

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

哈药股份(600664)

投资评级 买入

上次评级 买入

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师

执业编号: S1500524030003

邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com

相关研究:

2024 年业绩区间符合预期, 看好 2025 年经营改善的持续性

2024Q3 单季度扣非归母净利润增长 74%, 工业业绩优化仍在持续

24H1 扣非归母净利润同比+102%, 看好工业业绩反转的持续性

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲 127 号金隅大厦 B 座

邮编: 100031

24 年归母净利润高于业绩预告区间中枢, 25Q1 业绩超预期

2025 年 04 月 26 日

事件: 公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报, 2024 年公司实现营业收入 161.76 亿元 (同比+4.65%), 归母净利润 6.29 亿元 (同比+59.1%), 扣非归母净利润 5.86 亿元 (同比+80.08%)。2025Q1 年公司实现营业收入 41.74 亿元 (同比+0.78%), 实现归母净利润 2.13 亿元 (同比+20.48%), 扣非归母净利润 2.04 亿元 (同比+28.06%)。

点评:

➤ 24 年公司迎来业绩拐点, 业绩爆发主要得益于经营改善, 具备持续性:

①从收入上看, 24 年公司收入为 161.76 亿元 (同比+4.65%), 其中商业收入为 100.07 亿元 (同比-3.31%), 工业收入为 62.77 亿元 (同比+19.09%)。在工业细分业务方面, 营养补充剂业务收入达 37.53 亿元 (同比+30.96%), 抗病毒抗感染业务收入达 10 亿元 (同比-1.52%), 感冒药业务收入 3.95 亿元 (同比-26.3%), 心脑血管业务收入 3.3 亿元 (同比+48.88%), 消化系统业务收入 1.96 亿元 (同比-23.66%), 抗肿瘤业务收入 2.86 亿元 (同比+33.67%)。在工业重点品种方面, 复方葡萄糖酸钙口服溶液销量约达 5.2 亿支 (同比+72.84%), 葡萄糖酸锌口服溶液销量达 4.74 亿支 (同比+51.3%), 哈药牌钙铁锌口服液销量达 5.86 亿支 (同比+35.45%), 人促红素注射液销量达 2484 万支 (同比+49.66%), 拉西地平片销量达 1.47 亿支 (同比+95.54%), 祛风骨痛凝胶膏销量达 871 万贴 (同比+186%)。在电商业务方面, 25 年 Harbin Pharmaceutical Hong Kong (即 GNC 中国控股平台) 收入达 14.58 亿元 (同比+36.4%), 而健康科技收入达 10.7 亿元 (同比+15.43%)。②从利润上看, 24 年公司实现归母净利润 6.29 亿元 (同比+59.1%), 扣非归母净利润 5.86 亿元 (同比+80.1%), 两者均高于此前公告的业绩预告区间中枢 (业绩预告中归母净利润区间中枢为 5.98 亿元, 而扣非归母净利润区间中枢为 5.7 亿元)。我们认为, 公司利润端实现快速增长主要得益于公司基本面的经营改善, 具备一定的持续性。经营改善带动营销组织架构调整, 业务模式优化 (由重分销模式向重终端推广模式转型) 以及产品策略优化等, 从而在复方葡萄糖酸钙口服溶液、葡萄糖酸锌口服溶液、哈药牌钙铁锌口服液、人促红素注射液等多个重点品种实现快速增长。

➤ **25Q1 商业板块承压, 工业净利率提升超预期:** ①公司商业板块主要由子公司人民同泰 (600829.SH, 持股 74.82%) 运营, 25Q1 人民同泰收入为 26.67 亿元 (同比+2.65%), 归母净利润为 0.46 亿元 (同比-41.48%)。归母净利润下滑幅度比较大, 主要系 1) 批发业务受政策影响, 毛利空间收紧; 2) 随销售变动的运营类费用同比增加; 3) 应收账款增加, 计提坏账增加。②由于公司业务主要划分为工业和商业, 而商业主要由人民同泰运营, 因而我们用公司总收入减去人民同泰收入大致可获得工业收入规模, 同时用公司总归母净利润减去人民同泰归母净利润*74.82%大致可获得工业归母净利润规模。我们大致推算 25Q1 工业

