

证券研究报告|行业专题报告

医药生物

行业评级 强于大市（维持评级）

2024年06月3日



## 国药系专题报告：

# 国改大潮持续深化，国药系标的潜力巨大

证券分析师：盛丽华 (S0210523020001)  
、张俊(S0210524040002)

研究助理：万喆瑞

请务必阅读报告末页的重要声明

# 国药系：国改大潮持续深化，国药系标的潜力巨大

## ➤ 核心观点：

- **国改深化+新“国九条”大环境下，头部央企有望受益：**国企改革深化+新国九条下，央企作为表率，有望实现优势资源整合、经营改善、人员优化、提高分红等利好催化兑现；
- **国药为央企集团，体系庞大，资源雄厚，改善潜力巨大：**国药集团是由**国务院国资委直接管理**的中央企业。集团营业收入超**7000亿元**，位列世界500强企业第80位，全球制药企业首位，下属有上市公司9家，1700家企业；国药系不少上市公司在同行业中的经营水平与估值均处于行业低位，提升空间巨大；
- **人事调整+并购整合，大动作不断，持续兑现改革成效：****1) 人事变动：**新总经理赵炳祥任集团总经理，迎来新掌门人，子公司关键岗位亦有较多变动；**2) 并购整合：**20年收购太极集团、九强生物，23年收购卫光，24年2月中国中药私有化，集团内外部整合机会诸多，多家上市公司有望迎来收并购；**3) 激励措施：**同为央企的华润系已完成多家公司的股权激励，国药系尚未有股权激励落地，未来有望持续兑现。

## ➤ 国药系相关公司：

- **太极集团（中药）：**国药入主改革成效显著，24Q2-3业绩拐点明确，后续多项催化。24年预计利润11.1亿，估值19倍PE。
  - **国药现代（工业）：**Q1利润同比80-90%，原料药提价+集采出清，并购元年，24年预计利润9.5亿，估值16倍PE。
  - **国药一致（药店）：**零售净利率改善确定性强，24-26年利润CAGR 13%，24年预计利润18.5亿，估值11倍PE。
  - **国药股份（精麻分销）：**麻药配发份额高达80%，参股人福20%，24年预计利润23.8亿，估值8倍PE。
  - **天坛生物（血制品）：**采浆量增长超预期，层析静丙、重组八因子新品种贡献增长。根据iFinD一致预期，24年一致预期利润13.6亿，估值34倍PE。
  - **卫光生物（血制品）：**23年国药并购，有望同天坛进行整合。根据iFinD一致预期，24年一致预期利润2.6亿，估值26倍PE。
  - **九强生物（器械）：**IVD稳健增长，并购增长细分布局，未来将成为国药器械平台。根据iFinD一致预期，24年一致预期利润5.9亿，估值16倍PE。
  - **国药控股（分销）：**药品分销、器械分销、医药零售三大板块稳健增长。根据iFinD一致预期，24年一致预期利润98.5亿，估值6倍PE。
  - **中国中药（中药）：**中药配方颗粒集采落地，根据iFinD一致预期，24年一致预期利润13亿，估值15倍PE。
- **风险提示：**负向政策超预期；竞争加剧超预期风险；业绩不及预期风险；价格波动风险；新品研发与推广不及预期风险。

- 1、**国药集团：央企医药龙头集团**
- 2、**国药系 VS 华润系**
- 3、**国药系上市公司梳理**
- 4、**风险提示**

# 国药系：央企巨头，有望迎来深度改革，核心资产价值重塑

- **国资委直属的央企集团：**中国医药集团有限公司（简称“国药集团”）是由**国务院国资委直接管理**的以生命健康为主业的中央企业。集团营业收入超**7000亿元**，位列世界500强企业第80位。
- **医药生物全领域覆盖，资源协同潜力巨大：**集团拥有科技研发、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，1700余家成员企业，国药控股（01099.HK）、国药股份（600511.SH）、国药一致（000028.SZ）、天坛生物（600161.SH）、中国中药（00570.HK）、国药现代（600420.SH）、国药太极（600129.SH）、九强生物（300406）、卫光生物（002880）**9家上市公司**，员工总人数23万人。



## 四大核心主业

### 1. 医药科技研发

- 主持和参与制定各类**国家级技术标准**3500余项。拥有各类**有效专利**3490余件，获得药品生产批件5000余个，是国家疫苗产业链链主，中央企业原创技术策源地（生物制药、化学制药、现代中药）

### 2. 医药工业制造

- 拥有**生物制药、化学制药、现代中药、医疗器械**四大工业板块生产企业100余户。全系统可生产药品品种1550个（品规3203个）。40余个认证产品通过世卫WHO、美国FDA、欧盟EU/EUL认证

