

2023年03月16日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价

A股 54 元/B股 22 港元

公司基本信息

产业别	医药生物		
A 股价(2023/03/15)	42.28		
深证成指(2023/03/15)	11413.43		
股价 12 个月高/低	44.34/25.96		
总发行股数(百万)	428.13		
A 股数(百万)	367.73		
A 市值(亿元)	155.48		
主要股东	国药控股股份有限公司(56.06%)		
每股净值(元)	37.67		
股价/账面净值	1.12		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	18.8	13.0	40.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

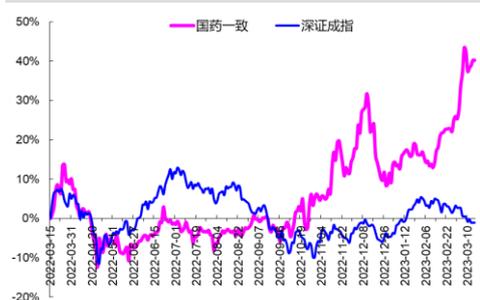
产品组合

药品	97.6%
器械	1.6%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	3.0%
一般法人	69.7%

股价相对大盘走势



国药一致(000028.SZ/200028.SZ)

Buy 买进

2022 年业绩增长好于预期，分销平稳，零售高增

结论及建议：

- 公司业绩：**公司发布业绩快报，2020 年实现营收 734.4 亿元，YOY+7.4%；录得归母净利润 14.9 亿元，YOY+11.2%，扣非后 YOY+10.8%；EPS 为 3.47 元，公司业绩好于我们的预期。分季度来看，公司 2022 年 Q1、Q2、Q3、Q4 分别实现营收 171.5 亿元、189.8 亿元、184.9 亿元、188.3 亿元，分别 YOY+6.9%、+10.9%、8.5%、3.7%，分别录得归母净利润 2.5 亿元、4.2 亿元、3.7 亿元、4.4 亿元，分别 YOY-23.3%、+2.2%、+12.2%、+67.4%，Q4 表现好于预期，主要受益于年末新冠达峰带来的药品需求激增。
- 分销平稳，零售高增：**分业务来看（1）公司 2022 年分销板块实现营收 502.0 亿元，YOY+7.2%，录得净利润 10.3 亿元，YOY+8.8%，其中 22H2 营收 247.4 亿元，YOY+3.1%，净利润 5.0 亿元，YOY+3.3%，整体表现较为平稳。（2）2022 年零售板块实现营收 241.1 亿元，YOY+7.3%，录得净利润 3.5 亿元，YOY+89.9%，实现大幅增长，我们认为这一方面是基期偏低因素，另一方面，22Q4 新冠疫情达峰期间感冒退烧类药物需求激增，推升了零售板块下半年的业绩。具体来看，22H2 零售板块营收 129.6 亿元，YOY+11.3%，净利润 2.1 亿元（21H2 亏损 0.8 亿元）。
- 预计分销稳健增长，零售板块 23H1 仍保持高增：**展望 2023 年，我们认为分销板块随着新冠“乙类乙管”后，将保持稳步增长。零售板块方面，由于 22H1 基期仍偏低（22H1 营收 111.5 亿元，YOY+2.8%，净利 1.4 亿元，YOY-46.4%），叠加 2023 年初新冠和甲流疫情对药店销售的带动，我们预计 23H1 仍将实现快速增长。
- 盈利预计及投资建议：**我们预计公司 2023 年、2024 年分别实现净利润 16.5 亿元、18.3 亿元，分别 YOY+10.8%、+11.2%，EPS 为 3.85 元、4.28 元，A 股 PE 分别为 11.0 倍和 9.9 倍，B 股 PE 分别为 4.1 倍和 3.7 倍。公司业绩恢复好于预期，短期仍有高增动力，目前 A 股估值合理、B 股估值偏低，均给与“买进”的投资建议。
- 风险提示：**分销受集采影响超预期；国大药房净利率提升不及预期

年度截止 12 月 31 日		2020	2021	2022F	2023F	2024F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1402	1336	1487	1648	1832
同比增减	%	10.27	-4.67	11.24	10.84	11.21
每股盈余 (EPS)	RMB 元	3.27	3.12	3.47	3.85	4.28
同比增减	%	10.10	-4.59	11.30	10.84	11.21
A 市盈率(P/E)	X	12.93	13.55	12.18	10.98	9.88
B 市盈率(P/E)	X	4.78	5.01	4.50	4.06	3.65
股利 (DPS)	RMB 元	0.80	0.60	0.69	0.77	0.86
股息率 (Yield)	%	1.89	1.42	1.64	1.82	2.02

【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	2022F	2021F	2022F
营业收入	59649	68358	73443	79199	86714
经营成本	52592	60339	64766	69820	76424
营业税金及附加	155	169	189	198	217
销售费用	3943	4753	5046	5401	5897
管理费用	1008	1046	1051	1125	1214
财务费用	120	212	209	238	260
资产减值损失			0	0	0
投资收益	284	292	123	145	160
营业利润	2164	1952	2306	2562	2862
营业外收入	18	36	9	10	0
营业外支出	24	14	4	4	0
利润总额	2157	1975	2311	2568	2862
所得税	436	447	591	629	701
少数股东损益	319	191	233	291	328
归母净利润	1402	1336	1487	1648	1832

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2020	2021	2022F	2021F	2022F
货币资金	5998	5126	5798	6427	7147
存货净额	13800	15965	16892	17061	15184
应收帐款净额	6285	7622	7772	8378	9171
流动资产合计	29262	31848	34715	36451	36815
长期投资净额	2287	2460	2829	3338	4039
固定资产合计	854	869	877	886	895
无形资产及其他资产合计	47	50	51	53	54
资产总计	10332	10935	11591	12519	13520
流动负债合计	39595	42784	46306	48969	50335
长期负债合计	20258	22379	24617	27325	30057
负债合计	2448	2382	2406	2382	2358
少数股东权益	22706	24761	27023	29707	32416
股东权益合计	2940	3097	3331	3621	3950
负债和股东权益总计	13948	14925	15952	15641	13970

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2020	2021	2022F	2021F	2022F
经营活动所得现金净额	1503	1655	1,635	1,813	2,016
投资活动所用现金净额	-2783	-456	-256	-366	-286
融资活动所得现金净额	-1740	-1872	-1900	-1980	-2066
现金及现金等价物净增加额	-3021	-672	-521	-533	-336

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份内容以作任何用途。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。此份报告内容之资料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j@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j@。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。