

增持 (首次)

国药股份 (600511)

北京区域及精麻分销双栖龙头高质量发展再启航

2023年6月9日

市场数据

日期	2023-6-7
收盘价(元)	39.05
总股本(百万股)	754.50
流通股本(百万股)	553.35
净资产(百万元)	14633.32
总资产(百万元)	29973.10
每股净资产(元)	19.39

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

分析师:

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

投资要点

- 国药股份为国药控股下属北京地区唯一医药分销平台和全国精麻特药一级分销平台。十四五期间公司以一大核心、四大主业、六大特色领域, 打造千百十亿级产业集群为目标, 即直销N个百亿级、分销百亿级、麻药百亿级、工业八十亿级。2022年公司销售净利率为4.68%, 同比提升0.53pct。
- 2023精麻行业增速有望回升, 公司精麻分销市占率领先, 推进全产业链布局。2023年精麻行业预计重回高速增长轨道。公司保持对全国麻醉药品区域性批发企业全覆盖, 辐射50000余家全国精麻医疗客户, 在全国三家精麻全国性批发企业中一直保持着70%以上市场份额。2021年公司精麻类业务收入同比增长15.59%。公司参股的精麻定点生产企业宜昌人福2022年对公司归母净利润贡献超20%。公司精麻业务利润占比提升有望驱动公司盈利能力改善。
- 北京区域医药流通市场广阔, 公司龙头规模优势明显。2021年北京医药流通市场份额占全国市场的7.64%, 院内需求2023有望回升。公司100%覆盖北京地区一、二、三级医院, 在北京地区医药直销业务规模连续多年居于首位。公司作为北京区域龙头有望受益于院内需求回升及行业集中度提升。
- 工业板块转型升级初现, 特色业务创新发展。2022年国瑞药业无水乙醇、盐酸纳布啡上市, 分别填补了国内及省内空白, 进一步优化其产品结构。随着营销团队搭建, 多措并举拓展市场, 新品有望逐渐放量。口腔、专业零售、诊断试剂、物流服务、营销服务和医疗服务六大特色业务也在不断创新发展。
- 盈利预测: 我们预计2023-2025年公司归母净利润分别为22.73亿元、26.29亿元、30.27亿元, 分别同比增长15.8%、15.6%、15.1%, 2023年6月7日收盘价对应PE分别为13.0X、11.2X、9.7X。首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示: 带量采购降价超预期; 精麻制品控费风险; 应收账款风险。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	45499	52400	59594	67680
同比增长	-2.1%	15.2%	13.7%	13.6%
归母净利润(百万元)	1964	2273	2629	3027
同比增长	12.0%	15.8%	15.6%	15.1%
毛利率	8.4%	8.6%	8.7%	8.8%
ROE	13.8%	14.3%	14.7%	15.1%
每股收益(元)	2.60	3.01	3.48	4.01
市盈率	15.0	13.0	11.2	9.7

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

目 录

1. 国药股份：国资委控股，精麻分销及北京区域医药分销双龙头	- 4 -
1.1 公司由国资委控股	- 4 -
1.2 公司为精麻分销及北京区域医药分销双龙头，主业不断巩固，特色业态创新发展	- 4 -
1.3 公司经营稳健，盈利能力持续提升	- 9 -
2. 精麻特药：行业重回高增长轨道，公司精麻分销市占率领先，推进全产业链布局	- 10 -
2.1 精麻特药市场空间广阔，院内手术量提升有望带来市场复苏	- 10 -
2.2 精麻特药政策壁垒高，生产和流通管制严格，竞争格局良好	- 11 -
2.3 公司持续巩固精麻特药分销市占率，参股麻药生产布局全产业链	- 13 -
3. 北京区域直销：市场广阔，龙头规模优势明显	- 16 -
3.1 北京区域医药流通市场空间广阔，2023 年院内需求复苏可期	- 16 -
3.2 北京区域医药流通市场集中度有望进一步提升	- 18 -
3.3 公司北京区域整合顺利，终端覆盖能力强	- 18 -
4. 工业及六大特色业务：工业板块转型升级初现，特色业务创新发展	- 21 -
4.1 工业板块：新品上市助力产品结构优化，多措并举拓展市场	- 21 -
4.2 六大特色业务：口腔、器械、物流等多点尝试，创新增长动能	- 22 -
5. 盈利预测与估值	- 23 -
风险提示	- 26 -

图 目 录

图 1、公司由国资委控股	- 4 -
图 2、公司业务板块覆盖医药商业、医药工业、仓储物流	- 5 -
图 3、公司医药商业板块为公司主要的收入来源	- 5 -
图 4、公司医药商业板块为公司主要的利润来源	- 5 -
图 5、公司四大主业板块不断巩固，特色业态创新发展	- 6 -
图 6、2017-2022 年公司营收 CAGR 为 4.63%	- 9 -
图 7、2017-2022 年公司归母净利润 CAGR 为 11.47%	- 9 -
图 8、2017-2022 年公司盈利能力稳中有升	- 10 -
图 9、2017-2022 年公司控费效果显著	- 10 -
图 10、2015-2021 年全国住院手术人次变化趋势	- 10 -
图 11、麻醉药品和第一类精神药品的流通	- 13 -
图 12、第二类精神药品的流通	- 13 -
图 13、公司精麻特药分销市占率领先，保持对全国麻醉药品区域性批发企业全覆盖	- 13 -
图 14、宜昌人福历年麻醉药品销售收入（亿元）	- 15 -
图 15、宜昌人福麻醉药品销售收入、非手术科室销售收入及同比增长	- 15 -
图 16、兰州盛原销售市场覆盖区域	- 16 -
图 17、2015-2021 年北京区域医药流通市场规模 CAGR 为 6.30%	- 16 -
图 18、2021 年医药流通市场份额 TOP10 省市	- 16 -
图 19、2015-2021 年北京区域医药流通市场品类结构	- 17 -
图 20、2016-2021 年北京区域医药流通市场各品类同比增速	- 17 -
图 21、2015-2021 年北京区域医院诊疗人次/门诊人次	- 17 -
图 22、2015-2021 年北京区域医院入院人次/病床使用率	- 17 -
图 23、2015-2021 年北京区域医院住院病人手术人次	- 18 -

图 24、2020 年北京区域异地患者流入全国第二，占比 37.21%.....	- 18 -
图 25、两票制下有利于医药流通行业集中度提升	- 18 -
图 26、2022 年公司各销售模式营收及占比	- 19 -
图 27、2017-2022 年北京区域营收及增速、占比	- 19 -
图 28、2017-2022 年北京区域毛利及增速、毛利率	- 19 -
图 29、国控北京、北京华鸿、天星普信、北京康辰简介	- 20 -
图 30、国瑞药业产品布局	- 21 -
图 31、盐酸纳布啡 2022 年样本医院销售情况	- 22 -
图 32、国药前景战略产品线	- 22 -

表目录

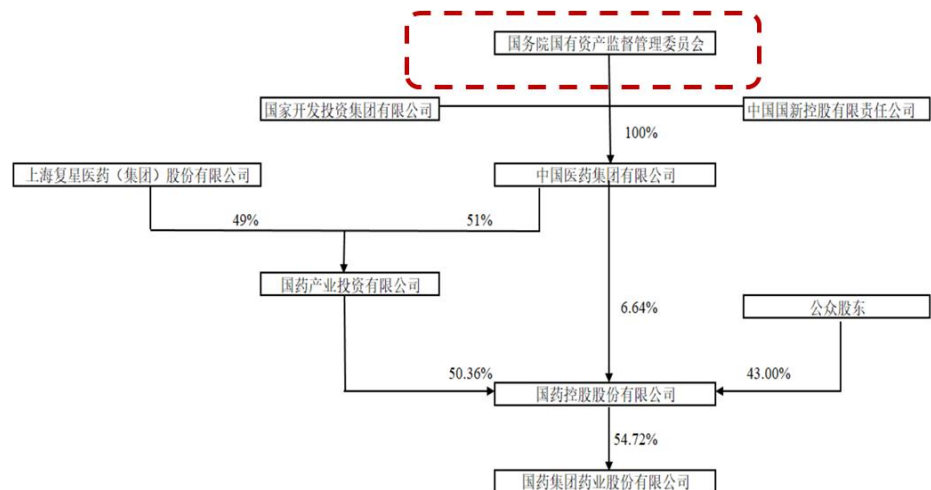
表 1、国药股份本部及国药股份参控股子公司 2017-2022 年营收及净利润	- 7 -
表 2、我国对麻醉药品和精神药品实行严格的生产和流通管制	- 11 -
表 3、2022 年麻醉药品、精神药品和药品类易制毒化学品生产定点情况	- 11 -
表 4、我国生产并使用的麻醉和精神管制类药品	- 12 -
表 5、2022 年麻醉药品、精神药品和药品类易制毒化学品经营定点情况	- 12 -
表 6、公司通过参股麻药定点生产企业向产业链上游延伸	- 14 -
表 7、宜昌人福麻醉领域主要产品	- 15 -
表 8、国控北京、北京华鸿、天星普信、北京康辰整合顺利	- 20 -
表 9、我国已上市盐酸纳布啡制剂情况	- 21 -
表 10、公司分业务收入预测	- 25 -
表 11、公司期间费用率预测	- 25 -
表 12、公司盈利预测结果	- 26 -

1. 国药股份：国资委控股，精麻分销及北京区域医药分销双龙头

1.1 公司由国资委控股

国药集团药业股份有限公司（简称国药股份）是国药控股股份有限公司（简称国药控股）下属医药商业上市公司，由国资委控股。国药股份前身是中国医药公司，于 1999 年由中国医药集团总公司发起并组建成立，2002 年在上海证券交易所成功上市。2016 年，公司启动公司重大资产重组项目，以国药股份为平台，整合国药控股系统内的北京四家医药商业资产。资产重组完成后，国药股份成为国药控股股份有限公司下属北京地区唯一医药分销平台和全国精麻特药一级分销平台。

