

国药股份 (600511.SH)

精麻业务贡献核心增量，器械和等级医院直销业务快速增长

公司评级	买入
当前价格	30.90 元
合理价值	45.78 元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-19

核心观点:

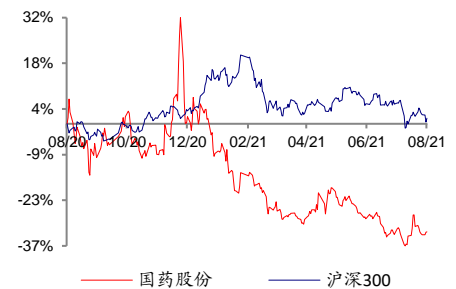
- **2021 上半年收入增长 25.92%，扣非归母净利润增长 33.22%。**公司发布 2021 半年报，上半年实现收入 220.76 亿元，增长 25.92%，归母净利润 7.66 亿元，增长 23.56%，扣非归母净利润 7.58 亿元，增长 33.22%。二季度单季实现收入 117.29 亿元，增长 25.83%，归母净利润 4.68 亿元，增长 20.67%，扣非归母净利润 4.67 亿元，增长 24.24%，也显著高于 2019 年二季度的收入和利润规模。
- **宜昌人福净利润增长 37.35%，麻药板块维持较高景气度。**麻醉药品、一类精神药品的生产和分销是公司具备核心竞争力的板块，产品最全，同时，承担着中央储备任务。精麻商业业务收入同比增长 25.79%，麻药工业联营企业宜昌人福上半年收入达到 29.9 亿，同比增长 39.1%，净利润达到 8.98 亿，同比增长 37.35%；等级医院直销业务增速显著高于总体，上半年同比增长 41.32%，市占率快速提升；商务分销业务增长略慢，同比增长 14.67%。器械板块表现突出，同比增长 95.32%。整体看公司业务在医院仍一定程度受到疫情影响、麻药业务基数不低的背景下，仍实现了较快的增长，全面恢复到疫情前的盈利能力。
- **盈利预测与投资建议。**预计 21-23 年业绩分别为 2.18 元/股、2.52 元/股、2.92 元/股。按最新收盘价计算对应市盈率 14.19 倍、12.24 倍、10.57 倍。公司作为北京地区的行业龙头，区域竞争力有望进一步提升，考虑到疫情后公司融资成本更低，预期 21 年恢复较快，我们维持公司合理价值 45.78 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**带量采购降价幅度对行业整体增长可能有影响；利率变动导致的资金成本变动，区域竞争加剧风险等。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	44,644	40,379	46,815	54,232	62,779
增长率 (%)	15.2	-9.6	15.9	15.8	15.8
EBITDA (百万元)	2,420	1,690	2,271	2,635	3,051
归母净利润 (百万元)	1,604	1,383	1,643	1,904	2,205
增长率 (%)	14.2	-13.8	18.8	15.9	15.8
EPS (元/股)	2.13	1.83	2.18	2.52	2.92
市盈率 (P/E)	12.84	26.91	14.19	12.24	10.57
ROE (%)	15.2	12.1	12.5	12.7	12.8
EV/EBITDA	6.38	18.80	6.99	5.11	3.50

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

相对市场表现



分析师:

罗佳荣



SAC 执证号: S0260516090004



SFC CE No. BOR756



021-38003671



luojiarong@gf.com.cn

分析师:

孙辰阳



SAC 执证号: S0260518010001



021-38003670



sunchenyang@gf.com.cn

请注意，孙辰阳并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

国药股份(600511.SH):21Q1 2021-04-25

扣非净利润同比增长 51%，麻药业务表现突出

国药股份(600511.SH):麻药 2021-04-06

龙头地位稳固，零售直销等新业态快速布局

国药股份(600511.SH):医院 2020-10-27

端需求持续恢复，麻药业务快速增长

表 1: 可比公司估值水平 (EPS 参考 Wind 一致预期, 收盘价日期是 8 月 18 日)

证券代码	证券简称	收盘价 元/股	2021E EPS 元/股	2022E EPS 元/股	2021E PE 估值	2022E PE 估值
600079.SH	人福医药	23.73	0.88	1.12	26.87	21.27
000028.SZ	国药一致	35.31	3.74	4.26	9.44	8.28

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	21,676	22,110	25,548	29,617	34,316
货币资金	5,702	6,225	8,288	10,742	13,582
应收及预付	11,207	5,603	6,495	7,524	8,710
存货	3,356	3,050	3,508	4,064	4,704
其他流动资产	1,410	7,232	7,257	7,286	7,319
非流动资产	2,518	2,795	2,819	2,847	2,880
长期股权投资	795	998	998	998	998
固定资产	609	557	579	605	637
在建工程	12	13	23	33	43
无形资产	264	256	248	241	233
其他长期资产	838	971	970	969	969
资产总计	24,194	24,905	28,367	32,463	37,196
流动负债	11,603	11,237	12,894	14,895	17,199
短期借款	349	472	519	571	628
应付及预收	9,404	8,990	10,342	11,981	13,869
其他流动负债	1,850	1,775	2,033	2,344	2,702
非流动负债	432	574	574	574	574
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	432	574	574	574	574
负债合计	12,035	11,811	13,468	15,469	17,773
股本	755	755	755	755	755
资本公积	2,349	2,349	2,349	2,349	2,349
留存收益	7,411	8,312	9,967	11,888	14,115
归属母公司股东权益	10,537	11,444	13,098	15,019	17,246
少数股东权益	1,622	1,650	1,801	1,975	2,177
负债和股东权益	24,194	24,905	28,367	32,463	37,196

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,776	1,302	2,155	2,564	2,966
净利润	1,880	1,509	1,793	2,079	2,407
折旧摊销	135	109	102	122	142
营运资金变动	-134	-148	227	327	377
其它	-105	-168	32	36	40
投资活动现金流	15	-56	-114	-134	-154
资本支出	-85	-68	-114	-134	-154
投资变动	-33	4	0	0	0
其他	132	7	0	0	0
筹资活动现金流	-1,217	-731	22	25	27
银行借款	831	1,184	47	52	57
股权融资	10	8	0	0	0
其他	-2,057	-1,922	-25	-27	-30
现金净增加额	573	515	2,063	2,455	2,840
期初现金余额	5,054	5,627	6,225	8,288	10,742
期末现金余额	5,627	6,141	8,288	10,742	13,582

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	15.2%	-9.6%	15.9%	15.8%	15.8%
营业利润增长	19.5%	-21.5%	19.1%	15.9%	15.8%
归母净利润增长	14.2%	-13.8%	18.8%	15.9%	15.8%
获利能力					
毛利率	8.8%	7.8%	8.5%	8.5%	8.5%
净利率	4.2%	3.7%	3.8%	3.8%	3.8%
ROE	15.2%	12.1%	12.5%	12.7%	12.8%
ROIC	13.9%	9.0%	10.8%	11.1%	11.2%
偿债能力					
资产负债率	49.7%	47.4%	47.5%	47.7%	47.8%
净负债比率	99.0%	90.2%	90.4%	91.0%	91.5%
流动比率	1.87	1.97	1.98	1.99	2.00
速动比率	1.55	1.68	1.70	1.70	1.71
营运能力					
总资产周转率	1.85	1.62	1.65	1.67	1.69
应收账款周转率	4.09	7.41	7.41	7.41	7.41
存货周转率	13.30	13.24	13.34	13.34	13.34
每股指标 (元)					
每股收益	2.13	1.83	2.18	2.52	2.92
每股经营现金流	2.35	1.73	2.86	3.40	3.93
每股净资产	13.97	15.17	17.36	19.91	22.86
估值比率					
P/E	12.84	26.91	14.19	12.24	10.57
P/B	1.95	3.25	1.78	1.55	1.35
EV/EBITDA	6.38	18.80	6.99	5.11	3.50

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	44,644	40,379	46,815	54,232	62,779
营业成本	40,737	37,236	42,836	49,622	57,442
营业税金及附加	104	105	122	141	163
销售费用	1,048	1,035	1,200	1,390	1,609
管理费用	425	369	428	496	574
研发费用	45	52	60	70	81
财务费用	11	-7	25	27	30
资产减值损失	0	-6	-8	-9	-10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	115	221	0	0	0
营业利润	2,436	1,913	2,278	2,641	3,058
营业外收支	-10	4	0	0	0
利润总额	2,427	1,917	2,278	2,641	3,058
所得税	546	408	485	562	651
净利润	1,880	1,509	1,793	2,079	2,407
少数股东损益	277	127	150	174	202
归属母公司净利润	1,604	1,383	1,643	1,904	2,205
EBITDA	2,420	1,690	2,271	2,635	3,051
EPS (元)	2.13	1.83	2.18	2.52	2.92

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 孙辰阳：资深分析师，北京大学金融信息工程硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 孔令岩：资深分析师，武汉大学金融学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：资深分析师，清华大学金融学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 漆经纬：资深分析师，美国乔治华盛顿大学硕士，2020年5月进入广发证券发展研究中心。
- 李安飞：资深分析师，中山大学医学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 肖鸿德：研究助理，南加州大学硕士，2020年3月加入广发证券。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部

分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。