

2024年03月21日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

39元

公司基本信息

产业别	医药生物		
A 股价(2024/3/20)	29.68		
上证指数(2024/3/20)	3079.69		
股价 12 个月高/低	43.89/26.58		
总发行股数(百万)	754.50		
A 股数(百万)	553.35		
A 市值(亿元)	164.23		
主要股东	国药控股股份有限公司(54.72%)		
每股净值(元)	20.91		
股价/账面净值	1.42		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-5.4	5.1	-10.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023/03/23	34.02	买进

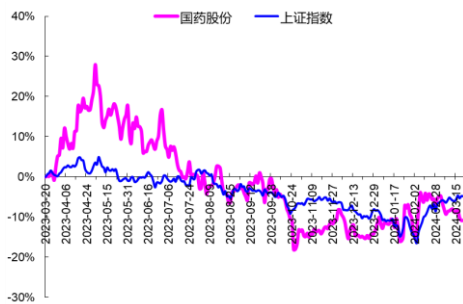
产品组合

商品销售	101.5%
产品销售	2.2%
仓储物流	1.4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	1.1%
一般法人	44.7%

股价相对大盘走势



国药股份(600511.SH)

Buy 买进

23Q4 业绩回升好于预期

结论与建议:

- 公司业绩:** 公司发布年报, 2023 年实现营业收入 497.0 亿元, YOY+9.2%, 录得归母净利润 21.5 亿元, YOY+9.3%, 扣非后归母净利润 YOY+9.5%, 经营活动现金流 27.3 亿元, YOY+13.8%, 回款继续向好。其中 Q4 单季度营收 131.7 亿元, YOY+20.2%, 录得归母净利润 6.9 亿元, YOY+28.4%, 单季度恢复显著。整体来看, 公司业绩好于我们的预期。
- 分红预案:** 公司拟每 10 股派发现金股利 8.54 元 (含税), 以昨日收盘价计算, 股息率为 2.9%。
- Q4 营收恢复好于预期:** 公司 23Q4 单季度营收快速增长, 我们认为一方面是 22Q4 受疫情高峰影响, 常规手术诊疗活动停滞导致的基期较低 (22Q4 营收 YOY-10%); 另一方面, 从营收规模来看, 23Q4 营收规模为全年单季最高, 环比增 6%, 并且在历年单季度来看也是最高值, 我们认为 23Q3 反腐活动高峰回落, 整体诊疗活动在 Q4 也有集中体现, 精麻药物以及北京区域的药械配送规模增加。近期医疗反腐仍在进行, 仍需密切观察其对诊疗活动的影响。
- 综合毛利率及期间费用率下降:** 从综合毛利率来看, 公司 2023 年为 8.0%, 同比下降 0.4 个百分点, 我们认为这主要这与疫情影响的销售结构及药械集采的影响有关, 但整体毛利率水平仍高于 2020-2021 年 7.8% 的水平。分板块来看, 商品销售板块毛利率同比下降 0.5 个百分点至 7.1%, 产品销售板块毛利率下降较为明显, 同比下降 9.9 个百分点至 33.1%, 仓储物流板块同比下降 2.5 个百分点至 26.0%。期间费用率来看, 同比下降 0.4 个百分点, 主要是销售费用率的下降, 我们认为主要是集采政策下销售费用边际支出下降。
- 盈利预测及投资建议:** 我们预计公司 2024-2026 年净利分别 24.2 亿元、27.1 亿元、30.1 亿元, YOY 分别同比+12.9%、+12.0%、+11.1%, EPS 分别为 3.2 元、3.6 元、4.0 元, 对应 PE 分别为 9 倍/8 倍/7 倍, 公司 Q4 业绩恢复明显, 短期反腐影响仍需观察, 公司估值偏低, 我们给予“买入”的投资建议。
- 风险提示:** 医疗反腐影响, 集采扩围超预期, 融资利率上升, 应收账款周期延长等

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024E	2025E	2026E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1964	2146	2422	2713	3014
同比增减	%	11.97	9.26	12.88	11.98	11.13
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.60	2.84	3.21	3.60	4.00
同比增减	%	11.97	9.27	12.87	11.98	11.13
市盈率(P/E)	X	11.40	10.43	9.24	8.26	7.43
股利 (DPS)	RMB 元	0.78	0.85	0.96	1.08	1.20
股息率 (Yield)	%	2.63	2.88	3.25	3.63	4.04

【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	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	45499	49696	55422	61505	67658
经营成本	41676	45705	51005	56485	62071
营业税金及附加	112	115	127	141	156
销售费用	956	962	998	1107	1218
管理费用	436	467	466	517	568
财务费用	-29	-126	-166	-185	-203
资产减值损失			0	0	0
投资收益	292	359	360	360	370
营业利润	2695	2944	3297	3737	4151
营业外收入	11	3	2	2	2
营业外支出	18	16	15	15	15
利润总额	2688	2931	3284	3724	4138
所得税	559	596	657	782	869
少数股东损益	165	188	205	229	255
归母公司净利润	1964	2146	2422	2713	3014

附二：合并资产负债表

人民币百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	8896	10926	12564	14449	16616
应收账款	5745	8959	9407	9877	10371
存货	3717	3961	4159	4367	4586
流动资产合计	25764	28279	30542	33596	36956
长期股权投资	1457	1727	2246	2919	3795
固定资产	564	552	579	608	639
在建工程	36	3	3	3	3
非流动资产合计	3845	4174	4800	5520	6348
资产总计	29609	32453	35341	39116	43303
流动负债合计	12740	13894	14172	17007	23469
非流动负债合计	1010	1025	1067	1109	1154
负债合计	13750	14920	15239	18116	24623
少数股东权益	1645	1757	1810	13213	179299
股东权益合计	14215	15776	18293	7787	-160619
负债及股东权益合计	29609	32453	35341	39116	43303

附三：合并现金流量表

(人民币百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动所得现金净额	2395	2727	3,149	3,526	3,919
投资活动所用现金净额	-152	-129	-783	-828	-847
融资活动所得现金净额	-640	-632	-727	-814	-904
现金及现金等价物净增加额	1603	1965	1639	1885	2167

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分内容以作任何用途。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。此份报告内容之数据和意见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|@持意见或立场，或会买入，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|@。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。