



2020-04-08

公司研究报告

买入/维持

国药股份(600511)

目标价: 42

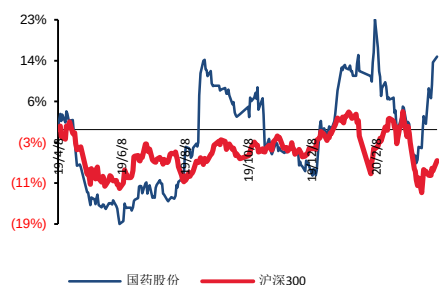
昨收盘: 30.38

医疗保健 医疗保健设备与服务

麻精类工业+配送龙头地位稳固，创新业务布局保障整体盈利能力

力

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	755/278
总市值/流通(百万元)	22,922/8,435
12 个月最高/最低(元)	32.38/21.30

相关研究报告:

证券分析师: 杜佐远

电话: 010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

证券分析师: 蔡明子

电话: 010-88695263

E-MAIL: caimz@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518050001

1. 参股全国麻药工业龙头宜昌人福+全国麻精特药批发龙头，专业化服务推进顺利

宜昌人福是麻醉镇痛领域龙头，市场份额超过 80%，国药股份持股宜昌人福 20% 股权。近期人福医药公告：持股宜昌人福（麻药）13% 股权的灵魂人物李杰等 3 位管理层换股持有人福医药上市公司股份，有利于长期机制理顺和宜昌人福业绩释放。同时二类精神药品地佐辛（大几十亿规模）不在国家新版医保，预计 2-3 年内将逐步退出地方医保，宜昌人福将充分替代受益。

国药股份作为全国三家麻醉药品、一类精神药品的全国性批发企业之一，国药股份龙头地位稳固，市占率保持在 80% 水平。根据行业规模推算，预计 20 年公司麻精特药配送收入约 60 亿，毛利率 15%，净利率按 8% 测算，预计归母净利润 4.8 亿。

除常规配送外，公司坚持差异化、专业化服务：1) 逐步形成公司特有的培训体系和特色，以提升客户黏度；2) 深化供应商战略合作，扩大经营品类，如 2019 年取得了 3 个二类精神药品及 1 个一类精神药品全国总经销权（除重庆外）；3) 加强与政府相关部门及麻药协会的沟通，如在 2019 年顺利推进与国家卫健委和中国麻协合作的“电子印鉴卡”三期，对麻醉药品的安全监管、高效运营、保证供应到防止流弊意义重大。在这一趋势下，预计麻药板块未来增速有望维持 20% 的稳定增长。

2. 稳中求变，用充分准备应对药品降价冲击，成效已显现

2019 年 4+7 带量采购背景下，流通行业整体承压，但从国药 19 年收入和利润增速逐级提升（19Q1-4 收入增速分别为 10%、14%、17%、20%，扣非增速分别为 12%、16%、2%、63%），以及重组四家子公司全部完成业绩承诺来看，行业盈利空间的缩小也成为国药扩大规模、提升市占率的机遇。国药抗风险能力极强，主要来源于：

1) 作为北京市商业龙头，首先拥有北京二三级医院的 100% 覆盖+覆盖超过 4600 家基层医疗机构的优势，其次通过为上下游提供对接等增值服务，提升供应链价值；2019 年带量采购品种累计销售额居北京首位，全年整体医院直销同比增长 12.72%。2) 借助进口保税业务依托口岸优势以及母公司国控的全国最大药品分销专业网络，可加速储

备创新药及带俩采购等市场优势前景品种。3) 内接电商平台和特色零售资源，外接国控平台背景，能够快速响应客户需求，终端合作稳定发展。

3. 积极探索创新业务，供应链延伸服务将提升公司盈利能力

在我们 19 年 3 月的流通行业深度报告《拐点初显：现金流改善，规模效应&产业链延伸是关键》中，我们提出核心观点：“配送企业除了要加强网络搭建、成本控制外，还应加强上下游布局，提供更多的高毛利增值服务，提升客户粘性和议价能力，构建新的核心竞争力。龙头企业将更多精力放在业务创新、上下游延伸上，长期看将带来毛利率、净利率的提升，也带来业绩超预期的可能。”国药股份坚持布局创新、特色业务，保持了领先优势，2020 年及未来看点包括：

