



Research and
Development Center

营销重塑&品牌产品上量，工业业务或可凤凰涅槃

—哈药股份(600664)公司深度报告

2024年06月12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

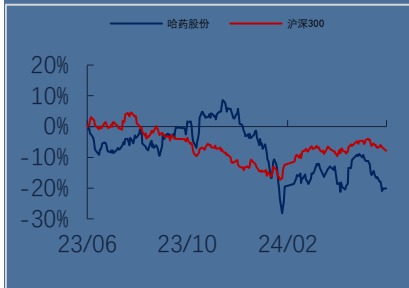
公司研究

公司深度报告

哈药股份(600664)

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)	2.78
52周内股价波动区间(元)	3.78-2.50
最近一月涨跌幅(%)	-11.75
总股本(亿股)	25.21
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	70.09

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

营销重塑&品牌产品上量，工业业务或可凤凰涅槃

2024年06月12日

报告内容摘要：

◆**核心投资逻辑**：“营销体系重塑+品牌产品上量+费用管控”推动工业业务利润实现高增长。2023年公司工业业务归母净利率仅3.35%（2020-2023年间营养补充剂板块可比公司归母净利率均值在13%以上，而药品板块可比公司归母净利率均值亦在13%以上），2024Q1公司工业业务归母净利率达7.67%。在毛利率端，随着公司两大拳头产品（葡萄糖酸锌口服液+葡萄糖酸钙口服液）恢复增长，叠加高端保健品GNC以及自产保健品等高毛利率品种高速增长，工业毛利率有望呈现逐年提升趋势。在期间费用率端，销售费用及管理费用为工业业务两大重点支出项，2023年公司工业业务销售费用率为35.61%，工业业务管理费用率为14.13%，随着公司控费增效的推进，期间费用率端有望持续优化。

◆**2023年商业业务营收占比约67%，子公司人民同泰系黑龙江省区域龙头**：2018-2023年间子公司人民同泰复合增速8%，其中批发业务和零售业务收入复合增速均约8%。从区域市占率上看，2022年黑龙江省医药批发市场规模约273亿元，而人民同泰市占率约30%。从区域的覆盖情况上看，人民同泰与黑龙江省内1300多家医疗机构、800多家第三终端、1200余家商业客户紧密合作，在黑龙江省大型三甲、三乙医院、大中型批发企业和连锁药店实现100%全覆盖，在省内各三级甲等医院的销售额都名列前茅，省内基层医疗卫生机构覆盖率已达90%以上。

◆**2023年工业业务营收占比约33%，GNC业务增速亮眼**：自2020年起公司工业板块营收占比呈现逐年提升趋势，2023年工业营收占比约33%。2024Q1公司工业板块取得良好开端，营收占比进一步提升至37%。从品类结构上看，2023年营养补充剂为工业板块主要产品，2023年营养补充剂占工业营收约54%。其中，2023年GNC中国业务收入约11.17亿元，同比增长199%。从盈利能力上看，2023年工业业务归母净利率仅3.35%，2024Q1工业业务归母净利率达7.67%，工业板块盈利能力有望呈现持续提升趋势。

◆**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168.9亿元、185.74亿元、206.86亿元，同比增速分别约为9%、10%、11%，实现归母净利润分别为4.68亿元、6.21亿元、8.38亿元，同比分别增长19%、33%、35%，对应当前股价的PE分别为15倍、11倍、8倍。首次覆盖，我们给予公司“买入”投资评级。

◆**风险因素**：市场竞争加剧，营销体系优化和销售不及预期，提质增效进展不及预期，医药批发业务增长不及预期，应收账款回收不及时。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	13,809	15,457	16,890	18,574	20,686
增长率 YoY %	7.9%	11.9%	9.3%	10.0%	11.4%
归属母公司净利润(百万元)	465	395	468	621	838
增长率 YoY%	25.3%	-15.0%	18.5%	32.7%	34.9%
毛利率%	24.7%	26.2%	27.0%	28.2%	29.8%
净资产收益率ROE%	10.7%	8.4%	9.0%	10.7%	12.6%
EPS(摊薄)(元)	0.18	0.16	0.19	0.25	0.33
市盈率 P/E(倍)	15.07	17.73	14.97	11.28	8.36
市净率 P/B(倍)	1.62	1.48	1.35	1.21	1.05

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为2024年06月11日收盘价

投资聚焦

1. 老牌药企经营低谷期或已渡过，2024Q1 业绩出色

公司是全国医药行业首家上市公司，涵盖医药工业及医药商业两大核心业务板块，拥有 1802 个药品批文和 123 个保健品批文，葡萄糖酸锌口服溶液、复方葡萄糖酸钙口服溶液等销售过亿产品，持有“哈药”、“三精”、“世一堂”、“盖中盖”、“朴雪”、“护彤”、“胃必治”、“泻利停”等多个知名品牌。2024Q1 工业板块业务表现亮眼，带动整体扣非归母净利润增长约 43%，而归母净利润同比增长约 45%。

2. 子公司人民同泰深耕黑龙江市场，区域商业龙头优势明显

公司商业业务主要由人民同泰运营，目前人民同泰是黑龙江省内最大的医药商业公司，主要业务包括医药批发、医药零售、医疗服务和医药物流。目前，人民同泰批发业务收入规模持续扩大，从 2018 年的 58.53 亿增长至 2023 年的 86.51 亿元，近 6 年复合增速约为 8%；与黑龙江省内 1300 多家医疗机构、800 多家第三终端、1200 余家商业客户紧密合作，在黑龙江省大型三甲、三乙医院、大中型批发企业和连锁药店实现 100% 全覆盖，在省内各三级甲等医院的销售额都名列前茅，省内基层医疗卫生机构覆盖率已达 90% 以上；拥有黑龙江首家现代化医药物流中心，仓储面积超过 4 万平方米。此外，自 2020 年起，人民同泰的市占率一直处于上升趋势，从 2020 年的 31% 提升至 2022 年的 35%。

3. 工业业务板块增速较快，GNC 高端保健品表现亮眼

公司旗下拥有哈药三精、哈药总厂、哈药六厂、哈药中药等工业企业。自 2020 年起，公司工业板块营收占比呈现逐年提升趋势，2020-2023 年工业收入复合增速约 24%。2024Q1 公司工业板块取得良好开端，营收占比进一步提升至 37%，并带动整体扣非归母净利润增长约 43%。公司子公司销售的 GNC 产品为全球高端保健品牌，旗下拥有 1500 种以上的健康产品，2023 年中国业务收入约 11.17 亿元，同比增长 199%。

一、老牌药企或已渡过经营低谷期，2024Q1 以良好业绩开端	6
1.1 老牌医药上市公司，拥有黑龙江商业龙头+知名 OTC 品牌产品	6
1.2 控股股东为哈药集团，现公司无实际控制人	6
1.3 公司业绩低谷或已渡过，2024Q1 业绩实现开门红	7
二、商业业务：子公司人民同泰稳健推进，构筑区域商业龙头优势	9
2.1 人民同泰批发业务深耕黑龙江市场，2022 年市占率约 30%	9
2.2 批零一体化布局，人民同泰药店主要布局于哈尔滨市内	10
三、工业业务：深耕营养补充剂，GNC 高端保健品表现亮眼	11
3.1 坐拥两大补锌补钙拳头产品，持续深耕营养补充剂	12
3.2 销售策略&营销体系优化，GNC 高端保健品有望放量增长	12
3.3 药品聚焦五大治疗领域，抗感染&感冒药占比达 64%	15
四、轻舟可过万重山：从财务视角看工业板块利润释放空间	16
4.1 商业板块为公司近 6 年核心利润来源，2024Q1 工业板块利润贡献明显提升	16
4.2 “工业板块营收占比提升&毛利率修复”带动公司近 3 年综合毛利率逐年提升	17
4.3 销售和管理费用为核心费用支出，广告费&电商推广费&物料损耗或为重点费用优化方向	19
五、业务拆分&盈利预测	23
5.1 业务拆分	23
5.2 估值	23
六、风险因素	24

表目录

表 1: 葡萄糖酸锌/钙口服液相关产品信息	12
表 2: 公司药品相关产品信息（单位：亿元）	17
表 3: 近年公司利润结构分析	19
表 4: 近年公司非经常性损益构成分析（单位：亿元）	17
表 5: 近年公司各业务毛利率变动趋势	19
表 6: 近年公司工业业务销售费用构成分析	23
表 7: 近年公司工业管理费用构成分析	24
表 8: 哈药股份业务拆分	24
表 9: 可比公司估值	24

图目录

图 1: 公司业务布局示意图	6
图 2: 公司股权架构及主要子公司分布	7
图 3: 近年公司营收变动趋势	8
图 4: 近年公司收入结构	8
图 5: 近年公司扣非归母净利润变动趋势	8
图 6: 近年公司归母净利润变动趋势	8
图 7: 近年人民同泰营收变动趋势	9
图 8: 近年人民同泰归母净利润变动趋势	9
图 9: 近年人民同泰批发业务收入变动	9
图 10: 近年人民同泰批发业务结构	9
图 11: 近年黑龙江省医药流通市场规模及人民同泰市占率变动	10
图 12: 近年人民同泰零售收入变动趋势	10
图 13: 近年人民同泰零售药店数量变动	10
图 14: 公司工业品牌概览	11
图 15: 近年工业业务营收变动趋势	11
图 16: 近年工业业务毛利率和净利率变动趋势	11
图 17: 近年葡萄糖酸锌口服液销量变动	12
图 18: 近年葡萄糖酸钙口服液销量变动	12
图 19: GNC 业务分布	13
图 20: GNC 核心产品群	13
图 21: 近年 GNC 中国业务收入规模（亿元）	14

图 22: 近年 GNC 中国业务净利率水平.....	14
图 23: 近年公司分业务扣非归母净利润率.....	17
图 24: 近年公司分业务归母净利润率.....	17
图 25: 近年营养补充剂可比公司归母净利率变动.....	17
图 26: 近年药品板块可比公司归母净利率变动.....	17
图 27: 近年公司各业务毛利率变动.....	18
图 28: 近年公司工业各业务构成.....	18
图 29: 近年营养补充剂可比公司毛利率变动.....	19
图 30: 近年药品板块可比公司毛利率变动.....	19
图 31: 近年公司期间费用（亿元）.....	20
图 32: 近年公司期间费用率变动.....	20
图 33: 近年公司销售费用（亿元）.....	20
图 34: 近年公司销售费用率变动.....	20
图 35: 近年公司管理费用（亿元）.....	21
图 36: 近年公司管理费用率变动.....	21

