

2021年03月16日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价

A股 46 元/B股 25 港元

公司基本信息

產業別	医药生物
A 股价(2021/03/15)	38.99
深证成指(2021/03/15)	13520.07
股價 12 個月高/低	57.98/36.67
總發行股數(百萬)	428.13
A 股數(百萬)	367.73
A 市值(億元)	143.38
主要股東	国药控股股份有限公司(56.06%)
每股淨值(元)	32.58
股價/賬面淨值	1.20
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	4.4 -17.0 -3.2

近期評等

出刊日期	前日收盘	評等
2020-04-22	42.01	买进

产品组合

医药商业	74.72%
医药零售	24.98%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	13.6%
一般法人	61.3%

股价相对大盘走势



国药一致(000028.SZ/200028.SZ)

Buy 买进

2020Q4 业绩增长好于预期

事件:

- 公司业绩:** 公司发布业绩快报, 2020 年实现营收 596.5 亿元, 同口径下 YOY+13.0%, 录得净利润 14.0 亿元, YOY+10.6%, 公司业绩略好于我们的预期。以此测算, 2020Q4 单季度实现营收 167.7 亿元, 同口径下 YOY+25.5%, 录得净利润 4.2 亿元, 同口径下 YOY+29.5%, Q4 净利增速较 Q3 的 14.1% 的增速继续提升, 估计是得益于分销业务的恢复以及零售业务的继续高增。
- 疫情影响下, 2020 年分销业务表现相对稳健, 预计 2021 年将会不断恢复:** 由于 2020 年初新冠疫情对医院诊疗影响较大, 药品分销行业承压, 公司分销业务板块全年实现营收 410.7 亿元, YOY+2.6%, 录得净利润 8.6 亿元, 同比增长 1.1%。拆分上下半年分销业务数据来看, 20H1 营收 YOY-2.5%, 净利 YOY+0.4%, 20H2 营收 YOY+7.6%, 净利 YOY+1.7%, 下半年恢复较为明显, 目前国内疫情控制较好, 诊疗恢复, 我们预计公司 2021H1 分销业务在低基期下将会有更为显著的增长。
- 2020 年零售业务高增:** 公司零售板块实现营收 194.4 亿元, YOY+44.0%, 录得净利润 4.8 亿元, YOY+54.8%, 净利率为 2.5%, 同比持平。我们分拆上下半年数据来看, 20H1 零售业务营收 YOY+32.9%, 净利 YOY+34.0%, 主要受益于疫情期间门店购药及防疫用品需求增加; 20H2 零售业务营收 YOY+54.3%, 净利 YOY+86.2%, 我们估计仍受益于防疫用品销售以及公司产品结构的优化。目前公司净利率较民营上市公司 (6%左右) 还有较大改善空间, 我们看好公司零售业务的发展。
- 盈利预测及投资建议:** 我们预计公司 2021/2022 年分别实现净利润 15.8 亿元、17.9 亿元, 分别 YOY+12.7%、+13.2%, EPS 为 3.7 元、4.2 元, A 股 PE 分别为 11 倍和 9 倍, B 股 PE 分别为 5.2 倍和 4.6 倍。公司主业增长良好, 并且公司作为全国的零售龙头和两广区域的分销龙头, 在未来行业集中度提升以及医药分家的行业趋势下将会持续受益, 医药零售业务持续扩张, 净利率也有较大改善空间, 我们看好公司的长远发展, 目前公司 A/B 股估值均处于历史较低水平, 均维持“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; 并购执行不及预期

年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020E	2021E	2022E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1211	1271	1402	1580	1790
同比增减	%	14.46	5.00	10.27	12.73	13.27
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.83	2.97	3.27	3.69	4.18
同比增减	%	14.57	4.95	10.25	12.73	13.27
A 市盈率(P/E)	X	13.78	13.13	11.91	10.56	9.33
B 市盈率(P/E)	X	6.75	6.43	5.83	5.17	4.57
股利 (DPS)	RMB 元	0.40	0.60	0.65	0.74	0.59
股息率 (Yield)	%	1.03	1.54	1.68	1.89	1.50

【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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	43122	52046	59649	67536	75269
经营成本	38024	46292	52486	59358	65954
营业税金及附加	121	136	161	203	226
销售费用	2763	3055	3924	4457	5043
管理费用	783	842	1026	1148	1280
财务费用	113	120	125	155	188
资产减值损失	3		5	5	5
投资收益	320	246	222	200	200
营业利润	1671	1836	2164	2410	2773
营业外收入	13	26	23	0	0
营业外支出	5	4	29	0	0
利润总额	1679	1857	2157	2410	2773
所得税	330	372	445	506	582
少数股东损益	138	213	311	324	401
归母净利润	1211	1271	1402	1580	1790

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	8090	8882	10481	12368	14594
存货净额	9337	10618	12104	13678	15456
应收帐款净额	4389	4947	5591	6317	7139
流动资产合计	24496	26652	29051	31375	34199
长期投资净额	1880	2105	2379	2712	3119
固定资产合计	608	613	619	625	631
无形资产及其他资产合计	36	32	24	18	18
资产总计	4435	6868	7898	9083	10264
流动负债合计	28930	33521	36950	40458	44463
长期负债合计	14758	16730	19240	22126	25224
负债合计	267	1430	1859	1934	2011
少数股东权益	15025	18161	21099	24060	27235
股东权益合计	2287	2553	2860	3203	3587
负债和股东权益总计	11618	12806	12990	13196	13641

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动所得现金净额	1323	2000	2,200	2,420	2,662
投资活动所用现金净额	-222	-240	-350	-100	-60
融资活动所得现金净额	2859	-969	-500	-500	-500
现金及现金等价物净增加额	3959	791	1350	1820	2102

1

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i @持意见或立场，或买入，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i @。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。