

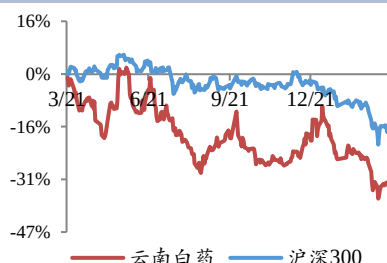
收入端稳健增长，利润端受投资损益干扰

投资评级：增持（维持）

报告日期：2022-03-27

收盘价（元）	81.06
近 12 个月最高/最低（元）	123.42/76.00
总股本（百万股）	1,283
流通股本（百万股）	606
流通股比例（%）	47.22
总市值（亿元）	1,040
流通市值（亿元）	491

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：李昌幸

执业证书号：S0010121080070

邮箱：licx@hazq.com

相关报告

1. 【华安医药】云南白药（000538）
深度报告：百年名药，百年品牌，成就大健康领导者 2022-03-02

主要观点：

事件

公司发布 2021 年年报，2021 年实现营业收入 363.74 亿元，同比增长 11.09%；归属于上市公司股东的净利润 28.04 亿元，同比下降 49.17%；扣除非经常性损益的净利润 33.39 亿元，同比增长 15.17%；基本每股收益 2.21 元，拟每 10 股派发现金红利 16 元(含税)，送红股 4 股(含税)。

点评

收入端良性增长，利润端受投资损益影响

工业收入 127.03 亿元，同比增长 8.42%，毛利率为 63.98%，同比提升 2.8 个百分点；批发零售收入 235.81 亿元，同比增长 12.43%，毛利率为 7.31%，同比下降 1.78 个百分点。

净利润主要受投资收益影响。公司 2021 年公允价值变动损益减少约 19.29 亿元，主要是持有的证券、基金单位净值变化产生。不过公司也在对投资方面做减法，总体投资金额（包括股权投资、非股权投资以及金融资产投资）由 2020 年末的 281.33 亿元缩减至 2021 年末的 68.96 亿元，同比减少 75.49%。

另外公司实施 2021 年度员工持股计划所产生的股份支付费用计入公司成本，相关费用 8.13 亿元和资本公积 1.13 亿元。

经营性现金流增长亮眼，第四季度受疫情影响

公司整体毛利率为 27.15%，同比-0.60 个百分点；期间费用率 13.88%，同比-0.18 个百分点；其中销售费用率 10.71%，同比-0.88 个百分点；管理费用率 3.88%，同比+0.70 个百分点；财务费用率-0.71%，同比-0.00 个百分点；经营性现金流净额为 52.23 亿元，同比+36.42%。

分季度来看，公司 Q1-Q4 单季度收入分别为 103.28、87.55、92.79、80.11 亿元，同比增速分别为+33.38%、+12.97%、+9.98%、-9.08%，Q1-Q4 单季度归母净利润分别为 7.63、10.39、6.49、3.53 亿元，同比增速分别为-40.48%、-11.36%、-63.94%、-72.05%，Q1-Q4 单季度扣非归母净利润分别为 13.65、5.20、10.46、4.07 亿元，同比增速分别为+29.42%、-34.50%、-21.70%、+242.41%。

各版块主营业务扎实推进，助力“1+4”的第二增长曲线战略稳步落地

主营基本业务夯实基础。药品事业部：以药品运营中心板块为核心，以器械运营中心、新渠道运营中心为两翼。健康品事业部：牙膏品类在行业增速趋缓的情况下，2021 年依然斩获超过 23% 的市场份额，保持行业市场份额第一的位置。中药资源事业部：打造了包括重楼、三七、工业大麻在内的战略大品种。省医药公司：争取配送主渠道，保证销售维稳增长，抓住医院发展和品种引进的机会，扩充配送份额。

探索第二条增长曲线，聚焦中医药、口腔智护、皮肤科学、骨伤科、女性关怀等赛道的解决方案，产品梯队不断更新迭代。新零售健康服务赛道，初步完成线上线下用户运营体系和内容体系搭建，2021 年用户数

接近 400 万，线上、线下复购率同步提升。学术支持方面，2021 年，项目组与北大医学部成为战略合作伙伴，就皮肤病治疗及医美领域“产学研医”合作达成在研发、转化、临床应用等方面的初步合作意向。2021 年下半年，总投资约 15.5 亿元的上海国际中心项目全面开工建设，建成后将承担云南白药国际运营中心、研发中心等职能。

参与上海医药非公开发行。2021 年公司通过参与认购上海医药非公开发行 A 股股份的方式达成双方的股权合作和战略合作，借助上海医药优质平台和产业资源协同。公司拟以现金方式参与认购上海医药 2021 年度非公开发行的 6.66 亿股 A 股股票，认购金额不超过人民币 112.30 亿元。此次交易完成后，公司将持有上海医药 18.02% 的股权。

