

收入平稳增长，净利率有望持续改善

华泰研究

2023年4月13日 | 中国内地

年报点评

医药商业

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

59.91

研究员

SAC No. S0570516120002
SFC No. BFI915

代雯

daiwen@htsc.com
+(86) 21 2897 2078

研究员

SAC No. S0570520010001

孔垂岩, PhD

kongchuiyan@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

联系人

SAC No. S0570121060025

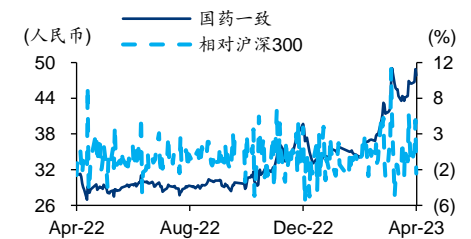
王殷杰

wangyinjie@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

基本数据

目标价(人民币)	59.91
收盘价(人民币 截至4月12日)	47.88
市值(人民币百万)	20,499
6个月平均日成交额(人民币百万)	173.12
52周价格范围(人民币)	26.95-49.05
BVPS(人民币)	37.67

股价走势图



资料来源: Wind

2022 年收入及归母净利润平稳增长

公司 2022 年营业收入/归母净利润/扣非归母净利润为 734.43/14.87/14.25 亿元, 同比+7.4%/+11.2%/+10.8%。公司 4Q22 营业收入/归母净利润/扣非归母净利润为 188.26/4.39/4.17 亿元, 同比+3.7%/+67.4%/+72.6%。我们预计 23-25 年 EPS 4.06/4.77/5.47 元, 分部估值下医药零售/医药批发/投资收益(工业) 23 年对应 EPS 0.64/2.59/0.83 元, 三者可比公司 23 年 Wind 一致预期 PE 均值为 24x/11x/20x, 考虑到国企改革或驱动零售业务净利率持续改善, 以及投资收益中工业业务较分散, 我们给予公司医药零售/医药批发/投资收益(工业) 27x/11x/17x 的 23 年 PE 估值, 对应目标价 59.91 元, 维持“买入”评级。

2022 年公司毛利率同比提高, 经营性现金流大幅改善

公司 2022 年销售/管理/研发/财务费用率为 7.18%/1.54%/0.01%/0.26%, 分别同比+0.23/+0.01/+0.01/-0.05pct; 2022 年毛利率 12.15%, 同比+0.42pct。2022 年公司经营性现金流净额为 25.60 亿元, 同比+55%, 明显改善。

分销: 各业务收入表现不一, 疫情影响零售直销收入同比增速

2022 年公司分销业务收入 501.99 亿元(+7.2%yoy), 毛利率 5.96%(+0.16pct yoy), 净利润 10.31 亿元(+8.8%yoy), 重要子公司国控广州收入同比+8.2%, 净利润同比+2.5%, 国控广西收入同比+17.7%, 净利润同比+1.3%。医疗直销/零售直销/零售诊疗/商业分销收入同比+7.1%/-1.1%/+17.7%/+9.7%。

零售: 收入平稳增长, 净利率明显恢复且有望持续改善

22 年国大药房收入/归母净利润 241.06/2.31 亿元(+7.3%/+254%yoy), 零售毛利率 25.08% (+0.17pct yoy), 归母净利润增速较高主要由于 21 年基数较低以及 22 年净利率明显恢复。考虑到公司降本增效成果逐步体现, 我们预计零售净利率有望持续改善。直营/O2O/B2C/加盟配送/批发配送业务收入分别同比+11%/+70%/+10%/+3%/-11%。截至 2022 年末国大药房门店总数 9313 家(直营 7730 家, 加盟 1583 家), 较 2021 年底净增 515 家。

盈利有望持续改善, 维持“买入”评级

根据年报业绩表现, 我们调整各业务收入预测, 预计 23-25 年归母净利润为 17.39/20.42/23.41 亿元(23-24 年前值为 16.43/18.50 亿元), 同比增长 17.0%/17.5%/14.6%, 当前股价对应 23-25 年 PE 估值为 12x/10x/9x, 我们调整目标价至 59.91 元(前值 40.71 元), 维持“买入”评级。

风险提示: 带量采购冲击超预期; 医药零售外延并购不及预期; 医药零售盈利改善不及预期; 工业投资收益不及预期。

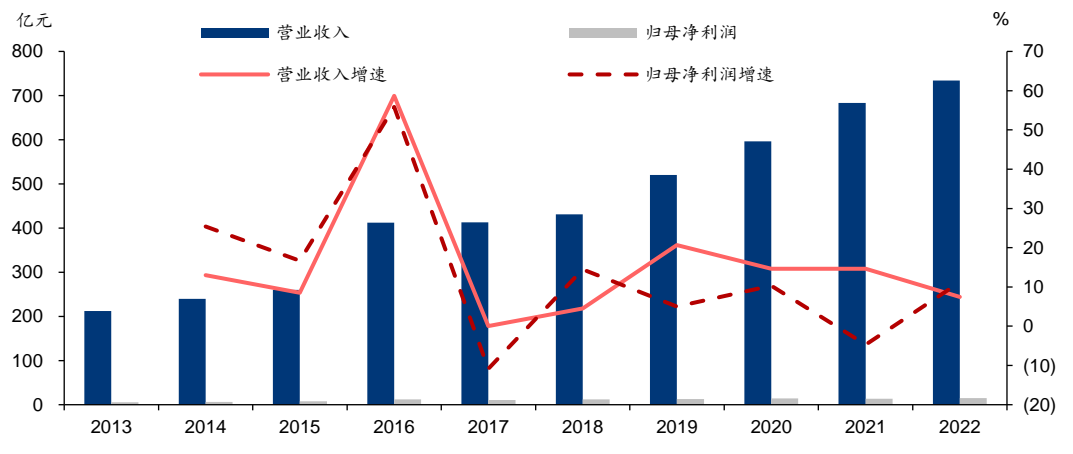
经营预测指标与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(人民币百万)	68,358	73,443	85,593	98,461	111,735
+/-%	14.60	7.44	16.54	15.03	13.48
归属母公司净利润(人民币百万)	1,336	1,487	1,739	2,042	2,341
+/-%	(4.67)	11.24	16.95	17.45	14.64
EPS(人民币, 最新摊薄)	3.12	3.47	4.06	4.77	5.47
ROE(%)	8.48	9.11	10.51	11.46	11.83
PE(倍)	15.34	13.79	11.79	10.04	8.76
PB(倍)	1.37	1.27	1.17	1.07	0.97
EV EBITDA(倍)	9.66	8.03	6.63	5.39	4.57

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

经营情况

图表1: 2013-2022 年公司营业收入、归母净利润及其同比增速



资料来源: 公司公告, Wind, 华泰研究

估值

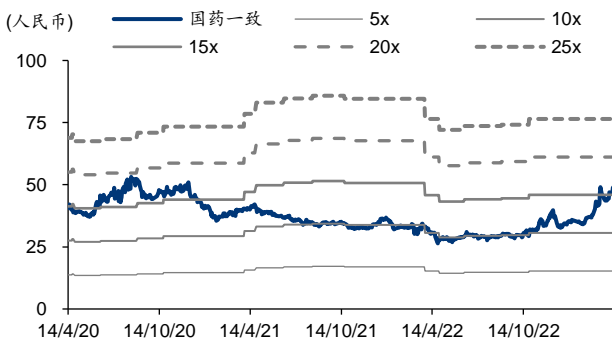
图表2: 可比公司估值

对应业务	彭博代码	公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	P/E (x)				归母净利润 CAGR(%)
			2023/4/12	2023/4/12	2021A	2022E	2023E	2024E	2022E-2024E
医药零售	603233 CH	大参林	37.89	360	45x	34x	27x	22x	27.6
	603939 CH	益丰药房	57.50	415	47x	38x	30x	24x	24.7
	603883 CH	老百姓	36.38	213	32x	27x	22x	18x	20.4
	002727 CH	一心堂	34.28	204	22x	20x	17x	15x	15.1
		平均		298	37x	30x	24x	20x	22.0
医药批发	600511 CH	国药股份	36.41	275	16x	14x	12x	11x	12.2
	601607 CH	上海医药	21.07	586	11x	10x	9x	8x	11.7
	603368 CH	柳药股份	24.58	89	16x	13x	11x	9x	21.3
	600998 CH	九州通	14.71	276	11x	12x	10x	8x	10.4
		平均		306	14x	12x	11x	9x	13.9
投资收益 (工业)	002262 CH	恩华药业	26.27	265	33x	29x	24x	19x	19.4
	000513 CH	丽珠集团	37.67	236	13x	12x	11x	9x	13.4
	002422 CH	科伦药业	29.53	434	39x	27x	21x	20x	26.2
	000963 CH	华东医药	47.16	827	36x	31x	26x	22x	18.7
		平均		441	30x	25x	20x	17x	19.4

注: 除 2022 年已有业绩快报/年报数据的部分公司采用公告数值, 其余可比公司估值均来自 Wind 一致预期

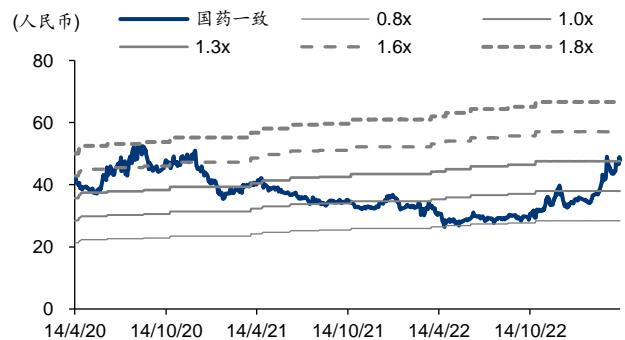
资料来源: Wind, 华泰研究

图表3: 国药一致 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表4: 国药一致 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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	31,848	31,708	36,866	42,449	48,464
现金	5,126	6,016	7,047	8,422	10,065
应收账款	15,965	13,765	16,038	18,445	20,925
其他应收账款	718.09	631.37	735.82	846.44	960.56
预付账款	520.93	844.33	985.55	1,132	1,286
存货	7,622	7,836	9,125	10,477	11,900
其他流动资产	1,897	2,615	2,935	3,128	3,327
非流动资产	10,935	10,908	11,071	11,201	11,383
长期投资	2,460	2,579	2,579	2,579	2,579
固定投资	868.63	850.11	951.39	1,055	1,171
无形资产	669.93	647.52	627.29	609.03	592.55
其他非流动资产	6,937	6,831	6,913	6,958	7,041
资产总计	42,784	42,616	47,937	53,650	59,847
流动负债	22,379	21,028	24,309	27,709	31,261
短期借款	1,930	1,261	1,469	1,690	1,918
应付账款	9,058	8,208	9,581	11,003	12,500
其他流动负债	11,391	11,559	13,259	15,016	16,842
非流动负债	2,382	2,143	2,283	2,286	2,289
长期借款	71.64	17.50	20.40	23.46	26.62
其他非流动负债	2,311	2,126	2,263	2,263	2,263
负债合计	24,761	23,171	26,592	29,995	33,550
少数股东权益	3,097	3,319	3,823	4,492	5,262
股本	428.13	428.13	428.13	428.13	428.13
资本公积	4,372	4,357	4,365	4,365	4,365
留存公积	10,103	11,333	12,729	14,371	16,241
归属母公司股东权益	14,925	16,126	17,522	19,164	21,034
负债和股东权益	42,784	42,616	47,937	53,650	59,847

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	1,655	2,560	1,766	2,142	2,538
净利润	1,528	1,772	2,243	2,711	3,112
折旧摊销	396.10	424.64	441.06	475.79	509.48
财务费用	212.48	189.51	159.87	169.00	174.63
投资损失	(292.38)	(139.13)	(160.00)	(184.00)	(211.60)
营运资金变动	(2,213)	349.28	(953.60)	(1,068)	(1,089)
其他经营现金	2,025	(35.61)	35.18	38.70	42.57
投资活动现金	(455.53)	(342.82)	(444.47)	(421.88)	(480.03)
资本支出	(370.43)	(322.19)	(375.50)	(431.95)	(490.18)
长期投资	(144.03)	(74.89)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	58.93	54.27	(68.97)	10.07	10.15
筹资活动现金	(1,872)	(1,508)	(290.94)	(345.65)	(414.11)
短期借款	318.28	(669.95)	747.72	439.27	(109.80)
长期借款	40.00	(54.14)	2.90	3.07	3.16
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(0.70)	(14.92)	7.91	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,229)	(768.75)	(1,049)	(787.99)	(307.48)
现金净增加额	(671.60)	708.66	1,030	1,375	1,643

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)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	68,358	73,443	85,593	98,461	111,735
营业成本	60,339	64,517	75,308	86,484	98,254
营业税金及附加	169.47	192.30	224.11	257.80	292.56
营业费用	4,753	5,273	5,957	6,833	7,609
管理费用	1,046	1,129	1,284	1,477	1,676
财务费用	212.48	189.51	159.87	169.00	174.63
资产减值损失	(242.90)	(71.59)	(35.18)	(38.70)	(42.57)
公允价值变动收益	0.00	28.87	28.87	28.87	28.87
投资净收益	292.38	139.13	160.00	184.00	211.60
营业利润	1,952	2,306	2,921	3,531	4,054
营业外收入	36.36	12.46	12.46	12.46	12.46
营业外支出	13.92	7.46	7.46	7.46	7.46
利润总额	1,975	2,311	2,926	3,536	4,059
所得税	447.21	539.33	682.85	825.15	947.26
净利润	1,528	1,772	2,243	2,711	3,112
少数股东损益	191.21	285.03	504.46	668.47	770.73
归属母公司净利润	1,336	1,487	1,739	2,042	2,341
EBITDA	2,284	2,567	3,083	3,700	4,227
EPS (人民币, 基本)	3.12	3.47	4.06	4.77	5.47

主要财务比率

会计年度 (%)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	14.60	7.44	16.54	15.03	13.48
营业利润	(9.77)	18.11	26.67	20.87	14.82
归属母公司净利润	(4.67)	11.24	16.95	17.45	14.64
获利能力 (%)					
毛利率	11.73	12.15	12.02	12.16	12.07
净利率	2.23	2.41	2.62	2.75	2.78
ROE	8.48	9.11	10.51	11.46	11.83
ROIC	15.30	18.15	20.58	23.77	26.13
偿债能力					
资产负债率 (%)	57.88	54.37	55.47	55.91	56.06
净负债比率 (%)	(8.45)	(16.41)	(18.23)	(21.32)	(24.55)
流动比率	1.42	1.51	1.52	1.53	1.55
速动比率	1.05	1.09	1.09	1.11	1.12
营运能力					
总资产周转率	1.66	1.72	1.89	1.94	1.97
应收账款周转率	4.59	4.94	5.74	5.71	5.68
应付账款周转率	7.20	7.47	8.47	8.40	8.36
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	3.12	3.47	4.06	4.77	5.47
每股经营现金流(最新摊薄)	3.87	5.98	4.12	5.00	5.93
每股净资产(最新摊薄)	34.86	37.67	40.93	44.76	49.13
估值比率					
PE (倍)	15.34	13.79	11.79	10.04	8.76
PB (倍)	1.37	1.27	1.17	1.07	0.97
EV EBITDA (倍)	9.66	8.03	6.63	5.39	4.57

免责声明

分析师声明

本人，代雯、孔垂岩，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 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。

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），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

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58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

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

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司