

# 业绩符合预期，恢复正常增长

## 国药股份 (600511)

### 事件

#### 国药股份发布 2021 年年报

国药股份 2021 年实现营业收入 464.69 亿，同比增长 15.08%，归母净利润 17.54 亿，同比增长 26.86%，扣非净利润 16.92 亿，同比增长 29.66%；经营性现金流净额为 19.57 亿元，同比增长 50.38%。每股 EPS 为 2.32 元，分配预案为 10 派 7 元（含税）。第四季度单季实现营业收入 121.77 亿，同比增长 8.07%，归母净利润 4.52 亿，同比增长 19.73%，扣非净利润 4.34 亿，同比增长 19.51%。

### 简评

#### 营收恢复增长，疫情影响减小

公司 2021 年营收同比恢复增长，相较 2019 年亦增长 4.09%，从疫情中逐渐恢复，考虑到 2021 年北京地区医院总体诊疗量仍少于 2019 年，公司的表现好于行业平均增速，预计主要是两方面原因：一是公司加强国家药品带量采购品种的跟进工作、通过集采品种配送提升行业占比，2021 年公司直销板块实现收入同比增长 17.45%；二是继续巩固国内麻精药分销龙头地位，引进相关麻精品种作为全国总代理，2021 年公司麻精类实现收入同比增长 15.59%。利润端也恢复良好增长，相较 2019 年增长 9.35%，高于营收增速，预计主要是投资参股的宜昌人福增长更快，2021 年宜昌人福营收同比增长 26.09%、净利润增长 17.91%。

随着国内疫苗、口服特效药及多种检测防疫工具的丰富，我们相信疫情总能得到控制，北京地区医院诊疗秩序稳步恢复，总体药品及医疗器械消费仍将保持增长态势，公司核心业务北京医药商业及全国精麻药分销仍将有较好增长。

#### 重要财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	40,379	46,469	52,595	58,189	63,786
增长率(%)	-9.6	15.1	13.2	10.6	9.6
净利润(百万元)	1,383	1,754	1,976	2,217	2,464
增长率(%)	-13.8	26.9	12.6	12.2	11.2
ROE(%)	11.5	13.4	13.7	13.6	13.5
EPS(元/股, 摊薄)	1.83	2.32	2.62	2.94	3.27
P/E(倍)	14.5	11.4	10.1	9.0	8.1
P/B(倍)	1.8	1.6	1.4	1.3	1.1

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 执证编号: S1440517050001

SFC 中央编号: ASZ591

程培

chengpei@csc.com.cn

021-68821605

SAC 执证编号: S1440518110002

发布日期: 2022 年 03 月 17 日

当前股价: 27.39 元

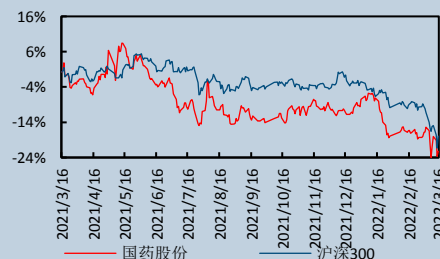
目标价格 6 个月: 35 元

#### 主要数据

##### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-6.98/2.67	-13.02/3.95	-21.78/-4.31
12 月最高/最低价 (元)	38.69/24.93		
总股本 (万股)	75,450.3		
流通 A 股 (万股)	55,334.64		
总市值 (亿元)	200.02		
流通市值 (亿元)	146.69		
近 3 月日均成交量 (万股)	603.21		
主要股东			
国药控股股份有限公司	54.72%		

#### 股价表现

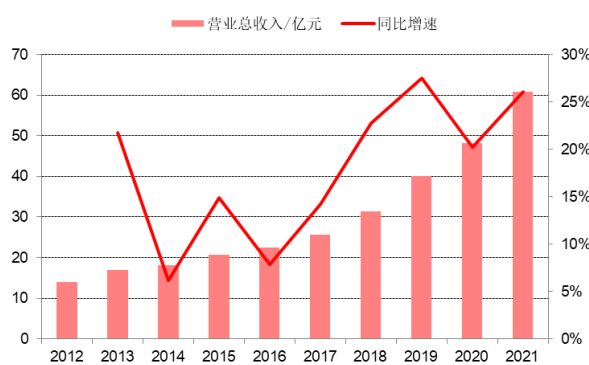


#### 相关研究报告

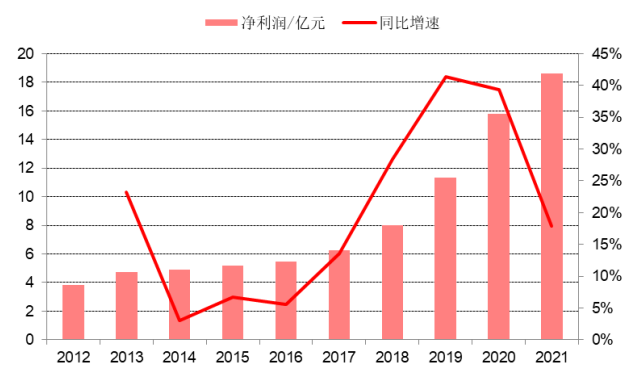
【中信建投医药商业 II】国药股份 (600511): 业绩超预期增长, 费用控制良好  
 21.10.21

### 麻精特药市场持续快速增长，公司分销+投资充分受益

公司麻精药业务主要包括全国麻精药一级分销、兰州盛原二级分销、及参股投资麻精药工业宜昌人福等。精麻药主要用于麻醉手术及癌痛，近年来关爱癌痛患者的“无痛化”用药理念及临床手术量的持续增长使得麻精特药市场持续扩容。2021 年公司在巩固麻药经销业务的同时，大力推进麻药营销体系建设，引进相关麻精品种作为全国总代理，麻精类实现收入同比增长 15.59%。另从公司参股的宜昌人福经营数据看，2021 年宜昌人福营收同比增长 26.09%、净利润增长 17.91%，麻精特药业务是公司业绩持续增长的主要动力，对公司整体的业绩贡献也持续加大。

**图表1： 2012-2021 年宜昌人福营业收入**


资料来源: wind, 中信建投

**图表2： 2012-2021 年宜昌人福净利润**


资料来源: wind, 中信建投

### 财务指标整体稳健，经营性现金流大幅好转

2021 年全年公司整体毛利率为 7.81%，提升 0.03 个百分点，总体保持稳定。期间费用率 2.99%，大幅下降 0.60 个百分点，其中销售费用率 2.02%，下降 0.54 个百分点，预计主要是集采品种销售费用率较低；管理费用率 0.89%，下降 0.03 个百分点，研发费用率 0.12%，下降 0.01 个百分点，财务费用率-0.04%，下降 0.02 个百分点。经营性现金流净额为 19.57 亿元，同比大幅增长 50.38%。

### 盈利预测及投资评级

我们预计公司 2022-2024 年盈利分别为 19.76、22.17 和 24.64 亿元，同比增速分别为 12.6%、12.2%和 11.2%，对应每股 EPS 为 2.62、2.94 和 3.27 元，当前股价对应 2022-2024 年估值分别为 10.1X、9.0 X、8.1X；公司作为北京医药分销和全国精麻药分销龙头，资产质量稳健，区域地位优势显著，我们维持给予买入评级。

### 风险提示

新冠疫情持续时间过长致医院诊疗恢复时间延长；

医药行业受医保控费及带量采购政策影响增速大幅放缓；

北京地区医药商业竞争加剧致毛利率下滑；

重组公司业绩不达标致商誉减值

## 分析师介绍

**贺菊颖：**中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。

2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

**程培：**上海交通大学生物化学与分子学硕士。7 年医学检验行业+5 年医药行业研究经验，对医疗行业政策和市场营销实务非常熟悉，深度追踪 IVD、血制品、医美及医药流通市场信息，见解专业有深度。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk