

业务结构持续优化，盈利能力明显提升

——国药股份(600511.SH)一季报点评

核心观点:

- **事件:** 公司发布 2023 年一季报, 2023Q1 实现营业收入 112.26 亿元, 同比增长 1.50%; 归母净利润 4.14 亿元, 同比增长 10.86%; 扣非归母净利润 4.13 亿元, 同比增长 11.99%。
- **收入增长平稳, 看好二季度北京诊疗进一步回升。** 公司 2023Q1 收入微增, 仍部分受到疫情节奏的影响。公司分销业务集中在北京, 疫情 1 月份依然有较大影响, 至 2 月元宵节后才开始全面恢复, 北京地区医院外地患者占比较大, 二季度我们看好营收增速开始回升。精麻药业务预计一季度也受益国内诊疗恢复, 手术量回升及肿瘤患者就医将提升精麻药临床需求。
- **业务结构持续优化, 盈利能力明显改善。** 公司 2023Q1 实现净利率 4.01%, 提升 0.31pp; 毛利率 7.70%, 提升 0.53pp; 销售费用率 2.12%, 提升 0.35pp; 管理费用率 0.94%, 提升 0.06pp; 财务费用率-0.20%, 下降 0.04pp。受益于毛利率上行, 公司盈利能力明显提升, 表明公司业务结构持续优化, 麻精药分销等高毛利率板块占比进一步上升。
- **投资建议:** 公司作为北京医药分销和全国精麻药分销龙头, 资产质量稳健, 区位优势显著。公司业务有望持续受益于诊疗复苏。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 14/12/11 倍, 维持“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	15.87	13.77	12.21	11.07
PB	2.19	1.89	1.64	1.43
PS	0.69	0.59	0.53	0.49

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 维持评级

合理估值区间: 45.00-51.00 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

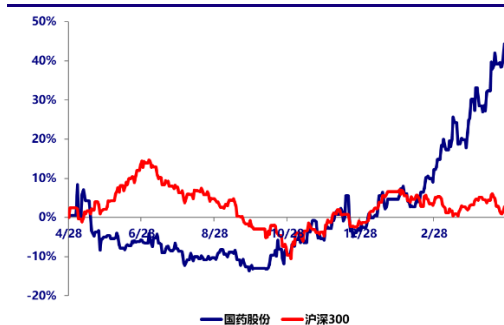
分析师登记编码: S0130520080003

市场数据

2023-04-28

A 股收盘价(元)	41.31
A 股一年内最高价(元)	42.20
A 股一年内最低价(元)	24.36
沪深 300	4029.09
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

2023-03-24 国药股份年报点评: 低估值优质国企, 看好麻精业务恢复

报表预测

资产负债表 (百万元) 2022				2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元) 2022							
流动资产	25764.12	31691.99	33887.27	39925.26	营业收入	45498.58	52646.74	58597.77	63703.37	营业成本	41676.32	48246.72	53667.46	58296.81
现金	8896.17	11051.29	12481.62	15423.34	营业税金及附加	111.93	129.51	144.15	156.71	营业费用	956.50	1158.23	1289.15	1401.47
应收账款	5745.37	7511.76	7243.92	8797.42	管理费用	435.62	504.06	561.03	609.92	财务费用	-28.84	-72.52	-94.57	-109.38
其它应收款	389.69	381.23	476.84	455.99	资产减值损失	-5.14	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	195.92	226.81	252.29	274.05	投资净收益	291.62	337.44	375.58	408.31	营业利润	2694.92	3114.79	3513.65	3873.03
存货	3717.42	4655.19	4658.12	5458.55	营业外收入	11.21	0.00	0.00	0.00	营业外支出	18.24	0.00	0.00	0.00
其他	6819.55	7865.72	8774.48	9515.91	利润总额	2687.89	3114.79	3513.65	3873.03	所得税	559.18	654.11	737.87	813.34
非流动资产	3844.92	4050.25	4252.56	4451.94	净利润	2128.71	2460.68	2775.79	3059.70	少数股东损益	164.65	196.85	222.06	244.78
长期投资	1456.76	1676.76	1896.76	2116.76	归属母公司净利润	1964.06	2263.83	2553.72	2814.92	EBITDA	2570.19	2845.70	3187.39	3502.18
固定资产	564.12	566.71	564.08	556.96	EPS (元)	2.60	3.00	3.38	3.73	主要财务比率				
无形资产	262.92	262.92	262.92	262.92	营业收入	-2.09%	15.71%	11.30%	8.71%	营业收入	10.12%	15.58%	12.81%	10.23%
其他	1561.12	1543.86	1528.80	1515.29	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%
资产总计	29609.04	35742.24	38139.82	44377.20	净利率	4.32%	4.30%	4.36%	4.42%	ROE	13.82%	13.74%	13.42%	12.88%
流动负债	12739.59	16422.11	16053.90	19241.58	ROIC	11.48%	11.35%	11.14%	10.76%	资产负债率	46.44%	48.74%	44.69%	45.57%
短期借款	252.06	252.06	252.06	252.06	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
应付账款	7371.80	10778.52	9411.08	12520.07	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
其他	5115.73	5391.53	6390.77	6469.45	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
非流动负债	1009.98	999.98	989.98	979.98	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
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	18.84	21.84	25.23	28.96	P/E	15.87	13.77	12.21	11.07
其他	1009.98	999.98	989.98	979.98	P/B	2.19	1.89	1.64	1.43	EV/EBITDA	4.93	7.25	6.02	4.63
负债合计	13749.57	17422.09	17043.89	20221.56	P/S	0.69	0.59	0.53	0.49					
少数股东权益	1644.66	1841.52	2063.58	2308.36										
归属母公司股东权益	14214.81	16478.64	19032.36	21847.28										
负债和股东权益	29609.04	35742.24	38139.82	44377.20										
现金流量表(百万元) 2022				2023E	2024E	2025E								
经营活动现金流	2395.12	2190.33	1426.89	2905.06	经营活动现金流	2395.12	2190.33	1426.89	2905.06	净利润	2128.71	2460.68	2775.79	3059.70
净利润	2128.71	2460.68	2775.79	3059.70	折旧摊销	197.41	140.88	143.89	146.82	财务费用	28.53	16.44	15.94	15.44
折旧摊销	197.41	140.88	143.89	146.82	投资损失	-291.62	-337.44	-375.58	-408.31	营运资金变动	314.79	-90.23	-1133.14	91.40
财务费用	28.53	16.44	15.94	15.44	其它	17.31	0.00	0.00	0.00	其它	17.31	0.00	0.00	0.00
投资损失	-291.62	-337.44	-375.58	-408.31	投资活动现金流	-152.32	-8.76	29.38	62.11	资本支出	-126.26	-120.00	-120.00	-120.00
营运资金变动	314.79	-90.23	-1133.14	91.40	长期投资	-27.80	-223.20	-223.20	-223.20	其他	1.74	334.44	372.58	405.31
其它	17.31	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流	-639.57	-26.44	-25.94	-25.44	短期借款	-176.77	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-152.32	-8.76	29.38	62.11	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-462.80	-26.44	-25.94	-25.44
资本支出	-126.26	-120.00	-120.00	-120.00	现金净增加额	1603.23	2155.13	1430.33	2941.72					
长期投资	-27.80	-223.20	-223.20	-223.20										
其他	1.74	334.44	372.58	405.31										
筹资活动现金流	-639.57	-26.44	-25.94	-25.44										
短期借款	-176.77	0.00	0.00	0.00										
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00										
其他	-462.80	-26.44	-25.94	-25.44										
现金净增加额	1603.23	2155.13	1430.33	2941.72										

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，对医药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，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，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，并不构成对客户的投资咨询建议，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