

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

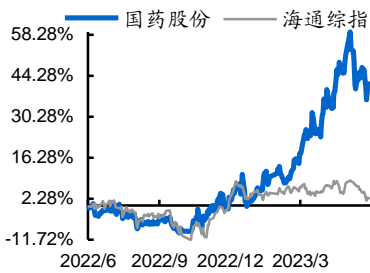
麻精药配送龙头，手术复苏乘风而起

股票数据

05月31日收盘价(元)	40.00
52周股价波动(元)	24.36-44.80
总股本/流通A股(百万股)	755/553
总市值/流通市值(百万元)	29599/21708

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.0	9.5	22.1
相对涨幅(%)	-0.3	14.4	27.8

资料来源：海通证券研究所

投资要点：

- 公司是麻精药配送龙头企业，麻精药品分销业务构成公司核心竞争力，同时参股公司宜昌人福是麻精药品生产龙头企业。**2017年重组完成后，国药股份成为国药集团旗下北京地区唯一医药分销平台，麻精药品业务是公司具有核心竞争力的业务，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。公司持有宜昌人福20%股份，该公司是国家麻醉药品定点研发生产企业，生产经营200多个品种品规的药品。
- 22年扣非净利润增长12.97%，业务结构优化带动毛利率提升。**2022年，国药股份实现营业收入454.99亿元，同比下降2.09%；归母净利润19.64亿元，同比增加11.97%；扣非净利润19.11亿元，同比上升12.97%。2022年，公司持续调整优化业务、品种结构，麻药、口腔及营销业务比重进一步提升，带动公司毛利率有所提升。同时公司不断挖掘内部潜力，加大货款回笼，压缩库存占用，强化资金集中管理，努力降低财务费用。
- 中国麻精药品生产销售管制严格，样本医药销售额已超百亿元。**相比其他药物，麻醉药对安全性要求更高，具有技术专业性强，政策保护壁垒高等特点。中国政府严格监管麻醉药的流通，全国性麻醉药流通企业只有国药股份、上海医药、重庆医药三家。根据Wind医药库数据，2022年国内麻醉药、镇痛药、肌肉松弛药样本医药销售额总计128.76亿元。
- 疫后手术量强势复苏，公司麻精药品业务有望乘风而起。**根据中国卫生健康统计年鉴数据，2021年住院病人手术人数达0.8亿人次，同比增长20%，已超越2019年疫情前手术人数。从住院病人手术人次数据上看，北京受到疫情影响较大，2020年北京住院病人手术人次同比减少27%，而2021年北京地区手术量快速反弹，同比增长39%，已超越2019年水平。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。
- 盈利预测。**我们预计公司2023-25年EPS分别为3.04、3.48、3.97元，归母净利润分别为22.93、26.24、29.95亿元，参考可比公司估值，考虑公司为麻精药配送龙头企业，给与一定溢价，我们给予公司2023年14-18倍PE，对应合理价值区间42.54-54.70元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**麻精药品集采等政策风险；市场竞争风险；药品分销收入不及预期风险；手术量复苏不及预期风险。

分析师:贺文斌

Tel:(010)68067998

Email:hwb10850@haitong.com

证书:S0850519030001

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@haitong.com

证书:S0850513110005

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	46469	45499	53551	61731	70887
(+/-)YoY(%)	15.1%	-2.1%	17.7%	15.3%	14.8%
净利润(百万元)	1754	1964	2293	2624	2995
(+/-)YoY(%)	26.9%	12.0%	16.7%	14.4%	14.1%
全面摊薄EPS(元)	2.32	2.60	3.04	3.48	3.97
毛利率(%)	7.8%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%
净资产收益率(%)	13.7%	13.8%	13.9%	13.7%	13.5%

资料来源：公司年报（2021-2022），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 医药商业龙头企业，麻精药品市场份额领先	5
1.1 集团重组铸造分销龙头，麻精药物形成核心竞争力	5
1.2 大股东为国药控股，参控股子公司覆盖三大业态	5
1.3 22 年扣非净利润增长 12.97%，业务结构优化带动毛利率提升	7
2. 麻精药品管制严格，样本医药销售额已超百亿元	8
2.1 麻精药品技术专业性强，具有较高壁垒	8
2.2 国内样本医药麻精药品销售额已超百亿，空间广阔	9
2.3 麻精药品生产流通均严格管制，全国性麻醉药流通企业仅 3 家	10
3. 全国性麻醉药流通企业，参股公司为麻醉药生产企业	11
3.1 麻精药品为公司核心业务，市场份额长期领先	11
3.2 参股公司宜昌人福为麻醉药生产企业，贡献公司约 20%净利润	12
4. 疫后手术量强势复苏，有望促进麻精药品需求提升	13
4.1 医疗进入全面复苏阶段，手术量持续回弹带动麻精药品需求	13
4.2 北京受疫情冲击较大，疫后手术量快速反弹	15
5. 盈利预测与投资建议	17
6. 风险提示	18
财务报表分析和预测	19

图目录

图 1	医药直销构成核心板块, 麻精药品业务全国领先	5
图 2	大股东国药控股持有 54.72% 股份(截至 2022 年年报)	6
图 3	公司 2017 年重组完成后收入利润规模大幅提升, 疫情后利润持续增长	7
图 4	公司商品销售板块构成主要收入来源	8
图 5	2022 年公司北京地区收入占比达 96.59%	8
图 6	公司毛利率水平连续 2 年保持提升	8
图 7	提质增效工作推进财务费用率下降	8
图 8	麻醉药可分为全身麻醉药、局部麻醉药、麻醉辅助药三类	9
图 9	麻醉药产业链上游为中间体及原料药, 中游为生产制造商, 下游为销售机构	9
图 10	2022 年国内麻醉药、镇痛药、肌肉松弛药样本医药销售额总计 128.76 亿元 ..	10
图 11	国药股份麻醉药分销业务覆盖广泛	11
图 12	宜昌人福股权结构(截至 2022 年末)	12
图 13	2022 年宜昌人福收入 70.10 亿元, 同比增长 15.43%	12
图 14	2022 年宜昌人归母净利润同比增长 11.73%	12
图 15	2022 年宜昌人福利润贡献占国药股份净利润的 19.52%	13
图 16	宜昌人福核心产品销售量快速增长(单位: 万支)	13
图 17	2021 年全国医疗卫生机构诊疗量增长 9.4%	14
图 18	全国医疗卫生机构住院量增长 7.4%	14
图 19	医院诊疗人次 2021 年同比增长 17%	14
图 20	医院住院人数 2021 年同比增长 10%	14
图 21	综合医院门急诊人次 2021 年同比增长 17%	14
图 22	住院病人手术人数 2021 年同比增长 20%	14
图 23	2021 年北京医疗机构诊疗人次同比增长 25.8%	15
图 24	2021 年北京医疗机构出院人数同比增长 37.6%	15
图 25	国药股份北京地区收入 2021 年同比增长 15.6%, 恢复至疫情前水平	16

表目录

表 1	医药商业业态子公司 9 家，为公司主要的收入和利润来源.....	6
表 2	工业业态子公司 4 家，青海制药和宜昌人福均是精麻药品定点生产企业.....	7
表 3	第三方物流业态子公司 2 家，积极进行物流覆盖建设.....	7
表 4	麻醉药生产流通管制严格，全国性批发企业仅 3 家.....	10
表 5	麻醉药品生产企业数量较少，竞争格局稳定.....	11
表 6	2021 年各科专科医院住院手术人次均开启快速恢复.....	15
表 7	2020 年北京及上海地区住院病人手术量受疫情影响严重，21 年快速反弹.....	16
表 8	业务拆分表.....	17
表 9	可比公司估值比较.....	18

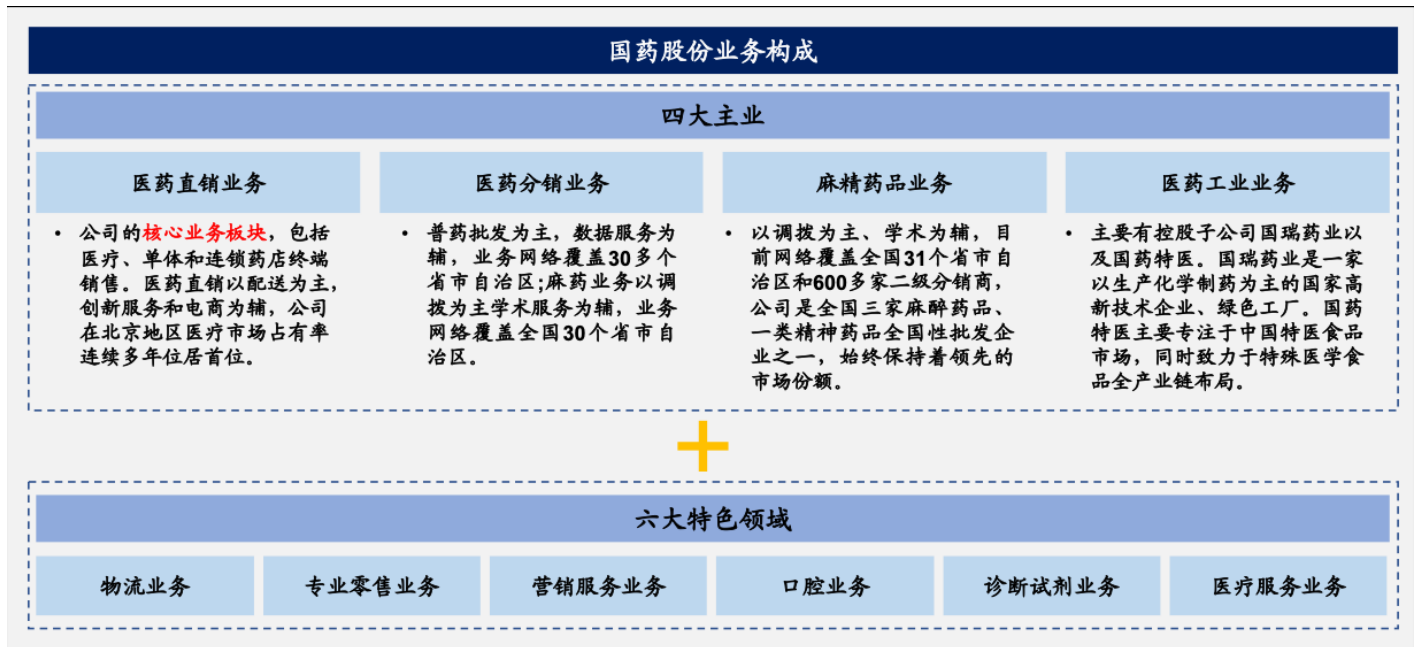
1. 医药商业龙头企业，麻精药品市场份额领先

1.1 集团重组铸造分销龙头，麻精药物形成核心竞争力

地区医药商业龙头，重组后实力大幅提升。国药集团药业股份有限公司前身是中国医药公司，于1999年12月21日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。为彻底解决同业竞争、履行相关承诺，国药股份于2016年2月18日停牌启动公司重大资产重组项目。2017年6月，重组完成后，下属的4家公司即国控北京、国控康辰、国控华鸿、国控天星加入国药股份，使得国药股份成为国药集团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。

国药股份以一大核心、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；四大主业是直销、分销、麻药、工业恒强发展；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1 医药直销构成核心板块，麻精药品业务全国领先

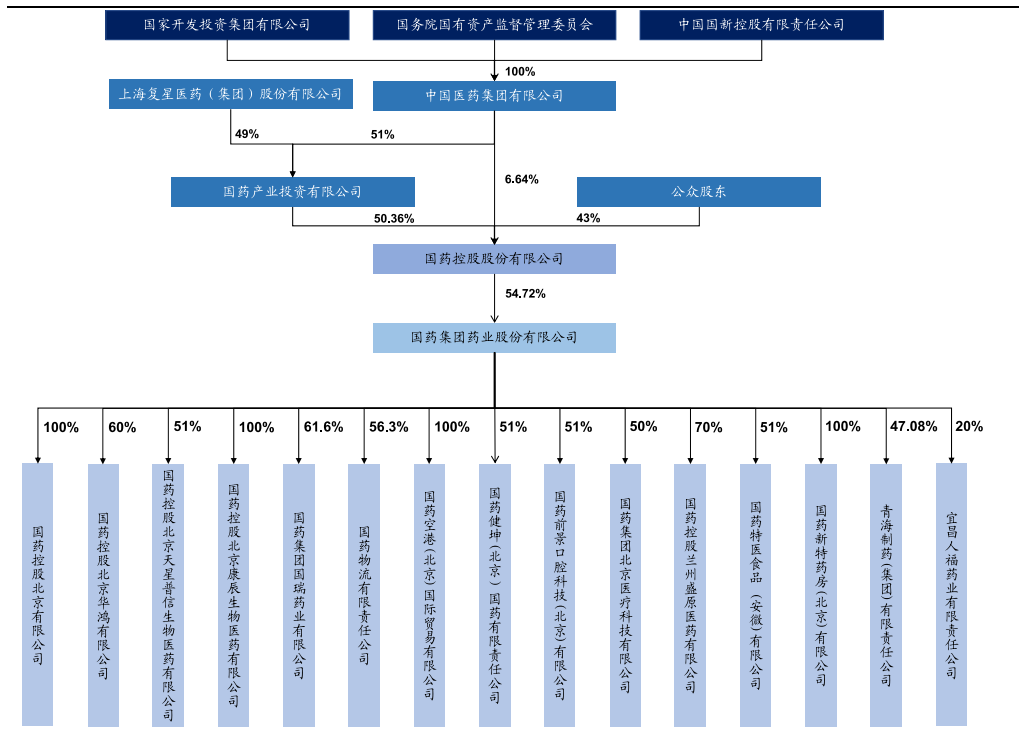


资料来源：2022年公司年报，海通证券研究所

北京地区等级医院全覆盖，麻精药品业务覆盖31个省政级区域。公司已经实现北京地区等级医院的100%覆盖，并覆盖超过4700家的基层医疗机构。其中，公司在二、三级医院的销售连续多年居于区域首位，具有强大的北京地区医疗终端覆盖及服务能力。公司为上下游客户提供增值服务，不断提升供应链价值，并为终端医疗机构改善诊疗服务能力提供支持。公司麻精药品业务覆盖31个省政级区域，辐射50000余家全国麻精医疗客户。公司与重点供应商开展合作项目，持续推进基层医疗机构疼痛治疗和麻精药品的合理使用。

1.2 大股东为国药控股，参控股子公司覆盖三大业态

国药股份的大股东为国药控股，持有公司54.72%的股份，股权结构稳定。国药股份旗下控股子公司和参股公司可分为医药商业业态、医药工业业态及第三方物流业三类。

图2 大股东国药控股持有 54.72%股份(截至 2022 年年报)


资料来源: 2022 年公司年报, 海通证券研究所

医药流通构成核心业务, 积极拓展特色板块。 国药集团药业股份有限公司本部和子公司国控北京、国控华鸿、国控天星、国控康辰、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。2022 年, 公司器械业务继续保持高速发展; 控股子公司国控华鸿持续扩大 SPD 项目经验和优势; 控股子公司国控天星持续推进北京多家医院的耗材集中配送业务。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。

表 1 医药商业业态子公司 9 家, 为公司主要的收入和利润来源

公司名称	权益比例	营业范围	总收入(亿元)			收入增速		
			2022A	2021A	2020A	2022A	2021A	2020A
国控北京	100%	中成药、西药销售等	124.2	126.5	115.0	-2%	10%	-8%
国控华鸿	60%	中成药、西药销售等	53.0	56.2	47.9	-6%	17%	-23%
国控天星	51%	中成药、西药销售等	52.3	55.7	44.7	-6%	25%	-29%
国控康辰	100%	中成药、西药销售等	28.2	30.1	23.6	-6%	27%	-21%
国药健坤	51%	中成药、西药销售等	6.7	5.1	4.2	31%	23%	1%
国药前景	51%	销售医疗器械(III类)等	1.5	1.3	1.0	14%	23%	1%
国药空港	100%	仓储及代理进出口等	1.2	1.3	0.4	-5%	200%	-41%
兰州盛原	70%	药品销售	1.3	1.4	1.1	-4%	21%	24%
国药新特药房	100%	药品零售	0.1	0.0	-	635133%	-	-

资料来源: 2020-2022 年公司年报, 海通证券研究所

国药股份工业板块主要有控股子公司国瑞药业以及国药特医, 以及参股公司青海制药和宜昌人福。 青海制药和宜昌人福均是精麻药品定点生产企业。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。2022 年, 国瑞药业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, 并着力进行无水乙醇、盐酸纳布啡等市场布局, 进一步优化了产品结构。

表 2 工业业态子公司 4 家，青海制药和宜昌人福均是精麻药品定点生产企业

公司名称	权益比例	营业范围	总收入(亿元)			收入增速		
			2022A	2021A	2020A	2022A	2021A	2020A
国瑞药业	61%	新药、成药制造等	13.5	15.1	14.6	-10%	3%	45%
国药特医	51%	特殊用途医学配方食品	0.1	0.0	0.0	12151%	-	-
青海制药	47%	麻精药原料药的生产、经营等	1.0	1.0	1.0	1%	-5%	13%
宜昌人福	20%	药品生产、销售;代理进出口等	70.1	60.7	48.2	15%	26%	20%

资料来源: 2020-2022 年公司年报, 海通证券研究所

国药股份医药专业第三方物流业态包括控股子公司国药物流和国药空港(一部分)。

公司控股子公司国药物流是中国第一家第三方专业医药物流公司, 2022 年, 国药物流根据公司总体部署, 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。

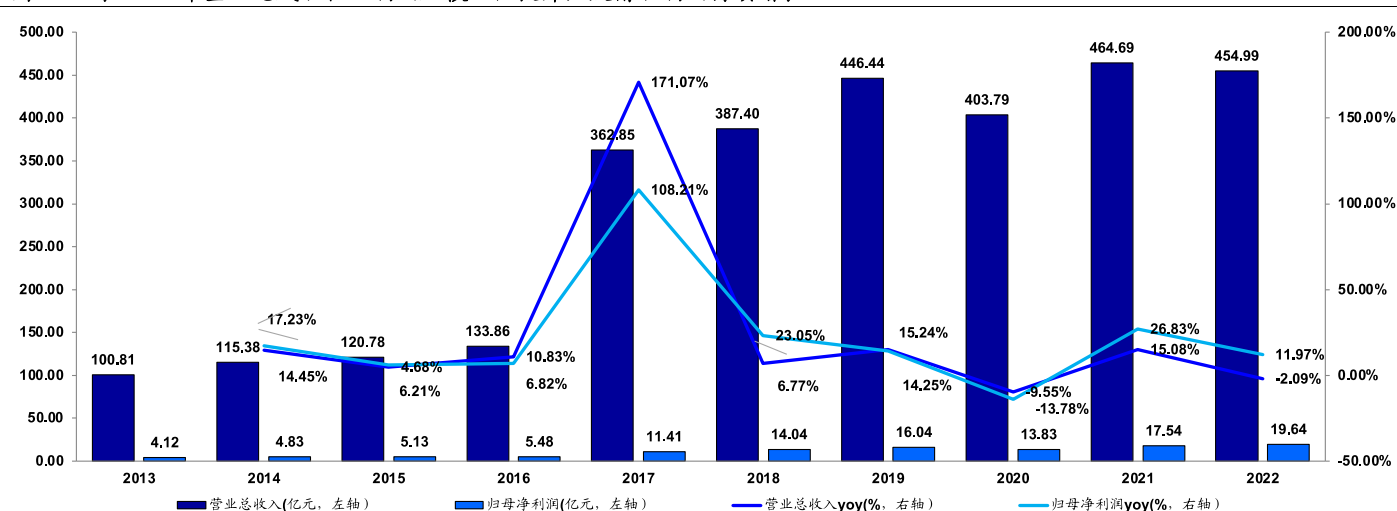
表 3 第三方物流业态子公司 2 家, 积极进行物流覆盖建设

公司名称	权益比例	营业范围	总收入(亿元)			收入增速		
			2022A	2021A	2020A	2022A	2021A	2020A
国药物流	56%	仓储服务等	2.6	2.3	2.1	9%	14%	-6%
国药空港	100%	仓储及代理进出口等	1.2	1.3	0.4	-5%	200%	-41%

资料来源: 2020-2022 年公司年报, 海通证券研究所

1.3 22 年扣非净利润增长 12.97%，业务结构优化带动毛利率提升

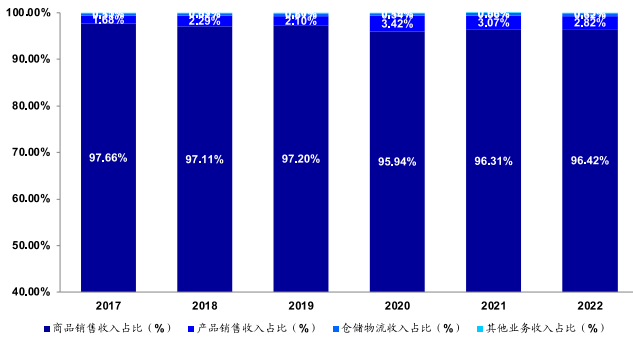
公司疫情后利润持续增长, 2022 年同比增长 11.97%。2022 年, 国药股份实现营业收入 454.99 亿元, 同比下降 2.09%; 利润总额 26.88 亿元, 同比上升 9.94%; 净利润 21.29 亿元, 同比上升 10.38%; 归属于母公司净利润 19.64 亿元, 同比上升 11.97%; 扣非净利润 19.11 亿元, 同比上升 12.97%, 经营活动现金流量净额达到 23.95 亿元。

图 3 公司 2017 年重组完成后收入利润规模大幅提升, 疫情后利润持续增长


资料来源: Wind, 海通证券研究所

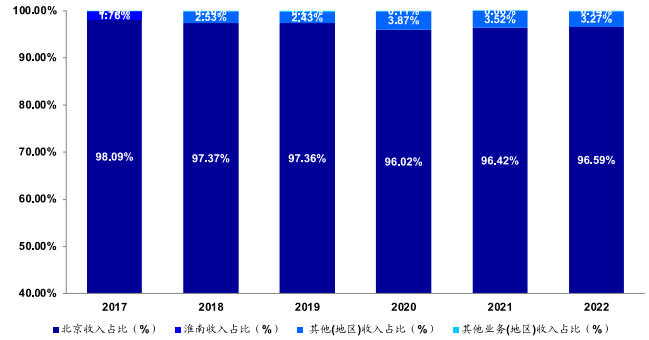
公司商品销售板块属于医药商业业态, 为公司主要的收入和利润来源。2022 年商品销售板块收入占据公司总收入的 96.42%。分地区来看, 北京地区收入包括国药集团药业股份有限公司本部和在京子公司, 其他地区主要指控股子公司国瑞药业、兰州盛原和国药特医, 2022 年北京区域收入占据公司总收入的 96.59%。

图4 公司商品销售板块构成主要收入来源



资料来源: Wind, 海通证券研究所

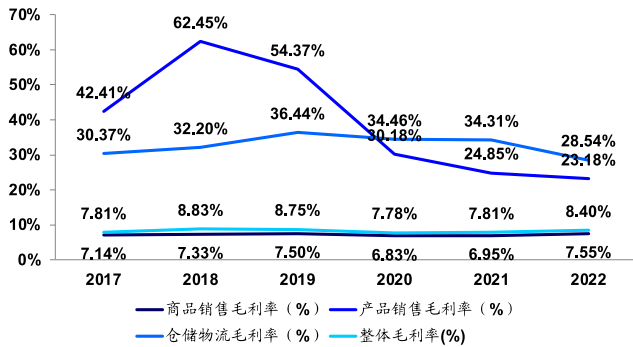
图5 2022年公司北京地区收入占比达96.59%



资料来源: Wind, 海通证券研究所

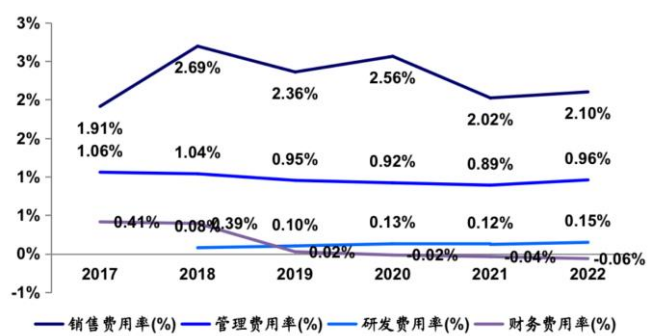
业务结构优化带动毛利率提升,运营质量逐步优化。公司持续调整优化业务、品种结构,麻药、口腔及营销业务比重进一步提升,带动公司毛利率有所提升。同时公司不断挖掘内部潜力,加大货款回笼,压缩库存占用,强化资金集中管理,努力降低财务费用。全面开展提质增效工作,公司运营质量不断提升。2022年公司主营业务收入毛利率8.32%,较2021年毛利率提升0.53pct。

图6 公司毛利率水平连续2年保持提升



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图7 提质增效工作推进财务费用率下降

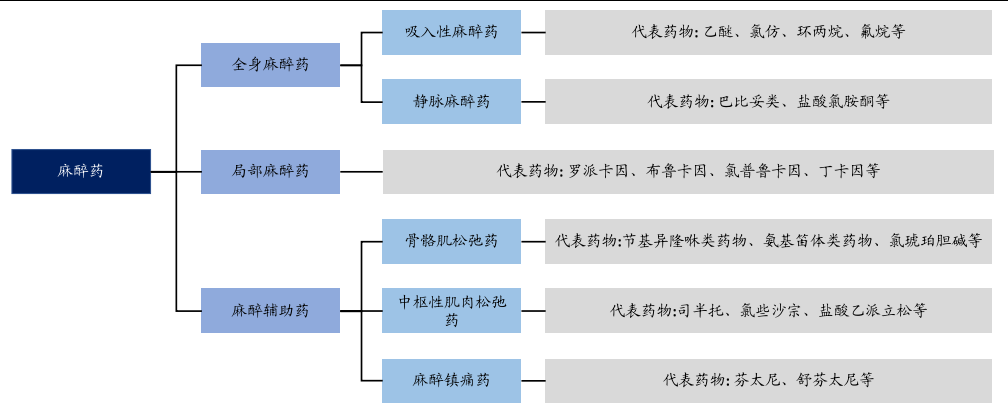


资料来源: Wind, 海通证券研究所

2. 麻精药品管制严格,样本医药销售额已超百亿元

2.1 麻精药品技术专业性强,具有较高壁垒

麻醉药指能使整个机体或局部机体暂时可逆性地失去知觉及痛觉的药物。麻醉药兼具麻醉、镇痛、镇静的作用,在临床上常用于手术治疗。根据作用机理不同,麻醉药可分为全身麻醉药、局部麻醉药、麻醉辅助药三类。

图8 麻醉药可分为全身麻醉药、局部麻醉药、麻醉辅助药三类


资料来源: 头豹研究院, 海通证券研究所

麻醉药行业产业链可以分为上游、中游、下游三部分。产业链上游由麻醉药中间体行业及原料药行业构成。产业链中游涉及麻醉药的生产制造商, 包括麻醉原研药生产企业和麻醉仿制药生产企业。产业链下游是麻醉药的销售机构, 包括经销商、医疗机构和零售药店。

麻醉药产业链中游由麻醉药原研生产企业和仿制生产企业组成。原研药企业包括阿斯利康、费森尤斯卡比、日本丸石制药等, 仿制药企业包括恒瑞医药、人福药业、恩华药业等。麻醉药具有行业特殊性。相比其他药物, 麻醉药对安全性要求更高, 具有技术专业性强, 政策保护壁垒高等特点。国产麻醉仿制药形成了恒瑞医药、恩华药业、人福药业三大龙头企业。从重点产品布局上, 三大企业侧重点不同, 不存在直接竞争关系。错位竞争避免同质产品之间的恶劣竞争, 促进行业良性发展。

麻醉药行业产业链的下游经营方包括经销商、医疗机构和零售药店。中国政府严格监管麻醉药的流通, 全国性麻醉药流通企业只有国药股份、上海医药、重庆医药三家。麻醉药通过各级经销商分配到各个医疗机构和零售药店, 由于麻醉药属于处方药, 医疗机构为主要的消费场所。零售药店仅出售少量的局部外用麻醉药, 且需要凭借处方才能购买。未来, 在手术量增加、政策保护、产品更新换代等因素的影响下, 麻醉药行业将快速发展, 医疗机构作为麻醉药终端销售最主要场所的市场格局将保持不变。

图9 麻醉药产业链上游为中间体及原料药, 中游为生产制造商, 下游为销售机构

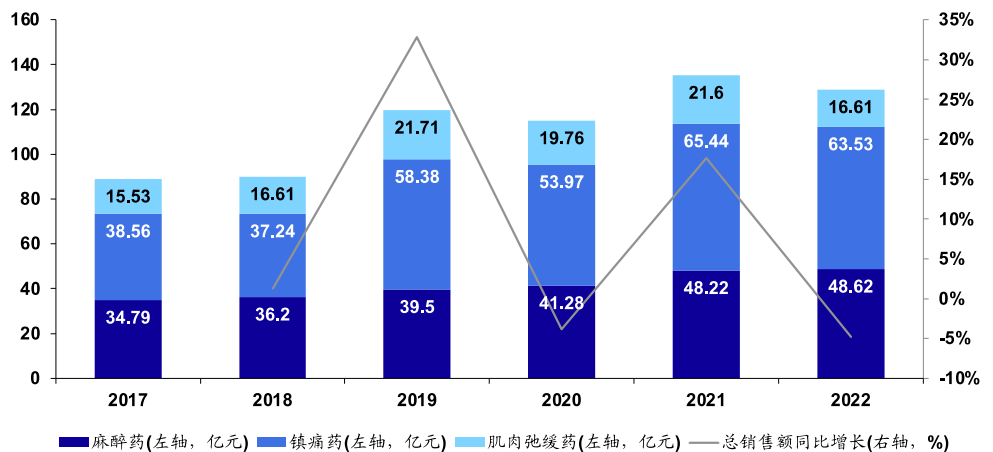

资料来源: 头豹研究院, 海通证券研究所

2.2 国内样本医药麻醉药品销售额已超百亿, 空间广阔

中国样本医院麻醉药、镇痛药、肌肉松弛药销售额总和已超百亿元。根据 Wind 医药库数据, 2019 年中国样本医院麻醉药、镇痛药、肌肉松弛药销售额总计 119.59 亿元。2020-2021 年销售额分别为 115.01 亿元/135.26 亿元/128.76 亿元。2020 年受疫情影响

销售额有所回落，2021年销售额同比增长17.6%，已经超过2019年疫情前水平。

图10 2022年国内麻醉药、镇痛药、肌肉松弛药样本医药销售额总计128.76亿元



资料来源：Wind，海通证券研究所

2.3 麻醉药品生产流通均严格管制，全国性麻醉药流通企业仅3家

麻醉镇痛药是国家重点监管对象，因其有较强的成瘾性，因此国家严格控制麻醉镇痛药的生产流通。全身麻醉药和局部麻醉药中有一部分属于精神类药物，同样受到国家的严格监管。麻醉药对安全性要求高，具有行业特殊性，中国政府颁布相关条例，对麻醉精神药生产流通企业的资质和数量做出了明确规定。其他普通麻醉药虽然不受政策强制监管，但由于麻醉药安全技术要求高，产品可替代性小，同样属于高壁垒产品。在政策壁垒和技术壁垒双重影响下，麻醉药行业准入门槛高。相比其他药品行业，麻醉药行业集中度更高，能够促进麻醉药企业之间的良性竞争，从而推动麻醉药行业的快速发展。

表4 麻醉药生产流通管制严格，全国性批发企业仅3家

企业分类	类别	麻醉药品	第一类精神药品	第二类精神药品
生产企业	原料药	1-2家		1-5家
	单方制剂	1-3家	1-5家	1-10家
	复方制剂	1-7家	-	-
流通企业	全国性批发企业	国药集团、上海医药、重庆医药		
	区域性批发企业	各地区医药商业龙头企业		

资料来源：头豹研究院，人福医药发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）（修订稿），海通证券研究所

受麻醉药品监管政策的要求，国内市场中麻醉药品生产企业数量较少，竞争格局相对稳定。宜昌人福主要产品包括芬太尼系列产品、盐酸氢吗啡酮；其他重要产品包括盐酸纳布啡、咪达唑仑等第二类精神药品。

表 5 麻醉药品生产企业数量较少，竞争格局稳定

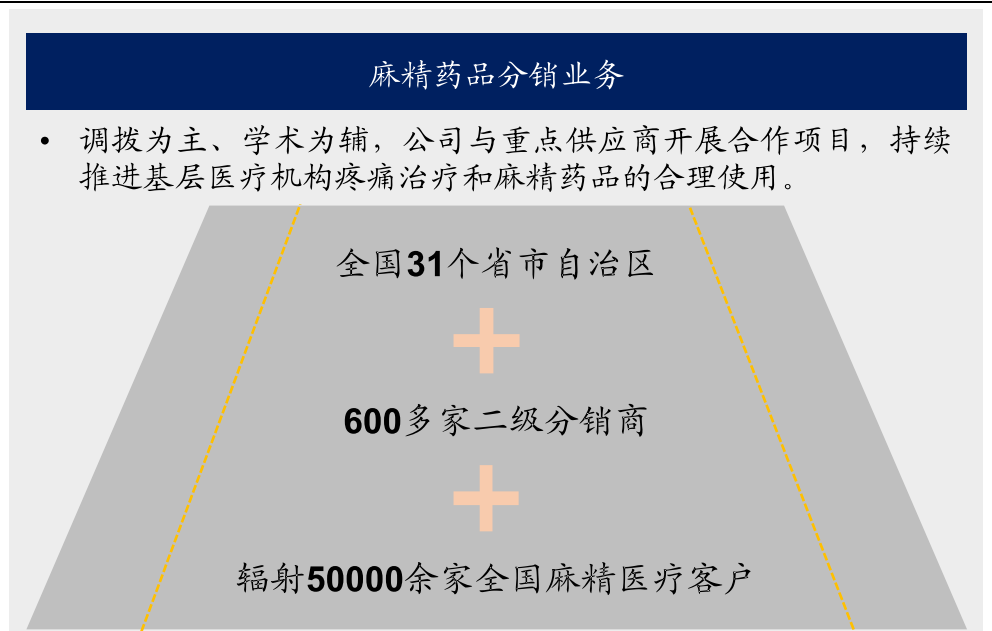
药品名称	剂型	管理分类	行业内生产销售企业
枸橼酸芬太尼	原料药	麻醉药品	宜昌人福、恩华药业
枸橼酸芬太尼注射液	注射剂	麻醉药品	宜昌人福、恩华药业、国药廊坊
盐酸瑞芬太尼	原料药	麻醉药品	宜昌人福、国药廊坊
注射用盐酸瑞芬太尼	注射剂	麻醉药品	宜昌人福、恩华药业、国药廊坊
枸橼酸舒芬太尼	原料药	麻醉药品	宜昌人福
枸橼酸舒芬太尼注射液	注射剂	麻醉药品	宜昌人福、荷兰EuroCept公司
盐酸阿芬太尼	原料	麻醉药品	宜昌人福
盐酸阿芬太尼注射液	注射剂	麻醉药品	宜昌人福
盐酸氢吗啡酮	原料药	麻醉药品	宜昌人福
盐酸氢吗啡酮注射液	注射剂	麻醉药品	宜昌人福
盐酸纳布啡	原料药	二类精神药品	宜昌人福
盐酸纳布啡注射液	注射剂	二类精神药品	宜昌人福
苯磺酸瑞马唑仑	原料药	二类精神药品	宜昌人福
注射用苯磺酸瑞马唑仑	注射剂	二类精神药品	宜昌人福
咪达唑仑	原料药	二类精神药品	恩华药业、宜昌人福、九旭药业
咪达唑仑注射液	注射剂	二类精神药品	恩华药业、宜昌人福、九旭药业

资料来源：人福医药发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案）（修订稿），海通证券研究所

3. 全国性麻醉药流通企业，参股公司为麻醉药生产企业

3.1 麻精药品为公司核心业务，市场份额长期领先

麻精药品业务是公司具有核心竞争力的业务，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，公司在行业中有着较好的信誉和声誉，在推动行业整体发展中发挥了良好的作用。公司多年来坚持秉承着积极传递关爱癌痛患者的“无痛化”用药理念，在改善临床用药观念、提升合理用药水平、增强医疗机构依法依规管理和使用药品等方面，履行着行业领军的使命和责任。

图11 国药股份麻醉药分销业务覆盖广泛


资料来源：2022 年公司年报，海通证券研究所

2022 年，在激烈的行业竞争环境下，公司麻精类业务逆势前行。2022 年，公司保

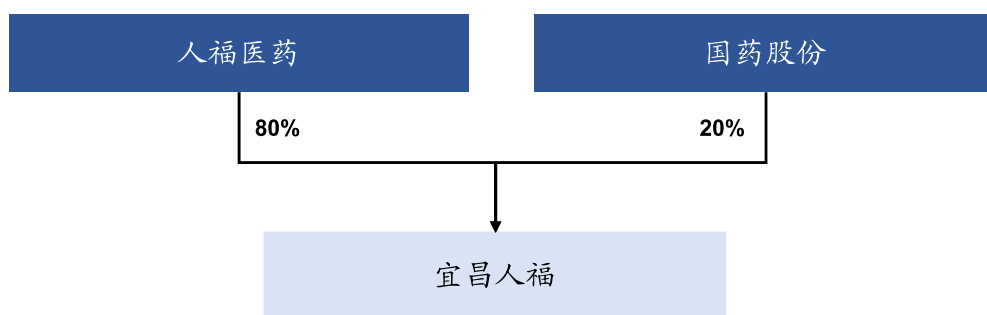
持对全国麻醉药品区域性批发企业全覆盖，同时继续提升对麻药客户的专业化学术服务水平，提升客户的麻药管理能力和医院的麻药合理应用水平，积极推进麻药“落基层”项目，保障人民群众用药。

3.2 参股公司宜昌人福为麻醉药生产企业，贡献公司约 20%净利润

国药股份参股公司宜昌人福是国家麻醉药品定点研发生产企业、国家重点高新技术企业。该公司生产经营 200 多个品种品规的药品，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。除麻醉镇痛镇静类药品外，该公司还生产瑞丁、瑞尼、福必安、泰瑞特、枢能等名牌产品，在业内享有较高的知名度和良好的信誉。

2020 年，人福医药实施完成了发行股份购买核心子公司宜昌人福 13% 股权的重组项目，使人福医药持有宜昌人福股权比例 67% 增至 80%，进一步增强了宜昌人福的资产质量和持续盈利能力，国药股份持有宜昌人福股权比例保持 20%。

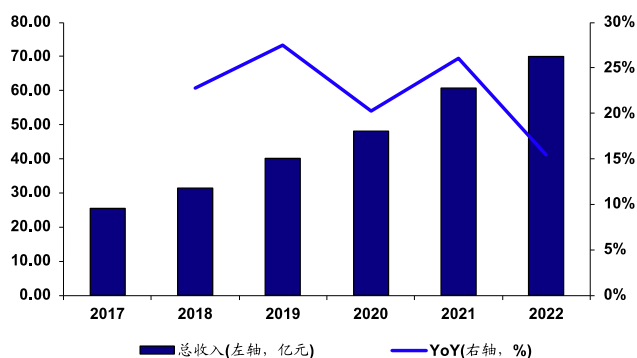
图12 宜昌人福股权结构(截至 2022 年末)



资料来源：人福医药 2022 年年报，国药股份 2022 年年报，海通证券研究所

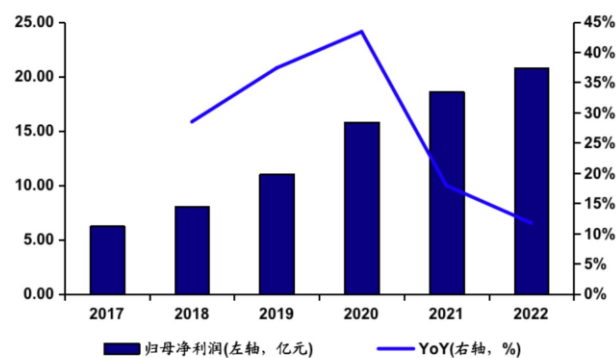
2022 年，宜昌人福持续推进多科室临床应用工作，销售规模和经营效益稳步提升，实现营业收入 70.10 亿元，较上年同期增加 9.37 亿元，同比增长 15.43%，实现净利润 20.78 亿元，较上年同期增加 2.18 亿元，同比增长 11.73%。2022 年，宜昌人福麻醉药产品实现销售收入约 58 亿元，较上年同期增长约 11%，其中非手术科室实现销售收入约 15 亿元，较上年同期增长约 27%。

图13 2022 年宜昌人福收入 70.10 亿元，同比增长 15.43%



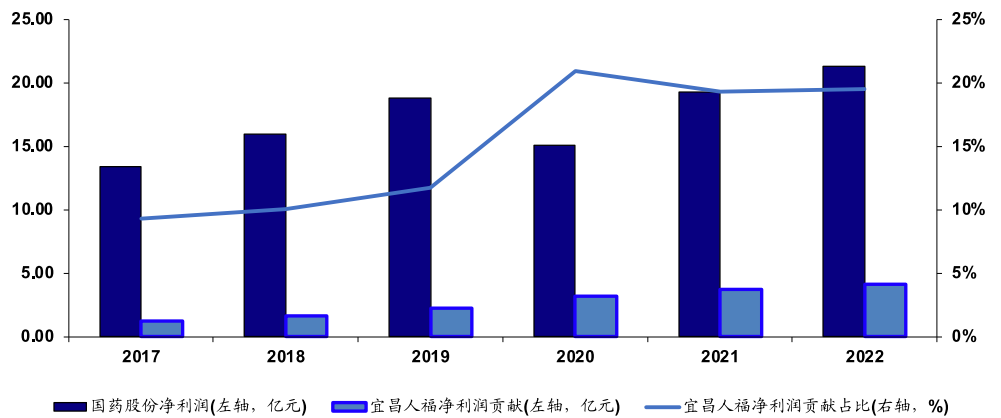
资料来源：Wind，海通证券研究所

图14 2022 年宜昌人归母净利润同比增长 11.73%



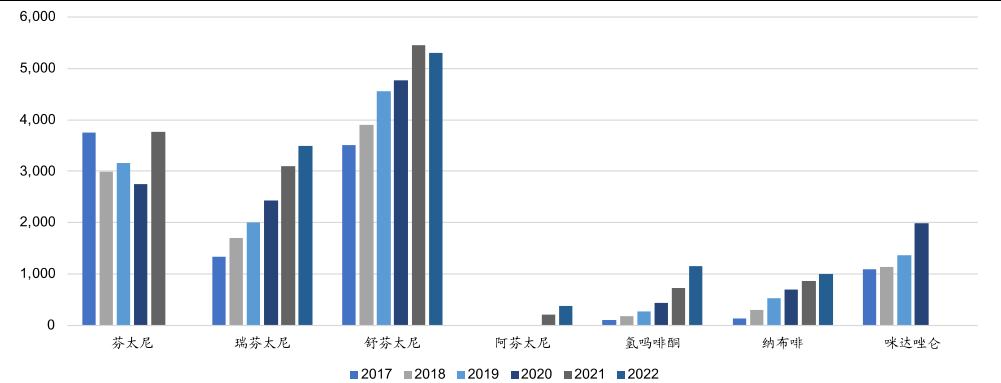
资料来源：Wind，海通证券研究所

宜昌人福盈利能力较强，贡献国药股份约 20% 的净利润。宜昌人福 2017 年利润贡献约占国药股份净利润的 9%，2020 年提升至约 20%。2022 年国药股份净利润 21.29 亿元，其中宜昌人福净贡献利润 4.16 亿元，占公司净利润的 19.52%。

图15 2022年宜昌人福利润贡献占国药股份净利润的19.52%


资料来源: Wind, 国药股份 2017-2019 年年报, 海通证券研究所

2022年, 宜昌人福的盐酸氢吗啡酮注射液、盐酸阿芬太尼注射液销售量快速增长。其中盐酸氢吗啡酮注射液销售量同比增长 56.88%, 盐酸阿芬太尼注射液同比增长 75.65%。宜昌人福的注射用盐酸瑞芬太尼、盐酸氢吗啡酮注射液、盐酸纳布啡注射液从 2017 年开始持续保持快速增长, 2017 年到 2022 年销售量复合增速分别达到 21.34%, 61.79% 和 48.77%。

图16 宜昌人福核心产品销售量快速增长(单位: 万支)


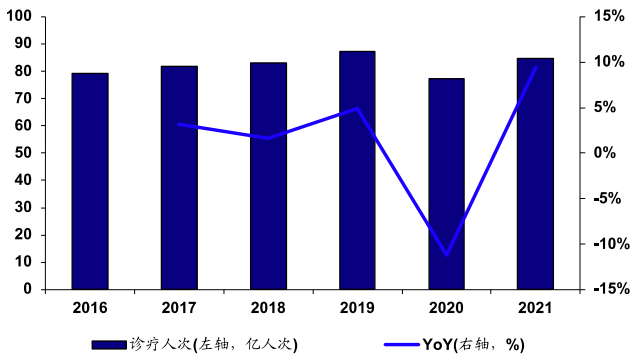
资料来源: 人福医药 2017-2022 年年报, 海通证券研究所

4. 疫后手术量强势复苏, 有望促进麻精药品需求提升

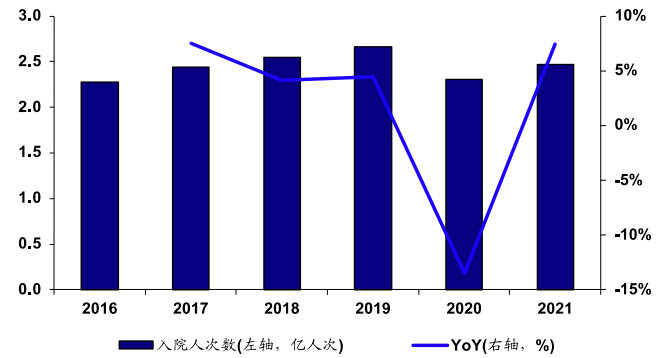
4.1 医疗进入全面复苏阶段, 手术量持续回弹带动麻精药品需求

疫情后医疗全面复苏, 门诊和住院量全面增长。根据中华人民共和国国家卫生健康委员会数据, 2021 年全国医疗卫生机构总诊疗人次 84.7 亿, 比上年增加 7.3 亿人次 (增长 9.4%)。2021 年居民平均到医疗卫生机构就诊 6.0 次。2021 年总诊疗量中, 医院 38.8 亿人次 (占 45.8%), 基层医疗卫生机构 42.5 亿人次 (占 50.2%), 其他医疗卫生机构 3.4 亿人次 (占 4.0%)。与上年比较, 医院诊疗增加 5.6 亿人次, 基层医疗卫生机构诊疗增加 1.3 亿人次。

2021 年, 全国医疗卫生机构入院人次 2.5 亿, 比上年增加 0.17 亿人次 (增长 7.4%), 居民年住院率为 17.5%。2021 年入院中, 医院 2.0 亿人次 (占 81.5%), 基层医疗卫生机构 3592 万人次 (占 14.5%), 其他机构 985 万人次 (占 4.0%)。与上年比较, 医院入院增加 1797 万人次, 基层医疗卫生机构入院减少 115 万人次, 其他医疗机构入院增加 32 万人次。

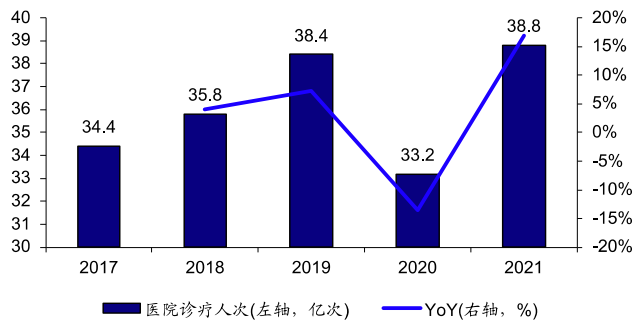
图17 2021年全国医疗卫生机构诊疗量增长9.4%


资料来源：中华人民共和国国家卫生健康委员会，海通证券研究所

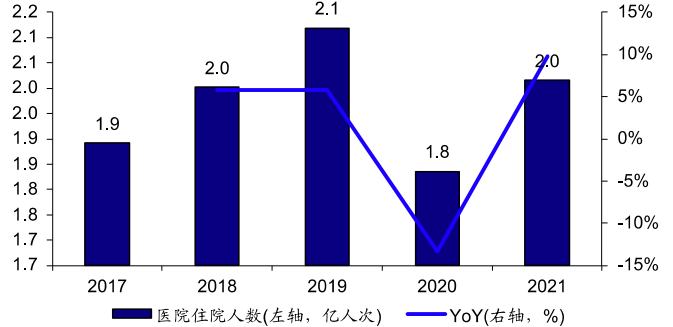
图18 全国医疗卫生机构住院量增长7.4%


资料来源：中华人民共和国国家卫生健康委员会，海通证券研究所

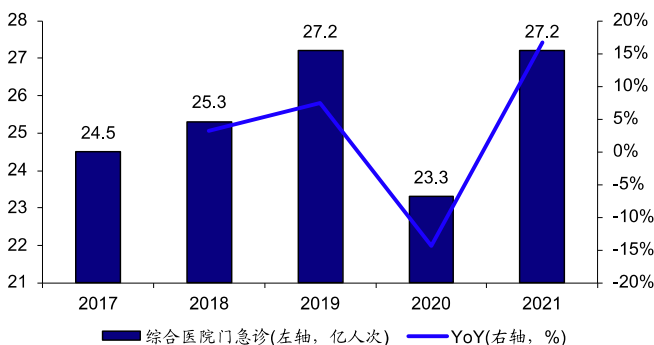
医院诊疗住院快速恢复，诊疗及手术人次超过疫情前水平。根据中国卫生健康统计年鉴数据，2021年医院诊疗人次达38.8亿次，同比增长17%，2019到2021年复合增长率0.5%。医院住院人数2.0亿人次，同比增长10%，已恢复至接近疫情前人次数量。综合医院门急诊达27.2亿人次，同比增长17%，基本恢复至2019年水平。2021年住院病人手术人数达0.8亿人次，同比增长20%，已超越疫情前手术人数，2019到2021年复合增长率7.2%。

图19 医院诊疗人次 2021年同比增长17%


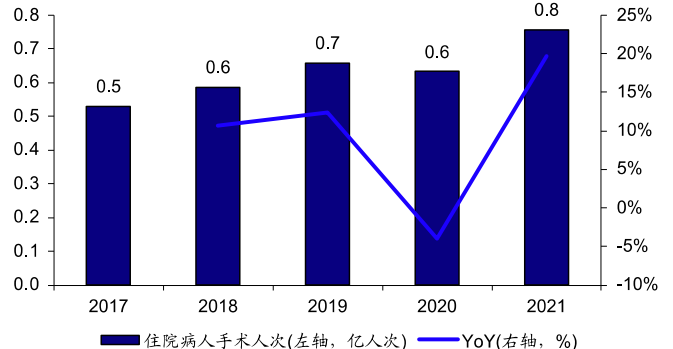
资料来源：2018-2022年中国卫生健康统计年鉴，海通证券研究所

图20 医院住院人数 2021年同比增长10%


资料来源：2018-2022年中国卫生健康统计年鉴，海通证券研究所

图21 综合医院门急诊人次 2021年同比增长17%


资料来源：2018-2022年中国卫生健康统计年鉴，海通证券研究所

图22 住院病人手术人数 2021年同比增长20%


资料来源：2018-2022年中国卫生健康统计年鉴，海通证券研究所

各科手术量均有较强恢复，手术量增长有望保持延续。2021年各科专科医院住院手术人次均开启快速恢复，除整形外科医院和耳鼻喉科医院受疫情冲击较大，其他专科医院手术量均已恢复到疫情前水平。2021年，胸科医院和结核病医院较2019年分别有108%和86%的高增长，肿瘤医院较2019年增长32%。我们认为，长期看手术在整个医疗中景气度高而且刚需性强，手术量增长趋势有望保持延续。

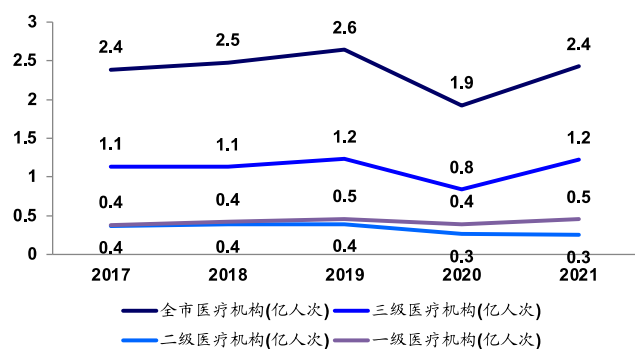
表 6 2021 年各科专科医院住院手术人次均开启快速恢复

机构分类	医疗卫生机构住院病人手术人次(万次)					同比增长				2021较2019增长
	2017	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021	
总计	5596	6172	6930	6664	8103	10%	12%	-4%	22%	17%
一、医院	5293	5860	6587	6325	7574	11%	12%	-4%	20%	15%
综合医院	4092	4515	5091	4864	5746	10%	13%	-4%	18%	13%
中医医院	507	568	647	669	816	12%	14%	3%	22%	26%
中西医结合医院	74	87	96	85	117	17%	11%	-12%	38%	22%
民族医院	8	9	12	9	9	12%	28%	-23%	4%	-20%
专科医院	612	681	740	697	885	11%	9%	-6%	27%	20%
口腔医院	8	9	9	7	9	9%	8%	-20%	27%	2%
眼科医院	153	181	198	180	217	18%	9%	-9%	20%	10%
耳鼻喉科医院	13	18	17	13	16	31%	-3%	-25%	27%	-4%
肿瘤医院	66	86	98	98	130	31%	14%	-1%	33%	32%
心血管病医院	41	26	27	24	33	-37%	4%	-13%	38%	20%
胸科医院	6	8	10	13	21	43%	23%	33%	56%	108%
血液病医院	3	3	3	3	4	9%	-4%	-14%	42%	22%
妇产(科)医院	91	95	91	80	96	3%	-3%	-12%	19%	5%
儿童医院	61	67	72	70	89	10%	8%	-3%	27%	23%
精神病医院	10	11	13	14	18	14%	17%	8%	29%	39%
传染病医院	14	18	24	22	31	24%	32%	-7%	41%	30%
皮肤病医院	1	1	1	1	1	62%	25%	-8%	34%	24%
结核病医院	6	6	9	11	16	17%	36%	24%	50%	86%
麻风病医院	0	0	0	0	0					
职业病医院	1	1	1	1	1	4%	27%	-17%	42%	18%
骨科医院	55	63	68	70	77	15%	7%	3%	10%	14%
康复医院	9	9	8	8	11	4%	-8%	-3%	36%	32%
整形外科医院	3	4	5	3	5	18%	21%	-36%	51%	-3%
美容医院	8	9	10	10	11	9%	12%	2%	3%	5%
其他专科医院	62	66	75	68	99	6%	14%	-8%	45%	32%
护理院	0	0	0	0	0	1%	87%	-12%	98%	74%
二、基层医疗卫生机构	0	0	0	0	164					
三、专业公共卫生机构	302	311	344	339	365	3%	0%	1%	8%	6%
四、其他医疗卫生机构	0	0	0	0	0	-70%	-4%	54%	7%	65%

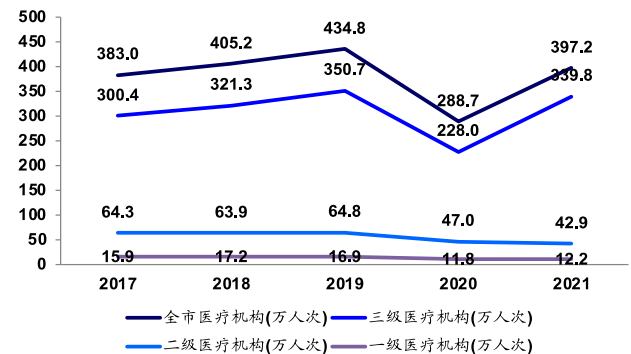
资料来源: 2018-2022 年中国卫生健康统计年鉴, 海通证券研究所

4.2 北京受疫情冲击较大, 疫后手术量快速反弹

北京地区医疗复苏较快, 2021 年诊疗人数同比增加 25.8%。根据 2021 年北京卫生健康工作统计资料, 2021 年北京市医疗机构诊疗人次数达 2.4 亿人次, 出院人数达 397.2 万人次。与上一年比较, 诊疗人次数增加 0.5 亿人次, 同比增长 25.8%; 出院人数增加 108.5 万人次, 同比增长 37.6%。

图 23 2021 年北京医疗机构诊疗人次同比增长 25.8%


资料来源: 2021 年北京卫生健康工作统计资料, 海通证券研究所

图 24 2021 年北京医疗机构出院人数同比增长 37.6%


资料来源: 2021 年北京卫生健康工作统计资料, 海通证券研究所

北京地区手术受疫情冲击大, 2021 年强势反弹同比增长 39%。从住院病人手术人次数数据上看, 北京受到疫情影响较大, 根据中国卫生健康统计年鉴数据, 2020 年北京住院病人手术人次同比减少 27%。2021 年北京地区手术量快速反弹, 同比增长 39%, 已超越 2019 年水平。

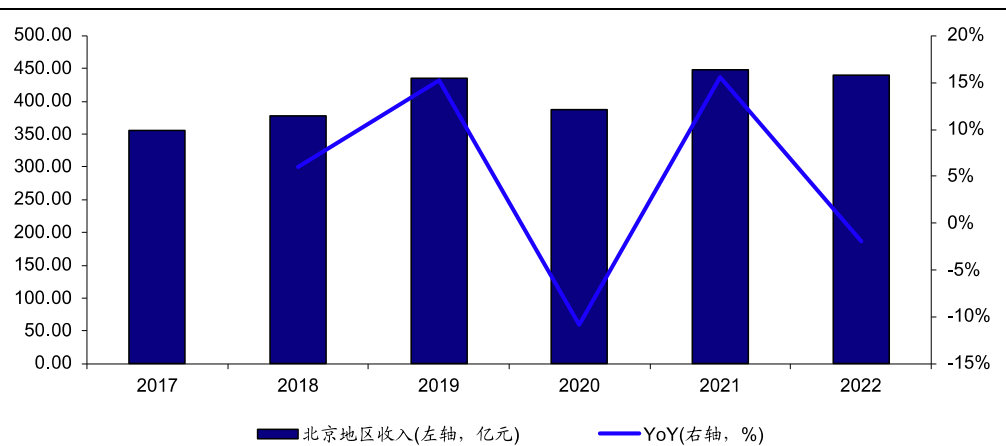
表 7 2020 年北京及上海地区住院病人手术量受疫情影响严重, 21 年快速反弹

	住院病人手术人次数(万人)					同比增长(%)				2021较2019年增长
	2017	2018	2019	2020	2021	2018	2019	2020	2021	
北京	135	147	160	117	163	9%	9%	-27%	9%	2%
天津	66	76	81	74	94	5%	7%	-9%	8%	17%
河北	204	218	229	219	263	7%	5%	-4%	20%	15%
山西	107	121	127	126	145	3%	5%	0%	5%	14%
内蒙古	71	76	83	77	83	7%	9%	-7%	7%	0%
辽宁	148	179	182	164	192	1%	1%	-10%	7%	6%
吉林	76	79	85	73	87	5%	7%	-15%	20%	2%
黑龙江	119	143	157	104	142	1%	10%	-33%	6%	-10%
上海	211	236	285	289	402	2%	21%	2%	9%	41%
江苏	353	381	435	428	533	8%	14%	-2%	4%	22%
浙江	333	346	389	378	424	4%	2%	-3%	2%	9%
安徽	195	217	244	255	307	1%	2%	-5%	20%	26%
福建	138	144	158	157	204	5%	10%	-1%	30%	29%
江西	142	159	182	184	222	2%	14%	-1%	21%	22%
山东	405	417	452	455	565	3%	8%	-1%	24%	25%
河南	333	357	396	383	463	7%	11%	-3%	21%	17%
湖北	294	333	367	292	397	3%	10%	-20%	6%	8%
湖南	236	255	288	295	349	8%	13%	-2%	8%	21%
广东	631	735	837	804	963	6%	14%	-4%	20%	15%
广西	158	182	197	212	241	5%	8%	-8%	4%	23%
海南	24	26	30	33	49	1%	6%	-10%	9%	63%
重庆	128	147	162	167	193	6%	10%	-3%	6%	19%
四川	356	404	482	489	584	3%	9%	-1%	20%	21%
贵州	143	161	181	185	212	2%	3%	-3%	4%	17%
云南	212	229	272	262	275	8%	9%	-3%	5%	1%
西藏	6	6	6	7	8	4%	10%	-1%	5%	28%
陕西	164	181	206	208	270	0%	14%	-1%	30%	32%
甘肃	65	67	83	68	89	2%	24%	-18%	1%	7%
青海	17	17	19	19	23	4%	14%	-1%	3%	25%
宁夏	25	26	29	27	32	4%	3%	-6%	6%	9%
新疆	103	109	127	110	128	6%	16%	-13%	6%	1%
总计	5596	6172	6930	6664	8103	10%	12%	-4%	22%	17%

资料来源: 2018-2022 年中国卫生健康统计年鉴, 海通证券研究所

北京区域医疗直销业务为国药股份的核心业务板块, 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, 在北京地区医药直销业务规模连续多年居于首位。

北京地区疫情冲击缓解, 21 年公司药品销售板块已恢复至疫情前。2020 年受新冠疫情影响, 公司北京地区直销业务出现明显波动, 随着疫情常态化及区域诊疗恢复, 直销业务逐步回升, 其中社区医疗业务稳定增长, 地区占有率稳定, 规模优势依然明显。2021 年药品销售实现两位数增长, 基本恢复至疫情之前的水平。我们预计 2023 年随着北京手术继续复苏, 公司麻精药品销售业务有望获益, 同时公司的药品分销业务也将实现进一步增长。

图25 国药股份北京地区收入 2021 年同比增长 15.6%, 恢复至疫情前水平


资料来源: Wind, 海通证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2023-25 年 EPS 分别为 3.04、3.48、3.97 元，归母净利润分别为 22.93、26.24、29.95 亿元，参考可比公司估值，考虑公司为麻精药配送龙头企业，给与一定溢价，我们给予公司 2023 年 14-18 倍 PE，对应合理价值区间 42.54 -54.70 元，给予“优于大市”评级。我们分项具体假设如下表所示：

表 8 业务拆分表

人民币亿元	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
医药商业业态	402.3	461.6	407.5	470.6	463.0	544.8	627.5	720.8
YoY		15%	-12%	16%	-2%	18%	15%	15%
母公司	149.5	173.2	168.7	192.0	194.5	225.6	257.2	293.2
YoY		16%	-3%	14%	1%	16%	14%	14%
国控北京	113.3	125.5	115.0	126.5	124.2	141.6	158.6	177.7
YoY		11%	-8%	10%	-2%	14%	12%	12%
国控华鸿	53.3	62.5	47.9	56.2	53.0	62.5	71.3	81.2
YoY		17%	-23%	17%	-6%	18%	14%	14%
国控天星	53.8	63.4	44.7	55.7	52.3	64.9	77.9	91.9
YoY		18%	-29%	25%	-6%	24%	20%	18%
国控康辰	25.6	30.0	23.6	30.1	28.2	35.6	43.4	52.1
YoY		17%	-21%	27%	-6%	26%	22%	20%
国药健坤	4.8	4.1	4.2	5.1	6.7	8.3	10.2	12.2
YoY		-14%	1%	23%	31%	24%	22%	20%
国药前景	0.9	1.0	1.0	1.3	1.5	1.8	2.2	2.7
YoY		15%	1%	23%	14%	24%	22%	20%
兰州盛原	0.4	0.9	1.1	1.4	1.3	1.6	1.9	2.3
YoY		123%	24%	21%	-4%	22%	20%	18%
国药空港	0.2	0.5	0.20	0.9	0.8	2.0	3.6	5.7
YoY		181%	-60%	340%	-10%	150%	80%	60%
国药新特药房				0.0	0.1	0.3	0.5	0.8
YoY					635133%	162%	67%	60%
国药科技	0.4	0.4	1.1	1.5	0.4	0.5	0.8	1.1
YoY		7%	182%	42%	-77%	45%	43%	41%
医药工业业态	9.52	10.03	14.51	15.00	13.62	14.6	15.4	16.0
YoY		5%	45%	3%	-9%	8%	5%	4%
国瑞药业	9.52	10.03	14.51	15.00	13.53	14.3	14.9	15.2
YoY		5%	45%	3%	-10%	6%	4%	2%
国药特医			0.0	0.0	0.1	0.3	0.5	0.8
YoY					12151%	242%	67%	60%
第三方物流业态	2.2	2.4	2.3	2.8	3.0	3.8	4.9	6.1
YoY		12%	-5%	21%	9%	27%	28%	26%
国药物流	1.9	2.2	2.1	2.3	2.6	2.9	3.3	3.6
YoY		13%	-6%	14%	9%	14%	12%	10%
国药空港	0.2	0.2	0.2	0.4	0.4	0.9	1.6	2.5
YoY		4%	3%	75%	6%	100%	80%	60%
其他业态	0.4	0.9	0.4	0.3	0.6	1.1	1.8	3.0
YoY		154%	-54%	-40%	142%	70%	68%	66%
国药科技	0.4	0.9	0.4	0.3	0.6	1.1	1.8	3.0
YoY		154%	-54%	-40%	142%	70%	68%	66%
内部抵销	-26.9	-28.5	-20.9	-24.0	-25.2	-28.8	-32.2	-37.0
YoY		6%	-27%	15%	5%	14%	12%	15%
营业总收入	387.4	446.5	403.8	464.7	455.0	535.5	617.3	708.9
YoY		15%	-10%	15%	-2%	18%	15%	15%
毛利率	8.8%	8.8%	7.8%	7.8%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 9 可比公司估值比较

可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
		2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
国药一致	58.50	3.47	4.04	4.68	5.57	17	14	13	11
柳药集团	23.01	1.94	2.32	2.78	3.32	12	10	8	7
						14	12	10	9

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 备注: 收盘价日期 20230531

6. 风险提示

麻精药品集采等政策风险; 市场竞争风险; 药品分销收入不及预期风险; 手术量增长不及预期风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	45499	53551	61731	70887
每股收益	2.60	3.04	3.48	3.97	营业成本	41676	49052	56546	64933
每股净资产	18.84	21.88	25.36	29.33	毛利率%	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%
每股经营现金流	3.17	1.67	2.31	2.63	营业税金及附加	112	129	161	198
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
价值评估 (倍)					营业费用	956	1135	1309	1503
P/E	15.07	12.91	11.28	9.88	营业费用率%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
P/B	2.08	1.79	1.55	1.34	管理费用	436	509	586	673
P/S	0.65	0.55	0.48	0.42	管理费用率%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
EV/EBITDA	4.93	6.74	5.37	4.20	EBIT	2373	2878	3295	3757
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-29	-86	-97	-114
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
毛利率	8.4%	8.4%	8.4%	8.4%	资产减值损失	-5	0	0	0
净利润率	4.3%	4.3%	4.3%	4.2%	投资收益	292	321	370	425
净资产收益率	13.8%	13.9%	13.7%	13.5%	营业利润	2695	3165	3621	4133
资产回报率	6.6%	6.8%	6.7%	6.7%	营业外收支	-7	-2	-2	-2
投资回报率	11.5%	12.2%	12.1%	12.0%	利润总额	2688	3163	3619	4131
盈利增长 (%)					EBITDA	2570	2966	3390	3845
营业收入增长率	-2.1%	17.7%	15.3%	14.8%	所得税	559	671	767	876
EBIT 增长率	10.2%	21.3%	14.5%	14.0%	有效所得税率%	20.8%	21.2%	21.2%	21.2%
净利润增长率	12.0%	16.7%	14.4%	14.1%	少数股东损益	165	199	228	260
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1964	2293	2624	2995
资产负债率	46.4%	45.8%	45.5%	45.2%	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动比率	2.02	2.05	2.07	2.08	货币资金	8896	9859	11616	13669
速动比率	1.72	1.75	1.77	1.78	应收账款及应收票据	5783	6793	7831	8993
现金比率	0.70	0.68	0.69	0.71	存货	3717	4200	4842	5560
经营效率指标					其它流动资产	7367	8931	10293	11817
应收账款周转天数	46.09	46.00	46.00	46.00	流动资产合计	25764	29783	34581	40039
存货周转天数	32.56	31.25	31.25	31.25	长期股权投资	1457	1686	1916	2145
总资产周转率	1.54	1.58	1.59	1.59	固定资产	564	569	567	572
固定资产周转率	80.65	94.15	108.88	123.96	在建工程	36	56	75	95
					无形资产	263	263	263	263
					非流动资产合计	3845	4099	4346	4600
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	29609	33882	38927	44639
净利润	1964	2293	2624	2995	短期借款	252	0	0	0
少数股东损益	165	199	228	260	应付票据及应付账款	9917	11672	13455	15450
非现金支出	226	88	95	88	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-275	-311	-368	-423	其它流动负债	2571	2863	3288	3763
营运资金变动	315	-1009	-834	-933	流动负债合计	12740	14535	16743	19214
经营活动现金流	2395	1260	1745	1987	长期借款	0	0	0	0
资产	-126	-115	-115	-115	其它长期负债	1010	995	981	966
投资	-28	-229	-229	-229	非流动负债合计	1010	995	981	966
其他	2	321	370	425	负债总计	13750	15530	17723	20180
投资活动现金流	-152	-23	26	81	实收资本	755	755	755	755
债权募资	-174	-267	-15	-15	归属于母公司所有者权益	14215	16508	19132	22127
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	1645	1844	2072	2333
其他	-465	-8	0	0	负债和所有者权益合计	29609	33882	38927	44639
融资活动现金流	-640	-275	-15	-15					
现金净流量	1603	963	1757	2054					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 31 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

贺文斌 医药行业
余文心 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：海泰新光,金域医学,欧普康视,微电生理-U,奕瑞科技,山东药玻

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。在任何情况下,本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,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。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

 路颖 所长
 (021)23185717 luying@haitong.com

 邓勇 副所长
 (021)23185718 dengyong@haitong.com

 荀玉根 副所长
 (021)23185715 xyg6052@haitong.com

 涂力磊 所长助理
 (021)23219747 tll5535@haitong.com

 余文心 所长助理
 (0755)82780398 ywx9461@haitong.com

 汪立亭 所长助理
 (021)23219399 wanglt@haitong.com

 孙婷 所长助理
 (010)50949926 st9998@haitong.com

宏观经济研究团队

 梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com
 应稼娴(021)23185645 yjx12725@haitong.com
 李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com
 侯欢(021)23185643 hh13288@haitong.com
 联系人
 李林芷(021)23185646 llz13859@haitong.com
 王宇晴(021)23185641 wyq14704@haitong.com
 贺媛(021)23185639 hy15210@haitong.com

金融工程研究团队

 冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com
 郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com
 罗蕾(021)23185653 ll9773@haitong.com
 余浩淼(021)23185650 yhm9591@haitong.com
 袁林青(021)23185659 ylq9619@haitong.com
 黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com
 张耿宇(021)23183109 zgy13303@haitong.com
 联系人
 郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com
 曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com
 卓泚莹 zyx15314@haitong.com

金融产品研究团队

 倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com
 唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com
 徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com
 谈鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com
 庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com
 谭实宏(021)23185676 tsh12355@haitong.com
 江涛(021)23185672 jt13892@haitong.com
 张弛(021)23185673 zc13338@haitong.com
 吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com
 滕颖杰(021)23185669 tj13580@haitong.com
 联系人
 章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com
 陈林文(021)23185678 clw14331@haitong.com
 魏玮(021)23185677 ww14694@haitong.com
 舒子宸(021)23185679 szc14816@haitong.com

固定收益研究团队

 姜珊珊(021)23154121 jps10296@haitong.com
 王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com
 孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com
 张紫睿(021)23185652 zzz13186@haitong.com
 联系人
 王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com
 方欣来(021)23185651 fxl13957@haitong.com
 藏多(021)23185647 zd14683@haitong.com

策略研究团队

 荀玉根(021)23185715 xyg6052@haitong.com
 高上(021)23185662 gs10373@haitong.com
 郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com
 吴信坤(021)23154147 wxk12750@haitong.com
 杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com
 余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com
 联系人
 王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com
 刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com
 陈菲 cf15315@haitong.com

中小市值团队

 钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com
 潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com
 王园沁(021)23185667 wyq12745@haitong.com

政策研究团队

 李明亮(021)23185835 lml@haitong.com
 吴一萍(021)23185838 wuyiping@haitong.com
 朱蕾(021)23185832 zl8316@haitong.com
 周洪荣(021)23185837 zhr8381@haitong.com
 李姝醒(021)23185833 lsx11330@haitong.com
 联系人
 纪尧(021)23185836 jy14213@haitong.com

石油化工行业

 邓勇(021)23185718 dengyong@haitong.com
 朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com
 胡歆(021)23185616 hx11853@haitong.com
 联系人
 张海榕(021)23185607 zhr14674@haitong.com

医药行业

 余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com
 郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com
 贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com
 朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com
 梁广楷(010)56760096 lgk12371@haitong.com
 孟陆(021)23185606 ml13172@haitong.com
 周航(021)23185606 zh13348@haitong.com
 联系人
 彭婷(021)23185619 pp13606@haitong.com
 肖治健(021)23185638 xzj14562@haitong.com
 张澄(010)56760096 zc15254@haitong.com

汽车行业

 王猛(021)23185692 wm10860@haitong.com
 房乔华(021)23185699 fqh12888@haitong.com
 张觉尹(021)23185705 zjy15229@haitong.com
 刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com

公用事业

 吴杰(021)23154113 wj10521@haitong.com
 傅逸帆(021)23185698 fuf11758@haitong.com
 联系人
 余致翰(021)23185617 ywh14040@haitong.com
 阎石(021)23185741 ysh14098@haitong.com

批发和零售贸易行业

 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
 李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com
 高瑜(021)23185683 gy12362@haitong.com
 曹蕾娜 cln13796@haitong.com
 联系人
 张冰清(021)23185703 zbq14692@haitong.com
 李艺冰 lyb15410@haitong.com
 王逸欣 wyx15478@haitong.com

互联网及传媒

 毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com
 陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com
 孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com
 康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com
 联系人
 崔冰睿(021)23185690 cbr14043@haitong.com

有色金属行业

 陈先龙(021)23219406 cxl15082@haitong.com
 陈晓航(021)23185622 cxh11840@haitong.com
 甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com
 联系人
 张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com

房地产行业

 涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com
 谢盐(021)23185696 xiey@haitong.com
 联系人
 曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com

电子行业

张晓飞 zxf15282@haitong.com
李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com
肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com
肖晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com
薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com
联系人
文 灿(021)23185602 wc13799@haitong.com
郇奕滢 lyy15347@haitong.com
张 幸 zx15429@haitong.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com
张翠翠(021)23185611 zcc11726@haitong.com
孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com
李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com
李 博(021)23185642 lb14830@haitong.com

非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com
何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com
任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com
联系人
曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com
肖 尧(021)23185695 xy14794@haitong.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com
潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com
申 浩(021)23185636 sh12219@haitong.com

建筑工程行业

张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com
联系人
曹有成(021)23185701 cyc13555@haitong.com
郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com

军工行业

张恒暄 zhx10170@haitong.com
联系人
刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com
胡舜杰(021)23155626 hsj14606@haitong.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com
李 阳(021)23185618 ly11194@haitong.com
刘 璐(021)23185631 ll11838@haitong.com
联系人
吕浦源 lpy15307@haitong.com

煤炭行业

李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com
王 涛(021)23185633 wt12363@haitong.com
联系人
朱 彤(021)23185628 zt14684@haitong.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com
杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com
于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com
洪 琳(021)23185682 hl11570@haitong.com
联系人
杨 蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com
夏思寒 xsh15310@haitong.com
杨昊翊(021)23185620 yhy15080@haitong.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com
陈 宇(021)23185610 cy13115@haitong.com
罗月江(010)56760091 lyj12399@haitong.com

机械行业

赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com
赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com
联系人
刘绮雯(021)23185686 lqw14384@haitong.com

农林牧渔行业

李 淼(010)58067998 lm10779@haitong.com
巩 健(021)23185702 gj15051@haitong.com
冯 鹤 fh15342@htesc.com

银行行业

林加力(021)23154395 lj12245@haitong.com
联系人
董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com
徐凝碧(021)23185609 xnb14607@haitong.com

造纸轻工行业

郭庆龙 gq13820@haitong.com
吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com
高翩然 gpr14257@haitong.com
王文杰(021)23185637 wwj14034@haitong.com

电力设备及新能源行业

吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com
房 青(021)23219692 fangq@haitong.com
徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com
马天一 02123219171 mty15264@haitong.com
胡惠民 hhm15487@haitong.com
联系人
姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com
马菁菁(021)23185627 mjj14734@haitong.com
吴志鹏 wzp15273@haitong.com

通信行业

余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com
杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com
联系人
夏 凡(021)23185681 xf13728@haitong.com
徐 卓 xz14706@haitong.com

纺织服装行业

梁 希(021)23185621 lx11040@haitong.com
盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com
联系人
王天璐(021)23185640 wtl14693@haitong.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com

食品饮料行业

颜慧菁 yhj12866@haitong.com
张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com
程碧升(021)23185685 cbs10969@haitong.com
联系人
张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com
联系人
毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com
王祎婕(021)23185687 wjy13985@haitong.com

环保行业

戴元灿(021)23185629 dyc10422@haitong.com
联系人
杨寅琛 yyc15266@haitong.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇(0755)23607963 fcy7498@haitong.com
蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@haitong.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@haitong.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@haitong.com
饶伟(0755)82775282 rw10588@haitong.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@haitong.com
巩柏含 gbh11537@haitong.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@haitong.com
黄诚(021)23219397 hc10482@haitong.com
季唯佳(021)23219384 jiwj@haitong.com
黄毓(021)23219410 huangyu@haitong.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@haitong.com
马晓男 mxn11376@haitong.com
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com
杨祎昕(021)23212268 yyx10310@haitong.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@haitong.com
谭德康 tdk13548@haitong.com
王祎宁(021)23219281 wyn14183@haitong.com
张歆钰 zxy14733@haitong.com
周之斌 zzb14815@haitong.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@haitong.com
董晓梅 dxm10457@haitong.com
郭楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@haitong.com
郭金焜(010)58067851 gjy12727@haitong.com
张钧博 zjb13446@haitong.com
高瑞 gr13547@haitong.com
上官灵芝 sglz14039@haitong.com
姚坦 yt14718@haitong.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com