

# 医药流通行业中的“现金牛”

华泰研究

2024年8月20日 | 中国内地

首次覆盖

医药商业

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

40.58

研究员 代雯  
SAC No. S0570516120002 daiwen@htsc.com  
SFC No. BFI915 +(86) 21 2897 2078

研究员 孔垂岩, PhD  
SAC No. S0570520010001 kongchuiyan@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

研究员 王殷杰  
SAC No. S0570523070004 wangyinjie@htsc.com  
+(86) 21 3847 6037

## 现金流出色的医药流通龙头，首次覆盖给予“买入”评级

国药股份主营麻精特药全国一级分销、普药北京地区分销业务，兼具医药工业、仓储物流等业务。精麻业务壁垒较高，且需求持续驱动行业增长，公司处于龙头地位；普药配送业务在竞争激烈的北京市场保持稳定市场份额，增长逻辑稳定。我们预测公司 24-26 年 EPS 3.12/3.46/3.79 元，同比 +10%/+11%/+9%。考虑到公司精麻分销市占率领先，北京普药配送业务稳固，且财务指标优秀，我们给予 24 年 13x PE 估值（可比公司 24 年 Wind 一致预期均值 9x），对应目标价 40.58 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 麻药配送：主导一级分销，延伸全产业链

手术人次稳定增加及癌痛管理、无痛分娩等需求增长，驱动麻药销售额持续增长，据 PDB 数据，我国 18-23 年麻药类销售额 CAGR 约 8%。精麻药品流通企业严格控制在 1-3 家，公司目前市占率 70-80%。此外公司参股宜昌人福 20% 股权，宜昌人福 14-23 年归母净利润 CAGR 达 17.8%，1H24 归母净利润同比 +17.6%，较快增速驱动公司投资收益持续增长，23 年联营企业投资收益 4.6 亿元，同比 +19.9%，占归母净利润的 21.3%。我们估计 23 年精麻业务（精麻一级分销+投资收益）贡献约 40% 归母净利润，精麻业务有望推动公司持续稳定发展，我们预计 24-26 年精麻收入 CAGR 约 11%。

## 普药配送：北京地区普药配送龙头，子公司协同发展

22 年北京医药流通市场规模达 2082 亿元，同比 +4.6%，占全国市场的 7.6%。2017 年公司完成重大资产重组后，公司业务竞争力进一步增强，四家子公司协同发展优势下，22 年国药股份在北京普药配送市占率达 23%，相比 17 年 +0.9pct，稳中有升，保持龙头地位，竞争格局较稳定。23 年公司普药配送收入（母公司+四家子公司）434 亿元，同比 +9%。考虑到公司相较于其他医药流通企业在营运能力、偿债能力及盈利能力均处于领先地位，我们看好未来公司保持龙头地位，预计 24-26 年普药配送收入增速为 7-10%。

## 营运、偿债及盈利能力等均领先同业，分红长期稳定

公司财务指标处于行业领先地位。21-23 年，公司应收账款周转天数相比同行平均水平少 50-60 天；资产负债率相比同行平均水平低 15-20pct；净资产收益率 ROE 高于同行平均水平 4-5pct，证明公司在营运能力、偿债能力及盈利能力均处于行业领先地位。优秀的财务质量为公司长期稳定分红奠定基础，公司自 2002 年上市以来累计分红 22 次，累计分红金额达 40.55 亿元，累计分红率达 26.15%。2020 年以来，公司每年分红比例稳定在 30% 水平，23 年分红 6.44 亿元（分红率 30.03%），23 年股息率已达 2.98%。

风险提示：精麻产品业绩不及预期；北京地区医药配送收入增长不如预期。

## 经营预测指标与估值

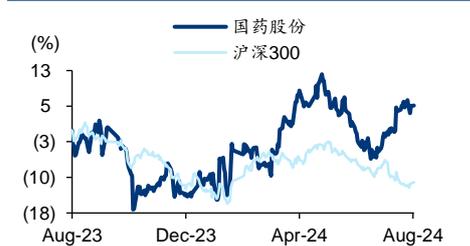
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	45,499	49,696	54,282	59,475	64,294
+/-%	(2.09)	9.23	9.23	9.57	8.10
归属母公司净利润 (人民币百万)	1,964	2,146	2,355	2,611	2,859
+/-%	11.97	9.26	9.74	10.89	9.47
EPS (人民币, 最新摊薄)	2.60	2.84	3.12	3.46	3.79
ROE (%)	13.42	13.31	13.17	13.16	13.01
PE (倍)	13.00	11.89	10.84	9.77	8.93
PB (倍)	1.80	1.62	1.46	1.32	1.19
EV EBITDA (倍)	8.24	7.03	5.95	4.95	4.08

资料来源：公司公告、华泰研究预测

## 基本数据

目标价 (人民币)	40.58
收盘价 (人民币 截至 8 月 19 日)	33.83
市值 (人民币百万)	25,525
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	174.26
52 周价格范围 (人民币)	27.25-36.96
BVPS (人民币)	21.51

## 股价走势图



资料来源：Wind

## 正文目录

<b>与市场不同观点和投资要点</b> .....	<b>5</b>
与市场不同观点.....	5
投资要点.....	5
<b>国药股份：精麻批发龙头，拓展多元业务</b> .....	<b>7</b>
<b>麻药配送：主导一级分销，延伸全产业链</b> .....	<b>11</b>
精麻药品使用需求持续拓展，销售规模稳定增长.....	11
麻精市场监管严格，壁垒高，公司占据流通环节主导地位.....	14
全面布局麻药产业链上下游，加强产业优势.....	15
<b>普药配送：北京地区普药配送龙头，子公司协同发展</b> .....	<b>18</b>
北京普药配送市场竞争格局相对稳定，公司居于龙头地位.....	18
各子公司协同发展，打造特色竞争力.....	20
<b>营运、偿债及盈利能力等均领先同业，分红长期稳定</b> .....	<b>23</b>
<b>拓展多元业务，打造新增长驱动</b> .....	<b>25</b>
<b>盈利预测和估值</b> .....	<b>27</b>
盈利预测.....	27
估值分析.....	29
风险提示.....	29

## 图表目录

图表 1：精麻药品终端需求拓展，驱动麻药销售额持续增长.....	5
图表 2：北京地区普药配送市场稳健发展，竞争格局较稳定，公司为北京地区行业龙头.....	6
图表 3：2018-2023 年医药流通公司各项财务指标对比.....	6
图表 4：国药股份发展历程.....	7
图表 5：2017 年资产重组交易对象及价格.....	7
图表 6：国药股份股权结构（截至 1Q24 末）.....	8
图表 7：2011-1Q24 年国药股份营业收入及同比增速.....	8
图表 8：2011-1Q24 年国药股份归母净利润及同比增速.....	8
图表 9：2018-2023 年国药股份经营性现金流净额及其在归母净利润占比.....	9
图表 10：2017-2023 年公司收入拆分.....	9
图表 11：2017-2023 年公司毛利润拆分.....	9
图表 12：2023 年公司归母净利润按业务拆分.....	10
图表 13：2011-1Q24 年公司毛利率及净利率.....	10
图表 14：麻醉药品主要分类和代表产品.....	11
图表 15：2010-2022 年中国住院病人手术人次及同比增速.....	12
图表 16：2010-2022 年北京地区住院病人手术人次及同比增速.....	12
图表 17：基于资源水平分层推进癌痛规范化治疗.....	12

图表 18: 2013-1Q24 中国阿片类麻醉镇痛药样本医院销售额及增速	13
图表 19: 2013-1Q24 中国麻药整体样本医院销售额及同比增速	13
图表 20: 2015-2021 年中国麻醉药市场规模及同比增速	14
图表 21: 麻醉药品和精神药品管理条例	14
图表 22: 精麻药批发企业经营要求	15
图表 23: 宜昌人福主要产品布局概览	15
图表 24: 2023 年瑞芬太尼样本医院销售竞争格局	16
图表 25: 2013-2023 年公司瑞芬太尼样本医院销额及增速	16
图表 26: 2023 年舒芬太尼样本医院销售竞争格局	16
图表 27: 2013-2023 年公司舒芬太尼样本医院销额及增速	16
图表 28: 宜昌人福 2023 年样本医院销售额按产品拆分	17
图表 29: 宜昌人福 2013-1H24 年营业收入、归母净利润及其同比增速	17
图表 30: 2013-1Q24 年联营企业投资收益及同比增速、贡献归母净利润比例	17
图表 31: 2010-2022 年北京普通药品流通销售额及同比增速	18
图表 32: 2010-2022 年中国普通药品流通销售额及同比增速	18
图表 33: 2022 年全国各省市普通药品流通市场份额	18
图表 34: 2016-2023 年北京地区医疗机构总诊疗人次及同比增速	19
图表 35: 2019-2023 年北京社区卫生服务中心诊疗人次及同比增速	19
图表 36: 2017 年北京地区医药流通市场份额 (以销售额计算)	19
图表 37: 2022 年北京地区医药流通市场份额 (以销售额计算)	19
图表 38: 2022 年北京和全国医药流通市场集中度 CR3 和 CR5	19
图表 39: 2018-2023 年国控北京收入及同比增速	20
图表 40: 2018-2023 年国控北京净利润及同比增速、净利率	20
图表 41: 2018-2023 年北京华鸿收入及同比增速	21
图表 42: 2018-2023 年北京华鸿净利润及同比增速、净利率	21
图表 43: 2018-2023 年北京康辰收入及同比增速	21
图表 44: 2018-2023 年北京康辰净利润及同比增速、净利率	21
图表 45: 2018-2023 年天星普信收入及同比增速	22
图表 46: 2018-2023 年天星普信净利润及同比增速、净利率	22
图表 47: 2018-2023 年医药流通公司应收账款周转天数对比	23
图表 48: 2018-2023 年医药流通公司营业周期对比	23
图表 49: 2018-2023 年医药流通公司资产负债率对比	23
图表 50: 2018-2023 年医药流通公司流动比率对比	23
图表 51: 2018-2023 年医药流通公司归母净利率对比	24
图表 52: 2018-2023 年医药流通公司净资产收益率对比	24
图表 53: 2017-2023 年公司分红比例及股息率	24
图表 54: 2018-2023 年国药前景收入及同比增速	25
图表 55: 2018-2023 年国药前景净利润及同比增速、净利率	25
图表 56: 2018-2023 年国瑞药业收入及同比增速	25
图表 57: 2018-2023 年国瑞药业净利润及同比增速、净利率	25

图表 58: 2018-2023 年国物流收入及同比增速 .....	26
图表 59: 2018-2023 年国物流净利润及同比增速、净利率 .....	26
图表 60: 2020-2026 年公司盈利预测 .....	28
图表 61: 2017 年至今公司股价复盘 .....	29
图表 62: 可比公司估值 .....	29
图表 63: 国药股份 PE-Bands .....	30
图表 64: 国药股份 PB-Bands .....	30

## 与市场不同观点和投资要点

### 与市场不同观点

我们认为市场对于国药股份认识并不充分，主要体现在三个方面：

- 1) **对其成长性认识不充分：**市场常把公司看成是低估值的国企“红利股”，往往忽略其成长属性。其实除了疫情严重的20和22年，公司每年都在保持稳健增长，18-23年公司收入和归母净利润CAGR分别为5.4%和11.1%。精麻批发业务受益于老龄化带来的手术量长期增长，以及癌痛管理、无痛分娩等领域的需求扩张，北京普药批发业务跟随市场增长，我们预计未来公司增长的长期逻辑坚实稳定，且存在较高壁垒，预计公司24-26年收入和归母净利润CAGR分别为9.0%和10.2%。
- 2) **对其业务壁垒认识不充分：**市场通常没有重视公司业务的高壁垒，以及竞争格局的长期稳定。因为精麻药品的特殊性，所以全国一级精麻批发业务资质只有3家，公司占其中的70-80%份额，具有领导地位，短期内格局不会改变。北京地区的普药批发虽然竞争激烈，但公司市场份额稳中有升，从2017年22.1%提高至2022年23.0%，北京普药配送市场竞争格局较稳定。因此，我们认为未来公司核心业务面临竞争格局大幅恶化的情况可能性较小。
- 3) **对其财务质量认识不充分：**公司精麻一级分销类似调拨，下游为二级医药批发商，而非医院，回款较好，而且公司普药批发业务所在的北京地区也是全国回款最快的区域之一。因此公司的财务指标在行业内独占鳌头。21-23年，公司应收账款周转天数相比同行平均水平少50-60天；资产负债率相比同行平均水平低15-20pct；净资产收益率ROE高于同行平均水平4-5pct，证明公司在营运能力、偿债能力及盈利能力均处于行业领先地位。优秀的财务质量为公司长期稳定分红奠定基础，公司自2002年上市以来累计分红22次，累计分红金额达40.55亿元，累计分红率达26.15%。2020年以来公司每年分红比例稳定在30%水平，23年分红6.44亿元(分红率30.03%)，23年股息率已达2.98%。

综上，我们认为公司是长期优质且具有成长属性的国企红利股。

### 投资要点

**公司主导精麻一级分销，看好高壁垒+高需求业务未来稳定增长。**随着手术人次稳定增加及癌痛管理、无痛分娩等需求增长，较为刚性的终端需求驱动麻药销售额持续增长。麻醉药品和一类精神药品流通受政府严格管制，公司在精麻一级分销仅有的三家企业中市占率处于优势地位，且上下游布局拓展进一步夯实增长基础，我们估计公司2023年精麻分销业务收入近70亿。公司参股宜昌人福，投资收益稳定增长，我们估计23年精麻业务（精麻一级分销+投资收益）贡献公司约40%归母净利润，我们预计24-26年精麻收入CAGR约11%。

