

行业评级：看好（维持）



证券研究报告 | 行业专题

医药生物

2024年5月24日

国药集团：央企综合性医药平台龙头

证券分析师

姓名：刘闯

资格编号：S1350524030002

邮箱：liuchuang@huayuanstock.com



■ **国药集团为国内领先的综合医药企业，十四五战略剑指万亿规模。** 国药集团为国内领先的综合医药企业，在十四五末，旨在实现营收、资产总额或市值过万亿，打造具有全球竞争力的世界一流综合性医药健康产业集团。2022年分别实现营收和净利润6328亿及206亿元，净利率为3.3%。国药集团由国务院国资委直接管理，旗下拥有1700余家成员企业及包括国药控股、国药股份、国药一致、国药现代、太极集团在内的9家上市公司，业务板块覆盖全面，旗下上市公司2023年平均ROE约为12%，PB水平约为1X~5X，大部分公司在近几年均有20-30%左右的现金分红。

■ **国药控股：国药集团医药商贸流通板块的承载企业，拥有中国最大的全国药品及医疗器械分销网络。** 2023年公司分别实现收入与归母净利润5966亿及91亿元，同比增长8.0%及6.2%。业务主要覆盖分销及零售两个板块。其中分销业务为公司绝大部分的收入及利润来源，医药和器械分销2023年收入分别为4238亿元（YOY+8%）及1296亿元（YOY+8%），经营利润分别为132亿元（YOY+2%）及45亿元（YOY-11%）。零售业务2023年收入及经营利润分别为350亿元及11亿元，19-23年CAGR分别为16%和23%，保持较快增速。截止2023年布局药房数量为12109家，其中10516家为国大药房，占比87%。公司经营性现金流表现优秀，2022-2023年不仅相较2021年实现大幅增长，而且大幅高于公司归母净利润。2023年ROE为12.7%，考虑到国大药房净利率有提升空间，未来ROE有望提升。公司在手现金从2012年的97亿元逐年提升至2023年的638亿元，比较充裕，历史分红率稳定维持在约30%的水平。

■ **国药一致：批零一体协同发展，零售利润率提升潜力大。** 国药一致为拥有“分销+零售+工业投资”完整产业链的综合性医药上市公司，2023年分别实现收入与归母净利润755亿及16亿元，同比增长2.8%及7.6%；公司旗下的国大药房为全国连锁药房龙头，23年利润率仅有约2%，主要是由于与其他上市药房相比毛利率较低，未来有望持续通过品类优化与提升运营效率等举措，增强盈利能力，利润率提升空间大。分销业务方面，公司为两广分销龙头，2020-22年两广市占率从25%提升至28%，未来通过强化优势区域网络的广覆盖与深布局，市占率有望继续增长。ROE近几年表现趋于平稳，2023年达到9.5%。随着国大药房提质增效、产品结构优化等工作的持续开展，预计未来仍有提升空间。2015年开始公司经营性现金流始终高于归母净利润，经营质量高。截止2023年在手现金为65亿元，处于历史较高位置，分红率呈逐年提升趋势，2023年为24%。

■ **国药股份：麻精特药分销龙头，经营质量突出。** 国药股份为药械流通企业，2023年分别实现收入与归母净利润497亿及21亿元，同比增长9.2%及9.3%。公司收入来源主要分为医药商业、医药工业及仓储物流，其中医药商业占据绝大部分收入和净利润，2023年分别为483亿元（YOY+9.4%）和22亿元（YOY+8.8%）。公司是国内仅有的三家具备全国性麻醉药品和第一类精神药品定点批发资质的企业之一，并且保持着领先的市场份额。随着我国医院诊疗陆续恢复常态，23H1麻药销售显著恢复，同比增长率超20%。国药股份有望率先受益于诊疗秩序恢复带来的潜在麻精药品配送需求。国药股份的ROE与国药集团旗下其他上市公司相比水平较高，2023年达14.3%。从2021年开始，公司经营性现金流保持较快增速且大幅高于归母净利润，经营质量得到显著改善。2018-2023年间，公司在手现金从51亿元提升至109亿元，近年现金分红率基本稳定维持在30%左右。



■**国药现代：国药集团旗下化药平台，增质提效+外延整合潜力大。**公司产品聚焦抗感染、心血管、抗肿瘤及免疫、麻醉及精神、代谢及内分泌五大优势领域，2023年通过定增获大股东12亿现金，主要用于提升公司产品的竞争力以及补充日常运营资金，优化公司财务结构。**分业务看：1) 化学制剂：**2023年收入达68.3亿元 (YOY-9.3%)，主要是由于多个产品受集采实施、医保目录调整、限制辅助用药等因素影响。制剂集采有望接近尾声，预计业绩未来将企稳回升。公司研发投入逐年提升，正在积极布局潜力领域例如神经系统、呼吸系统用药等，23年均达到了较高增长。**2) 原料药及医药中间体：**2023年收入达47.9亿元 (YOY-6.5%)，主要是由于部分重点产品销量受市场需求影响出现下滑。但公司通过提振管理效益，管控生产成本等手段将板块毛利率提升10.9个百分点，盈利能力得到显著提升。该板块核心子公司威奇达2023年净利润为1.8亿元，在经历了2022年的亏损后已经重新实现盈利。

■**太极集团：提质增效工作成效初现，预计净利率仍有较大提升空间。**太极集团为国药集团现代中药板块的重要组成部分，2023年分别实现收入与归母净利润156.2亿及8.2亿元，同比增长10.6%及132.0%，改革初见成效，利润端大幅增长。公司2023年的净利率为5.5%，仍低于同业可比公司，未来仍有潜在的提升空间。**分业务看：1) 工业板块：**2023年实现收入104亿元 (YOY+19%)，其中现代中药业务实现收入66亿元 (YOY+32%)。以藿香正气口服液、急支糖浆、通天口服液及鼻窦炎口服液为首的核心品种主品品牌战略持续发力，近年保持较快增速。随着公司持续优化销售策略，未来仍有望保持稳健增长。**2) 医药商业板块：**公司拥有西部地区药品经营业态最完善、综合实力前三强的大型医药商业体系，2023年收入77亿元 (YOY-3%)，同比略有降低。在此情况下，公司通过狠抓内部管理降成本控费用，大幅提升川渝两大经营平台经营质量。**3) 中药材：**规模快速增长，2023年收入已突破十亿。

■**天坛生物：国内血制品龙头，业绩表现稳健。**天坛生物为国药集团旗下的血制品平台，质量、规模和品牌等综合优势强。2023年公司分别实现收入与归母净利润51.8亿及11.1亿元，同比增长21.6%及26.0%，增速稳健。盈利能力提升趋势显著，毛利率从2021年的47.5%提升至2023年的50.8%，净利率从2021年的26.0%提升至2023年29.1%。采浆方面，公司在营单采血浆站数量近两年大幅增长，2023年达到80家，采浆量达到2415吨 (YOY+18.7%)，约占国内总采浆量的20%。目前公司正在产能扩建中，随着项目陆续投产，规模有望持续扩大。覆盖销售终端实现快速增长，2023年已达到四万余家，覆盖数量在国内持续领先。

■**中国中药：中药配方颗粒龙头，净利率有望企稳回升。**2022年配方颗粒业务受到疫情、国标和省标公布及备案品种不足等影响，导致公司整体业绩出现较大下滑。2023年分别实现收入与股权持有人应占溢利181亿及13亿元，同比增长26.7%及68.2%，恢复趋势明显，未来利润率有望企稳回升。分业务看，中药配方颗粒、中成药及中药饮片是公司的最核心收入来源，配方颗粒收入随着公司加大国标省标品种开发力度、市场开拓等工作，2023年收入达91.1亿元 (YOY+18%)，且与公司其他业务相比有较高的盈利能力，2023年毛利率达到65.5%。中药饮片近几年实现较高增长，2023年收入达28.1亿元 (YOY+45%)。2020-22年中成药收入基本维持在30亿左右，2023年公司强化了开发和推广力度，核心品种表现优异，因此收入实现了较大的突破，达39.9亿元 (YOY+28%)。

■**风险提示：**行业竞争加剧风险；政策变化风险；行业需求不及预期风险。

- 1、**国药集团：国内领先的综合医药企业，十四五战略剑指万亿规模**
- 2、**国药控股：拥有中国最大的全国药品及医疗器械分销网络**
- 3、**国药一致：批零一体协同发展，零售利润率提升潜力大**
- 4、**国药股份：麻精特药分销龙头，经营质量突出**
- 5、**国药现代：国药集团旗下化药平台，增质提效+外延整合潜力大**
- 6、**太极集团：提质增效成效初现，预计净利率仍有较大提升空间**
- 7、**天坛生物：国内血制品龙头，业绩表现稳健**
- 8、**中国中药：中药配方颗粒龙头，净利率有望企稳回升**
- 9、**风险提示**

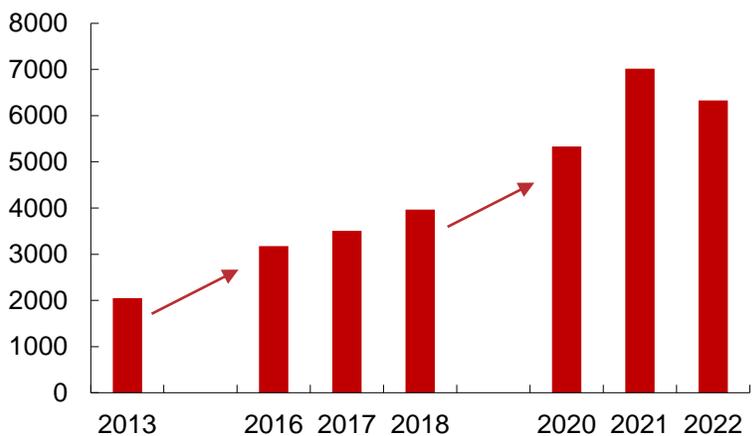
■ **国药集团为国内领先的综合医药企业，医药领域覆盖范围广。**中国医药集团有限公司（后文简称“国药集团”）是以生命健康为主业的中央企业，覆盖科技研发、工业制造、物流分销、零售连锁、医疗健康、工程技术、专业会展、国际经营、金融投资大健康全产业链。

■ **十四五战略剑指万亿规模，打造具有全球竞争力的世界一流综合性医药健康产业集团。**2022年，国药集团分别实现营收和净利润6328亿及206亿元，净利润率为3.3%。展望未来，在十四五末，公司旨在达到超十个百亿级、若干个千亿级的产业集群和产业区域，实现营收、资产总额或市值过万亿。

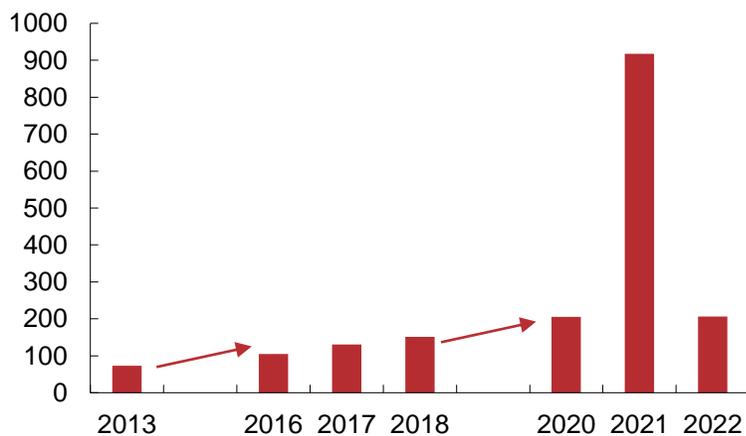
图：国药集团十四五战略规划



图：国药集团收入情况（亿元）



图：国药集团净利润情况（亿元）



■ 国药集团由国务院国资委直接管理，拥有1700余家成员企业及9家上市公司。 国药集团是国务院国资委直接管理的医药健康产业集团，从股权结构看，国药集团分别由国务院、国家开发投资集团及中国国新控股持有44.70%、36.86%及18.43%的股权。国药集团旗下拥有1700余家成员企业，以及国药控股、国药股份、国药一致等9家上市公司。