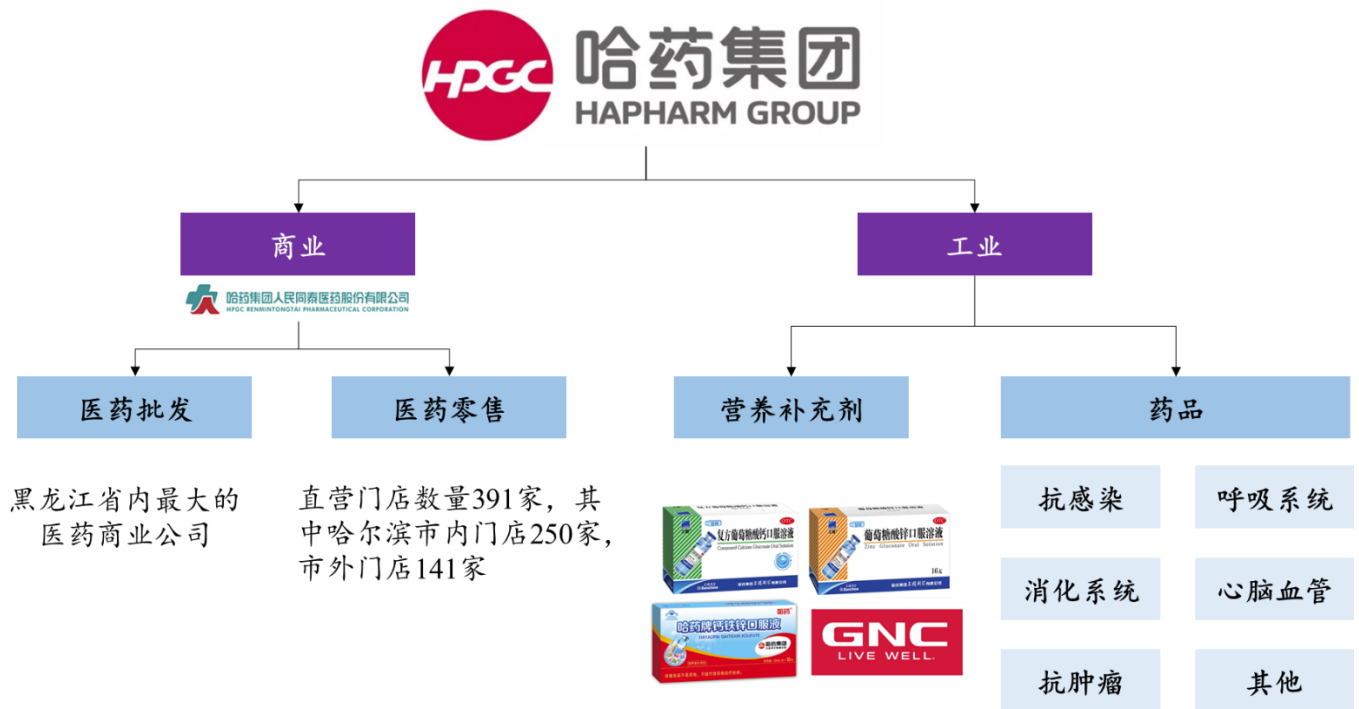
一、老牌药企或已渡过经营低谷期，2024Q1 以良好业绩开端

1.1 老牌医药上市公司，拥有黑龙江商业龙头+知名 OTC 品牌产品

哈药股份是集医药研发、制造、销售于一体的国内大型高新技术医药企业。1993 年 6 月在上海证券交易所上市，是全国医药行业首家上市公司，也是黑龙江省首家上市公司。公司涵盖医药工业及医药商业两大核心业务板块，旗下拥有哈药三精、哈药总厂、哈药六厂、哈药中药等工业企业，哈药人民同泰（600829.SH）、哈药营销、哈药健康科技、GNC 共 4 家商业企业，拥有科研力量雄厚的五大研发基地，注重于慢病类、抗肿瘤类、心脑血管类药等高新技术领域的创新研发。

从产品上看，公司拥有 1802 个药品批文和 123 个保健品批文，销售过亿产品包括葡萄糖酸锌口服溶液、钙铁锌口服液、复方葡萄糖酸钙口服溶液、阿莫西林胶囊、双黄连口服液、人促红素注射液、布洛芬颗粒等。此外，公司拥有“哈药”、“三精”、“盖中盖”、“护彤”、“世一堂”5 件中国驰名商标，品牌价值超过 200 亿元。

图1: 公司业务布局示意图



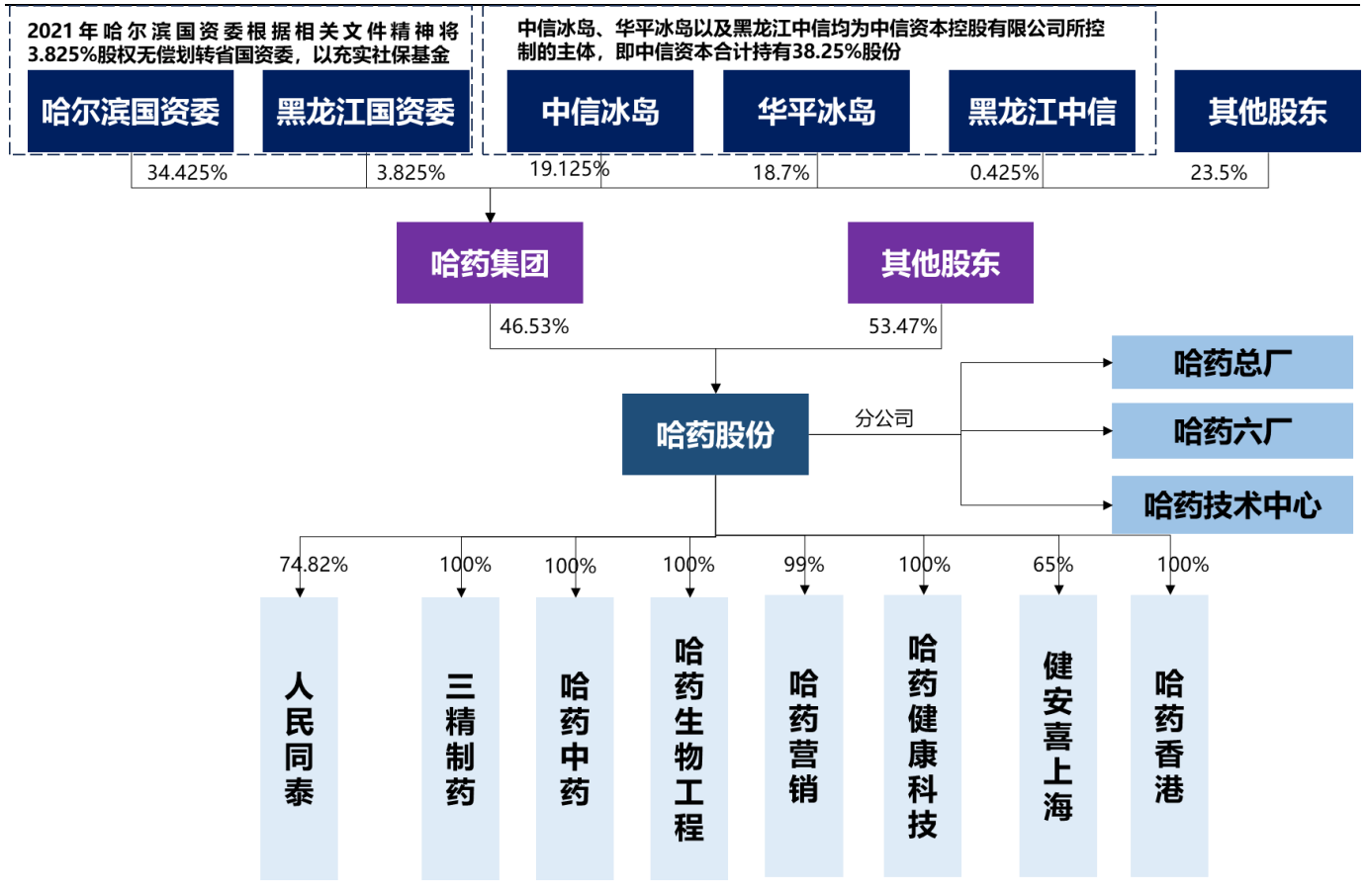
资料来源：公司官网，公司公告，信达证券研发中心

1.2 控股股东为哈药集团，现公司无实际控制人

在股东层面，公司的控股股东系哈药集团（持股比例为 46.53%）。由于哈尔滨国资委（黑龙江省国资委所持 3.825% 股权系 2021 年哈尔滨国资委无偿划转，黑龙江省国资委持股不干预公司的日常经营管理，所持股权对应的其他股东权利由哈尔滨国资委享有并行使，即哈尔滨国资委仍持有公司控股股东哈药集团 38.25% 股权）及中信资本（中信冰岛、华平冰岛、黑龙江中信均为中信资本控制，且合计持股达 38.25%）均持有哈药集团 38.25% 的股权，目前无任何一个股东能够实现对哈药集团实际控制，哈药集团和哈药股份均为无实际控制人企业。

在分公司层面，公司目前拥有哈药总厂、哈药六厂、哈药技术中心三家分公司。在子公司层面：①商业板块目前主要系由控股子公司人民同泰运营（公司持股 74.82%）；②工业方面公司目前拥有三精制药、哈药中药、哈药生物工程等子公司。此外，哈药营销公司主要从事工业产品的线下销售，哈药健康科技主要从事工业产品的线上销售，而健安喜上海主要销售 GNC 的相关产品。