### 3. 医药商贸流通

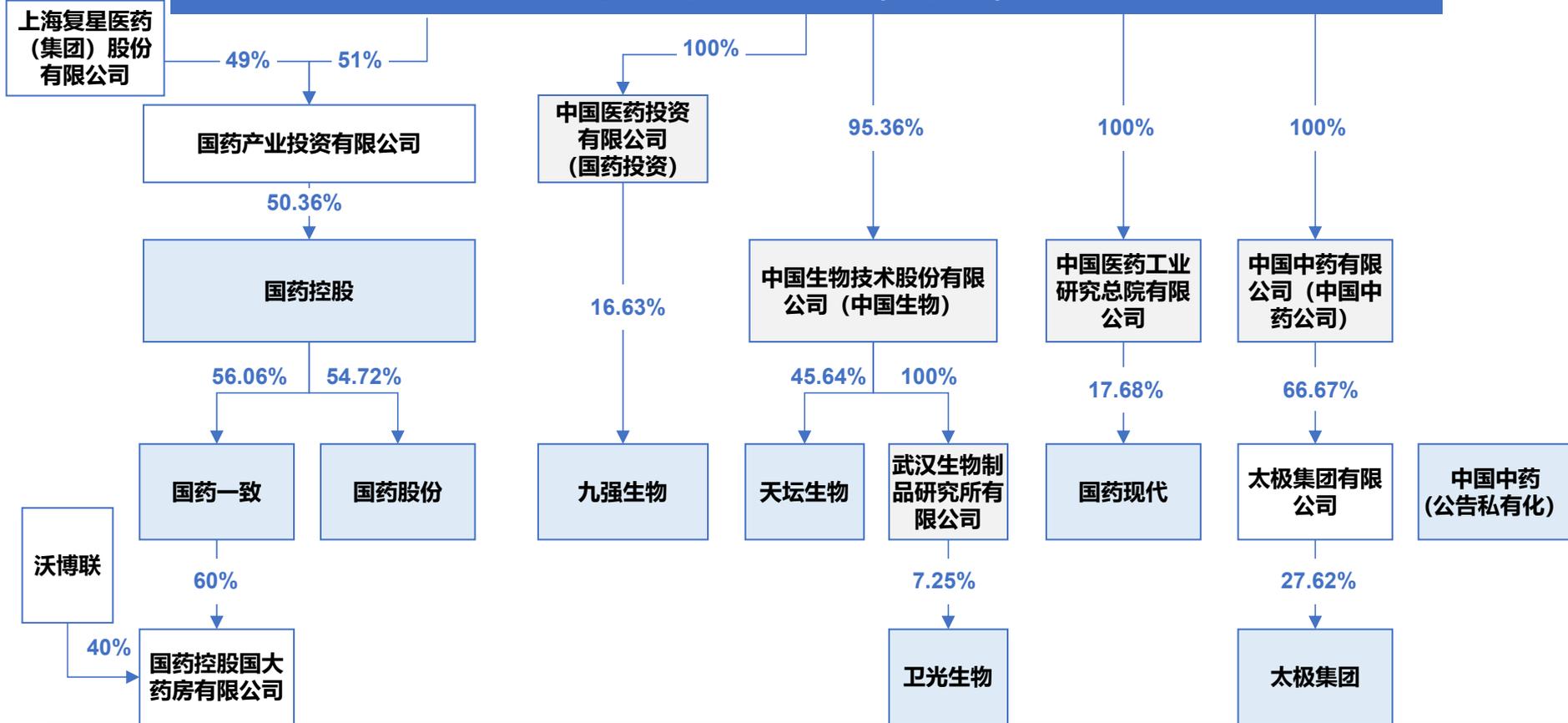
- 分销配送板块**是亚洲最大的医药物流企业，为超过70万家等级医院、零售药店、医药分销商等终端客户提供医疗供应链服务。
- 零售连锁板块**围绕近1.5万家零售连锁药店，10余个连锁品牌构建了遍布全国

### 4. 医药卫生健康

- 在全国拥有8家三级医院，21家二级及专科医院，141家医疗机构，总床位数超2万张
- 医养康养板块承担**国家培疗机构改革任务**，在全国18个省市区建设58个康养基地，床位数1.5万张

# 国药系：央企巨头，有望迎来深度改革，核心资产价值重塑

## 中国医药集团有限公司（国药集团）



# 国药集团相关上市公司架构梳理 (更新至5.30)

## 国药集团旗下医药上市公司梳理



股票代码	公司	公司定位	总市值 (亿元)	23营收 (亿元)	23营收增速	23利润 (亿元)	23利润增速	PE (2024)	分红比例
1099.HK	国药控股	医药分销	600	5,965.7	8%	90.5	6%	6.2	
600511.SH	国药股份	麻药配送	258	497.0	9%	21.5	9%	10.9	30%
000028.SZ	国药一致	医药零售	188	754.8	3%	16.0	8%	11.5	24%
600420.SH	国药现代	医药工业	152	120.7	-7%	6.9	10%	15.7	19%
600161.SH	天坛生物	血制品	495	51.8	22%	11.1	26%	36.5	52%
002880.SZ	卫光生物	血制品	67	10.5	57%	2.2	86%	26.0	21%
300406.SZ	九强生物	器械	99	17.4	15%	5.2	35%	15.9	22%
600129.SH	太极集团	中药	202	156.2	11%	8.2	132%	18.5	20%
0570.HK	中国中药	中药	194	181.2	27%	12.9	68%	15.2	

