

品种结构持续优化， 经营质量稳健提升

核心观点

3月22日，公司发布2022年年度报告，实现营业收入454.99亿元，同比下降2.09%，实现归母净利润19.64亿元，同比增长11.97%，实现扣非后归母净利润19.11亿元，同比增长12.97%，业绩符合预期。展望23年，防疫政策已优化，叠加公司持续调整业务结构，期待公司盈利水平进一步提升。

事件

公司发布2022年年度报告

3月22日，公司发布2022年年度报告，实现营业收入454.99亿元，同比下降2.09%，实现归母净利润19.64亿元，同比增长11.97%，实现扣非后归母净利润19.11亿元，同比增长12.97%，业绩符合预期。

简评

业绩符合预期，盈利能力稳健提升

2022年全年，公司收入端下降2.09%，主要由于：1) 受集采及渠道扁平化等因素影响，国控北京、北京华鸿、天星普信、北京康辰等核心商业子公司收入同比均有所下降；2) 受集采及品种结构调整影响，国瑞药业22年收入同比下降10.08%，带动工业板块收入下降9.61%；归母净利润同比增长11.97%，主要由于：1) 公司持续调整品种结构，麻药、口腔及营销等高毛利率业务比重进一步提升；2) 公司持续降本增效，控费效果明显，

重要财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	46469	45499	50693	56406	62612
YOY(%)	15.1	-2.1	11.4	11.3	11.0
净利润(百万元)	1754	1964	2179	2412	2654
YOY(%)	26.9	12.0	11.0	10.7	10.0
毛利率(%)	7.8	8.4	8.4	8.4	8.4
净利率(%)	4.2	4.7	4.7	4.7	4.6
ROE(%)	13.7	13.8	13.7	13.5	13.3
EPS(摊薄/元)	2.32	2.60	2.89	3.20	3.52
P/E(倍)	14.7	13.1	11.8	10.6	9.7
P/B(倍)	1.93	1.81	1.61	1.44	1.28

资料来源: iFinD, 中信建投证券

国药股份(600511.SH)

维持

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

010-86451162

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

010-85130388

SAC 编号:S1440519080003

发布日期: 2023年03月25日

当前股价: 34.02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
	7.90/9.13	22.15/15.72	17.72/17.35
12月最高/最低价(元)			35.96/24.72
总股本(万股)			75,450.30
流通A股(万股)			55,334.64
总市值(亿元)			258.79
流通市值(亿元)			189.80
近3月日均成交量(万)			643.42
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

销售费用率及财务费用率均处于近五年低位。

22Q4 单季，公司实现营业收入 109.56 亿元，同比下降 10.02%，主要由于 22Q4，北京地区疫情较为严重，公司部分业务发展受限；实现归母净利润 5.32 亿元，同比增长 17.67%，实现扣非后归母净利润 4.88 亿元，同比增长 12.54%，主要由于前三季度国瑞药业新产品相继获批，为公司产品迭代优化奠定了基础，22Q4 单季，公司毛利率提升 1.28 个百分点。

母公司控费效果明显，基本面持续向好

2022 年，母公司实现营业收入 194.46 亿元，同比增长 1.27%，高于公司整体收入增长；毛利率为 8.27%，同比增加 0.92 个百分点，销售费用率为 1.28%，同比减少 0.07 个百分点，管理费用率为 0.81%，同比减少 0.04 个百分点，财务费用率为-0.5%，同比减少 0.02 个百分点，降本增效成效逐渐显现。此外，公司持续加强药品分销专业网络建设，推进药品销售模式向医药解决方案模式转型，基本面持续向好。

子公司提供多元动力，协同推进业绩提升

1) 国瑞药业无水乙醇原料及注射液、盐酸纳布啡原料药、盐酸纳布啡注射液等产品相继获批，进一步拓宽公司工业产品管线，优化产品结构；2) 北京华鸿持续扩大 SPD 项目经验及优势，赋能重点厂家；3) 国药前景积极引入新产品，通过学术推广下沉医护学术指导市场，提升营销渠道广度及深度；4) 子公司新特药房正式营业，深耕 DTP 赛道，目前已引入 8 个 DTP 相关药品；5) 国药特医开展全营养特殊医学用途配方食品研究，目前已完成产品小试，未来有望通过新兴渠道布局贡献新利润增量。

学术教育加速麻药“落基层”，投资收益维持稳健增长

2022 年，麻药市场竞争更为激烈，但公司通过构建调拨为主、学术为辅的商业模式，麻精类业务仍然保持逆势增长趋势，此外，通过与多省学术推广机构建立合作，公司积极推进麻药“落基层”项目，保障人民群众用药。2022 年，核心联营企业宜昌人福实现营业收入 70.1 亿元，同比增长 15.43%，实现净利润 20.8 亿元，同比增长 11.73%，维持稳健增长态势；青海制药实现营业收入 9569 万元，同比增长 0.99%，净利润同比略下降 5.42% 为 1121 万元。我们认为，随着疫情常态化，医院手术量会有所回升，有望带动公司及联营公司麻药业务收入稳健增长。

毛利率略有提升，现金流大幅改善

2022 年，公司综合毛利率为 8.40%，同比上升 0.59 个百分点。销售费用率为 2.10%，同比上升 0.08 个百分点，基本保持稳定；管理费用率为 0.96%，同比上升 0.06 个百分点，维持基本稳定，财务费用为-0.06%，同比下降 0.02 个百分点，控费效果理想。经营活动产生的现金流量净额同比上升 22.36%，较前三季度大幅改善，主要系第四季度终端药品需求较强，公司 Q4 单季经营活动净现金流同比增长 56.43%，其余指标保持相对稳定。

盈利预测及投资评级

我们预计公司 2023 - 2025 年实现营业收入分别为 506.93 亿元、564.06 亿元和 626.12 亿元，归母净利润分别为 21.79 亿元、24.12 亿元和 26.54 亿元，分别同比增长 11.0%、10.7%和 10.0%，折合 EPS 分别为 2.89 元/股、3.20 元/股和 3.52 元/股，对应 PE 为 11.8X、10.6X、9.7X，维持买入评级。

风险分析

1) 药品降价风险：麻醉药品、一类精神药品为公司收益稳定的核心业务，该品类价格一旦发生变化将对公司收益产生较大影响；

2) 改革与业务转型风险：公司属于国企，倘若国企改革不及预期，员工不能与企业共享改革发展成果，或对公司长期收入增长存在不利影响；

3) 市场竞争加剧：市场主要竞争者或新进者可能会削弱公司的相对优势和可持续发展的能力，影响公司的市场竞争力，进而影响公司的长远发展；

4) 应收账款周转风险：倘若公司应收账款周期延长或无法收回，或将为公司带来时间和经济上的损失。

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。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、医美、CRO 细分领域。

2022 年（第 20 届）、2021 年（第 19 届）新财富最佳分析师评选医药生物行业第四名、第五名团队核心成员。2022 年第十六届卖方分析师水晶球奖评选医药生物行业第五名团队核心成员。

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。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（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
 福田区福中三路与鹏程一路交
 汇处广电金融中心 35 楼
 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