



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

厚积薄发，静候繁花绽放

——中药板块及医药流通板块投资策略

分析师：谭国超 (S0010521120002) tangc@hazq.com

分析师：李昌幸 (S0010121080070) licx@hazq.com

2024年12月23日

华安证券研究所



核心观点

- **中药：主线清晰，三条赛道可布局，三个主题需关注**
- 中药板块三季度各方面因素下业绩有所承压，但长期趋势并没有改变，投资需要把握季度波动带来的投资分化。我们认为后续中药投资策略紧握3条赛道，抓住3个主题
- **三条赛道：**
 - **品牌OTC。**OTC产品品牌相对重要，选择特色领域有品牌、后续有催化的公司。相关标的**佐力药业、贵州三力、羚锐制药、寿仙谷、特一药业、桂林三金**等。
 - **中药老字号。**老字号作为中药板块稀缺资源，其品牌力逐步彰显，并且老字号名贵中药品种具有提价效应，在后续中药材价格稳定回落后，利润增厚有望进一步兑现。相关标的：**云南白药、片仔癀、同仁堂、广誉远、东阿阿胶**等。
 - **中药创新药。**由于24年上半年基数影响以及行业的各项调整，导致业绩承压，但中药创新热度较高，预计未来迎来获批或者临床推进期，关注中药创新药机会，相关标的**康缘药业、以岭药业、天士力、方盛制药、新天药业**等。
- **三个主题：**
 - **国企改革。**中药板块为典型的中特估概念，并且国企比例较高，国企改革下国企中药公司也纷纷提出新的要求，未来业绩体现值得预期。代表性标的**天士力、云南白药、同仁堂、东阿阿胶、华润三九、昆药集团、太极集团、达仁堂、康恩贝、广誉远、江中药业、九芝堂**等。
 - **预期落空的政策推进。**基药目录：22年推迟到今年，推进进度一直被推后压制，《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》推进迎来曙光，预计24年会有推进，届时独家中药获批基药可能带来放量，相关标的**康缘药业、济川药业、天士力、贵州三力、方盛制药、盘龙药业、一品红**等。
 - **预期改善+事件驱动。**2024年利空出尽，2025年逐步业绩反转公司。由于行业性、基数等因素，导致上半年业绩承压，股价合理偏下，2025年业绩上或者事件上有望逐渐改善的标的。**济川药业、贵州三力、天士力、太极集团、昆药集团、新天药业、九芝堂**等。

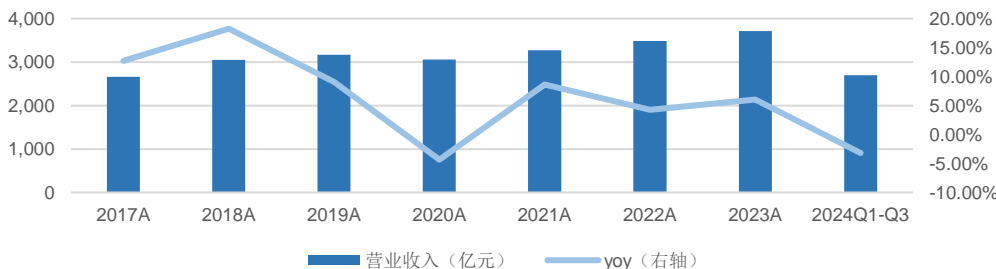
核心观点

- **药店：逐步好转，等待时机**
- 2024年前三季度，连锁药店面临市场及行业竞争加剧、消费意愿低迷、消费者行为改变、商品利润空间压缩、门诊统筹政策推行不一等短期挑战，导致净利润下降、业绩承压。然而，这些因素影响是短期的，随着市场逐步复苏，医药零售板块有望迎来板块性机会。
- 选股上，目前上市的7家上市药房走在市场前列，复苏也会成为板块性机会，大型连锁建议关注益丰药房、大参林、老百姓、一心堂；后起区域龙头建议关注健之佳、漱玉平民、华人健康。
- **医药流通：把握国企改革下经营提升，拥抱中游多元化业务**
- 医保预付有望改善应收账款回款，叠加利率下行+融资多元化改善财务状况，行业逐步出现有利变化。从收入体量上看，流通企业占据大头，而其中国企优势更为明显。随着集采逐步落地、医院服务恢复、利率低位，叠加国企改革下的经营改善。
- 选股上，关注国企低估值标的。相关标的：国药控股、华润医药、上海医药、国药一致、国药股份、中国医药、重药控股等。
- **风险提示：**政策不确定性；原材料供应波动的不确定性；市场竞争程度的不确定性。

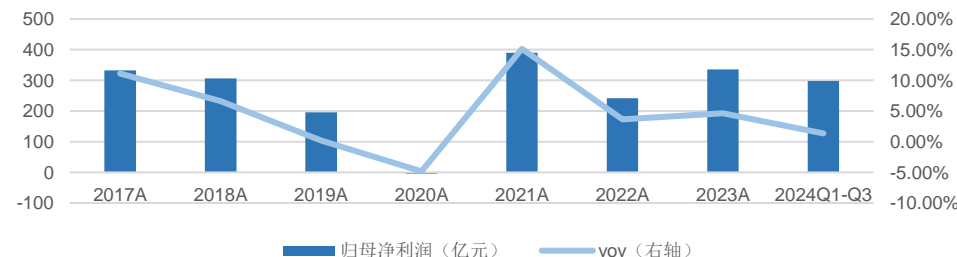
中药：2024前三季度承压，净利率有所提升

- 2024年前三季度，申万中药营业收入达到了2,700.3亿元，同比下降了3.19%。归母净利润为298.7亿元，同比增长了1.33%。毛利率下降至42.08%，净利率提升至11.49%。与此同时，ROE为7.95%，相较于24H1有所提升。这些数据显示出，在市场环境波动中，公司盈利能力有所恢复，但整体增长压力依然存在。

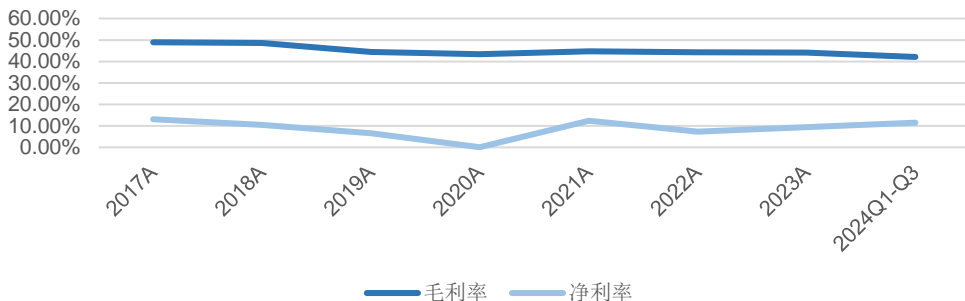
申万中药板块营收情况 (亿元, %)



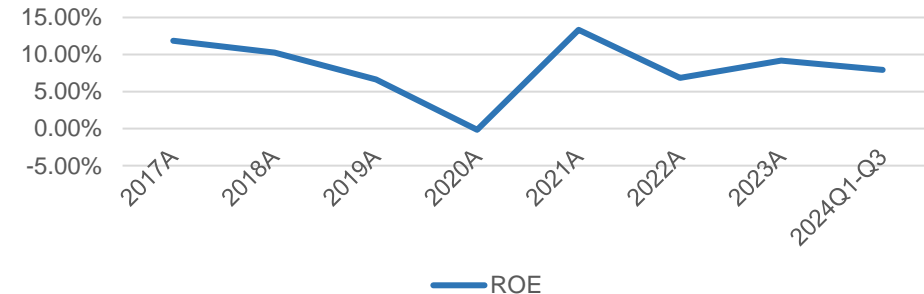
申万中药板块归母净利润情况 (亿元, %)



申万中药板块毛利率、净利率



申万中药板块ROE

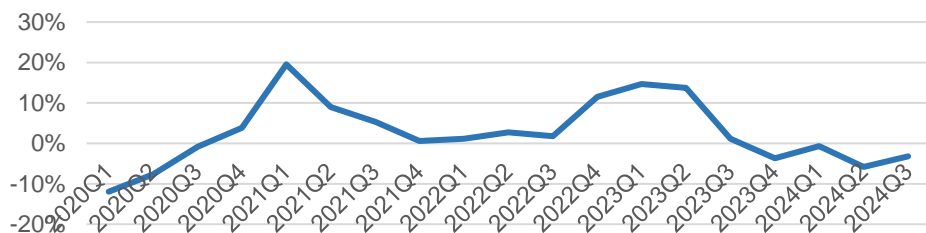


资料来源：wind、华安证券研究所

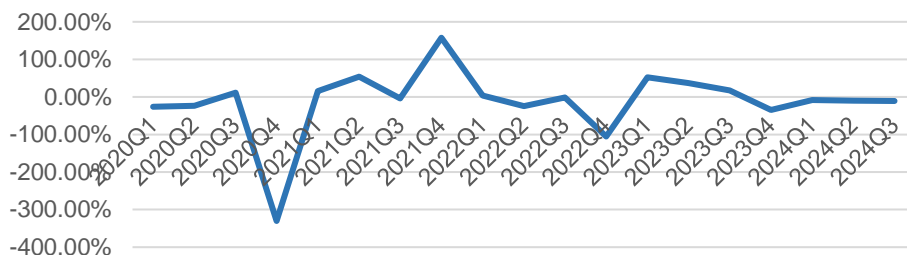
中药：24Q3营收与利润双降，盈利能力面临挑战

- 2024年第三季度，申万中药的营业收入同比下降3.2%，归母净利润同比减少10.7%。尽管面临挑战，公司的毛利率下降至39.9%，净利率保持在9.7%。在行业竞争和市场波动的背景下，公司的盈利能力显示出一定的韧性，但整体增长压力依然显著。ROE（净资产收益率）为2.0%，公司在资产回报方面面临一定压力。

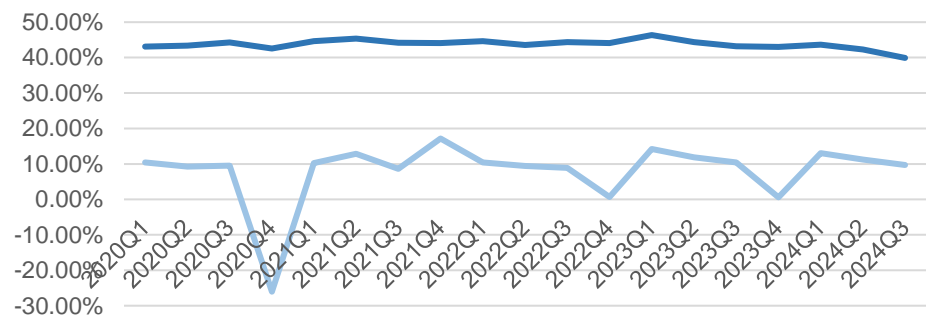
申万中药板块季度营收情况 (%)



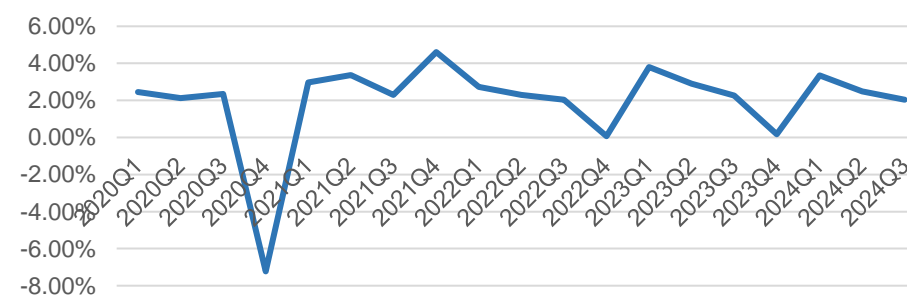
申万中药板块季度归母净利润情况 (%)



申万中药板块季度毛利率、净利率



申万中药板块季度ROE

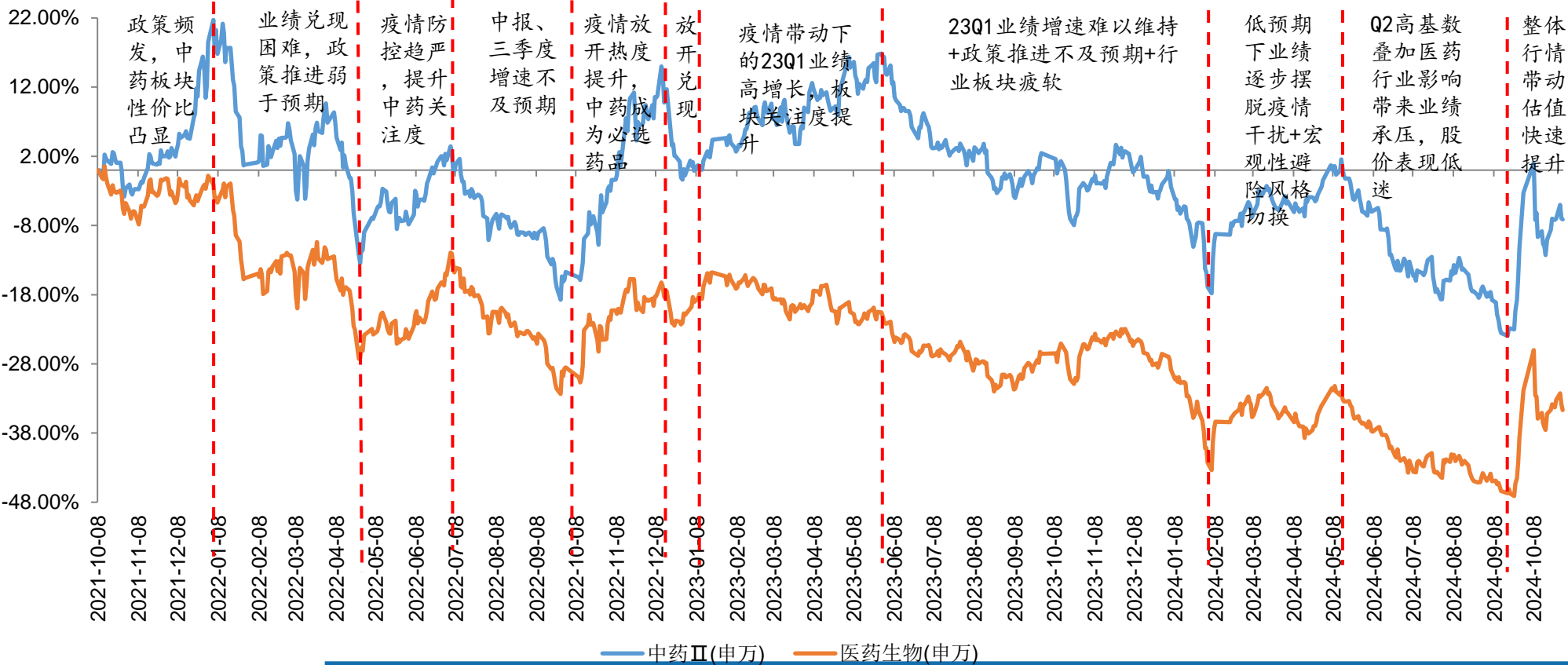


资料来源：wind、华安证券研究所



中药：复盘—政策+业绩预期驱动股价

中药II(申万)-行情图



资料来源：wind、华安证券研究所

中药：估值处于中间分位

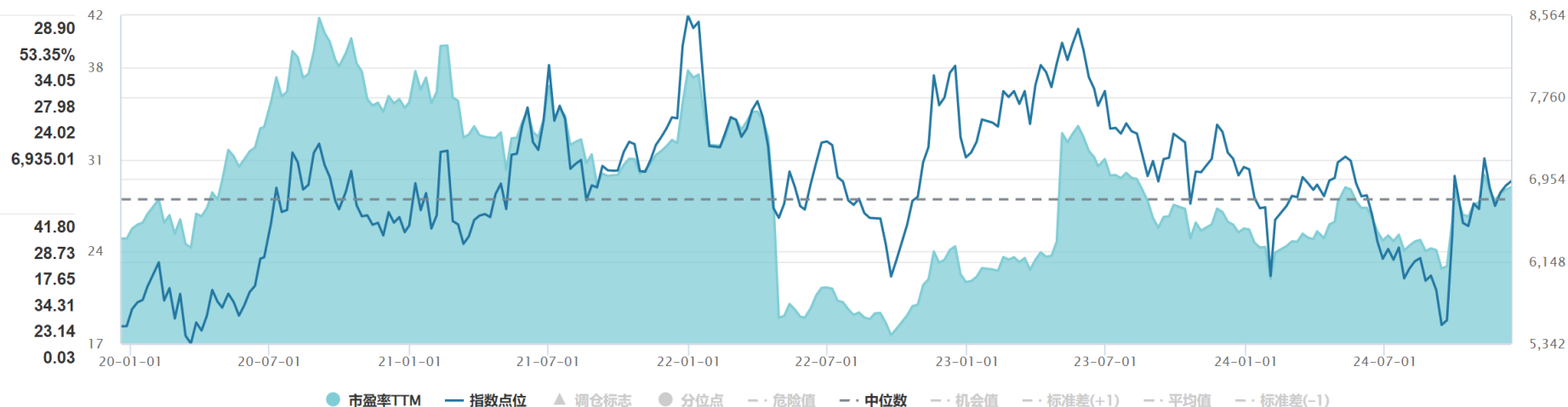
- 中药（申万）板块截止2024年12月15日，估值PE（TTM）为28.90，以5年维度来看，估值分位数为53%，处于中间分位。

中药（申万）板块PE分位数

市盈率TTM

当前值
分位点
危险值
中位数
机会值
指数点位
最大值
平均值
最小值
标准差(+1)
标准差(-1)
z分数

市盈率TTM 分位点 标准差



资料来源：wind（2024/12/15）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

中药：业绩分化加剧，头部药企业绩持续稳健

中药上市公司季度营收、利润增速汇总表

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	PE(TTM)	净利润(亿元)		营业收入同比(%)		归母净利润同比(%)		扣非归母净利润同比(%)		证券代码	证券简称	总市值(亿元)	PE(TTM)	净利润(亿元)		营业收入同比(%)		归母净利润同比(%)		扣非归母净利润同比(%)	
				2024E	2024E	2024Q3	趋势线	2024Q3	趋势线	2024Q3	趋势线					2024Q3	趋势线	2024Q3	趋势线	2024Q3	趋势线	2024Q3	趋势线
600436.SH	片仔癀	1,348	44	31.8	42	10%		12%		12%		603896.SH	寿仙谷	46	20	2.6	18	-30%		-64%		-71%	
000538.SZ	云南白药	1,039	24	45.5	23	1%		-12%		1%		603998.SH	方盛制药	49	18	2.7	18	22%		159%		53%	
600085.SH	同仁堂	561	34	17.5	32	2%		-19%		-18%		600479.SH	千金药业	47	16	3.3	14	-9%		-37%		-34%	
000999.SZ	华润三九	581	17	34.0	17	3%		7%		-7%		002728.SZ	特一药业	49	70			-31%		-91%		-95%	
600332.SH	白云山	472	14	36.7	13	-1%		-38%		-39%		300158.SZ	振东制药	51	-1,703			-10%		161%		102%	
000423.SZ	东阿阿胶	386	25	14.7	26	25%		64%		75%		400351.SH	亚宝药业	47	21			2%		20%		47%	
600566.SH	济川药业	272	10	27.6	10	-7%		-7%		-11%		405199.SH	葫芦娃	78	69			-5%		-68%		-104%	
002603.SZ	以岭药业	289	194	11.5	25	-1%		-84%		-97%		002644.SZ	佛慈制药	43	91	0.7	61	-19%		28%		-64%	
600518.SH	ST康美	372	145			21%		51%		34%		002198.SZ	嘉应制药	45	370	0.0	#DIV/0!	-34%		-142%		-152%	
600329.SH	达仁堂	249	27	11.0	23	-3%		8%		2%		600594.SH	益佰制药	34	-15			-17%		-249%		-275%	
600535.SH	天士力	222	25	11.2	20	-4%		-45%		-32%		002864.SZ	盘龙药业	34	29	1.3	26	21%		0%		-13%	
600129.SH	太极集团	147	24	7.9	19	-16%		-74%		-79%		002082.SZ	万邦德	44	43			15%		121%		65%	
000623.SZ	吉林敖东	217	15			-35%		235%		56%		002212.SZ	太龙药业	32	36			-8%		-89%		-137%	
603858.SH	步长制药	188	-64			2%		-65%		-28%		002422.SZ	汉森制药	33	15			1%		59%		65%	
600422.SH	昆药集团	126	28	5.4	23	3%		-3%		-3%		301331.SZ	恩威医药	26	75			-1%		-54%		-31%	
600750.SH	江中药业	132	18	7.8	17	-9%		2%		-1%		002107.SZ	沃华医药	32	130			-19%		-41%		-41%	
002737.SZ	葵花药业	122	14	0.0	#DIV/0!	-63%		-53%		-100%		002873.SZ	新天药业	25	46	0.9	29	-12%		-26%		-69%	
600285.SH	羚锐制药	123	18	7.0	18	6%		8%		5%		301111.SZ	粤万年青	30	175			29%		-118%		-3128%	
002317.SZ	众生药业	110	83	2.5	45	-8%		-13%		-79%		600080.SH	金花股份	29	-187			17%		441%		131%	
600572.SH	康恩贝	124	25	7.0	18	3%		27%		-7%		300878.SZ	维康药业	29	-87			-36%		532%		-912%	
600771.SH	广誉远	95	137	1.5	63	-16%		-71%		-64%		300147.SZ	香雪制药	88	-19			-17%		-3%		-35%	
002287.SZ	奇正藏药	118	20			11%		-1%		-4%		000534.SZ	陇神戎发	30	76			16%		-77%		-79%	
600993.SH	马应龙	114	24	5.6	20	7%		6%		2%		300790.SZ	华神科技	28	231			8%		-154%		-123%	
600557.SH	康缘药业	86	16	5.6	15	-10%		24%		18%		002750.SZ	龙津药业	11	-20			-74%		53%		61%	
300026.SZ	红日药业	126	76			-4%		-88%		-83%		002566.SZ	益盛药业	26	36			-13%		-77%		-101%	
603567.SH	珍宝岛	113	17	6.4	18	-26%		-96%		-106%		300519.SZ	新光药业	25	57			4%		-39%		-39%	
300181.SZ	佐力药业	117	23	5.4	21	36%		41%		41%		603963.SH	*ST大药	7	-29			48%		-65%		-35%	
000650.SZ	仁和药业	84	19	6.5	13	-31%		-57%		-67%		000590.SZ	启迪药业	21	-219			-18%		-10728%		-1286%	
002424.SZ	贵州百灵	56	-12			-31%		-96%		-142%		300391.SZ	长药控股	25	-4			-95%		69%		69%	
600976.SH	健民集团	68	16	5.5	12	-9%		-49%		-36%		603139.SH	康惠制药	17	-23			-32%		-77%		-323%	
002275.SZ	桂林三金	87	21	4.6	19	16%		378%		657%		836433.BJ	大唐药业	19	242			109%		146%		128%	
600252.SH	中恒集团	97	-387			-25%		-133%		-165%		300108.SZ	ST吉药	14	-3			11%		-75%		-63%	
002390.SZ	信邦制药	85	39	2.6	33	-3%		-32%		-34%		600671.SH	*ST自谷	11	-79			85%		467%		707%	
000989.SZ	ST九芝	67	27			-30%		-19%		-22%		833266.BJ	生物谷	14	-87			-15%		-130%		-153%	
002349.SZ	精华制药	69	32			0%		-29%		-28%		002433.SZ	*ST太安	0	0			0%		0%		0%	
300039.SZ	上海凯宝	72	21			-5%		23%		14%													
603439.SH	贵州三力	59	18	3.4	17	55%		35%		32%													
002907.SZ	华森制药	61	97	0.0		27%		702%		1076%													

资料来源：wind (2024/12/15)、华安证券研究所

中药：重仓基金数量降低，头部效应逐步

2024Q3基金重仓中药板块情况

	代码	名称	持有基金数	持有公司家数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	持股占流通股比(%)	持股总市值(万元)
1	000423.SZ	东阿阿胶	89	37	9002	-837	14	555401
2	000538.SZ	云南白药	66	34	4020	633	2	245215
3	000999.SZ	华润三九	59	31	10200	-681	8	485601
4	600285.SH	羚锐制药	39	19	4729	-1471	8	117184
5	600436.SH	片仔癀	34	24	877	-682	1	226823
6	300181.SZ	佐力药业	26	14	2114	-1985	4	32663
7	600993.SH	马应龙	25	8	3445	-1583	8	93991
8	600085.SH	同仁堂	22	15	5141	-1766	4	216221
9	600566.SH	济川药业	22	15	1223	-285	1	38317
10	600129.SH	太极集团	20	11	2244	-522	4	62973
11	603998.SH	方盛制药	18	8	4441	646	10	53384
12	600422.SH	昆药集团	14	8	3510	-617	5	55596
13	600750.SH	江中药业	14	9	2897	-100	5	68366
14	600976.SH	健民集团	14	7	850	-335	6	43828
15	600535.SH	天士力	12	11	727	139	0	11733
16	000623.SZ	吉林敖东	11	11	716	107	1	12402
17	002317.SZ	众生药业	9	4	2021	549	3	27489
18	600332.SH	白云山	9	9	984	-331	1	30184
19	000650.SZ	仁和药业	8	3	1045	-2776	1	6680

	代码	名称	持有基金数	持有公司家数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	持股占流通股比(%)	持股总市值(万元)
20	002737.SZ	葵花药业	8	7	60	-1057	0	1385
21	600557.SH	康缘药业	8	2	457	-1057	1	7068
22	0874.HK	白云山	6	3	448	94	2	8319
23	002603.SZ	以岭药业	5	5	599	56	0	10802
24	600479.SH	千金药业	5	3	899	-175	2	10148
25	300519.SZ	新光药业	2	2	4	4	0	53
26	600329.SH	达仁堂	2	2	5	-215	0	191
27	600771.SH	广誉远	2	1	17	17	0	375
28	603439.SH	贵州三力	2	2	217	-61	1	3248
29	002287.SZ	奇正藏药	1	1	7	6	0	157
30	002412.SZ	汉森制药	1	1	21	21	0	131
31	002728.SZ	特一药业	1	1	163	163	0	1400
32	002864.SZ	盘龙药业	1	1	22	22	0	627
33	0570.HK	中国中药	1	1	15	2	0	59
34	2877.HK	神威药业	1	1	8	8	0	63
35	300026.SZ	红日药业	1	1	8	-159	0	31
36	600572.SH	康恩贝	1	1	31	-577	0	153
37	600594.SH	益佰制药	1	1	4	0	0	16

资料来源：iFinD、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

中药：院内中药受基数等影响，创新中药发展可期

- 2024年前三季度，标志性的院内中药企业逐步走出疫情影响，但由于宏观环境，院内产品为主的公司恢复相对较缓。以岭药业、康缘药业和天士力三家老牌中药公司的研发费用率均超过8%，显著高于整体中药板块水平，显示出企业在持续加大研发投入的决心。随着新产品线的逐步获批，这些公司的业绩增厚可期。此外，销售净利率的维持和销售毛利率的稳定表明，尽管挑战依旧存在，但中药行业正朝着稳健复苏的方向前进。

代表性公司2024前三季度财务情况

	最新市值(亿元)	PE (TTM)	PE (2024E, wind一致预期)	营业收入(亿元)	营业收入同比增长	归母净利润(亿元)	归母净利润同比增长	扣非归母净利润(亿元)	扣非归母净利润同比增长	ROE	销售毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	销售净利率	研发费用率
以岭药业	288.70	184.09	23.71	63.65	-25.76%	5.55	-68.69%	5.47	-69.07%	4.83%	53.39%	26.27%	15.19%	0.40%	8.63%	8.98%
康缘药业	86.11	15.14	14.68	31.10	-11.06%	3.57	1.18%	3.52	-10.16%	6.91%	74.20%	37.87%	24.42%	-0.59%	11.71%	15.01%
天士力	222.30	24.80	19.58	64.63	-1.66%	8.42	-18.43%	9.82	-6.78%	6.72%	66.80%	34.18%	12.50%	-0.18%	12.81%	8.74%
贵州三力	58.85	17.15	16.52	14.47	49.26%	1.94	22.89%	1.87	22.16%	12.63%	69.28%	41.35%	10.22%	0.78%	13.74%	2.06%
方盛制药	49.09	17.37	17.76	13.48	10.95%	2.28	60.66%	1.63	33.87%	14.94%	72.86%	40.62%	15.36%	0.50%	16.87%	7.67%
新天药业	24.91	46.29	28.82	6.61	-14.80%	0.61	-30.45%	0.42	-49.20%	5.65%	73.90%	41.05%	20.25%	2.92%	9.23%	4.53%

资料来源：wind (2024/12/15)、华安证券研究所

中药：品牌中药老字号愈久弥新，稳增长与盈利能力并驾齐驱

- 2024年前三季度，中药老字号品牌在疫情后的消费需求提升中表现抢眼。片仔癀和东阿阿胶凭借其强大的品牌溢价，分别实现了毛利率和净利率的显著提升，片仔癀的净利润同比增长11.73%，东阿阿胶更是实现了47%的利润增长。同仁堂、云南白药在稳健的运营策略下保持了平稳，广誉远改革推动进行中，业绩相对承压。这些老字号品牌凭借其深厚的品牌壁垒，在市场中继续保持竞争优势，并在疫情后的市场环境中逐步焕发出新的活力。

代表性公司2024前三季度财务情况

	最新市值 (亿元)	PE (TTM)	PE (2024E, wind一致预期)	营业收入 (亿元)	营业收入 同比增长	归母净利 润(亿元)	归母净利 润同比增 长	扣非归母 净利润 (亿元)	扣非归 母净利 润同比 增长	ROE	销售毛利 率	销售费用 率	管理费用 率	财务费用 率	销售净利 率	研发费 用率
片仔癀	1,348.41	42.91	41.54	84.50	11.19%	26.87	11.73%	27.15	11.25%	19.61%	45.44%	3.93%	4.40%	-0.02%	32.16%	1.71%
云南白药	1,038.62	24.42	23.09	299.15	0.76%	43.27	4.93%	42.65	10.68%	10.76%	28.40%	11.05%	2.39%	-0.43%	14.47%	0.72%
同仁堂	560.93	33.65	31.36	138.20	0.72%	13.50	-2.92%	13.20	-4.17%	10.37%	43.70%	17.43%	8.70%	-0.07%	14.35%	1.01%
东阿阿胶	386.06	25.01	25.87	43.29	26.28%	11.52	47.00%	10.67	52.33%	11.17%	74.13%	37.77%	8.44%	-1.83%	26.61%	2.07%
广誉远	95.21	133.76	61.56	8.94	-7.93%	0.71	-22.49%	0.65	-18.13%	4.63%	73.98%	49.71%	10.78%	0.59%	8.99%	3.12%

资料来源：wind (2024/12/15)、华安证券研究所

中药：中药OTC行业表现分化显著，部分企业逆势增长

- 2024年前三季度，中药OTC行业企业表现出显著的分化。以佐力药业、马应龙、羚锐制药为代表的部分企业逆势而上，佐力药业营业收入同比增长39.59%，归母净利润同比增长46.93%，扣非归母净利润同比增长47.80%。马应龙、羚锐制药也表现出色，净利润同比均增长20+%。然而，部分企业如葵花药业和特一药业等则由于基数消化带来业绩下滑的压力，特一药业的归母净利润大幅下滑。整体来看，尽管行业整体面临挑战，但部分企业凭借强劲的市场表现和战略布局，在激烈竞争中实现了稳健增长，彰显了中药OTC行业的韧性和多样性。

代表性公司2024前三季度财务情况

	最新市值 (亿元)	PE (TTM)	PE (2024E, wind一致预期)	营业收入 (亿元)	营业收入 同比增长	归母净利润 (亿元)	归母净利 同比增长	扣非归母 净利润 (亿元)	扣非归母 净利润同 比增长	ROE	销售毛 利率	销售费用 率	管理费用 率	财务费用 率	销售净利 率	研发费 用率
华润三九	581.02	17.07	17.10	197.40	6.08%	29.60	23.19%	27.52	19.48%	14.99%	52.68%	24.07%	8.03%	-0.07%	16.44%	2.59%
太极集团	146.96	23.46	18.19	104.34	-14.36%	5.45	-28.10%	5.01	-30.00%	14.30%	42.30%	27.63%	6.80%	0.89%	5.29%	1.80%
济川药业	272.27	9.78	9.87	58.05	-11.19%	19.03	-2.13%	16.99	-7.06%	13.88%	79.26%	37.73%	10.30%	-3.54%	32.86%	5.11%
康恩贝	123.62	25.24	17.53	49.13	-5.23%	5.18	-16.81%	4.24	-16.84%	7.57%	53.74%	30.69%	12.25%	-0.25%	11.12%	4.24%
达仁堂	248.53	26.42	22.44	56.11	-3.14%	8.04	-6.33%	7.67	-8.93%	12.35%	48.97%	26.29%	7.90%	0.10%	14.14%	1.76%
江中药业	132.24	17.92	17.27	29.72	-8.19%	6.34	7.61%	6.16	9.52%	16.81%	67.67%	35.50%	7.21%	-2.00%	23.01%	2.62%
寿仙谷	46.31	19.10	16.98	4.72	-13.01%	1.19	-14.85%	0.97	-18.15%	5.39%	80.52%	44.83%	20.10%	-3.63%	25.14%	6.74%
桂林三金	87.37	21.21	18.88	15.75	-3.49%	3.84	-3.28%	3.47	-7.78%	13.17%	74.84%	31.84%	14.24%	-0.30%	24.38%	7.29%
羚锐制药	122.89	17.92	17.43	27.59	10.07%	5.74	23.10%	5.41	22.54%	20.19%	75.00%	44.42%	7.07%	-0.48%	20.80%	2.70%
昆药集团	125.89	27.49	22.87	54.57	-2.73%	3.87	0.36%	2.89	-6.81%	7.15%	40.91%	25.99%	5.29%	0.31%	7.16%	1.10%
健民集团	68.35	15.21	11.77	28.81	-7.58%	3.22	-22.53%	2.71	-23.36%	13.86%	43.00%	31.89%	6.41%	0.29%	11.27%	2.10%
佐力药业	116.78	21.70	20.62	20.45	39.59%	4.21	46.93%	4.15	47.80%	15.82%	61.61%	33.46%	6.27%	-0.34%	20.90%	2.48%
葵花药业	122.06	14.15	9.62	29.67	-29.95%	5.87	-31.06%	4.60	-42.05%	12.70%	52.23%	18.20%	12.81%	-0.73%	20.41%	2.68%
马应龙	114.36	23.36	19.88	27.92	14.13%	4.58	9.35%	4.49	24.62%	11.82%	47.77%	23.06%	4.82%	-1.57%	16.91%	1.83%
仁和药业	84.42	18.76	12.75	31.51	-17.49%	4.16	-23.08%	3.03	-35.13%	6.88%	37.65%	11.42%	7.79%	-0.31%	16.34%	0.74%
特一药业	49.19	64.66		4.56	-38.87%	0.06	-96.81%	0.02	-98.70%	0.32%	38.84%	20.77%	18.46%	-0.28%	1.32%	7.43%

资料来源：wind (2024/12/15)、华安证券研究所

中药：中药国企表现坚实，改革推动业绩提升

- 2024年前三季度，中药板块中的国企继续在行业中扮演重要角色，尤其在市值、营收和利润方面表现突出。领军企业华润三九、片仔癀和东阿阿胶均展现出稳健的财务表现。华润三九归母净利润同比增长23.19%，片仔癀同比增长11.73%，而东阿阿胶则实现了47%的显著增长，这些数据凸显了这些企业的市场竞争力和盈利能力。尽管太极集团和佛慈制药等国企面临业绩挑战，但整体而言，中药国企在行业改革的推动下，展现出稳健的业绩和增长潜力，为中药行业的发展提供了新动能。

代表性公司2024前三季度财务情况

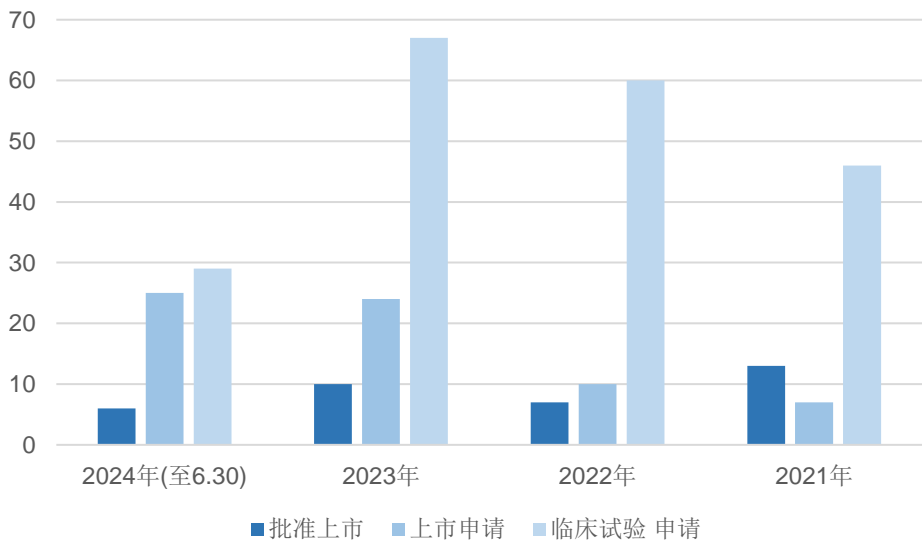
	最新市值(亿元)	PE (TTM)	PE (2024E, wind一致预期)	营业收入(亿元)	营业收入同比增长	归母净利润(亿元)	归母净利润同比增长	扣非归母净利润(亿元)	扣非归母净利润同比增长	ROE	销售毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	销售净利率	研发费用率
同仁堂	560.93	33.65	31.36	138.20	0.72%	13.50	-2.92%	13.20	-4.17%	10.37%	43.70%	17.43%	8.70%	-0.07%	14.35%	1.01%
片仔癀	1,348.41	42.91	41.54	84.50	11.19%	26.87	11.73%	27.15	11.25%	19.61%	45.44%	3.93%	4.40%	-0.02%	32.16%	1.71%
太极集团	146.96	23.46	18.19	104.34	-14.36%	5.45	-28.10%	5.01	-30.00%	14.30%	42.30%	27.63%	6.80%	0.89%	5.29%	1.80%
白云山	471.80	13.62	11.89	590.60	1.50%	31.59	-16.68%	28.56	-16.95%	8.88%	17.70%	7.16%	3.96%	0.00%	5.57%	0.98%
广誉远	95.21	133.76	61.56	8.94	-7.93%	0.71	-22.49%	0.65	-18.13%	4.63%	73.98%	49.71%	10.78%	0.59%	8.99%	3.12%
康恩贝	123.62	25.24	17.53	49.13	-5.23%	5.18	-16.81%	4.24	-16.84%	7.57%	53.74%	30.69%	12.25%	-0.25%	11.12%	4.24%
达仁堂	248.53	26.42	22.44	56.11	-3.14%	8.04	-6.33%	7.67	-8.93%	12.35%	48.97%	26.29%	7.90%	0.10%	14.14%	1.76%
江中药业	132.24	17.92	17.27	29.72	-8.19%	6.34	7.61%	6.16	9.52%	16.81%	67.67%	35.50%	7.21%	-2.00%	23.01%	2.62%
东阿阿胶	386.06	25.01	25.87	43.29	26.28%	11.52	47.00%	10.67	52.33%	11.17%	74.13%	37.77%	8.44%	-1.83%	26.61%	2.07%
昆药集团	125.89	27.49	22.87	54.57	-2.73%	3.87	0.36%	2.89	-6.81%	7.15%	40.91%	25.99%	5.29%	0.31%	7.16%	1.10%
华润三九	581.02	17.07	17.10	197.40	6.08%	29.60	23.19%	27.52	19.48%	14.99%	52.68%	24.07%	8.03%	-0.07%	16.44%	2.59%
佛慈制药	43.05	87.63	58.24	7.09	-19.75%	0.39	-33.91%	0.25	-48.70%	2.22%	32.02%	13.13%	10.06%	-0.62%	5.71%	3.07%

资料来源：wind (2024/12/15)、华安证券研究所

中药重点关注：中药创新药热度不减，逐渐进入收获期

- 在国家支持鼓励中医药发展的政策引导下，2024年上半年中药批准上市和申请上市数量继续保持增长趋势，批准上市中药共6个，其中1.1类和3.1类（经典名方）各占3个。申请上市的中药品种达25个，1类新药共9个，均为1.1类；经典名方中首次申请的品种有二冬颗粒、玉女煎颗粒、开心散、升降颗粒和五味消毒饮颗粒等5个，已有厂家获批上市的经典名方包括温经汤颗粒、一贯煎颗粒、枇杷清肺颗粒和苓桂术甘汤颗粒。同名同方药的申请也在逐步展开，23年百令胶囊已申请并获准上市，24年上半年又有2个同名同方药品种直接申请上市。
- 在2024年前三季度，国家药品监督管理局批准了8种新中药产品的上市。这些新药中，有3种属于中药1.1类创新药物，分别是湖北齐进药业的儿茶上清丸、卓和药业的九味止咳口服液和成都华西天然药物的秦威颗粒。此外，还有5种古代经典名方中药复方制剂获得了批准，包括武汉康乐药业的芍药甘草汤颗粒、华润三九的苓桂术甘颗粒和温经汤颗粒、康缘药业的温阳解毒颗粒以及国药环球制药的当归补血汤颗粒。

近3年批准上市、上市申请和临床试验申请数量



2024年前三季度获批的中药新药

批准文号	药品名称	注册分类	归属企业	大类
国药准字C20240005	当归补血汤颗粒	3.1	国药广东环球制药	【中】妇科用药
国药准字C20240004	温阳解毒颗粒	3.2	江苏康缘药业	【中】呼吸系统疾病用药
国药准字C20240003	温经汤颗粒	3.1	华润三九医药	【中】妇科用药
国药准字C20240002	苓桂术甘颗粒	3.1	华润三九(雅安)药业	【中】呼吸系统疾病用药
国药准字Z20240003	秦威颗粒	1.1	成都华西天然药物	【中】骨骼肌肉系统疾病用药
国药准字Z20240002	九味止咳口服液	1.1	卓和药业集团	【中】呼吸系统疾病用药
国药准字Z20240001	儿茶上清丸	1.1	湖北齐进药业	【中】五官科用药
国药准字C20240001	芍药甘草颗粒	3.1	武汉康乐药业	【中】神经系统疾病用药

资料来源：CDE、米内、华安证券研究所

中药重点关注：第三批全国中成药集采开启，迎接集采新变化

- 中成藥集采規則經過浙江金華、河南濮陽、青海、廣東6省聯盟、湖北等19省的探索，已形成以湖北牽頭的全國聯盟集采為主，安徽等省份補充集采未納入品種，以及其他省份和省際聯盟進行帶量價格聯動的格局。在國務院推動藥品集采常態化的背景下，安徽已將功能主治相近的中成藥（包括獨家品種）納入集采。
- 湖北牽頭的前兩批中成藥集采均取得顯著成效：第一批於2021年開展，19省聯盟共111個產品中選，平均降幅42.27%，最大降幅達82.63%；第二批於2023年7月，30省份參與，68個報價品中選，平均降幅49.36%，最高降幅76.8%。本次集采延續了前兩批的規則，同競爭單元內企業按照“綜合得分”排名入圍，綜合得分由價格競爭得分（60%）與技術評價得分（40%）組成，確保了競爭的公平性和透明性。

全国各地中药集采梳理

年份	中成藥VBP項目	特點
2020年	<ul style="list-style-type: none"> 金華第二批 濮陽 青海省 	<ul style="list-style-type: none"> 早期探索，不具備很好的分析價值
2021年	<ul style="list-style-type: none"> 湖北第一批19省 廣東6省 	<ul style="list-style-type: none"> 綜合評價入圍符合條件降幅中選/議價中選/增補中選 同組產品選擇、降幅、影響力綜合評估不及湖北
2022年	<ul style="list-style-type: none"> 山東第三批（中成藥專項） 北京市 	<ul style="list-style-type: none"> 綜合評價入圍後帶量聯動+增補中選 帶量聯動（競爭充分品種）+帶量談判（競爭不充分）
2023年	<ul style="list-style-type: none"> 湖北第二批（全國聯盟） 京津冀聯盟 	<ul style="list-style-type: none"> 綜合評價入圍符合條件降幅中選+議價中選+增補中選 帶量價格聯動
2024年	<ul style="list-style-type: none"> 湖北第三批（全國聯盟） 安徽省采 浙江第五批 甘肅 	<ul style="list-style-type: none"> ? 綜合評價中選+增補中選 引入專家評審+一家中選+獨家價格聯動 帶量聯動

全国各地集采降幅情况



资料来源：湖北医药招采平台、易联招采，赛柏蓝、华安证券研究所

中药重点关注：第三批全国中成药集采开启，迎接集采新变化

- 12月11日，全国中成药联合采购办公室发布《关于全国中成药采购联盟集中采购相关数据信息的公示》，标志着湖北牵头的新批次全国中成药联盟集采方案正式定稿。本次集采扩展至口服及注射剂，共纳入20组产品，如血脂康、脉血康、血栓通等，共有559个产品信息通过审核，涉及生脉、灯盏花素、穿心莲等热门产品组，审核通过的287家药企包括安徽东盛友邦、北京亚东生物等，反映出市场竞争的激烈程度。
- 本次全国中成药集采方案延续了公平竞争原则，并在规则上进一步细化和优化。产品按采购组A/B竞争单元进行划分，依据联盟地区医药机构2023年采购金额作为重要指标。同一竞争单元内，申报企业按照综合得分排名确定入围企业，综合得分由价格竞争得分（60%）与技术评价得分（40%）构成。当申报企业数量达51家及以上时，最多可入围25家企业。评分标准综合考虑报价降幅、医疗机构认可度、创新能力、药材品质、供应保障等因素，确保竞争公平性。同时，对高价药品进行适度调低，以调整基准价，降幅越大，得分越高，进一步强化市场竞争机制。
- 随着中成药集采的深入推进，市场竞争日趋激烈。本次采购要求，医疗机构采购同组未中选产品不得超过中选产品实际采购量的10%，进一步强化对非中选品种的管理。同时，集采通过调低高价药品的基准价，提高了企业间的公平竞争机会。未来，中成药企业需在降幅力度、产品认可度、创新能力和质量保障等方面持续提升，以在激烈的市场竞争中保持优势。

第三批全国中成药集采品种

序号	采购组	给药途径	药品名称
1	脂必妥、脂必泰、血脂康	口服	血脂康胶囊
			血脂康片
			脂必妥胶囊
			脂必妥咀嚼片
2	脉血康、脑血康、活血通脉	口服	脉血康肠溶片
			脑血康滴丸
			脑血康胶囊
			脑血康颗粒
			脑血康丸
3	血栓通、三七通舒	口服	三七通舒胶囊
4	喜炎平、炎琥宁、穿琥宁、穿心莲	注射	喜炎平注射液
5	红花黄色素、红花	注射	红花黄色素氯化钠注射液
6	消栓、芪龙	口服	芪龙胶囊
			消栓肠溶胶囊
7	舒肝宁、茵栀黄	注射	舒肝宁注射液
8	双黄连	注射	双黄连粉针剂
9	丹参	口服	丹参冲剂
10	生脉、益气复脉	口服	丹参软胶囊
			生脉饮软胶囊
11	灯盏花素、灯盏细辛	口服	益气复脉颗粒
			灯盏花素咀嚼片
			灯盏细辛合剂
			灯盏细辛颗粒
14	脑心清	口服	脑心清片
15	地榆升白	口服	地榆升白片
16	清开灵	口服	清开灵分散片
			清开灵软胶囊
17	清开灵	注射	注射用清开灵
			保妇康泡沬剂
18	保妇康	外用	保妇康栓
			保妇康阴道泡腾片
			参芪降糖颗粒
19	参芪降糖	口服	参芪降糖片
20	独一味	口服	独一味胶囊

资料来源：湖北医药招采平台、赛柏蓝、华安证券研究所

中药重点关注：医保谈判下的放量机会

- 2024年国家医保目录于11月28日正式公布，共有91种药品新进入目录，平均降价63%，其中包括11种中成药，如儿茶上清丸、九味止咳口服液、秦威颗粒、温经汤颗粒等。这11种中成药涵盖中药1.1类新药6种、3.1类新药3种、1.2类新药1种、2.2类改良剂型新药1种，涉及葵花药业、华润三九、健民集团、济川药业、以岭药业、亚宝药业等12家上市公司。本轮调整后，国家医保目录内药品总数达3159种，其中中成药1394种，中药饮片892种。

此次医保目录调整中，中药3.1类、1.1类和1.2类新药受到重点关注，显示出中药创新发展趋势。在中药3.1类新药中，济川煎由康缘药业独家生产，温经汤由华润神鹿获批，天士力等企业排队待批，一贯煎颗粒由神威药业首获批，吉林敖东、上海凯宝正在报审。中药1.1类新药方面，益气通窍丸为鼻病领域首个获批1.1类新药；以岭药业的通络明目胶囊针对糖尿病视网膜病变，临床试验疗效显著。中药1.2类新药中，青峰医药的枳实总黄酮片是十年来消化领域首个1.2类创新中药，全球首创天然胃肠动力药，临床疗效明确。此次调整体现了中药创新成果的突破，临床价值逐步显现。

2024年医保目录调整中的中药

序号	药品名	类别	药企
1	儿茶上清丸	1.1	葵花药业
2	九味止咳口服液	1.1	亚宝药业
3	秦威颗粒	1.1	成都永康制药
4	济川煎颗粒	3.1	康缘制药
5	温经汤颗粒	3.1	华润三九、天士力、上海医药
6	一贯煎颗粒	3.1	神威药业、吉林敖东、上海凯宝
7	通络明目胶囊	1.1	以岭药业
8	小儿豉翘清热糖浆	2.2	济川药业
9	小儿紫贝宣肺糖浆	1.1	健民药业
10	益气通窍丸	1.1	扬子江
11	枳实总黄酮片	1.2	青峰药业

资料来源：新康界、华安证券研究所

中药：基药下的投资机会

- 国务院办公厅印发《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》，旨在指导和推动中国2024年的医药卫生体制改革。文件为中国2024年的医药卫生体制改革提供了清晰的方向和具体的措施。文件中提到“适时优化调整国家基本药物目录”，为基药目录推进带来新的实质性进展。对中医药发展路线进一步也是更加清晰明确。

2018年部分基药放量情况

- 中成药一旦被纳入基本药物目录，其市场销售通常会经历显著的增长。特别是在等级医院中，大约90%的中成药品种见证了销量的增长，其中有54%的品种销量增长超过了两倍。至今，2018年版国家基本药物目录中新增的独家中成药品种中，已有超过25个产品达到了亿级甚至20亿级的销售额，这些产品来自包括以岭药业、康缘药业、佐力药业、扬子江药业和广药集团等知名药企。

药品名称	企业	适应症	2018年等级医院销售额 (亿)	2023年等级医院销售额 (亿)	销售放量倍数
苏黄止咳胶囊	扬子江药业	咳嗽	13	25	1.9倍
杏贝止咳颗粒	康缘药业	咳嗽	0.0457	2.5	56倍
通天口服液	太极集团	偏头痛	0.63	2	3倍
灵泽片	佐力药业	前列腺增生	0.0273	1.8	66倍
益气和胃胶囊	立方制药	慢性非萎缩性胃炎	0.017	2.8	165倍
津力达颗粒	以岭药业	II型糖尿病	0.57	2	6倍
滋肾育胎丸	白云山	习惯性流产	1.61	4.7	3倍
金叶败毒颗粒	中国中药	风热感冒	0.0763	1.43	19倍
鼻窦炎口服液	太极集团	急、慢性鼻炎	0.71	1.87	3倍
金振口服液	康缘药业	小儿支气管炎	1.92	4.63	2倍

资料来源：中康、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

中药：零售端二季度高基数下承压，大品牌品种增长突出

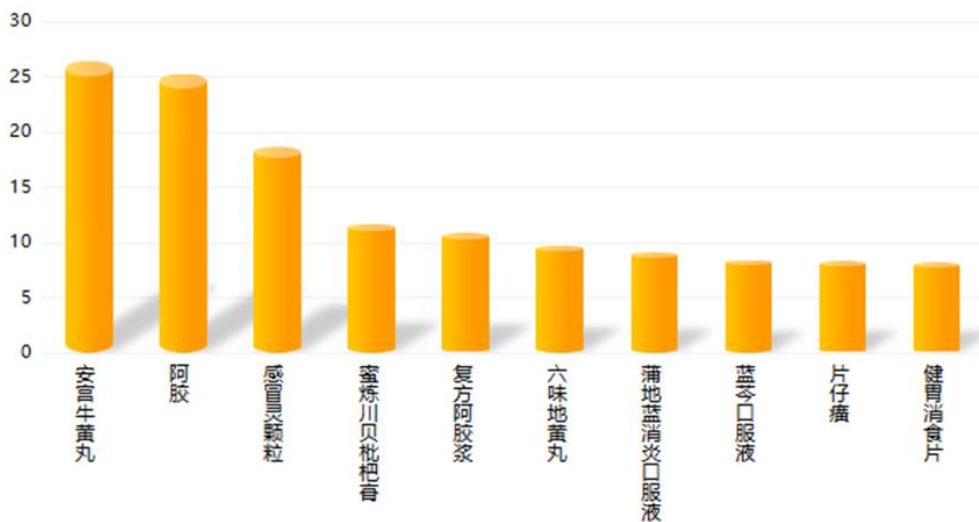
- 据中康CMH数据显示，2024年上半年，中成药零售市场规模达832.58亿元，整体同比减少3.2%。感冒用药/清热类中成药最为畅销，占比16.6%；肝胆疾病用药增速最快，同比增长19.5%。

全国零售药店各品类增长率

中西药属性	份额% YTD2406	增长率% YTD2406 同比	增长率% 202406 月 度同比
药品市场	82.80%	-0.70%	-3.70%
化学药	44.10%	-0.50%	-1.10%
中成药	32.20%	-3.20%	-10.10%
生物制品	6.40%	11.30%	13.20%
非药品市场	17.20%	-16.70%	-11.40%
非药品市场、中药 饮片	6.10%	-0.50%	0.50%
医疗器械、保健品 及健康食品	4.70%	-29.10%	-16.70%
医疗器械、保健品 及健康食品	4.40%	-20.60%	-20.80%
其它（包含消字号/ 日用品/化妆品等）	2.00%	-14.90%	-8.30%

- 中康云瓴中药产业数据系统分析显示，2024年上半年，零售销售额超过10亿元的中成药有5个，其中安宫牛黄丸、阿胶的销售额更是超过20亿元。

2024年上半年零售端中成药销售额TOP 10药品（亿元）



资料来源：中康、华安证券研究所

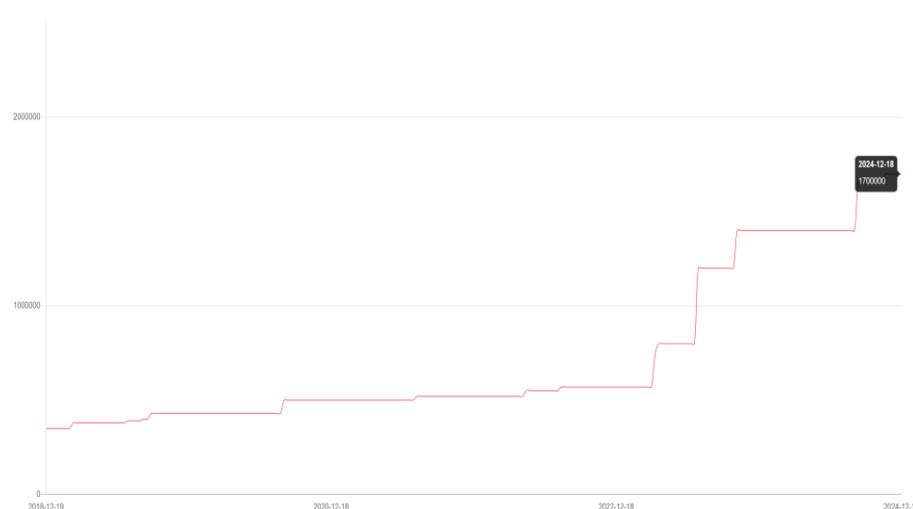
中药：中药材价格有所回落，名贵中药材值得关注

- 据对亳州中药材价格监测显示，中药材价格经历2023年的快速上涨和年底回落，2024年平稳上扬，下半年开始价格逐步回落。中药材价格飙升引发了多方面影响：企业生产成本上涨，中药质量下降，民众用药成本增加，医保支出压力增大。同时，药材价格上涨刺激了药农的种植热情，导致产地盲目扩张，为未来价格下跌埋下了隐患。
- 名贵中药材下半年迎来两大政策更新。7月，国家药监局和海关总署提出允许进口牛黄用于中成药生产的试点，有望缓解国内天然牛黄的短缺并降低价格。10月，国家药监局与国家中医药局联合发布公告，支持珍稀濒危中药材替代品的研发，以促进中医药的可持续发展，扩大珍稀濒危中药材的应用和企业产能，促进中药产业商业化和创新发展。

10年间中药材价格指数变动情况



天然牛黄价格一直处于高位（价格：元/公斤）



资料来源：中药材价格指数网（2024/12）、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



华安证券

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

中药：季度因素带来业绩承压，乐观看待行业的政策与业绩共振机会

- 中药板块三季度各方面因素下业绩有所承压，但长期趋势并没有改变，投资需要把握季度波动带来的投资分化。我们认为后续中药投资策略紧握3条赛道，抓住3个主题
- **三条赛道：**
 - **品牌OTC。**OTC产品品牌相对重要，选择特色领域有品牌、后续有催化的公司。相关标的**佐力药业、贵州三力、羚锐制药、寿仙谷、特一药业、桂林三金**等。
 - **中药老字号。**老字号作为中药板块稀缺资源，其品牌力逐步彰显，并且老字号名贵中药品种具有提价效应，在后续中药材价格稳定回落后，利润增厚有望进一步兑现。相关标的：**云南白药、片仔癀、同仁堂、广誉远、东阿阿胶**等。
 - **中药创新药。**由于24年上半年基数影响以及行业的各项调整，导致业绩承压，但中药创新热度较高，预计未来迎来获批或者临床推进期，关注中药创新药机会，相关标的**康缘药业、以岭药业、天士力、方盛制药、新天药业**等。
- **三个主题：**
 - **国企改革。**中药板块为典型的中特估概念，并且国企比例较高，国企改革下国企中药公司也纷纷提出新的要求，未来业绩体现值得预期。代表性标的**天士力、云南白药、同仁堂、东阿阿胶、华润三九、昆药集团、太极集团、达仁堂、康恩贝、广誉远、江中药业、九芝堂**等。
 - **预期落空的政策推进。**基药目录：22年推迟到今年，推进进度一直被推后压制，《深化医药卫生体制改革2024年重点工作任务》推进迎来曙光，预计24年会有推进，届时独家中药获批基药可能带来放量，相关标的**康缘药业、济川药业、天士力、贵州三力、方盛制药、盘龙药业、一品红**等。
 - **预期改善+事件驱动。**2024年利空出尽，2025年逐步业绩反转公司。由于行业性、基数等因素，导致上半年业绩承压，股价合理偏下，2025年业绩上或者事件上有望逐渐改善的标的。**济川药业、贵州三力、天士力、太极集团、昆药集团、新天药业、九芝堂**等。



中药：季度因素带来业绩承压，乐观看待行业的政策与业绩共振机会

- **整体：**医保调查在医药行业的推进预计将持续，因为医保收入面临下滑，而支出因老龄化加剧而不断增加，给政府相关业务带来压力。从资本市场的角度来看，目前的市场趋势仍在牛市，政策支持稳定，除非出现突发事件，否则市场将保持增长势头。政策上允许大股东借款增持、鼓励跨行业并购等措施，进一步强化了市场的支持力度。从板块轮动来看，看好明年医药消费表现。
- **院内：**集采影响仍是最大扰动。中药集采政策偏重大企业，它们能利用评分优势缓解降价影响。集采执行中，低价中标难以迅速占领市场，而高价未中标可能失去市场。集采拖延主要因内部博弈和政策不明确，大品种药品逐步纳入，地方集采减少，高价中选品种表现较好。新规则下，注射剂规格比价要求宽松，执行力度不足。医疗机构参与度不高，影响集采量完成，而集采量申报与执行存在弹性。企业通过压缩中间费用应对降价，努力降本增效。整体而言，中药集采推动企业在成本控制和市场策略上进行调整，以适应市场变化。
- **院外：**消费医疗板块在内需经济刺激下迎来积极前景，尤其是随着美国大选后可能的关税风险增加，内循环重视度提升，医药消费板块预期将获得持续的政策支持和市场关注。医保局的政策调整认可了线下药店自主定价的合理性，为非医保定点药店提供了更大的定价自由度，同时对医保定点药店和非公立医院的定价进行了规范。此外，OTC中成药因其自主定价能力强，有望实现量价齐升，特别是在中药材价格持续上涨的背景下，品牌知名度高和市场占有率大的中成药企业更有可能通过提价来维持利润，同时利用高端消费品市场的需求增长来进一步扩大市场份额。这些因素共同为消费医疗板块的估值修复和增长提供了有力支撑。

中药估值表 202412

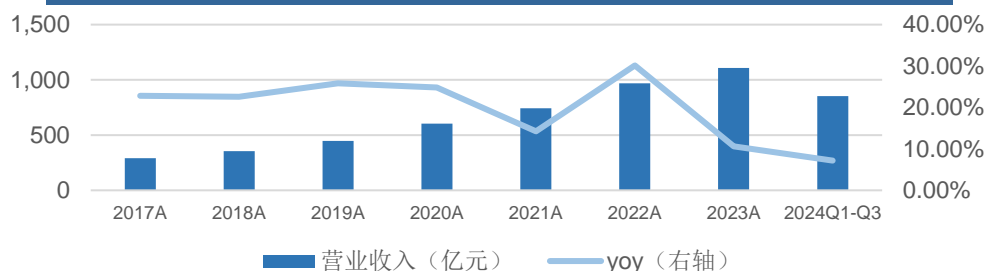
	股票	股票	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	年初以来 涨跌幅	PE (TTM)	净利润 (亿元)				PE		
	代码	名称					2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
院内中药创新药	002603.SZ	以岭药业	289	16.36	-28%	194	13.52	11.53	13.63	15.90	25	21	18
	600557.SH	康缘药业	86	14.17	-29%	16	5.37	5.62	6.52	7.52	15	13	11
	600535.SH	天士力	222	14.62	-10%	25	10.71	11.16	12.73	14.35	20	17	15
	603439.SH	贵州三力	59	13.76	-26%	18	2.93	3.41	4.26	5.28	17	14	11
	603998.SH	方盛制药	49	10.80	1%	18	1.87	2.67	3.08	3.73	18	16	13
	002873.SZ	新天药业	25	10.27	-17%	46	0.81	0.87	0.96	1.09	29	26	23
品牌中药老字号	600436.SH	片仔癀	1,348	219.01	-8%	44	27.97	31.81	36.67	42.15	42	37	32
	000538.SZ	云南白药	1,039	58.80	28%	24	40.94	45.46	50.24	55.05	23	21	19
	600085.SH	同仁堂	561	39.95	-24%	34	16.69	17.47	20.11	23.35	32	28	24
	000423.SZ	东阿阿胶	386	59.01	26%	25	11.51	14.69	17.69	21.12	26	22	18
	600771.SH	广誉远	95	18.99	-29%	137	0.90	1.51	2.06		63	46	
中药OTC	000999.SZ	华润三九	581	45.32	23%	17	28.53	34.03	38.79	44.00	17	15	13
	600129.SH	太极集团	147	25.66	-44%	24	8.22	7.86	10.21	12.54	19	14	12
	600422.SH	昆药集团	126	16.20	-19%	28	4.45	5.36	6.85	8.49	23	18	15
	600566.SH	济川药业	272	29.52	-2%	10	28.23	27.56	31.13	34.78	10	9	8
	600572.SH	康恩贝	124	4.78	-2%	25	5.92	7.01	7.98	9.05	18	15	14
	600329.SH	达仁堂	249	31.99	-2%	27	9.87	10.98	13.04	15.26	23	19	16
	600750.SH	江中药业	132	21.45	8%	18	7.08	7.81	8.89	10.06	17	15	13
	603896.SH	寿仙谷	46	22.53	-30%	20	2.54	2.63	2.90	3.21	18	16	14
	002275.SZ	桂林三金	87	14.74	6%	21	4.21	4.59	5.15	5.78	19	17	15
	600285.SH	羚锐制药	123	21.36	28%	18	5.68	6.95	8.19	9.57	18	15	13
	600976.SH	健民集团	68	42.42	-34%	16	5.21	5.53	6.62	7.93	12	10	9
	300181.SZ	佐力药业	117	16.01	56%	23	3.83	5.45	6.98	8.79	21	17	13
	002737.SZ	葵花药业	122	20.71	-16%	14	11.19	12.57	13.85	15.43	10	9	8
	002644.SZ	佛慈制药	43	8.09	-17%	91	0.67	0.71	1.08	1.32		40	33
	600993.SH	马应龙	114	26.14	9%	24	4.43	5.67	6.54	7.48		17	15
	002728.SZ	特一药业	49	8.95	-28%	70	2.53	0.00	3.35	4.50		15	11

资料来源: wind (2024/12/15, 标红为国企)、华安证券研究所

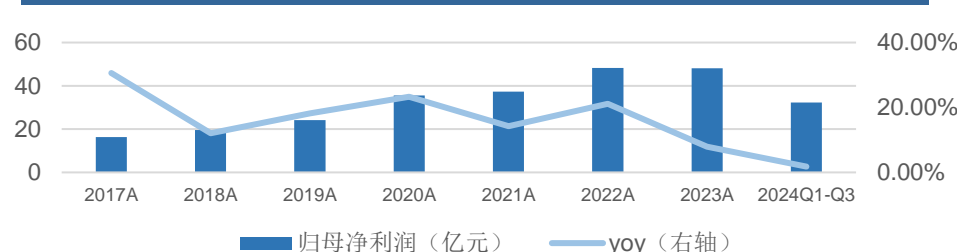
医药零售—药店：多重因素导致板块增长放缓，盈利能力承压

- 2024年前三季度，药店板块营业收入达到852.2亿元，同比增长7.18%，较2023年全年的10.64%增速有所放缓。归母净利润为32.3亿元，同比增长1.79%。毛利率和净利率分别为34.33%和4.10%，与2023年相比略有下降，但仍保持相对稳定。主要是可能受到行业竞争加剧、成本上升以及宏观经济环境变化等因素的影响，使得盈利能力面临一定压力。

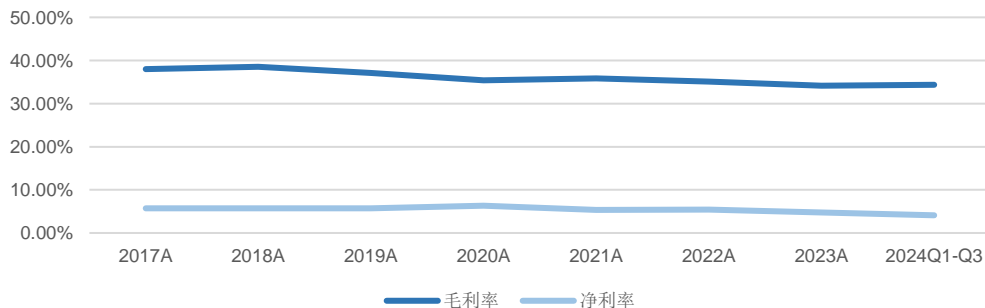
申万药店板块营收情况 (亿元, %)



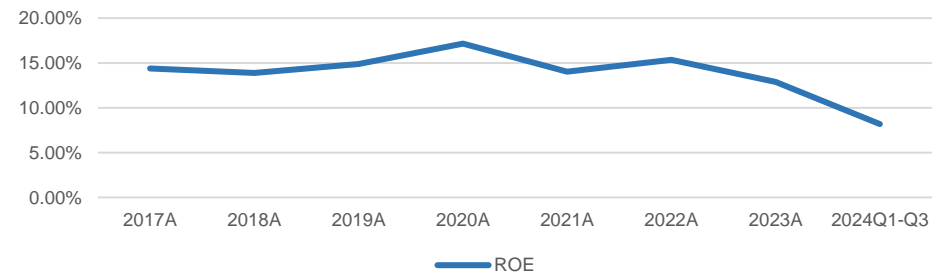
申万药店板块归母净利润情况 (亿元, %)



申万药店板块毛利率、净利率



申万药店板块ROE

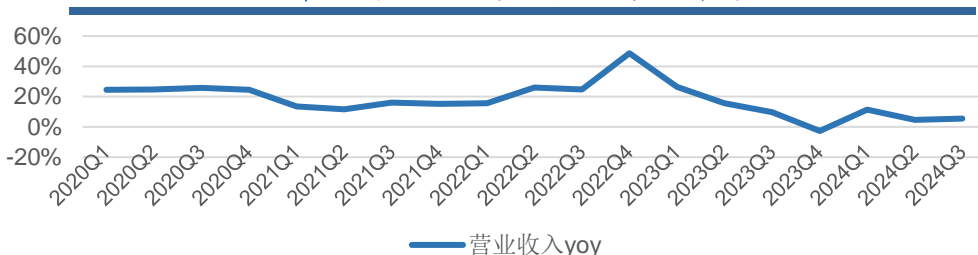


资料来源：wind、华安证券研究所

医药零售—药店：Q3增长回落，盈利能力短期承压

- 2024年第三季度，线下药店营业收入同比增长5.4%，增速较上一季度略有提升，显示出市场需求的逐步回暖。毛利率保持在34.2%，与上一季度相比基本持平，显示出成本控制和定价策略的有效性。净利率下降至2.8%，较上一季度有所减少，可能是由于成本上升或市场竞争加剧等因素影响。归母净利润同比下降37.1%，表明尽管营业收入有所增长，但盈利能力面临较大压力。整体来看，线下药店在宏观经济和行业竞争的双重挑战下，盈利能力有所波动，但仍展现出一定的市场适应能力和经营韧性。

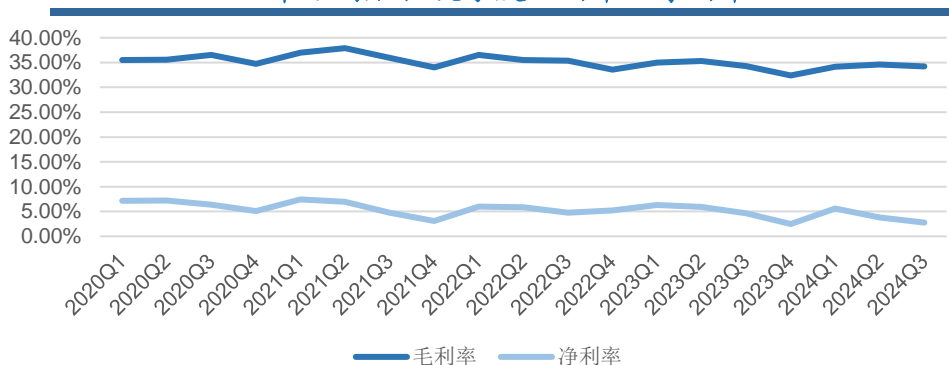
申万药店板块季度营收情况 (%)



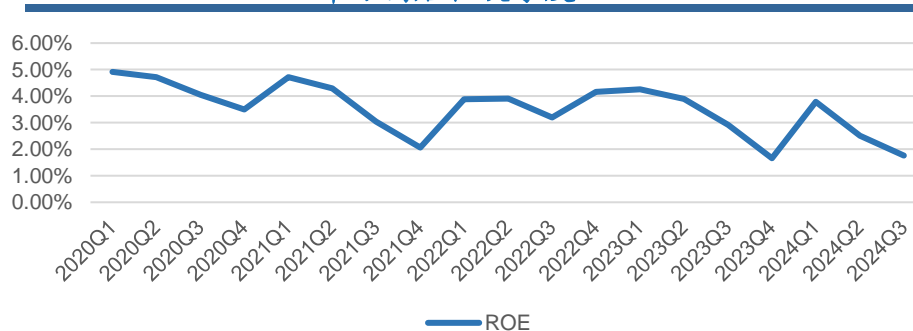
申万药店板块季度归母净利润情况 (%)



申万药店板块季度毛利率、净利率



申万药店板块季度ROE



资料来源：wind、华安证券研究所

药店：业绩出现分化，头部效应逐步显现

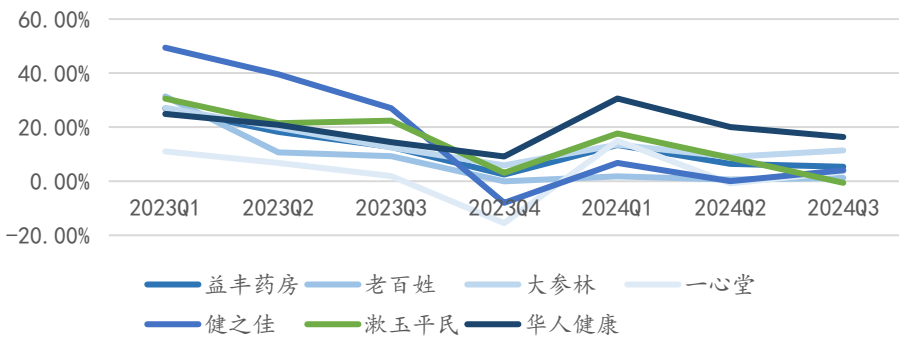
- 2024年前三季度，药店上市公司业绩呈现分化。各家营业收入均实现增长，但利润端除益丰药房和华人健康保持正增长，其他公司均出现或大或小的降幅。尽管业绩分化，但各大药店上市公司的门店数量持续提升，尤其是漱玉平民在第三季度净增门店数达到1,291家，显示出行业整体扩张的趋势。

药店上市公司主要财务情况 (2024Q1-Q3)

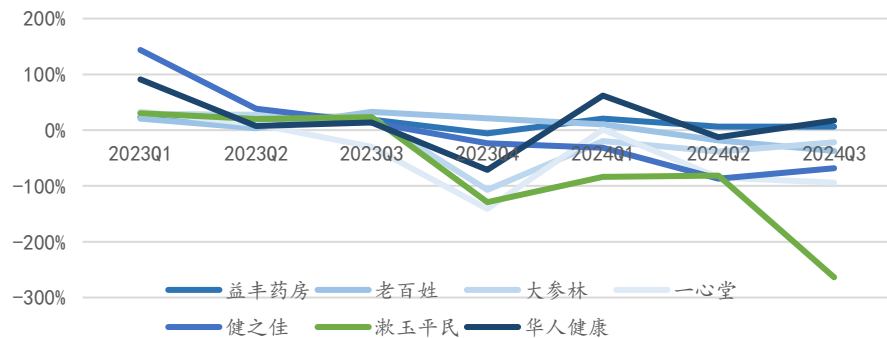
2024Q1-03	益丰药房	老百姓	大参林	一心堂	健之佳	漱玉平民	华人健康
营业收入 (亿元)	172.19	162.32	197.31	135.89	67.35	70.78	32.69
营业收入同比	8.38%	1.19%	11.33%	6.06%	3.63%	8.32%	22.07%
归母净利润 (亿元)	11.11	6.30	8.58	2.93	1.01	-0.13	1.08
归母净利润同比	11.14%	-12.06%	-26.93%	-57.36%	-63.79%	-108.15%	22.62%
扣非归母净利润 (亿元)	10.92	6.07	8.52	3.43	0.97	-0.16	1.00
扣非归母净利润同比	13.01%	-5.94%	-26.31%	-49.44%	-64.28%	-109.74%	35.89%
ROE	11.1%	9.2%	12.5%	3.8%	3.6%	-0.6%	5.5%
销售毛利率	40.4%	33.9%	34.7%	31.7%	36.2%	27.2%	32.4%
销售费用率	26.0%	22.0%	23.4%	24.9%	29.3%	22.0%	22.3%
管理费用率	4.5%	5.1%	4.5%	2.5%	2.8%	3.3%	5.0%
财务费用率	0.7%	0.8%	0.8%	0.5%	1.6%	1.5%	0.5%
销售净利率	7.0%	4.6%	4.6%	2.3%	1.5%	-0.4%	3.5%
经营性现金流净额 (亿元)	33.42	12.56	25.10	12.41	5.02	2.40	3.94
总门店 (24前三季度)	15,050	15,591	16,453	11,516	5,501	8,935	1697(半年报)
Q3净增门店数	314	622	302	225	57	1,291	316(较2023年)

资料来源：wind、华安证券研究所

药店上市公司营业收入季度增速 (23Q1~24Q3)



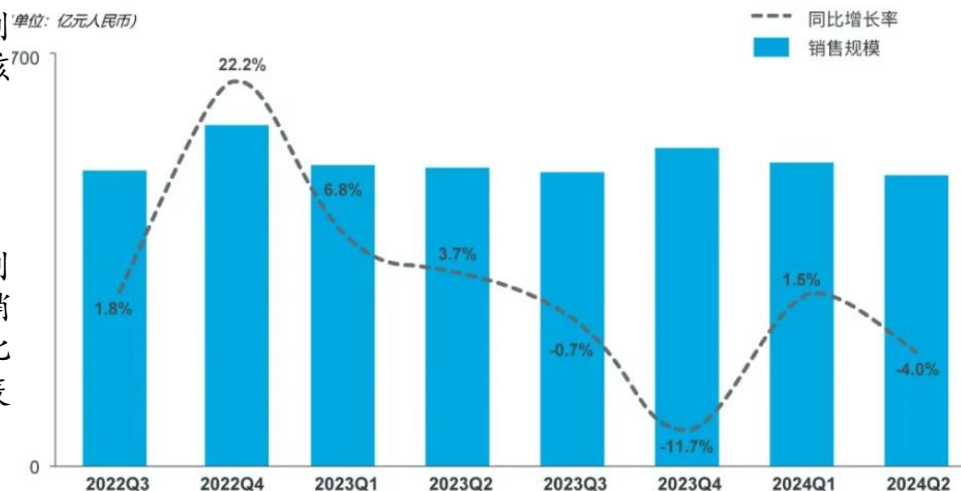
药店上市公司归母净利润季度增速 (23Q1~24Q3)



药店行业：零售药店市场增速下滑

- 根据IQVIA的数据，2024年上半年，全国地级市市辖区零售药店市场销售规模达到1056.9亿元人民币，较去年同期下降1.2%，反映出消费者购药需求的持续低迷。非处方药和处方药销售份额占九成以上，处方药市场维持0.6%的正增长，而非处方药则出现了0.4%的负增长。此外，本土企业占据了超过72%的市场份额，但规模同比下降2.5%；相比之下，跨国企业的市场份额接近28%，并实现了2.2%的同比增长。
- 非处方药市场：中成药表现坚挺，感冒咳嗽类药品增速领先**
- 2024年上半年，全国地级市市辖区零售非处方药市场的销售规模达到451亿元人民币，同比下降0.4%。尽管整体市场表现不佳，但中成药占据了近六成的份额，并实现了2.0%的同比增长。在非处方药的主要治疗领域中，感冒咳嗽类、维生素和矿物质补充剂、镇痛类药品仍占据前三席位，总体销售份额超过五成。感冒咳嗽类药品的销售增速最快，主要由于2023年同期市场需求回落，基数较低所致。
- 处方药市场：抗肿瘤免疫调节类药品领跑增长**
- 2024年上半年，全国地级市市辖区零售处方药市场销售规模达到523亿元人民币，同比增长0.6%。西药占据了78%的市场份额，销售规模同比增长2.3%；然而，中成药处方药市场表现低迷，同比下降4.9%。在十大治疗领域中，心血管系统用药、抗肿瘤和免疫调节剂、中成药分别占据前三位，总体销售份额达到53%。其中，抗肿瘤和免疫调节类处方药增速最快，同比增长12.1%，显示出该领域强劲的市场需求。

全国地级市市辖区零售药店市场季度趋势(2022Q3-2024Q2)

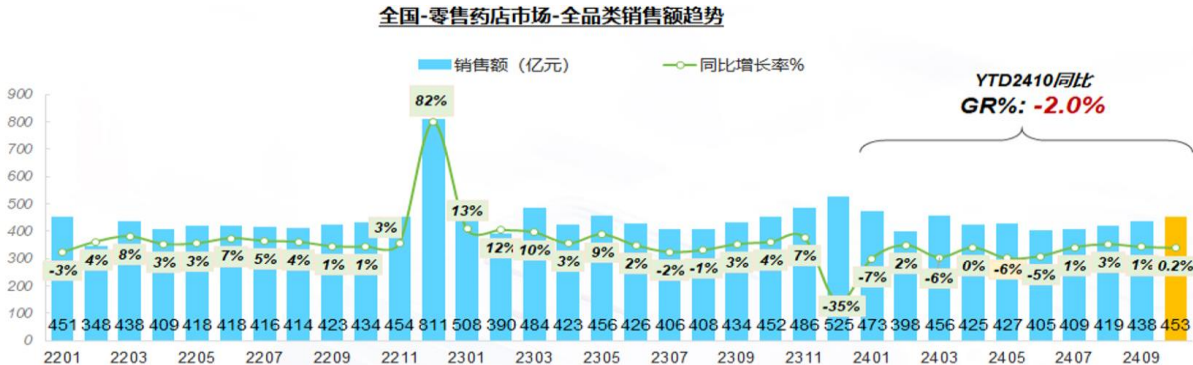


资料来源：IQVIA、华安证券研究所

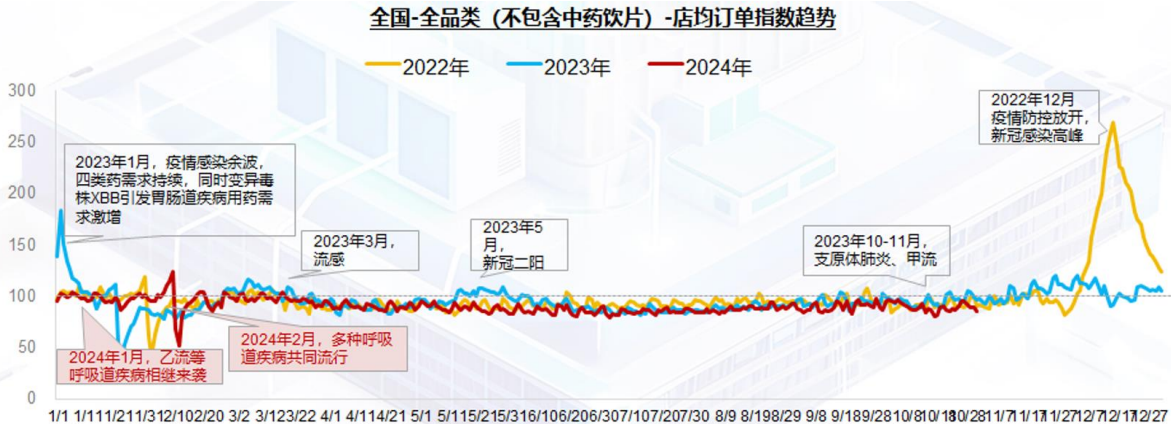
药店行业：多因素冲击下，药店市场进入弱增长时代

- 截至2024年10月，全国零售药店市场累计销售规模达到4,301亿元，同比下滑2.0%。自今年6月以来，市场规模连续四个月保持缓速增长，显示出零售药店市场已进入一个弱增长的新时代。
- 自2024年3月以来，受到经济下行和医改深化等因素的影响，线下零售药店的客流量同比持续下滑。与去年10月因呼吸道流行疾病引发的用药需求带来的较高客流相比，今年10月的客流水平明显较低。

全国-零售药店市场-全品类销售额趋势



全国-全品类(不包含中药饮片)-店均订单指数趋势



资料来源：中康、华安证券研究所

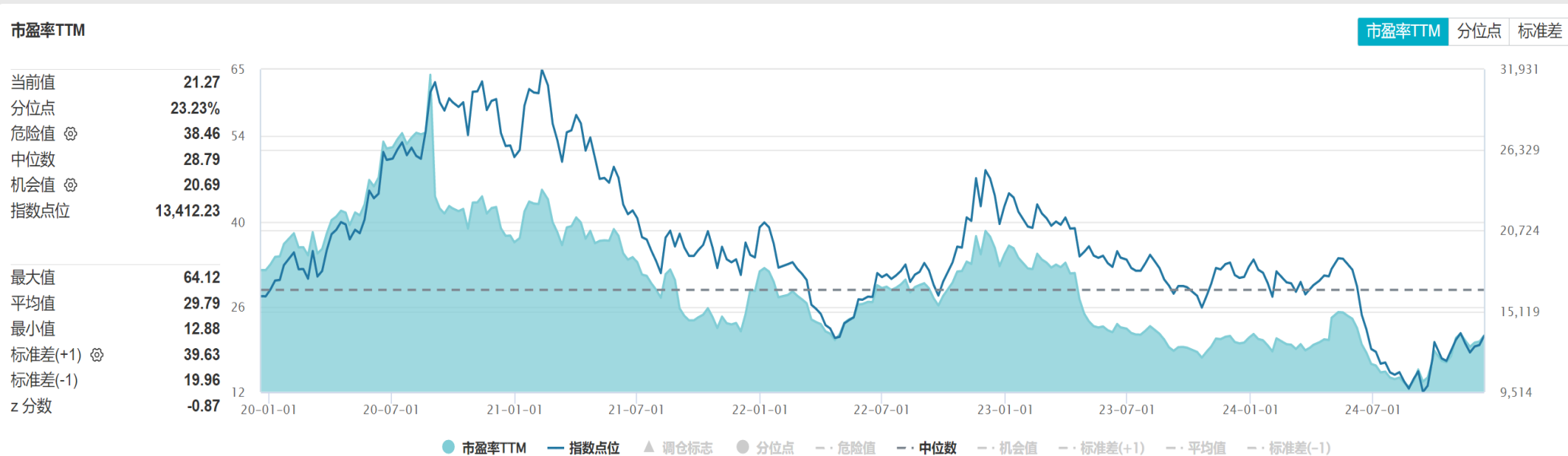
药店行业：价格体系走向规范，长期利好行业出清

- 今年初，国家医保局启动了“四同药品”价格专项治理，旨在促使同一通用名、厂牌、剂型和规格的药品价格回归合理水平，推动多家药企主动下调挂网价格。随后，国家医保局发布了《关于开展“上网店，查药价，比数据，抓治理”专项行动的函》，在药品价格监测中引入网络售药平台的“外卖价”“小时达”“即时达”“限时达”等当日同城即时配送模式价格作为对比基准，进一步治理不合理的高价药品现象。各地也相继上线各种“比价神器”，力争让药品价格等信息更加公开透明。
- 药品比价平台的推广对线下药店带来了巨大冲击，尤其是在药品盈利空间方面可能会被大幅压缩。然而，这一影响在大型连锁药店和小型药店之间存在较大差异。大型连锁药店凭借强大的供应链管理能力和品牌优势，通常能够提供更低的价格，因此受比价平台的影响相对较小。反之，小型药店和家庭药店由于价格较高，面临更大的客源流失风险，这些流失的客源可能转向大型连锁药店。
- 未来，价格透明化将成为主流趋势，药店需要通过精准市场研判、合理调整销售模式来应对这一变化。与此同时，药品比价平台的推广也促进了线上线下的融合发展。线上销售平台的搭建、即时零售和快速配送已成为药品销售的重要趋势，线下药店必须积极拥抱这一变化，以提高竞争力。药店不仅需要加强数字化管理和营销，还应通过提供优质产品和差异化服务来吸引和留住客户。药品比价平台的普及无形中推动了药店以更积极的态度适应市场变化，通过优化价格和服务质量在激烈的市场竞争中占据一席之地。

药店行业：估值处于底部，安全边际显著

- 指数估值：当前指数PE (TTM) 为21.27，处于5年23%分位，处于低估位置。

药店指数PE (TTM)



资料来源：wind、华安证券研究所

医药零售—药店：选股思路—摆脱影响，大连锁优势凸显

- 选股思路：24年前三季度连锁药店普遍面临市场及行业竞争加剧、消费意愿弱、消费者行为改变、商品利润空间压缩、门诊统筹政策推行进度不一等挑战，导致净利润下降、业绩承压。但各因素为短期承压，
- 选股上，目前上市的7家上市药房走在市场前列，复苏也会成为板块性机会，大型连锁建议关注益丰药房、大参林、老百姓、一心堂；后起区域龙头建议关注健之佳、漱玉平民、华人健康。

药店行业上市公司估值情况

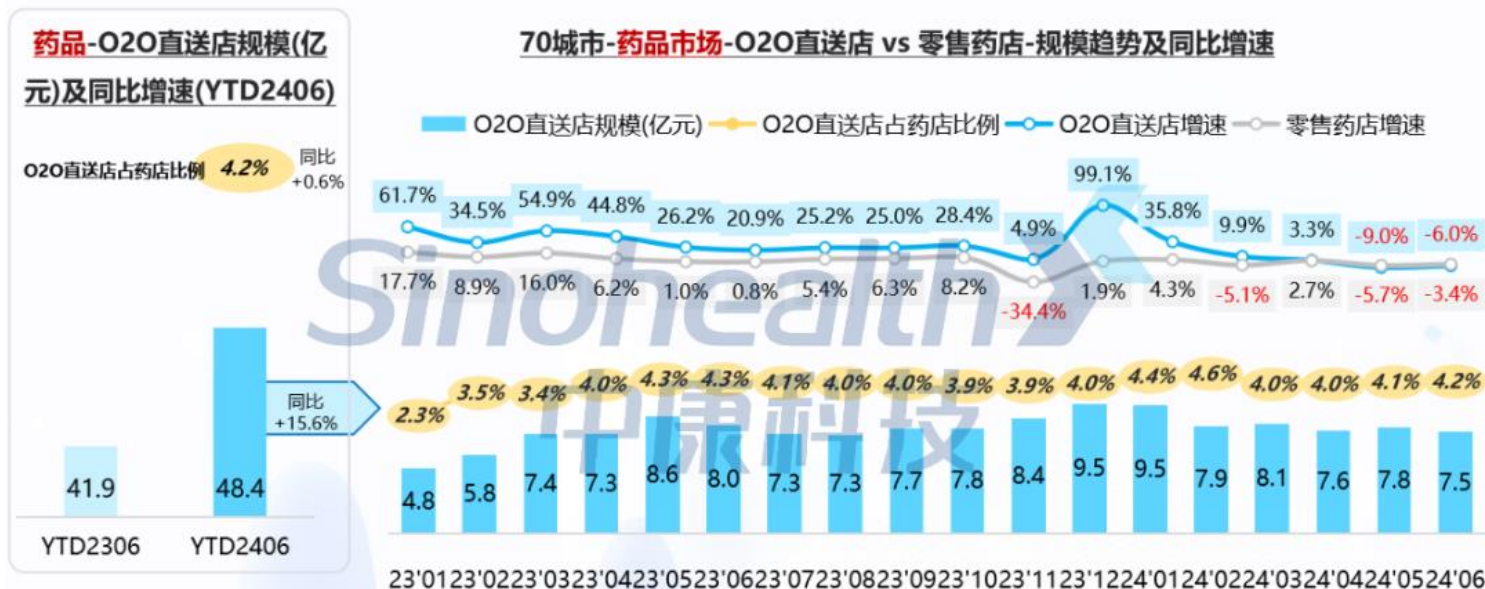
股票 代码	股票 名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	PE (TTM)	净利润 (亿元)				PE			yoy		
					2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603939.SH	益丰药房	302	25.95	20	14.12	15.87	18.75	22.13	19	16	14	13%	19%	19%
603233.SH	大参林	148	18.11	18	9.29	8.83	10.09	11.79	17	15	13	0%	18%	18%
603883.SH	老百姓	185	15.92	22	11.66	11.25	13.16	15.52	16	14	12	-1%	16%	18%
002727.SZ	一心堂	87	14.07	56	5.49	5.16	6.97	8.42	17	13	10	-4%	36%	21%
605266.SH	健之佳	42	26.59	18	4.14	2.12	2.69	3.09	20	16	14	-49%	26%	15%
301017.SZ	漱玉平民	60	13.91	-143	1.33									
301408.SZ	华人健康	53	12.34	40	1.15									

资料来源：wind（2024/12/15）、华安证券研究所

医药零售—互联网医疗：乘医保之风，O2O值得期待

- 2024年上半年，O2O直送店药品市场规模达48.4亿元，同比增长15.6%；O2O直送店占线下零售药店渠道的重要性同比增长，占比提升至4.2%。截至2024年6月，O2O直送店药品市场，Rx药物同比增速快于OTC药物，销售规模占比提升至40.5%。

O2O药品市场规模及趋势



备注：O2O包含美团+饿了么两大平台，为70城市销额70%直送店；零售药店为70城市加总；O2O直送店占药店比例是70城市70%直送店占70城市药店比例。
YTD (Year to day)：表示年至今，目标年份的1月至当月指标的总和。

资料来源：中康、华安证券研究所



医药零售—互联网医疗：乘医保之风，O2O值得期待

- 随着互联网的快速发展，“互联网+医保”模式逐步推进，政企合作下的O2O平台线上购药医保支付政策应运而生。目前，各地主要以个人账户支付OTC费用为主，北京、上海限于非处方药，深圳支持处方药医保在线支付，青岛、上饶等地则覆盖非处方药、处方药及耗材器械。随着线上处方开具、审核及用药指导路径的完善，线上处方药医保支付也将逐步落地。
- 上海最早开通医保支付线上买药，试点半年多后，成为当下竞争最集中的市场，美团、饿了么、京东、支付宝全部入局。
 - 美团医药在8月发布了全新数字化解决方案“HEALTH”经营增长模型，旨在帮助药企打造品牌影响力，并提升药店的服务效率。此外，美团医药的线上医保购药服务已在北京、上海、深圳、广州、青岛等多个城市开通，覆盖了数十家连锁药店品牌，进一步推动了线上购药的普及。
 - 京东健康积极布局线上医保购药服务，1月份试点上海医保支付外卖卖药，7月份北京医保局宣布京东平台支持医保个人账户线上购买非处方药品，随后扩展至上海、北京、广州、深圳、东莞五个城市。京东在O2O领域的最大优势在于其强大的物流能力，2024年推出的“买药秒送”服务使得配送时间大幅缩短，最快仅需4分钟。
 - 饿了么凭借背靠阿里系的优势，利用淘宝、优酷等平台为其提供引流入口，增强了线上医保购药的市场竞争力。

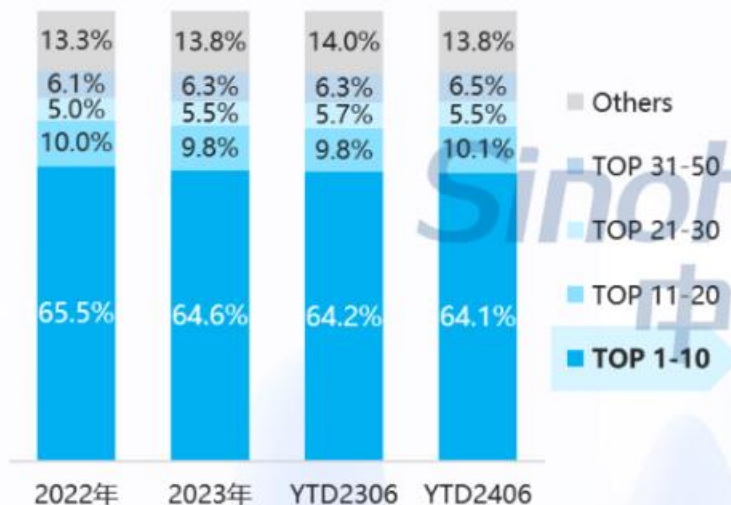
医药零售—互联网医疗：乘医保之风，O2O值得期待

- 2024年上半年，O2O直送店头部连锁集中度较高，Top10连锁销售额占比为64.1%。Top 10连锁中，大参林、一心堂排名提升；其中，一心堂市场规模同比增速达52%。

O2O直送店头部连锁集中度

O2O-药品市场-TOP连锁销售额占比趋势

(70城市70%直送店)



O2O-药品市场-TOP10连锁格局

(70城市70%直送店)

排名	排名变动	YTD TOP10连锁	YTD同比增长率%
1	-	海王星辰	18%
2	-	叮当快药	5%
3	-	益丰	17%
4	▲1	大参林	33%
5	▼1	老百姓	-3%
6	-	泉源堂	22%
7	-	国大	10%
8	-	漱玉平民	10%
9	-	健之佳	35%
10	▲1	一心堂	52%

备注：O2O包含美团+饿了么两大平台，为70城市销额70%直送店数据

资料来源：中康、华安证券研究所

医药零售：基金出现分化，线下药店减仓避险

- 从2024年上半年整体持仓统计来看，线下药店板块的基金持仓显示出一定的减仓趋势。24Q3公布的重仓持仓变动来看，除益丰药房有持仓增长，其余线下药店呈现减仓趋势。
- 互联网药店板块则表现出不同的趋势。24H1京东健康的基金持仓增加至65家，持股量增加了85.88万股，显示出增长潜力。阿里健康虽有小幅减仓，但持仓仍保持在55家，平安好医生则增持457.16万股。24Q3京东健康、阿里健康重仓基金持股总数均有提升。

医药零售持仓情况 (24H1, 全部持仓)

代码	股票名称	所属行业	持有基金数	持有公司家数	持股总量(万股)	半年度持股变动(万股)	持股占流通股比(%)
603939.SH	益丰药房	线下药店	402	94	10,277.11	-2,371.66	8.50
603883.SH	老百姓	线下药店	292	82	6,901.69	-347.42	9.11
603233.SH	大参林	线下药店	238	73	4,377.17	-4,462.26	3.84
002727.SZ	一心堂	线下药店	183	62	9,454.12	-1,805.83	23.19
605266.SH	健之佳	线下药店	120	42	3,721.45	-29.84	26.44
6618.HK	京东健康	互联网药店	65	32	3,027.40	85.88	0.95
0241.HK	阿里健康	互联网药店	55	30	18,023.91	-110.85	1.12
301408.SZ	华人健康	线下药店	55	25	73.19	27.09	0.49
301017.SZ	漱玉平民	线下药店	29	17	340.82	-1,279.62	3.12
1833.HK	平安好医生	互联网药店	19	15	2,161.68	457.16	1.93
600833.SH	第一医药	线下药店	9	7	74.93	-6.76	0.34
2192.HK	医脉通	互联网药店	4	2	845.36	221.43	1.16
9886.HK	叮当健康	互联网药店	1	1	1.00	-222.85	0.00

医药零售持仓情况 (24Q3, 重仓基金)

	代码	名称	持有基金数	持有公司家数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)
1	603939.SH	益丰药房	34	16	1,698	259
2	6618.HK	京东健康	21	16	3,555	2,884
3	002727.SZ	一心堂	16	5	4,428	-2,052
4	0241.HK	阿里健康	16	13	21,906	18,126
5	605266.SH	健之佳	11	2	2,299	-611
6	000028.SZ	国药一致	9	4	3,085	-420
7	603883.SH	老百姓	6	2	1,424	-529
8	603233.SH	大参林	4	2	292	-785

资料来源：wind、华安证券研究所

医药流通：24前三季度利润端承压，复苏待行业好转

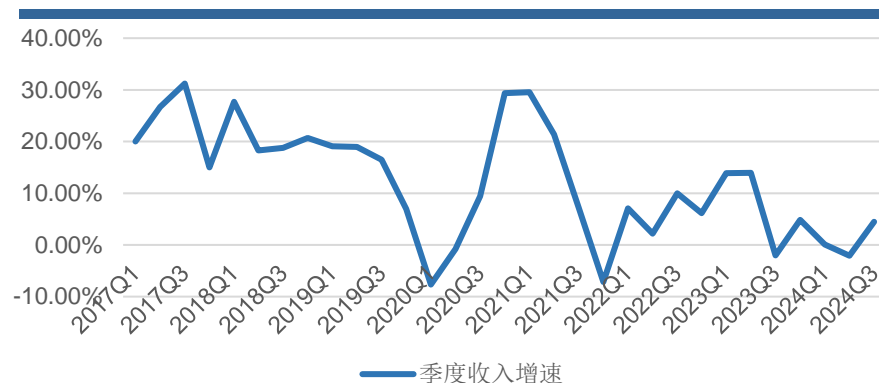
- 2024年前三季度，医药流通行业的营业收入同比增长率持续放缓，归母净利润同比增长率保持正向但增长幅度有限，毛利率和净利率均呈现下降趋势。
- 单季度变化趋势方面，2024年收入端Q3恢复正增长（4.46%），而利润端持续承压。

流通行业收入、利润增速
以及核心财务指标情况

医药流通(申万)	2021A	2022A	2023A	2023前三 季度	2024前三 季度
营业收入YOY	11.16%	6.31%	7.43%	8.30%	0.76%
归母净利润YOY	7.40%	12.12%	4.04%	3.56%	4.14%
毛利率	10.81%	10.88%	10.16%	10.19%	9.74%
净利率	2.43%	1.86%	1.82%	2.23%	2.08%
期间费用率	7.42%	7.56%	6.97%	6.83%	6.55%
销售费用率	4.54%	4.57%	4.19%	4.13%	3.92%
ROE (平均)	9.69%	6.54%	6.83%	6.44%	5.94%
经营性现金净流量/营业收入	2.06%	2.26%	2.70%	-0.30%	-0.93%

资料来源：wind、华安证券研究所

医药流通板块季度收入增速



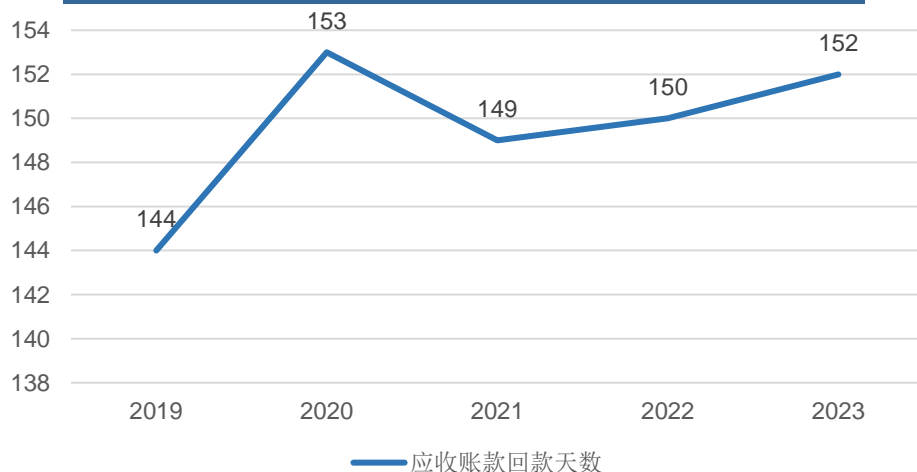
医药流通板块季度净利润增速



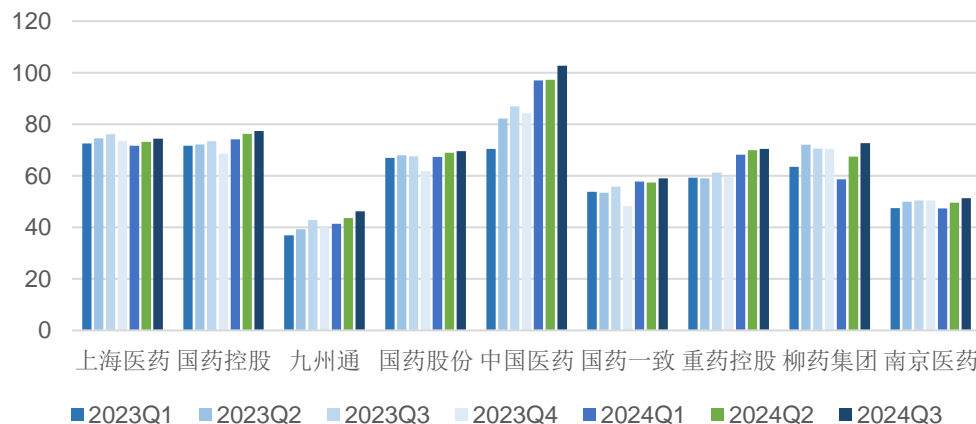
医药流通：医保预付有望改善应收账款回款

- 11月7日，商务部发布《2023年药品流通行业运行统计分析报告》。数据显示，对医疗机构应收账款回款天数平均152天，比2022年增长2天。代表性上市医药流通公司应收账款周转天数在近2年逐季有提升趋势。可见，医疗机构拖欠药品批发企业货款问题仍未改善，药品批发企业资金压力和财务费用负担日益加重。
- 11月11日，国家医保局办公室联合财政部办公厅正式出台了《关于做好医保基金预付工作的通知》。该通知旨在通过建立专项预付金机制，用于药品和医用耗材的采购等医疗开支，以减轻医疗机构在医疗费用上的垫付负担。通知规定，预付金的规模将基于过去一到三年医疗保险基金的月均支出，并参考医疗机构的年度评估和信用状况进行调整，预付金额大致相当于一个月的支出水平。这一预付金制度的实施，连同先前推行的医保直接结算和及时清算政策，预计将有助于缓解医疗机构面临的回款难题，改善企业现金流。

2019-2023年药品批发企业对医疗机构应收账款回款天数



代表性上市医药流通公司应收账款周转天数变化趋势

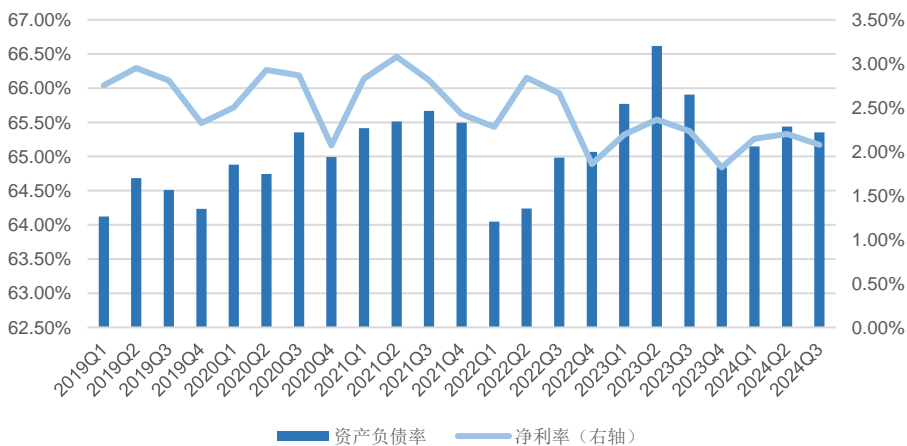


资料来源：医保局、wind、华安证券研究所

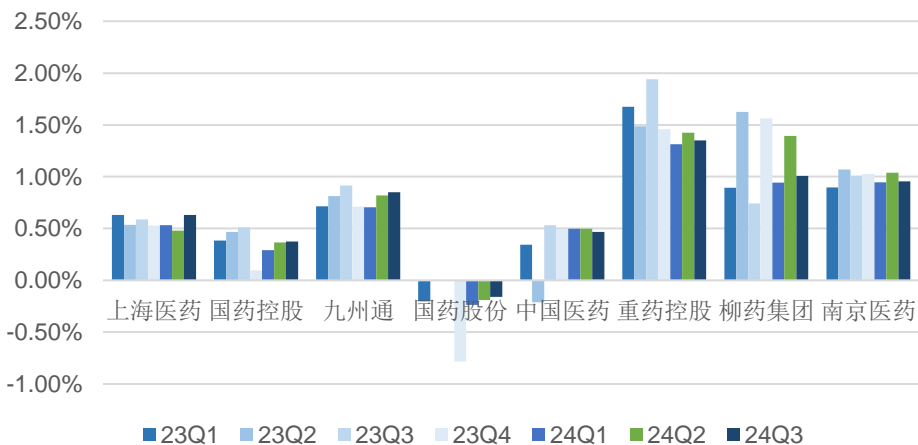
医药流通：利率下行+融资多元化改善财务状况

- 医药商业领域的业务扩展和盈利能力长期受限，导致流通行业面临融资渠道狭窄和融资成本高昂的问题。加之医药流通企业普遍资产负债率较高，这进一步限制了企业的借贷能力，并增加了财务负担。资金流对医药流通企业而言至关重要，因此资金成本及其使用效率成为了企业竞争力的关键因素。
- 随着利率的下行趋势以及融资渠道的多元化，医药流通企业有望实现现金流的持续改善。一方面，利率下行意味着企业融资成本的降低，这将直接减轻企业的财务负担，提高资金使用效率。另一方面，融资多元化（REITs、应收账款ABS等）为企业提供了更多的资金来源，有助于降低对单一融资渠道的依赖，增强企业的资金筹措能力。这些因素共同作用，有助于改善医药流通企业的资金流状况，提升企业的核心竞争力。

流通板块（申万）资产负债率和净利率变动情况



代表性上市医药流通公司财务费用率变化趋势



资料来源：wind、华安证券研究所

医药流通：头部保持稳健，国企顶住压力

医药流通公司对比 (2024前三季度)

2024前三季度	最新市值 (亿元)	PE (TTM)	PE (2024E, wind一致预期)	营业收入 (亿元)	营业收入同比增长	归母净利润 (亿元)	归母净利润同比增长	扣非归母净利润 (亿元)	扣非归母净利润同比增长	ROE	销售毛利率	销售费用率	管理费用率	财务费用率	销售净利率
上海医药	806.04	19.72	15.71	2,096.29	6.14%	40.54	1.40%	39.36	11.56%	5.82%	11.06%	4.52%	2.75%	0.55%	2.40%
国药股份	263.25	11.80	11.53	380.29	4.10%	14.81	-0.44%	15.05	4.04%	9.15%	7.02%	1.53%	0.93%	-0.19%	4.14%
九州通	275.82	13.40	11.65	1,134.29	-0.82%	16.96	-6.99%	16.30	-5.68%	6.73%	7.96%	2.90%	1.92%	0.79%	1.56%
国药一致	167.14	11.26	11.43	564.66	-0.21%	10.66	-10.43%	10.24	-10.39%	6.00%	10.87%	6.98%	1.40%	0.32%	1.94%
中国医药	180.40	19.42		261.00	-12.41%	4.47	-24.74%	4.09	-26.53%	3.85%	10.66%	3.20%	3.32%	0.49%	2.38%
百洋医药	143.02	17.60	16.80	61.44	2.65%	6.41	29.72%	6.10	26.22%	25.75%	35.72%	16.35%	3.38%	0.93%	11.24%
重药控股	104.04	24.90	16.20	596.93	2.24%	2.92	-43.54%	2.77	-40.86%	2.58%	7.44%	2.86%	1.91%	1.36%	0.68%
海王生物	78.67	-4.30		245.53	-14.27%	0.46	-47.77%	0.20	-53.72%	1.53%	9.90%	3.47%	3.24%	2.18%	0.51%
柳药集团	75.02	8.34	8.08	159.93	2.41%	7.16	6.13%	7.03	5.20%	9.94%	11.76%	2.69%	2.01%	1.10%	4.66%
南京医药	70.31	11.89		409.38	0.97%	4.42	0.36%	4.36	0.46%	6.72%	6.16%	2.07%	0.92%	0.98%	1.38%
润达医疗	113.07	266.81	35.47	61.76	-10.36%	0.50	-82.21%	0.33	-82.61%	1.18%	25.64%	10.55%	6.63%	3.83%	2.30%
英特集团	57.44	11.99		247.77	3.59%	3.55	-2.90%	3.40	24.54%	8.15%	6.67%	2.56%	1.28%	0.41%	1.69%
瑞康医药	51.31	127.83		60.56	-0.80%	0.39	101.90%	0.08	107.88%	0.71%	13.06%	4.55%	4.97%	2.13%	0.86%
*ST必康	0.00	0.00		0.00	0.00%	0.00	0.00%	-	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
嘉事堂	38.59	15.88		184.90	-15.14%	2.31	-2.49%	1.69	-26.08%	5.35%	6.29%	2.15%	1.14%	0.49%	1.95%
人民同泰	44.71	17.29		76.78	-1.88%	2.06	-14.36%	1.93	-17.16%	7.32%	8.87%	3.85%	0.84%	0.22%	2.68%
合富中国	30.77	107.21		7.11	-14.67%	0.27	-39.75%	0.22	-44.27%	2.28%	19.76%	8.43%	7.92%	-0.11%	3.83%
鹭燕医药	34.19	9.71		154.14	4.32%	2.57	-1.77%	2.59	2.75%	8.55%	7.34%	2.22%	1.55%	1.01%	1.67%
达嘉维康	24.98	53.35		39.83	43.43%	0.36	53.04%	0.35	69.09%	2.08%	19.18%	11.58%	3.73%	1.92%	1.22%
药易购	26.42	111.81		32.35	0.72%	0.14	-72.22%	0.09	-80.09%	1.64%	8.61%	5.59%	1.88%	0.20%	0.32%
浙江震元	28.07	50.91		28.52	-8.61%	0.44	-37.66%	0.37	-44.64%	2.21%	19.15%	11.53%	5.57%	-0.14%	1.58%
国发股份	28.73	-32.66		2.63	-6.99%	-0.21	-32.78%	-0.17	-1.40%	-2.43%	24.91%	9.45%	15.85%	-0.37%	-7.33%
塞力医疗	15.04	-7.34		14.20	-7.15%	-0.56	-1368.70%	-0.26	-132.73%	-4.92%	19.89%	7.04%	10.86%	3.29%	-2.36%
开开实业	31.30	57.66		7.45	21.10%	0.35	74.87%	0.01	-86.89%	5.70%	18.05%	6.72%	7.60%	0.46%	5.98%
荣丰控股	13.83	-29.13		0.39	-4.34%	-0.34	-4.67%	-0.44	-19.52%	-3.17%	-1.68%	7.26%	70.20%	30.67%	-88.87%

资料来源：wind (2024/12/15, 一致预期)、华安证券研究所

医药流通：积极应对变化，头部企业打造各自护城河

- 头部企业都在积极适应市场变化，通过创新和战略调整来增强自身的竞争力和市场地位。
- **国药控股**：国药控股保持行业体量领先地位。公司通过聚焦核心重点区域和加速业务转型创新来应对市场变化。国药控股的医药分销业务保持稳健，通过优化销管费用率和提升管理效率来维持竞争力。同时，公司也在积极探索数字化转型，以期通过智慧供应链服务的发展和创新来提升整体运营效能。
- **华润医药**：华润医药在保持营收增长的同时，也注重净利润率的稳定。公司采取创新引领和科技赋能的战略，优化业务布局与产品结构。华润医药特别强调中药、化学药和生物药的全方位发展，并通过并购及商务拓展（BD）来构建有梯队的产品管线。在医药商业业务中，公司以数字化为驱动力，强化医疗器械业务，以期提升运营管理效率和市场覆盖率。
- **上海医药**：上海医药在营收和净利润增速上均居四大药商之首，其医药商业业务的增长抵消了医药工业的下降影响。公司在研发创新上持续加大投入，推进产学研深度合作，并在细胞治疗等新赛道上积极布局。上海医药还计划通过投资并购、海外业务拓展和数字化建设来进一步增强企业的核心竞争力。
- **九州通**：九州通医药虽然面临营收和净利润的下降，但公司正通过实施“三新两化”战略和数字化赋能来提升市场竞争力。九州通的“万店加盟”项目正在持续扩张，公司计划在下半年冲刺提前达成3万家门店的目标。此外，九州通还计划加大应收账款清收力度，以确保销售回现款的大幅增加，从而改善现金流状况。通过这些措施，九州通医药旨在提升其在医药新零售领域的服务能力和市场影响力。

资料来源：wind、华安证券研究所

医药流通：选股思路—把握国企改革预期下的经营提升

- 选股思路：医保预付有望改善应收账款回款，叠加利率下行+融资多元化改善财务状况，行业逐步出现有利变化。从收入体量上看，流通企业占据大头，而其中国企优势更为明显。随着集采逐步落地、医院服务恢复、利率低位，叠加国企改革下的经营改善。
- 选股上，关注国企低估值+有改革预期标的。相关标的：国药控股、华润医药、上海医药、国药一致、国药股份、中国医药、重药控股等。

医药流通行业国企估值情况

股票 代码	股票 名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	PE (TTM)	净利润 (亿元)				PE			yoy		
					2023A	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
1099. HK	国药控股	685	21.50	8	90.54	84.76	90.66	98.77	8	8	7	(1.3)	1.1	0.8
3320. HK	华润医药	340	5.38	8	38.54	42.78	47.59	51.65	8	7	7	0.7	0.6	0.8
601607. SH	上海医药	806	21.41	20	37.68	50.54	56.39	63.77	16	14	13	0.5	1.2	1.0
000028. SZ	国药一致	167	29.84	11	15.99	14.53	15.89	17.34	12	11	10	(1.3)	1.1	1.1
600511. SH	国药股份	263	33.86	12	21.46	22.17	23.95	25.92	12	11	10	3.6	1.4	1.2
600056. SH	中国医药	180	11.70	20	10.48									
000950. SZ	重药控股	104	6.19	24	6.55	6.60	7.96	14.30	16	13	7	18.8	0.6	0.1

资料来源：wind（2024/12/15）、华安证券研究所

医药流通：选股思路—特色化流通带来新增增长极

- 选股思路：医药流通作为医药行业的中游，凭借其优势上下游延伸是趋势之一。向上延伸可以进入工业领域，借助渠道优势快速完成药品的推广，可以自行生产特色药品（柳药等）或者引进产品推广（CSO模式，百洋医药、智云健康等）；向下延伸可以进入终端，通过零售等渠道直达消费者，缩减中间环节。
- 相关标的：柳药集团、九州通、百洋医药、智云健康等

医药流通行业公司估值情况

股票	股票	总市值	收盘价	PE	净利润（亿元）				PE			yoy		
代码	名称	（亿元）	（元）	（TTM）	2023A	2024A	2025A	2026A	2024A	2025A	2026A	2024A	2025A	2026A
600998.SH	九州通	276	5.44	13	21.74	23.54	26.23	29.37	12	11	9	1.4	0.9	0.8
603368.SH	柳药集团	75	18.63	8	8.50	9.20	10.40	11.79	8	7	6	1.0	0.6	0.5
301015.SZ	百洋医药	143	26.89	18	6.56	8.42	10.51	13.05	17	14	11	0.6	0.5	0.5
9955.HK	智云健康	7	1.15	-2	-3.23	-1.20	-0.84	0.66	(6)	(9)	11	0.1	0.3	(0.1)

资料来源：wind（2024/12/15）、华安证券研究所

风险提示

- **行业政策不确定性：**医药行业受到政策影响显著，政策变动可能对药品的注册、生产、流通等环节产生直接影响，包括研究设计要求、价格调整、带量采购政策变化以及医保报销范围和比例的变化，这些因素都可能对行业发展预期产生重大影响。
- **宏观环境的不确定性：**国内经济结构调整和消费需求不足影响了医药行业的内销表现，此外，国际关系、气候变化、通货膨胀及汇率和利率等宏观因素也给行业带来不确定性。
- **市场竞争程度的不确定性：**医药行业企业较多，当前经济环境下市场竞争日益激烈，从而可能带来市场竞争格局的不确定性。



重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

- 增持：未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；
- 中性：未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持：未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
- 增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
- 中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
- 卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深300指数。



谢谢！