图表1：精麻药品终端需求拓展，驱动麻药销售额持续增长

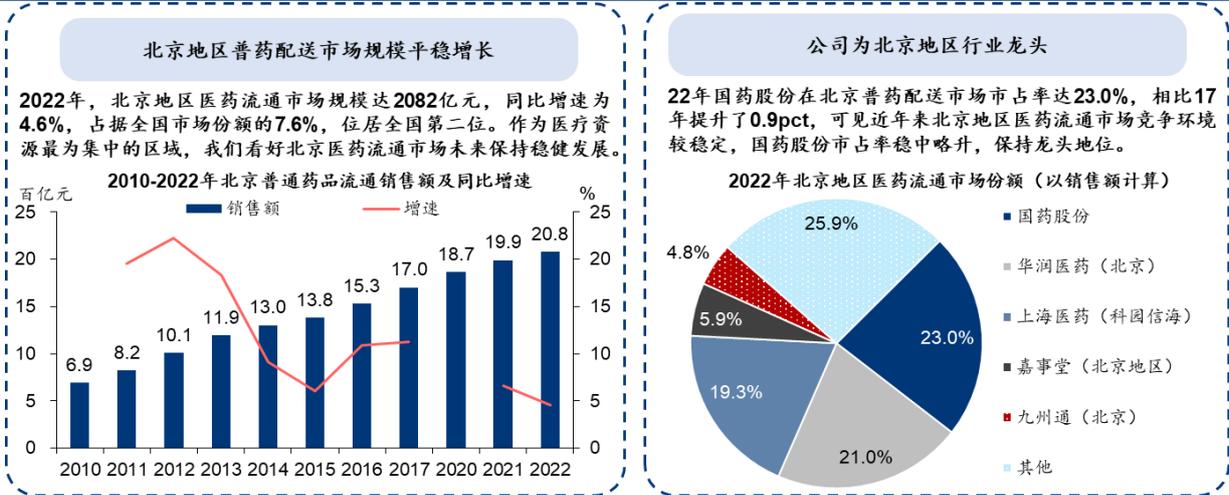


资料来源：国家统计局，Wind，PDB，华泰研究

北京普药配送市场集中度较高、竞争格局较稳定，公司为北京地区行业龙头。22年北京医药流通市场规模达2082亿元，同比+4.6%，占全国市场的7.6%。作为医疗资源最为集中的区域，我们看好北京医药流通市场未来保持稳健发展。北京普药流通市场呈国药股份、华润医药和上海医药的三足鼎立态势。22年国药股份在北京普药配送市场市占率达23.0%，相比17年提升了0.9pct，可见近年来北京地区医药流通市场竞争环境较稳定，国药股份市占率稳中略升。

2017年公司完成重大资产重组，整合各标的公司在北京地区的医药分销网络，发挥各标的公司在新药特药、生化药品、血液制品、抗肿瘤药品、胰岛素类药物、心脑血管类用药等各细分领域中的独特竞争优势，推进业务协同，增强公司特色竞争力。23年公司普药配送收入434亿元，同比+9%。我们看好未来公司保持龙头地位，预计24-26年普药配送收入增速为5-10%。

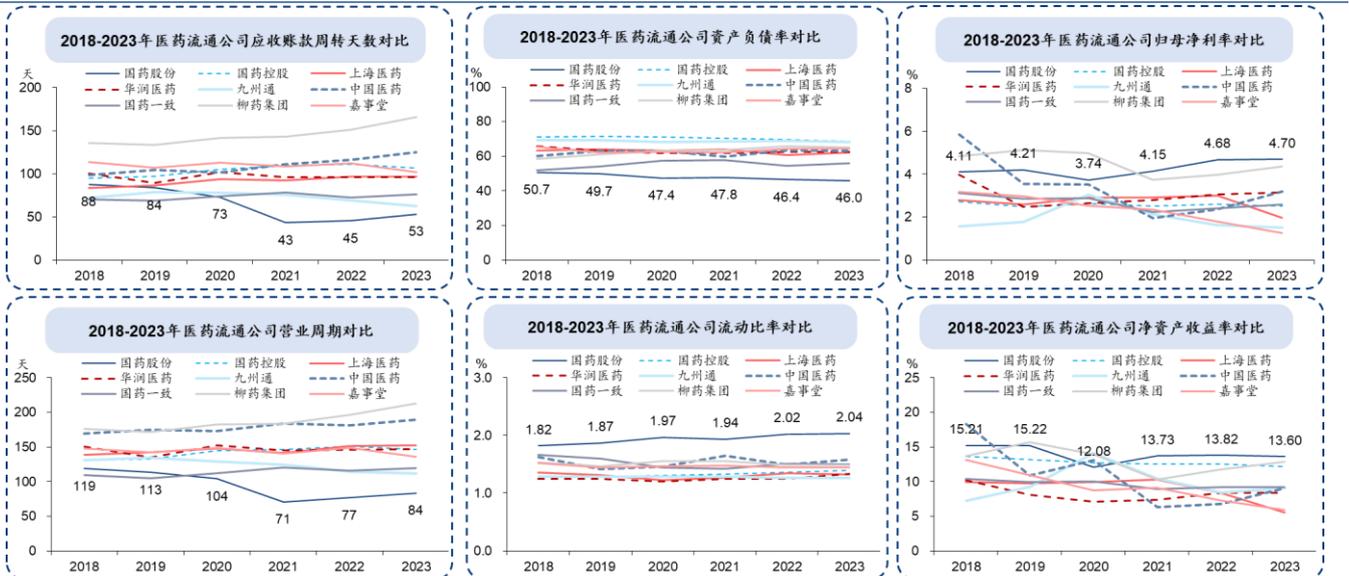
图表2：北京地区普药配送市场稳健发展，竞争格局较稳定，公司为北京地区行业龙头



资料来源：商务部《药品流通行业统计分析报告》，各公司公告，华泰研究

营运、偿债及盈利能力等均领先同业，财务质量行业翘楚。得益于公司在高壁垒的精麻一级分销业务的市占率优势，以及北京地区医药配送市场的领先地位，公司相较其他医药流通企业，在营运能力、偿债能力及盈利能力方面均具有优势。

图表3：2018-2023年医药流通公司各项财务指标对比



资料来源：各公司公告，Wind，华泰研究

## 国药股份：精麻批发龙头，拓展多元业务

立足北京、辐射全国的医药分销龙头，重点发展普药及精麻药品配送。国药集团药业股份有限公司（简称“国药股份”或公司）成立于1999年12月。公司是中国最大的药品及医疗保健产品分销商及领先的供应链服务商国药控股股份有限公司（1099.HK）的子公司，公司主营麻精特药的全国一级分销、普药的北京地区分销业务，兼具医药工业、仓储物流等业务。公司于2002年11月上市。

图表4：国药股份发展历程



资料来源：公司年报，公司官网，华泰研究

**解决同业竞争，完成资产重组。**为解决同业竞争，控股股东国药控股将其在北京地区拥有的其他4家医药商业资产（国控北京、北京华鸿、天星普信和北京康辰），于2017年2月注入国药股份，并配套定增10.3亿元。资产重组完成后，国控北京、北京康辰成为公司全资子公司，北京华鸿、天星普信成为公司控股子公司；公司成为国药控股旗下北京地区唯一医药分销平台，同时保留全国麻精特药的一级分销业务。公司实控人为国资委。

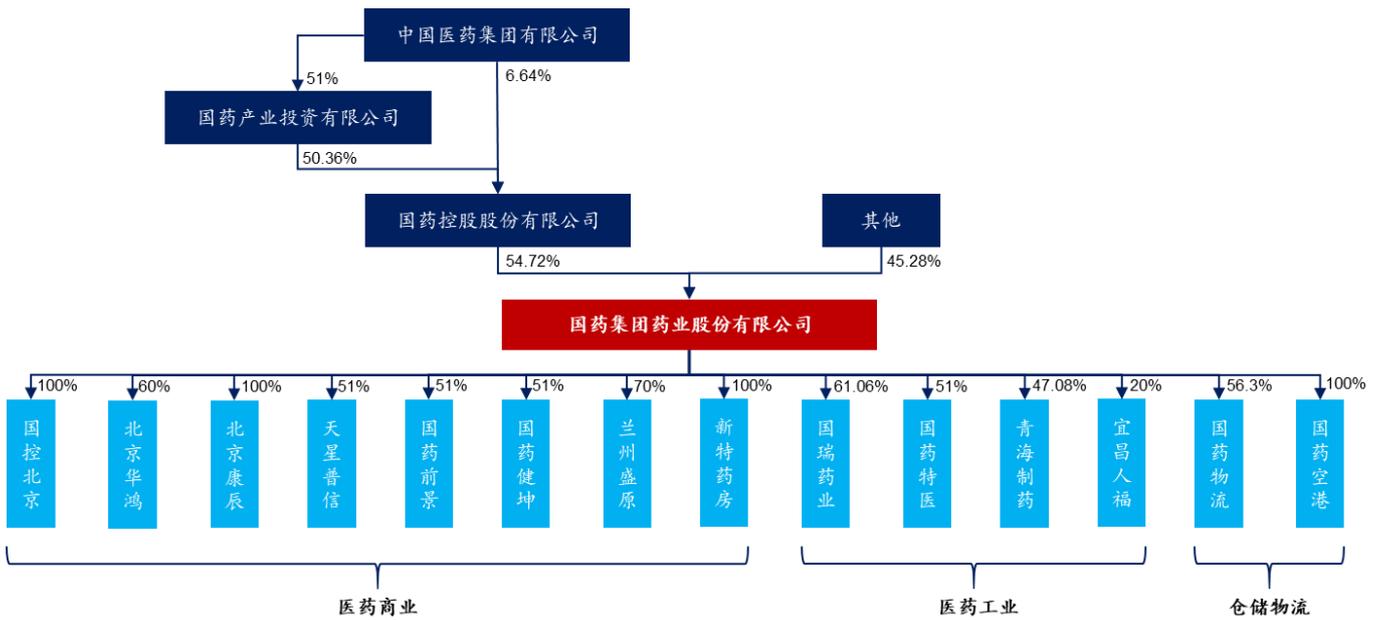
**资产重组全面提升国药股份业务布局、资产规模、盈利能力。**此次资产重组中，公司共计发行2.45亿股、作价61.45亿元（整体增值率221.35%），分别收购国控北京100%股权、北京康辰100%股权、北京华鸿60%股权、天星普信51%股权，并在2017年5月完成交割。重组完成后，公司保持医药分销业务为主，整合各标的公司在北京地区的医药分销网络，发挥各标的公司在新药特药、生化药品、血液制品、抗肿瘤药品、胰岛素类药物、心脑血管类药物等各细分领域中的独特竞争优势，推进业务协同，丰富公司直销及分销产品构成，巩固国药股份在麻精特药分销方面的优势，进一步提升国药股份在医药商业领域的领先地位。

图表5：2017年资产重组交易对象及价格

重组标的	标的简称	购买对象	交易股权	交易价格(亿元)
国药控股北京有限公司	国控北京	国药控股	96%	26.69
国药控股北京有限公司	国控北京	畅新易达	4%	1.11
国药控股北京华鸿有限公司	北京华鸿	畅新易达	9%	1.9
国药控股北京华鸿有限公司	北京华鸿	国药控股	51%	10.75
国药控股北京康辰生物医药有限公司	北京康辰	国药控股	51%	5.24
国药控股北京康辰生物医药有限公司	北京康辰	康辰药业	49%	5.04
国药控股北京天星普信生物医药有限公司	天星普信	国药控股	51%	10.71

资料来源：公司公告，华泰研究

图表6：国药股份股权结构（截至1Q24末）



资料来源：公司公告，Wind，华泰研究

17年重组后业务规模跨越式发展，近年来业绩平稳增长。2011-2016年，公司营业收入和归母净利润实现稳定增长，CAGR分别为13.7%和15.1%。2017年5月，公司完成重大资产重组后，原国药控股下属优质医药分销资产的国控北京、北京康辰、北京华鸿和天星普信的控股权进入公司，丰富公司盈利增长点，促进业务规模大幅提升。2017年公司营业收入和归母净利润达363亿元和11.4亿元，业务规模实现跨越式发展，竞争实力大增。2018年后，除疫情期间增速有所波动外，公司业绩基本保持平稳增长，2023年收入和归母净利润分别为497亿元（同比+9.2%）和21.5亿元（同比+9.3%）。1Q24公司收入和归母净利润分别为121亿元（同比+8.0%）和4.6亿元（同比+10.9%），保持平稳增长态势。

图表7：2011-1Q24年国药股份营业收入及同比增速



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

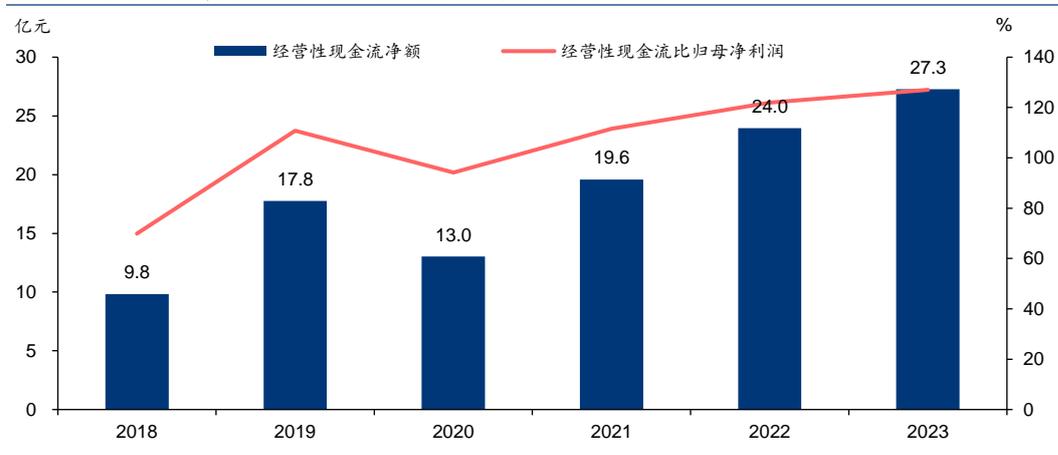
图表8：2011-1Q24年国药股份归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