## 近年来大动作不断，国药系改革或将持续深化：

- **新总经理任职：**2024年4月1日，国药集团公布了人事变动决定，**赵炳祥**任中国医药集团有限公司党委副书记、董事，提名为中国医药集团有限公司总经理人选，赵炳祥于2022年1月-2024年3月曾任**华润三九公司董事、总裁**；
- **中国中药私有化：**2024年2月22日，中国中药公告拟私有化，溢价34.11%，耗资156.45亿港元，或将与同为中药平台的太极集团整合，解决同业竞争；
- **九强生物战略发布：**2023年12月25日，公告战略发展规划，明确公司战略方向-围绕国药集团打造IVD工业平台，同时国药相关领导换届介入，治理架构和人事变化都表明国药将介入治理；
- **卫光生物收购：**2023年6月2日，卫光生物公告其拟被中国中药旗下中国生物收购；
- **太极集团战略发布：**2021年12月31日，公告“十四五”战略规划，剑指500亿收入目标，不低于行业平均利润水平，各方面都明确改善措施，2022年公司业绩扭亏为赢，2023年利润同比增长132%，兑现强劲。

- **国药系人事变动频发**：2024年4月，国资委公布，**赵炳祥**任中国医药集团有限公司党委副书记、董事，提名为中国医药集团有限公司总经理人选。赵炳祥于2022年1月-2024年3月曾任**华润三九公司董事、总裁**。其他领导亦或将出现变动，子公司层面同样调整不断，新任领导更加趋向能力导向。

股票代码	国药系	公司高管变动
600129.SH	太极集团	2021.5 <b>俞敏</b> 任公司副董事长+总经理，历任深圳市三九医药贸易公司华东大区经理、广告办主任，深圳市三九医药贸易公司现代中药产品总监、副总经理，三九集团企管部经理，深圳市 <b>三九现代中药</b> 公司常务副总、总经理，江阴天江药业有限公司董事长、总经理兼党委书记 2021.5 刘尊义任财务总监，历任中国医药集团总公司审计主任助理，中国生物技术股份有限公司审计部副主任、主任，兰州兰生血液制品有限公司财务总监，兰州生物技术开发有限公司财务总监，兰州生物制品研究所有限责任公司财务总监。
600420.SH	国药现代	2022.9 <b>连万勇</b> 任公司总裁+董事，连总曾历任中国医药集团有限公司财务资产管理部副主任、投资管理部主任、北京国药资产管理中心副总经理（兼）、政策研究室副主任；国药控股股份有限公司董事、监事、副总裁、党委委员； 2023.7 <b>董增贺</b> 任公司董事长，曾历任东北制药集团股份有限公司总经理、董事长；沈阳第一制药厂厂长兼党委书记；费森尤斯卡比华瑞制药有限公司副董事长 2024.3 <b>张忠喜</b> 任公司副总裁+董秘，曾任重庆太极实业（集团）股份有限公司董事、副总经理； 2024.3 <b>祖敬</b> 任公司财务总监，曾任中国国际医药卫生有限公司财务部总经理、财务副总监、财务总监，上海现代制药股份有限公司财务总监，中国医药集团有限公司国际合作部主任；
000028.SZ	国药一致	2024.1 <b>吴壹建</b> 任公司董事长，曾任三九医药连锁有限公司首席运营官、上海三九科技发展股份有限公司副总经理、上海复星药业有限公司总经理、上海复美大药房有限公司总经理等职、上海豫园旅游商城股份有限公司副总裁 2024.2 李川任董秘，曾任南京斯威特集团上海管理总部战略投资部项目经理、香港京华山一企业融资有限公司投行部高级经理、李宁有限公司投资者关系部负责人、国药控股股份有限公司董事会办公室主任、国药控股国大药房有限公司董事会办公室主任、董事会秘书、兼任战略规划部部长。
600511.SH	国药股份	2022.4 <b>田国涛</b> 任公司董事+总经理，曾任国控华鸿副总经理、党支部书记，国药控股北京华鸿有限公司董事长，国药集团药业股份有限公司副总经理（主持经营工作）
300406.SZ	九强生物	2023.9 <b>梁红军</b> 任公司副董事长+总经理，曾任中国医药集团总公司资金管理部主任、国药集团财务有限公司（筹）总经理、国药集团财务有限公司董事，国药集团财务有限公司董事、总经理，中国医药投资有限公司董事、总经理、党委书记

# 目 录

- 1、**国药集团：央企医药龙头集团**
- 2、**国药系 VS 华润系**
- 3、**国药系上市公司梳理**
- 4、**风险提示**

# 并购整合动作持续，未来有望进一步加速

► **近三年央企收购并购和资产组合动作频出，华润系较为频繁。**国企改革促进行业积弊出清，公司定位更清晰考核趋明确；通过剥离边缘业务，优化公司产业布局；聚焦核心领域深耕厚植，并购丰富企业产品矩阵；整合渠道渠为公司赋能，实现优势互补。

股票代码	国药系	加入国药时间	近三年资产整合
1099.HK	国药控股	2003年	
300406.SZ	九强生物	2020年	2022.02，与汇海医药及其股东约定受让75%股权
000028.SZ	国药一致	2004年	
600420.SH	国药现代	2010年	
600161.SH	天坛生物	2010年	
600129.SH	太极集团	2020年	2023.01，受让太极有限和动植物资源开发公司持有中药材种植公司99.38%和0.62%的股权
600511.SH	国药股份	1999年（发起）	
002880.SZ	卫光生物	2023年	
0570.HK	中国中药	2013年	

股票代码	华润系	加入华润时间	近三年资产整合
600422.SH	昆药集团	2023年	
600750.SH	江中药业	2019年	2023.11，收购江中医投所持有的江中昌润100%股权及江中本草100%股权。 2021.9，通过公开摘牌方式取得海斯制药36%股权。
000423.SZ	东阿阿胶	2004年	
000999.SZ	华润三九	2008年	2022.12，华润三九收购昆药集团28%股份。 2020，收购澳诺制药和华润堂医药
300294.SZ	博雅生物	2021年	
600062.SH	华润双鹤	2010年	2024.02，收购华润紫竹100%股权 2023.09，收购天安药业89.681%股权 2022.08，收购天东制药31.25%股权 2022.08，华收购神舟生物50.11%的股权

# 国药系 vs 华润系 (更新至6.3)

	股票代码	公司	定位	市值	年初至今 涨跌幅	PE (2024)	23收入yoy	23利润yoy	净利率	ROE	现金-短债	股息率	股权激励
国药系	1099.HK	国药控股	流通	600	3%	6	8%	6%	3%	13%	3,368	4.4%	
	600511.SH	国药股份	流通	258	19%	11	9%	9%	5%	14%	283	2.5%	
	000028.SZ	国药一致	流通、零售	188	27%	11	3%	8%	3%	10%	364	1.9%	
	600420.SH	国药现代	工业	152	16%	16	-7%	10%	8%	6%	107	0.9%	
	600161.SH	天坛生物	血制品	495	-3%	36	22%	26%	29%	12%	76	0.5%	
	002880.SZ	卫光生物	血制品	67	-16%	26	57%	86%	21%	11%	11	1.4%	
	600129.SH	太极集团	中药	202	-22%	18	11%	132%	5%	25%	76	0.8%	
	300406.SZ	九强生物	器械	99	-11%	16	15%	35%	30%	15%	23	1.2%	
华润系	3320.HK	华润医药	流通	330	13%	8	12%	10%	3%	9%	1,786	2.9%	
	600062.SH	华润双鹤	化药	219	13%	15	6%	13%	13%	13%	76	1.2%	2021年落地
	300294.SZ	博雅生物	血制品	166	-2%	29	-4%	-45%	9%	3%	64	0.9%	
	000999.SZ	华润三九	中药	611	24%	18	37%	17%	13%	16%	225	2.4%	2021年落地
	000423.SZ	东阿阿胶	中药	436	37%	31	17%	48%	24%	11%	105	2.6%	2024年落地
	600750.SH	江中药业	中药	163	24%	20	13%	18%	17%	18%	24	5.0%	2024年落地
	600422.SH	昆药集团	中药	157	-1%	26	-7%	16%	6%	9%	70	1.0%	
	300396.SZ	迪瑞医疗	器械	65	-18%	15	13%	5%	20%	14%	20	2.1%	2022年落地

# 目 录

- 1、**国药集团：央企医药龙头集团**
- 2、**国药系 VS 华润系**
- 3、**国药系上市公司梳理**
- 4、**风险提示**

# 太极集团（中药）：国药入主改革成效显著，当前位置性价比极高

➤ **核心看点：**1) 国药入主，国企改革持续兑现；2) 业绩明确高增长，拐点将至，估值仅19倍。

➤ **核心逻辑：**

- **老牌国企历久弥新，国药入主激发新机：**2020年国药集团正式入主，并在2021年12月发布十四五战略规划，明确成为世界一流中药企业的战略目标，在以总经理俞总为首的新一届领导层的带领下再度焕发新机，2022年扭亏为盈，2023年归母净利润同比增长132%，多项财务指标得到明确改善，改革成效显著。
- **以藿香正气口服液和急支糖浆为代表的核心单品强势放量：**藿香正气口服液作为公司核心单品，2022-2023年分别实现70%/45%的强势增长，已成为超20亿级别大单品，目前仍在不断深化经营战略，拓宽应用场景，未来有望持续创下新高。急支糖浆作为品牌止咳中药，知名度较高，经过公司重新规划布局，2022-2023年分别实现同比增长90%/67%，销售额近9亿，2024年有望突破10亿。
- **二线品种逐步发力，积极布局人工虫草，中长期成长潜力充足：**1) 二线品种储备丰富，部分品种已经开始发力。公司在手批件上千，二线品种已有部分初步发力，通天口服液、鼻窦炎口服液经过初步经营，23年销售额已分别达3.2亿和2.6亿，未来仍具备较大空间成长空间。2) 中药材资源布局，人工虫草有望成为大品种。公司中药材板块快速扩容，2023年实现营收超10亿，同比实现翻倍以上增长，人工虫草新品种持续推进落地，未来有望成为公司新一代大品种。

➤ **催化剂：**1) 24Q2-3业绩拐点明确；2) 人工虫草新品种持续推进

➤ **盈利预测及投资建议：**

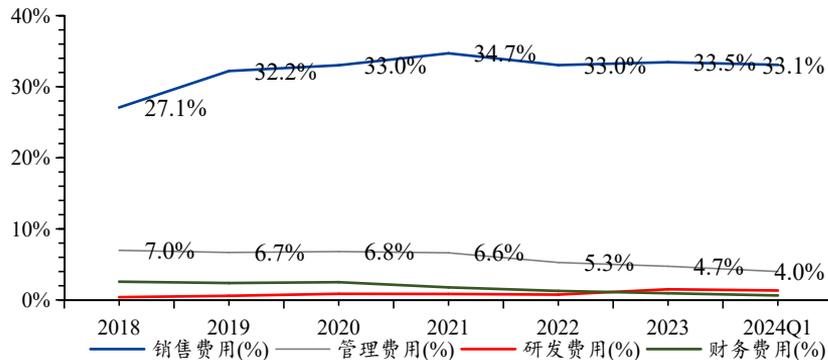
- 我们预测2024/2025/2026年公司营收分别为181.88/205.73/231.18亿元，增速为16%/13%/12%。2024/2025/2026年公司净利润分别为11.05/14.09/17.65亿元，增速为34%/27%/25%。我们给予24年30倍PE，市值为332亿。

➤ **风险提示：**

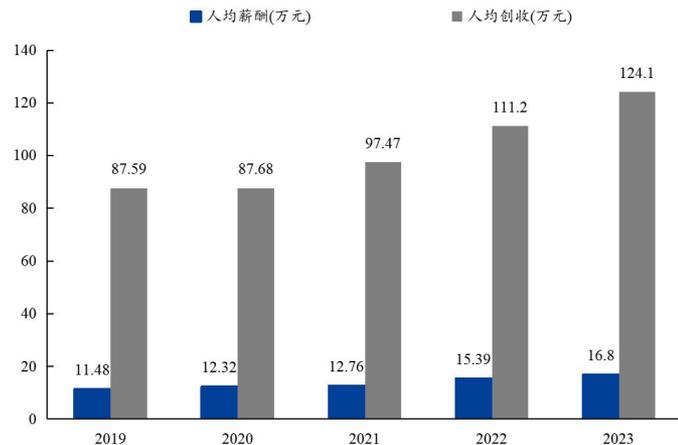
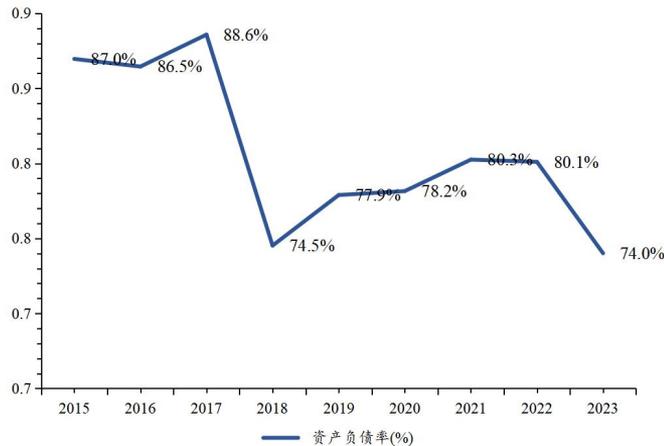
- 产品销售和推广不及预期风险，行业竞争加剧风险，行业政策风险。

# 太极集团（中药）：国药入主改革成效显著，当前位置性价比极高

21年以来公司医药工业收入高速增长，四费较稳定



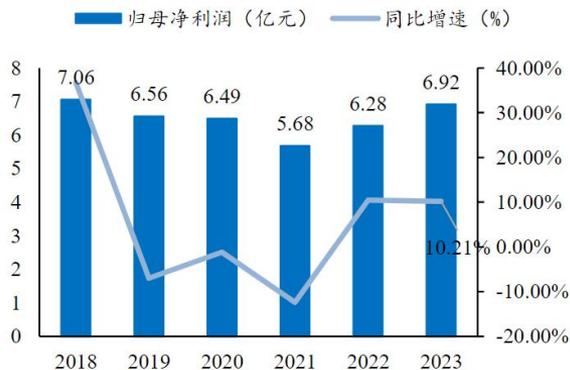
公司资产负债率显著下降，人均创收逐年提升



- **核心看点：**1) 业绩强；2) 并购元年，在手现金充足；3) 国药系行业整合：太极西南药业、股份国瑞药业（托管中）
- **核心逻辑：**
  - **集采压力趋缓&工商医协同，制剂板块预期稳定：**公司制剂70亿规模，受集采影响18年来基本平稳，子公司和母公司制剂业务基本全部集采并已体现在报表，未来制剂业务预期维持稳健增长；
  - **国改提质增效、原料药价格高位驱动业绩高增长：**威奇达总体近50亿元的收入，1.8亿净利润，主要是抗生素原料药和中间体，2022年因短期停产亏损，业绩受益于产品价格持续高位；天伟（55%）辅助生殖原料药，23年收入5.5亿，净利2.3亿
  - **账面货币资金充足，外延投资并购有支撑：**2024是国药系投资并购元年，公司在手现金60亿元左右，积极寻找机会。
- **催化剂：**1) 公司业绩持续高增长；2) 投资并购事项。
- **盈利预测及投资建议：**
  - 我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为-5%/0%/0%，归母净利润增速分别为37%/17%/13%，EPS 分别为 0.71 元、0.83 元、0.93 元。
- **风险提示：**原料药价格波动、外延投资并购的不确定性。