1) 麻特药领域的产业集群；2) 口腔领域的产业集群；3) 特医领域的产业集群；4) 器械检验领域的特色业务；5) 电商及专业化药房承接处方外流等。

4. 业务拆分：2 年看翻倍市值！

经模型拆分，预计：1) 麻药工业（宜昌人福 20%股权）2020 年净利润 2.75 亿，麻药一类精神配送净利润 4.8 亿，合计 7.56 亿净利润，给 30 倍 PE，对应全年 227 亿市值。2) 商业配送+小部分工业合计约贡献 10.75 亿净利润，保守给 10 倍 PE，对应 108 亿市值。合计 2020 年 334 亿市值空间，目前 38%左右空间，对应 2021-2022 年约 62%、90% 空间。

盈利预测：2019 年为公司战略元年，未来各业务板块增长稳定可持续，创新业态布局势在必行，预计 20-22 年归母净利润分别为 18.31、21.1、24.29 亿元，对应 PE 分别为 13X、11X 和 10X，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	44644	49629	56039	63259
(+/-%)	15.24%	11.17%	12.92%	12.88%
归母净利润(百万)	1604	1831	2110	2429
(+/-%)	14%	14.1%	15.2%	15.1%
摊薄每股收益(元)	2.11	2.43	2.80	3.22
市盈率(PE)	15	13	11	10

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	5099	5702	7678	9713	12221	营业收入	38740	44644	49629	56039	63259
应收和预付款项	10111	11207	11462	13280	14883	营业成本	35321	40737	45311	51164	57756
存货	3343	3356	3605	4172	4678	营业税金及附加	85	104	99	90	95
其他流动资产	770	259	477	447	537	销售费用	1044	1048	973	1065	1179
流动资产合计	#####	20525	23221	27613	32319	管理费用	402	425	449	498	506
长期股权投资	786	795	795	795	795	财务费用	152	11	-70	-100	-131
投资性房地产	4	4	4	4	4	资产减值损失	-1	0	0	0	0
固定资产	554	609	575	527	466	投资收益	296	115	120	120	120
在建工程	75	12	12	12	12	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产开发支出	287	324	300	286	272	营业利润	2038	2436	2987	3443	3975
长期待摊费用	0	0				其他非经营损益	-15	-10	2	2	2
其他非流动资产	2057	2167	2115	2053	1978	利润总额	2023	2427	2989	3445	3977
资产总计	#####	22692	25337	29666	34298	所得税	431	546	747	861	994
短期借款	984	349	349	349	349	净利润	1593	1880	2242	2584	2982
应付和预收款项	7025	7780	8085	9334	10453	少数股东损益	189	277	411	474	553
长期借款	42	0	0	0	0	归母股东净利润	1404	1604	1831	2110	2429
其他负债	2748	3671	3769	4265	4796						
负债合计	#####	11800	12202	13948	15597	预测指标					
股本	764	755	755	755	755		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
资本公积	2349	2349	2349	2349	2349	毛利率	8.83%	8.75%	8.70%	8.70%	8.70%
留存收益	6113	7411	9242	11352	13781	销售净利率	3.62%	3.59%	3.69%	3.76%	3.84%
归母公司股东权益	9232	10537	12368	14478	16907	销售收入增长率	6.77%	15.24%	11.17%	12.92%	12.88%
少数股东权益	1377	1622	2033	2507	3060	EBIT 增长率	15.04%	12.03%	19.78%	14.58%	14.99%
股东权益合计	#####	12159	14401	16984	19967	净利润增长率	23.01%	14.23%	14.14%	15.24%	15.14%
负债和股东权益	#####	23959	26603	30933	35564	ROE	15.21%	15.22%	14.80%	14.57%	14.37%
现金流量表(百万)						ROA	6.56%	6.69%	6.88%	6.82%	6.83%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROIC	29.59%	30.98%	34.41%	36.30%	39.06%
经营性现金流	982	1776	1917	1970	2431	EPS(X)	1.83	2.11	2.43	2.80	3.22
投资性现金流	-195	15	74	81	91	PE(X)	12.70	15.22	13.20	11.46	9.95
融资性现金流	-1073	-1217	-15	-15	-15	PB(X)	1.93	2.29	1.95	1.67	1.43
现金增加额	0	-1	0	0	0	PS(X)	0.46	0.54	0.49	0.43	0.38
						EV/EBITDA(X)	6.01	7.43	5.59	4.31	3.12

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。