公司经营性现金流表现出色，盈利质量持续提升。公司经营性现金流优秀，20年起保持增长态势，23年经营性现金流净额达27.3亿元。且经营性现金流比归母净利润的比值近年来持续提高（23年127% vs 18年70%），这一比值增长表明企业的盈利质量持续提升，财务状况健康，核心盈利能力较强。

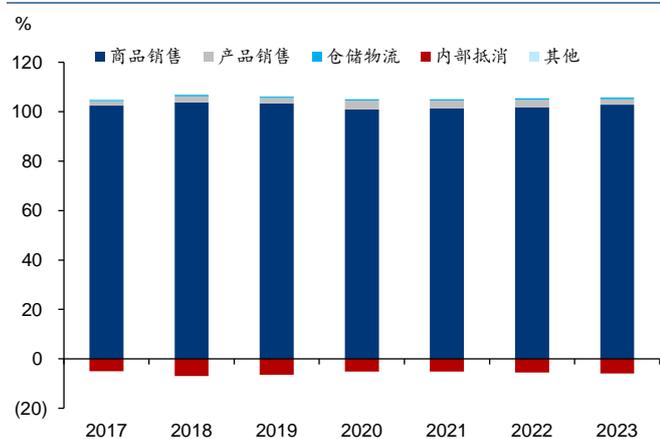
图表9：2018-2023年国药股份经营性现金流净额及其在归母净利润占比



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

商品销售业务贡献公司主要收入及毛利。公司收入及毛利润主要来自商品销售（医药商业）业务，包括国药控股母公司，以及子公司国控北京、国控华鸿、天星普信、国控康辰、国药前景、国药健坤、国药空港（部分）、兰州盛原和国药新特药房等业务收入。公司其他收入来源包括产品销售业务，主要为医药工业业务；仓储物流业务，主要包括控股子公司国药物流和国药空港（部分），从事医药专业第三方物流。

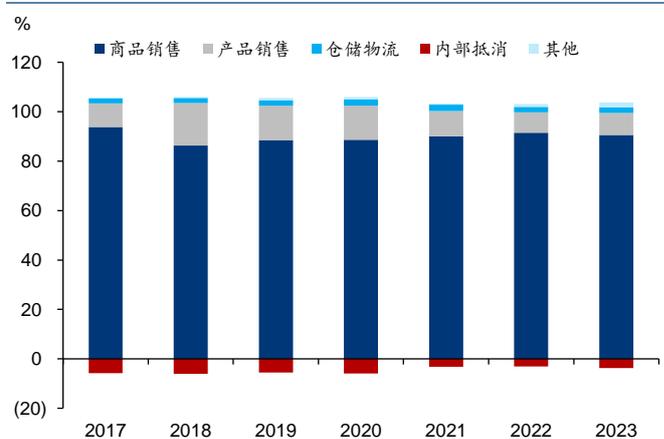
图表10：2017-2023年公司收入拆分



注：内部抵消为负数

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

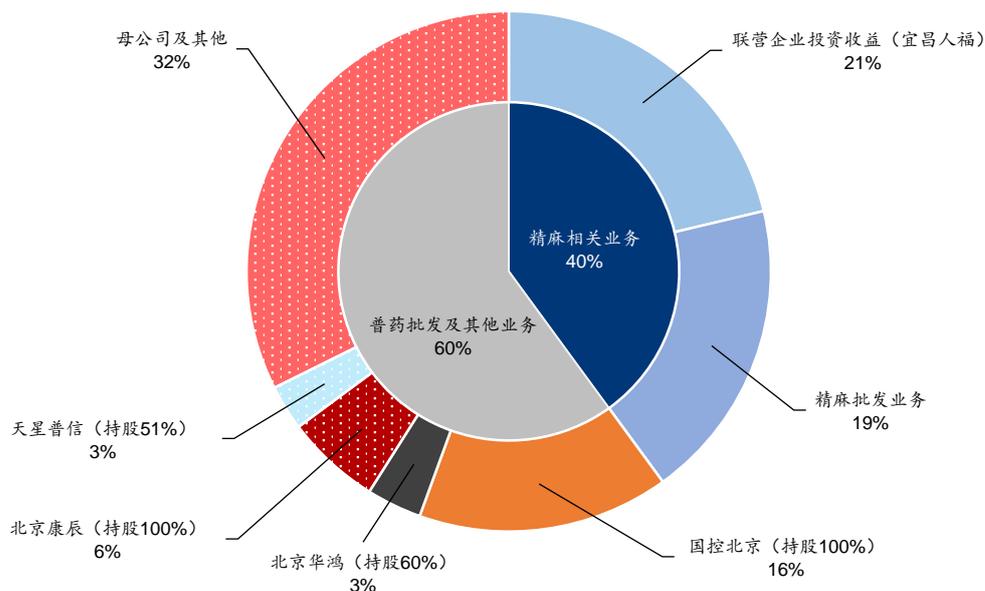
图表11：2017-2023年公司毛利润拆分



注：内部抵消为负数

资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

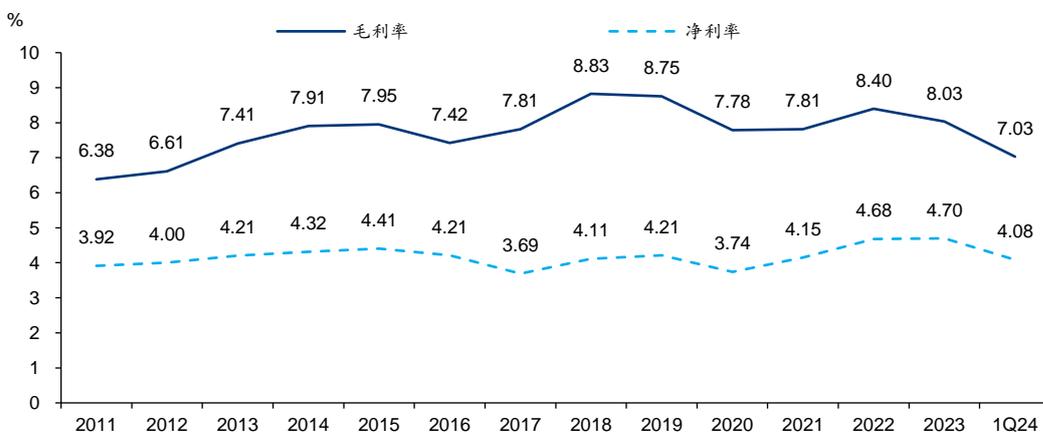
图表12：2023 年公司归母净利润按业务拆分



注：各子公司净利润已按持股比例乘算；我们估算精麻相关业务（精麻一级分销+投资收益）贡献约40%的归母净利润  
资料来源：公司公告，华泰研究

17 年资产重组后股公司毛利率及净利率基本保持稳定。2018-2023 年，公司毛利率从 8.8% 略降至 8.0%，净利率从 4.1% 提升至 4.7%。1Q24 公司毛利率和净利率分别为 7.0% 和 4.1%。

图表13：2011-1Q24 年公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，公司公告，华泰研究

## 麻药配送：主导一级分销，延伸全产业链

### 精麻药品使用需求持续拓展，销售规模稳定增长

**麻醉及精神药品受国家特殊管理。**管制麻药和精神药品配送业务是国药股份的核心业务。麻药分为全麻药、局麻药、肌松药、镇痛药和镇静药，可使机体暂时、可逆性失去知觉及痛觉，主要应用于外科手术、晚期癌症缓解疼痛等。其中阿片类镇痛药因其高成瘾、易制毒等特性，被列为管制麻醉品，而部分镇静药被列为管制二类精神品。麻醉药品和精神药品（包括第一、二类精神药品）简称麻精药品，由国务院药品监督管理部门、国务院公安部门、国务院卫生主管部门制定、调整并公布目录，并依法依规实行特殊管理。

图表14：麻醉药品主要分类和代表产品

麻醉药品类别	所属小类	主要产品	2023年销售额(百万元)	主要生产企业	管制类别
麻醉药及其辅助用药	全麻药	异氟烷 (1970)	0.8	鲁南贝特, 河北一品	非管制
		依托咪酯 (1972)	264.29	恩华药业, 贝朗	非管制
		七氟烷 (1990)	697.11	恒瑞医药, 丸石, 百特	非管制
		氯胺酮 (1972)	104.19	福建古田	管制一类精神品
		地氟烷 (1992)	67.4	百特	非管制
		丙泊酚 (1989)	862.57	费森尤斯卡比, 阿斯利康, 广东嘉博	非管制
	局麻药	左布比卡因 (2002)	2.09	恒瑞医药, 珠海润都	非管制
		普鲁卡因 (1905)	0.02	东亚制药, 山东方明	非管制
		罗哌卡因 (1996)	54.79	阿斯利康, 齐鲁制药, 辰欣药业	非管制
		利多卡因 (1948)	152.54	江苏济川, 上海朝晖	非管制
		丁卡因 (1926)	87.27	西安利君精华, 成都天台山	非管制
	肌松药	布比卡因 (1963)	36.4	上海禾丰, 上海朝晖	非管制
		乙哌立松 (1983)	80.43	卫材药业, 青岛国海	非管制
		维库溴铵 (1999)	20.4	吉瑞医药, 扬子江药业, 成都天台山	非管制
		替扎尼定 (1988)	40.8	科瑞德	非管制
镇痛药	罗库溴铵 (1999)	85.97	仙琚制药, 欧加农	非管制	
	苯磺顺阿曲库铵 (1995)	196.42	恒瑞医药, 上药东英, 葛兰素史克	非管制	
	舒芬太尼 (1976)	578.77	宜昌人福	管制麻醉品	
	瑞芬太尼 (1996)	1173.18	宜昌人福, 恩华药业	管制麻醉品	
	芬太尼 (1960)	80.55	宜昌人福, 阿尔扎, 强生	管制麻醉品	
	曲马多 (1981)	234.32	北京萌蒂, 格兰泰	管制麻醉品	
	地佐辛 (1989)	1414.12	扬子江药业	管制二类精神品	
镇静药	羟考酮 (1995)	439.7	巴德, Hamol Limited	管制麻醉品	
	右美托咪定 (2000)	272.75	恒瑞医药, 恩华药业	非管制	
	咪达唑仑 (1985)	337.35	恩华药业, 宜昌人福, 罗氏	管制二类精神品	
	苯巴比妥 (1912)	66.12	上药新亚, 福建闽东力捷迅	管制二类精神品	
	唑吡坦 (1988)	146.97	赛诺菲, 江苏豪森	管制二类精神品	

注：括号中数字为该药品全球最早上市年份；分类按照 PDB，销售额计算不含复方  
资料来源：PDB，华泰研究

**基础需求：手术人次稳定增加，麻药需求随之增长，需求较为刚性。**手术科室是传统阿片类镇痛麻药应用领域，手术人次增加将直接拉动麻醉药的需求规模，刺激麻醉药市场消费。我国 2011-2022 年住院病人人次 CAGR 达到 9%，对应的手术麻药用量也随之增长。从住院病人手术人次数据来看，公司深耕的北京地区受到疫情影响较大，2020 及 2022 年手术需求同比波动明显。我们看好疫后复苏治疗需求提升带动北京及全国精麻市场增长。

图表15: 2010-2022年中国住院病人手术人次及同比增速



资料来源: 国家统计局, Wind, 华泰研究

图表16: 2010-2022年北京地区住院病人手术人次及同比增速



资料来源: 国家统计局, Wind, 华泰研究

**增量需求: ICU 治疗需求扩大, 带动精麻市场规模持续增长。**随着病痛管理的普及以及政策开放, 麻醉药在癌痛止痛、无痛分娩等技术领域的应用逐渐推广, 我国麻醉药市场将出现新的需求增长动力。

- 1) **癌痛治疗逐渐普及。**根据世界卫生组织下属的国际癌症研究机构 (IARC) 2020 年发布的《2020 全球癌症报告》, 我国癌症发病率持续增加, 20 年中国新发癌症病例 457 万例, 占全球 1929 万例的 23.7%, 占比位居全球第一。癌痛是癌症患者最常见且最难以忍受的症状之一, 我国约 75% 的晚期癌症患者认为癌痛为主要症状且 30% 为剧痛。阿片类药物对于中重度癌痛病人具有无可替代的作用, 而根据中国抗癌协会肿瘤心理学专业委员会 (CPOS) 2016 年学术年会, 我国约有 61% 癌症或者 HIV 中重度疼痛患者未得到止痛治疗。随着癌痛治疗观念加强, 这部分需求有望逐步释放。

图表17: 基于资源水平分层推进癌痛规范化治疗

资源水平	疼痛评估	药物供应	疼痛专科
基本	疼痛作为第五生命体征-常规评估	对乙酰氨基酚, NSAID, 可待因或曲多马, 口服吗啡即释片, 无激素	
初级	疼痛评估, 包括影像学诊断, 姑息治疗评估	上述药物+至少 1 种用于神经病理性疼痛治疗的辅助药, 如阿米替林; 至少 1 种阿片缓释剂	骨转移放疗
中级	疼痛评估, 包括影像检查; 疼痛或姑息治疗的早期评估	至少 2 种强阿片药及不同剂型 (包括透皮和注射剂); 至少两种神经病理性疼痛的辅助药	上述+微创干预治疗 (例如腹腔神经丛神经松解术), 物理或心理治疗
高级	综合评估, 包括姑息、疼痛、物理及心理等专业评估, 影像学评估	至少 3 种强阿片药及不同剂型 (包括透皮和注射剂)+美沙酮; 各种神经病理性疼痛辅助药。包括双膦酸盐	上述+各种创伤性干预治疗, 包括神经松解术, 局麻, 和椎管内镇痛药输注

资料来源: 《WHO 癌痛三阶梯止痛原则及 IAHPIC 姑息治疗基本药物目录》, 华泰研究

- 2) 对于机械通气患者, 瑞芬太尼可在有效镇痛基础上具有镇静作用。因此 **ICU 是瑞芬太尼在非手术科室的又一重要应用领域。**
- 3) 无痛分娩是通过使用麻醉方法减轻分娩时的疼痛, 帮助产妇顺利分娩的一种方法。目前常用的无痛分娩方式是硬膜外麻醉, 其原理为在分娩期间通过药物注射器向临产妇的腰椎下方的硬膜外腔注入麻醉药物。连续硬膜外输注稀释的局麻药及阿片类药物是硬膜外分娩镇痛的一项改良方法, 镇痛效果优于单独应用局部麻醉药, 镇痛平面恒定, 局部麻醉药总剂量和血药浓度降低, 运动神经阻滞较轻, 对母婴双方均较安全。**无痛分娩中常用的药物包括罗哌卡因、芬太尼、舒芬太尼、布比卡因以及阿芬太尼等。**

据 2022 年 11 月 11 日国家卫生健康委公布，我国第一批分娩镇痛试点取得成效，2018 年以来全国已有 912 家医院参与试点，分娩镇痛率显著提高，试点医院椎管内分娩镇痛率从 2017 年的 27.52% 上升到 2020 年的 53.21%。然而考虑到目前试点医院数量在整体占比仍然较低（21 年我国医院总数约 3.7 万家），我们看好未来无痛分娩渗透率持续提升带动相关麻醉药品需求增长。

**应用领域持续拓展，销售规模稳定增长。**阿片类麻醉镇痛药在 ICU、腔镜、癌痛、无痛分娩等非手术领域应用持续增长，近年来阿片类镇痛麻药销售额除疫情影响外基本处于稳定增长态势。即使 20 年及 22 年由于疫情期间手术需求波动等导致增速承压，在终端需求带动下，2018-2023 年我国阿片类麻醉镇痛药销售额 CAGR 仍维持在 5% 左右，麻药类整体销售额 CAGR 约为 8%。

图表 18: 2013-1Q24 中国阿片类麻醉镇痛药样本医院销售额及增速



注：包含阿片类麻醉药及镇痛药  
资料来源：PDB，华泰研究

图表 19: 2013-1Q24 中国麻药整体样本医院销售额及同比增速



注：包含麻醉药、镇痛药及镇静药  
资料来源：PDB，华泰研究

**治疗需求持续增长驱动 2021 年我国麻醉药物市场规模超 290 亿元。**随着手术医疗等麻醉镇痛需求提升，全国手术量持续增长以及临床应用范围扩大等趋势推动下，我国麻醉药市场规模由 2015 年的 190.3 亿元增长至 2021 年的 290.5 亿元，2016-2021 年 CAGR 达 7.3%。

图表20：2015-2021年中国麻醉药市场规模及同比增速



资料来源：华经产业研究院，华泰研究

我们认为随着北京及全国地区的手术量进一步复苏，公司麻精药品销售业务以及子公司的麻精药品业务有望持续获益。

### 麻精市场监管严格，壁垒高，公司占据流通环节主导地位

麻药行业受严格监管，种植、生产、销售等均须管制。由于麻精药品可能产生的依赖性、成瘾性，国务院《麻醉药品和精神药品管理条例》对麻精药品的种植、实验研究和生产管制严格，如：1) 麻醉药品药用原植物种植企业由国务院药品监督管理部门和国务院农业主管部门共同确定；2) 未取得药品批准文号不得生产麻醉药品和精神药品；3) 经批准定点生产的麻醉药品、第一类精神药品和第二类精神药品原料药不得委托加工，只有第二类精神药品制剂可以委托加工。

图表21：麻醉药品和精神药品管理条例

类别	条例细则
总则	精神药品分为第一类精神药品和二类精神药品。国家对药用原植物以及麻醉药品和精神药品实行管制。除本条例另有规定的以外，任何单位、个人不得进行麻醉药品药用原植物的种植以及麻醉药品和精神药品的实验研究、生产、经营、使用、储存、运输等活动
种植	1、国家确定需求总量，对植物的种植、药品的生产实行总量控制 2、种植企业根据年度计划种植原植物，并向主管部门定期报告种植情况 3、种植企业由主管部门确定，其他单位和个人不得种植麻醉药品药用原植物
实验研究	1、开展实验研究应当具备相关资质条件，并经国务院药品监督管理部门批准 2、实验研究单位申请相关药品批准证明文件，依照药品管理法办理；需要转让研究成果的，应当经国务院药品监督管理部门批准 3、实验研究过程中产生管制品种时，立即停止，并向国务院药品监督管理部门报告 4、麻醉药品和第一类精神药品的临床试验，不得以健康人为受试对象
生产	1、国家对药品实行定点生产制度 2、定点生产企业应当具备相关条件要求，有麻醉药品和精神药品实验研究批准文件 3、药品生产企业经各级药品监督管理部门批准 4、定点生产企业依照药品管理法的规定取得药品批准文号 5、定点生产企业严格按照药品年度生产计划安排生产
经营	1、国家对药品实行定点经营制度 2、药品定点批发企业应当具备相关条件要求。并经药品监督管理部门批准 3、批发企业只能向指定机构销售药品 4、批发企业向医疗机构销售药品，应当将药品送至医疗机构。医疗机构不得自行提货 5、麻醉药品和第一类精神药品不得零售；第二类精神药品零售企业应当凭执业医师出具的处方，按规定剂量销售，并将处方保存2年备查 6、实行政府定价，在制定出厂和批发价格的基础上，逐步实行全国统一零售价格
使用	1、作为原料使用时，应批准后，向定点生产企业购买 2、医疗机构需要使用药品时，应批准后，取得印鉴卡 3、执业医师取得药品处方资格后，方可在医疗机构开具专用处方，但不得为自己开具该种处方 4、医疗机构应当对药品处方进行专册登记，麻醉药品处方至少保存3年，精神药品处方至少保存2年

资料来源：国务院《麻醉药品和精神药品管理条例》，华泰研究

麻醉药品和一类精神药品一级分销资质只有 3 家，公司占其中 70-80% 份额。2005 年中华人民共和国国务院发布的《麻醉药品和精神药品管理条例》对麻醉药品和精神药品的销售渠道有非常严格的限定：生产企业应当将麻醉药品和精神药品销售给有该类药品经营资格的企业或者经批准的其他单位，生产和流通企业严格控制在 1-3 家，资质需要国务院药监局审批。目前该市场已被国药股份、上海医药和重庆医药三家瓜分，短期很难有外来竞争者。其中公司占据 70-80% 份额，居于主导地位。同时，公司持有管制麻药龙头宜昌人福的 20% 股权，可以帮助公司有效把控上游资源，维持竞争优势。

图表22：精麻药批发企业经营要求

药品种类	经营方式	资质审批部门	企业经营要求
麻醉药品和 第一类精神药品	全国性批发 区域性批发	国务院药品监督管理部门 所在地人民政府药品监督管理部门	有符合本条例规定的麻醉药品和精神药品储存条件； 符合国务院药品监督管理部门公布的定点批发企业布局； 具有保证供应责任区域内医疗机构所需麻醉药品和第一类精神药品的能力
第二类精神药品	全国性批发，区域 性批发、零售	所在地人民政府药品监督管理部门	经所在地省、自治区、直辖市人民政府药品监督管理部门批准

资料来源：中华人民共和国国务院《麻醉药品和精神药品管理条例》，华泰研究

拓展二类精神药品是公司精麻配送业务重点发展方向之一，具备如下特点：

- 1) 管控力度相对较小。二类精神药品是临床广泛使用的特殊管理药品，其成瘾性与危害程度相对较小，管控力度小于阿片类镇痛麻药和一类精神药品，因此市场更大、壁垒较低，是较优质的赛道，竞争相对激烈一些。
- 2) 毛利率较高。二类精神药品分销业务毛利率虽然低于管制麻药，但高于普通药品。

精麻业务毛利率高于普药批发，且不受限于两票制，因此回款较好。一方面，精麻业务因为其管制类特性，所以一级分销毛利率高于普通药品 4-6pct，相应净利率也较高。另一方面，精麻业务批发不受两票制限制，因此公司下游客户多为二级分销商，属于调拨业务，回款好于直销模式。

高需求+行业龙头优势，精麻业务收入持续增长。公司在精麻一级分销仅有的三家企业中市占率处于优势地位，且上下游布局拓展进一步夯实增长基础，近年来除疫情期间收入增速有所波动外，精麻业务收入整体平稳增长，我们估计公司 2023 年精麻分销业务收入近 70 亿，预计 24-26 年精麻业务收入 CAGR 为 11% 左右。

### 全面布局麻药产业链上下游，加强产业优势

参股宜昌人福，维护上游货源。宜昌人福是国家麻醉药定点生产企业，是国内麻醉药领域龙头。宜昌人福产品包括麻醉类、精神类、感冒类、抗生素类药物，核心品种是瑞芬太尼、舒芬太尼等镇痛类麻醉药品。上市公司人福医药和国药股份为公司第一、二大股東，分别持股 67% 和 20%。宜昌人福在阿片类镇痛药市场地位领先，我们主要介绍其两大主力产品瑞芬太尼及舒芬太尼。

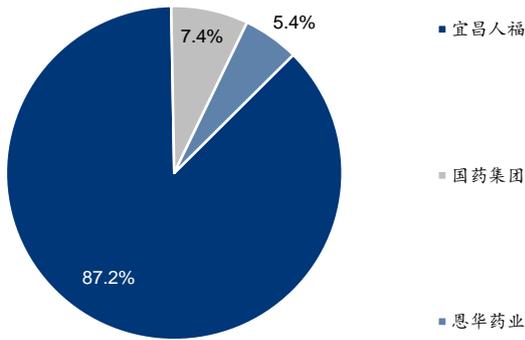
图表23：宜昌人福主要产品布局概览

产品线	适应症	在售产品
麻醉类	麻醉诱导和维持 麻醉镇痛 麻醉辅助用药	咪达唑仑，罗哌卡因 芬太尼系列，氢吗啡酮 纳布啡
精神类	逆转中枢镇静	氟马西尼
感冒类	止咳镇静	福尔可定
抗生素类		克林霉素、土霉素、庆大霉素

资料来源：公司公告，华泰研究

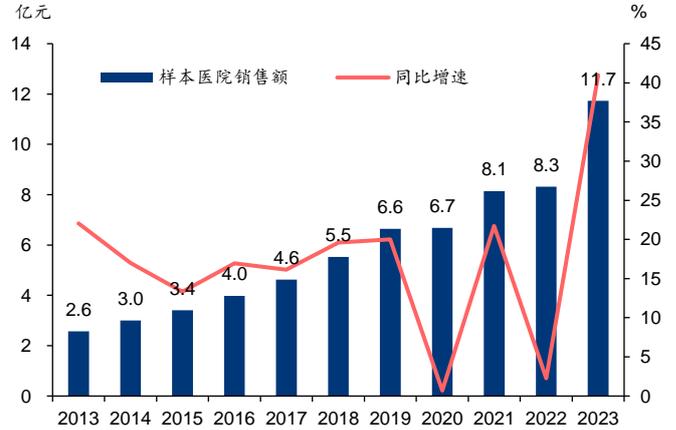
**瑞芬太尼：医保取消手术用药报销限制，开拓非手术科室使用，样本医院销售额快速增长。**瑞芬太尼镇痛作用是芬太尼的 1.34 倍、吗啡的 100 倍，且起效快，个体差异较小，安全性高，对芬太尼替代性强。2017 年新医保目录取消手术用药的报销限制，利于拓展瑞芬太尼在 ICU 等非手术科室的使用，其在样本医院销售额随之增长，2023 年已达 11.7 亿元（同比增长 41%），2018-2023 年 CAGR 达 16.8%。2023 年公司瑞芬太尼在 PDB 样本医院销售占比 87%，占据绝对领先地位。

图表24：2023年瑞芬太尼样本医院销售竞争格局



资料来源：PDB，华泰研究

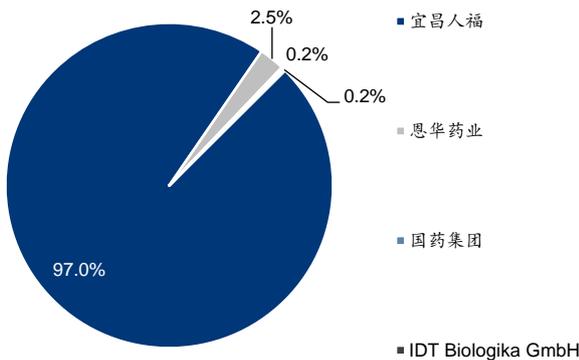
图表25：2013-2023年公司瑞芬太尼样本医院销额及增速



资料来源：PDB，华泰研究

**舒芬太尼：最强阿片类镇痛药物，公司市占率逐年提升，23年已达97%。**舒芬太尼是镇痛作用最强的阿片类药物，其镇痛效能是芬太尼的 10 倍，适用于大手术的麻醉诱导和维持用药，近年来除疫情期间销售有所波动外呈现稳定增长态势，2023 年舒芬太尼在样本医院销售额达 5.8 亿元，同比增长 11.8%。目前舒芬太尼在我国有四家企业销售，宜昌人福在舒芬太尼市场份额逐年增加，截至 2023 年宜昌人福占据 97% 的市场份额(vs2013 年占比 80%)。

