

2022年03月17日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元) 35元

国药股份(600511.SH)

Buy 买进

2021年净利同比增长27%，精麻稳健，器械高增

结论与建议：

公司基本信息

產業別	医药生物
A 股价(2022/3/16)	26.51
上证指数(2022/3/16)	3170.71
股價 12 個月高/低	38.06/24.93
總發行股數(百萬)	754.50
A 股數(百萬)	553.35
A 市值(億元)	146.69
主要股東	国药控股股份有 限公司 (54.72%)
每股淨值(元)	16.94
股價/賬面淨值	1.57
股價漲跌(%)	一个月 三个月 一年 -5.5 -16.3 141.5

近期評等

出刊日期	前日收盘	評等
2021-10-21	29.55	买进

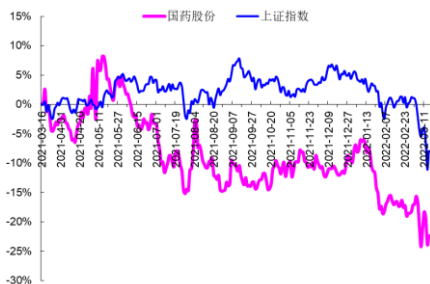
产品组合

商品销售	101.5%
产品销售	2.2%
仓储物流	1.4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.1%
一般法人	45.0%

股价相对大盘走势



■ **公司业绩：**公司 2021 年实现营业收入 464.7 亿元，YOY+15.1%，录得净利润 17.5 亿元，YOY+26.9%，扣非后 YOY+29.7%。公司净利端表现略低于我们的预期，主要是 Q4 增速回落所致，具体分季度来看，Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营业收入 103.5 亿元、117.3 亿元、122.2 亿元、121.8 亿元，YOY 分别+26.0%、+25.8%、+5.5%、+8.1%；分别录得净利润 3.0 亿元、4.7 亿元、5.4 亿元、4.5 亿元，YOY 分别+28.4%、+20.7%、+39.2%、+19.7%，扣非后 YOY 分别+50.6%、+24.2%、+34.1%、+19.5%。其中 Q4 净利规模回落，低于我们的预期，估计主要是集采、国谈及年末 DGRS 进入付费期等政策因素影响。现金流表现较好，2021 年共实现经营活动现金流 19.5 亿元，YOY+50.4%。公司发布分红方案，拟每 10 股分红 7 元，以昨日收盘价计算股息率约为 2.6%。

■ **麻精稳健，器械、零售快速增长：**公司麻精类收入 YOY+15.6%，较为稳健；器械类业务继续提速，收入 YOY+51.4%，主要受益于公司扩充品种及医院覆盖面；零售直销保持快速增长，收入 YOY+22.1%，主要受益于北京取消零售药店 350 米限制与医保双通道试点等对零售端的利好；工业板块约 YOY+3.4%，主要是受集采影响，毛利率也同比下降 5.3 个百分点至 24.9%，而其它板块的直销模式毛利率平稳，分销模式毛利率微增 1.4 个百分点。

■ **综合毛利率稳定，销售费用率下降：**整体来看，公司 2021 年全年综合毛利率为 7.8%，同比持平。而费用端方面，随着带量采购及营收规模的扩大，公司销售费用率同比下降 0.5 个百分点至 2.0%，管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 0.9%、0.1%、-0.04%，均同比变化不大。此外，公司全年获得投资收益 2.8 亿元，同比多增 0.6 亿元，估计主要是参股的精麻药物公司宜昌人福贡献。整体来看，公司全年净利率为 3.8%，同比提升 0.4 个百分点，已基本恢复至正常水准。

■ **盈利预测及投资建议：**我们预计公司 2022 年、2023 年净利分别 19.3 亿元、21.6 亿元，分别同比 YOY+10.3%、+11.6%，EPS 分别为 2.6 元和 2.9 元，对应 PE 分别为 10 倍、9 倍，公司业绩稳健，估值不高，维持“买进”的投资建议。

■ **风险提示：**疫情影响，集采影响超预期，融资利率上升等



年度截止 12 月 31 日		2019	2020	2021	2022E	2023E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1604	1383	1754	1934	2158
同比增减	%	14.23	-13.79	26.86	10.27	11.59
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.11	1.83	2.32	2.56	2.86
同比增减	%	14.95	-12.94	26.86	10.27	11.59
市盈率(P/E)	X	12.59	14.47	11.40	10.34	9.27
股利 (DPS)	RMB 元	0.64	0.55	0.70	0.77	0.86
股息率 (Yield)	%	2.41	2.07	2.64	2.90	3.24

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 潜在上涨空间 < 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 潜在上涨空间 < 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

人民币百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E
营业收入	44644	40379	46469	51906	58535
经营成本	40737	37236	42838	47868	53996
营业税金及附加	104	105	120	135	135
销售费用	1048	1035	940	1012	1124
管理费用	425	369	416	446	492
财务费用	11	-7	-18	-21	-23
资产减值损失				0	0
投资收益	115	221	283	280	300
营业利润	2436	1913	2447	2693	3054
营业外收入	2	13	4	2	2
营业外支出	11	9	7	5	15
利润总额	2427	1917	2445	2690	3041
所得税	546	408	516	565	669
少数股东损益	277	127	174	191	213
归母公司净利润	1604	1383	1754	1934	2158

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E
货币资金	5702	6225	7304	8181	9163
应收账款	10924	5447	5712	6283	6911
存货	3356	3050	3515	3691	3875
流动资产合计	21676	22110	24457	27636	30953
长期股权投资	795	998	1222	1466	1759
固定资产	609	557	527	564	575
在建工程	12	13	57	59	29
非流动资产合计	2518	2795	3018	3260	3520
资产总计	24194	24905	27475	30896	34473
流动负债合计	11603	11237	12628	14144	15841
非流动负债合计	432	574	491	511	531
负债合计	12035	11811	13120	14655	16372
少数股东权益	1622	1650	1575	1623	1671
股东权益合计	10537	11444	12780	14618	16429
负债及股东权益合计	24194	24905	27475	30896	34473

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2019	2020	2021	2022E	2023E
经营活动所得现金净额	1776	1302	1957	2,153	2,369
投资活动所用现金净额	15	-56	-123	-100	-225
融资活动所得现金净额	-1217	-731	-746	-800	-830
现金及现金等价物净增加额	573	515	1088	1253	1314

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部分内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证|@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证|@。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。