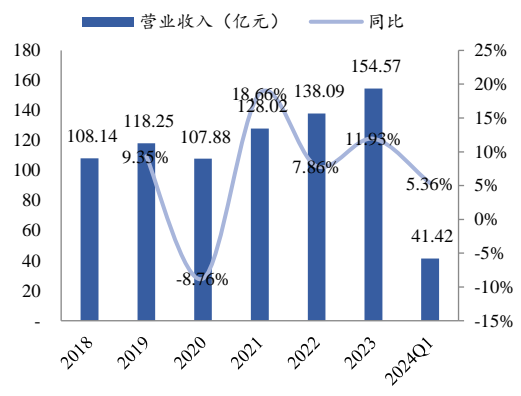
图2: 公司股权架构及主要子公司分布



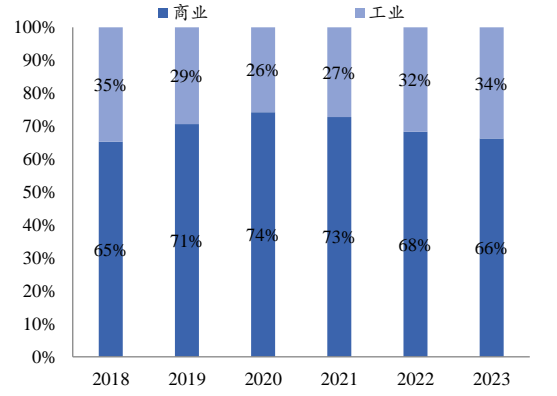
资料来源：公司官网，公司公告，ifind，信达证券研发中心

1.3 公司业绩低谷或已渡过，2024Q1 业绩实现开门红

在收入方面，2018-2023 年间公司营收复合增速约为 7%，其中商业板块营收复合增速为 8%，而工业板块复合增速为 7%。2021-2023 年间工业板块增速逐步恢复，期间工业板块营收复合增速为 23%。从收入结构上看，由于 2021-2023 年工业板块收入增速较快，因而 2020-2023 年间公司工业板块营收占比呈现逐年提升趋势，工业板块营收占比从 2021 年的 27% 提升至 2023 年的 34%。

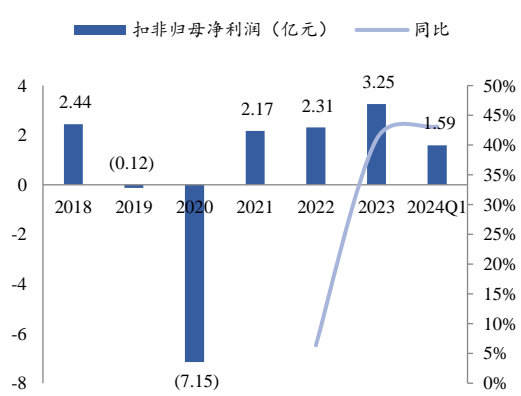
图3: 近年公司营收变动趋势


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

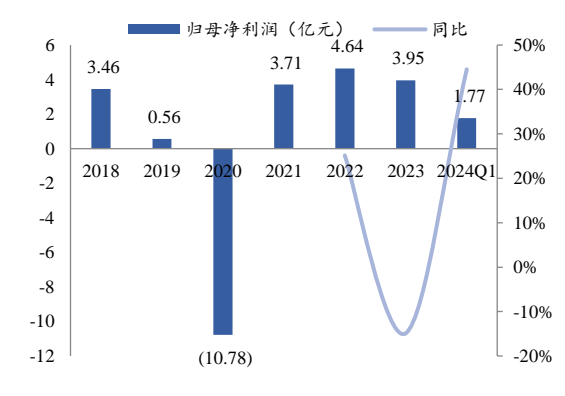
图4: 近年公司收入结构


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

在利润方面, 2018-2023 年间公司扣非归母净利润复合增速约为 6%, 归母净利润复合增速约为 3%。2019 年公司扣非归母净利润为-0.12 亿元, 主要系工业板块业务亏损所致。2019 年主要因为部分地区禁止使用医保购买或下架医保药店的保健食品致使公司高毛利品种的订单减少, 另一方面主要系抗感染产品受限抗政策等因素影响销售不理想, 同时部分心脑血管重点品种被纳入重点监控目录等致使销量下降。2020 年公司高毛利品种销售继续下降 (2020 年葡萄糖酸钙口服液销量同比下降 30%, 葡萄糖酸锌口服液销量同比下降 7%), 而销售费用等仍在上升, 致使公司扣非归母净利润亏损严重。2024Q1 工业板块业务表现亮眼, 带动整体扣非归母净利润增长约 43%。

图5: 近年公司扣非归母净利润变动趋势


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

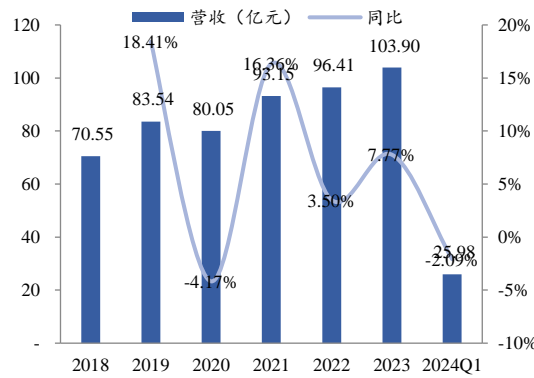
图6: 近年公司归母净利润变动趋势


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

二、商业业务：子公司人民同泰稳健推进，构筑区域商业龙头优势

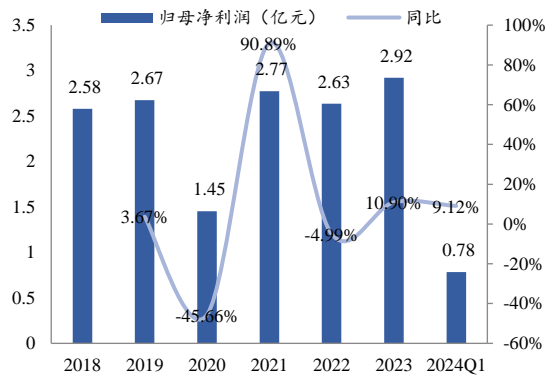
公司的商业业务主要由子公司人民同泰（公司持股 74.82%）运营，目前人民同泰是黑龙江省内最大的医药商业公司，主要业务包括医药批发、医药零售、医疗服务和医药物流。目前人民同泰批发业务拥有健全的销售网络，覆盖了全黑龙江省的终端医疗，建立了辐射全省的稳固、快速的商业分销渠道，具有较强的市场调拨能力。

图7：近年人民同泰营收变动趋势



资料来源：ifind，信达证券研发中心

图8：近年人民同泰归母净利润变动趋势



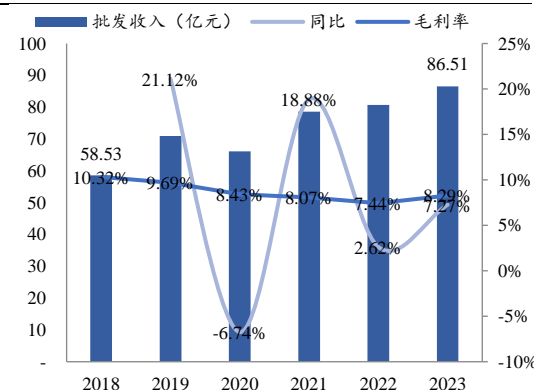
资料来源：ifind，信达证券研发中心

2.1 人民同泰批发业务深耕黑龙江市场，2022 年市占率约 30%

根据人民同泰官网信息，人民同泰在黑龙江省大型三甲、三乙医院实现 100%全覆盖，在黑龙江省内各三级甲等医院的销售额都名列前茅，大中型批发企业和连锁药店 100%覆盖。伴随基本药物制度的进一步推广，省内基层医疗卫生机构（包括城市社区和乡镇卫生院）覆盖率已达 90%以上。此外，人民同泰拥有黑龙江首家现代化医药物流中心，仓储面积超过 4 万平方米。

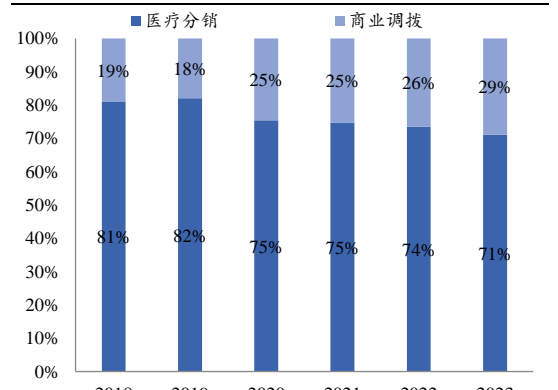
2018-2023 年间人民同泰批发业务收入的复合增速约 8%，批发业务收入规模从 2018 年的 58.53 亿增长至 2023 年的 86.51 亿元。从批发收入结构上看，公司约 71%批发收入来自于医疗分销渠道，而 29%收入来自于商业调拨渠道。

图9：近年人民同泰批发业务收入变动



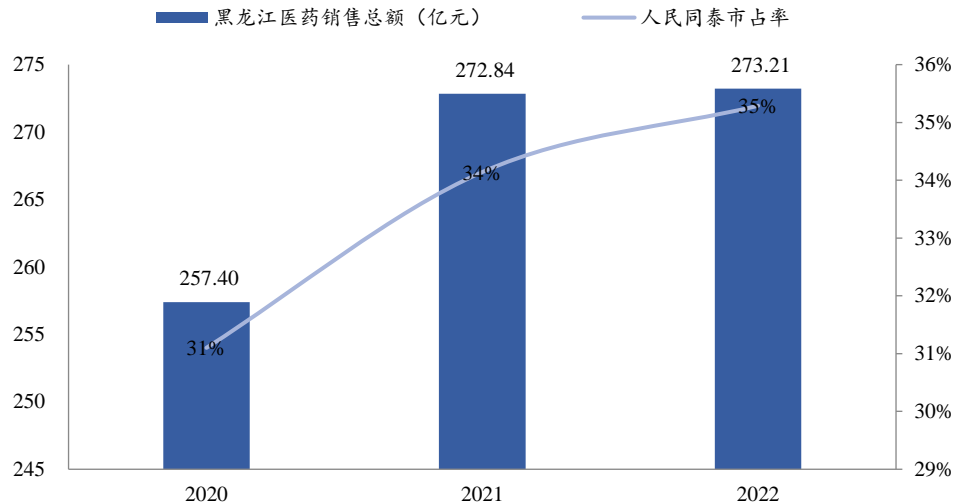
资料来源：ifind，信达证券研发中心

图10：近年人民同泰批发业务结构



资料来源：ifind，信达证券研发中心

2022 年黑龙江省医药销售总额约 273 亿元，人民同泰的市占率约 35%。自 2020 年起，人民同泰的市占率一直处于上升趋势，其市占率从 2020 年的 31%提升至 2022 年的 35%。

