

# 国药控股 (1099.HK)

## 一季度业绩受疫情影响，但仍好于市场预期

**一季度业绩摘要。**公司实现收入 944 亿人民币，比去年同期下降 0.82%；毛利率为 7.73%，比去年同期下降了 0.34%。销售费用率和管理费用率分别有 0.25% 和 0.06% 的上升，受宽松的利率环境影响，财务费用率下降了 0.13%。归母净利润下滑 29.1% 至 8.1 亿人民币，主要由于资产减值损失等几项的变动较大。此前受疫情影响公司曾经在 3 月 8 日发布年初返利不及时，预计净利润下降 50% 的盈利预警，而一季度净利润实际只下降 29.1%，因此市场反应趋于正面。

**疫情实际影响公司运营将逐渐减少。**疫情影响主要体现在：1) 一季度应收账款天数从 108 天延长至 130 天，因为医疗机构收入下降，回款能力下降；2) 经营性现金流比去年同期增加 99 亿净流入，因为公司为了保证防疫物资配送对临时采购的存货预付，加剧了资金的流出。3) 有效税率从 23.3% 增加至 27.3%，因为疫情期间部分当地政府纳税环节有所延误，导致弥补和抵扣不及时，造成波动，实际税率没有变化。公司管理层表示，目前疫情影响逐渐消失，医院门诊住院量恢复至正常水平的 60-70%，并呈现逐渐好转的趋势，随着疫情影响逐步减少，后面几个季度将会逐步消化这些短期影响，保持全年业务平稳发展。

**毛利率水平下滑部分由于医改集采政策影响。**由于医改政策的长期影响，整体医药流通行业的毛利率呈下滑趋势。集采第一期 25 个产品在 4+7 个省市试点地区对于公司毛利率有千分之一的影响，可以忽略不计，但第一期在全国推广和第二期 4 月的集采还没有具体数字。管理层表示，将会不断增加高毛利业务的比重，来使得公司整体毛利率水平稳定。

**疫情带来业务结构变化。**医药分销业务下降 5.26%，因为医疗机构的直销业务下降了 10%，但零售终端直销业务增长超过 20%。医药零售业务增长 40%，业务占比上升 2%。疫情对方外流和互联网医疗政策落地有促进作用，公司的医保统筹的重症慢病药房数量增加。管理层表示未来公司还会加强收并购，市场份额有望进一步提升。

**风险提示：**疫情影响持续；创新业务开展不及预期；收并购不及预期。

朱倩岚

医疗分析师

vicky\_zhu@spdbi.com

(852) 2808 6439

### 公司数据

未评级

目前股价 (港元)	20.15
52 周内股价区间 (港元)	14.7 - 31.4
市值 (百万港元)	62,881
近 90 日日均成交量 (百万)	11.5

### 股价表现



资料来源：Bloomberg、浦银国际

### 财务数据摘要

(百万人民币)	2017	2018	2019
营收	308,354	344,526	425,273
毛利	26,049	31,228	37,531
营业利润	13,140	15,396	18,087
净利润	5,576	5,836	6,253
EPS (元)	1.9	2.0	2.1
P/B	2.0	1.9	1.6

资料来源：Bloomberg、浦银国际

2020 年 4 月 28 日

浦银国际

行业追踪

国药控股 (1099.HK)

## 财务报表分析与预测

### 利润表

(百万人民币)	2017	2018	2019	2020E	2021E
主营业务收入	308,354	344,526	425,273	467,771	527,542
主营业务收入成本	282,305	313,298	387,741		
毛利	26,049	31,228	37,531	40,710	45,527
营业开支	13,337	16,246	19,885		
销售及一般行政管理	13,366	15,552	19,170		
折旧费用	1,000	1,091	1,354		
营业利润	13,140	15,396	18,087	18,564	20,878
息税折旧前利润	14,380	16,791	21,201	20,057	22,508
净利息支出	1,669	2,588	3,114		
税前利润	11,227	12,208	13,760	14,466	16,591
净利润	8,665	9,404	10,620		
归母净利润	5,576	5,836	6,253	6,731	7,592
少数股东权益	3,089	3,569	4,368		

### 现金流量表

(百万人民币)	2017	2018	2019	2020E	2021E
净利润	5,576	5,836	6,253		
折旧、摊销	1,240	1,395	3,114		
非现金项目	2,711	3,528	4,216		
非现金营运资本变动	-8,459	-10,665	464		
经营活动所得现金	3,209	3,653	18,777		
固定资产收购	-2,121	-3,240	-2,206		
投资活动现金流	-3,160	-5,908	-6,796		
已付股利	-1,383	-1,577	-1,753		
债务(偿付)所得现金	7,751	14,283	-4,299		
股权(回购)现金	-196	3	50		
融资所得现金	-13,085	10,319	-7,904		
现金净增减	4,028	8,064	-1,103		

### 资产负债表

(百万人民币)	2017	2018	2019	2020E	2021E
现金、现金等同及短期投	32,241	40,340	39,192		
应收账款与票据	81,304	106,429	122,275		
库存	30,273	35,389	42,594		
其他短期资产	18,952	21,996	25,231		
总计流动资产	162,771	204,655	230,000		
财产、厂房及设备, 净值	11,222	13,276	18,763		
长期投资与应收账款	804	664	748		
其他长期资产	15,896	17,176	20,378		
非流动资产总计	27,922	31,117	39,889		
总资产	190,693	235,771	269,888		
应付与应计账款	92,871	103,888	129,629		
短期债务	31,649	50,085	43,669		
其他短期负债	64	6,102	5,127		
总计流动负债	124,583	160,074	178,425		
长期债务	5,452	4,951	11,470		
其他长期负债	2,711	2,470	3,054		
非流动负债总额	8,163	7,421	14,524		
总负债	132,746	167,495	192,949		
股本与资本公积	20,844	24,195	24,195		
留存收益	18,842	23,090	27,588		
其他股东权益	-1,192	-4,327	-4,300		
少数股东权益前股本	38,302	42,822	47,422		
总股东权益	57,947	68,276	76,939		
总负债与股东权益	190,693	235,771	269,888		

### 主要财务比率

	2017	2018	2019	2020E	2021E
市盈率	15.0	14.7	12.1	8.2	7.2
市净率	2.0	1.9	1.6	1.1	1.0
价格/有形账面价值	2.5	2.3	2.0		
企业价值/净收入	0.3	0.4	0.3	0.2	0.2
企业价值/EBITDA	7.1	7.8	6.3	5.1	4.6
企业价值/EBIT	7.8	8.5	7.5	5.5	4.9
回报率%					
普通股回报率	15.9	14.4	13.9		
总资产回报率	3.2	2.7	2.5		
资本回报率	11.8	10.8	10.5		
投资资本回报	11.3	10.0	9.8		
利润率%					
毛利率	8.5	9.1	8.8		
EBITDA率	4.7	4.5	4.5		
营业利润率	4.3	4.1	3.8		
税前毛利率	3.6	3.5	3.2		
净利润率	1.8	1.7	1.5		
流动性比率					
现金比率	0.3	0.3	0.2		
流动比率	1.3	1.3	1.3		
速动比率	0.9	0.9	0.9		
CFO/平均流动负债	0.0	0.0	0.1		
普通股权益/总资产	20.1	18.2	17.6		
总债务/股东权益	64.0	80.6	71.7		
总债务/资本	39.0	44.6	41.8		
总负债/总资产	19.5	23.3	20.4		

E=Bloomberg预测

资料来源: Bloomberg、浦银国际

## 评级定义

### 证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“维持”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

### 行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“增持”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“中性”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“减持”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

## 分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司（统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司（统称“浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

### 权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
- 2) 浦银国际跟本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。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。
- 4) 浦银国际证券分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。

### 浦银国际证券机构销售团队

黄路遥

jessie\_huang@spdbi.com  
852-2808 6466

王奕旻

stephy\_wang@spdbi.com  
852-2808 6467

### 浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: [www.spdbi.com](http://www.spdbi.com)

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