

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

国药股份(600511)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师

执业编号: S1500524030003

邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

2024Q1 业绩符合预期，投资净收益同比增长 30%

2024 年 04 月 27 日

事件: 公司发布 2024 年一季报，2024 年一季度实现营业收入 121.22 亿元 (yoy+8%)，实现归母净利润 4.59 亿元 (yoy+11%)，扣非归母净利润 4.58 亿元 (yoy+11%)。

点评:

- **2024Q1 业绩稳健增长，投资净收益同比增长 30%。** 2024Q1 公司业绩持续稳健增长，2024Q1 公司创收 121.22 亿元 (yoy+8%)，实现归母净利润 4.59 亿元 (yoy+11%)，扣非归母净利润 4.58 亿元 (yoy+11%)。**从盈利能力上看**，公司净利率同比提升 0.07 个百分点 (2024Q1 公司净利率为 4.08%)，公司净利率提升主要是期间费用率下降所致。2024Q1 公司期间费用率同比下降 0.63 个百分点 (2024Q1 公司期间费用率为 2.37%)，其中销售费用率下降 0.56 个百分点 (2024Q1 销售费用率为 1.66%)，管理费用及研发费用率下降 0.05 个百分点 (2024Q1 管理费用及研发费用率为 0.94%)。**从利润构成上看**，2024Q1 公司投资净收益为 1.05 亿元 (yoy+30%)，占 2024Q1 归母净利润的 23%，投资收益主要来自于公司联营企业宜昌人福 (公司持股 20%)。
- **“十四五”期间持续强化主业，“大麻药”战略有望巩固公司龙头地位。** 公司业务包括北京区域医疗直销、全国医药分销、麻精药业务以及工业业务。**在北京区域医疗直销方面**，目前公司已经实现北京地区等级医院的 100% 覆盖，并覆盖超过 4700 家的基层医疗机构。其中，公司在二、三级医院的销售居于区域首位，具有强大的北京地区医疗终端覆盖及服务能力。**在麻精药业务方面**，公司麻精药业务以麻精药分销和学术服务为主，目前业务网络覆盖全国 30 多个省市自治区，且在麻精药品渠道保持着龙头地位，公司积极推进“大麻药”战略以巩固公司龙头地位。**在工业业务方面**，公司工业业务主要系子公司国瑞药业运营，为解决同业竞争问题，2023 年 8 月公司与国药现代签署《委托管理协议》，委托其管理国药股份持有的国瑞药业 61.06% 的股权。委托管理期间，国瑞药业经营产生的收益或亏损均由包含国药股份在内的股东按照持股比例享有或承担。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 543.87 亿元、596.51 亿元、654.43 亿元，同比增速分别为 9%、10%、10%，归母净利润为 23.61 亿元、26.24 亿元、29.12 亿元，同比分别增长 10%、11%、11%，对应当前股价的 PE 分别为 11 倍、10 倍、9 倍。
- **风险因素:** 应收账款回收不及时，融资利率上行，市场竞争加剧，麻精药业务不及预期，联营企业业绩不及预期。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	45,499	49,696	54,387	59,651	65,443
增长率 YoY %	-2.1%	9.2%	9.4%	9.7%	9.7%
归属母公司净利润 (百万元)	1,964	2,146	2,361	2,624	2,912
增长率 YoY%	12.0%	9.3%	10.0%	11.2%	11.0%
毛利率%	8.4%	8.0%	8.1%	8.1%	8.1%
净资产收益率ROE%	13.8%	13.6%	13.0%	12.6%	12.3%
EPS(摊薄)(元)	2.60	2.84	3.13	3.48	3.86
市盈率 P/E(倍)	13.42	12.28	11.17	10.05	9.05
市净率 P/B(倍)	1.85	1.67	1.45	1.27	1.11

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 4 月 26 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	25,764	28,279	31,856	35,880	40,363	
货币资金	8,896	10,926	12,871	15,071	17,546	
应收票据	38	28	30	33	36	
应收账款	5,745	8,959	9,810	10,750	11,786	
预付账款	196	141	200	219	240	
存货	3,717	3,961	4,299	4,710	5,162	
其他	7,171	4,264	4,646	5,096	5,592	
非流动资产	3,845	4,174	4,435	4,706	4,975	
长期股权投资	1,457	1,727	1,977	2,227	2,477	
固定资产(合计)	564	552	527	502	477	
无形资产	263	258	255	252	249	
其他	1,561	1,636	1,676	1,725	1,772	
资产总计	29,609	32,453	36,291	40,586	45,338	
流动负债	12,740	13,894	15,100	16,532	18,109	
短期借款	252	268	278	288	298	
应付票据	2,545	2,610	2,916	3,197	3,507	
应付账款	7,372	8,333	9,025	9,896	10,855	
其他	2,571	2,683	2,880	3,151	3,448	
非流动负债	1,010	1,025	1,098	1,108	1,118	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	1,010	1,025	1,098	1,108	1,118	
负债合计	13,750	14,920	16,198	17,640	19,227	
少数股东权益	1,645	1,757	1,963	2,191	2,444	
归属母公司股	14,215	15,776	18,131	20,755	23,667	
负债和股东权益	29,609	32,453	36,291	40,586	45,338	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	45,499	49,696	54,387	59,651	65,443	
同比(%)	-2.1%	9.2%	9.4%	9.7%	9.7%	
归属母公司净利润	1,964	2,146	2,361	2,624	2,912	
同比(%)	12.0%	9.3%	10.0%	11.2%	11.0%	
毛利率(%)	8.4%	8.0%	8.1%	8.1%	8.1%	
ROE%	13.8%	13.6%	13.0%	12.6%	12.3%	
EPS(摊薄)(元)	2.60	2.84	3.13	3.48	3.86	
P/E	13.42	12.28	11.17	10.05	9.05	
P/B	1.85	1.67	1.45	1.27	1.11	
EV/EBITDA	4.93	4.22	4.34	3.32	2.38	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	45,499	49,696	54,387	59,651	65,443	
营业成本	41,676	45,705	49,985	54,808	60,119	
营业税金及附加	112	115	131	143	157	
销售费用	956	962	1,033	1,133	1,243	
管理费用	436	467	500	549	602	
研发费用	67	71	71	78	85	
财务费用	-29	-126	-77	-93	-111	
减值损失合	-5	0	-5	-5	-5	
投资净收益	292	359	412	472	541	
其他	128	83	77	86	95	
营业利润	2,695	2,944	3,227	3,586	3,979	
营业外收支	-7	-13	-7	-7	-7	
利润总额	2,688	2,931	3,220	3,579	3,972	
所得税	559	596	654	727	806	
净利润	2,129	2,334	2,566	2,852	3,165	
少数股东损益	165	188	205	228	253	
归属母公司	1,964	2,146	2,361	2,624	2,912	
EBITDA	2,570	2,657	3,238	3,583	3,959	
EPS(当年)(元)	2.60	2.84	3.13	3.48	3.86	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	2,395	2,727	1,845	2,118	2,328	
净利润	2,129	2,334	2,566	2,852	3,165	
折旧摊销	197	209	95	97	99	
财务费用	29	32	33	36	39	
投资损失	-292	-359	-412	-472	-541	
营运资金变	320	520	-456	-416	-457	
其它	12	-9	20	22	22	
投资活动现	-152	-129	52	98	166	
资本支出	-126	-145	-114	-122	-122	
长期投资	-28	8	-251	-251	-251	
其他	2	8	417	470	539	
筹资活动现	-640	-632	49	-16	-19	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	336	203	10	10	10	
支付利息或股息	-691	-780	-33	-36	-39	
现金流净增加额	1,603	1,965	1,945	2,200	2,475	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，医药研究员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，医药研究员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

吴欣，医药研究员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

赵晓翔，医药研究员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

曹佳琳，医药研究员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

章钟涛，医药研究员，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。