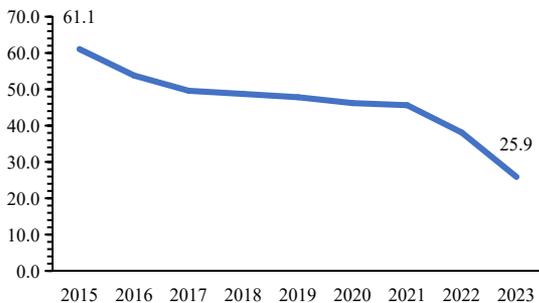
# 国药现代 (工业)：并购元年，业绩大幅改善

## 公司盈利能力持续增强，销售费用率显著下降

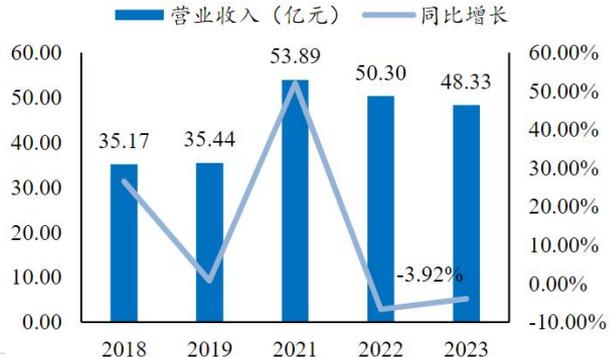


## 资产负债率显著下降

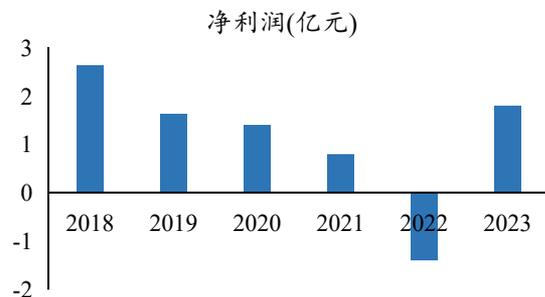
资产负债率(%)



## 威奇达收入



## 威奇达净利润



# 国药一致：内生经营改善明确，估值弹性空间巨大

➤ **核心看点：**1) 零售板块净利率提升拉动增速；2) 内生经营效率改善重塑估值；3) 国药系药店资产整合预期

➤ **核心逻辑：**

- **零售净利率改善确定性强，业绩有望提速：**1、22年起净利率改善措施已逐步落地，净利率有望逐步体现；2、高基数季度已过，统筹政策出现边际改善趋势，净利率提升确定性进一步增强；3、公司零售净利率相比同行处于极低水平，提升难度相对较低。
- **内在价值显著低估，经营效率改善逐步兑现下估值弹性空间巨大：**公司24PE仅11X，低于同行平均15X，随着经营效率改善预期的逐步兑现，估值弹性空间巨大；
- **医药批发业务深耕两广区域，增长预期稳健：**公司医药批发业务在两广区域分销业务规模领先，客户网络布局既广且深。
- **医药零售业务全国连锁布局，盈利能力释放潜能巨大。**

➤ **与市场不同的认知：**

- 市场认为零售板块净利率提升预期无法兑现，主要基于该目标已提出多年但并未兑现，该认知忽略了公司内部管理层变更后带来的积极变化，许多积极措施已落地并将逐步显效，因此，我们认为净利率提升预期可兑现度高；

➤ **催化剂：**

- 1) 业绩：零售板块季度间净利率提升幅度；2) 政策：门诊统筹政策边际变化趋势；3) 并购：国药系药店资产整合情况等

➤ **盈利预测及投资建议：**

- 我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 820/874/926 亿元，同比增长8.6%/6.6%/6.0%，归母净利润分别为 18.5/20.6/22.4 亿元，分别同比增长15.5%/11.6%/8.5%，对应当前 PE 分别为 10/9/8倍。

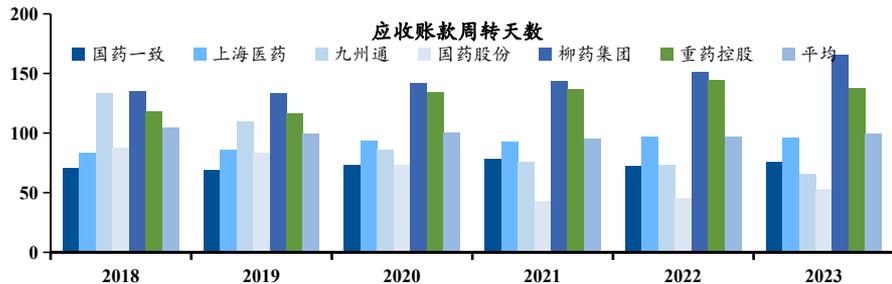
➤ **风险提示：**零售业务利润率改善不及预期、零售门店扩张不及预期、行业政策风险。

# 国药一致：零售板块净利率提升趋势显著，流通板块区位优势明显

- 公司零售板块净利率相比同行有明显的提升空间，且近年来提升趋势显著。
- 与同行相比，公司零售板块净利率显著低于平均水平，但从2021年以来，板块净利率提升趋势明显。

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
国药一致	2.78%	2.45%	2.45%	0.82%	1.45%	2.16%
同行平均	5.62%	5.58%	6.26%	5.66%	5.55%	4.95%
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%

- 流通板块为两广区域龙头，区位优势明显，现金流情况显著好于行业平均水平。
- 公司流通业务深耕两广区域，目前已覆盖两广二三级医疗机构1092家，基层医疗机构8026家，在两广地区27个地市级以上城市实现医院直销市场排名前三。凭借独特的区位优势，公司现金流情况高于同行平均水平



深度渗透两广区域市场

# 国药股份：麻精特药配送龙头，稳健的分红+增长

➤ **核心看点：**1) 麻精特药配送壁垒高，业绩增长确定性强；2) 经营质量行业领先；3) 低估值+稳健的分红预期

➤ **核心逻辑：**

➤ **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：**1、全国仅三家麻精特药一级配发商之一，公司份额高达70%；2、麻药产业链全布局，参股宜昌人福20%股权；3、手术量疫后重回稳健增长轨道，业绩增长确定性强。

• **经营质量行业领先，有望充分受益于行业集中度提升：**公司净利率、ROE、ROA、资产周转率等经营指标均处于行业内领先地位，行业集中度提升过程中将充分受益。

• **稳健的分红预期：**2017年以来，公司分红率基本稳定在30%，股息率从0.66%提升至2.80%，分红实施非常稳健。

➤ **催化剂：**

1) 业绩：经营效率提升带动业绩超预期；2) 行业：流通行业集中度持续提升等

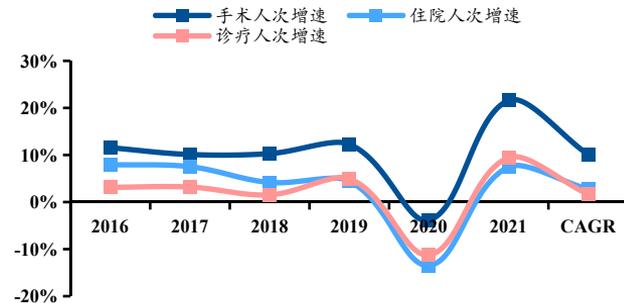
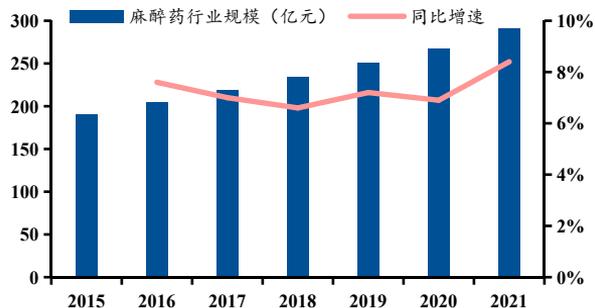
➤ **盈利预测及投资建议：**

• 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。

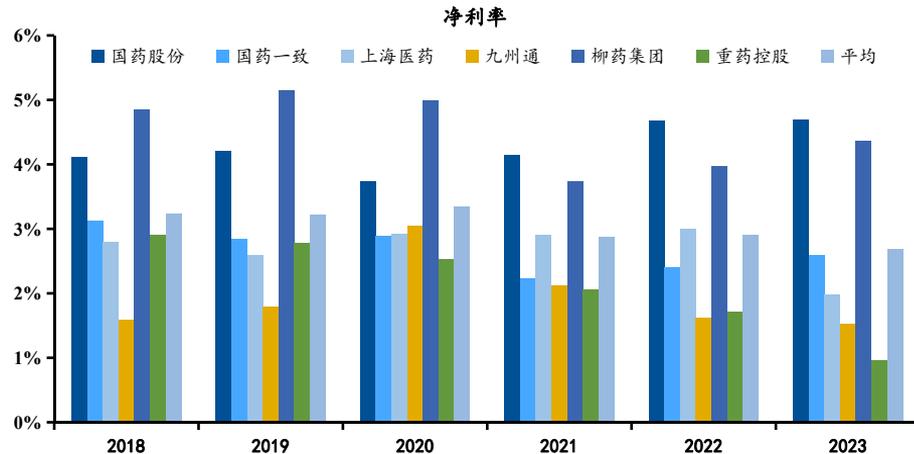
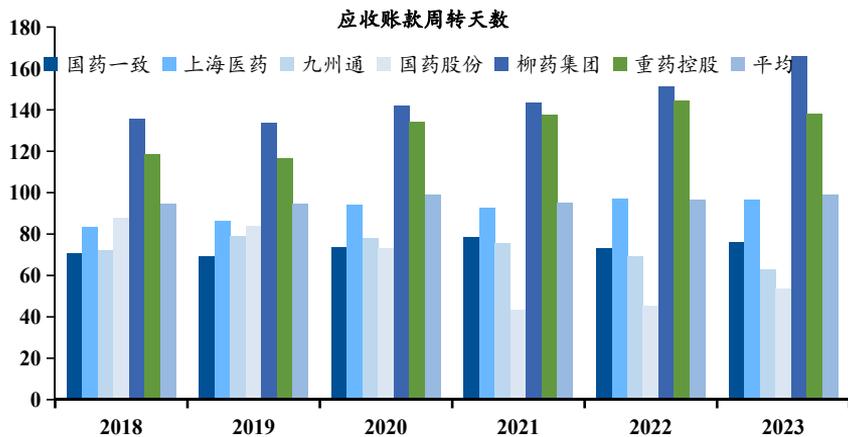
➤ **风险提示：**行业政策风险、手术量增长不及预期风险、应收账款风险。

# 国药股份：麻精特药业务加成，经营质量显著优于同行

➤ 麻精特药与手术需求紧密相关，增长刚性且快于医药行业整体，公司作为唯三的一级流通商之一，充分享受红利。



➤ 公司经营质量显著优于同行，营收账款周转天数较低，盈利能力领先。



## ➤ 公司亮点：

- 公司单采血浆站数量及采浆规模持续保持国内领先地位。2023年，公司所属单采血浆站分布于全国16个省/自治区，单采血浆站总数达102家，其中在营单采血浆站数量达80家。公司所属79家营业单采血浆站实现血浆采集2,415吨，约占国内行业总采浆量的20%。
- 新品种贡献新增量。成都蓉生层析工艺制备的第四代10%浓度静注人免疫球蛋白（蓉生静丙10%）在国内首家获批上市，成都蓉生注射用重组人凝血因子VIII获得上市许可，确保了公司免疫球蛋白类和重组凝血因子类新产品在国内同行业的领先地位；成都蓉生人纤维蛋白原和兰州血制人凝血酶原复合物处于上市许可申请阶段；成都蓉生皮下注射人免疫球蛋白、注射用重组人凝血因子VIIa等研发课题正在开展III期临床试验；成都蓉生注射用重组人凝血因子VIII-Fc融合蛋白和贵州血制人凝血酶原复合物获得《药物临床试验批准通知书》。
- 血制品行业景气度持续，当下景气高仍然高，静丙需求旺盛。我们认为持续供不应求情况下，血制品企业有望将更大份额转移到院外市场，预计出厂价提升，为企业贡献业绩弹性，有供给量的公司有望实现高增长。
- 经营目标明确高增速。公司发布24年财务预算报告，2024经营目标为收入达到61.26亿元，同比增长18.3%，净利润力争达到17.91亿元，同比增长18.6%。
- 根据iFinD一致预期，预计2024-2026年归母净利润分别为13.58/16.44/19.18亿元，同比增长22%、21%、17%。

## ➤ 公司亮点：

- 内生与外延并举，进一步拓展血浆资源。2023年，公司采浆量约517吨，采浆规模持续提升；公司大力开拓浆站资源，在全国的浆站布局再下一城——收购安康浆站并顺利复采，同时以安康浆站为切入点，辐射周边区域，进一步拓展血浆资源，提升公司综合竞争力。
- 产品研发取得新突破。2023年，人凝血因子Ⅷ完成上市许可申请，顺利获批上市，公司血液制品品种突破至10个，成为国内少数上市品种达两位数的企业之一。在研项目稳步推进，人凝血酶原复合物顺利通过“三合一”注册核查，人纤溶酶原成为国内独家获批临床品种，新型静注人免疫球蛋白等新产品的研发顺利推进。
- 国药入主赋能。国药集团中国生物与光明国资局拟设立合资公司，中国生物持有合资公司51%股权，持有卫光生物35.25%的股份，成为卫光生物的控股股东。国药入主赋能有利于整合行业资源、卫光生物背靠国药有望成为更有竞争力的血制品企业。
- 根据iFinD一致预期，预计2024-2026年归母净利润分别为2.6/3.1/3.7亿元，同比增长18%、19%、21%。

## ➤ 公司亮点：

- 生化试剂起家，借助国药平台打造IVD国家队。2001年成立，主营生化诊断、血凝诊断和肿瘤病理检测，生化试剂国产第一梯队，创下多个国内第一，技术出海，与巨人共行，海外巨头强强联手；2020年引入国资股东国药投资，2022年国药增持至占当年总股本16%，成为第一大股东，助力打造IVD国家队。
- 拓展布局病理+血凝细分高增市场，平台型IVD企业成型。1) 血凝：高端国产替代，集采全线中标。2017年公司收购美创新跃，正式进军血凝市场，已实现血凝关键技术的突破，2022年3月新推出高速全自动血凝仪MDC7500打开国内高端市场。23年6月安徽集采全线中标；2) 病理：有望持续高速增长，出海打开空间。肿瘤发病率高推动病理诊断需求，2020年公司与国药合作完成收购国内病理诊断龙头迈新生物，技术第一梯队、产品实力比肩国际先进水平，拥有完全自主知识产权的全自动免疫组化染色系统Titan系列，一抗、二抗等免疫组化试剂产品体系丰富，加速国产替代。预计病理业务整体有望延续高速增长，同时出海装机同步高速推进，后续试剂上量可期。
- 国药实质入主，渠道、外延并购、业务合作全方位赋能。此前公司完成董事会和高管换届，其中梁红军首次被聘为公司总经理，标志国药正式介入经营，国药赋能进入新阶段。国药集团在全国拥有8家三级医院，30家二级医院，同时境外销售渠道丰富，有望加速国内高端+海外IVD仪器渗透；同时借力丰富产业资源助力公司加速布局新赛道。未来业务合作/股权整合/渠道赋能/并购整合等有望持续赋能，迈向IVD器械平台。
- 根据iFinD一致预期，预计2024-2026年归母净利润分别为6.2/7.7/9.4亿元，同比增长19%、24%、21%。

# 目 录

- 1、**国药集团：央企医药龙头集团**
- 2、**国药系 VS 华润系**
- 3、**国药系上市公司梳理**
- 4、**风险提示**

- **负向政策超预期：**医药板块受政策影响较大，集采未中标或降价幅度过大、医保谈判失败或降价幅度过大等相关政策风险，会对公司业绩产生较大影响。
- **竞争加剧超预期风险：**随着在研和即将上市的产品增多，存在行业竞争加剧风险。
- **业绩不及预期风险：**随着行业竞争加加剧，公司存在业绩不及预期风险。
- **价格波动风险：**随着医改配套政策相继落地，产品价格面临持续下降的风险；若终端价格体系失衡，将对公司产品动销和业绩兑现造成影响。
- **新品研发与推广不及预期风险：**若产品研发失败或推广销售能力较差则对公司造成较大经营风险。

## 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）。

诚信专业 发现价值

## 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楼

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn