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

收入约 15.08 亿元（同比-2.36%），归母净利润为 1.79 亿元（同比+51.21%），工业归母净利率约 11.85%（同比提升 4.2 个百分点）。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 172.59 亿元、184.88 亿元、197.9 亿元，同比增速分别约为 7%、7%、7%，实现归母净利润分别为 7.4 亿元、8.82 亿元、10.45 亿元，同比分别增长约 18%、19%、19%，对应当前股价 PE 分别约为 13 倍、11 倍、9 倍。我们认为 2025 年公司经营改善有望持续，我们维持“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，估算数据可能与实际情况存在较大差异。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	15,457	16,176	17,259	18,488	19,790
增长率 YoY %	11.9%	4.7%	6.7%	7.1%	7.0%
归属母公司净利润 (百万元)	395	629	740	882	1,045
增长率 YoY%	-15.0%	59.1%	17.7%	19.2%	18.5%
毛利率%	26.2%	28.2%	30.1%	31.7%	33.1%
净资产收益率ROE%	8.4%	11.8%	12.2%	12.7%	13.0%
EPS(摊薄)(元)	0.16	0.25	0.29	0.35	0.41
市盈率 P/E(倍)	23.45	14.74	12.52	10.51	8.87
市净率 P/B(倍)	1.96	1.73	1.52	1.33	1.16

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 4 月 25 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	10,396	10,979	11,980	13,393	14,974
货币资金	3,060	3,634	4,300	5,307	6,455
应收票据	81	61	62	67	71
应收账款	4,432	4,362	4,764	5,076	5,407
预付账款	211	246	217	227	238
存货	1,924	1,891	1,884	1,915	1,952
其他	687	784	753	800	850
非流动资产	3,716	3,637	3,400	3,157	2,950
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产(合计)	2,317	2,219	2,028	1,836	1,642
无形资产	451	408	392	374	356
其他	948	1,010	980	947	952
资产总计	14,112	14,616	15,380	16,550	17,924
流动负债	8,243	8,105	8,073	8,285	8,512
短期借款	1,658	1,554	1,454	1,354	1,254
应付票据	1,670	1,990	1,944	2,035	2,132
应付账款	2,281	2,049	2,078	2,176	2,279
其他	2,634	2,511	2,598	2,719	2,847
非流动负债	446	421	405	394	393
长期借款	33	32	31	30	29
其他	414	390	374	364	364
负债合计	8,689	8,526	8,478	8,679	8,905
少数股东权益	699	739	813	900	1,003
归属母公司股东权益	4,724	5,350	6,090	6,971	8,016
负债和股东权益	14,112	14,616	15,380	16,550	17,924

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	15,457	16,176	17,259	18,488	19,790
同比(%)	11.9%	4.7%	6.7%	7.1%	7.0%
归属母公司净利润	395	629	740	882	1,045
同比(%)	-15.0%	59.1%	17.7%	19.2%	18.5%
毛利率(%)	26.2%	28.2%	30.1%	31.7%	33.1%
ROE%	8.4%	11.8%	12.2%	12.7%	13.0%
EPS(摊薄)(元)	0.16	0.25	0.29	0.35	0.41
P/E	23.45	14.74	12.52	10.51	8.87
P/B	7.19	6.74	4.78	3.49	2.41

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	15,457	16,176	17,259	18,488	19,790
营业成本	11,405	11,607	12,063	12,634	13,232
营业税金及附加	118	126	138	148	158
销售费用	2,312	2,562	2,900	3,254	3,562
管理费用	839	836	896	972	1,029
研发费用	106	136	158	179	202
财务费用	28	37	43	39	33
减值损失合计	-45	-100	-60	-60	-60
投资净收益	4	12	5	5	5
其他	51	106	51	51	-29
营业利润	660	890	1,057	1,258	1,489
营业外收支	-9	-15	-10	-10	-10
利润总额	651	875	1,047	1,248	1,479
所得税	176	184	234	279	331
净利润	474	691	813	969	1,148
少数股东损益	79	62	73	87	103
归属母公司净利润	395	629	740	882	1,045
EBITDA	1,008	1,267	1,385	1,575	1,764
EPS(当年)(元)	0.16	0.25	0.29	0.35	0.41

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	950	792	910	1,221	1,349
净利润	474	691	813	969	1,148
折旧摊销	312	293	294	288	252
财务费用	56	63	57	54	51
投资损失	-4	-12	-5	-5	-5
营运资金变动	31	-295	-350	-184	-196
其它	81	53	100	99	99
投资活动现金流	-207	-99	-62	-49	-49
资本支出	-51	-100	-59	-54	-54
长期投资	0	0	1	0	0
其他	-156	1	-4	5	5
筹资活动现金流	148	-126	-182	-165	-152
吸收投资	4	0	0	0	0
借款	-275	-105	-101	-101	-101
支付利息或股息	892	570	665	1,007	1,148

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。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3 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，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超 2 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，医药分析师，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。