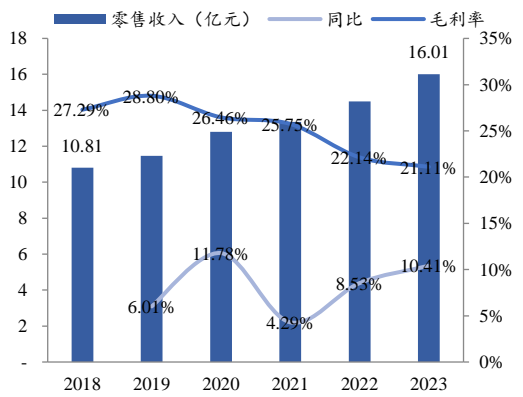
图11: 近年黑龙江省医药流通市场规模及人民同泰市占率变动


资料来源: 商务部, ifind, 信达证券研发中心

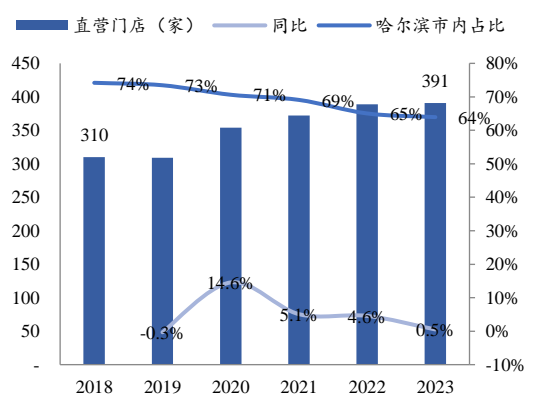
注: 人民同泰市占率=人民同泰总收入/黑龙江医药销售总额

2.2 批零一体化布局, 人民同泰药店主要布局于哈尔滨市内

2018-2023年人民同泰零售收入复合增速约8%, 而人民同泰药店数量复合增速约5%。人民同泰零售收入从2018年的10.81亿元增长至2023年的16.01亿元, 门店数量从2018年的310家增加至2023年的391家。从门店的布局上看, 人民同泰的药店多数布局于哈尔滨市, 2023年人民同泰药店的哈尔滨市内占比约64% (达250家), 而市外占比约36% (达141家)。

图12: 近年人民同泰零售收入变动趋势


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图13: 近年人民同泰零售药店数量变动


资料来源: 人民同泰公司公告, 信达证券研发中心

三、工业业务：深耕营养补充剂，GNC 高端保健品表现亮眼

公司工业板块业务范围包括化药、中药、生物药、保健品，即子公司哈药集团营销有限公司、哈药健康科技(海南)有限公司、哈药集团生物工程有限公司、哈药集团三精制药有限公司、哈药集团中药有限公司、哈药集团三精明水药业有限公司、哈药集团三精千鹤制药有限公司、哈药集团三精儿童大药厂有限公司、健安喜(上海)食品科技有限公司、Harbin Pharmaceutical Hong Kong II Limited，及分公司哈药集团制药总厂、哈药集团制药六厂。

公司工业板块目前拥有“哈药”、“三精”、“世一堂”、“盖中盖”、“朴雪”、“护彤”、“渭必治”、“泻利停”等多个知名品牌。此外，GNC 为全球高端保健品牌（GNC 为公司控股股东哈药集团的子公司），公司持有 GNC 中国业务 65% 股权，目前 GNC 旗下拥有 1500 种以上的健康产品。2023 年公司获得“中国医药工业百强榜”、“2022 年度中国医药工业百强榜”等多项荣誉，公司品牌价值不断彰显。

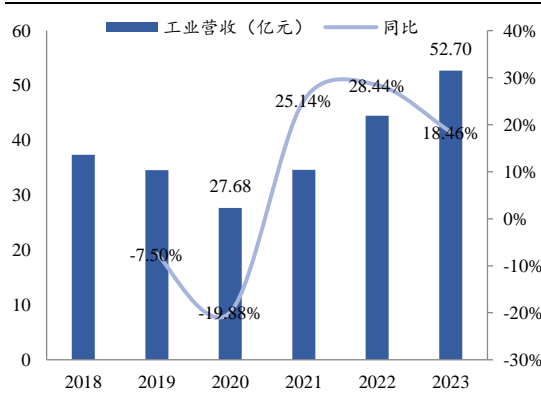
图14: 公司工业品牌概览



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

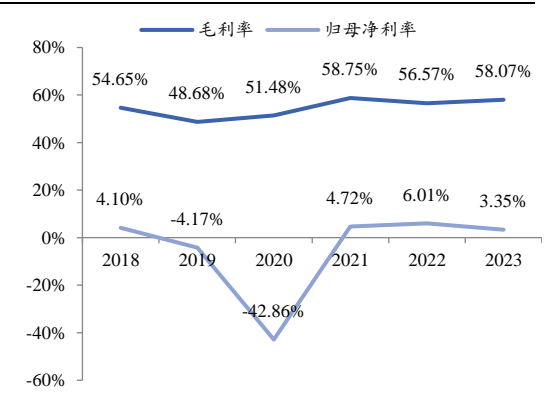
2020-2023 年间工业业务收入复合增速约 24%，2023 年工业业务收入同比增速为 18.46%。从盈利能力上看，近 3 年工业业务毛利率均维持在 56% 以上，2023 年工业业务归母净利率仅 3.35%。

图15: 近年工业业务营收变动趋势



资料来源：ifind，信达证券研发中心

图16: 近年工业业务毛利率和净利率变动趋势



资料来源：ifind，信达证券研发中心

注：工业归母净利润=哈药股份归母净利润-人民同泰归母净利润*74.82%

3.1 坐拥两大补锌补钙拳头产品，持续深耕营养补充剂

葡萄糖酸锌口服溶液和复方葡萄糖酸钙口服溶液是公司的两大拳头产品。从产品组成成分上看，葡萄糖酸锌口服溶液含葡萄糖锌，辅料为蔗糖、枸橼酸、山梨酸钾、香精，而葡萄糖酸钙口服溶液含葡萄糖酸钙和乳酸钙，辅料为蔗糖、葡萄糖、乳酸、水蜜桃香精和纯化水。从适应症上看，葡萄糖酸锌口服溶液用于治疗缺锌引起的营养不良、厌食症、异食癖、口腔溃疡、痤疮、儿童生长发育迟缓等。葡萄糖酸钙口服溶液用于预防和辅助治疗钙缺乏，如骨质疏松、手足搐搦症、佝偻病以及儿童、妊娠和哺乳期妇女、绝经期妇女、老年人钙的补充。

从价格上看，根据京东大药房的数据，公司的葡萄糖酸锌口服溶液（1盒12支，10ml/支规格）和葡萄糖酸钙口服溶液（1盒12支，10ml/支规格）价格均为27元/盒，1支10ml的口服液价格约2.25元。目前在补锌、补钙领域公司主要竞品有扶娃的葡萄糖酸钙锌口服溶液和澳诺的葡萄糖酸钙锌口服溶液。

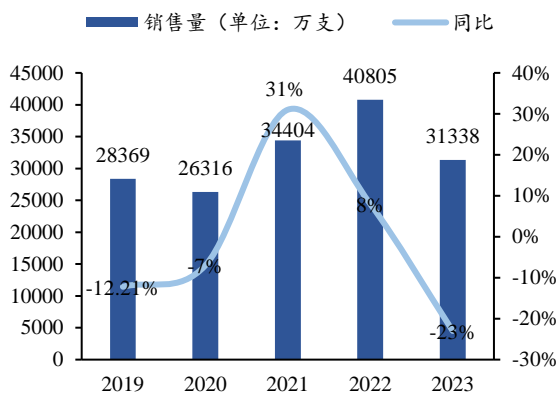
表1: 葡萄糖酸锌/钙口服液相关产品信息

品牌	产品名称	包装	单价(元)	规格
哈药	葡萄糖酸锌口服溶液	蓝色玻璃瓶	27	1盒12支, 10ml/支
哈药	葡萄糖酸钙口服溶液	蓝色玻璃瓶	27	1盒12支, 10ml/支
扶娃	葡萄糖酸钙锌口服溶液	蓝色塑料瓶	25.8	1盒12支, 10ml/支
澳诺	葡萄糖酸钙锌口服溶液	蓝色塑料瓶	38	1盒20支, 15ml/支

资料来源: 京东大药房, 信达证券研发中心

从销量上看，2023年公司葡萄糖酸锌口服溶液销量约31338万支，葡萄糖酸钙口服溶液约30077万支。2023年公司两大产品的销售节奏放缓，因而销量同比均有所下滑。2019-2023年间两大产品销量存在波动，一方面主要系公司营销体系和营销策略有所调整，另一方面主要系公司对渠道库存有所调控。

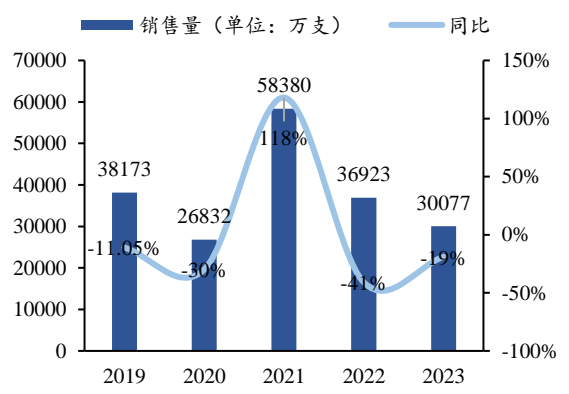
图17: 近年葡萄糖酸锌口服液销量变动



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

注: 2020-2021年公司披露销量单位为“万盒”, 为转换成可比口径, 我们假设每盒12支

图18: 近年葡萄糖酸钙口服液销量变动



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

注: 2020-2021年公司披露销量单位为“万盒”, 为转换成可比口径, 我们假设每盒12支

3.2 销售策略&营销体系优化, GNC 高端保健品有望放量增长

◆ GNC 产品概览: 覆盖 3 个补益领域, 提供 1500 种以上健康产品

GNC 产品线覆盖心脑血管、骨骼关节、基础营养、婴童营养等领域。截至 2023 年, GNC 在全球 50 多个国家和地区的零售实体约 5700 家, 提供 1500 种以上的健康产品, 主要包括女性 30+每日营养包、男性 30+每日营养包、儿童液体钙镁锌、Beautypak 极光焕颜包等。

图19: GNC 业务分布

遍布全球

GNC作为全球知名膳食营养补充剂公司，
 产品线涵盖运动营养、维生素矿物质、草本植物提取等。
 截止于2023年，
 GNC在全球50多个国家和地区的零售实体约5700家，
 提供1500种以上的健康产品。



50+
个国家

5700+
家零售实体店

1500+
种健康产品

资料来源: GNC 中国官网, 信达证券研发中心

其中, **30+女性营养包**里面特别添加了蓝莓茶氨酸丸、胶原蛋白肽丸以及谷胱甘肽丸,起到保护眼睛健康和呵护肌肤健康的作用,抗初老的同时提升健康活力; **30+男性营养包**特别添加支持男性健康的精氨酸和锌,有助于情绪健康的茶氨酸蓝莓片,还添加呵护肝脏健康的奶蓟籽提取物。

图20: GNC 核心产品群

核心产品

16大品类 1500种以上健康产品



资料来源: GNC 中国官网, 信达证券研发中心

◆ GNC 业务介绍：B2B+B2C 双线并行

主要业务及运营模式：GNC HK 自合资以来主要从事“健安喜”“GNC”品牌及其旗下品牌的保健品、食品、日化产品的推广和销售业务。GNC HK 的主营业务按客户性质分为两部分，B2B 渠道和 B2C 电商。B2B 业务为向经销商出售货物，通过授权平台店铺独家经销的形式，将店铺授权给委托商使用，或授权经销商使用 GNC 品牌自行开设店铺；B2C 业务即 GNC HK 自行在电商平台上经营若干店铺，直接向消费者出售商品。

货物流：GNC HK 销售的货物大部分向 GNC 美国采购。货物在采购后进入位于中国香港或宁波保税区的仓库，部分产品经海关进口进入位于上海的仓库。主要 B2B 业务经销商客户下单后在指定地点交付；B2C 业务订单支付后，由保税仓或第三方仓储物流服务商发货。

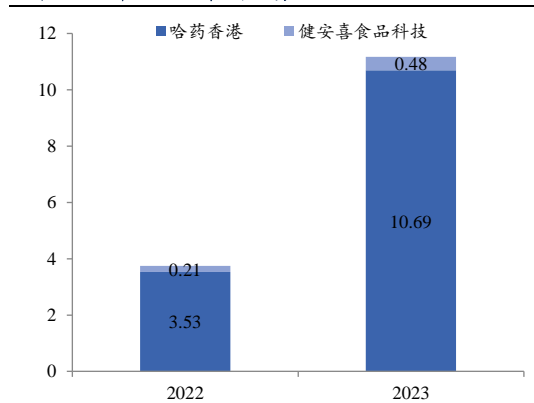
资金流：GNC HK 的资金流出主要项为是采购成本和线上的推广营销费用。向 GNC 美国支付货款为固定账期；营销推广费用的支付视不同情况存在预付、账扣等多种方式。收入为向经销商或消费者收取的货款。B2B 业务客户的信用政策按不同客户具体制定。B2C 业务客户货款为预收或平台担保预收。

◆ GNC 业绩概览：营收保持高速增长，净利率仍存提高空间

GNC 中国业务由 GNC HK、健安喜（上海）贸易、健安喜（上海）食品科技构成。其中，GNC HK 全资持有健安喜（上海）贸易，而哈药香港持有 GNC HK 65% 股权，因而哈药香港的收入和净利润数据基本可代表 GNC HK 的收入和净利润。此外，健安喜（上海）食品科技有限公司成立于 2019 年 5 月，主要业务是在境内商城平台开设的线上店铺、经销商和线下实体店，销售保健食品等商品，同时探索通过代工方式对部分保健品实现国产化。

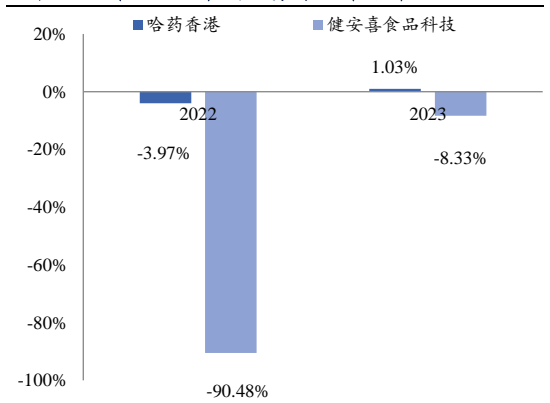
从收入上看，2023 年 GNC 中国业务收入约 11.17 亿元（同比增长 199%），其中哈药香港收入约 10.69 亿元（同比增长 203%），而健安喜食品科技收入约 0.48 亿元（同比增长 129%）。从净利率上看，2023 年哈药香港的净利率为 1.03%（2022 年为 -3.97%），盈利能力方面有所改善，同时健安喜食品科技净利率亦有所回暖，2023 年净利率为 -8.33%，而 2022 年净利率为 -90.48%。

图21: 近年 GNC 中国业务收入规模 (亿元)



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图22: 近年 GNC 中国业务净利率水平



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

3.3 药品聚焦五大治疗领域，抗感染&感冒药占比达 64%

公司的药品主要聚焦消化类、呼吸类、抗感染类、心脑血管类、抗肿瘤类五大治疗领域，主要产品包括阿莫西林胶囊、双黄连口服液、人促红素注射液、布洛芬颗粒、朴雪牌铁维生素 B12 口服液、注射用头孢曲松钠、小儿氨酚黄那敏颗粒。2023 年公司的药品类产品收入合计约 24.05 亿元，药品的综合毛利率约 45.26%。

从药品结构上看，抗感染类药品的占比较高，2023 年抗感染类药品收入为 10.16 亿元（同比+14.63%），占药品收入 42%。其次，2023 年感冒药收入为 5.36 亿元（同比-8.15%），占药品收入 22%。消化系统用药 2023 年创收 2.56 亿元（同比-14.55%），占药品收入 11%。

表2: 公司药品相关产品信息（单位：亿元）

项目	2018	2019	2020	2021	2022	2023
药品类合计	26.52	21.83	18.25	19.73	24.15	24.05
同比		-17.68%	-16.40%	8.11%	22.40%	-0.41%
毛利率	46.76%	37.47%	39.23%	45.31%	46.71%	45.26%
1-抗感染	12.41	10.04	6.87	8.57	8.86	10.16
同比		-19.10%	-31.57%	24.75%	3.38%	14.63%
毛利率	29.65%	19.92%	24.60%	22.29%	28.67%	29.78%
2-感冒药	5	4.18	4.01	3.1	5.84	5.36
同比		-16.40%	-4.07%	-22.69%	88.39%	-8.15%
毛利率	61.20%	45.69%	31.67%	56.45%	51.71%	53.35%
3-消化系统	1.98	1.72	2	2.98	3	2.56
同比		-13.13%	16.28%	49.00%	0.67%	-14.55%
毛利率	38.89%	34.88%	42.50%	67.45%	65.33%	61.09%
4-心脑血管	4.92	3.55	2.68	2.61	2.9	2.22
同比		-27.85%	-24.51%	-2.61%	11.11%	-23.61%
毛利率	77.24%	75.21%	70.15%	82.38%	81.03%	68.05%
5-抗肿瘤	0.89	0.88	0.51	0.84	1.57	2.14
同比		-1.12%	-42.05%	64.71%	86.90%	36.43%
毛利率	52.81%	59.09%	52.94%	69.05%	71.34%	71.69%
6-其他	1.32	1.46	2.18	1.63	1.98	1.61
同比		10.61%	49.32%	-25.23%	21.47%	-18.72%
毛利率	46.97%	32.88%	55.05%	33.13%	14.65%	24.31%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

四、轻舟可过万重山：从财务视角看工业板块利润释放空间

4.1 商业板块为公司近 6 年核心利润来源，2024Q1 工业板块利润贡献明显提升

从扣非归母净利润上看，2018-2023 年间公司的核心利润来源是商业板块，除 2020 年外商业板块（即子公司人民同泰）的扣非归母净利润贡献均超过 1.9 亿元，2023 年商业板块贡献达 2.15 亿元的扣非归母净利润（占公司扣非归母净利润的 66%）。2018-2023 年间公司工业板块扣非归母净利润贡献较小，其中 2019、2020 年工业板块产生亏损。2019 年扣非归母净利润亏损 2.1 亿元，一方面主要系 2019 年部分地区禁止使用医保购买或下架医保药店的保健食品致使公司高毛利品种的订单减少，另一方面主要系抗感染产品受限抗政策等因素影响销售不理想，同时部分心脑血管重点品种被纳入重点监控目录等致使销量下降。2020 年公司高毛利品种销售继续下降（2020 年葡萄糖酸钙口服液销量同比下降 30%，葡萄糖酸锌口服液销量同比下降 7%），而销售费用等仍在上升，致使公司扣非归母净利润亏损严重。在 2024Q1 业绩表现方面，目前公司的利润结构已出现明显变化，2024Q1 工业端的扣非归母净利润占比达 64%，我们认为这或可表明公司营销方面迎来拐点。

从归母净利润上看，2020-2022 年间公司的归母净利润波动幅度高于扣非归母净利润，主要系非经常性损益因素影响（以工业板块为主）。2020 年公司非经常性损益为 -3.63 亿元，主要系公司企业重组费用（诸如安置职工支出、整合费用等）达 5.45 亿元，2020 年公司员工总数同比减少约 3236 人（降幅为 23%，2020 年末公司员工总数为 11059 人）。2021 年公司非经常性损益为 1.54 亿元，主要系公司非流动性资产处置实现 2.11 亿元。2022 年公司非经常性损益达 2.34 亿元，主要系非流动性资产处置实现 2.01 亿元。

表3: 近年公司利润结构分析

项目 (亿元)	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1
1-扣非归母净利润	2.44	-0.12	-7.15	2.17	2.31	3.25	1.59
①商业部分	1.92	1.97	1.04	2.03	1.95	2.15	0.58
②工业部分	0.52	-2.10	-8.19	0.14	0.36	1.10	1.01
2-非经常性损益	1.02	0.68	-3.63	1.54	2.34	0.70	0.18
3-归母净利润	3.46	0.56	-10.78	3.71	4.64	3.95	1.77
①商业部分	1.93	2.00	1.09	2.07	1.97	2.19	0.58
②工业部分	1.53	-1.44	-11.86	1.64	2.67	1.77	1.18

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

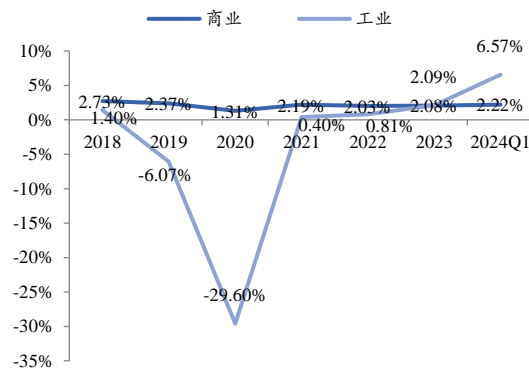
从非经常性损益上看，我们认为 2020-2022 年可理解为公司提质增效的过渡期，诸如 2020 年公司进行内部重组，员工数量缩减 23%，2021-2022 年间公司持续处置低效资产，而到 2023 年非流动性资产处置额度减少，而非经常性损益的构成主要系政府补助。

表4: 近年公司非经常性损益构成分析 (单位: 亿元)

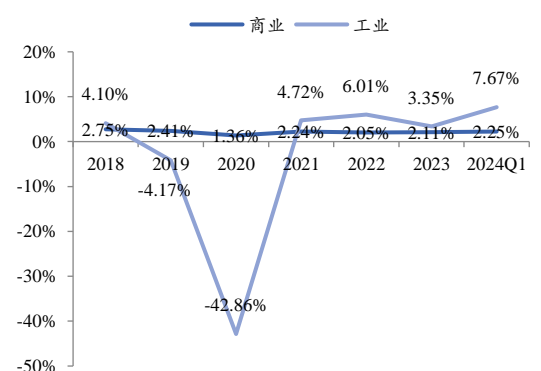
项目	2018	2019	2020	2021	2022	2023
非流动性资产处置	0.01	-0.00	0.14	2.11	2.01	0.06
政府补助	0.59	0.52	1.06	0.82	0.66	0.86
应收账款转回				0.05	0.03	0.02
安置职工支出			-5.45	-0.96		
营业外收支	0.60	0.29	-0.27	-0.12	0.05	-0.09
所得税影响额	-0.18	-0.12	0.11	-0.35	-0.41	-0.13
少数股东权益影响额	-0.01	-0.01	0.74	-0.01	-0.01	-0.01
各类其他资产取得投资收益	0.00		0.04			
合计	1.02	0.68	-3.63	1.54	2.34	0.70

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

从盈利能力上看, 2018-2023 年间公司商业板块(即子公司人民同泰)净利率水平相对稳定, 仅 2020 年由于外部因素冲击略有下降, 其余年份公司商业板块净利率均维持在 2% 以上。工业板块净利率较低, 2023 年工业板块扣非归母净利率为 2.09%, 2023 年公司工业归母净利率 3.35% (2020-2023 年营养补充剂板块可比公司归母净利率均值均在 13% 以上, 而药品板块可比公司归母净利率均值同样均在 13% 以上)。**2024Q1 公司工业扣非归母净利率已明显改善, 我们估算 2024Q1 工业板块扣非归母净利率约达 6.57%, 而归母净利率约为 7.67%。**

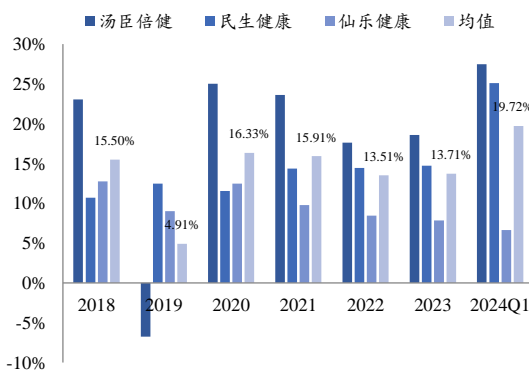
图23: 近年公司分业务扣非归母净利率率


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

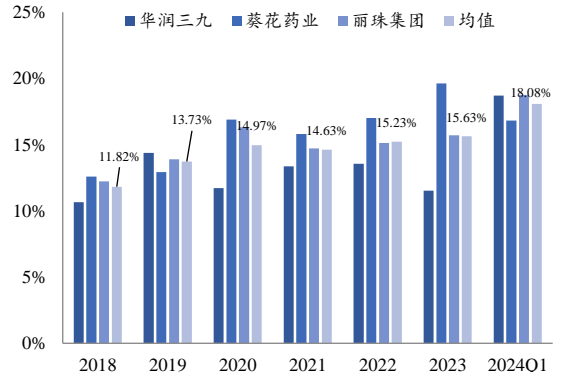
图24: 近年公司分业务归母净利率率


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

在营养补充剂板块, 我们选取汤臣倍健、民生健康、仙乐健康作为可比公司, 2020-2024Q1 间可比公司的归母净利率均值均维持在 13% 以上。在药品板块, 我们选取华润三九、葵花药业、丽珠集团作为公司可比公司, 2018-2024Q1 间可比公司的归母净利率均值均维持在 11% 以上。

图25: 近年营养补充剂可比公司归母净利率变动


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

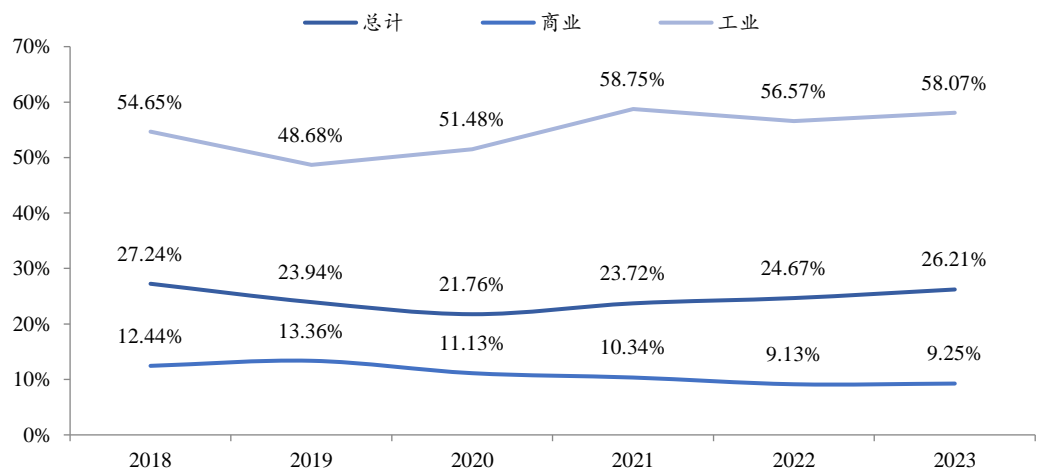
图26: 近年药品板块可比公司归母净利率变动


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

4.2 “工业板块营收占比提升&毛利率修复”带动公司近3年综合毛利率逐年提升

2018-2023 年间公司综合毛利率维持在 20%-28%，其中商业板块维持在 9%-14%间，而工业板块毛利率维持在 48%-59%之间。2019 年公司综合毛利率同比下降 3.3 个百分点，主要系因为工业板块毛利率下降 5.96 个百分点，2019 年主要因为部分地区禁止使用医保购买或下架医保药店的保健食品致使公司高毛利品种的订单减少，另一方面主要系抗感染产品受限抗政策等因素影响销售不理想，同时部分心脑血管重点品种被纳入重点监控目录等致使销量下降。2020 年工业毛利率有所回升，但商业板块毛利率下降 2.24 个百分点，致使公司综合毛利率进一步下降 2.19 个百分点。

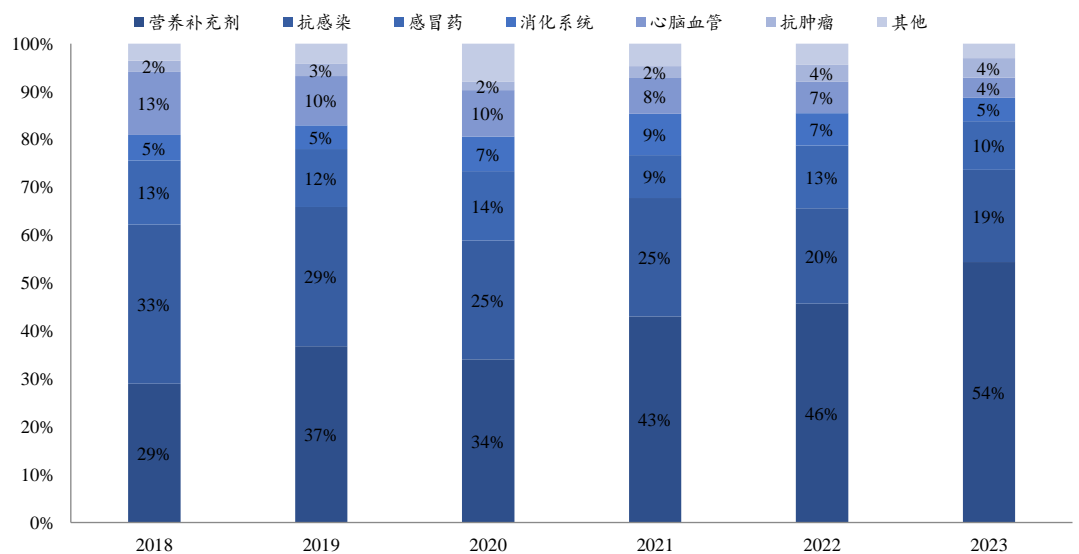
图27: 近年公司各业务毛利率变动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

公司工业板块大致可拆分为 6 个系列，其中最主要的板块为营养补充剂（2023 年工业营收占比为 54%）、抗感染药品（2023 年工业营收占比为 19%）、感冒药（2023 年工业营收占比为 10%）。

图28: 近年公司工业各业务构成



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

2022-2023 年公司工业三大板块（营养补充剂、抗感染、感冒药）毛利率稳中有升，营养补充剂毛利率均维持在 68% 以上，抗感染药品毛利率维持在 28% 以上，而感冒药毛利率维持在 51% 以上。

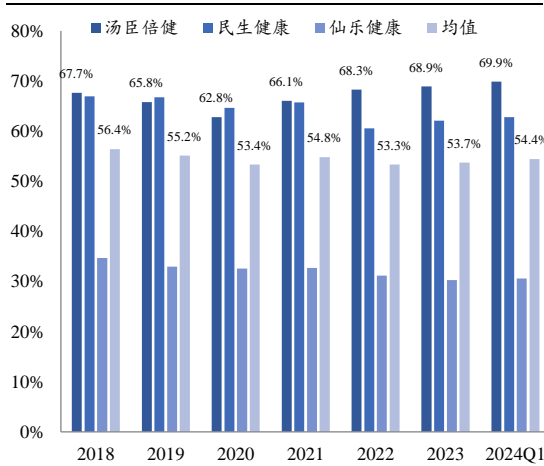
表5: 近年公司各业务毛利率变动趋势

项目	2018	2019	2020	2021	2022	2023
营养补充剂	73.96%	67.87%	75.16%	76.58%	68.29%	68.82%
抗感染	29.65%	19.92%	24.60%	22.29%	28.67%	29.78%
感冒药	61.20%	45.69%	31.67%	56.45%	51.71%	53.35%
消化系统	38.89%	34.88%	42.50%	67.45%	65.33%	61.09%
心脑血管	77.24%	75.21%	70.15%	82.38%	81.03%	68.05%
抗肿瘤	52.81%	59.09%	52.94%	69.05%	71.34%	71.69%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

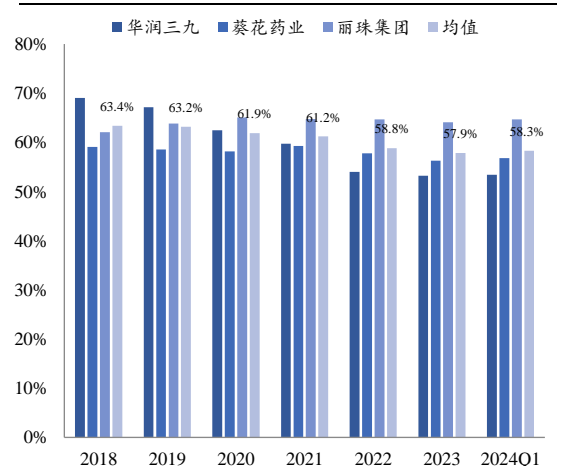
在**营养补充剂板块**，我们选取汤臣倍健、民生健康、仙乐健康作为可比公司，2018-2024Q1 间可比公司的毛利率均值均维持在 53% 以上，其中汤臣倍健的毛利率维持在 62% 以上，由于仙乐健康系面向 B 端的营养健康食品 CDMO 企业，因而仙乐健康毛利率低于面向 C 端的汤臣倍健和民生健康。在**药品板块**，我们选取华润三九、葵花药业、丽珠集团作为公司可比公司，2018-2024Q1 间可比公司的毛利率均值均维持在 57% 以上。

图29: 近年营养补充剂可比公司毛利率变动



资料来源：ifind，信达证券研发中心

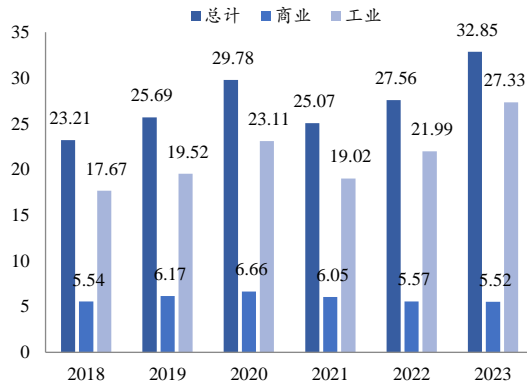
图30: 近年药品板块可比公司毛利率变动



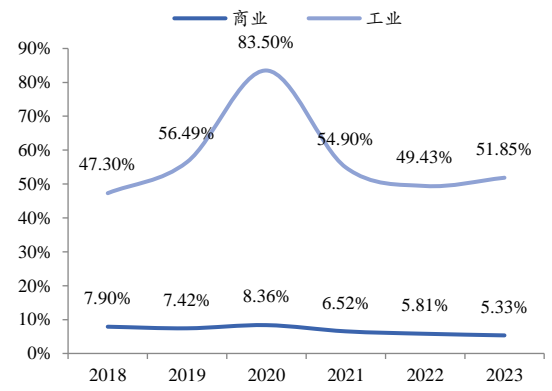
资料来源：ifind，信达证券研发中心

4.3 销售和管理费用为核心费用支出，广告费&电商推广费&物料损耗或为重点费用优化方向

从**期间费用的规模**上看，公司的期间费用主要以工业板块为主，2023 年公司期间费用总额为 32.85 亿元，而工业板块的期间费用为 27.33 亿元（占 83%）。从**期间费用率**上看，2023 年工业板块的期间费用率为 51.85%，而商业的期间费用率为 5.33%。同时，公司期间费用中最主要系销售费用和管理费用，2023 年公司工业板块销售费用率为 35.61%，而工业板块的管理费用率为 14.13%，两者合计为 49.74%。

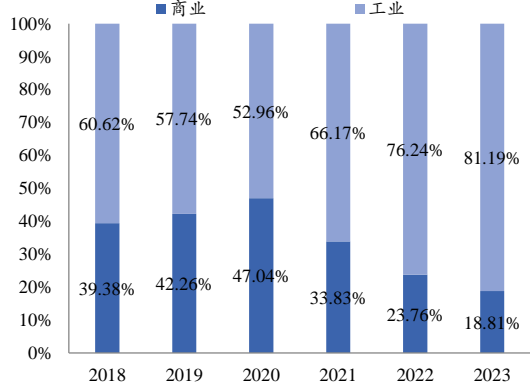
图31: 近年公司期间费用 (亿元)


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

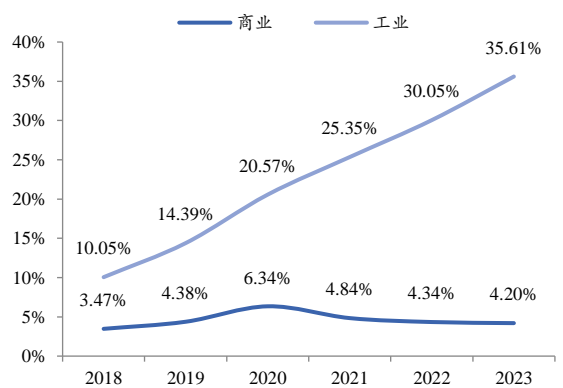
图32: 近年公司期间费用率变动


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

在销售费用方面, 2018-2023 年间公司的工业业务销售费用率持续攀升, 工业业务销售费用率从 2018 年的 10.05% 提升到 2023 年的 35.61%。若从销售费用的结构上看, 公司工业板块的销售费用约占 81%。

图33: 近年公司销售费用 (亿元)


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图34: 近年公司销售费用率变动


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

为进一步分析工业板块销售费用结构, 我们用公司销售费用的明细减去人民同泰销售费用的明细, 从而得到工业板块销售费用明细。我们发现: ①2018-2020 年公司销售费用率提升主要系广告费的提升, 2018 年广告费率从 0.39% 提升至 2023 年的 6.57%, 提升幅度约 6.18 个百分点。②2021 年销售费用率提升主要系促销费用率和市场维护服务费率提升明显, 2022-2023 年公司销售费用率提升明显主要系公司电商推广费变动明显, 2022-2023 年公司电商推广费用率分别为 10.75%、15.52%; ③2023 年公司销售费用的三大核心支出是电商推广费 (占工业销售费用的 43%)、促销费 (占工业销售费用的 22%)、广告费 (占工业销售费用的 14%), 三者的销售费用合计占比约 83%。从规模上看, 电商推广费支出达 8.1 亿元, 促销费为 4.04 亿元, 广告费为 3.46 亿元。

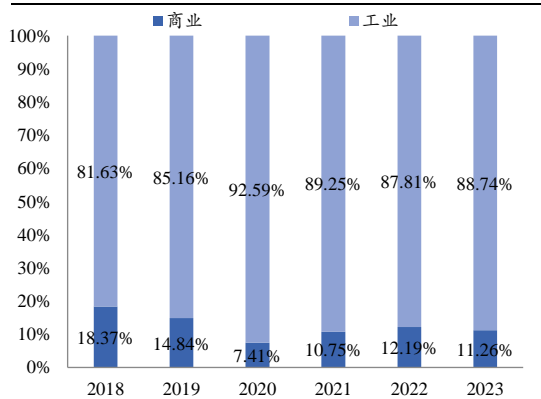
表6: 近年公司工业业务销售费用构成分析

工业销售费用构成分析						
项目 (亿元)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
工资及福利	1.36	1.39	1.87	2.31	2.31	2.56
促销费	0.24	0.14	0.25	2.25	2.30	4.04
广告费	0.14	0.94	1.75	0.78	1.43	3.46
电商推广费	-	-	-	-0.00	4.60	8.10
市场维护服务费	0.82	1.55	0.92	2.50	1.90	-
其他	1.19	0.95	0.90	0.95	0.82	0.60
合计	3.76	4.97	5.69	8.78	13.37	18.77

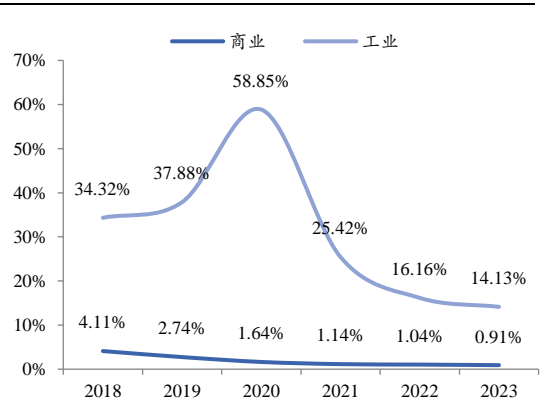
工业销售费用率构成分析						
项目	2018	2019	2020	2021	2022	2023
工资及福利	3.63%	4.03%	6.76%	6.66%	5.20%	4.86%
促销费	0.64%	0.40%	0.91%	6.50%	5.16%	7.67%
广告费	0.39%	2.72%	6.34%	2.25%	3.22%	6.57%
电商推广费	0.00%	0.00%	0.00%	0.84%	10.75%	15.52%
市场维护服务费	2.20%	4.48%	3.31%	7.21%	4.28%	0.00%
其他	3.19%	2.75%	3.25%	1.91%	1.45%	0.99%
合计	10.05%	14.39%	20.57%	25.35%	30.05%	35.61%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

在管理费用方面, 2020 年公司员工总数减少 3236 人, 由于涉及员工安置费等, 故 2020 年公司管理费用提升明显, 2020 年公司工业板块管理费用率达 58.85%。由于公司工业板块营收的增长, 规模效应逐步呈现, 因而 2021-2023 年工业管理费用率逐步走低。

图35: 近年公司管理费用 (亿元)


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图36: 近年公司管理费用率变动


资料来源: ifind, 信达证券研发中心

为进一步分析工业板块管理费用结构, 我们用公司管理费用的明细减去人民同泰管理费用的明细, 从而得到工业板块管理费用明细。我们发现: ①职工薪酬为管理费用的核心项目, 2020 年主要由于公司优化部分员工, 并进行员工赔偿, 因而 2020 年工业板块职工薪酬费用率约达 32%, 2021-2023 年起主要由于公司持续优化费用结构, 叠加工业板块营收增长带来规模效应, 因而职工薪酬费用率持续走低。②物料消耗为工业板块管理费用支出的第二大项目, 物料消耗主要系车间停工损耗。以 2021 年为例 (2022-2023 年公司暂未披露物料消耗具体明细), 2021 年公司物料消耗为 1.51 亿元, 其中车间停工损耗约为 1.4 亿元, 物料消耗约为 996 万元, 其他支出约为 132 万元。车间停工损耗主要与工厂开工情况相关, 通常情况下工厂生产饱和度越高, 则对应的停工损耗越低。

表7: 近年公司工业管理费用构成分析

工业管理费用结构分析						
项目 (亿元)	2018	2019	2020	2021	2022	2023
职工薪酬	5.13	4.64	8.99	4.76	3.51	3.43
办公差旅费	1.64	1.68	1.26	1.04	0.89	1.11
物料消耗	4.38	4.66	4.23	1.51	1.31	1.48
折旧摊销	0.95	1.05	0.99	1.15	1.11	0.97
其他	0.72	1.05	0.82	0.35	0.37	0.48
合计	12.82	13.09	16.29	8.81	7.19	7.45

工业销售费用率结构分析						
项目	2018	2019	2020	2021	2022	2023
职工薪酬	13.74%	13.44%	32.49%	13.75%	7.89%	6.50%
办公差旅费	4.38%	4.86%	4.56%	3.00%	2.01%	2.10%
物料消耗	11.72%	13.48%	15.29%	4.36%	2.94%	2.80%
折旧摊销	2.55%	3.04%	3.57%	3.32%	2.49%	1.83%
其他	1.93%	3.05%	2.95%	1.00%	0.84%	0.90%
合计	34.32%	37.87%	58.86%	25.43%	16.16%	14.13%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

五、业务拆分&盈利预测

5.1 业务拆分

公司业务按照产品划分可分成医药商业、医药工业和其他共三大块业务。我们对公司三大业务做以下假设：

1) **医药商业**：考虑公司商业业务主要布局黑龙江省，且公司在黑龙江省的市占率相对较高，因此我们预计 2024-2026 年收入同比增速分别约为 6.88%、6.89%、6.91%；我们假设 2024-2026 年毛利率分别为 9.09%、9.06%、9.03%。

2) **医药工业**：考虑公司营养补充剂等产品存在高速增长的潜力，叠加公司药品产品增速相对较低，因此我们预计 2024-2026 年收入同比增速分别为 13.63%、15.41%、18.74%；我们假设 2024-2026 年毛利率分别为 58.98%、59.8%、60.78%。

3) **其他**：公司存在商业和工业的内部抵消，因而我们假设 2024-2026 年收入均为-1.6 亿元，成本均为-1.9 亿元。

表8: 哈药股份业务拆分

项目 (亿元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	154.57	168.90	185.74	206.86
同比	11.93%	9.27%	9.97%	11.37%
营业成本	114.05	123.23	133.40	145.27
毛利率	26.21%	27.04%	28.18%	29.77%
一、医药商业	103.49	110.61	118.23	126.39
同比	7.83%	6.88%	6.89%	6.91%
成本	93.92	100.56	107.52	114.98
毛利率	9.25%	9.09%	9.06%	9.03%
二、医药工业	52.70	59.89	69.11	82.06
同比	18.46%	13.63%	15.41%	18.74%
成本	22.10	24.56	27.78	32.19
毛利率	58.07%	58.98%	59.80%	60.78%
三、其他业务	-1.63	-1.60	-1.60	-1.60
同比	-31.47%	-1.9%	5%	5%
成本	-1.97	-1.90	-1.90	-1.90
毛利率	-20.74%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：公司公告，ifind，信达证券研发中心

5.2 估值

由于公司业务分成商业板块和工业板块（进一步可分为营养补充剂和药品业务），因而我们分板块选取可比公司。在商业板块方面，我们选取上海医药、九州通作为哈药股份的可比公司；在营养补充剂业务方面，我们选取汤臣倍健、仙乐健康作为可比公司；在药品方面，我们选取华润三九、江中药业、丽珠集团、葵花药业作为可比公司。2024-2026 年哈药股份可比上市公司的估值分别为 15 倍、13 倍、12 倍，而哈药股份的估值分别为 15 倍、11 倍、8 倍，首次覆盖，我们给予公司“买入”投资评级。

表9: 可比公司估值

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
上海医药	619.64	52.52	59.08	65.79	11.80	10.49	9.42
九州通	268.26	27.88	29.92	33.33	9.62	8.97	8.05
汤臣倍健	251.73	18.90	21.25	23.61	13.32	11.85	10.66
仙乐健康	69.30	4.00	4.96	5.91	17.34	13.96	11.73
华润三九	643.31	33.11	37.86	43.08	19.43	16.99	14.93
江中药业	166.33	8.19	9.42	10.78	20.31	17.65	15.43
丽珠集团	321.76	21.93	24.69	28.04	14.67	13.03	11.48
葵花药业	173.62	11.84	13.20	14.81	14.67	13.15	11.73
均值	314.24	22.30	25.05	28.17	15.14	13.26	11.68
哈药股份	70.09	4.68	6.21	8.38	14.97	11.29	8.36

资料来源: ifind, 信达证券研发中心 (注: 数据截至2024/6/11)

注: 可比公司盈利预测来自 ifind 一致预期。

六、风险因素

- ◆ **市场竞争加剧:** 2023 年营养补充剂收入占工业收入比例较高, 若未来营养补充剂市场竞争加剧, 则公司在销售方面或面临压力, 从而影响销售收入、毛利率水平及销售费用支出。
- ◆ **营销体系优化和销售不及预期:** 营销体系的布局影响到公司产品销售、渠道库存等, 不仅对当期销售有影响, 更影响公司销售的可持续性。
- ◆ **提质增效进展不及预期:** 公司工业板块净利率水平较低, 这不仅与毛利率相关, 更与费用支出相关, 诸如管理费用和销售费用, 若后续相关费用优化和管控进展不及预期, 则公司净利润水平或将受到影响。
- ◆ **医药批发业务增长不及预期:** 医药批发业务属于公司的基石业务, 若整体业务表现不及预期, 公司业绩或将受影响。
- ◆ **应收账款回收不及时:** 医药流通行业属于类金融行业, 在产业链运作当中承担起资金周转的角色 (如给医院、药店等提供账期), 若应收账款回收不及时或将影响整体业务运转效率以及质量。

单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	9,560	10,396	11,266	12,438	14,211
货币资金	2,433	3,060	3,366	3,872	4,785
应收票据	215	81	89	98	109
应收账款	4,089	4,432	4,812	5,274	5,858
预付账款	261	211	228	247	269
存货	1,804	1,924	2,038	2,160	2,311
其他	757	687	733	787	879
非流动资产	3,875	3,716	3,611	3,493	3,373
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	2,477	2,317	2,220	2,120	2,016
无形资产	444	451	451	451	451
其他	954	948	940	922	906
资产总计	13,435	14,112	14,876	15,931	17,585
流动负债	8,002	8,243	8,498	8,847	9,585
短期借款	1,933	1,658	1,458	1,258	1,308
应付票据	1,172	1,670	1,780	1,927	2,098
应付账款	2,338	2,281	2,499	2,705	2,946
其他	2,559	2,634	2,761	2,957	3,233
非流动负债	486	446	435	450	435
长期借款	33	33	28	23	18
其他	453	414	408	428	418
负债合计	8,488	8,689	8,933	9,297	10,020
少数股东权益	619	699	751	820	913
归属母公司股东权益	4,328	4,724	5,192	5,814	6,652
负债和股东权益	13,435	14,112	14,876	15,931	17,585

单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	13,809	15,457	16,890	18,574	20,686
同比(%)	7.9%	11.9%	9.3%	10.0%	11.4%
归属母公司净利润	465	395	468	621	838
同比(%)	25.3%	-15.0%	18.5%	32.7%	34.9%
毛利率(%)	24.7%	26.2%	27.0%	28.2%	29.8%
ROE%	10.7%	8.4%	9.0%	10.7%	12.6%
EPS(摊薄)(元)	0.18	0.16	0.19	0.25	0.33
P/E	15.07	17.73	14.97	11.28	8.36
P/B	1.62	1.48	1.35	1.21	1.05
EV/EBITDA	7.83	7.19	5.45	3.81	2.41

单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	13,809	15,457	16,890	18,574	20,686
营业成本	10,403	11,405	12,323	13,340	14,527
营业税金及附加	123	118	135	149	165
销售费用	1,754	2,312	2,583	2,906	3,339
管理费用	819	839	890	956	1,043
研发费用	116	106	190	218	273
财务费用	68	28	32	35	38
减值损失合计	-88	-45	-45	-45	-45
投资净收益	40	4	0	0	0
其他	216	51	30	30	30
营业利润	696	660	723	956	1,286
营业外收支	5	-9	-10	-10	-10
利润总额	701	651	713	946	1,276
所得税	189	176	192	255	344
净利润	512	474	520	690	931
少数股东损益	47	79	52	69	93
归属母公司净利润	465	395	468	621	838
EBITDA	935	1,008	971	1,208	1,542
EPS(当年)(元)	0.19	0.16	0.19	0.25	0.33

单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	622	950	704	871	1,066
净利润	512	474	520	690	931
折旧摊销	321	312	227	228	229
财务费用	57	56	59	65	72
投资损失	-40	-4	0	0	0
营运资金变动	-163	31	-176	-188	-242
其它	-65	81	74	75	75
投资活动现金流	72	-207	-126	-115	-115
资本支出	61	-51	-104	-97	-97
长期投资	0	0	-20	-20	-20
其他	11	-156	-2	2	2
筹资活动现金流	175	148	-273	-250	-37
吸收投资	17	4	0	0	0
借款	-146	-275	-205	-205	45
支付利息或股息	-54	-44	-59	-65	-72
现金流净增加额	873	892	305	506	913

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。