图 1、公司由国资委控股

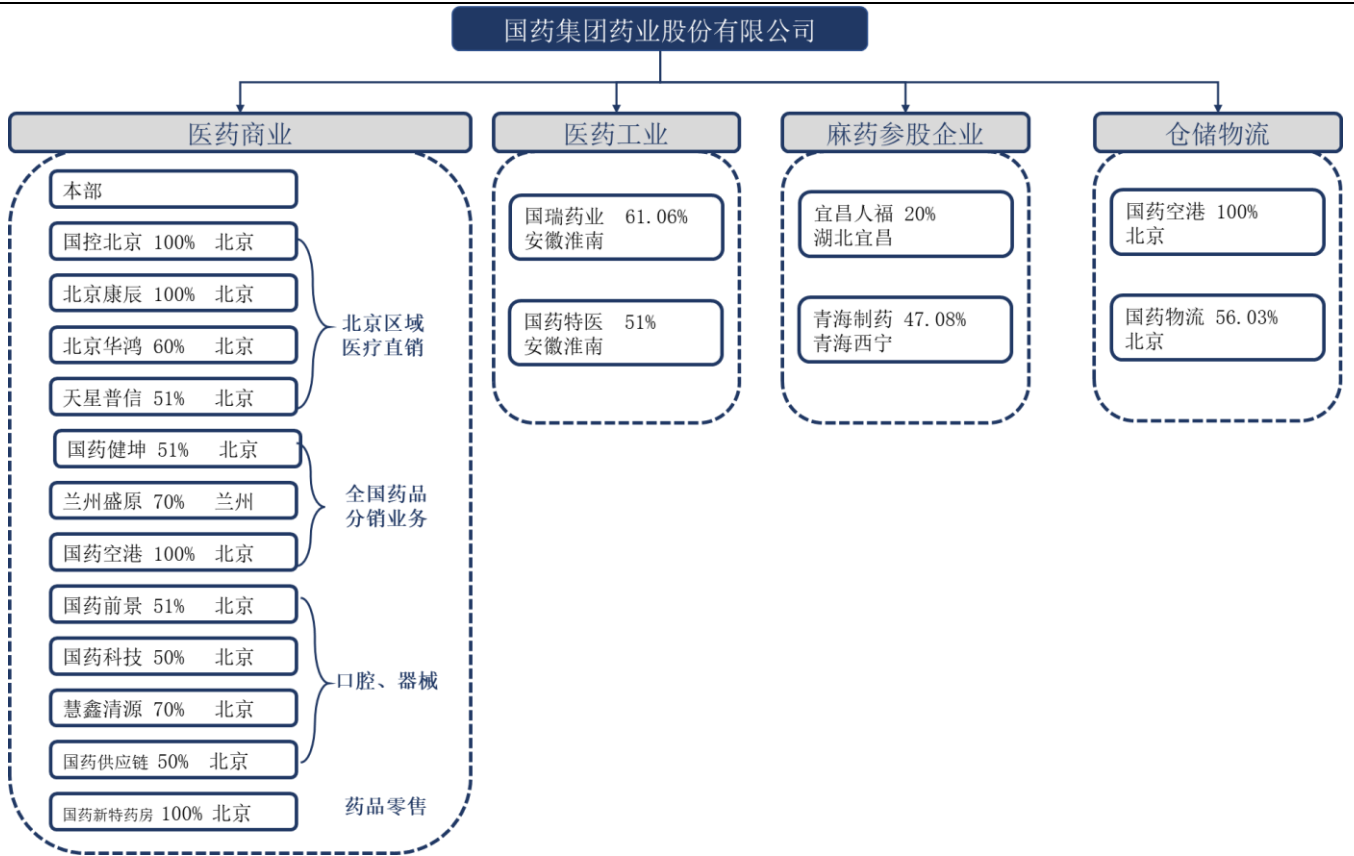


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2 公司为精麻分销及北京区域医药分销双龙头，主业不断巩固，特色业态创新发展

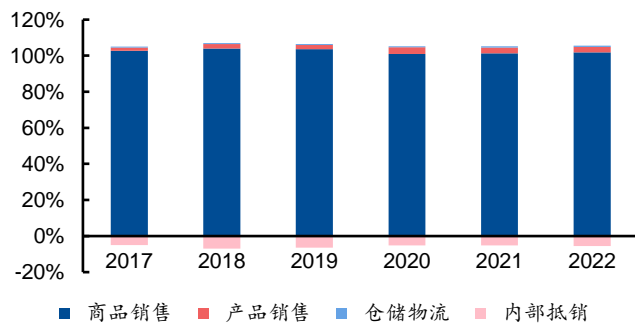
公司业务覆盖医药商业、医药工业和仓储物流三板块。据 2022 年年报，公司共参控股公司 15 家，其中全资子公司 4 家，控股子公司 9 家，联营公司 2 家。国药股份本部和子公司国控北京、北京华鸿、天星普信、北京康辰、国药前景、国药健坤、国药空港（一部分）、兰州盛原和国药新特药房属于医药商业业态，为公司主要的收入和利润来源；其中子公司国控北京、国控华鸿、国控天星、国控康辰以北京区域医疗直销为主；国药健坤、国药空港（一部分）、兰州盛原以全国药品分销为主；国药前景、国药科技、国药供应链以口腔、器械为主；国药新特药房为药品零售。控股子公司国瑞药业和国药特医主要为医药工业业态。控股子公司国药物流和国药空港（一部分），主要为医药专业第三方物流业态。

图 2、公司业务板块覆盖医药商业、医药工业、仓储物流



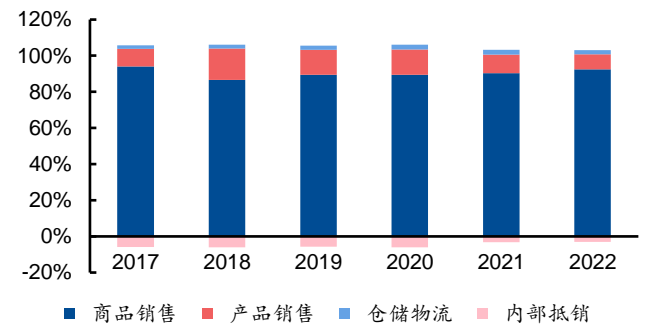
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理 注：国药空港部分业务属于全国药品分销业务，部分业务属于第三方物流业务 本部中业务包括北京区域医疗直销、全要药品分销业务等。

图 3、公司医药商业板块为公司主要的收入来源



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、公司医药商业板块为公司主要的利润来源



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

十四五期间公司以一大核心、四大主业、六大特色领域，打造千百十亿级产业集群为目标。一大核心是药械流通服务；四大主业恒强发展，实现直销 N 个百亿级、分销百亿级、麻药百亿级、工业八十亿级的战略目标；六大特色是布局特色领域，即口腔业务、专业零售、诊断试剂、物流服务、营销服务和医疗服务，逐渐布局医药健康产业价值链高附加值环节，进军大健康领域各相关细分行业。

图 5、公司四大主业务板块不断巩固，特色业态创新发展



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

稳存量，传统医药商业板块呈现进取势态。北京区域直销业务板块，公司是北京最大的医药商业分销商。目前公司 100%覆盖北京地区一、二、三级医院，基层医疗覆盖超过 4700 家，在北京地区医药直销业务规模连续多年居于首位。公司受益于北京区域医疗机构的恢复和增长，并创新服务及模式，稳固市场份额，同时推进基层医疗业务快速增长。**普通药品分销板块**，公司以批发为主、数据为辅，分销业务网络覆盖 30 多个省市自治区，覆盖零售终端超过 8 万家门店，涵盖全国 500 强连锁和众多单体药店，其中直接渠道覆盖超 3 万家门店。公司将加强新品引进、创新服务。**在精麻特药业务板块**，公司是全国最大的精麻药品分销商。公司精麻药品分销网络覆盖全国 31 个省市自治区和 600 多家二级分销商，辐射 50000 余家全国精麻医疗客户。在全国三家麻醉药品、一类精神药品全国性批发企业中，公司一直保持着领先的市场份额。同时，公司参股青海制药及宜昌人福两家精麻特药定点生产企业推进全产业链布局。

蓄力量，工业板块转型升级初现。公司工业板块主要有控股子公司国瑞药业以及国药特医。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。国药特医主要专注于中国特医食品市场，同时致力于特殊医学食品全产业链布局。公司将加强科研和新品开发，促进工业快速发展。

守正创新，积极寻找增长突破点。公司以十四五战略规划为指导，在稳定四大主业基础上积极发展口腔、专业零售、诊断试剂、物流服务、营销服务和医疗服务六大特色业务领域，2022 年公司控股子公司新特药房开始正式营业，共引进 8 个 DTP 相关药品，实现了千万销售为新药店拓展打下良好地基础；口腔业务方面，2022 年新增多个产品及合作项目实现销售，控股子公司国药前景销售收入同比增长 13.54%。公司将继续加快专业零售业务增长，促进网络和规模拓展；加强口腔业务渠道及产品拓展，提升业务规模；推进诊断试剂业务增长，拓展市场领域，促转型发展；优化物流资源，推进科技创新及现代化物流发展；持续探索和挖掘业务新增长点和新发展动力，为公司未来可持续良性及高质量发展做好准备。

表 1、国药股份本部及国药股份参控股子公司 2017-2022 年营收及净利润

业务板块	公司名称	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
医药商业	国药股份本部	营收 (亿元)	132.96	149.52	173.22	168.70	192.02	194.46
		营收 YOY (%)		12.46%	15.85%	-2.61%	13.82%	1.27%
		营收占比 (%)	36.64%	38.60%	38.80%	41.78%	41.32%	42.74%
		净利润 (亿元)	6.11	9.56	9.04	11.68	14.67	15.39
		净利润 YOY (%)		56.56%	-5.49%	29.27%	25.57%	4.89%
		净利率 (%)	4.59%	6.40%	5.22%	6.93%	7.64%	7.91%
		占公司归母净利润比例 (%)	53.52%	68.12%	56.36%	84.50%	83.64%	78.35%
北京区域 医疗直销	国控北京	营收 (亿元)	105.07	113.32	125.52	114.95	126.48	124.25
		营收 YOY (%)		7.85%	10.77%	-8.41%	10.03%	-1.77%
		营收占比 (%)	28.96%	29.25%	28.11%	28.47%	27.22%	27.31%
		净利润 (亿元)	2.82	2.82	3.54	2.37	3.01	3.01
		净利润 YOY (%)		0.13%	25.34%	-33.14%	27.19%	0.14%
		净利率 (%)	2.68%	2.49%	2.82%	2.06%	2.38%	2.43%
		占公司归母净利润比例 (%)	24.70%	20.10%	22.06%	17.11%	17.15%	15.34%
北京区域 医疗直销	北京康辰	营收 (亿元)	23.64	25.65	29.96	23.58	30.06	28.24
		营收 YOY (%)		8.52%	16.82%	-21.29%	27.44%	-6.03%
		营收占比 (%)	6.51%	6.62%	6.71%	5.84%	6.47%	6.21%
		净利润 (亿元)	0.76	0.88	1.04	0.66	1.16	1.20
		净利润 YOY (%)		15.23%	18.65%	-36.59%	76.46%	3.54%
		净利率 (%)	3.21%	3.41%	3.47%	2.79%	3.87%	4.26%
		占公司归母净利润比例 (%)		6.24%	6.48%	4.76%	6.63%	6.13%
北京区域 医疗直销	北京华鸿	营收 (亿元)	50.47	53.32	62.55	47.89	56.17	52.97
		营收 YOY (%)		5.66%	17.30%	-23.43%	17.28%	-5.70%
		营收占比 (%)	8.34%	8.26%	8.41%	7.12%	7.25%	6.98%
		净利润 (亿元)	1.91	2.27	2.45	0.83	1.43	1.00
		净利润 YOY (%)		18.53%	7.80%	-66.07%	71.83%	-29.74%
		净利率 (%)	3.79%	4.25%	3.91%	1.73%	2.54%	1.89%
		占公司归母净利润比例 (%)	10.06%	9.69%	9.15%	3.60%	4.88%	3.06%
全国药品 分销	天星普信	营收 (亿元)	50.82	53.79	63.37	44.69	55.67	52.35
		营收 YOY (%)		5.84%	17.81%	-29.48%	24.57%	-5.97%
		营收占比 (%)	7.14%	7.08%	7.24%	5.64%	6.11%	5.87%
		净利润 (亿元)	1.56	1.21	2.57	0.69	1.02	1.16
		净利润 YOY (%)		-22.38%	112.48%	-73.12%	48.09%	13.24%
		净利率 (%)	3.07%	2.25%	4.06%	1.55%	1.84%	2.22%
		占公司归母净利润比例 (%)	6.97%	4.40%	8.19%	2.55%	2.98%	3.01%
全国药品 分销	国药健坤	营收 (亿元)	4.59	4.81	4.14	4.17	5.14	6.72
		营收 YOY (%)		4.86%	-14.03%	0.87%	23.17%	30.63%
		营收占比 (%)	0.65%	0.63%	0.47%	0.53%	0.56%	0.75%
		净利润 (亿元)	0.07	0.08	0.09	0.06	0.07	0.10
		净利润 YOY (%)		22.43%	6.26%	-37.25%	30.37%	34.95%
		净利率 (%)	1.49%	1.74%	2.15%	1.34%	1.42%	1.46%
		占公司归母净利润比例 (%)	0.31%	0.30%	0.28%	0.21%	0.21%	0.26%
全国药品 分销	兰州盛原	营收 (亿元)	0.00	0.41	0.91	1.13	1.36	1.31
		营收 YOY (%)		-	123.47%	24.32%	21.16%	-3.82%
		营收占比 (%)	0.00%	0.07%	0.14%	0.20%	0.21%	0.20%
		净利润 (亿元)	0.000	0.014	0.040	0.048	0.056	0.047
		净利润 YOY (%)		-	191.83%	20.12%	16.06%	-16.22%
		净利率 (%)		3.41%	4.45%	4.30%	4.12%	3.59%
		占公司归母净利润比例 (%)	0.00%	0.07%	0.18%	0.25%	0.22%	0.17%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

业务板块	公司名称	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
口腔、器械	国药前景	营收 (亿元)	2.03	0.90	1.04	1.04	1.29	1.46
		营收 YOY (%)		-55.66%	15.05%	0.67%	23.43%	13.54%
		营收占比 (%)	0.29%	0.12%	0.12%	0.13%	0.14%	0.16%
		净利润 (亿元)	0.14	0.18	0.30	0.43	0.50	0.57
		净利润 YOY (%)		22.25%	68.37%	46.14%	16.14%	13.73%
		净利率 (%)	7.11%	19.60%	28.68%	41.63%	39.17%	39.23%
	国药科技	占公司归母净利润比例 (%)	0.64%	0.64%	0.94%	1.60%	1.46%	1.49%
		营收 (亿元)	0.05	0.73	1.33	1.50	1.81	0.99
		营收 YOY (%)		1321.6%	81.33%	13.12%	20.56%	-45.10%
		营收占比 (%)	0.01%	0.09%	0.15%	0.19%	0.19%	0.11%
		净利润 (亿元)	-0.026	0.004	0.007	0.015	0.030	0.016
		净利润 YOY (%)		116.21%	79.23%	105.37%	92.41%	-47.18%
药品零售	国药新特药房	净利率 (%)	-49.98%	0.57%	0.56%	1.02%	1.63%	1.57%
		占公司归母净利润比例 (%)	-0.11%	0.01%	0.02%	0.06%	0.08%	0.04%
		营收 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.11
		营收 YOY (%)		-	-	-	-	-
		营收占比 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.03%
		净利润 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.02
医药工业	国瑞药业	净利润 YOY (%)		-	-	-	-	
		净利率 (%)		-	-	-	-	-13.19%
		占公司归母净利润比例 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-0.08%
		营收 (亿元)	6.39	9.52	10.03	14.57	15.05	13.53
		营收 YOY (%)		48.99%	5.43%	45.21%	3.30%	-10.08%
		营收占比 (%)	1.07%	1.50%	1.37%	2.20%	1.98%	1.82%
	国药特医	净利润 (亿元)	0.34	0.45	0.50	0.57	0.64	0.67
		净利润 YOY (%)		35.15%	10.21%	14.98%	11.37%	4.51%
		净利率 (%)	5.25%	4.77%	4.98%	3.94%	4.25%	4.94%
		占公司归母净利润比例 (%)	1.79%	1.97%	1.90%	2.54%	2.23%	2.08%
		营收 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.09
		营收 YOY (%)		-	-	-	-	-
麻药参股企业	宜昌人福	营收占比 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.01%
		净利润 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.03	0.00
		净利润 YOY (%)		-	-	-	-	-
		净利率 (%)		-	-	-	-3945%	2.70%
		占公司归母净利润比例 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	-0.01%	-0.08%	0.01%
		营收 (亿元)	25.60	31.41	40.06	48.16	60.73	70.10
青海制药	营收 YOY (%)		22.73%	27.51%	20.24%	26.09%	15.43%	
	净利润 (亿元)	6.23	8.01	11.32	15.77	18.60	20.78	
	净利润 YOY (%)		28.47%	41.33%	39.35%	17.91%	11.73%	
	净利率 (%)	24.36%	25.50%	28.26%	32.75%	30.63%	29.64%	
	占公司归母净利润比例 (%)	10.92%	11.41%	14.11%	22.82%	21.21%	21.16%	
	营收 (亿元)	0.87	0.82	0.89	1.00	0.95	0.96	
第三方物流	国药物流	营收 YOY (%)		-5.60%	8.66%	12.71%	-5.00%	0.69%
		营收占比 (%)	0.11%	0.10%	0.09%	0.12%	0.10%	0.10%
		净利润 (亿元)	0.25	2.69	0.12	0.13	0.11	0.11
		净利润 YOY (%)		997.88%	-95.62%	12.72%	-13.69%	-2.31%
		净利率 (%)	28.33%	329.54%	13.29%	13.29%	12.08%	11.72%
		占公司归母净利润比例 (%)	1.01%	9.03%	0.35%	0.45%	0.31%	0.27%
第三方物流	国药物流	营收 (亿元)	1.83	1.93	2.18	2.05	2.34	2.56
		营收 YOY (%)		5.54%	12.99%	-5.83%	14.24%	9.23%
		营收占比 (%)	0.28%	0.28%	0.27%	0.29%	0.28%	0.32%
		净利润 (亿元)	0.29	0.29	0.36	0.36	0.36	0.25

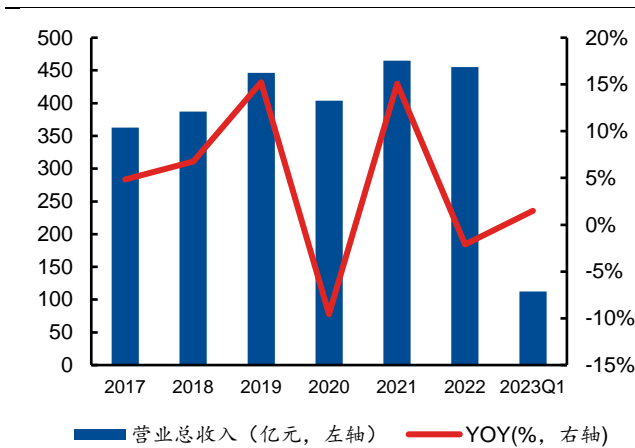
业务板块	公司名称	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
国药物流	净利润 YOY (%)		0.49%	21.50%	-0.13%	1.40%	-31.51%	
	净利率 (%)	15.97%	15.21%	16.35%	17.34%	15.39%	9.65%	
	占公司归母净利润比例 (%)	1.44%	1.18%	1.25%	1.45%	1.16%	0.71%	
第三方物流	营收 (亿元)	3.06	0.39	0.73	0.43	1.30	1.23	
	营收 YOY (%)		-87.12%	85.00%	-40.76%	200.17%	-4.77%	
	营收占比 (%)	0.84%	0.10%	0.16%	0.11%	0.28%	0.27%	
	国药空港	净利润 (亿元)	0.09	0.10	0.06	0.12	0.14	0.15
		净利润 YOY (%)		6.24%	-41.15%	120.27%	13.75%	8.68%
		净利率 (%)	2.97%	24.47%	7.79%	28.95%	10.97%	12.52%
		占公司归母净利润比例 (%)	0.79%	0.69%	0.35%	0.90%	0.81%	0.79%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3 公司经营稳健，盈利能力持续提升

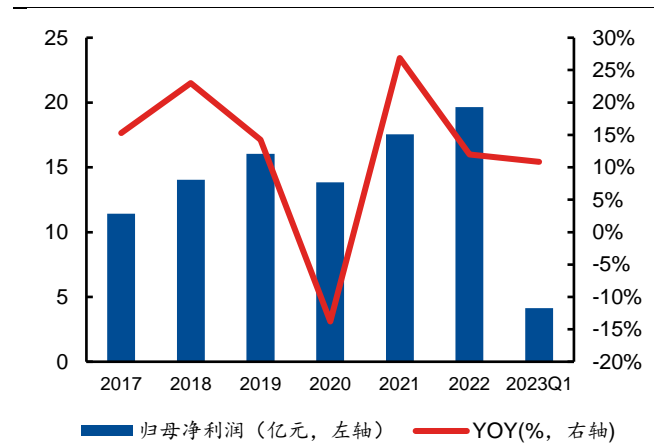
2017-2022 年公司经营稳健。自 2017 年完成资产重组后，公司业绩稳健增长。公司营业收入从 2017 年的 362.85 亿元增长至 2022 年的 454.99 亿元，2017-2022 年 CAGR 为 4.63%。2023Q1 公司实现营收 112.26 亿元，同比增长 1.50%。公司归母净利润从 2017 年的 11.41 亿元增长至 2022 年的 19.64 亿元，2017-2022 年 CAGR 为 11.47%，2023Q1 公司实现归母净利润 4.14 亿元，同比增长 10.86%。

图 6、2017-2022 年公司营收 CAGR 为 4.63%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

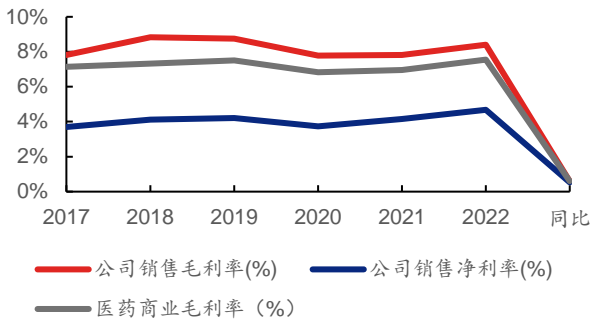
图 7、2017-2022 年公司归母净利润 CAGR 为 11.47%



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

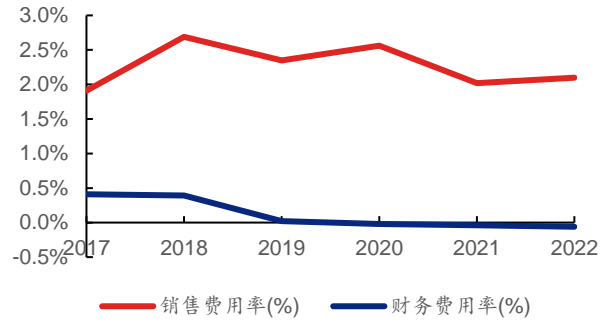
业务结构调整+提质增效持续推进，盈利能力持续提升。公司持续调整品种结构，麻药、口腔及营销等高毛利率业务比重进一步提升。同时公司全面开展提质增效工作，公司运营质量不断提升，控费效果显著，销售费用率及财务费用率稳步下降。2022 年公司销售毛利率为 8.40%，同比提升 0.59%，其中仓储物流毛利率为 28.54%，医药工业毛利率为 23.18%，医药商业毛利率为 7.55%。2022 年公司销售净利率为 4.68%，同比提升 0.53pct。

图 8、2017-2022 年公司盈利能力稳中有升



资料来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、2017-2022 年公司控费效果显著



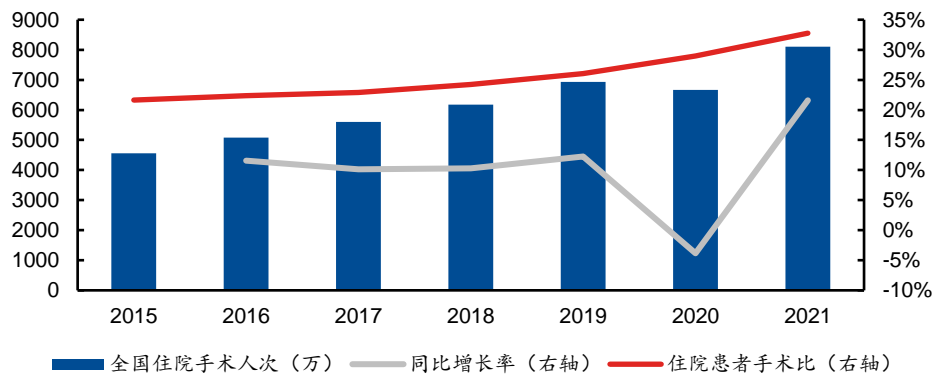
资料来源: Wind, 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

2. 精麻特药: 行业重回高速增长轨道, 公司精麻分销市占率领先, 推进全产业链布局

2.1 精麻特药市场空间广阔, 院内手术量提升有望带来市场复苏

2023 年预计院内手术量提升带来市场复苏, 非手术室应用有望打开长期空间。我国住院手术人次从 2015 年的 4556 万人次增长至 2019 年的 6930 万人次, CAGR 为 11.06%, 不断上涨的手术量带来行业扩容需求。2020 年, 我国手术量下降影响行业需求。短期来看, 医院诊疗量、手术人次与手术量的恢复和增长将直接带动麻醉药物需求增长, 行业预计会重回到高速增长轨道。长期来看, 2021 年, 我国手术人次与总人口数的比例为 5.74%, 2014 年美国 and 英国的手术人次与总人口比例分别为 6.84%、10.49%, 2012 年德国的手术人次与总人口数的比例为 12.19%。对比海外发达国家数据, 我国人均手术频次还有较大提升空间, 未来随着我国老龄化进程发展, 我国住院手术麻醉药市场需求将增加。此外, 随着无痛内镜检查、门诊手术的进一步普及, 非手术室应用也有望带来长期成长空间。

图 10、2015-2021 年全国住院手术人次变化趋势



资料来源: 《中国卫生健康统计年鉴》, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.2 精麻特药政策壁垒高，生产和流通管制严格，竞争格局良好

我国对麻醉药品和精神药品实行严格的生产和流通管制。国家会根据麻醉药品和精神药品的医疗、国家储备和企业生产所需原料的需要确定需求总量，对麻醉药品和精神药品的生产实行总量控制。国务院药品监督管理部门根据麻醉药品和精神药品的需求总量制定年度生产计划，确定麻醉药品和精神药品定点生产企业的数量和布局。

表 2、我国对麻醉药品和精神药品实行严格的生产和流通管制

环节	麻醉药品	第一类精神药品	第二类精神药品
生产	按需进行总量控制，实行定点生产制度	按需进行总量控制，实行定点生产制度	按需进行总量控制，实行定点生产制度
流通	全国性批发企业仅有国药股份、上海医药和重庆医药 3 家，区域性批发企业由各地指定	全国性批发企业仅有国药股份、上海医药和重庆医药 3 家，区域性批发企业由各地指定	流通企业包括全国性和区域性批发企业，还有专门从事第二类精神药品批发业务的企业
销售	不得零售	不得零售	可以在从事第二类精神药品零售的药品零售连锁企业进行销售
定价	由医保局制定最高出厂价格和最高零售价格	由医保局制定最高出厂价格和最高零售价格	同一般药物

资料来源：《麻醉药品和精神药品管理条例》，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、2022 年麻醉药品、精神药品和药品类易制毒化学品生产定点情况

项目	数量
麻醉药品定点生产企业数量	33
其中：含原料药	16
含制剂	27
精神药品定点生产企业数量	219
第一类定点生产企业数量	21
其中：含原料药	11
含制剂	15
第二类定点生产企业数量	203
其中：含原料药	49
含制剂	185
麻醉药品、精神药品定点生产企业数量	238
药品类易制毒化学品定点生产企业数量	17

资料来源：《药品监督管理统计年度数据（2022 年）》，兴业证券经济与金融研究院整理

精麻药品管理目录扩容。2023 年 4 月 18 日，国家药监局、公安部、国家卫生健康委《关于调整麻醉药品和精神药品目录的公告》发布，自 2023 年 7 月 1 日起实施。届时，我国毒品管制数量由 449 种麻醉药品和精神药品增至 455 种。新增品

类包括：①奥赛利定列入麻醉药品目录；②苏沃雷生、吡仑帕奈、依他佐辛、曲马多复方制剂列入第二类精神药品目录；③将每剂量单位含氢可酮碱 $>5\text{mg}$ ，且不含其它麻醉药品、精神药品或药品类易制毒化学品的复方口服固体制剂列入第一类精神药品目录；④每剂量单位含氢可酮碱 $\leq 5\text{mg}$ ，且不含其它麻醉药品、精神药品或药品类易制毒化学品的复方口服固体制剂列入第二类精神药品目录。

表 4、我国生产并使用的麻醉和精神管制类药品

麻醉药品	第一类精神药品	第二类精神药品
阿芬太尼、可卡因、罂粟浓缩物、二氢埃托啡、地芬诺酯、芬太尼、氢可酮、氢吗啡酮、美沙酮、吗啡、阿片、羟考酮、哌替啶、瑞芬太尼、舒芬太尼、蒂巴因、可待因、右丙氧芬、双氢可待因、乙基吗啡、福尔可定、布桂嗪、罂粟壳	哌醋甲酯、司可巴比妥、丁丙诺啡、 γ -羟丁酸、氯胺酮、马吲哚、三唑仑、羟考酮复方制剂（每剂量单位含羟考酮碱大于 5 毫克）	异戊巴比妥、格鲁米特、喷他佐辛、戊巴比妥、阿普唑仑、巴比妥、氯硝西洋、地西洋、艾司唑仑、氟西洋、劳拉西洋、甲丙氨酯、咪达唑仑、硝西洋、奥沙西洋、匹莫林、苯巴比妥、唑吡坦、丁丙诺啡透皮贴剂、布托啡诺及其注射剂、咖啡因、安纳咖、地佐辛及其注射剂、麦角胺咖啡因片、氨酚氢可酮片、曲马多、扎来普隆、羟考酮复方制剂（每剂量单位含羟考酮碱不超过 5 毫克）、丁丙诺啡复方口服固体制剂、纳洛酮复方口服固体制剂、瑞马唑仑
我国生产及使用的品种共 23 种	我国生产及使用的品种共 8 种	我国生产及使用的品种共 31 种

资料来源：《麻醉药品品种目录》和《精神药品品种目录》，兴业证券经济与金融研究院整理

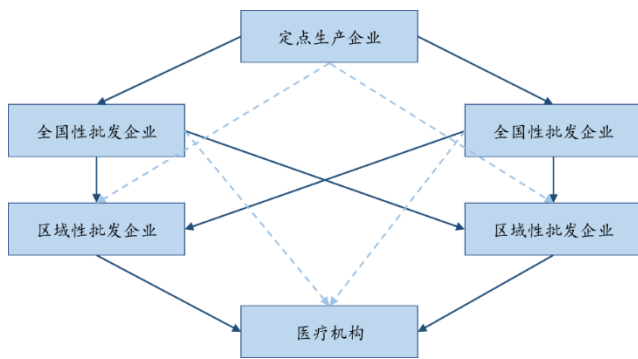
麻醉药品和第一类精神药品的流通主要通过可以跨省、自治区、直辖市经营的全国性批发企业和在本省、自治区、直辖市行政区域内经营的区域性批发企业。全国性批发企业目前仅有国药股份、上海医药和重庆医药 3 家公司；区域性批发企业由各地药品监督管理部门批准，目前全国共有麻醉药品和第一类精神药品定点区域性批发企业 618 家。麻醉药品和第一类精神药品由定点生产企业流向全国性批发企业，再流向区域性批发企业，最终流向医疗机构。**第二类精神药品的流通**由定点生产企业生产，通过从事第二类精神药品批发业务的企业流通。这些企业包括当地药品监管部门批准的专门从事第二类精神药品批发业务的企业，也包括上述的全国性批发企业和区域性批发企业。第二类精神药品可以在医疗机构销售，也可以在从事第二类精神药品零售的药品零售连锁企业进行销售。

表 5、2022 年麻醉药品、精神药品和药品类易制毒化学品经营定点情况

项目	数量
麻醉药品和第一类精神药品定点全国性批发企业数量	3
麻醉药品和第一类精神药品定点区域性批发企业数量	618
从事第二类精神药品批发企业数量	2494
经营第二类精神药品零售连锁企业数量	245
药品类易制毒化学品原料药定点经营企业数量	64

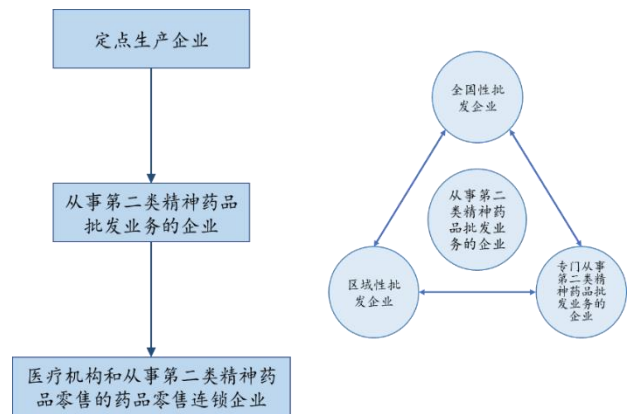
资料来源：《药品监督管理统计年度数据（2022 年）》，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、麻醉药品和第一类精神药品的流通



资料来源：《麻醉药品和精神药品管理条例》，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、第二类精神药品的流通



资料来源：《麻醉药品和精神药品管理条例》，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3 公司持续巩固精麻特药分销市占率，参股麻药生产布局全产业链

公司精麻特药分销持续保持增长态势，市占率不断巩固，渠道优势明显。公司精麻药品分销业务是以调拨为主、学术为辅，目前网络覆盖全国 31 个省市自治区，保持对全国麻醉药品区域性批发企业（618 家）全覆盖，辐射 50000 余家全国精麻医疗客户，拥有渠道资源优势。在全国三家麻醉药品、一类精神药品全国性批发企业中，公司一直保持着 70% 以上的市场份额，排名首位。2021 年公司精麻类业务收入同比增长 15.59%。2022 年，面对行业激烈竞争，公司精麻类业务同样逆势前行。

图 13、公司精麻特药分销市占率领先，保持对全国麻醉药品区域性批发企业全覆盖



资料来源：公司公告，国药股份党建公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

公司加强营销、专业化学术服务水平建设，增强麻药上下游合作黏性，继续巩固麻药优势地位。1) 与主流供应商合作，引进相关麻经品种作为全国总代理。2)

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

大力推进麻药营销体系建设，以中国麻醉药品协会合理用药分会为依托，建设麻药学术营销平台，同时公司成功解决了解决 13 省份印鉴卡信息完整性问题，推进麻药全程信息化建设。3) 建立多元市场合作体系，公司围绕“大麻药”战略锐意创新，实现第一台“易溯智能”药柜的落地，通过开发智能药柜与麻特药追溯体系平台的信息联动，带动各地二级批发商参与到当地重点医疗单位精麻药品物流延伸服务合作，增进多方粘合度。4) 大力推进“麻药下基层”等项目实施，培训涉及陕西、福建、河南等七个省份，44 个地市，惠及 6000 余家医疗机构。

公司通过参股麻药定点生产企业向产业链上游延伸。公司通过参股宜昌人福和青海制药 2 家精麻药定点生产企业进而布局精麻产业链上游。

青海制药是国家麻醉药品生产基地、青海省麻精药工程技术研究中心。青海制药目前依然以麻醉药品、精神药品以及含麻复方制剂开发为主，2022 年实现营收 0.96 亿元，净利润 0.11 亿元。**宜昌人福是国家麻醉药品定点研发生产企业、亚洲最大的麻醉药品研发生产企业。**公司生产经营 200 多个品种品规的药品，主要为麻醉药品和二类精神药品。包括：枸橼酸芬太尼、盐酸瑞芬太尼、枸橼酸舒芬太尼、盐酸阿芬太尼、盐酸氢吗啡酮、盐酸纳布啡、苯磺酸瑞马唑仑、磷丙泊酚二钠、咪达唑仑等产品的原料及制剂。2022 年宜昌人福营收 70.1 亿元，同比增长 15.43%，实现净利润 20.78 亿元，同比增长 11.73%，2017-2022 年宜昌人福收入 CAGR 为 22.32%，净利润 CAGR 为 27.24%。2022 年宜昌人福对公司归母净利润贡献超 20%。

表 6、公司通过参股麻药定点生产企业向产业链上游延伸

企业	宜昌人福	青海制药
股权	20%	47.08%
企业简介	宜昌人福是国家麻醉药品定点研发生产企业、中国麻醉药品生产行业领军企业和全球最大的麻醉药品研发生产企业。公司生产经营 200 多个品种品规的药品，主要为麻醉药品和二类精神药品。包括：枸橼酸芬太尼、盐酸瑞芬太尼、枸橼酸舒芬太尼、盐酸阿芬太尼、盐酸氢吗啡酮、盐酸纳布啡、苯磺酸瑞马唑仑、磷丙泊酚二钠、咪达唑仑等产品的原料及制剂。	青海制药是国家麻醉药品生产基地，青海省麻精药工程技术研究中心。公司拥有 123 个品种，155 个规格药品。目前依然以麻醉药品、精神药品以及含麻复方制剂开发为主。公司先后研发了盐酸丁丙诺啡及制剂、酒石酸双氢可待因及制剂、美沙酮及制剂、西可奇（可待因桔梗片）、阿司匹林可待因片等新产品。
2017-2022 收入 CAGR	22.32%	1.99%
2017-2022 净利润 CAGR	27.24%	-15.14%
2022 利润贡献	21.26%	0.27%
2022 净利率	29.64%	11.72%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

宜昌人福从“麻醉镇痛”进阶“大麻药”布局，业绩有望进一步升高。宜昌人福目前已经具备全线芬太尼主流产品，氢吗啡酮、纳布啡等镇痛药物上市后也迅速放量贡献利润。宜昌人福主要产品政策壁垒高，竞争格局好。短期随着手术量恢复和增长，麻醉药品需求有望回升。2017 开始，部分麻醉药品在医保目录中取消了“限手术麻醉”的备注，麻醉药品在 ICU、妇科、骨科、外科等科室的应用逐

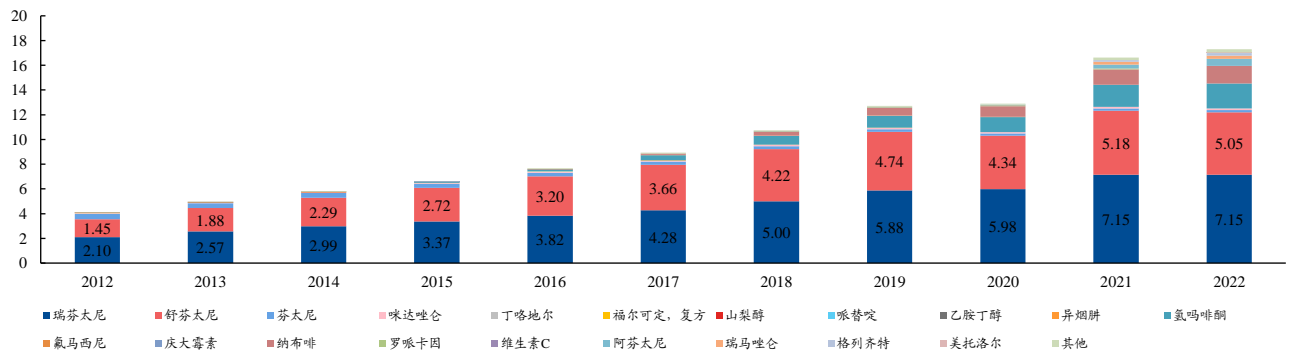
渐得到推广，行业规模有望得到进一步提升。长期来看，随着受益于人口老龄化、手术次数上涨、舒适化诊疗需求增高等原因，麻醉药品需求行业有望继续保持高速增长，宜昌人福不断推出新品，也将成为宜昌人福成长的新驱动力。

表 7、宜昌人福麻醉领域主要产品

商品名	国内上市厂家数(通过一致性评的厂家数)	适应症或功能主治	医保情况
枸橼酸舒芬太尼注射液	4 (3)	用于气管内插管，使用人工呼吸的全身麻醉	乙类
注射用盐酸瑞芬太尼	3 (2)	用于全麻诱导和全麻中维持镇痛	乙类
盐酸氢吗啡酮注射液	1 (1)	用于需使用阿片类药物镇痛的患者	乙类
盐酸纳布啡注射液	3 (3)	作为复合麻醉时诱导麻醉的辅助用药	乙类
盐酸阿芬太尼注射液	2 (2)	用于全身麻醉诱导和维持	
咪达唑仑注射液	6 (3)	麻醉诱导和维持	甲类
咪达唑仑口服液	2 (2)		乙类
注射用苯磺酸瑞马唑仑	2 (0)	全身麻醉诱导与维持，支气管镜诊疗	乙类
磷丙泊酚钠	1 (0)	成人全身麻醉的诱导	

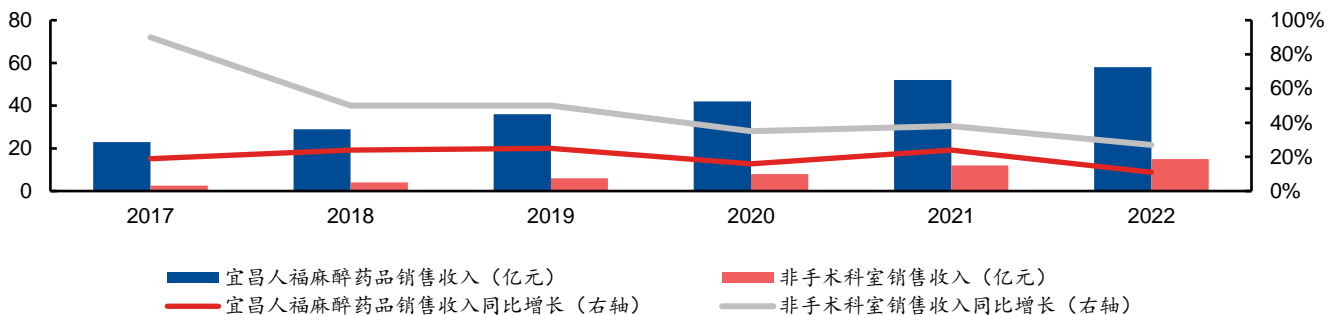
资料来源：公司年报，医药魔方，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、宜昌人福历年麻醉药品销售收入（亿元）



资料来源：PDB，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、宜昌人福麻醉药品销售收入、非手术科室销售收入及同比增长



资料来源：人福医药年报，兴业证券经济与金融研究院整理

公司通过并购和资产注入向第二类精神药品和易制毒药品和精麻二级分销区域延伸。2017 年公司重组注入的国控北京为北京市指定的毒麻药品供应单位。2018 年公司收购兰州盛原 70% 股权，兰州盛原是全国最大的精麻药品分销商直属企业、

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

甘肃省最大和最早的特药批发企业，经营 120 多种特药品种。公司通过收购兰州盛原完善了麻药产业结构链，进一步加强在甘肃省内跨区域经营麻醉药品的优势，有效提升西北地区的精麻药品的配送服务。

图 16、兰州盛原销售市场覆盖区域



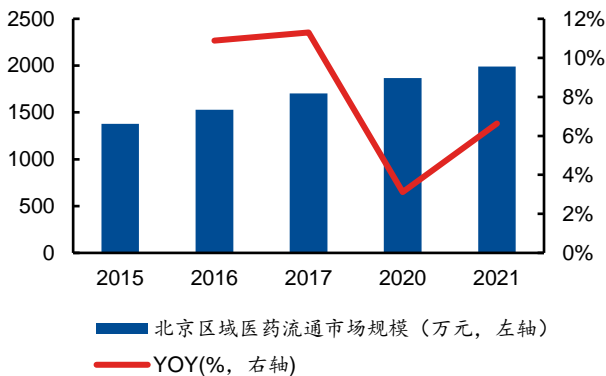
资料来源：国药股份党建公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

3.北京区域直销：市场广阔，龙头规模优势明显

3.1 北京区域医药流通市场空间广阔，2023 年院内需求复苏可期

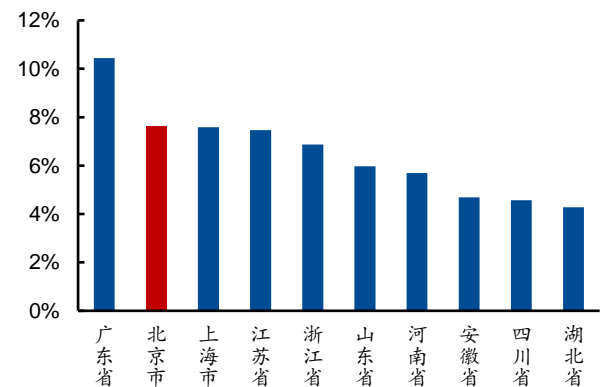
北京区域医药流通市场广阔，2021 年位居全国第二。2021 年，北京区域医药流通市场规模约为 1991.36 亿元，同比增长 6.64%，2015-2021 年 CAGR 为 6.30%。2021 年北京区域医药流通市场份额占全国市场的 7.64%，位居全国第二。

图 17、2015-2021 年北京区域医药流通市场规模 CAGR 为 6.30%



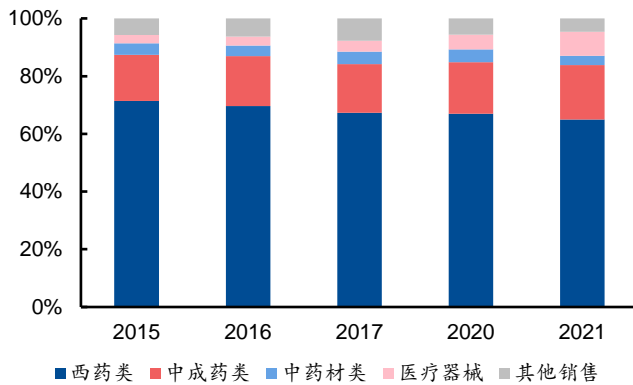
资料来源：药品流通行业运行统计分析报告，兴业证券经济与金融研究院整理，注：由于 2018、2019 年药品流通行业运行统计分析报告未发布，本图 2020 年北京区域医药流通市场同比增速使用 2017-2020 年 CAGR 替代

图 18、2021 年医药流通市场份额 TOP10 省市



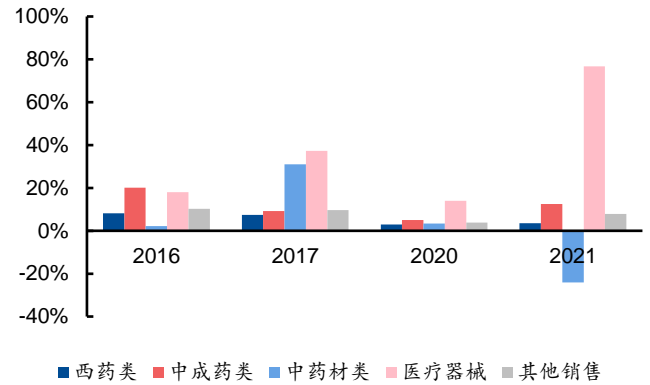
资料来源：药品流通行业运行统计分析报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、2015-2021 年北京区域医药流通市场品类结构



资料来源: 药品流通行业运行统计分析报告, 兴业证券经济与金融研究院整理

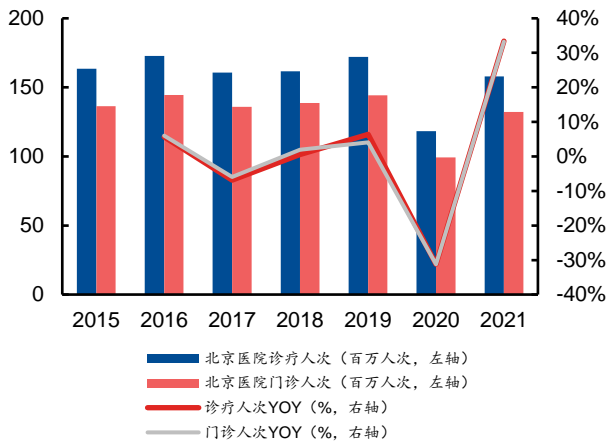
图 20、2016-2021 年北京区域医药流通市场各品类同比增速



资料来源: 药品流通行业运行统计分析报告, 兴业证券经济与金融研究院整理, 注: 由于 2018、2019 年药品流通行业运行统计分析报告未发布, 本图 2020 年北京区域医药流通市场各品类同比增速使用 2017-2020 年 CAGR 替代

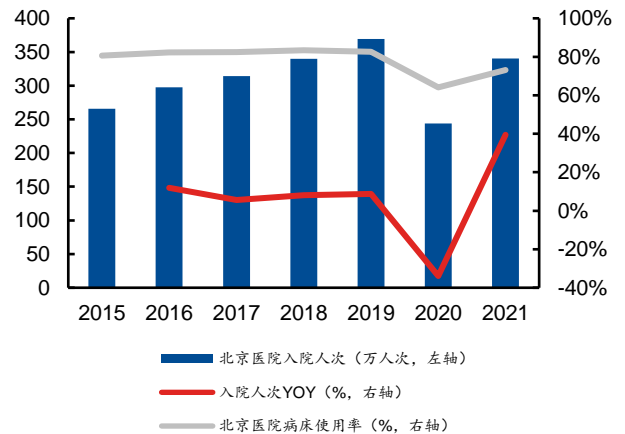
北京医疗机构需求 2023 年有望回升。据卫健委《2020 年国家医疗服务与质量安全报告》，2020 年北京异地患者流入全国第二，占比 37.21%。北京地区由于异地求医的患者比例较大，因此疫情期间尤其是 2020 年北京地区医院诊疗量、门诊人次、入院人次、病床使用率及手术量下降比较明显，2020 年分别同比下降 31.20%/31.23%/33.91%/18.50pct/26.46%。2021 年北京地区医院诊疗量、门诊人次、入院人次、病床使用率及手术量分别同比增长 33.39%/33.23%/39.46%/9.10pct/40.80%。随着异地患者赴京求医及本地患者恢复正常就诊，北京医疗机构诊疗量、门诊量、住院量、病床使用率、手术量有望实现恢复和增长。

图 21、2015-2021 年北京区域医院诊疗人次/门诊人次



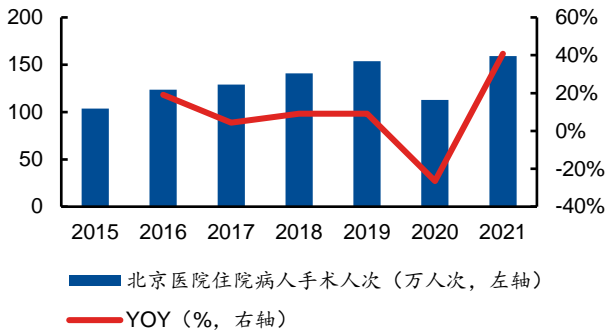
资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 22、2015-2021 年北京区域医院入院人次/病床使用率



资料来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、2015-2021 年北京区域医院住院病人手术人次



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、2020 年北京区域异地患者流入全国第二，占比 37.21%

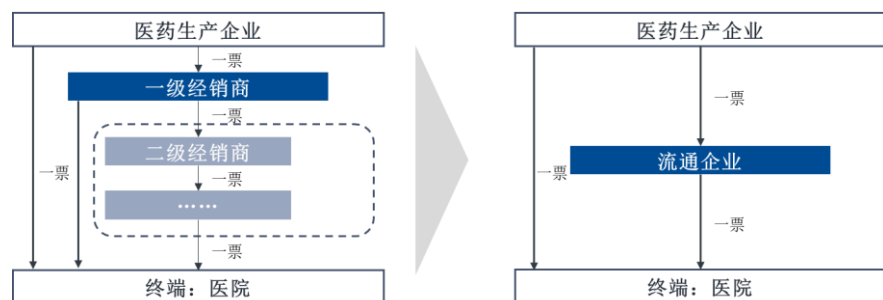


资料来源：《2020 年国家医疗服务与质量安全报告》（转引自澎湃新闻），兴业证券经济与金融研究院整理

3.2 北京区域医药流通市场集中度有望进一步提升

带量采购及两票制推进有利于龙头巩固地位及行业集中度提升。两票制持续推进、带量采购新批次执行和国谈品种降价常态化等背景下，大型医药流通企业对中小医药流通企业和医疗终端销售下降，销售增速放缓。因此大型医药流通企业也在通过兼并重组的外延式增长和积极开发终端市场的内生式增长方式，不断增强自身业务能力。而中小医药流通企业由于规模小，渠道单一，盈利能力有限，财务成本高，抗风险能力弱，后期增速放缓，逐步放弃独立经营，谋求并购重组或业务转型（零售、工业或其他）机会。

图 25、两票制下有利于医药流通行业集中度提升



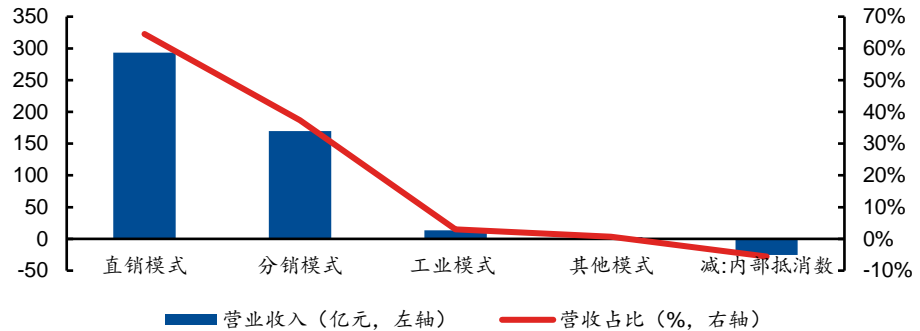
资料来源：达嘉维康招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3 公司北京区域整合顺利，终端覆盖能力强

公司在北京地区医药直销业务规模连续多年居于首位，终端覆盖强。北京区域医疗直销业务主要包括向北京区域医疗机构、单体和连锁药店终端的药械配送、物

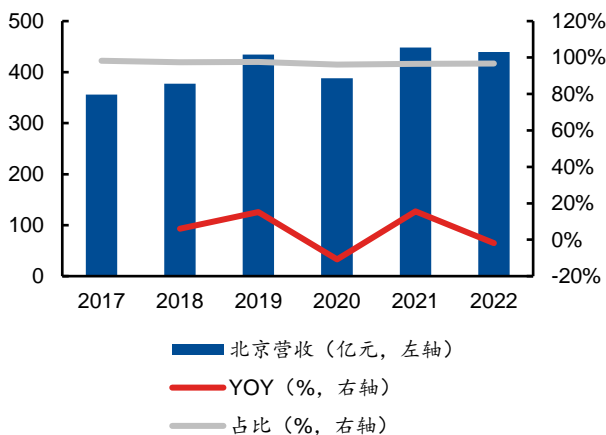
流服务、营销服务等其他供应链增值服务。目前公司 100%覆盖北京地区一、二、三级医院，基层医疗覆盖超过 4700 家，具有强大的北京地区医疗终端覆盖及服务能力。2022 年公司北京区域营收 439.48 亿元，同比下降 1.91%，占公司总营收的 96.73%。2022 年公司北京区域医疗直销 293.24 亿元，占公司总营收的 64.54%。

图 26、2022 年公司各销售模式营收及占比



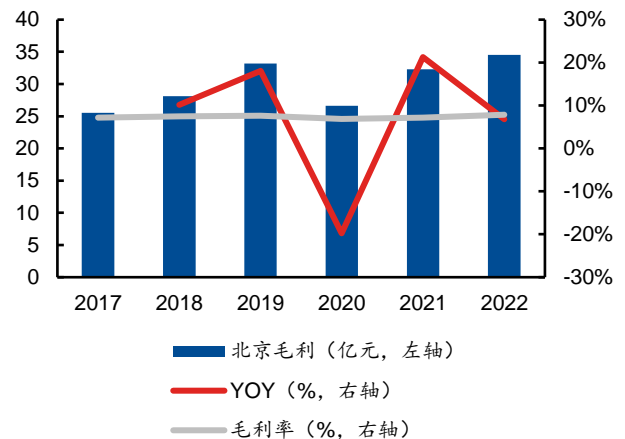
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、2017-2022 年北京区域营收及增速、占比



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 28、2017-2022 年北京区域毛利及增速、毛利率



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司通过持续跟进带量采购、国谈实施动态，争取更多配送权。2021 年，在国家第四批、第五批带量采购工作中，公司共计取得 94 个通用名的配送权，其中独家配送品种达到 13 个，配送与独家配送品种数量均位居北京市第一位。公司大力推动重点品种准入项目，与多个厂家开展对接跟进，最终落地 68 个产品。

公司紧抓零售终端扩容机遇，持续加强与零售连锁深度合作。公司多年推进零售市场的开发与覆盖，全国零售连锁 500 强客户实现 100%覆盖，覆盖终端门店超 22 万家。公司持续加强与零售连锁的深度合作，打造零售服务新模式，共同构建零售交易平台，缩短医药流通环节，实现数据、信息和购销的统一，助力品牌制药企业深入零售终端并实现区域精准营销。

公司为上下游客户提供增值服务，不断提升供应链价值，推进由单纯药品销售模式向提供医药解决方案模式的转型。公司通过建立营销资源对接平台，为供应商、推广商提供业务对接服务，不断提升供应链价值。公司积极拓展集中配送及SPD业务，不断提升管理及服务水平，为终端医疗机构改善诊疗服务能力提供支持，确保公司医疗终端业务稳定发展。公司为北京等级医院和基层医疗提供“互联网送药到家”等服务，开展慢病管理，提升患者用药安全。

公司北京区域整合顺利。2017年6月，公司重组完成后，下属的4家公司即国控北京、北京华鸿、天星普信、北京康辰加入国药股份，使得国药股份成为国药控股旗下北京地区唯一医药分销平台，并进一步巩固公司在地区医药商业的龙头地位。国控北京、北京华鸿、天星普信、北京康辰2017-2022年营收CAGR分别为3.41%、0.97%、0.60%、3.62%。

图 29、国控北京、北京华鸿、天星普信、北京康辰简介

国控北京	北京华鸿	天星普信	北京康辰
<ul style="list-style-type: none"> ✓国控北京成立于2003年，主要定位于北京市各级医院及零售药店终端市场，是北京毒麻药品主要的二级分销商、北京市指定毒麻药品供应单位、国家指定的中央药品储备单位、北京市指定的五家社区基本药物配送商之一。 ✓经营范围涵盖中成药、中药饮片、化学制剂药、生物制品、疫苗、麻醉及第一类精神药品、毒性药品、第二类精神药品、蛋白同化制剂和肽类激素等。 ✓三级医院覆盖率近100%，二级医院覆盖率达95%以上，社区中心覆盖率达90%。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓主营业务涵盖北京地区医药产品的直销配送，进口和国产新特药品国内代理、市场营销业务，医院的增值服务业务等业务，是SPD药品、耗材项目最早问世的一家医药商业公司。 ✓直销业务覆盖北京市所有三级医院及绝大部分二级、一级医院、部队医院及各其他医疗机构、民营医疗机构、大型连锁药店等。 ✓全国营销业务经营的产品涉及麻醉、疼痛、妇科、肿瘤、心血管等多学科领域的新特药品。核心品种“泰勒宁”在口服镇痛领域市场占有率第二名。 ✓公司拥有“安射力”、“格拉诺赛特”、“撒隆巴斯”、“欧姆龙”、“汤山”等多个全国总代理或区域总代理的品种及医疗器械，与全国200多家商业客户保持良好的合作关系。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓天星普信主要经营包括生物制品、化学药品、抗生素、生化药品、化学原料药、中成药、体外诊断试剂及疫苗等近万个品种，其中生物制品一直是天星普信的优势品种，其销售额位居北京地区前列。 ✓天星普信与军队系统客户建立了紧密的合作关系，在中国人民解放军总医院（301医院）、中国武警总医院、中国人民解放军302医院、中国人民解放军空军总医院、中国人民解放军海军总医院、北京军区总医院等医院销售额均名列前茅，在部分医院更位列第一或第二。 	<ul style="list-style-type: none"> ✓北京康辰成立于2005，以血液制品代理推广为公司核心业务，以非血液制品配送业务扩大销售规模，在北京军队医院销售额排名进入前三甲，是全国最大的血液制品医院终端服务商、北京市药监局指定血液制品储备单位、总后卫生部委托的血液制品战储单位。 ✓经营着人血白蛋白、静注人免疫球蛋白（静丙）、乙肝免疫球蛋白、破伤风免疫球蛋白、纤维蛋白原、八因子、凝血酶原复合物等医疗机构临床应用的所有血液制品，可为医院提供全产品“一站式”解决方案。 ✓在北京地区独家代理的美国百特、中国生物集团、泰邦集团、上海莱士、远大蜀阳等血液制品。

资料来源：公司公告，国药股份党建公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

表 8、国控北京、北京华鸿、天星普信、北京康辰整合顺利

公司	2017-2022 营收 CAGR	2017-2022 净利润 CAGR	2022 年净利率	2022 年利润贡献
国控北京	3.41%	1.31%	2.43%	15.34%
北京华鸿	0.97%	-12.14%	1.89%	3.06%
天星普信	0.60%	-5.75%	2.22%	3.01%
北京康辰	3.62%	9.57%	4.26%	6.13%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4.工业及六大特色业务：工业板块转型升级初现，特色业务创新发展

4.1 工业板块：新品上市助力产品结构优化，多措并举拓展市场

国瑞药业重点聚焦心脑血管类、抗感染类、肿瘤疾病、呼吸系统、精麻类等五大治疗领域药品的研发和生产。公司现有冻干粉针剂、粉针剂(含头孢菌素类)、小容量注射剂、口服固体制剂(片剂、胶囊剂)、原料药五大剂型十条生产线。公司重点产品有无水乙醇注射液、盐酸纳布啡原料及注射剂、注射用盐酸倍他司汀(全国独家)、注射用克林霉素磷酸酯、注射用阿奇霉素、依达拉奉注射液等抗感染、呼吸系统、心脑血管、非细胞毒性肿瘤及精麻特药。

图 30、国瑞药业产品布局



资料来源：国瑞药业官网，兴业证券经济与金融研究院整理

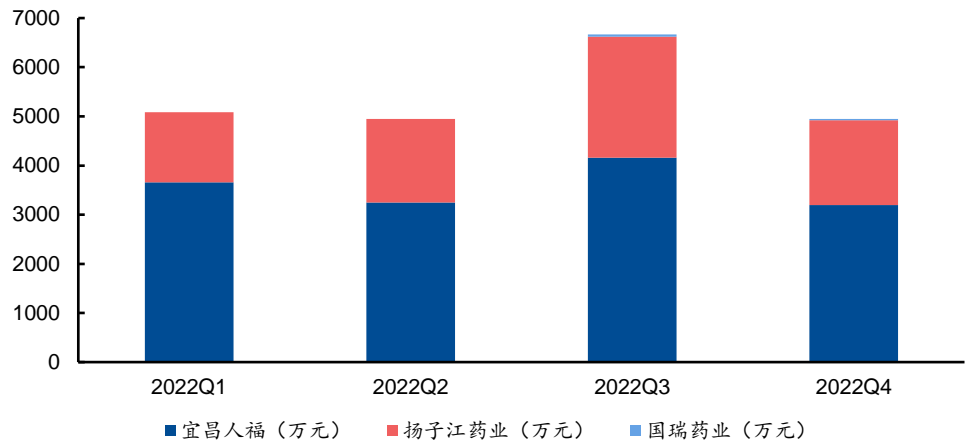
国瑞药业持续加大研发新药投入，无水乙醇、盐酸纳布啡新品上市优化产业结构。公司持续加大研发新药投入、夯实人才基础、强化与 MAH 的合作、拓展产品渠道和市场。公司已提交各类专利申请 60 余件，获得授权专利 49 项，其中美国专利 1 项，欧洲专利 1 项，国内发明专利 27 项，实用新型专利 20 项。2022 年新增药品注册证书 9 个，新增通过化药一致性评价的品规 7 个。2022 年公司精麻药品盐酸纳布啡原料及制剂已获批上市，填补省内空白；同时填补国内空白的独家产品无水乙醇注射液已获批上市，进一步优化了产品结构。

表 9、我国已上市盐酸纳布啡制剂情况

公司	首次上市年份	规格	医保目录	中标最低价(元)	中标最高价(元)
国瑞药业	2022	1ml:10mg	[国家 2022 乙类, 国家 2021 乙类]	59.8	68
宜昌人福	2013	1ml:20mg	[国家 2022 乙类, 国家 2021 乙类]	86.35	99.3
扬子江药业	2021	1ml:20mg	[国家 2022 乙类, 国家 2021 乙类]	120	120
扬子江药业	2021	1ml:10mg	[国家 2022 乙类, 国家 2021 乙类]	58	68

资料来源：医药魔方，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、盐酸纳布啡 2022 年样本医院销售情况



资料来源：PDB，兴业证券经济与金融研究院整理 注：样本医院为 PDB 数据库国内样本医院市场数据

4.2 六大特色业务：口腔、器械、物流等多点尝试，创新增长动能

● 口腔业务

国药前景不断完善四大战略产品线及完善专业口腔营销队伍。公司持续推动建立自有品牌、创新优质产品组合，不断完善无痛、牙周、正畸、感控等战略产品线，2022 年新增多个产品及合作项目实现销售，2022 年国药前景销售收入同比增长 13.54%。国药前景已建立专业口腔产品营销队伍，坚定不移落实药品学术推广，下沉医护学术指导市场，在成立 18 年的时间里成功推动了两个口腔药品的发展并使之成为中国口腔行业的品牌产品-必兰(口腔局麻药)、派丽奥(牙周炎治疗药)，同时建立了中国口腔医疗机构庞大的客户群，目前合作单位 43800 家。2017-2022 年国药前景净利润 CAGR 为 32.42%。

图 32、国药前景战略产品线



资料来源：国药前景公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

发挥渠道资源优势,促器械业务加速发展。公司充分利用国控系器械供应商资源,抓住器械带量采购契机发展器械业务,加快器械业务整合,打造集团内部特色经营平台。通过对国控器械供应商资源数据库和器械带量采购品种数据库的分析,充分利用国药品牌,参与高值耗材的带量采购招标,引入人工晶体、心脏支架等器械高值耗材。重点推动与医院的器械 SPD 合作,建立医院器械采购平台,增加与医院器械合作的黏性。国控华鸿依托 SPD 原有优势进一步信息化、规范化提升医院供应链延伸服务能力。国控天星大力推进器械耗材业务发展。2021 年公司整体器械业务继续提速,收入同比增长 51.43%。2022 年,公司器械业务继续保持高速发展。

● 专业零售

2022 年新特药房开始正式营业。2022 年新特药房共引进 8 个 DTP 相关药品、1 种个人监护医疗器械,成为普惠宝指定合作药店,实现了千万销售为新药店拓展打下良好的基础。

公司依托互联网+信息化创造业务增长点。公司推动“互联网+”线上线下结合联动,在微店中开设网店;成功在第三方平台开店,取得互联网处方药销售资格;与互联网医院建立远程复诊合作,为社区居民慢病复诊开药打开渠道。

● 物流服务

公司物流业务在满足自有配送服务需求基础上,持续拓展第三方物流服务。国药物流目前整体仓储总面积约 5.37 万平方米,2022 年,国药物流积极构建覆盖首都、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,同时顺利完成与国控天星在药品和器械两方面的物流一体化推动落地工作。

国药物流持续推动科技创新工作。2022 年完成软著 5 项、发明专利 1 项、实用新型专利 5 项。国药物流累计持有软件著作权 26 项,实用新型专利 8 项,发明专利 2 项。

● 营销服务

多点并进,全力推进营销业务发展。公司系统启动全国营销的平台和队伍建设推进工作。2022 年公司实现营销服务项目 29 个,营销销售收入增长 8%。

5.盈利预测与估值

公司业务主要可以分为医药商业、医药工业及仓储物流三大板块,公司盈利预测基于以下核心假设。

- **医药商业：精麻业务及北京区域复苏在即，精麻占比提升驱动盈利能力改善**

公司医药商业板块主要包括北京区域医疗直销、全国普药分销及精麻特药分销。

北京区域医疗直销：北京区域医药流通市场空间广阔，2021 北京医药流通市场份额占全国市场的 7.64%，位居全国第二，院内需求 2023 年复苏可期。目前公司 100% 覆盖北京地区一、二、三级医院，基层医疗覆盖超过 4700 家，在北京地区医药直销业务规模连续多年居于首位。带量采购及两票制推进有利于龙头巩固地位及行业集中度提升，公司作为北京区域龙头有望受益于院内需求复苏及行业集中度提升。

精麻特药分销：短期来看，医院诊疗量、手术人次及手术量的恢复和增长将直接带动麻醉药物需求增长，行业预计会重回到高速增长轨道。目前公司精麻分销网络覆盖全国 31 个省市自治区，保持对全国麻醉药品区域性批发企业（618 家）全覆盖，辐射 50000 余家全国精麻医疗客户，拥有渠道资源优势。在全国三家麻醉药品、一类精神药品全国性批发企业中，公司一直保持着 70% 以上的市场份额，排名首位。2021 年公司精麻类业务收入同比增长 15.59%。同时，公司参股青海制药及宜昌人福两家精麻特药定点生产企业推进全产业链布局。2017-2022 年宜昌人福收入 CAGR 为 22.32%，净利润 CAGR 为 27.24%。2022 年宜昌人福对公司归母净利润贡献超 20%。公司精麻特药分销利润占比提升有望驱动盈利能力改善。

全国普药分销：公司全国普药分销业务网络覆盖 30 多个省市自治区，覆盖零售终端超过 8 万家门店，涵盖全国 500 强连锁和众多单体药店，其中直接渠道覆盖超 3 万家门店。公司有望通过加强新品引进、创新服务，促分销业务稳步增长。

我们预计 2023-2025 年公司医药商业板块营收 527.87/596.49/674.03 亿元，分别同比增长 14.0%/13.0%/13.0%，毛利率分别为 7.8%/7.9%/8.0%。

- **医药工业：多措并举拓展市场，新品有望逐渐放量**

公司工业板块主要有控股子公司国瑞药业以及国药特医。2022 年国瑞药业无水乙醇、盐酸纳布啡上市，分别填补了国内及省内空白。随着公司营销团队搭建，多措并举拓展市场，新品有望逐渐放量。

我们预计 2023-2025 年公司医药工业板块营收 16.27/19.20/22.08 亿元，分别同比增长 20.0%/18.0%/15.0%，毛利率分别为 25.0%/25.0%/25.0%。

- **仓储物流：第三方物流服务有望恢复增长**

公司物流业务在满足自有配送服务需求基础上，持续拓展第三方物流服务。国药物流目前整体仓储总面积约 5.37 万平方米，2022 年，国药物流积极构建覆盖首都、辐射津冀的多仓生态物流枢纽。随着医疗需求恢复与增长，公司仓储物流板块有望恢复增长。

我们预计 2023-2025 年公司仓储物流板块营收 3.39/3.78/4.16 亿元，分别同比增长 13.0%/11.5%/10.0%，毛利率分别为 36.0%/35.0%/35.0%。

表 10、公司分业务收入预测

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
医药商业								
收入 (亿元)	402.28	461.63	407.47	470.63	463.04	527.87	596.49	674.03
yoy (%)	8.15%	14.75%	-11.73%	15.50%	-1.61%	14.0%	13.0%	13.0%
成本 (亿元)	372.78	427.03	379.64	437.95	428.07	486.69	549.37	620.11
毛利 (亿元)	29.49	34.61	27.84	32.69	34.97	41.17	47.12	53.92
毛利率 (%)	7.33	7.50	6.83	6.95	7.55	7.8%	7.9%	8.0%
医药工业								
收入 (亿元)	9.47	9.96	14.51	15.00	13.56	16.27	19.20	22.08
yoy (%)	48.43%	5.17%	45.68%	3.38%	-9.60%	20.0%	18.0%	15.0%
成本 (亿元)	3.56	4.54	10.13	11.27	10.42	12.20	14.40	16.56
毛利 (亿元)	5.92	5.41	4.38	3.73	3.14	4.07	4.80	5.52
毛利率 (%)	62.45	54.37	30.18	24.85	23.16	25.0%	25.0%	25.0%
仓储物流								
收入 (亿元)	2.15	2.41	2.29	2.76	3.00	3.39	3.78	4.16
yoy (%)	9.69%	12.09%	-4.98%	20.52%	8.70%	13.0%	11.5%	10.0%
成本 (亿元)	1.46	1.53	1.50	1.81	2.14	2.17	2.46	2.70
毛利 (亿元)	0.69	0.88	0.79	0.95	0.86	1.22	1.32	1.46
毛利率 (%)	32.20	36.44	34.46	34.31	28.67	36.0%	35.0%	35.0%
内部抵销								
收入 (亿元)	-26.87	-28.49	-20.92	-23.97	-24.07	-23.97	-23.97	-23.97
成本 (亿元)	-24.81	-26.32	-19.05	-22.78	-11.77	-21.97	-21.97	-21.97
其他业务								
收入 (亿元)	0.37	0.94	0.43	0.26	0.63	0.44	0.44	0.50
成本 (亿元)	0.22	0.58	0.14	0.13	0.20	0.15	0.16	0.17

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● **期间费用：提质增效持续推进，运营质量不断提升**

随着公司全面开展提质增效工作，运营质量不断提升，控费效果显现，我们预计 2023-2025 年公司销售费用率、管理费用率及财务费用率有望稳中有降。

表 11、公司期间费用率预测

	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	2.69%	2.35%	2.56%	2.02%	2.10%	2.08%	2.05%	2.02%
管理费用率	1.03%	0.95%	0.92%	0.89%	0.96%	0.90%	0.89%	0.88%
财务费用率	0.10%	0.02%	-0.02%	-0.04%	-0.06%	-0.04%	-0.05%	-0.05%
实际税率	21.28%	22.50%	21.28%	21.12%	20.80%	20.80%	20.80%	20.80%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 盈利预测与估值

基于以上核心假设，我们预计 2023-2025 年公司分别营收 524 亿元、595.94 亿元、676.80 亿元，分别同比增长 15.2%、13.7%、13.6%，归母净利润分别为 22.73 亿元、26.29 亿元、30.27 亿元，分别同比增长 15.8%、15.6%、15.1%。2023 年 6 月 7 日收盘价对应 PE 分别为 13.0X、11.2X、9.7X。首次覆盖给予“增持”评级。

表 12、公司盈利预测结果

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	45499	52400	59594	67680
同比增长	-2.1%	15.2%	13.7%	13.6%
归母净利润(百万元)	1964	2273	2629	3027
同比增长	12.0%	15.8%	15.6%	15.1%
毛利率	8.4%	8.6%	8.7%	8.8%
净利率	4.3%	4.3%	4.4%	4.5%
净资产收益率	13.8%	14.3%	14.7%	15.1%
每股收益(元)	2.60	3.01	3.48	4.01
每股经营现金流(元)	3.17	2.82	3.37	3.85
PE	15.0	13.0	11.2	9.7
PB	2.1	1.9	1.7	1.5

资料来源：天软投资系统，兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示

● 带量采购降价超预期

随着带量采购的进一步推进，药品流通环节的利润空间进一步压缩。分级诊疗、医保支付改革持续成为医改重心，医保控费大趋势让医药产业中下游持续承压，控费政策的影响逐步从药品扩展至医疗器械。带量采购持续扩围扩面，涉及产品的价格进一步下调。目前国家集中带量采购涵盖了仿制药、高值耗材、生物制品、中成药等，药品、器械利润空间进一步压缩。高值耗材带量采购的推进，在一定程度上影响企业存量器械业务增速和利润空间。

● 精麻制品控费风险

特殊药品面临降价风险。麻醉药品、一类精神药品长期以来处于半计划经济模式，目前价格政策沿用多年保持稳定。随着医药改革深入，以及国家医药政策导向，此类药品价格调整预期逐渐接近。麻醉药品、一类精神药品和药品类易制毒化学药为公司收益稳定的核心业务，该品类价格一旦发生变化将对公司收益产生较大影响。

● 应收账款风险

在公立医院综合改革、部队医疗改革、分级诊疗逐步实施等影响下，医疗终端货

款回笼周期延长，从而增加了公司的资金成本和资金压力。

附表

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	25764	28860	31976	36140
货币资金	8896	10246	11919	14213
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	5783	6741	7524	8629
预付款项	196	201	218	247
存货	3717	4226	4808	5511
其他	7171	7446	7507	7540
非流动资产	3845	4118	4400	4684
长期股权投资	1457	1602	1763	1939
固定资产	564	630	681	716
在建工程	36	43	47	48
无形资产	263	279	295	311
商誉	204	204	204	204
长期待摊费用	18	19	20	21
其他	1303	1340	1391	1445
资产总计	29609	32977	36376	40824
流动负债	12740	14173	15355	17309
短期借款	252	442	287	538
应付票据及应付账款	9917	11259	12518	14200
其他	2571	2473	2550	2571
非流动负债	1010	1069	1120	1175
长期借款	0	0	0	0
其他	1010	1069	1120	1175
负债合计	13750	15243	16476	18484
股本	755	755	755	755
资本公积	2349	2349	2349	2349
未分配利润	10480	12163	14109	16295
少数股东权益	1645	1835	2056	2309
股东权益合计	15859	17734	19900	22340
负债及权益合计	29609	32977	36376	40824

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	1964	2273	2629	3027
折旧和摊销	112	116	134	153
资产减值准备	5	-31	18	31
资产处置损失	-2	-1	-1	-1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	29	-15	-19	-24
投资损失	-292	-265	-280	-279
少数股东损益	165	191	220	254
营运资金的变动	315	-152	-168	-265
经营活动产生现金流量	2395	2130	2544	2908
投资活动产生现金流量	-152	-57	-75	-92
融资活动产生现金流量	-640	-723	-795	-522
现金净变动	1603	1349	1673	2294
现金的期初余额	7230	8896	10246	11919
现金的期末余额	8833	10246	11919	14213

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	45499	52400	59594	67680
营业成本	41676	47910	54425	61740
税金及附加	112	132	150	170
销售费用	956	1090	1222	1367
管理费用	436	472	530	596
研发费用	67	71	81	93
财务费用	-29	-15	-19	-24
其他收益	150	123	124	132
投资收益	292	265	280	279
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	-24	-12	-6	-3
资产减值损失	-5	-3	-1	-1
资产处置收益	2	1	1	1
营业利润	2695	3115	3602	4147
营业外收入	11	9	9	9
营业外支出	18	13	14	14
利润总额	2688	3111	3598	4143
所得税	559	647	748	862
净利润	2129	2464	2849	3281
少数股东损益	165	191	220	254
归属母公司净利润	1964	2273	2629	3027
EPS(元)	2.60	3.01	3.48	4.01

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	-2.1%	15.2%	13.7%	13.6%
营业利润增长率	10.1%	15.6%	15.6%	15.1%
归母净利润增长率	12.0%	15.8%	15.6%	15.1%
盈利能力				
毛利率	8.4%	8.6%	8.7%	8.8%
归母净利率	4.3%	4.3%	4.4%	4.5%
ROE	13.8%	14.3%	14.7%	15.1%
偿债能力				
资产负债率	46.4%	46.2%	45.3%	45.3%
流动比率	2.02	2.04	2.08	2.09
速动比率	1.73	1.74	1.77	1.77
营运能力				
资产周转率	157.9%	167.4%	171.9%	175.3%
应收账款周转率	785.6%	826.8%	828.4%	830.6%
存货周转率	1143.8%	1197.1%	1196.0%	1187.7%
每股资料(元)				
每股收益	2.60	3.01	3.48	4.01
每股经营现金	3.17	2.82	3.37	3.85
每股净资产	18.84	21.07	23.65	26.55
估值比率(倍)				
PE	15.0	13.0	11.2	9.7
PB	2.1	1.9	1.7	1.5

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn