青海制药 20%和 47.08%股权，受益于麻药工业企业业绩的稳健增长（主要为宜昌人福），公司每年均分成可观的联营企业投资收益。从 2018 到 2023 年，联营企业投资收益从 3 亿元增至 4.8 亿元，CAGR 为 10.1%，占每年归母净利润的比例基本均在 20%以上。2023 年公司联营企业投资收益为 4.8 亿元，占归母净利润比例达 22%，其中绝大部分均由宜昌人福贡献。

图表 17：2018-2023 年公司联营企业投资收益情况


数据来源：公司公告，华福证券研究所

3 普药配送业务：北京区域流通龙头，覆盖范围广泛

国药股份是北京地区医药商业龙头，渠道覆盖广泛。公司医疗直销业务实现北京地区一、二、三级医院全覆盖，基层医疗覆盖超 4700 家，在二、三级医院的销售居于区域首位。同时公司零售直销业务已覆盖全国 500 强连锁以及众多单体药店，直接渠道覆盖超 3 万家门店，渠道延伸共覆盖 22 万余家终端药店。

公司在北京地区的商业配送主要由本部及四家商业平台子公司完成，四家商业平台子公司实力强劲，其中包括：

(1) 国控北京：公司持股 100%，中央药品储备单位、北京市指定的毒麻药品供应单位，北京市指定的五家社区基本药物配送商之一，2023 年实现收入 138 亿元，净利润 3.33 亿元，2018-2023 年收入 CAGR 为 4.0%，净利润 CAGR 为 3.4%。

(2) 北京华鸿：公司持股 60%，以代理、销售新特药、进口药、合资药等名优产品为主，2023 年实现收入 59 亿元，净利润 1.22 亿元，2018-2023 年收入 CAGR 为 2.2%，净利润 CAGR 为 -11.7%。

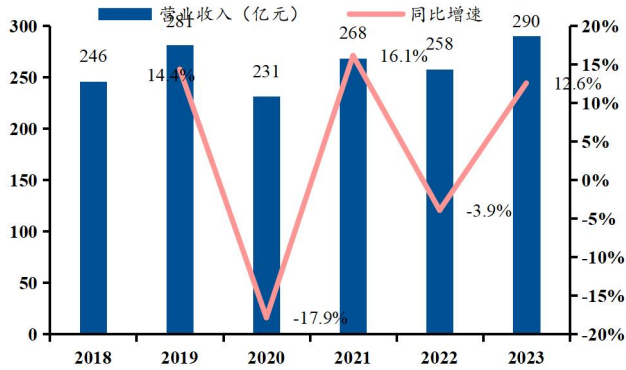
(3) 北京康辰：公司持股 100%，以血制品、生物制品为主的综合药品批发企业，占据北京血制品市场大部分份额，2023 年实现收入 35 亿元，净利润 1.26 亿元，2018-2023 年收入 CAGR 为 6.6%，净利润 CAGR 为 7.6%。



(4) 北京天星：公司持股 51%，以生物制品为特色的药品批发企业，生物制品销售额在北京地区位居前列。2023 年实现收入 58 亿元，净利润 1.19 亿元，2018-2023 收入 CAGR 为 1.3%，净利润 CAGR 为-0.4%。

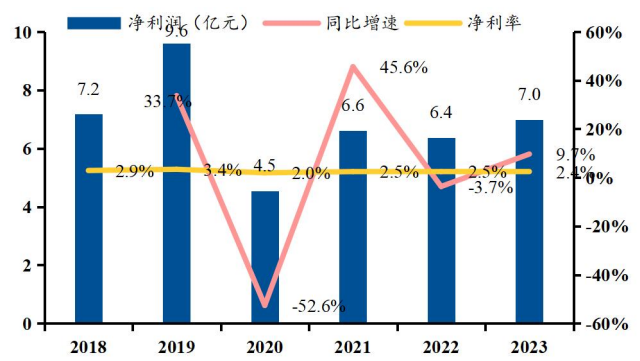
整体来看，从 2018-2023 年，公司北京四家商业公司合计收入从 246 亿元增至 290 亿元，CAGR 为 3.4%，净利润从 7.2 亿元略降至 7 亿元，净利率从 2.9%略降至 2.4%。

图表 18：2018-2023 公司北京商业收入情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 19：2018-2023 情况公司北京商业净利润情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

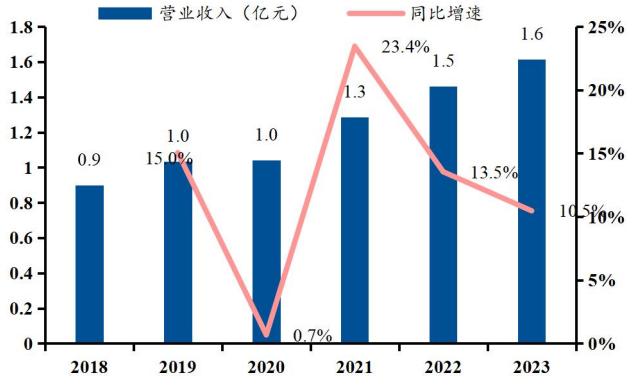
公司在非北京地区的商业配送主要由子公司国药健坤和兰州盛原开展，2023 年合计实现收入 22.5 亿元，净利润 0.13 亿元。

4 口腔、工业及仓储业务：多业态并举，驱动业绩稳健增长

除了常规的麻精药物配送和普药配送业务外，公司还布局了口腔、工业和仓储业务，多业态并举，驱动业绩稳健增长。

(1) 口腔业务：公司口腔业务主要由控股子公司国药前景负责，目前国药前景已建立专业口腔产品营销队伍，目前已涵盖口腔无痛产品线、牙周黏膜产品线、感控产品线、正畸美白产品线等。公司口腔业务快速增长，从 2018 到 2023 年，收入从 0.9 亿元增至 1.6 亿元，CAGR 为 12.4%，净利润从 0.2 亿元增至 0.7 亿元，CAGR 为 33.2%。

图表 20: 2018-2023 年国药前景收入情况



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

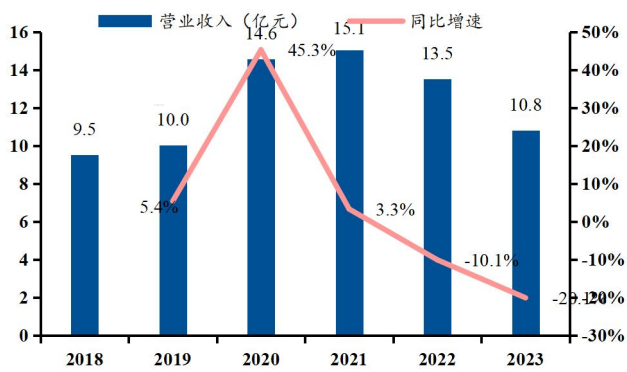
图表 21: 2018-2023 年国药前景净利润情况



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

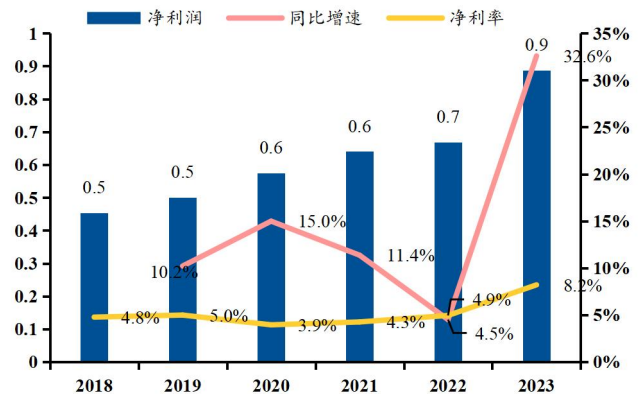
(2) 工业业务: 公司工业业务主要由控股子公司国瑞药业负责, 公司持有其 61.06% 股权, 从 2018 到 2023 年, 国瑞药业收入从 9.5 亿元增至 10.8 亿元, CAGR 为 2.6%, 净利润从 0.5 亿元增至 0.9 亿元, CAGR 为 14.4%。2023 年 8 月, 为解决国瑞药业与国药现代之间的同业竞争问题, 公司将国瑞药业 61.06% 股权所对应的股东权利委托予国药现代管理。

图表 22: 2018-2023 年国瑞药业收入情况



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

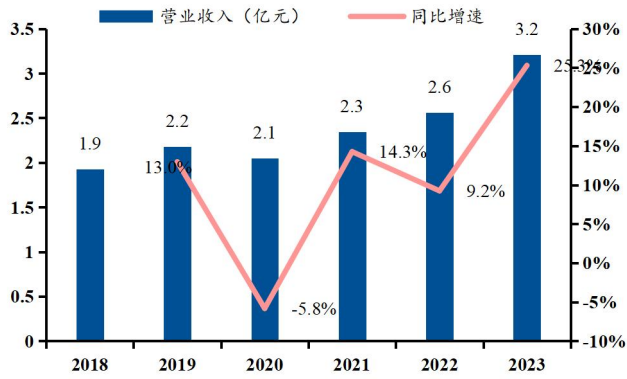
图表 23: 2018-2023 年国瑞药业净利润情况



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

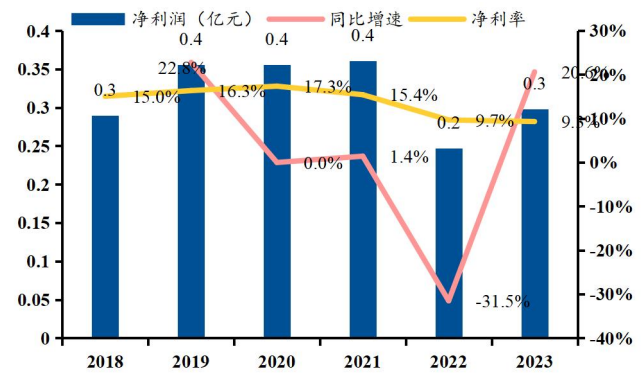
(3) 仓储业务: 公司仓储业务主要由控股子公司国药物流负责, 公司持有其 56.3% 股权, 从 2018 到 2023 年, 国药物流收入从 1.9 亿元增至 3.2 亿元, CAGR 为 10.7%, 净利润维持在 0.3 亿元左右。

图表 24：2018-2023 年国药物流收入情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 25：2018-2023 年国药物流净利润情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

(1) 商品销售：公司商品销售业务包括麻精类药物配送、普药配送、口腔类产品配送等，考虑到麻精类药物需求增长较为刚性，且由于进入壁垒利润率较高，以及口腔类产品的快速增长和高利润率属性，我们假设 24-26 年公司商品销售收入增速分别为 8%/8%/8%，毛利率随着麻精类和口腔类产品占比提升而略有提升，分别为 7.3%/7.4%/7.5%。

(2) 产品销售：公司产品销售业务主要由国瑞药业负责，考虑到 2023 年 8 月起公司将国瑞药业委托予国药现代管理，国药现代赋能下整体有望回归增长轨道，我们假设 24-26 年公司产品销售收入增速分别为 10%/10%/10%，毛利率维持不变，分别为 33.1%/33.1%/33.1%。

图表 26：公司业绩拆分预测表

亿元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	465	455	497	537	580	627
同比增速	15.1%	-2.1%	9.2%	8.0%	8.1%	8.1%
毛利率	7.8%	8.4%	8.0%	8.2%	8.3%	8.4%
商品销售	471	463	511	551	596	643
同比增速	15.5%	-1.6%	10.3%	8.0%	8.0%	8.0%
毛利率	6.9%	7.6%	7.1%	7.3%	7.4%	7.5%
产品销售	15	14	11	12	13	14
同比增速	3.4%	-9.6%	-20.6%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	24.9%	23.2%	33.1%	33.1%	33.1%	33.1%
仓储物流	2	3	3	4	4	4
同比增速	-5.0%	20.5%	8.7%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	21.0%	22.5%	10.3%	10.3%	10.3%	10.3%
其他	0	1	1	1	1	2
同比增速	-39.5%	142.3%	65.1%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利率	50.0%	68.3%	71.2%	71.2%	71.2%	71.2%
内部抵销	-24	-25	-29	-31	-34	-37
毛利率	5.0%	4.6%	5.1%	5.1%	5.1%	5.1%

数据来源：iFinD，华福证券研究所

5.2 投资建议

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 537/580/627 亿元，同比增长 8.0%/8.1%/8.1%，归母净利润分别为 23.8/26.3/29.1 亿元，分别同比增长 10.8%/10.6%/10.6%，对应当前 PE 分别为 11/10/9 倍。我们选取医药商业板块中的国药一致、上海医药、九州通、柳药集团、重药控股作为可比公司，国药股份估值略高于可比公司平均水平，公司作为麻精类药物配送的龙头公司，业务壁垒高，能享受一定的估值溢价。公司作为全国领先的医药批发平台，流通+工业一体化布局麻精行业，北京区域流通龙头地位稳固，口腔、工业、仓储多业态并举，业绩增长确定性强，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 27：可比公司估值表

证券代码	可比公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000028.SZ	国药一致	199	18.47	20.61	22.37	10.78	9.66	8.90
601607.SH	上海医药	618	52.52	59.08	65.79	11.76	10.46	9.39
600998.SH	九州通	309	27.88	29.92	33.33	11.07	10.32	9.26
603368.SH	柳药集团	92	10.23	12.33	14.81	8.98	7.45	6.20
000950.SZ	重药控股	103	9.81	11.40	13.09	10.49	9.02	7.85
平均值						10.62	9.38	8.32

数据来源：iFinD，华福证券研究所，除国药一致外其余公司净利润预测均为 iFinD 一致预期，预测时间为 2024/5/17

6 风险提示

行业政策风险：带量采购、两票制等政策对医药批发业务的盈利能力有较大影响，若相关政策边际大幅收紧，相关业务或将会受到较大冲击，从而影响整体经营。

手术量增长不及预期风险：在麻精类药物需求与手术量密切相关，若手术量增长情况不及预期，或会影响麻精类药物需求增长情况，进而影响整体收入。

应收账款风险：在公立医院综合改革、部队医疗改革、分级诊疗逐步实施等影响下，医疗终端货款回笼周期或延长，从而增加公司的资金成本和资金压力。

图表 28：财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	10,926	12,568	14,641	17,036	营业收入	49,696	53,677	58,017	62,710
应收票据及账款	8,987	9,235	9,524	10,114	营业成本	45,705	49,292	53,202	57,424
预付账款	141	147	191	185	税金及附加	115	124	134	145
存货	3,961	4,238	4,644	4,975	销售费用	962	1,039	1,123	1,214
合同资产	0	0	0	0	管理费用	467	504	545	589
其他流动资产	4,264	4,566	4,989	5,370	研发费用	71	77	83	90
流动资产合计	28,279	30,754	33,989	37,680	财务费用	-126	-136	-147	-159
长期股权投资	1,727	1,727	1,727	1,727	信用减值损失	-9	-10	-11	-11
固定资产	552	578	600	620	资产减值损失	0	0	0	0
在建工程	3	3	3	3	公允价值变动收益	11	12	13	14
无形资产	258	268	278	285	投资收益	359	395	434	478
商誉	204	204	204	204	其他收益	81	87	95	102
其他非流动资产	1,430	1,435	1,440	1,442	营业利润	2,944	3,261	3,607	3,990
非流动资产合计	4,174	4,215	4,252	4,282	营业外收入	3	3	4	4
资产合计	32,453	34,969	38,241	41,962	营业外支出	16	17	19	20
短期借款	268	268	268	268	利润总额	2,931	3,247	3,592	3,973
应付票据及账款	10,943	11,491	12,491	13,648	所得税	596	661	731	809
预收款项	0	0	0	0	净利润	2,334	2,586	2,861	3,165
合同负债	61	66	71	77	少数股东损益	188	209	231	256
其他应付款	2,067	2,067	2,067	2,067	归属母公司净利润	2,146	2,378	2,630	2,909
其他流动负债	555	556	586	603	EPS (按最新股本摊薄)	2.84	3.15	3.49	3.86
流动负债合计	13,894	14,449	15,483	16,664	主要财务比率				
长期借款	0	20	40	60		2023A	2024E	2025E	2026E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	1,025	1,025	1,025	1,025	营业收入增长率	9.2%	8.0%	8.1%	8.1%
非流动负债合计	1,025	1,045	1,065	1,085	EBIT 增长率	5.5%	10.9%	10.7%	10.7%
负债合计	14,920	15,494	16,549	17,749	归母公司净利润增长率	9.3%	10.8%	10.6%	10.6%
归属母公司所有者权益	15,776	17,509	19,495	21,760	获利能力				
少数股东权益	1,757	1,966	2,197	2,453	毛利率	8.0%	8.2%	8.3%	8.4%
所有者权益合计	17,533	19,475	21,692	24,213	净利率	4.7%	4.8%	4.9%	5.0%
负债和股东权益	32,453	34,969	38,241	41,962	ROE	12.2%	12.2%	12.1%	12.0%
现金流量表					ROIC	18.0%	17.7%	17.4%	17.1%
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力				
经营活动现金流	2,727	1,870	2,250	2,514	资产负债率	46.0%	44.3%	43.3%	42.3%
现金收益	2,330	2,555	2,824	3,121	流动比率	2.0	2.1	2.2	2.3
存货影响	-244	-276	-406	-332	速动比率	1.8	1.8	1.9	2.0
经营性应收影响	-3,150	-254	-333	-584	营运能力				
经营性应付影响	1,259	548	1,000	1,157	总资产周转率	1.5	1.5	1.5	1.5
其他影响	2,531	-702	-835	-849	应收账款周转天数	53	61	58	56
投资活动现金流	-129	261	300	347	存货周转天数	30	30	30	30
资本支出	-71	-141	-143	-142	每股指标(元)				
股权投资	-271	0	0	0	每股收益	2.84	3.15	3.49	3.86
其他长期资产变化	212	401	443	489	每股经营现金流	3.61	2.48	2.98	3.33
融资活动现金流	-632	-488	-477	-465	每股净资产	20.91	23.21	25.84	28.84
借款增加	10	20	20	20	估值比率				
股利及利息支付	-780	-712	-713	-714	P/E	13	11	10	9
股东融资	0	0	0	0	P/B	2	2	1	1
其他影响	138	204	216	229	EV/EBITDA	12	11	10	9

数据来源：公司报告、华福证券研究所



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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn