

低估值优质国企，看好麻精业务恢复

——国药股份(600511.SH)年报点评

核心观点:

- **事件:** 公司发布 2022 年年报, 2022 年实现营业收入 454.99 亿元, 同比下降 2.09%; 归母净利润 19.64 亿元, 同比上升 11.97%; 扣非归母净利润 19.11 亿元, 同比上升 12.97%。其中, 2022 年第四季度公司实现营业收入 109.56 亿元, 同比下降 10.02%; 归母净利润 5.69 亿元, 同比上升 5.69%; 扣非归母净利润 5.67 亿元, 同比上升 13.63%。
- **公司业务结构优化, 利润保持稳健增长。** 公司 2022 年整体收入微降, 其中 Q2 和 Q4 单季度收入下滑较多, 主要是受疫情影响。尽管收入下滑, 但公司净利润仍保持稳健增长, 主要是麻精药及抗疫物资配送业务贡献利润。公司面对地区带量采购新批次执行和国谈品种降价常态化的不利因素, 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。
- **疫后医疗修复, 公司麻精分销业务有望恢复高增长。** 2022 年公司麻精药品分销持续保持增长态势, 麻精分销渠道保持着龙头地位。在全国三家麻精药品一级分销企业中, 公司一直保持近 80% 市场份额。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。新冠疫情过后, 医院手术量恢复有望拉动公司麻精分销业务。麻精分销业务毛利率高于一般的药品分销业务, 麻精业务占比提升可有效改善盈利质量。
- **投资建议:** 公司作为北京医药分销和全国麻精药分销龙头, 资产质量稳健, 区位优势显著。我们预测 2023-2025 年归母净利润分别为 22.64/25.54/28.15 亿元, 同比增长 15.26%、12.81%、10.23%, 对应 EPS 为 3.00/3.38/3.73 元, 对应 PE 为 11/10/9 倍, 给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 药品降价超预期的风险, 麻精制品被控费的风险, 医院诊疗需求恢复不及预期的风险等。

主要财务指标

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	45498.58	52646.74	58597.77	63703.37
收入增长率%	-2.09	15.71	11.30	8.71
净利润(百万元)	1964.06	2263.83	2553.72	2814.92
利润增速%	11.97	15.26	12.81	10.23
毛利率%	8.40	8.36	8.41	8.49
摊薄 EPS(元)	2.60	3.00	3.38	3.73
PE	13.18	11.43	10.13	9.19
PB	1.82	1.57	1.36	1.18
PS	0.57	0.49	0.44	0.41

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

国药股份(600511.SH)

推荐 首次评级

合理估值区间: 39.00-45.00 元

分析师

程培

☎: 021-20257805

✉: chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522100001

刘晖

☎: 010-80927650

✉: liuhui_yj@chinastock.com.cn

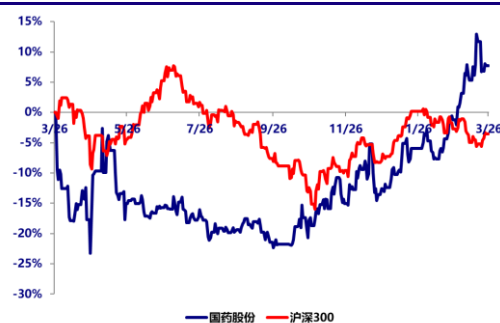
分析师登记编码: S0130520080003

市场数据

2023-03-24

A 股收盘价(元)	34.30
A 股一年内最高价(元)	36.75
A 股一年内最低价(元)	23.94
沪深 300	4027.05
总股本(万股)	75450.30

相对沪深 300 表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

相关研究

公司业务以医药批发为主，麻精分销是优势业务

公司业务主要包括北京直销、全国分销以及少量医药工业，分销业务中的麻精制品分销是公司优势业务。公司绝大部分收入都来自北京，业绩表现受北京诊疗需求影响明显。

北京区域医疗直销业务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。

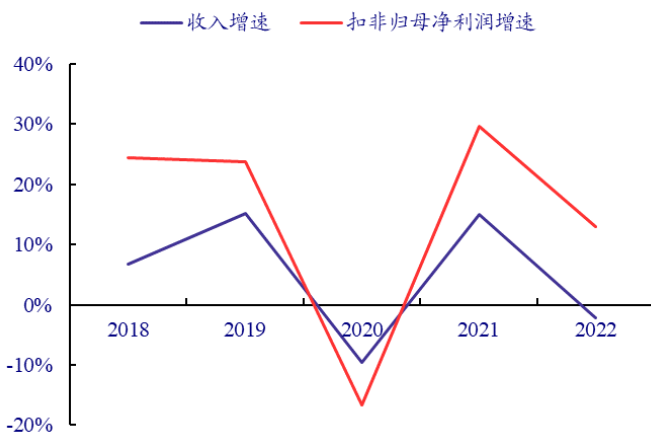
公司全国分销业务包括普通药品分销和麻精药品分销。普通药品分销业务是以批发为主、数据为辅，分销业务网络覆盖 30 多个省市自治区，覆盖零售终端超过 8 万家门店，涵盖全国 500 强连锁和众多单体药店，其中直接渠道覆盖超 3 万家门店。麻精药品分销业务是以调拨为主、学术为辅，目前网络覆盖全国 31 个省市自治区和 600 多家二级分销商，公司是全国三家麻醉药品、一类精神药品全国性批发企业之一，始终保持着领先的市场份额。

公司工业板块主要有控股子公司国瑞药业以及国药特医。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。

麻精业务提升整体毛利率，盈利能力持续改善

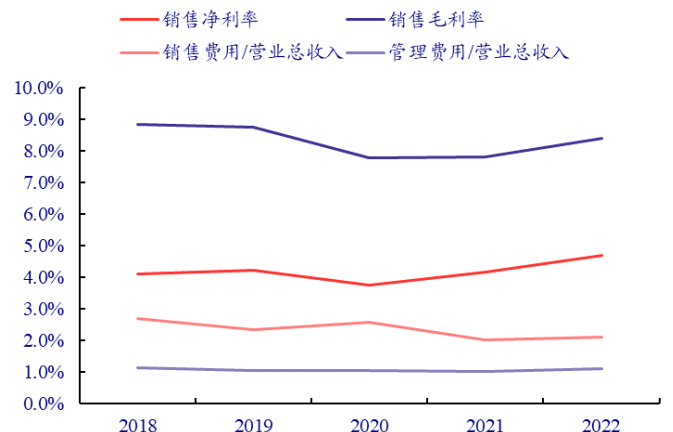
2022 年公司实现净利率 4.68%，上升 0.53 个百分点，预计主要是麻精药利润贡献占比提升；毛利率 8.40%，提升 0.59 个百分点；整体费用率保持稳定，销售费用率 2.10%，提升 0.08 个百分点；管理费用率 1.10%，提升 0.09 个百分点；研发费用率 0.15%，提升 0.03 个百分点，财务费用率-0.06%，下降 0.02 个百分点，经营性现金流净额 23.95 亿元，同比上升 22.36%。公司大力发展高毛利的特色业务，盈利能力显著改善。

图 1：公司近年来业绩增速



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 2：公司近年来盈利和费用比率



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

报表预测

资产负债表 (百万元) 2022					利润表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E	
流动资产	25764.12	31691.99	33887.27	39925.26	营业收入	45498.58	52646.74	58597.77	63703.37
现金	8896.17	11051.29	12481.62	15423.34	营业成本	41676.32	48246.72	53667.46	58296.81
应收账款	5745.37	7511.76	7243.92	8797.42	营业税金及附加	111.93	129.51	144.15	156.71
其它应收款	389.69	381.23	476.84	455.99	营业费用	956.50	1158.23	1289.15	1401.47
预付账款	195.92	226.81	252.29	274.05	管理费用	435.62	504.06	561.03	609.92
存货	3717.42	4655.19	4658.12	5458.55	财务费用	-28.84	-72.52	-94.57	-109.38
其他	6819.55	7865.72	8774.48	9515.91	资产减值损失	-5.14	0.00	0.00	0.00
非流动资产	3844.92	4050.25	4252.56	4451.94	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	1456.76	1676.76	1896.76	2116.76	投资净收益	291.62	337.44	375.58	408.31
固定资产	564.12	566.71	564.08	556.96	营业利润	2694.92	3114.79	3513.65	3873.03
无形资产	262.92	262.92	262.92	262.92	营业外收入	11.21	0.00	0.00	0.00
其他	1561.12	1543.86	1528.80	1515.29	营业外支出	18.24	0.00	0.00	0.00
资产总计	29609.04	35742.24	38139.82	44377.20	利润总额	2687.89	3114.79	3513.65	3873.03
流动负债	12739.59	16422.11	16053.90	19241.58	所得税	559.18	654.11	737.87	813.34
短期借款	252.06	252.06	252.06	252.06	净利润	2128.71	2460.68	2775.79	3059.70
应付账款	7371.80	10778.52	9411.08	12520.07	少数股东损益	164.65	196.85	222.06	244.78
其他	5115.73	5391.53	6390.77	6469.45	归属母公司净利润	1964.06	2263.83	2553.72	2814.92
非流动负债	1009.98	999.98	989.98	979.98	EBITDA	2570.19	2845.70	3187.39	3502.18
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	2.60	3.00	3.38	3.73
其他	1009.98	999.98	989.98	979.98					
负债合计	13749.57	17422.09	17043.89	20221.56	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	1644.66	1841.52	2063.58	2308.36	营业收入	-2.09%	15.71%	11.30%	8.71%
归属母公司股东权益	14214.81	16478.64	19032.36	21847.28	营业利润	10.12%	15.58%	12.81%	10.23%
负债和股东权益	29609.04	35742.24	38139.82	44377.20	归属母公司净利润	11.97%	15.26%	12.81%	10.23%
					毛利率	8.40%	8.36%	8.41%	8.49%
					净利率	4.32%	4.30%	4.36%	4.42%
					ROE	13.82%	13.74%	13.42%	12.88%
					ROIC	11.48%	11.35%	11.14%	10.76%
					资产负债率	46.44%	48.74%	44.69%	45.57%
					净负债比率	86.70%	95.10%	80.79%	83.71%
					流动比率	2.02	1.93	2.11	2.07
					速动比率	1.71	1.63	1.80	1.78
					总资产周转率	1.54	1.47	1.54	1.44
					应收帐款周转率	7.92	7.01	8.09	7.24
					应付帐款周转率	6.17	4.88	6.23	5.09
					每股收益	2.60	3.00	3.38	3.73
					每股经营现金	3.17	2.90	1.89	3.85
					每股净资产	18.84	21.84	25.23	28.96
					P/E	13.18	11.43	10.13	9.19
					P/B	1.82	1.57	1.36	1.18
					EV/EBITDA	4.93	5.39	4.36	3.12
					P/S	0.57	0.49	0.44	0.41

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，7年医学检验行业+6年医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医疗行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得2022年新财富最佳分析师医药行业第4名、2021年新财富最佳分析师医药行业第5名、上海证券报最佳分析师第2名，2020年新财富最佳分析师医药行业入围，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

刘晖，北京大学汇丰商学院西方经济学硕士，生命科学学院学士。2018年加入中国银河证券。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn