

国药股份(600511)/医药商业

Q3 持续稳健恢复, 全年有望重回正增长

评级: 增持(维持)

市场价格: 46.70

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

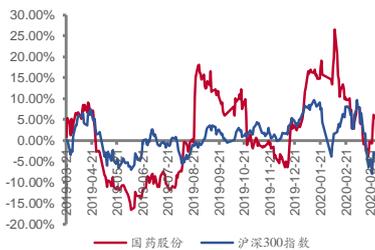
Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

联系人: 孙宇瑶

Email: sunyy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	755
流通股本(百万股)	553
市价(元)	46.70
市值(亿元)	352
流通市值(亿元)	258

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 国药股份(600511)-中报点评: Q2 疫情影响延续, 下半年有望迎来修复
- 2 国药股份(600511)-季报点评: 短期受疫情影响, 全年有望稳健增长
- 3 国药股份(600511)-年报点评: 经营持续稳健, 规模效应逐渐凸显

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	38739.83	44644.48	46972.00	54347.00	59387.00
增长率 yoy%	6.77%	15.24%	5.21%	15.70%	9.27%
净利润	1404.10	1603.90	1677.68	1910.21	2064.70
增长率 yoy%	23.01%	14.23%	4.60%	13.86%	8.09%
每股收益(元)	1.86	2.13	2.22	2.53	2.74
每股现金流量	1.30	2.35	2.72	1.57	2.01
净资产收益率	15.21%	15.22%	14.30%	14.16%	13.42%
P/E	25.09	21.97	21.00	18.45	17.07
PEG	1.09	1.54	4.57	1.33	2.11
P/B	3.82	3.34	3.00	2.61	2.29

备注: 数据截止 2020.10.21

投资要点

- **事件: 公司发布 2020 年三季报, 报告期内实现收入 291.11 亿元, 同比下降 1.00%; 实现归母净利润 10.05 亿元, 同比下降 6.21%; 实现扣非净利润 9.41 亿元, 同比下降 9.28%。**
- **点评: Q3 持续稳健恢复, 全年有望重回正增长。**公司 Q3 单季度实现收入 11.58 亿, 同比-0.9%、环比+24.2%; 实现归母净利润 3.85 亿, 同比+21.5%、环比-0.75%; 扣非净利润 3.72 亿, 同比+20.29%、环比-1.06%。其中非经常性损益中包含 2060.14 万元政府补助。公司在北京地区医药商业居于龙头地位, Q3 随着北京疫情反弹得到控制, 医院门诊量和手术量有序恢复, 公司业务得以稳步恢复。报告期内实现经营性现金流 4.32 亿元, 显示出公司持续稳健的经营风格。
- **毛利率小幅波动, 费用端稳中有降。**前三季度整体毛利率 7.82%, 其中 Q3 毛利率 7.93%, 较 Q2 环比略降 0.76pp, 主要系随着医院业务恢复收入结构有所调整所致。公司在麻精特药渠道一直保持着龙头地位, 市场份额稳定在 80% 左右, 有望给公司提供持续稳定的盈利增长点。报告期内期间费用率 3.42%, 较上年同期降低 0.11pp, 其中销售费用率 2.48%, 同比增 0.33pp; 管理费用率 0.97%, 同比减 0.08pp; 财务费用率-0.03%, 同比减 0.35pp, 为利息收入增加所致; 费用端基本延续了一贯的稳定表现。
- **2020 年潜力增长点丰富, 长期稳健增长可期:** 麻药业务向“大麻药”模式进军, 公司未来将持续引进一、二类精神药品; 公司作为重要的全国进口药品分销企业, 将持续受益于进口创新药的加速审批; 公司持续加大器械业务的投入, 先后成立器械分销孙公司并对器械子公司进行增资, 器械分销的收入贡献占比有望稳步提升。
- **盈利预测和投资建议:** 我们预计 2020-2022 年公司收入分别为 469.72、543.47、593.87 亿元, 同比分别增长 5.21%、15.70%和 9.27%; 归母净利润分别为 16.78、19.10、20.65 亿元, 同比分别增长 4.60%、13.86%和 8.09%; 对应 EPS 分别为 2.22 元、2.53 元和 2.74 元, 给予“增持”评级。
- **风险提示事件: 麻药领域拓展不及预期; 北京医药市场竞争加剧的风险;**

图表 1: 国药股份财务预测模型

资产负债表					利润表				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	21676	27083	30060	32817	营业收入	44644	46972	54347	59387
现金	5702	10282	10776	11607	营业成本	40737	42909	49755	54398
应收账款	10924	11878	13616	14948	营业税金及附加	104	106	125	135
其他应收款	242	214	271	284	营业费用	1048	1127	1304	1485
预付账款	283	316	356	395	管理费用	425	446	495	529
存货	3356	3810	4265	4747	财务费用	11	21	39	11
其他流动资产	1168	582	776	836	资产减值损失	0	0	0	5
非流动资产	2518	1723	1862	1982	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	795	600	630	680	投资净收益	115	140	205	225
固定资产	609	674	736	788	营业利润	2436	2503	2835	3050
无形资产	264	259	252	246	营业外收入	2	15	30	30
其他非流动资产	850	191	245	267	营业外支出	11	12	10	5
资产总计	24194	28806	31923	34798	利润总额	2427	2506	2855	3075
流动负债	11603	14875	15902	16528	所得税	546	549	634	678
短期借款	349	3000	2500	2000	净利润	1880	1957	2221	2397
应付账款	7780	8365	9601	10551	少数股东损益	277	279	311	332
其他流动负债	3474	3510	3801	3977	归属母公司净利润	1604	1678	1910	2065
非流动负债	432	297	316	341	EBITDA	2550	2625	2988	3189
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.13	2.22	2.53	2.74
其他非流动负债	432	297	316	341					
负债合计	12035	15172	16218	16868	主要财务比率				
少数股东权益	1622	1901	2212	2544	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
股本	755	755	755	755	成长能力				
资本公积	2349	2349	2349	2349	营业收入	15.2%	5.2%	15.7%	9.3%
留存收益	7411	8630	10389	12282	营业利润	19.5%	2.7%	13.3%	7.6%
归属母公司股东权益	10537	11733	13493	15385	归属于母公司净利润	14.2%	4.6%	13.9%	8.1%
负债和股东权益	24194	28806	31923	34798	获利能力				
					毛利率(%)	8.8%	8.7%	8.5%	8.4%
					净利率(%)	3.6%	3.6%	3.5%	3.5%
					ROE(%)	15.2%	14.3%	14.2%	13.4%
					ROIC(%)	31.9%	33.3%	32.3%	30.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	49.7%	52.7%	50.8%	48.5%
					净负债比率(%)	3.25%	19.77%	15.42%	11.86%
					流动比率	1.87	1.82	1.89	1.99
					速动比率	1.58	1.56	1.62	1.70
					营运能力				
					总资产周转率	1.95	1.77	1.79	1.78
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	5.50	5.32	5.54	5.40
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	2.13	2.22	2.53	2.74
					每股经营现金流(最新摊薄)	2.35	2.72	1.57	2.01
					每股净资产(最新摊薄)	13.97	15.55	17.88	20.39
					估值比率				
					P/E	22.30	21.32	18.73	17.33
					P/B	3.39	3.05	2.65	2.32
					EV/EBITDA	12	12	10	10

现金流量表				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1776	2052	1186	1518
净利润	1880	1957	2221	2397
折旧摊销	103	102	114	128
财务费用	11	21	39	11
投资损失	-115	-140	-205	-225
营运资金变动	-135	-5	-948	-790
其他经营现金流	31	117	-35	-3
投资活动现金流	15	422	-3	-5
资本支出	86	150	150	150
长期投资	-1	-199	30	50
其他投资现金流	99	373	177	195
筹资活动现金流	-1217	2107	-690	-682
短期借款	-635	2651	-500	-500
长期借款	-42	0	0	0
普通股增加	-10	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-530	-544	-190	-182
现金净增加额	573	4580	494	831

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的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, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。