

2023年03月23日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

41元

## 国药股份(600511.SH)

Buy 买进

2022年净利同比增长12%，符合预期，净利率回升至近期新高

### 结论与建议：

#### 公司基本信息

产业别	医药生物		
A 股价(2023/3/22)	34.02		
上证指数(2023/3/22)	3265.75		
股价 12 个月高/低	36.75/23.94		
总发行股数(百万)	754.50		
A 股数(百万)	553.35		
A 市值(亿元)	188.25		
主要股东	国药控股股份有限公司(54.72%)		
每股净值(元)	18.84		
股价/账面净值	1.81		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	7.8	23.6	25.2

#### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

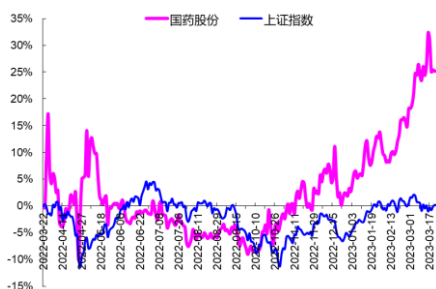
#### 产品组合

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 2022 年实现营业收入 455.0 亿元，YOY-2.1%，录得归母净利润 19.6 亿元，YOY+12.0%，扣非归母后净利润 19.1 亿元，YOY+13.0%，EPS 为 2.6 元，经营活动产生的现金流 24.0 亿元，YOY+22.4%，回款较好，公司业绩符合预期。其中 Q4 单季度营收 109.6 亿元，YOY-10.0%，录得归母净利润 5.3 亿元，YOY+17.7%，扣非后归母净利润 4.9 亿元，YOY+12.5%。

■ **分红预案：**每 10 股分红 7.82 元（含税），股息率约 2.3%。

■ **品种优化，商品销售毛利率提升：**分业务来看，（1）商品销售业务实现营收 463.0 亿元，YOY-1.6%，我们认为主要是国家集采及国谈品种降价因素对医药流通行业产生压力，公司北京直销及全国普药分销回落，但公司通过业务、品种优化，使得麻药、口腔、器械类增长较好，营收比重增加，推动板块毛利率同比提升 0.6 个百分点至 7.6%；（2）产品销售业务实现营收 13.6 亿元，YOY-9.6%，主要是集采影响下，制药子公司国瑞药业营收下降，毛利率也下降 1.7 个百分点至 23.2%。

■ **净利率表现为近十二年最优：**整体来看，公司 2022 年全年综合毛利率为 8.4%，同比提升 0.6 个百分点。而费用端方面，销售费用率同比增加 0.1 个百分点至 2.1%，管理费用率同比增加 0.1 个百分点至 1.0%，均主要是营收规模缩小影响，研发费用率为 0.15%，财务费用率为-0.1%，均同比持平。整体来看，公司全年归母净利润率同比提升 0.5 个百分点至 4.3%，为 2011 年以来的最高水平。

■ **盈利预测及投资建议：**我们预计公司 2023 年、2024 年净利分别 22.3 亿元、24.4 亿元，分别同比 YOY+13.4%、+9.6%，EPS 分别为 2.95 元和 3.24 元，对应 PE 分别为 12 倍、11 倍，公司业绩稳步增长，估值合理，维持“买进”的投资建议。

■ **风险提示：**集采扩围超预期，融资利率上升，应收账款周期延长等

年度截止 12 月 31 日		2020	2021	2022	2023E	2024E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1383	1754	1964	2227	2442
同比增减	%	-13.79	26.86	11.97	13.41	9.62
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.83	2.32	2.60	2.95	3.24
同比增减	%	-12.94	26.86	11.97	13.41	9.62
市盈率(P/E)	X	18.56	14.63	13.07	11.52	10.51
股利 (DPS)	RMB 元	0.55	0.70	0.78	0.89	0.97
股息率 (Yield)	%	1.62	2.06	2.30	2.60	2.85

**【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	2020	2021	2022	2023E	2024E
营业收入	40379	46469	45499	51996	57695
经营成本	37236	42838	41676	47707	52900
营业税金及附加	105	120	112	120	133
销售费用	1035	940	956	998	1108
管理费用	369	416	436	437	485
财务费用	-7	-18	-29	-21	-23
资产减值损失				0	0
投资收益	221	283	292	330	330
营业利润	1913	2447	2695	3033	3365
营业外收入	13	4	11	2	2
营业外支出	9	7	18	15	15
利润总额	1917	2445	2688	3020	3352
所得税	408	516	559	604	704
少数股东损益	127	174	165	188	207
归母公司净利润	1383	1754	1964	2227	2442

## 附二：合并资产负债表

人民币百万元	2020	2021	2022	2023E	2024E
货币资金	6225	7304	8896	9964	11458
应收账款	5447	5712	5745	6033	6334
存货	3050	3515	3717	3903	4098
流动资产合计	22110	24457	25764	27825	30051
长期股权投资	998	1222	1457	1748	2273
固定资产	557	527	564	575	604
在建工程	13	57	36	18	19
非流动资产合计	2795	3018	3845	4153	4775
资产总计	24905	27475	29609	31978	34827
流动负债合计	11237	12628	12740	12994	13254
非流动负债合计	574	491	1010	1050	1092
负债合计	11811	13120	13750	14045	14347
少数股东权益	1650	1575	1645	1694	1745
股东权益合计	11444	12780	14215	16239	18735
负债及股东权益合计	24905	27475	29609	31978	34827

## 附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2020	2021	2022	2023E	2024E
经营活动所得现金净额	1302	1957	2395	2,635	2,898
投资活动所用现金净额	-56	-123	-152	-225	-350
融资活动所得现金净额	-731	-746	-640	-730	-863
现金及现金等价物净增加额	515	1088	1603	1680	1685

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)有限公司及其任何之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)有限公司及其任何之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。