● 投资建议

由于公司年报更新，调整此前盈利预测。我们预计，公司 2022~2024 年收入分别 407.6/456.1/510.1 亿元，分别同比增长

12.0%/11.9%/11.8%，归母净利润分别为 47.0/52.9/57.2 亿元，分别同比增长 67.5%/12.7%/8.0%，对应 EPS 为 3.66/4.13/4.46 元，对应估值为 22X/20X/18X。若剔除投资损益等影响，预计公司 2022-2024 年扣非后归母净利润为 47.0/50.3/52.6 亿元，同比增速为 41%/7%/5%。维持“增持”投资评级。

● 风险提示

产品价格波动不及预期，投资收益不及预期，牙膏及大健康产品业绩不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	36374	40755	45614	51006
收入同比 (%)	11.1%	12.0%	11.9%	11.8%
归属母公司净利润	2804	4696	5294	5717
净利润同比 (%)	-49.2%	67.5%	12.7%	8.0%
毛利率 (%)	27.1%	27.0%	26.8%	26.4%
ROE (%)	7.3%	10.9%	11.0%	10.6%
每股收益 (元)	2.21	3.66	4.13	4.46
P/E	47.35	22.14	19.64	18.19
P/B	3.51	2.42	2.16	1.93
EV/EBITDA	25.54	12.14	10.21	8.90

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	45504	54395	61175	70040	营业收入	36374	40755	45614	51006
现金	18871	23490	29215	34369	营业成本	26498	29752	33388	37542
应收账款	7184	6237	7995	8373	营业税金及附加	193	216	242	270
其他应收款	165	271	255	313	销售费用	3896	4483	5246	6121
预付账款	531	591	666	747	管理费用	1079	1223	1368	1530
存货	8379	11615	11796	13960	财务费用	-258	0	0	0
其他流动资产	10373	12190	11247	12278	资产减值损失	-143	0	0	0
非流动资产	6789	5765	4902	4127	公允价值变动收益	-1929	-500	-200	0
长期投资	185	41	0	0	投资净收益	1044	1170	1310	1465
固定资产	2971	1898	799	-326	营业利润	3485	5516	6217	6713
无形资产	699	863	1027	1191	营业外收入	10	10	10	10
其他非流动资产	2934	2963	3076	3262	营业外支出	14	15	15	15
资产总计	52293	60160	66077	74167	利润总额	3482	5511	6212	6708
流动负债	12718	15902	16538	18926	所得税	685	827	932	1006
短期借款	1722	1722	1722	1722	净利润	2796	4684	5280	5702
应付账款	4209	5279	5613	6486	少数股东损益	-7	-12	-14	-15
其他流动负债	6788	8901	9203	10718	归属母公司净利润	2804	4696	5294	5717
非流动负债	1141	1141	1141	1141	EBITDA	4599	6801	7530	8053
长期借款	90	90	90	90	EPS (元)	2.21	3.66	4.13	4.46
其他非流动负债	1051	1051	1051	1051	主要财务比率				
负债合计	13859	17042	17679	20067	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	208	195	182	167	成长能力				
股本	1283	1283	1283	1283	营业收入	11.1%	12.0%	11.9%	11.8%
资本公积	18126	18126	18126	18126	营业利润	-48.8%	58.3%	12.7%	8.0%
留存收益	18817	23513	28807	34524	归属于母公司净利	-49.2%	67.5%	12.7%	8.0%
归属母公司股东权	38226	42922	48216	53933	获利能力				
负债和股东权益	52293	60160	66077	74167	毛利率 (%)	27.1%	27.0%	26.8%	26.4%
现金流量表					净利率 (%)	7.7%	11.5%	11.6%	11.2%
单位:百万元					ROE (%)	7.3%	10.9%	11.0%	10.6%
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	ROIC (%)	8.4%	10.4%	10.5%	10.2%
经营活动现金流	5223	3704	4855	4243	偿债能力				
净利润	2804	4696	5294	5717	资产负债率 (%)	26.5%	28.3%	26.8%	27.1%
折旧摊销	366	1278	1304	1330	净负债比率 (%)	36.1%	39.5%	36.5%	37.1%
财务费用	52	0	0	0	流动比率	3.58	3.42	3.70	3.70
投资损失	-1044	-1170	-1310	-1465	速动比率	2.83	2.62	2.91	2.90
营运资金变动	929	-1588	-618	-1323	营运能力				
其他经营现金流	3992	6772	6098	7024	总资产周转率	0.70	0.68	0.69	0.69
投资活动现金流	3999	916	869	911	应收账款周转率	5.06	6.53	5.71	6.09
资本支出	-530	-398	-482	-554	应付账款周转率	6.30	5.64	5.95	5.79
长期投资	5460	644	241	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-931	670	1110	1465	每股收益	2.21	3.66	4.13	4.46
筹资活动现金流	-4623	0	0	0	每股经营现金流薄)	4.07	2.89	3.79	3.31
短期借款	-244	0	0	0	每股净资产	29.80	33.46	37.59	42.05
长期借款	53	0	0	0	估值比率				
普通股增加	5	0	0	0	P/E	47.35	22.14	19.64	18.19
资本公积增加	471	0	0	0	P/B	3.51	2.42	2.16	1.93
其他筹资现金流	-4908	0	0	0	EV/EBITDA	25.54	12.14	10.21	8.90
现金净增加额	4592	4619	5725	5154					

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人：李昌幸，研究助理，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于华西证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。