图：国药集团组织架构



资料来源：国药集团官网，Wind，华源证券研究

- **国药集团旗下上市公司业务板块覆盖全面，现金分红率在20-30%左右。** 国药集团旗下目前拥有国药控股、国药股份、国药一致等9家上市公司，业务涵盖医药分销、医药零售、血制品、中药、化药、体外诊断等多个板块。2023年平均ROE约为12%，其中ROE水平较低的是国药一致（9.5%）、中国中药（6.2%）及国药现代（6.1%）。PB区间约为1X~5X，其中PB最低的是国药控股（0.8X）及中国中药（0.9X），最高的为太极集团（5.3X）。大部分上市公司近几年均有20-30%左右的现金分红。

表：国药集团旗下医药上市公司情况梳理

代码	上市公司	市值 (亿元)	PE (TTM)	ROE (%)	PB (LF)	股息率 (%)				年度现金分红比例 (%)				货币现金+交易 性金融资产 (亿元)	总负债 (亿元)				短期借贷及长期借贷当期到期部分 (亿元)			
						2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023		2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
1099.HK	国药控股	609.8	6.8	12.7	0.8	3.7	3.9	4.0	4.2	30.0	29.9	30.0	30.0	638.1	2212.9	2357.6	2547.1	2630.8	549.6	551.5	530.0	547.3
600511.SH	国药股份	260.5	11.9	14.3	1.6	1.5	1.9	2.1	2.3	30.0	30.1	30.0	30.0	108.0	118.1	131.2	137.5	149.2	5.4	5.2	3.3	3.4
000028.SZ	国药一致	192.6	12.9	9.5	1.2	2.0	1.5	2.0	1.7	24.4	19.2	23.0	23.7	58.4	227.1	247.6	231.7	265.9	23.6	27.8	21.7	36.3
600161.SH	天坛生物	469.3	40.3	11.9	4.6	0.3	0.3	0.2	0.5	21.5	18.1	9.4	22.3	28.3	15.1	13.1	15.8	14.3	3.3	1.2	1.2	0.2
0570.HK	中国中药	194.5	15.1	6.2	0.9	0.0	3.3	1.2	0.0	0.0	30.8	30.9	-	29.9	121.9	137.3	126.7	131.3	26.6	21.6	45.0	29.5
600420.SH	国药现代	152.9	18.1	6.1	1.2	0.8	0.8	0.8	0.8	15.8	18.1	21.4	19.4	51.3	84.3	87.0	74.8	50.1	11.6	19.9	3.8	0.6
600129.SH	太极集团	203.9	24.5	24.6	5.3	0.0	0.0	0.0	0.7	0.0	0.0	0.0	20.3	18.2	113.2	105.7	117.8	106.7	37.1	39.3	39.3	37.8
300406.SZ	九强生物	100.7	18.9	15.0	2.7	0.6	0.6	0.6	1.1	52.0	14.5	15.1	22.4	7.1	5.4	14.1	13.4	14.5	0.4	3.6	0.8	0.0
002880.SZ	卫光生物	67.9	30.9	11.3	3.3	0.8	0.7	0.0	1.3	21.3	22.1	0.0	20.7	2.5	2.1	2.2	7.1	8.3	0.8	0.3	1.0	0.3

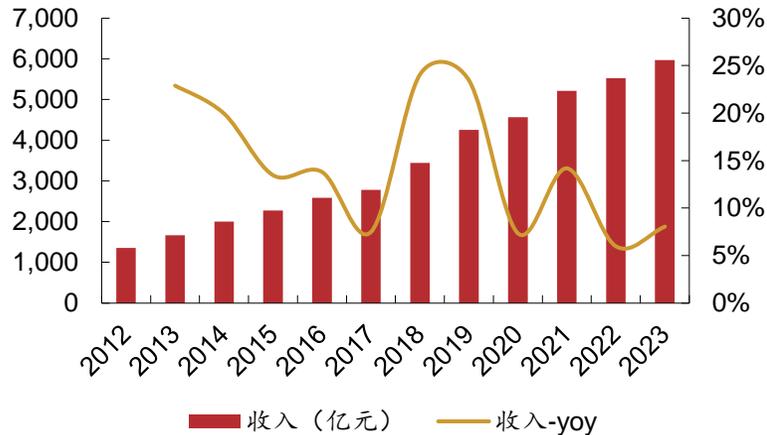
资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究

注：市值、PE、PB统计截止时间为2024.05.23；ROE及现金统计时间为2023年

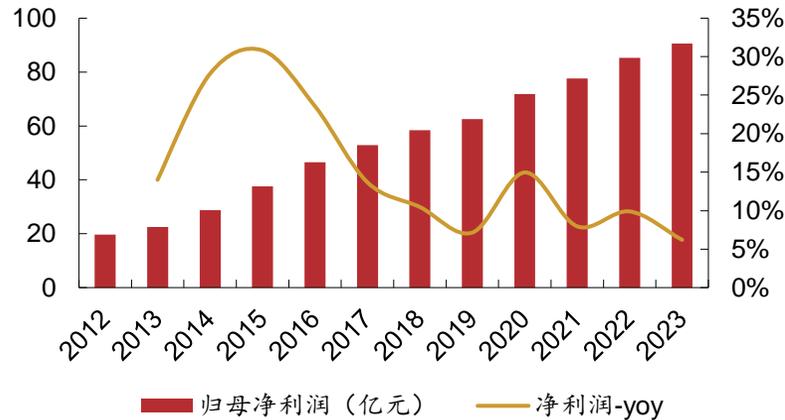
- 1、**国药集团：国内领先的综合医药企业，十四五战略剑指万亿规模**
- 2、**国药控股：拥有中国最大的全国药品及医疗器械分销网络**
- 3、**国药一致：批零一体协同发展，零售利润率提升潜力大**
- 4、**国药股份：麻精特药分销龙头，经营质量突出**
- 5、**国药现代：国药集团旗下化药平台，增质提效+外延整合潜力大**
- 6、**太极集团：提质增效成效初现，预计净利率仍有较大提升空间**
- 7、**天坛生物：国内血制品龙头，业绩表现稳健**
- 8、**中国中药：中药配方颗粒龙头，净利率有望企稳回升**
- 9、**风险提示**

- **医药流通龙头企业，拥有中国最大的全国药品及医疗器械分销网络。** 国药控股成立于2003年，为国药集团医药商贸流通板块的承载企业。公司以药械流通服务为核心，业务涵盖药械制造、化学试剂、医疗服务、产融结合等多个领域，现已发展成为中国药品、医疗保健产品、医疗器械龙头分销商和零售商，以及领先的供应链服务提供商。下属1100余家子公司，其中包含国药股份、国药一致两家上市公司。
- **近5年收入利润增长率约为10%，盈利水平较为稳定。** 2023年公司分别实现收入与归母净利润5966亿及91亿元，同比增长8.0%及6.2%，18-23年复合增长率分别为11.6%及9.2%。由于产品结构变化导致毛利率较2022年有所下降，但得益于公司良好的费用管控水平及盘活存量资产，净利率仍保持稳定。

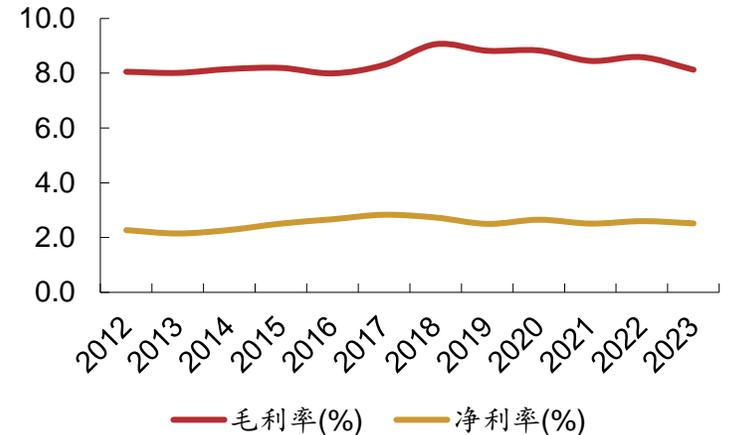
图：国药控股收入及增速情况



图：国药控股归母净利润及增速情况



图：国药控股毛利率及净利率情况



资料来源：Wind，华源证券研究

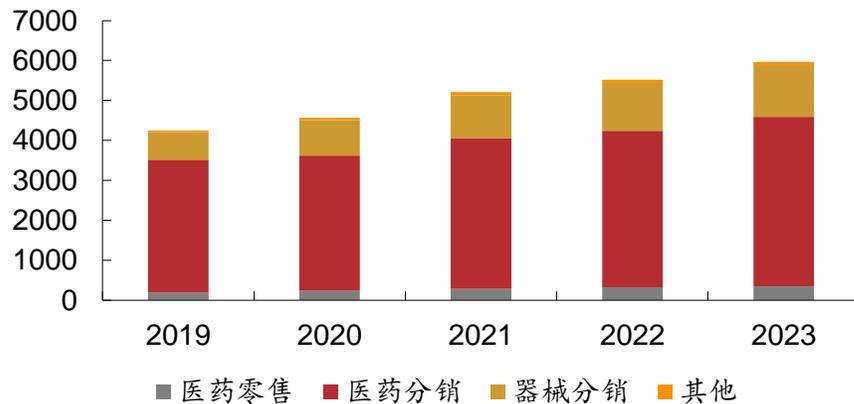
■ **公司业务主要覆盖分销及零售两个板块，其中分销板块为公司提供绝大部分的收入和利润来源。**

□ **药品分销业务加速拓展院外基层市场，营销服务协同发展。** 医药分销业务2023年收入达4238亿元（YOY+8%），经营利润达132亿元（YOY+2%）。随着公司加速拓展院外基层市场，基层医疗机构和零售药房的直销业务占比稳步提升。公司同时推进营销一体化服务体系，2023年药品营销业务收入同比增长超过30%，预计未来仍将保持高速增长。

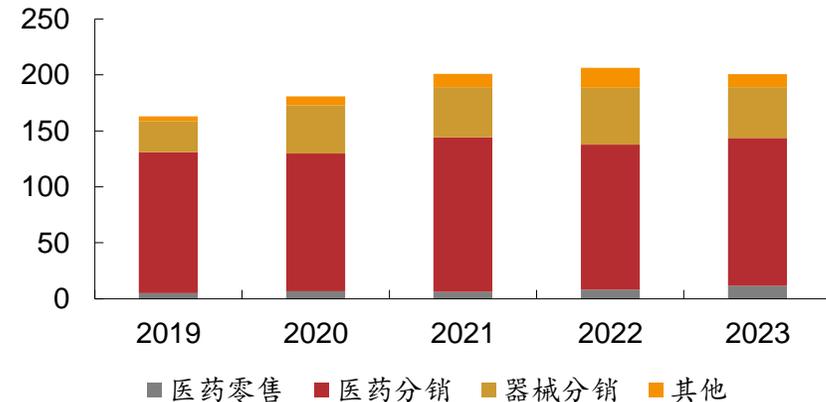
□ **从器械配送主业延伸至供应链服务，研发项目商业化有序推进。** 2023年公司仍在消化疫情造成的高基数，增速相比前两年有所放缓，器械分销收入与经营利润分别为1296亿元（YOY+8%）及45亿元（YOY-11%）。未来公司通过优化产品结构、深化器械业务网络覆盖，有望实现稳健增长。与此同时，公司还将业务延伸至供应链服务及器械工业研发，均取得良好进展，为全产业链服务生态打造坚实基础。

□ **国大药房净利润快速增长，净利率潜在提升空间较大。** 2023年零售业务收入及经营利润分别为350亿元（YOY+8%）及11亿元（YOY+40%），其中专业药房体系收入同比增长超20%，持续高于行业平均增速。截止2023年布局药房数量为12109家，其中10516家为国大药房，占比87%。2023年国大药房净利润同比增长50.66%，盈利能力得到大幅提升，净利率为2.2%，相比其他头部连锁药房仍存在提升空间。

图：国药控股分业务收入情况（亿元）



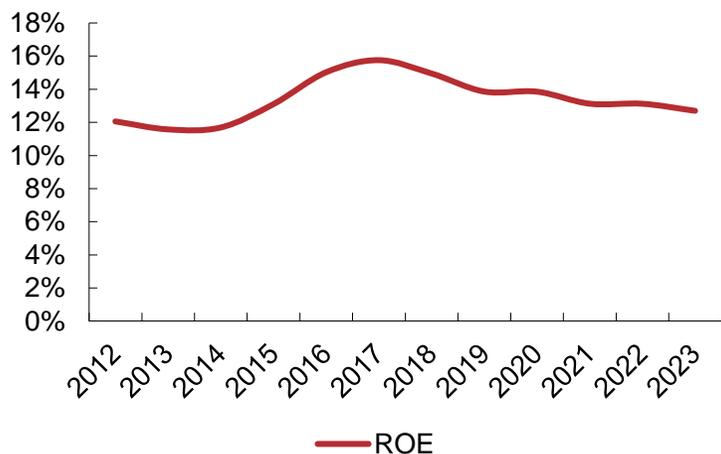
图：国药控股分业务经营利润情况（亿元）



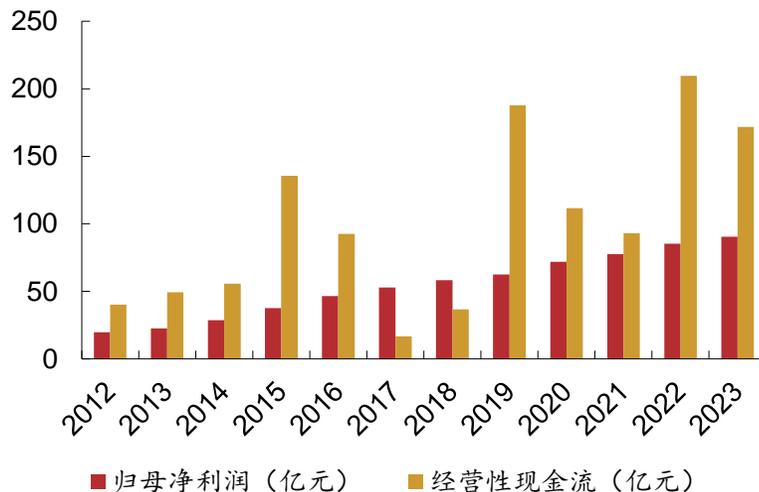
资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究
 注：分业务收入不包括分部间收入

- **经营性现金流表现优秀，ROE有提升空间。**从近10年维度来看，公司2017年的ROE最高，为15.8%，而后呈现下降趋势，2023年为12.7%，考虑到旗下国大药房净利率有提升空间，未来ROE有望提升。2023年公司经营性现金流为172亿元，从历史趋势来看，绝大多数时间公司的经营性现金流高于净利润，意味着公司的经营质量较高。2022-2023年经营性现金流不仅相较2021年实现大幅增长，而且大幅高于公司归母净利润，表现优秀。
- **在手现金较为充裕，分红率稳定。**公司**在手现金**从2012年的97亿元逐年提升至2023年的638亿元，比较充裕，历史**分红率**稳定维持在约30%的水平。

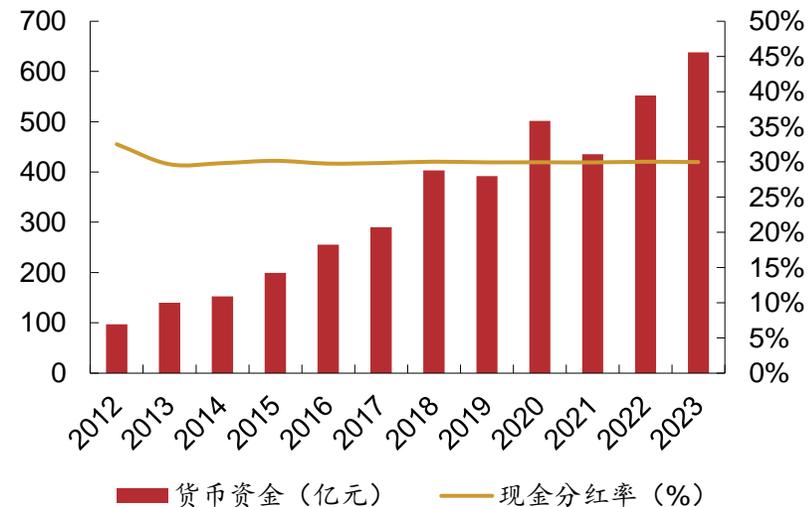
图：国药控股ROE情况



图：国药控股归母净利润及经营性现金流情况



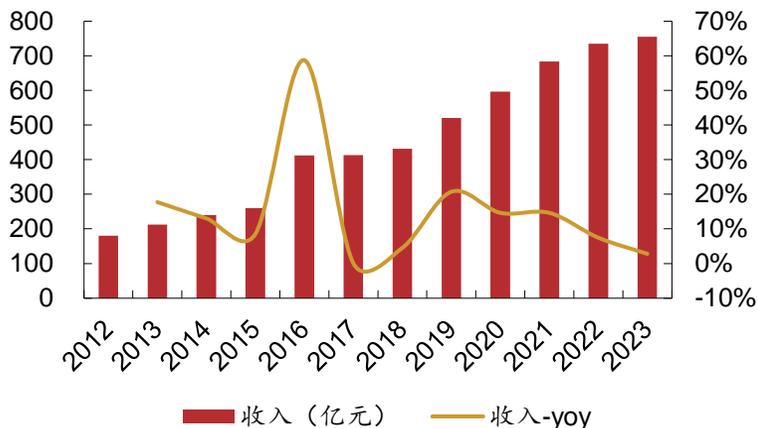
图：国药控股货币资金与分红率情况



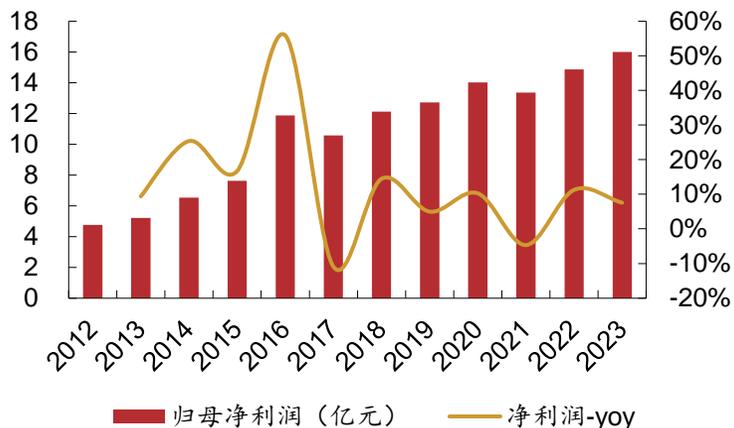
- 1、**国药集团：国内领先的综合医药企业，十四五战略剑指万亿规模**
- 2、**国药控股：拥有中国最大的全国药品及医疗器械分销网络**
- 3、**国药一致：批零一体协同发展，零售利润率提升潜力大**
- 4、**国药股份：麻精特药分销龙头，经营质量突出**
- 5、**国药现代：国药集团旗下化药平台，增质提效+外延整合潜力大**
- 6、**太极集团：提质增效成效初现，预计净利率仍有较大提升空间**
- 7、**天坛生物：国内血制品龙头，业绩表现稳健**
- 8、**中国中药：中药配方颗粒龙头，净利率有望企稳回升**
- 9、**风险提示**

- **国药一致为全国领先的分销及零售平台。** 国药一致为拥有“分销+零售+工业投资”完整产业链的综合性医药上市公司，有覆盖全国的医药零售网络以及两广深度下沉的分销网络，与全球药品及医疗保健产品百强紧密合作，向两广等级医院、零售药店、医药分销商、基层终端等提供医药供应链服务。
- **业绩稳健增长，净利率呈提升趋势。** 2023年公司分别实现收入与归母净利润755亿及16亿元，同比增长2.8%及7.6%，18-23年复合增长率分别为11.8%及5.7%。毛利率基本稳定在约12%，净利率有提升趋势，2023年为2.6% (YOY+0.2pct)。

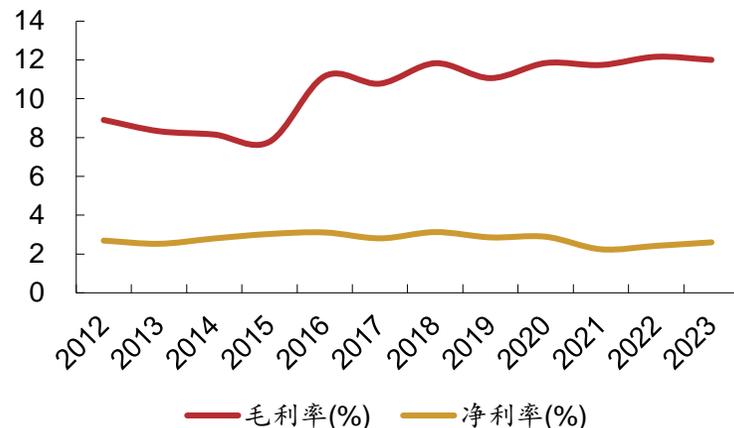
图：国药一致收入及增速情况



图：国药一致归母净利润及增速情况



图：国药一致毛利率及净利率情况



资料来源：Wind，华源证券研究

■ **国药一致拥有全国领先的分销及零售平台，2023年收入分别为518亿元 (YOY+3%) 及233亿元 (YOY+2%)。**

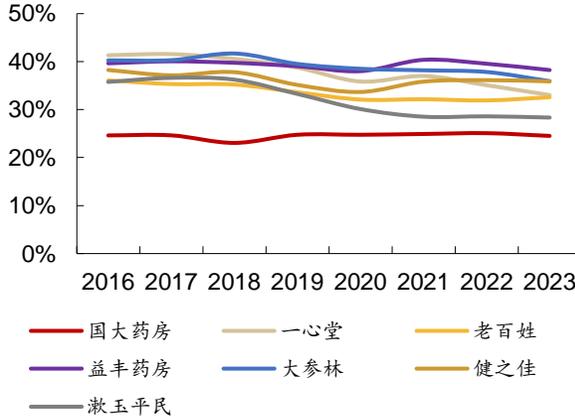
□ **公司为全国连锁药房龙头，盈利能力有提升空间。**截止2023年底，国大药房已在全国拥有10516家药房，2023年分别实现收入和净利润244.1亿元及5.3亿元。与其他上市药房相比，国大药房的毛利率较低，主要是因为其DTP和处方药占比较高。从2020年下半年开始，国大药房总部由管理型转变为运营管控型，开始加强资源整合以及供应商供应链的业务开展，提升运营效率。未来随着精细化管理的深入开展，以及品类结构优化，盈利能力有望持续提升。

□ **分销业务立足两广，实现广覆盖与深布局。**公司的分销业务主要覆盖广东广西，在药品和器械耗材分销、零售直销和零售诊疗等细分市场均保持行业领先。主要覆盖两广分销业务的子公司国控广州及国控广西2023年收入分别为403亿元及77亿元，2020-22年两广市占率从25%提升至28%，未来通过强化优势区域网络的广覆盖与深布局，市占率有望继续增长。

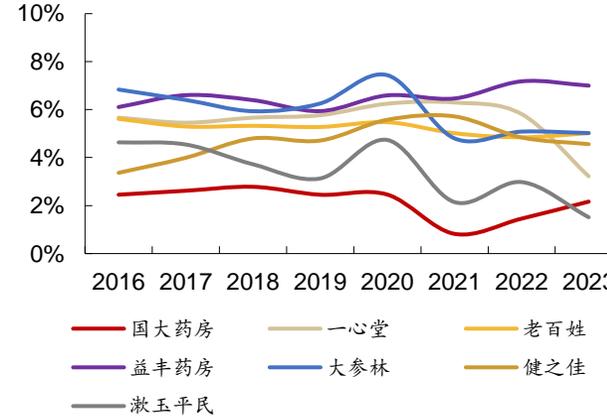
图：国药一致分业务收入 (亿元)



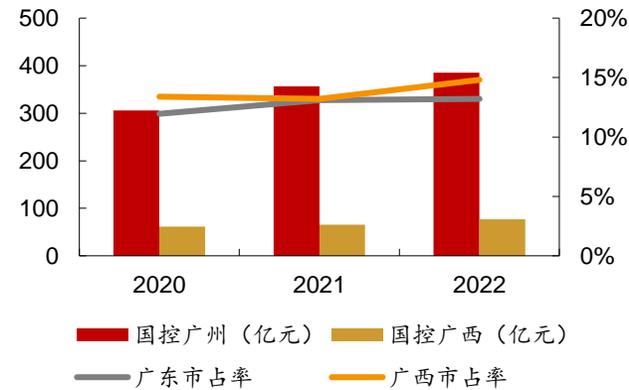
图：各药房毛利率对比



图：各药房净利率对比

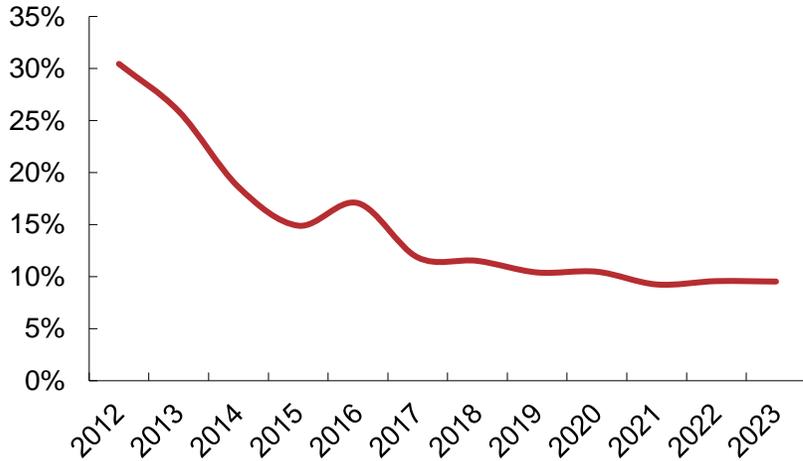


图：国药一致两广分销业务规模及市占率

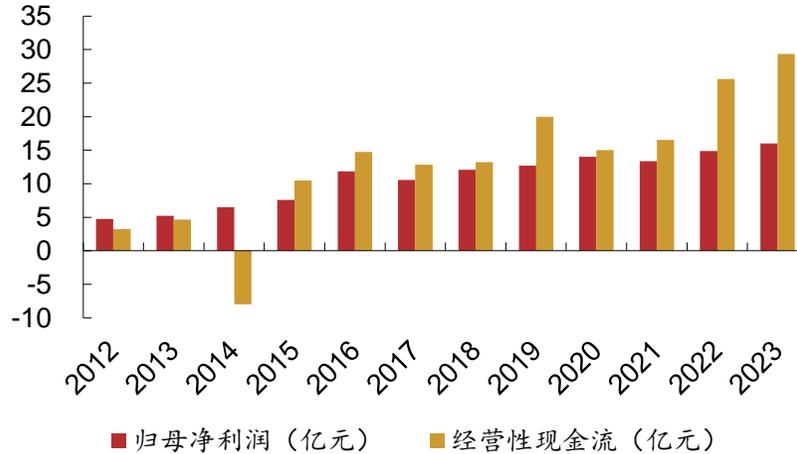


- **经营质量高，ROE潜在提升空间较大。** 国药一致的ROE从2012年的30.4%开始下滑明显，近几年表现趋于平稳，2023年达到9.5%。随着国大药房提质增效、产品结构优化等工作的持续开展，预计未来仍有提升空间。2015年开始，公司经营性现金流始终高于归母净利润，持续经营能力强，且在近两年实现大幅增长，2023年为29.4亿元。
- **在手现金处于历史较高位置，分红率呈逐年提升趋势。** 公司截止2023年在手现金为65亿元，与历年在手现金相比，目前处于较高位置。从分红率上看，由2012年的11%提升至2023年的24%，同时尽管2020年公司现金有所下滑，公司仍提高了现金分红率。

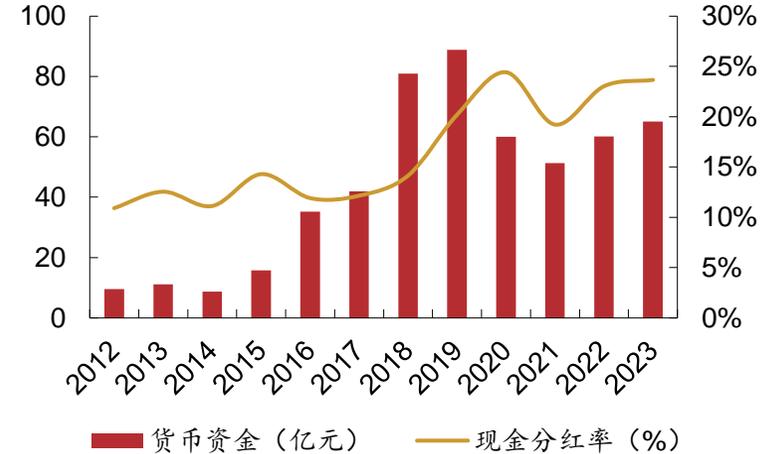
图：国药一致ROE情况



图：国药一致归母净利润及经营性现金流情况



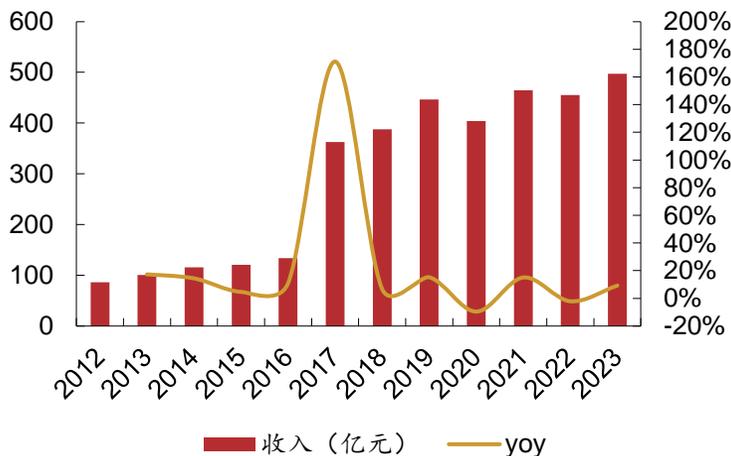
图：国药一致货币资金与分红率情况



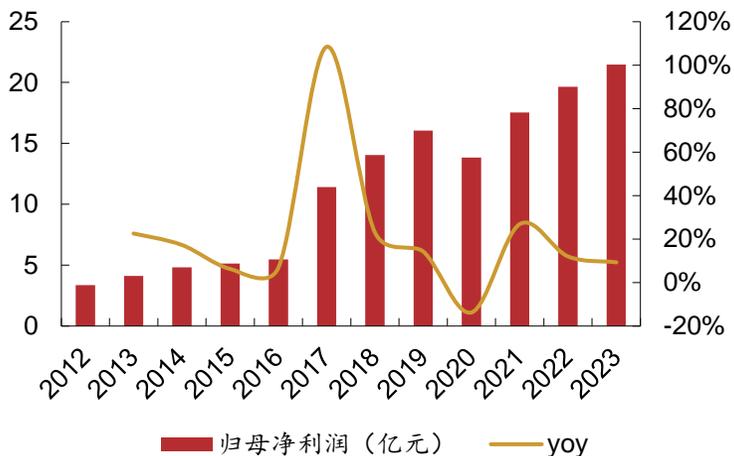
- 1、**国药集团：国内领先的综合医药企业，十四五战略剑指万亿规模**
- 2、**国药控股：拥有中国最大的全国药品及医疗器械分销网络**
- 3、**国药一致：批零一体协同发展，零售利润率提升潜力大**
- 4、**国药股份：麻精特药分销龙头，经营质量突出**
- 5、**国药现代：国药集团旗下化药平台，增质提效+外延整合潜力大**
- 6、**太极集团：提质增效成效初现，预计净利率仍有较大提升空间**
- 7、**天坛生物：国内血制品龙头，业绩表现稳健**
- 8、**中国中药：中药配方颗粒龙头，净利率有望企稳回升**
- 9、**风险提示**

- 麻精特药分销龙头，北京医疗直销份额保持领先地位。** 国药股份以“药械流通”为主业，下属多家子公司，业务涵盖全国药品分销、医药零售、医药工业、口腔学术服务、医药物流等多个业务板块。其中麻药分销业务销售网络覆盖全国30多个省市自治区，龙头地位较为稳固。公司同时在北京地区医疗市场占有率保持优势，截止2023年已经实现等级医院的100%覆盖，并覆盖超过4700家的基层医疗机构。
- 净利润稳步增长，增速快于收入增速。** 2023年分别实现收入与归母净利润497亿及21亿元，同比增长9.2%及9.3%，18-23年复合增长率分别为5.1%及8.9%，利润增速快于收入增速。毛利率同比有所下滑，2023年为8.0%。费用管控良好，净利率提升趋势明显，2023年达4.7%。

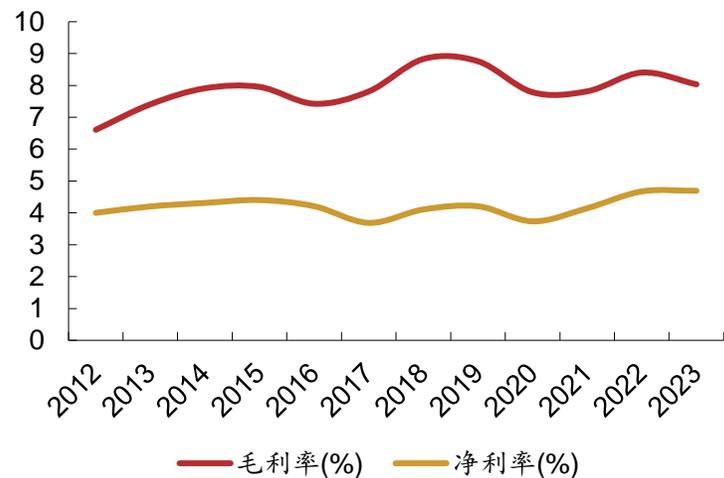
图：国药股份收入及增速情况



图：国药股份归母净利润及增速情况



图：国药股份毛利率及净利率情况

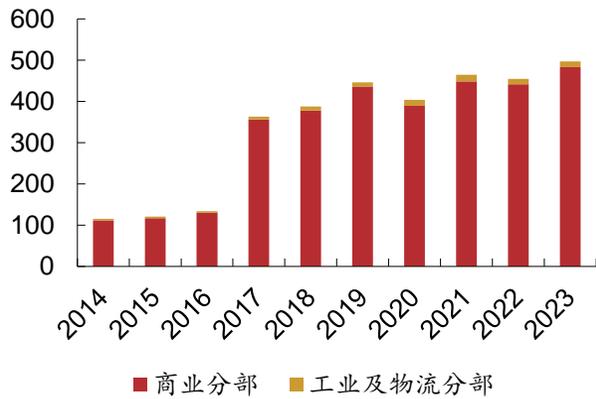


资料来源：Wind，华源证券研究

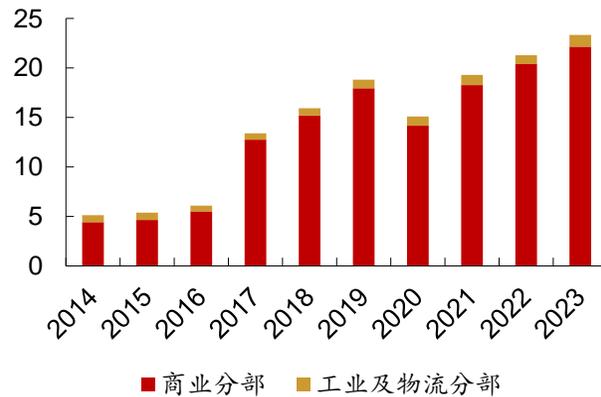
■ 国药股份业务主要分为医药商业（药品销售）、医药工业（药品生产）及仓储物流（物流服务），其中医药商业为最主要的收入和净利润来源。

■ 麻精药在强监管下造就高全国配送壁垒，相关配送业务有望受益于诊疗秩序恢复。麻精药配送在强监管下，导致全国性麻醉药品和第一类精神药品定点批发企业仅有3家，国药股份为其中之一，并且保持着领先的市场份额，业务辐射50000余家全国麻精医疗客户。随着我国医院诊疗陆续恢复常态，23H1麻醉药销售显著恢复，实现了超20%的增长。作为国内仅有的3家麻精药品全国配送企业，国药股份有望率先受益于诊疗秩序恢复带来的潜在麻精药品配送需求。

图：国药股份分业务收入（亿元）



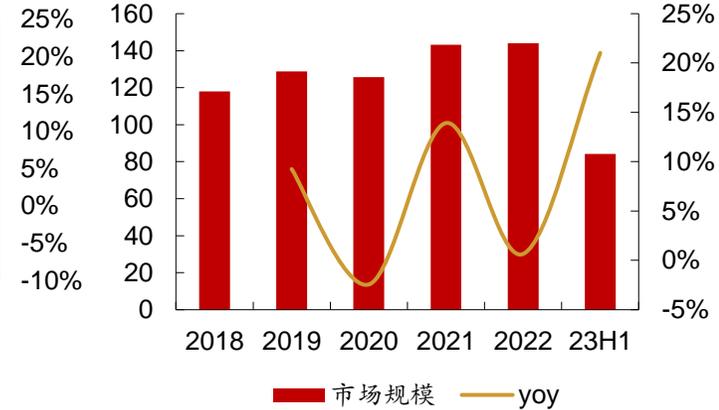
图：国药股份分业务净利润（亿元）



图：住院手术人次（百万人，%）



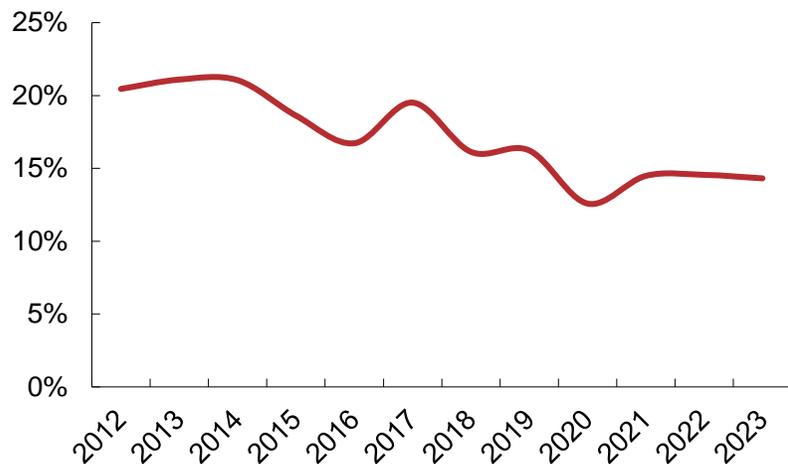
图：城市公立医院麻醉药销售情况（亿元，%）



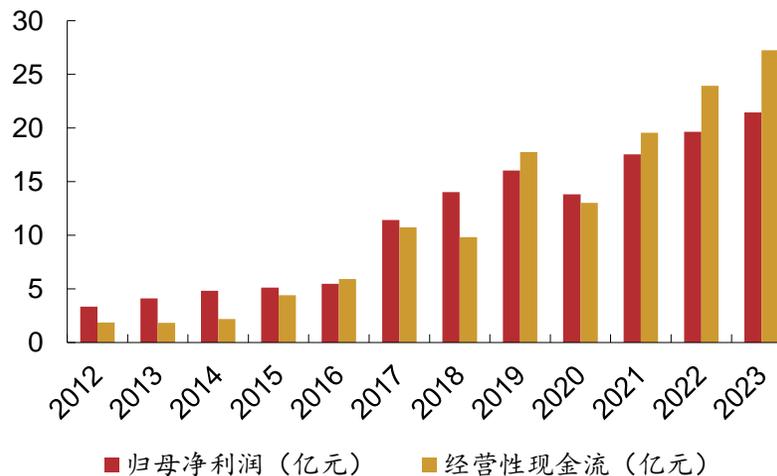
资料来源：Wind，米内网，公司公告，华源证券研究

- ROE在国药集团内对比保持较高水平，经营性现金流表现突出。**从2012-2023年维度观察，国药股份的ROE整体呈现下滑趋势，不同年份间存在波动，但与国药集团旗下其他上市公司相比水平仍然较高，2023年达14.3%。同样从历史趋势来看，公司过往经营性现金流在多数时间略微低于归母净利润，但从2021年开始，经营性现金流保持较快增速且大幅高于归母净利润，意味着公司的经营质量在近年得到显著改善。
- 在手现金呈逐年提升态势，近年分红率稳定在约30%。**2018-2023年间，公司在手现金从51亿元提升至109亿元。历史现金分红率波动较大，但近年基本稳定维持在30%左右。

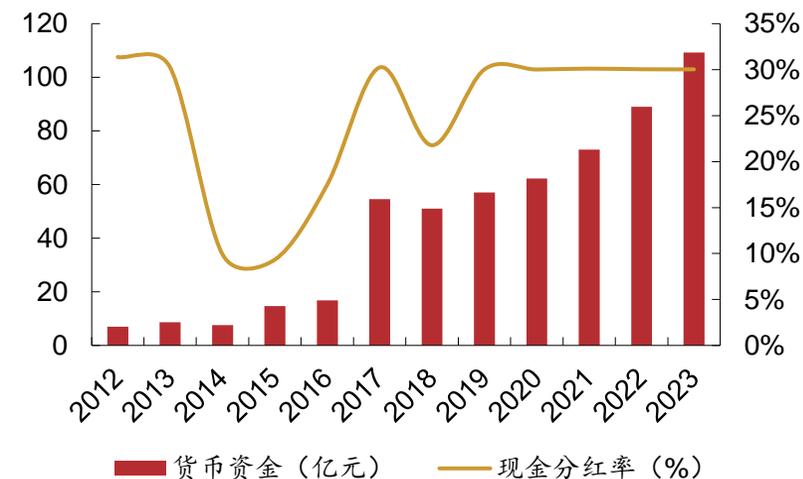
图：国药股份ROE情况



图：国药股份归母净利润及经营性现金流情况（亿元）



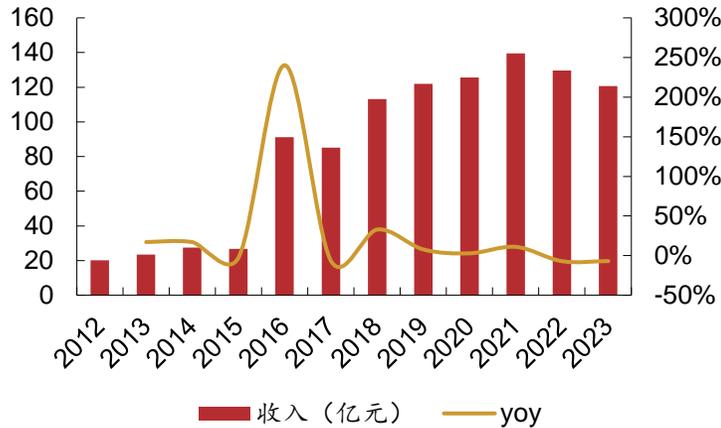
图：国药股份货币现金与分红率情况



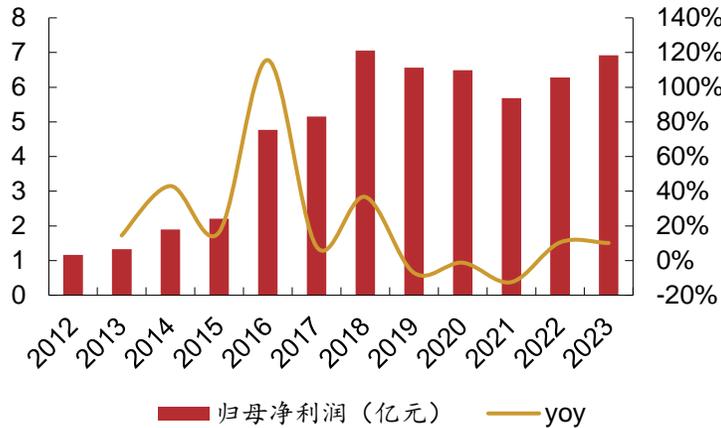
- 1、**国药集团：国内领先的综合医药企业，十四五战略剑指万亿规模**
- 2、**国药控股：拥有中国最大的全国药品及医疗器械分销网络**
- 3、**国药一致：批零一体协同发展，零售利润率提升潜力大**
- 4、**国药股份：麻精特药分销龙头，经营质量突出**
- 5、**国药现代：国药集团旗下化药平台，增质提效+外延整合潜力大**
- 6、**太极集团：提质增效成效初现，预计净利率仍有较大提升空间**
- 7、**天坛生物：国内血制品龙头，业绩表现稳健**
- 8、**中国中药：中药配方颗粒龙头，净利率有望企稳回升**
- 9、**风险提示**

- 国药集团旗下化药统一平台，2023年通过定增获大股东12亿现金。** 国药现代是由中国工程院院士创立的以医药产品研发、生产与销售为主营业务的医药制造类企业，2010年加入国药集团，2016-2018年进行化药工业板块重组、整合后并入了国药集团旗下化药板块的工业产品线及企业资产，致力于以高质量打造化学制药工业发展平台，成为创新驱动型的，中国领先、国际一流的制药企业。2023年，国药现代通过定增从大股东国药集团处获得12亿元现金，主要用于提升公司产品的竞争力以及补充日常运营资金，优化公司财务结构，截止2024Q1公司在手现金超64亿。
- 收入过百亿，利润近三年呈反弹趋势。** 2023年公司已经拥有31个收入过亿化药产品，市场地位持续巩固提升。2023年分别实现收入与归母净利润120.7亿及6.9亿元，同比下降6.9%及增长10.2%，在集采持续推进的大背景下，18-23年复合增长率分别为1.3%及-0.4%。在毛利率波动较大的情况下净利率相对稳定，近几年由于费用管控效果显著，叠加集采导致销售费用减少，公司净利率实现逐年提升，2023年为8.0%。

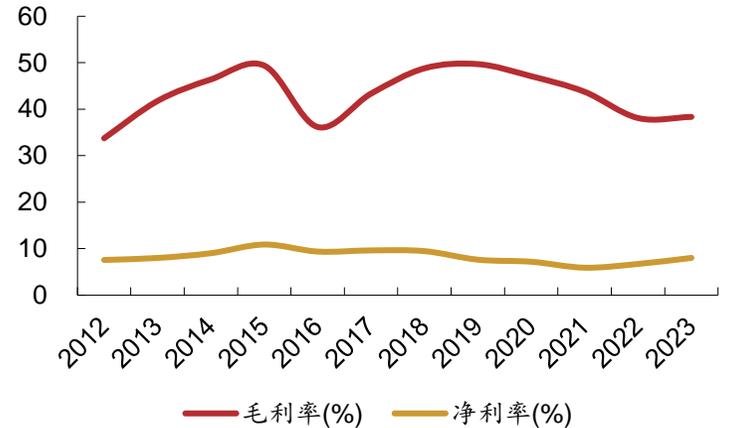
图：国药现代收入及增速情况



图：国药现代归母净利润及增速情况



图：国药现代毛利率及净利率情况



■ **深耕五大特色领域，构筑“5+X”总体战略。**公司产品聚焦抗感染、心血管、抗肿瘤及免疫、麻醉及精神、代谢及内分泌五大优势领域，通过做长、做深、做宽等方式规划大品种和品牌战略。同时，积极瞄准国家战略性新兴产业和未来产业发展方向，加速布局合成生物学，并积极拓展战略新兴子领域。

表：国药现代各业务及相关产品情况

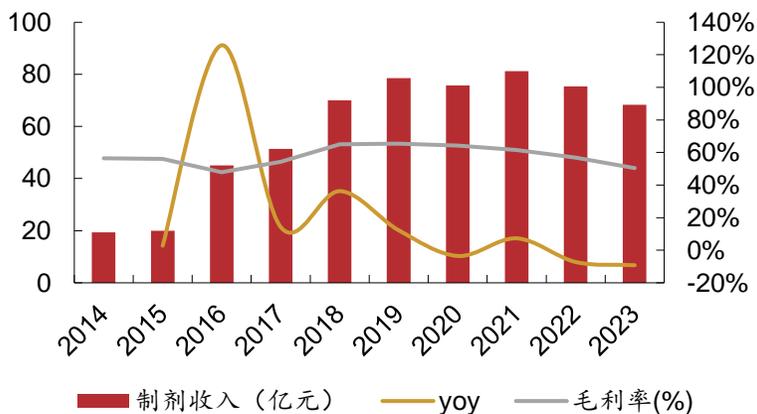
产品大类	治疗领域	主要产品
医药中间体	抗感染类药用中间体	6-APA、7-ADCA、7-ACA、D-7ACA、青霉素工业钾盐、头孢曲松钠粗盐
原料药	抗感染类药用原料药	阿莫西林、克拉维酸系列、阿奇霉素、头孢曲松钠、氨苄西林酸
	泌尿生殖系统药用原料药	绒促性素、尿促卵泡素
化学制剂	全身用抗感染药物	头孢地尼分散片、头孢呋辛系列、头孢克肟系列、注射用头孢唑肟钠、注射用头孢曲松钠、注射用头孢西丁钠、头孢克洛缓释胶囊、阿莫西林胶囊
	心血管系统用药	硝苯地平控释片、苯磺酸氨氯地平片、马来酸伊那普利片、普伐他汀钠片、奥美沙坦酯氢氯噻嗪片、奥美沙坦酯氨氯地平片
	泌尿生殖系统用药及激素制剂	非那雄胺片、硝呋太尔制霉菌素阴道软胶囊、注射用甲泼尼龙琥珀酸钠、醋酸奥曲肽注射液、注射用倍他米松磷酸钠、地塞米松磷酸钠注射液
	神经系统用药	注射用盐酸瑞芬太尼、枸橼酸舒芬太尼注射液、枸橼酸芬太尼注射液、盐酸米那普仑片、洛芬待因片、天麻素注射液
	骨骼肌肉系统用药	双氯芬酸钠缓释片
	消化道和新陈代谢用药	维生素C注射液、盐酸雷尼替丁注射液、法莫替丁注射液
	抗肿瘤及免疫调节剂	注射用甘露聚糖肽、他克莫司胶囊
	血液和造血系统用药	氯化钠注射液、氨甲苯酸注射液、维生素K1注射液
	呼吸系统用药	复方甘草片、盐酸氨溴索口服溶液/片
动物疫苗	C型肉毒素梭菌苗、II号炭疽芽孢苗、羊梭菌病多联干粉苗、牛出败、羊链球菌	
大健康	安溪·沁酵母重组胶原蛋白系列医美产品，美益天、浦秀、赫宝仙堤系列护肤品	

■ 制剂集采有望接近尾声，神经系统用药快速增长。

■ **化学制剂受到集采影响较大，未来有望企稳回升。** 2023年化学制剂收入为68.3亿元 (YOY-9.3%)，收入占比为56.6%，主要是由于重点产品硝苯地平控释片受集采执行影响量价齐跌，导致心血管系统用药销售收入同比-38.5%；其余单品醋酸奥曲肽注射液、注射用甘露聚糖肽等受集采实施、医保目录调整、限制辅助用药等因素影响销量也有不同程度的下降。近几年毛利率收到集采影响也有下滑，2023年为50.3% (YOY-6.4pct)。制剂集采有望接近尾声，预计业绩未来将企稳回升。

■ **研发投入逐年增长，布局的潜力领域实现高增。** 公司持续加大研发投入，2023年研发支出达6.9亿元，占营收比重进一步提升至5.8%。目前正在积极布局潜力领域如神经系统、呼吸系统用药等，神经系统用药2023年收入达6.9亿元 (YOY+37.3%)，整体发展趋势向好，其中抗抑郁新品盐酸米那普仑片收入破亿，注射用盐酸瑞芬太尼销量同比略增。

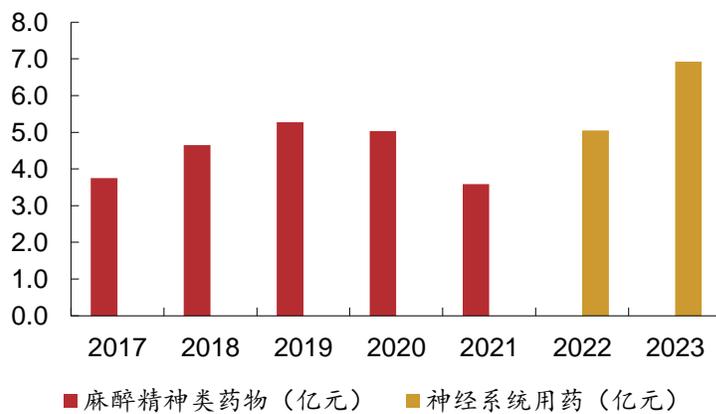
图：国药现代制剂收入及毛利率情况



图：国药现代研发支出及占营收比例情况



图：国药现代神经系统药物收入情况

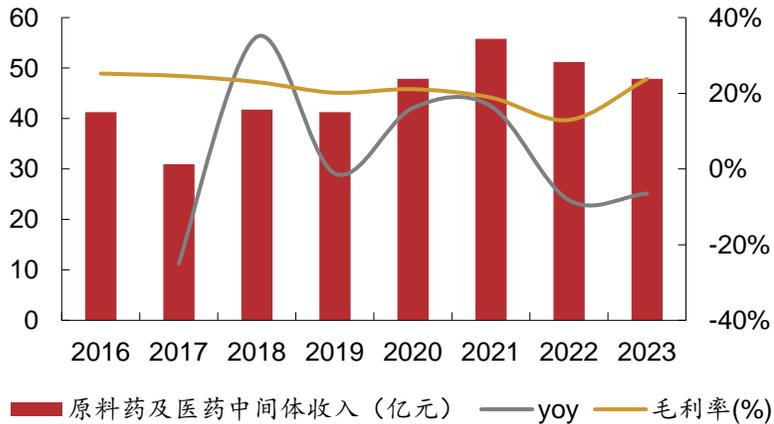


■ 原料药毛利率触底反弹，盈利能力有望持续提升。

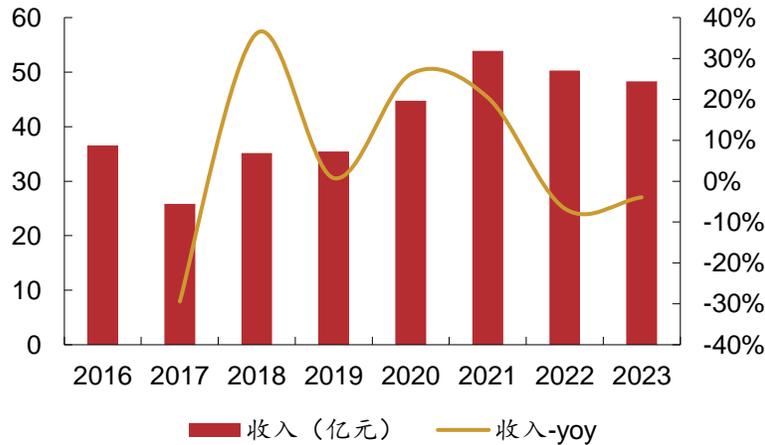
■ **原料药及医药中间体受需求变化影响收入有所下滑，公司通过提效降本等手段提升利润。** 2023年收入达47.9亿元 (YOY-6.5%)，收入占比为39.7%。主要是由于部分重点产品销量受市场需求变化影响有所下滑。但公司通过提振管理效益，管控生产成本等手段将板块毛利率提升10.9个百分点，盈利能力得到显著提升。

■ **威奇达为国药现代原料药板块核心子公司，2023年利润重新恢复增长。** 国药现代全资控股子公司威奇达主要生产销售青霉素类、头孢类中间体及原料药，目前已经实现从起始原料、关键中间体到成品药的全产业链布局，是中国医药集团化学制药抗感染板块体量最大的工业企业。2023年收入达48.3亿元 (YOY-3.9%)，净利润经历了2022年的亏损后已经重新实现盈利，2023年为1.8亿。

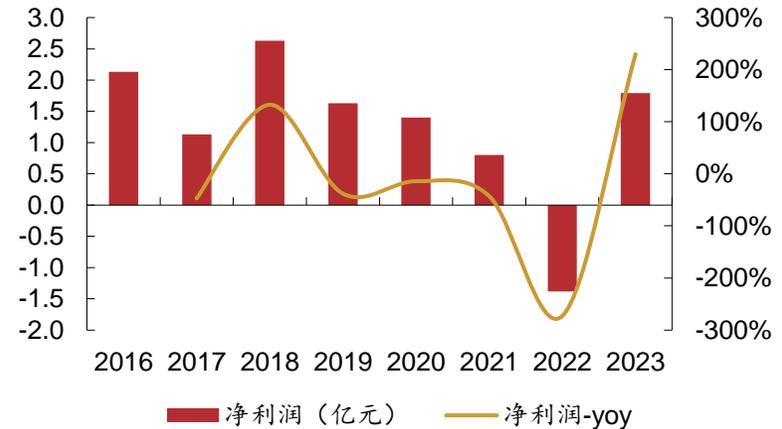
图：国药现代原料药及中间体收入及毛利率情况



图：威奇达收入及增速情况



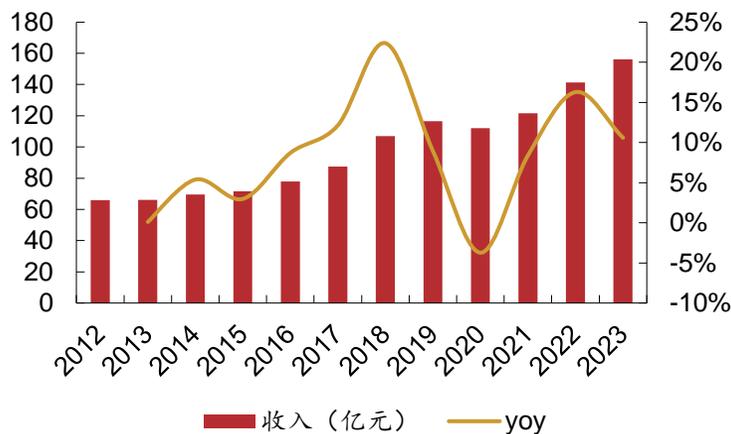
图：威奇达净利润及增速情况



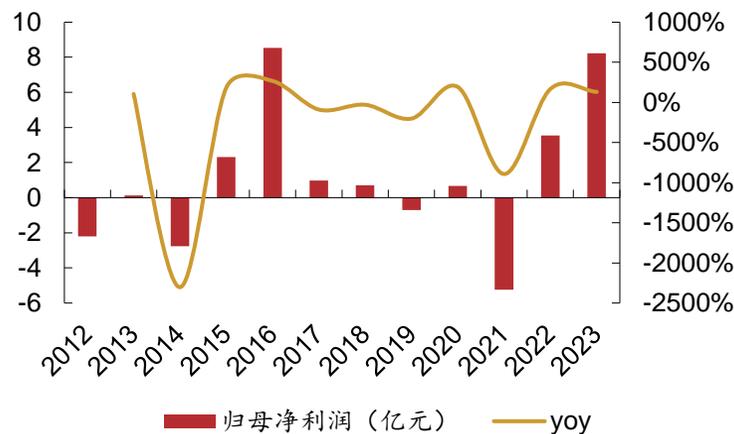
- 1、**国药集团：国内领先的综合医药企业，十四五战略剑指万亿规模**
- 2、**国药控股：拥有中国最大的全国药品及医疗器械分销网络**
- 3、**国药一致：批零一体协同发展，零售利润率提升潜力大**
- 4、**国药股份：麻精特药分销龙头，经营质量突出**
- 5、**国药现代：国药集团旗下化药平台，增质提效+外延整合潜力大**
- 6、**太极集团：提质增效成效初现，预计净利率仍有较大提升空间**
- 7、**天坛生物：国内血制品龙头，业绩表现稳健**
- 8、**中国中药：中药配方颗粒龙头，净利率有望企稳回升**
- 9、**风险提示**

- **太极集团战略定位为国药集团下属中药平台。**公司始建于1972年，2021年完成战略重组，成为国药集团现代中药板块的重要组成部分，战略定位现代中药智能制造为主、麻精特色化药为辅，力争“十四五”末营收达500亿元、净利润率不低于医药行业平均水平。
- **收入实现稳健增长，提质增效成效初现。**2023年公司分别实现收入与归母净利润156.2亿及8.2亿元，同比增长10.6%及132.0%。从历史趋势来看，公司毛利率保持稳定提升趋势，净利润波动较大，目前改革已见成效，因此2023年利润端继2022年后继续实现大幅增长。

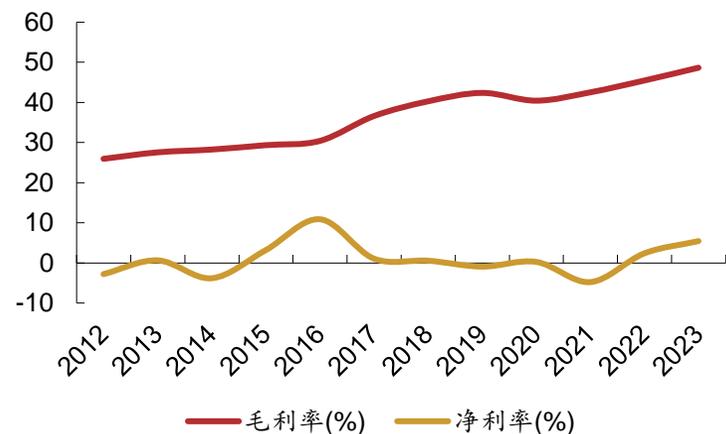
图：太极集团收入及增速情况



图：太极集团归母净利润及增速情况



图：太极集团毛利率及净利率情况



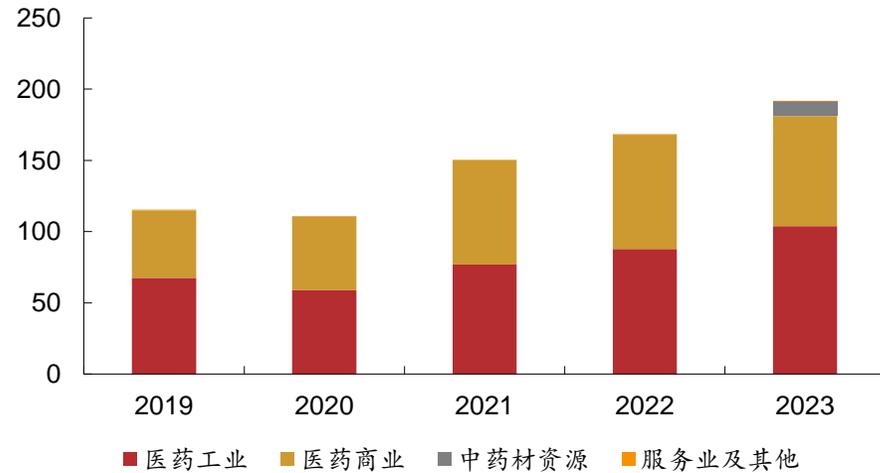
■ 2023年公司净利率为5.5%，仍有较大提升空间。

■ **工业板块主品销售连创新高，稳健增长可期。**工业板块分为重点治疗领域（消化系统及代谢用药、呼吸系统用药、心脑血管用药、抗感染药物、神经系统用药、抗肿瘤及免疫调节用药、大健康产品），及基础性产品线（治疗性大众中西普药）。2023年核心品种太极藿香正气口服液、急支糖浆、散列通等均实现良好增长，随着营销持续发力及循证支持强化，未来稳健增长可期。

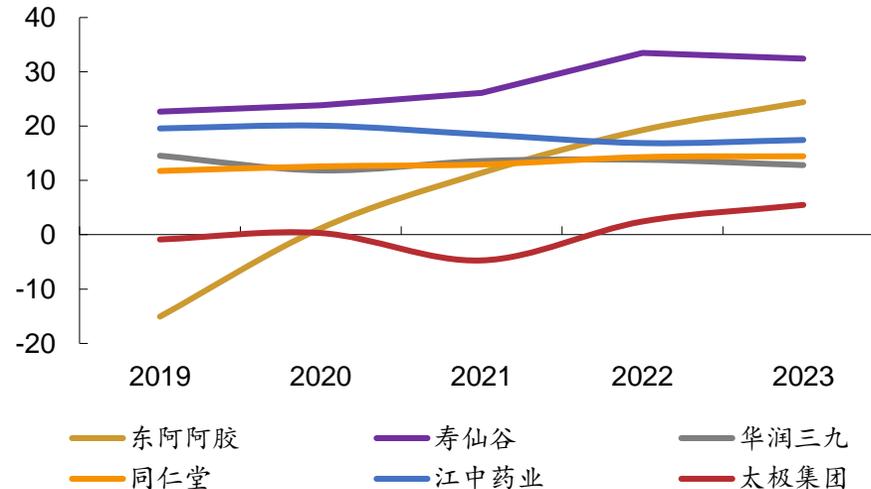
■ **医药商业板块整合改革加速，降本增效持续推进。**公司拥有西部地区药品经营业态最完善、综合实力前三强的大型医药商业体系，涵盖药品批发、配送、零售、进出口等业务，截止2023年覆盖川渝100多个市区县、超2万个直接配送终端，旗下两大药房品牌“太极大药房”和“桐君阁大药房”的综合竞争力在川渝地区稳居第一。从业绩上看，23年收入略有降低，在此情况下，公司通过狠抓内部管理降成本控费用，大幅提升了川渝两大经营平台经营质量。

■ **净利率与同行仍存在差距，提升空间大。**2023年公司净利润为8.5亿元，净利率为5.5%，最悲观假设除医药工业以外的其他业务并无利润，意味着公司医药工业业务净利率为8.2%，仍然较同行差距较大，未来有较大提升空间。

图：太极集团分业务收入情况（亿元）



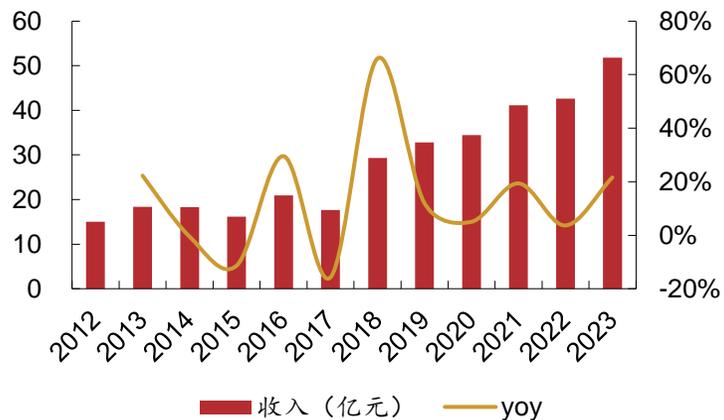
图：太极集团净利率与同业对比情况（%）



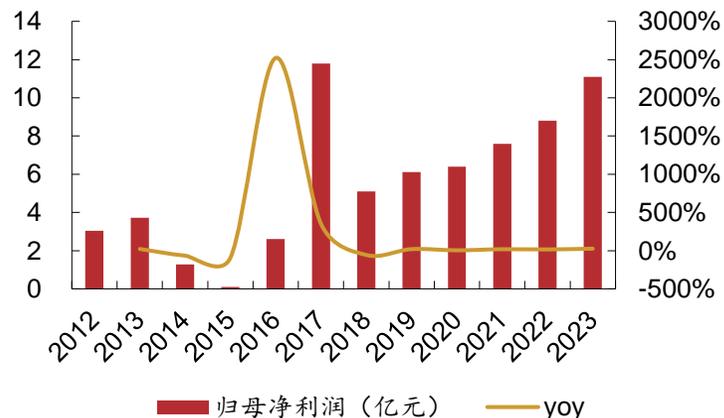
- 1、**国药集团：国内领先的综合医药企业，十四五战略剑指万亿规模**
- 2、**国药控股：拥有中国最大的全国药品及医疗器械分销网络**
- 3、**国药一致：批零一体协同发展，零售利润率提升潜力大**
- 4、**国药股份：麻精特药分销龙头，经营质量突出**
- 5、**国药现代：国药集团旗下化药平台，增质提效+外延整合潜力大**
- 6、**太极集团：提质增效成效初现，预计净利率仍有较大提升空间**
- 7、**天坛生物：国内血制品龙头，业绩表现稳健**
- 8、**中国中药：中药配方颗粒龙头，净利率有望企稳回升**
- 9、**风险提示**

- 国内血制品龙头，综合优势强。**天坛生物为国药集团旗下的血制品平台，也是国内最早开始从事血液制品工业化生产的企业之一。目前共计拥有人血白蛋白、人免疫球蛋白、人凝血因子等三大类、15个品种，下辖成都蓉生、兰州血制、上海血制、武汉血制、贵州血制、西安血制六家血液制品企业，市占率较高，质量、规模和品牌等综合优势强。
- 资产重组后业绩迈上新台阶，近年表现稳健。**公司在2017年经历重大资产重组后，收入利润上了一层新台阶。2023年分别实现收入与归母净利润51.8亿及11.1亿元，同比增长21.6%及26.0%，业绩表现稳健，18-23年CAGR分别为12.1%和16.9%。盈利能力提升趋势显著，毛利率从2021年的47.5%提升至2023年的50.8%，净利率从2021年的26.0%提升至2023年29.1%。

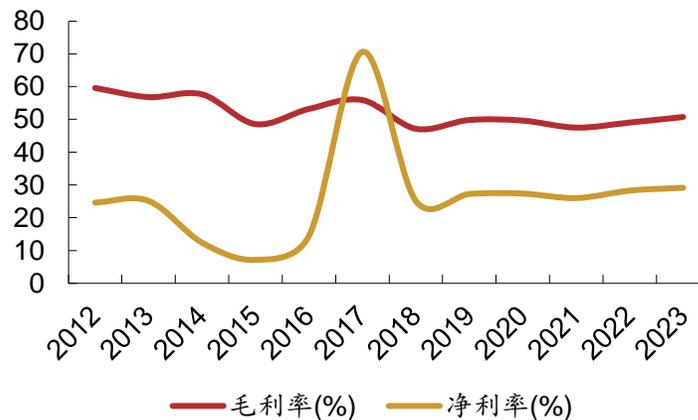
图：天坛生物收入及增速情况



图：天坛生物归母净利润及增速情况

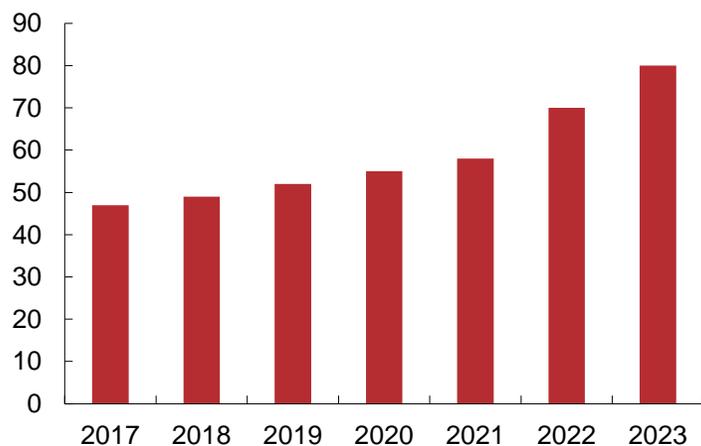


图：天坛生物毛利率及净利率情况

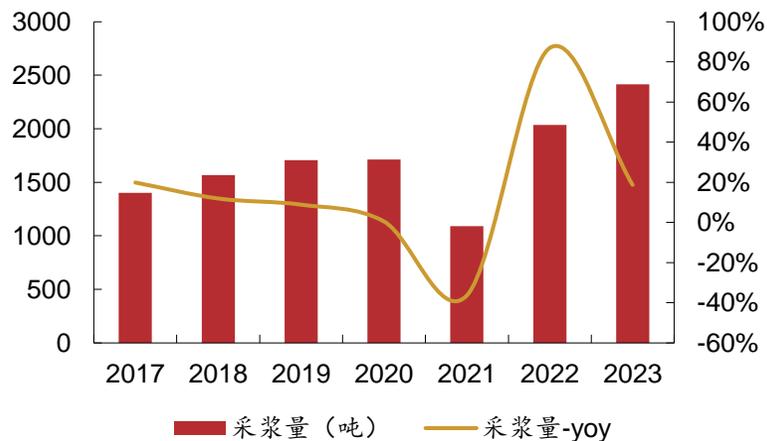


■ **产能持续扩大，覆盖终端数量国内领先。** 采浆方面，公司在营单采血浆站数量近两年大幅增长，2023年达到80家，其中79家在营单采血浆站采浆量达到2415吨（YOY+18.7%），约占国内总采浆量的20%。目前公司正在产能扩建中，新建永安厂区（成都蓉生）、云南项目（上海血制）及兰州项目（兰州血制），设计产能均为1200吨，生产产品包括白蛋白、球蛋白和因子类产品。目前永安厂区已投产运行，未来随着另外两个项目陆续投产，公司将拥有三个单厂投浆能力超千吨的血液制品生产基地。2018年开始公司覆盖销售终端实现快速增长，2023年已达到四万余家，已基本覆盖除港澳台地区外的各主要省市地区，覆盖数量在国内持续领先。

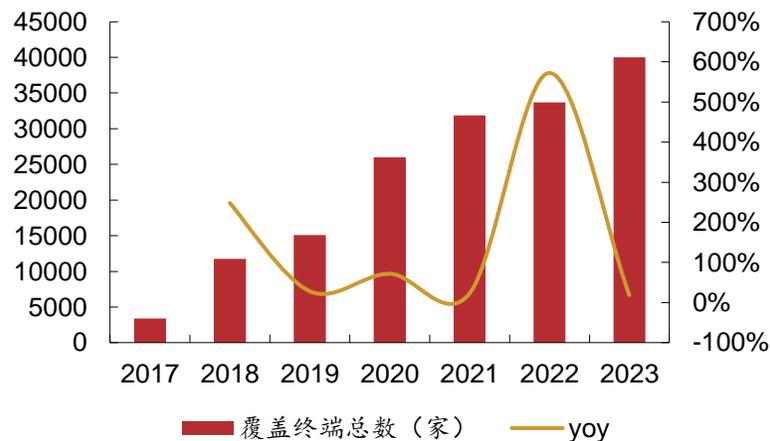
图：天坛生物在营单采血浆站数量（家）



图：天坛生物采浆量级增速情况



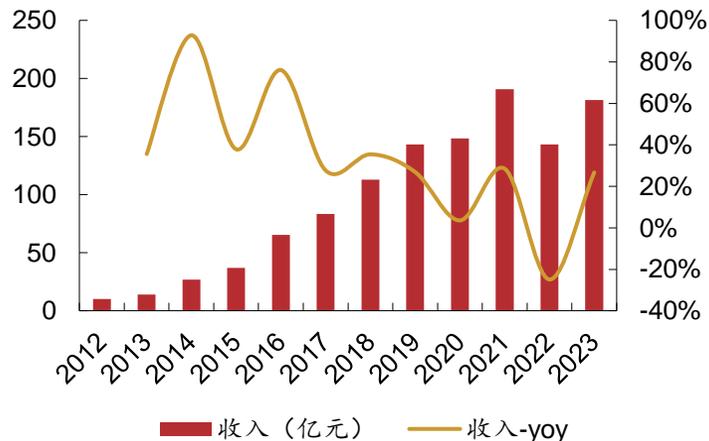
图：天坛生物覆盖终端总数情况



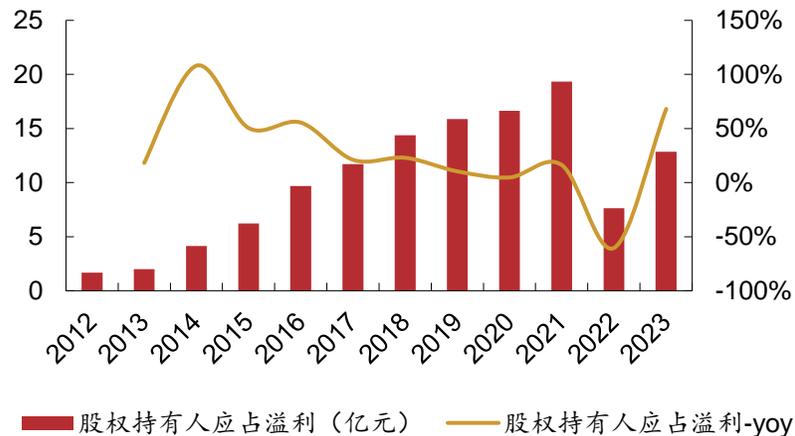
- 1、**国药集团：国内领先的综合医药企业，十四五战略剑指万亿规模**
- 2、**国药控股：拥有中国最大的全国药品及医疗器械分销网络**
- 3、**国药一致：批零一体协同发展，零售利润率提升潜力大**
- 4、**国药股份：麻精特药分销龙头，经营质量突出**
- 5、**国药现代：国药集团旗下化药平台，增质提效+外延整合潜力大**
- 6、**太极集团：提质增效成效初现，预计净利率仍有较大提升空间**
- 7、**天坛生物：国内血制品龙头，业绩表现稳健**
- 8、**中国中药：中药配方颗粒龙头，净利率有望企稳回升**
- 9、**风险提示**

- 中药配方颗粒龙头企业，研发保持先行优势。** 中国中药为国药集团现代中药板块的核心平台，业务覆盖中药材生产及经营、中药饮片、中药配方颗粒、中成药、中药大健康产品及国医馆六大板块，旗下包括“中国药材”、“一方制药”、“天江药业”等多个知名品牌。截止2023年，国药监局累积公布配方颗粒国标品种265个，其中有138个由公司完成研究，占比超50%，展示出公司领先的研发实力。
- 业绩恢复趋势明显，净利率有望企稳回升。** 2022年中药配方颗粒业务受到疫情、国标和省标公布及备案品种不足等影响，导致公司整体业绩出现较大下滑。2023年公司分别实现收入与股权持有人应占溢利181亿及13亿元，同比增长26.7%及68.2%，恢复趋势明显。毛利率净利率分别达到51.2%及7.7%，未来有望企稳回升。

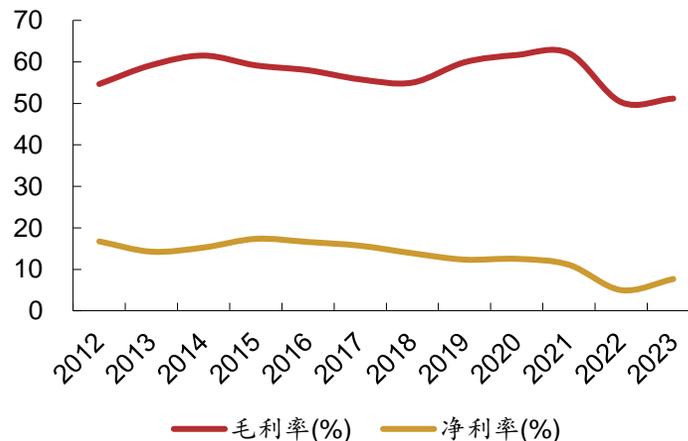
图：中国中药收入及增速情况



图：中国中药股权持有人应占溢利及增速情况



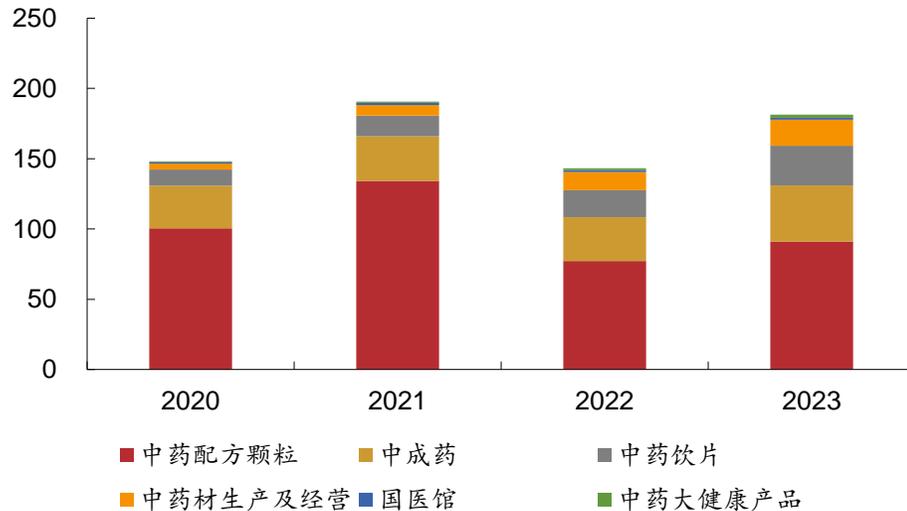
图：中国中药毛利率及净利率情况



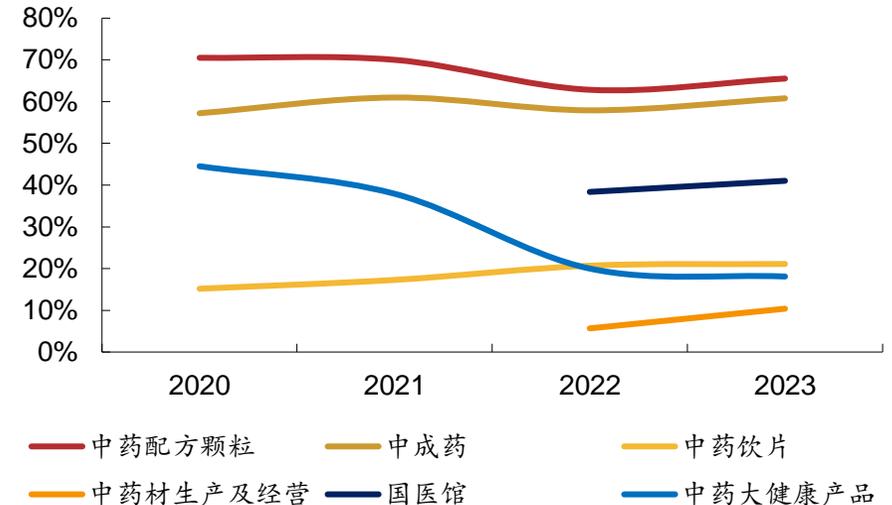
资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究

- **中药配方颗粒为最核心收入来源，与其他业务相比盈利能力高。** 2016-2022年配方颗粒收入约占整个公司营收的65-70%，2022年收入出现较大下滑，2023年收入占比进一步下降至50%，但收入的绝对额随着公司加大国标省标品种开发力度、市场开拓等有所提升，2023年达91.1亿元（YOY+18%）。从毛利率来看，与公司其他业务相比，中药配方颗粒毛利率水平高，2023年达到65.5%。
- **其他业务快速增长，中成药收入实现突破。** 公司的中药饮片、中药材生产及经营业务近几年实现较高增长，2023年收入分别为28.1亿元（YOY+45%）、18.6亿元（YOY+46%）。2020-2022年中成药收入基本维持在30亿左右，2023年公司强化了开发和推广力度，核心品种表现优异，因此收入实现了较大的突破，达39.9亿元（YOY+28%）。

图：中国中药分业务收入情况（亿元）



图：中国中药各业务毛利率情况



- 1、**国药集团**：国内领先的综合医药企业，十四五战略剑指万亿规模
- 2、**国药控股**：拥有中国最大的全国药品及医疗器械分销网络
- 3、**国药一致**：批零一体协同发展，零售利润率提升潜力大
- 4、**国药股份**：麻精特药分销龙头，经营质量突出
- 5、**国药现代**：国药集团旗下化药平台，增质提效+外延整合潜力大
- 6、**太极集团**：提质增效成效初现，预计净利率仍有较大提升空间
- 7、**天坛生物**：国内血制品龙头，业绩表现稳健
- 8、**中国中药**：中药配方颗粒龙头，净利率有望企稳回升
- 9、**风险提示**

- **行业竞争加剧风险：**随着我国医药产业的不断创新与进步，不排除持续有新进竞争者加入从而造成竞争加剧的风险；
- **政策变化风险：**分级诊疗、医保支付改革持续成为医改重心，医保控费大趋势、带量采购等让医药产业中下游的收入利润有承压风险；
- **行业需求不及预期风险：**若终端需求不及预期，将会对公司业绩产生负面影响。

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表李瑞雪lirui xue@huayuanstock.com

华北区销售代表王梓乔wangziqiao@huayuanstock.com

华南区销售代表杨洋yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)：相对强于市场表现20%以上；

增持 (Outperform)：相对强于市场表现5% ~ 20%；

中性(Neutral)：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；

减持(Underperform)：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性(Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡(Underweight)：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深300指数



華源証券

HUAYUAN SECURITIES

谢谢聆听