图表26：2023年舒芬太尼样本医院销售竞争格局



资料来源：PDB，华泰研究

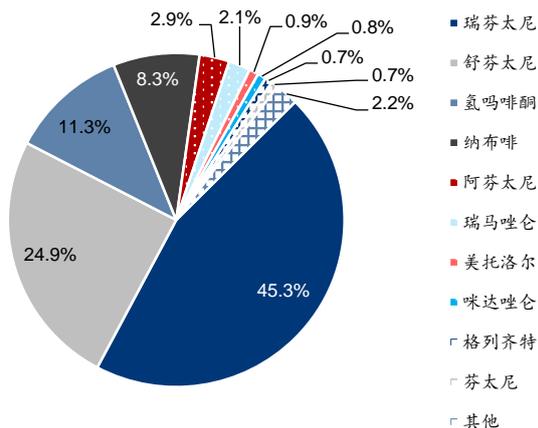
图表27：2013-2023年公司舒芬太尼样本医院销额及增速



资料来源：PDB，华泰研究

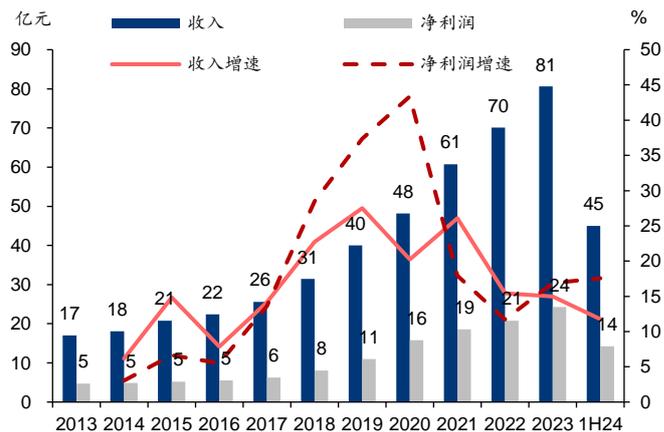
**宜昌人福瑞芬太尼及舒芬太尼贡献主要样本医院销售额，近年来收入及净利润快速增长。**公司在瑞芬太尼及舒芬太尼等阿片类镇痛药市场占据绝对领先地位，近年来药品销售规模持续增长，叠加瑞芬太尼取消手术限制、氢吗啡酮和纳布啡进入医保等利好影响，宜昌人福近年来收入及净利润保持较快增长。2023 年宜昌人福收入 80.6 亿元（同比增长 15.0%），归母净利润 24.3 亿元（同比增长 16.9%）；1H24 收入 45.0 亿元（同比增长 11.8%），归母净利润 14.2 亿元（同比增长 17.6%），归母净利润增长进一步提速。

图表28: 宜昌人福 2023 年样本医院销售额按产品拆分



资料来源: PDB, 华泰研究

图表29: 宜昌人福 2013-1H24 年营业收入、归母净利润及其同比增速



资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

麻药工业带动联营企业投资收益稳健增长, 23 年贡献超 20% 的归母净利润。公司参股宜昌人福 20% 股权, 受益于上游麻药工业稳健增长, 公司近年来联营收益整体呈现平稳增长态势 (14-23 年 CAGR 达 17.8%)。2023 年公司对联营企业投资收益达 4.6 亿元, 同比增长 19.9%, 占归母净利润比例达 21.3%。

图表30: 2013-1Q24 年联营企业投资收益及同比增速、贡献归母净利润比例



资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

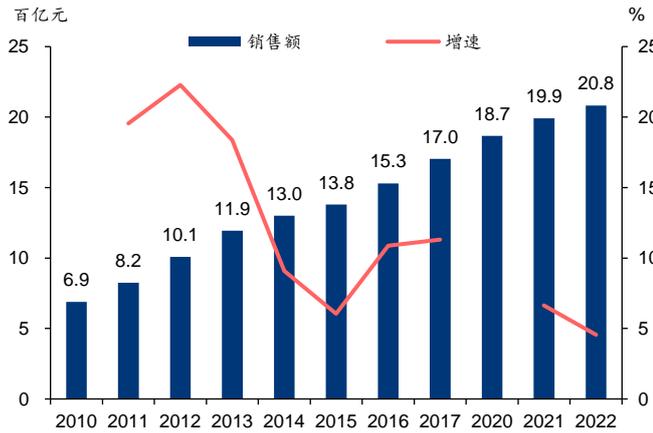
下游: 通过国控北京和北京华鸿等集团体系内公司向二级分销延伸。除重组标的国控北京以及北京华鸿原有的麻精药品二级分销业务以外, 2018 年 3 月国药股份通过以 1467 万元收购兰州盛原 70% 股权, 进一步延伸麻药产业结构链, 巩固公司在西北地区麻药分销市场优势。这是公司向二级分销市场扩展的重要举措。由于“两票制”只针对普药, 管制麻药的原有产业链不受影响, 公司延伸二级分销业务, 下游二级分销商回款情况相对更好, 业务现金流具有优势。

## 普药配送：北京地区普药配送龙头，子公司协同发展

### 北京普药配送市场竞争格局相对稳定，公司居于龙头地位

北京地区普药配送市场规模平稳增长，疫情期间增速有所放缓。据商务部市场运行和消费促进司公布的《2022年药品流通行业统计分析报告》，2022年北京地区医药流通市场规模达2082亿元，位居全国第二位，占据全国市场份额的7.6%。在收入增速方面，2022年北京市场同比增速为4.6%。作为医疗资源最为集中的区域，我们看好北京医药流通市场未来保持稳健发展。

图表31：2010-2022年北京普通药品流通销售额及同比增速



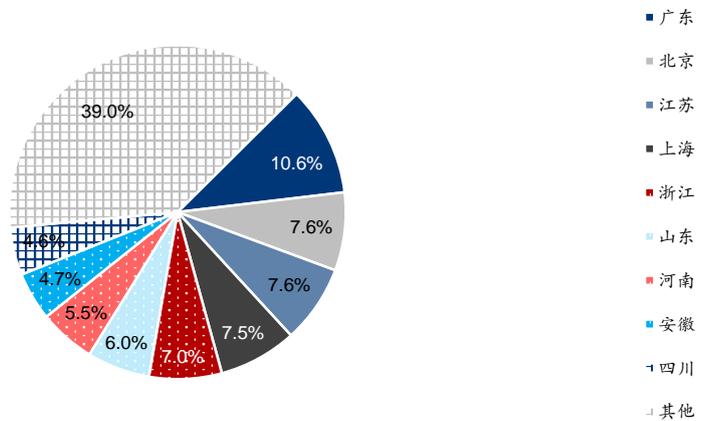
注：商务部17年后未公布18-19年报告，仅有20-22年报告  
资料来源：商务部市场运行和消费促进司官网各年《药品流通行业统计分析报告》，华泰研究

图表32：2010-2022年中国普通药品流通销售额及同比增速



注：商务部17年后未公布18-19年报告，仅有20-22年报告  
资料来源：商务部市场运行和消费促进司官网各年《药品流通行业统计分析报告》，华泰研究

图表33：2022年全国各省市普通药品流通市场份额



资料来源：商务部市场运行和消费促进司，《2022年药品流通行业统计分析报告》，华泰研究

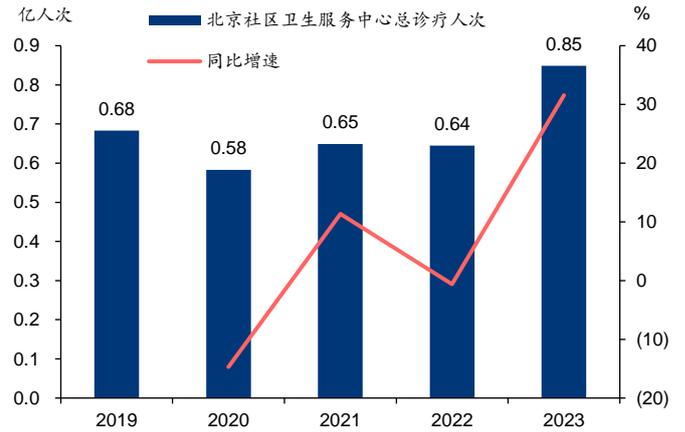
北京地区诊疗人次疫情后逐步恢复，基层医疗就诊人次增速领先。近年来北京地区医疗机构诊疗量整体呈持续增长态势，疫情期间需求有所波动导致诊疗量减少，随着疫后诊疗需求逐步恢复，23年北京医疗机构诊疗量达2.91亿人次，同比增长25.9%。我们看好诊疗量持续复苏驱动医药配送业务需求同步向好。其中23年北京基层社区卫生服务中心诊疗量已达0.85亿人次，同比+31.6%，增速快于医疗机构整体就诊量增速，基层医疗市场潜力可观（23年北京社区卫生服务中心就诊量在医疗机构整体诊疗量占比29.2% vs 19年25.8%）。

图表34：2016-2023年北京地区医疗机构总诊疗人次及同比增速



资料来源：北京卫健委《北京卫生健康事业发展统计公报》，华泰研究

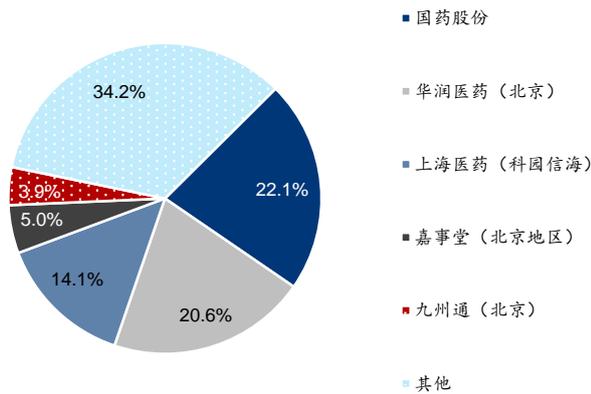
图表35：2019-2023年北京社区卫生服务中心诊疗人次及同比增速



资料来源：北京卫健委《北京卫生健康事业发展统计公报》，华泰研究

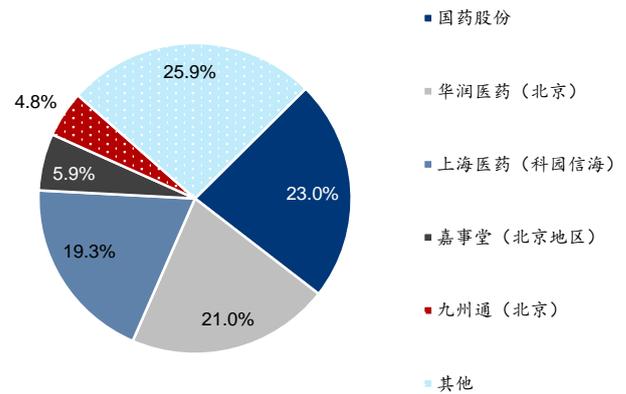
北京普药配送市场集中度较高、竞争格局较稳定，公司为北京地区行业龙头。北京普药流通市场呈国药股份、华润医药和上海医药的三足鼎立态势。以销售额来看，2022年北京地区的普药流通市场CR3达63%，CR5达74%，北京医药流通市场集中度较全国整体更高。22年国药股份在北京普药配送市场市占率达23.0%，相比17年提升了0.9pct，可见近年来北京地区医药流通市场竞争环境较稳定，国药股份市占率稳中略升，保持龙头地位。

图表36：2017年北京地区医药流通市场份额（以销售额计算）



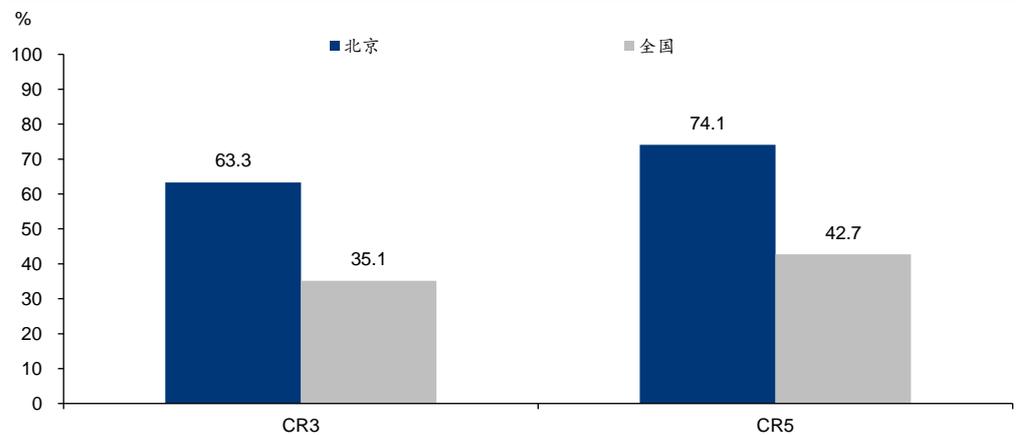
资料来源：各公司公告，华泰研究

图表37：2022年北京地区医药流通市场份额（以销售额计算）



资料来源：各公司公告，华泰研究

图表38：2022年北京和全国医药流通市场集中度CR3和CR5



资料来源：商务部《2022年药品流通行业统计分析报告》，各公司公告，华泰研究

**国药股份终端覆盖及服务能力居于北京地区龙头地位。**据公司年报，公司医疗直销业务实现北京地区等级医院 100%覆盖，覆盖超 4700 家基层医疗机构，在二、三级医院的销售居于区域首位，在北京地区的医疗终端覆盖及服务能力名列前茅。同时公司零售直销业务已覆盖全国 500 强连锁以及众多单体药店，直接渠道覆盖超 3 万家门店，渠道延伸共覆盖 22 万余家终端药店。

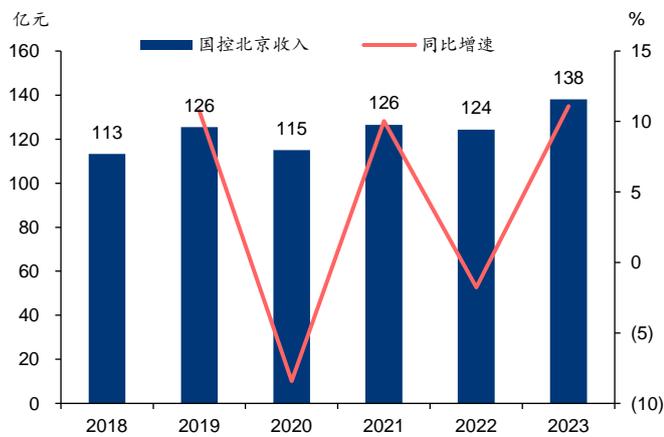
**基层配送成为增长新动能，公司普药配送收入稳定增长。**公司不断提升供应链价值，为终端医疗机构改善诊疗服务能力提供支持。公司通过与重点供应商的合作，向临床治疗提供最新产品，同时为北京等级医院和基层医疗提供“互联网送药到家”等服务，线上线下业务加速融合，大力发展基层医疗相关业务，驱动普药配送收入近年来稳定增长。我们估计 23 年公司母公司普药配送收入 18-23 年 CAGR 为 8%。

### 各子公司协同发展，打造特色竞争力

**协同发展，各具特色。**对于国药股份而言，2017 年重组标志公司发展进入新篇章。四家重组标的和原国药股份均为植根北京市场多年的大型配送商，战略发展方向各具特色，重点增长品类有所不同。重组后可以使新国药股份配送品规更加丰富齐全，扩展配送渠道的深度和广度，形成协同性发展，提升市场竞争力和占有率。

- 1) **国控北京：品种丰富渠道广，五大基药配送商之一。**公司持股 100%，中央药品储备单位、北京市指定的毒麻药品供应单位、北京市指定的五家社区基本药物配送商之一。2023 年实现收入 138 亿元，同比增长 11.1%，2019-2023 年收入 CAGR 为 4.0%；23 年净利润 3.3 亿元，同比增长 10.5%，19-23 年净利润 CAGR 为 3.4%，23 年净利率达 2.4%。

图表 39：2018-2023 年国控北京收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究

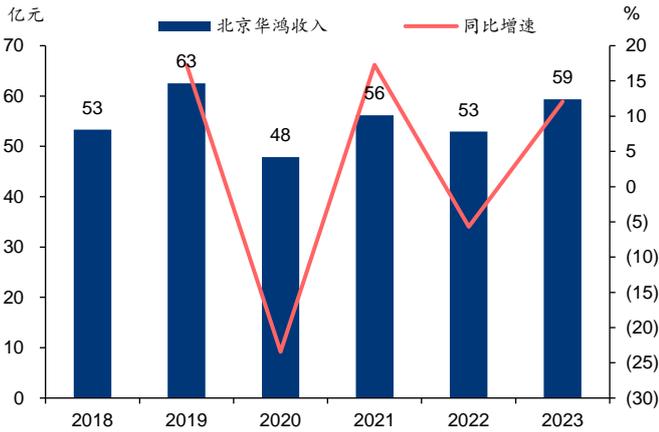
图表 40：2018-2023 年国控北京净利润及同比增速、净利率



资料来源：公司公告，华泰研究

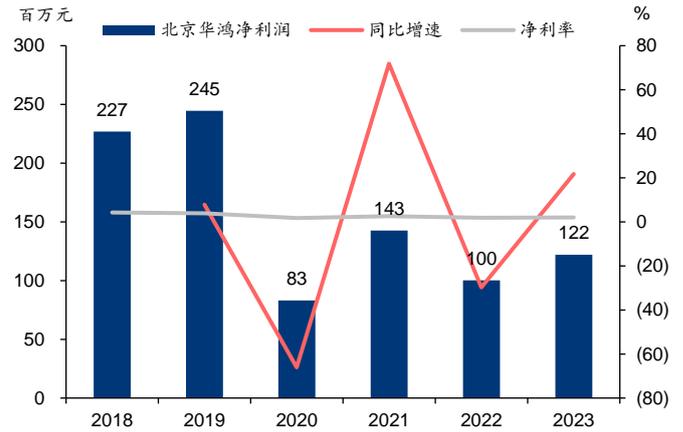
- 2) **北京华鸿：配送与代理合璧。**公司持股 60%，客户群体完善，现已基本覆盖北京市所有三级医院，二级医院覆盖率超过 90%，医院纯销市场位列前五。北京华鸿直销业务经营药品品规已近 1,300 个，并在抗肿瘤类、胰岛素类、心脑血管类用药上形成特色品种，具有竞争优势。同时，北京华鸿也为中小型医药企业的新特药专科产品提供在中国的营销推广管理服务，如具有口服镇痛药“泰勒宁”的国内独家代理权，引入日本三共镇痛产品“乐松”等。2023 年实现收入 59 亿元，同比增长 12.1%，2019-2023 年收入 CAGR 为 2.2%；23 年净利润 1.2 亿元，同比增长 21.8%，19-23 年净利润 CAGR 为 -11.7%，23 年净利率达 2.1%。

图表41：2018-2023年北京华鸿收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究

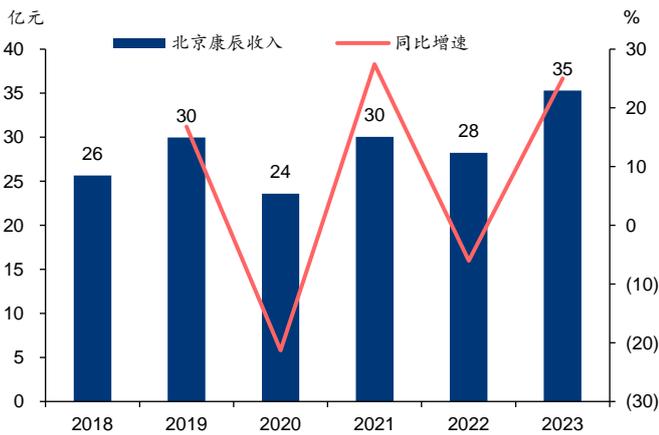
图表42：2018-2023年北京华鸿净利润及同比增速、净利率



资料来源：公司公告，华泰研究

3) **北京康辰：着力血制品。**公司持股 100%，大力拓展血液制品销售，产品囊括血液制品大部分品种，是多家一线血液制品企业的北京地区经销商，上游资源丰富，占据北京血液制品市场大部分份额。北京康辰 2023 年实现收入 35 亿元，同比增长 25.0%，2019-2023 年收入 CAGR 为 6.6%；23 年净利润 1.3 亿元，同比增长 4.7%，19-23 年净利润 CAGR 为 7.6%，23 年净利率达 3.6%。

图表43：2018-2023年北京康辰收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究

图表44：2018-2023年北京康辰净利润及同比增速、净利率



资料来源：公司公告，华泰研究

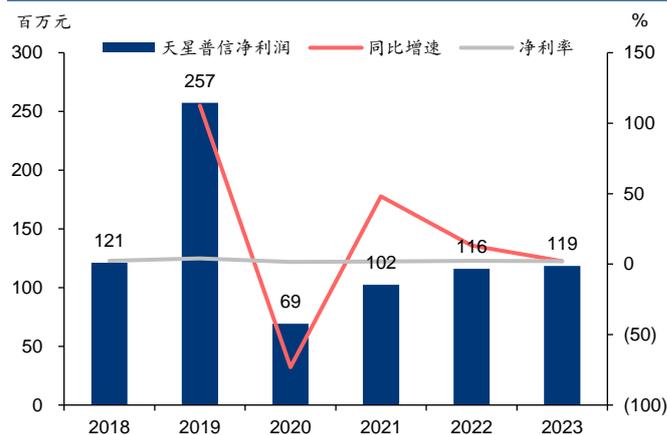
4) **天星普信：生物制品优势明显，军队渠道稳固。**公司持股 51%，天星普信经营品类齐全，其优势品种生物制品销售额位居北京地区前列。此外，疫苗、诊断试剂的销售也扩充了天星普信的销售品种丰度，增强盈利能力。2014 年起，解放军总医院、解放军第 302 医院、武警部队总医院常踞天星普信的前三大客户之列，与军队系统客户建立良好合作关系。2023 年实现收入 57 亿元，同比增长 9.8%，2019-2023 年收入 CAGR 为 1.3%；23 年净利润 1.2 亿元，同比增长 2.2%，19-23 年净利润 CAGR 为-0.4%，23 年净利率达 2.1%。

图表45：2018-2023年天星普信收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究

图表46：2018-2023年天星普信净利润及同比增速、净利率



资料来源：公司公告，华泰研究

作为集团北方口岸，发展药品进口和保税平台。公司是国药控股北京区域药品进口和保税服务平台，为进口品种提供更多增值服务，加快其注册报关速度。作为国控的北方口岸，公司与国控体系下其他子公司密切合作，发展集团内部的调拨业务，内部调拨业务不算“一票”，符合“两票制”要求。北方口岸业务不仅可以成为业绩新增量，而且调拨业务资金周转快，利于改善整体现金流情况。

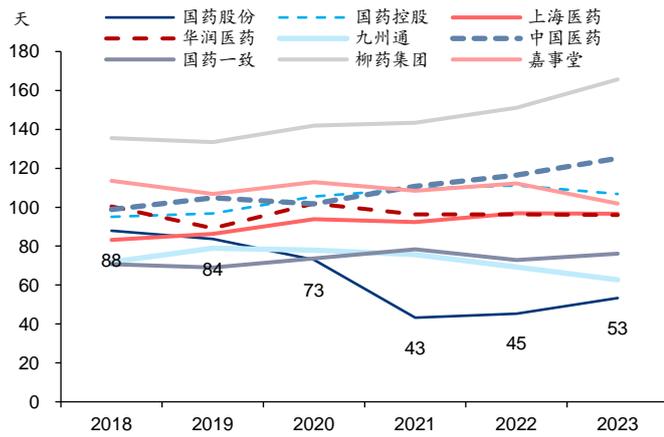
整体来看，我们预计公司北京普药批发业务收入 24-26 年增速 CAGR 有望达 8.5%。

## 营运、偿债及盈利能力等均领先同业，分红长期稳定

公司营运能力、偿债能力及盈利能力处于行业领先水平。得益于公司在高壁垒的精麻一级分销业务的市占率优势，以及北京地区医药配送市场的领先地位，公司相较其他医药流通企业，在营运能力、偿债能力及盈利能力方面均具有优势。

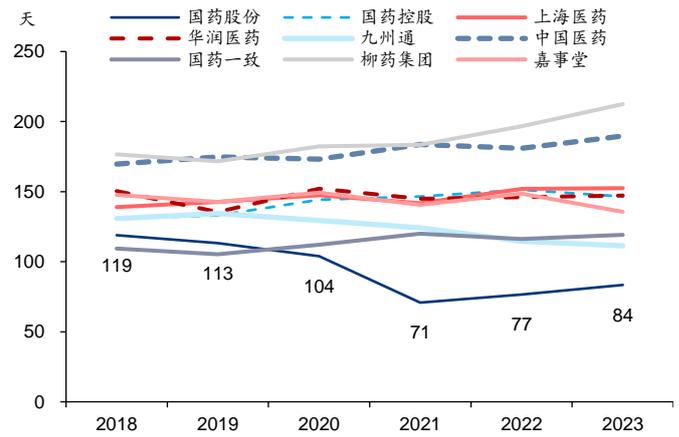
1) **营运能力**：21-23 年，公司应收账款周转天数相比同行平均水平少 50-60 天，营业周期相比同行平均水平少 65-80 天，证明公司营运效率更高。这主要是因为一方面公司普药地区批发业务集中在北京，北京是经济发达、且回款较好的地区，另一方面公司的精麻一级分销业务类似调拨业务，下游为其他医院批发企业，而非医院，回款较好。

图表47：2018-2023 年医药流通公司应收账款周转天数对比



资料来源：Wind，各公司公告，华泰研究

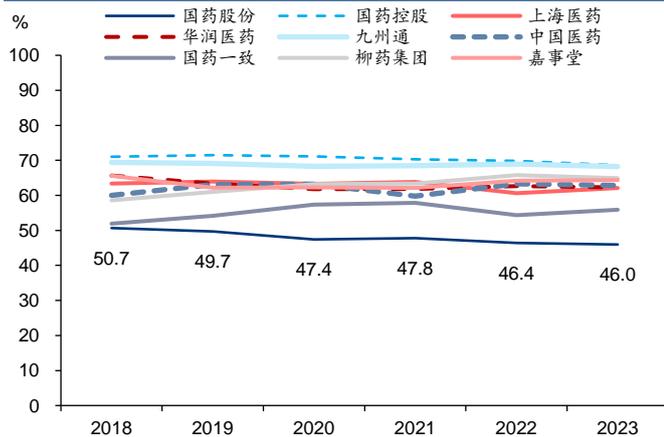
图表48：2018-2023 年医药流通公司营业周期对比



资料来源：Wind，各公司公告，华泰研究

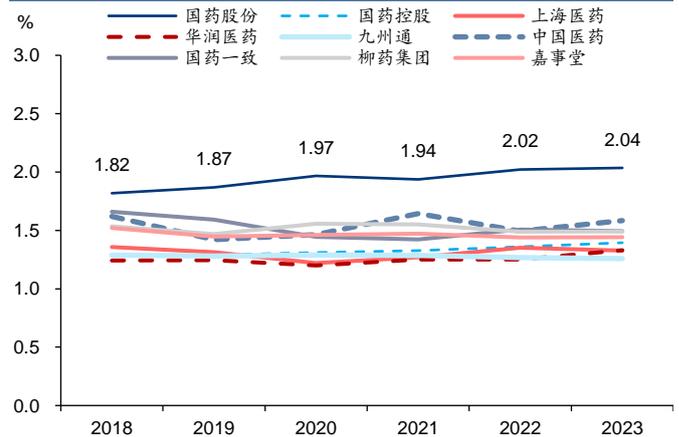
2) **偿债能力**：21-23 年，公司资产负债率相比同行平均水平低 15-20pct，流动比率相比同行平均水平高 0.5-0.7pct。公司相比同行具有相对更低的资产负债率和更高的流动比率，表明公司长期和短期偿债能力均较好，相比同行领先。这是因为公司业务的现金流出色，回款压力小，借贷杠杆低。

图表49：2018-2023 年医药流通公司资产负债率对比



资料来源：Wind，各公司公告，华泰研究

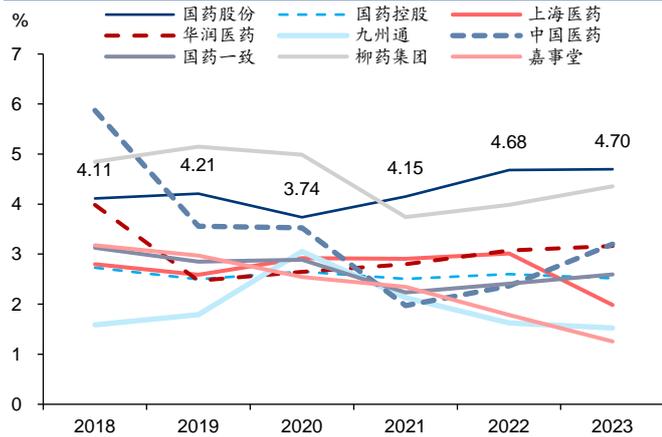
图表50：2018-2023 年医药流通公司流动比率对比



资料来源：Wind，各公司公告，华泰研究

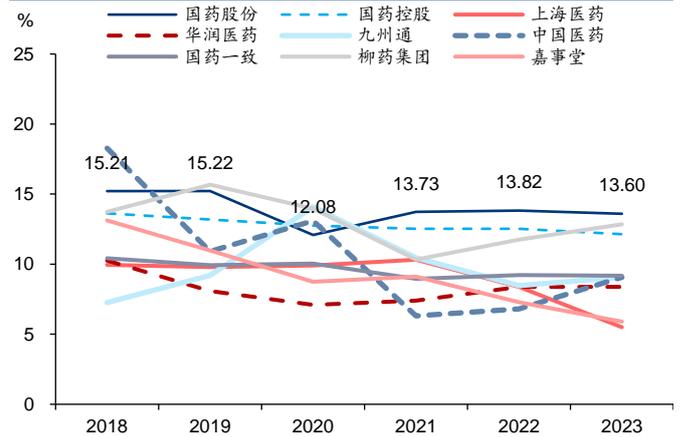
3) **盈利能力**:根据 2015 年 5 月 5 日国家发改委会同国家卫计委、人社部等联合发出的《关于印发推进药品价格改革意见的通知》，麻醉、第一类精神药品仍暂时由国家发改委实行最高出厂价和最高零售价格管理，不参与竞标和招标，且不受“两票制”影响，价格稳定；而且因为管制麻药是低频用药，患者对于价格敏感性低，精麻药品分销的高壁垒带来高利润率，管制麻药和一类精神药品一级分销毛利率比普药高 6% 左右，故其净利率利润空间更大。且由于公司在精麻一级分销市占率优势明显，驱动公司盈利能力相比同行平均水平明显领先，21-23 年公司归母净利率高于同行平均水平 1.5-2.5pct，净资产收益率 ROE 高于同行平均水平 4-5pct。

图表51: 2018-2023 年医药流通公司归母净利率对比



资料来源: Wind, 各公司公告, 华泰研究

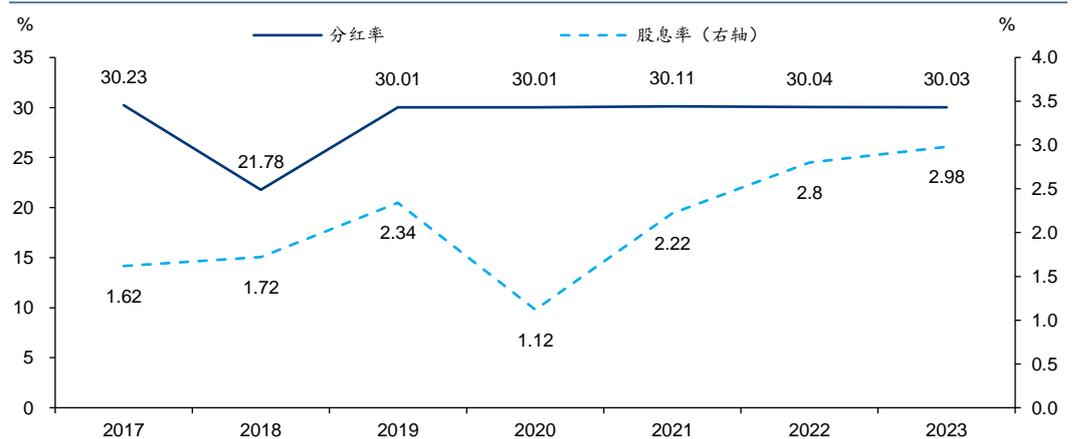
图表52: 2018-2023 年医药流通公司净资产收益率对比



资料来源: Wind, 各公司公告, 华泰研究

**优秀的财务质量为公司长期稳定分红奠定基础。**公司自 2002 年上市以来累计分红 22 次，累计分红金额达 40.55 亿元，累计分红率达 26.15%。2017 年以来，公司每年分红比例基本稳定在 30% 水平，23 年分红 6.44 亿元（分红率 30.03%），公司优秀的现金情况和财务质量为公司稳定分红奠定基础。除疫情期间有所波动，17-23 年公司股息率整体呈上升趋势，23 年股息率已达 2.98%。

图表53: 2017-2023 年公司分红比例及股息率



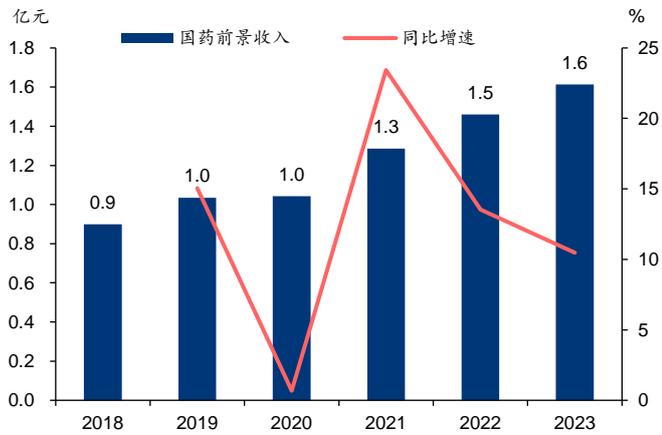
资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

## 拓展多元业务，打造新增长驱动

除精麻分销及普药配送外，公司还布局药品工业、口腔服务、物流仓储、器械分销等多元化业务，蓄力战略新动能。

**国药前景负责口腔业务，收入稳定增长。**公司控股子公司国药前景已建立专业口腔产品营销队伍，目前已涵盖口腔无痛产品线、牙周黏膜产品线、感控产品线、正畸美白产品线等，公司持股 51%。国药前景通过药品学术推广，下沉医护学术指导市场，融合发展无痛、牙周、感控及美白正畸四条产品线，同时积极引入新品、优化产品结构，丰富公司营销产品广度和深度。23年国药前景收入 1.6 亿元，同比增长 10.5%，19-23 年收入 CAGR 为 12.4%；23 年净利润 0.74 亿元，同比增长 28.9%，19-23 年净利润 CAGR 为 33.2%，23 年净利率达 45.8%。

图表 54：2018-2023 年国药前景收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究

图表 55：2018-2023 年国药前景净利润及同比增速、净利率



资料来源：公司公告，华泰研究

**药品工业：托管子公司股权，解决同业竞争。**公司主要通过控股子公司国瑞药业布局工业板块，公司持有国瑞药业 61.06% 股权。国瑞药业是一家以生产化学制药为主的国家高新技术企业、绿色工厂。近年来国瑞药业持续加大研发新药投入、夯实人才基础，拓展产品渠道和市场，并进一步优化产品结构、聚焦营销体系转型。23 年 8 月，公司将持有的国瑞药业 61.06% 股权托管给国药现代，以解决国瑞药业与国药现代的同业竞争问题。国瑞药业 23 年收入 10.8 亿元，同比-20.1%，19-23 年收入 CAGR 为 2.6%；23 年净利润 0.89 亿元，同比增长 32.6%，19-23 年净利润 CAGR 为 14.4%，23 年净利率达 8.2%。

图表 56：2018-2023 年国瑞药业收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究

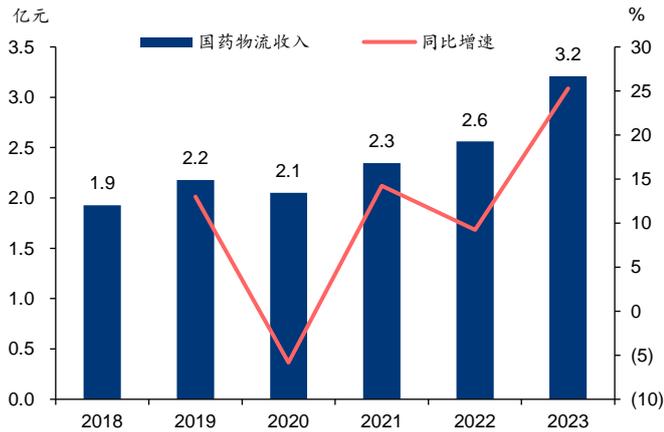
图表 57：2018-2023 年国瑞药业净利润及同比增速、净利率



资料来源：公司公告，华泰研究

物流仓储业务覆盖北京、辐射全国，与其他子公司形成物流一体化协同。公司主要通过控股子公司国药物流开展物流仓储业务，公司持有国药物流 56.3% 股权。国药物流是中国第一家第三方专业医药物流公司，目标打造“以北京市为中心，辐射全国、纵深发展”的医药物流服务模式。目前，国药物流已构建覆盖首都、辐射津冀的多仓生态物流枢纽，亦庄库、顺义物流中心、京西物流中心三仓布局正式形成，同时顺利完成与天星普信在药品和器械两方面的物流一体化工作。国药物流 23 年收入 3.2 亿元，同比增长 25.3%，19-23 年收入 CAGR 为 10.7%；23 年净利润 0.30 亿元，同比增长 20.6%，19-23 年净利润 CAGR 为 0.3%，23 年净利率达 9.3%。

图表58：2018-2023 年国药物流收入及同比增速



资料来源：公司公告，华泰研究

图表59：2018-2023 年国药物流净利润及同比增速、净利率



资料来源：公司公告，华泰研究

**器械分销：利用资源优势，布局器械 SPD 及耗材集中配送业务。**公司结合自身资源和优势，进一步通过信息化、规范化提升医院供应链延伸服务能力，布局器械分销业务。公司通过整合生产企业和各级供应商资源，积极扩充新品种新业务，扩大项目规模和覆盖医院，近年来器械业务保持高速发展。目前公司器械分销主要由控股子公司国控华鸿（公司持股 60%）和天星普信（公司持股 51%）负责，国控华鸿布局器械 SPD 项目，天星普信持续推进北京多家医院的耗材集中配送业务。

## 盈利预测和估值

### 盈利预测

公司营业收入、毛利率和费用率预测关键假设：

#### (一)公司营业收入和毛利率：

##### 1) 商品销售：

公司商品销售业务属于医药流通业态。公司在北京地区医药流通市场处于龙头地位，公司 21-23 年商品销售收入分别同比+15.5%/-1.6%/+10.3%。20 年和 22 年因疫情影响，相关销售承压，收入同比负增长，导致 21 年和 23 年因低基数导致同比增速明显回升。其中，我们认为普药配送业务（母公司+四家子公司）24 年上半年仍有部分外部政策影响，24 年增速相对放缓，25 年恢复正常增长，26 年因收入规模持续增长增速略放缓，因此我们预计普药配送业务 24-26 年收入增速 8.6%/9.3%/7.8%；公司精麻收入受益高壁垒+高市占率，我们看好其未来稳定增长，增速随着基数提高逐步降低，预计 24-26 年精麻收入增速 12%/11%/10%。整体来看，我们预计 24-26 年商品销售收入同比增长 9.1%/9.6%/8.1%。

公司商品销售业务 21-23 年毛利率为 6.95%/7.55%/7.08%。随着未来药品集采持续推广，价格下降或导致公司配送业务盈利能力有所下降，我们预计商品销售业务毛利率保持稳中有降态势，因此我们预计 24-26 年商品销售业务毛利率为 7.00%/6.95%/6.90%。

##### 2) 产品销售：

公司产品销售业务属于医药工业业态。公司 21-23 年产品销售收入同比+3.4%/-9.6%/-20.6%。22 年由于疫情影响、23 年受外部政策影响，两年同比增速承压，23 年低基数下我们预计 24 年收入增速回升，25-26 年因基数提升同比增速略下降，因此我们预计 24-26 年产品销售收入同比增长 15%/12%/10%。

公司产品销售业务 21-23 年毛利率为 24.9%/23.2%/33.1%，据公司 23 年报，23 年起原材料降价导致毛利率提升。考虑到公司未来可能因市场竞争而有所降价，我们预计毛利率或呈稳中有降趋势，因此预计 24-26 年产品销售业务毛利率为 33.0%/32.9%/32.8%。

##### 3) 仓储物流：

公司仓储物流业务属于医药专业第三方物流业态。公司 21-23 年仓储物流收入同比+20.4%/+8.8%/+21.2%。22 年由于疫情影响收入同比增速略下降但仍保持增长，我们预计 24 年上半年仍有部分外部政策影响，24 年增速相对放缓，25 年恢复正常增长，26 年因收入规模持续增长增速略放缓，因此我们预计 24-26 年仓储物流收入同比增长 13.8%/18.4%/15.8%。

公司仓储物流业务 21-23 年毛利率为 34.3%/28.5%/26.0%，整体呈下降趋势。考虑到未来可能的市场竞争加剧，我们预计毛利率或呈稳中有降趋势，因此预计 24-26 年仓储物流业务毛利率为 25.9%/25.8%/25.7%。

(二) 费用率:

- 1) **销售费用率:** 2023 年销售费用率 1.94%，同比-0.16pct。考虑到公司规模效应持续体现，进一步加强费用管理，我们预计 24-26 年因规模效应销售费用率逐步下降，为 1.86%/1.84%/1.82%。
- 2) **管理费用率:** 2023 年管理费用率 0.94%，同比-0.02pct。考虑到公司规模效应持续体现，进一步加强费用管理，我们预计 24-26 年因规模效应管理费用率逐步下降，为 0.93%/0.92%/0.91%。
- 3) **研发费用率:** 2023 年研发费用率 0.14%，同比-0.01pct。考虑到公司业务布局成熟，未来研发费用率有望保持平稳，我们预计 24-26 年研发费用率为 0.16%/0.16%/0.16%。

(三) 投资收益:

公司投资收益主要来自宜昌人福。2023 年宜昌人福归母净利润 24.3 亿元 (同比增长 16.9%); 1H24 归母净利润 14.2 亿元 (同比增长 17.6%)，归母净利润增长进一步提速。考虑到 1H24 仍有部分外部政策影响，我们看好 2H24 同比增速进一步提升，驱动 24 年全年投资收益快速增长；考虑到基数增长，我们预期 25-26 年同比增速逐步下降。因此我们预计 24-26 年公司投资收益同比增长 20%/17%/15%。

根据以上假设，我们预计 2024-2026 年公司营业收入为 543/595/643 亿元，同比 +9.2%/+9.6%/+8.1%；归母净利润为 23.5/26.1/28.6 亿元，同比 +9.7%/+10.9%/+9.5%。

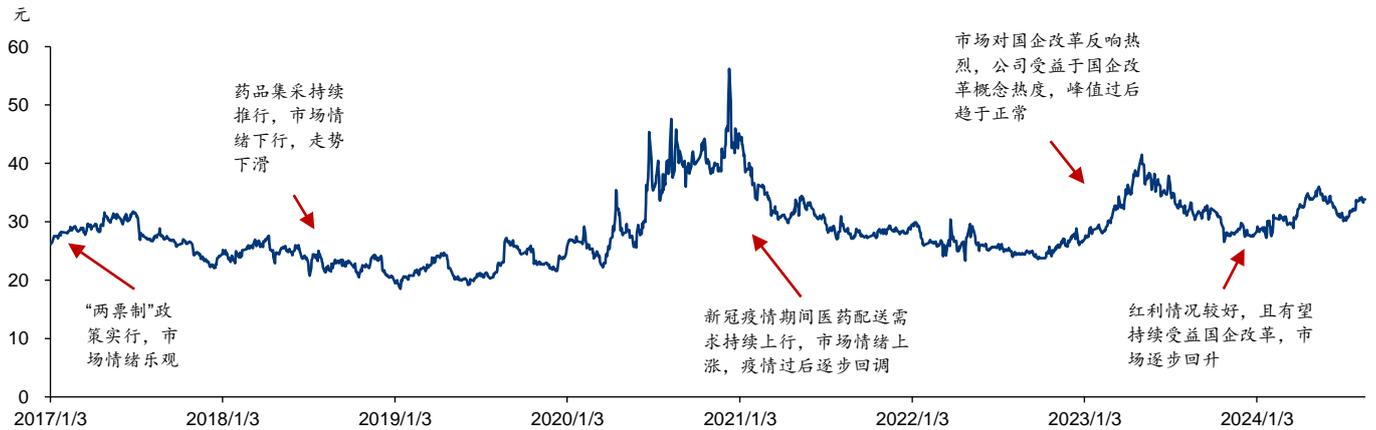
图表60: 2020-2026 年公司盈利预测

单位: 百万元	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	40,379	46,469	45,499	49,696	54,282	59,475	64,294
YOY		15.1%	-2.1%	9.2%	9.2%	9.6%	8.1%
毛利率	7.8%	7.8%	8.4%	8.0%	8.0%	8.0%	7.9%
商品销售收入	40,747	47,063	46,304	51,064	55,719	61,060	66,009
YOY		15.5%	-1.6%	10.3%	9.1%	9.6%	8.1%
在收入占比	100.9%	101.3%	101.8%	102.8%	102.6%	102.7%	102.7%
毛利率	6.83%	6.95%	7.55%	7.08%	7.00%	6.95%	6.90%
产品销售收入	1,451	1,500	1,356	1,077	1,238	1,387	1,525
YOY		3.4%	-9.6%	-20.6%	15.0%	12.0%	10.0%
在收入占比	3.6%	3.2%	3.0%	2.2%	2.3%	2.3%	2.4%
毛利率	30.18%	24.85%	23.18%	33.11%	33.00%	32.90%	32.80%
仓储物流收入	229	276	300	363	414	490	567
YOY		20.4%	8.8%	21.2%	13.8%	18.4%	15.8%
在收入占比	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%
毛利率	34.46%	34.31%	28.54%	26.00%	25.90%	25.80%	25.70%
销售费用率	2.56%	2.02%	2.10%	1.94%	1.86%	1.84%	1.82%
管理费用率	0.92%	0.89%	0.96%	0.94%	0.93%	0.92%	0.91%
研发费用率	0.13%	0.12%	0.15%	0.14%	0.16%	0.16%	0.16%
投资收益	221	283	292	359	431	504	580
YOY		28.4%	2.9%	23.1%	20.0%	17.0%	15.0%
归母净利润	1,383	1,754	1,964	2,146	2,355	2,611	2,859
YOY		26.9%	12.0%	9.3%	9.7%	10.9%	9.5%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

## 估值分析

图表61：2017年至今公司股价复盘



资料来源：Wind，华泰研究

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 40.58 元。根据盈利预测，我们预计公司 2024-2026 年公司营业收入为 543/595/643 亿元，同比+9.2%/+9.6%/+8.1%；归母净利润为 23.5/26.1/28.6 亿元，同比+9.7%/+10.9%/+9.5%。公司当前股价对应 24-26 年 PE 为 11x/10x/9x。我们选取上海医药、国药一致、九州通、重药控股四家 A 股上市公司作为可比公司，主因上述公司均从事医药流通行业且均为区域性龙头，业务范围与国药股份较为可比。考虑到公司高壁垒的精麻分销业务市占率领先，北京地区医药配送业务稳固，且营运能力、偿债能力及盈利能力领先同行，财务指标优秀，我们给予 24 年 13x 的 PE 估值（可比公司 24 年 Wind 一致预期均值 9x），对应目标价 40.58 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表62：可比公司估值

彭博代码	公司名称	收盘价 (元)		总市值 (亿元)		P/E (x)				
		2024/8/19	2024/8/19	2024/8/19	2023A	2024E	2025E	2026E		
601607 CH	上海医药	19.73	19.73	649	17x	12x	11x	10x		
600998 CH	九州通	4.76	4.76	240	11x	9x	8x	7x		
000028 CH	国药一致	27.71	27.71	143	9x	8x	7x	7x		
000950 CH	重药控股	4.85	4.85	84	13x	9x	7x	6x		
	<b>平均</b>				<b>13x</b>	<b>9x</b>	<b>8x</b>	<b>8x</b>		
600511 CH	国药股份	33.83	33.83	255	12x	11x	10x	9x		

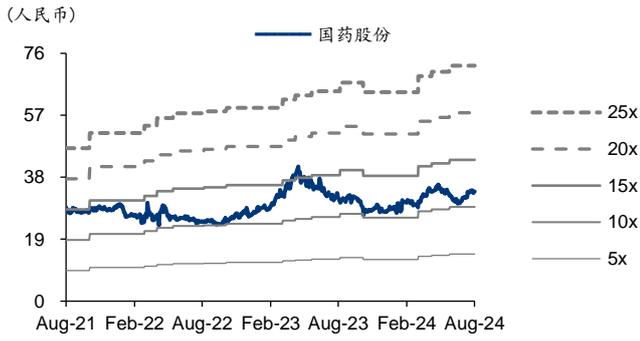
注：可比公司预测均来自各公司公告及 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰研究

## 风险提示

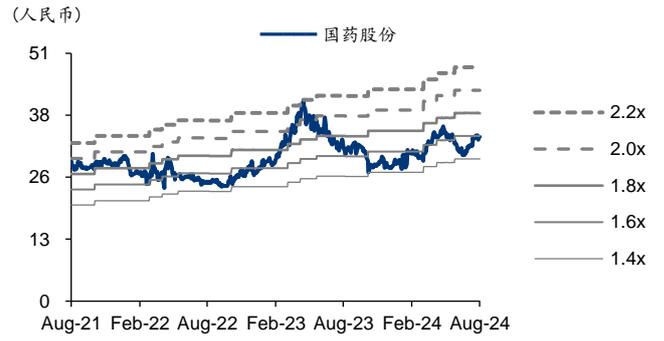
- 精麻产品业绩不及预期。**公司精麻分销业务收入一定程度受手术量等相关需求影响，也可能因市场竞争加剧导致毛利率受到一定影响。
- 北京地区医药配送收入增长不如预期。**若北京地区诊疗恢复情况低于预期，则公司相关普药配送业务收入增速可能受到一定影响。

图表63: 国药股份 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表64: 国药股份 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	25,764	28,279	30,972	34,042	37,196
现金	8,896	10,926	12,423	14,104	15,972
应收账款	5,745	8,959	9,764	10,680	11,527
其他应收账款	384.59	362.03	395.43	433.27	468.37
预付账款	195.92	141.07	154.16	168.94	182.67
存货	3,717	3,961	4,303	4,720	5,108
其他流动资产	6,825	3,930	3,933	3,936	3,939
<b>非流动资产</b>	3,845	4,174	4,675	5,184	5,698
长期投资	1,457	1,727	2,184	2,640	3,097
固定投资	564.12	551.82	590.86	635.00	684.65
无形资产	262.92	258.11	253.97	250.39	247.31
其他非流动资产	1,561	1,636	1,646	1,658	1,669
<b>资产总计</b>	29,609	32,453	35,647	39,226	42,895
<b>流动负债</b>	12,740	13,894	15,171	16,616	17,959
短期借款	252.06	268.35	293.12	321.16	347.18
应付账款	7,372	8,333	9,106	9,979	10,790
其他流动负债	5,116	5,293	5,772	6,316	6,822
<b>非流动负债</b>	1,010	1,025	1,025	1,025	1,025
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	1,010	1,025	1,025	1,025	1,025
<b>负债合计</b>	13,750	14,920	16,197	17,642	18,985
少数股东权益	1,645	1,757	1,964	2,193	2,445
股本	754.50	754.50	754.50	754.50	754.50
资本公积	2,349	2,349	2,349	2,349	2,349
留存公积	11,087	12,642	14,352	16,257	18,331
归属母公司股东权益	14,215	15,776	17,486	19,391	21,465
<b>负债和股东权益</b>	29,609	32,453	35,647	39,226	42,895

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金</b>	2,395	2,727	2,173	2,335	2,514
净利润	2,129	2,334	2,562	2,841	3,110
折旧摊销	111.66	121.89	126.16	133.77	142.37
财务费用	(28.84)	(126.13)	(140.99)	(163.66)	(189.35)
投资损失	(291.62)	(358.95)	(430.74)	(503.97)	(579.56)
营运资金变动	(454.44)	(2,145)	21.67	(7.16)	(4.96)
其他经营现金	929.66	2,901	35.30	35.30	35.30
<b>投资活动现金</b>	(152.32)	(129.31)	(196.77)	(138.71)	(77.18)
资本支出	(129.78)	(145.12)	(158.52)	(173.68)	(187.75)
长期投资	(12.60)	7.88	(456.54)	(456.54)	(456.54)
其他投资现金	(9.94)	7.93	418.29	491.51	567.11
<b>筹资活动现金</b>	(639.57)	(632.18)	(478.59)	(515.37)	(568.73)
短期借款	(176.77)	16.29	24.76	28.04	26.02
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(462.80)	(648.47)	(503.36)	(543.42)	(594.75)
现金净增加额	1,603	1,965	1,498	1,681	1,868

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	45,499	49,696	54,282	59,475	64,294
营业成本	41,676	45,705	49,944	54,735	59,183
营业税金及附加	111.93	114.74	125.32	137.31	148.44
营业费用	956.50	962.38	1,010	1,094	1,170
管理费用	435.62	467.13	504.82	547.17	585.07
财务费用	(28.84)	(126.13)	(140.99)	(163.66)	(189.35)
资产减值损失	(5.14)	0.39	(35.30)	(35.30)	(35.30)
公允价值变动收益	0.00	10.82	10.82	10.82	10.82
投资净收益	291.62	358.95	430.74	503.97	579.56
<b>营业利润</b>	2,695	2,944	3,230	3,580	3,918
营业外收入	11.21	3.01	3.01	3.01	3.01
营业外支出	18.24	16.47	16.47	16.47	16.47
<b>利润总额</b>	2,688	2,931	3,216	3,567	3,904
所得税	559.18	596.42	654.49	725.78	794.50
<b>净利润</b>	2,129	2,334	2,562	2,841	3,110
少数股东损益	164.65	188.47	206.82	229.35	251.07
归属母公司净利润	1,964	2,146	2,355	2,611	2,859
EBITDA	2,355	2,489	2,729	2,992	3,238
EPS (人民币, 基本)	2.60	2.84	3.12	3.46	3.79

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	(2.09)	9.23	9.23	9.57	8.10
营业利润	10.12	9.26	9.69	10.85	9.43
归属母公司净利润	11.97	9.26	9.74	10.89	9.47
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	8.40	8.03	7.99	7.97	7.95
净利率	4.68	4.70	4.72	4.78	4.84
ROE	13.42	13.31	13.17	13.16	13.01
ROIC	42.11	55.21	64.82	76.02	88.93
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	46.44	45.97	45.44	44.97	44.26
净负债比率 (%)	(48.99)	(55.83)	(57.90)	(59.84)	(61.72)
流动比率	2.02	2.04	2.04	2.05	2.07
速动比率	1.71	1.74	1.75	1.75	1.78
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.59	1.60	1.59	1.59	1.57
应收账款周转率	7.94	6.76	5.80	5.82	5.79
应付账款周转率	5.32	5.82	5.73	5.74	5.70
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	2.60	2.84	3.12	3.46	3.79
每股经营现金流(最新摊薄)	3.17	3.61	2.88	3.09	3.33
每股净资产(最新摊薄)	18.84	20.91	23.18	25.70	28.45
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	13.00	11.89	10.84	9.77	8.93
PB (倍)	1.80	1.62	1.46	1.32	1.19
EV EBITDA (倍)	8.24	7.03	5.95	4.95	4.08

## 免责声明

### 分析师声明

本人，代雯、孔垂岩、王殷杰，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师代雯、孔垂岩、王殷杰本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述信息相关的事宜。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：** 预计行业股票指数超越基准
- 中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：** 预计股价超越基准15%以上
- 增持：** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

**华泰证券股份有限公司**

**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司