

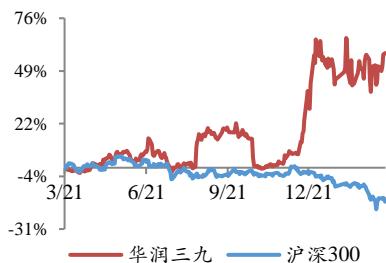
# 业绩符合预期，CHC 快速增长，研发可期

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2022-03-27

收盘价（元）	37.89
近 12 个月最高/最低（元）	39.73/23.55
总股本（百万股）	979
流通股本（百万股）	978
流通股比例（%）	99.95
总市值（亿元）	371
流通市值（亿元）	371

## 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：李昌辛**

执业证书号: S0010121080070

邮箱: licx@hazq.com

## 相关报告

1. 【华安医药】华润三九 (000999)  
深度报告：股权激励多维条件彰显公司发展信心，静待“三九”品牌价值获得重估 2021-12-27

## 主要观点：

### ➤ 事件

公司发布 2021 年年报，2021 年公司实现营业收入 153.2 亿元，同比增长 12.34%；净利润 20.47 亿元，同比增长 28.13%；基本每股收益 2.09 元。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 8.60 元（含税）。

### ➤ 事件点评

#### ● CHC 快速增长，审慎评估下计提存货跌价准备和商誉减值准备

CHC 健康消费品业务实现营业收入 92.76 亿元，同比增长 17.72%，健康消费品业务作为公司的核心业务，实现快速增长。

处方药业务实现营业收入 53.50 亿元，同比增长 2.76%，经过几年的业务优化，中药注射剂、抗感染业务在营业收入中的占比已分别下降至约 4% 和 6%。

2021 年公司计提存货跌价准备 2.1 亿元和商誉减值准备 4,423.60 万元。

- 存货跌价准备主要是中药配方颗粒试点工作结束后，于 2021 年 11 月 1 日起正式执行新标准，不具有国家标准或省级药品监督管理部门制定标准的中药配方颗粒不得上市销售，计提存货跌价准备 1.34 亿元。

- 商誉减值准备为吉林和善堂形成的商誉计提减值准备 4,423.60 万元，吉林和善堂主要为公司子公司雅安三九的中药注射剂提供红参原料，由于人参价格一直处于低位且中药注射剂近年销量下滑，导致吉林和善堂经营业绩未达预期。

#### ● 营收结构调整带来毛利率减少，三四季度受疫情影响

公司整体毛利率为 59.72%，同比-2.74 个百分点；期间费用率 42.35%，同比-4.21 个百分点；其中销售费用率 32.78%，同比-4.00 个百分点；管理费用率 9.83%，同比-0.38 个百分点；财务费用率-0.25%，同比+0.17 个百分点；经营性现金流净额为 18.71 亿元，同比-15.89%。

分季度来看，公司 Q1-Q4 单季度收入分别为 40.80、36.77、33.43、42.21 亿元，同比增速分别为+29.05、+35.32、-2.70、-2.38%；Q1-Q4 单季度归母净利润分别为 6.43、7.22、3.76、3.06 亿元，同比增速分别为+22.95、+35.83、-28.57、+1751.94%；Q1-Q4 单季度扣非归母净利润分别为 6.23、6.42、3.55、2.33 亿元，同比增速分别为+39.92、+34.45、-20.93、+742.27%。

#### ● 大品牌优势明显，拥有 23 个年销售额过亿元的品种，研发持续推进中

CHC：健康消费品业务作为公司的核心业务，实现快速增长。感冒用药不断强化品牌，拓展线上渠道，999 感冒灵、999 强力枇杷露、999 感冒清热颗粒增长较快，在 O2O 等新零售渠道处于领先地位。皮肤用药 2021 年实现营业收入超 3000 万元。渠道和终端建设方面，截至 2021 年 12 月底，“999 完美药店”项目覆盖 26 个城市，服务超过 5000 家核心连锁终端，受到广大连锁客户的好评。

处方药：其中，专科和中药配方颗粒业务实现快速增长，抗感染业务受限抗、集采等政策的影响下滑有所延续，预计在新品的持续带动下后续业务将呈现恢复性增长。已覆盖全国数千家等级医院，数万家基层医疗机构，并积极探索互联网医疗市场。

研发方面，研发费用为 5.6 亿元，同比增长 21.82%，占营业收入的 3.7%。公司在研项目 71 项，主要围绕肿瘤、骨科、皮肤、呼吸、抗感染等战略领域，仿创结合，进行产品布局。中医药传承创新方面，公司重点关注中药经典名方、配方颗粒标准及药材资源的研究，目前在研经典名方二十余个。

### ● 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 178.3/207.2/241.5 亿元，分别同比增长 16.4%/16.2%/16.6%，归母净利润分别为 23.5/26.0/29.0 亿元，分别同比增长 14.6%/10.8%/11.4%，对应 EPS 为 2.40/2.66/2.96 元，对应估值为 16X/14X/13X。维持“买入”投资评级。

### ● 风险提示

行业政策风险不及预期；新品种推广不及预期；股权激励方案推进不及预期。

### ● 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	15320	17829	20719	24154
收入同比 (%)	12.3%	16.4%	16.2%	16.6%
归属母公司净利润	2047	2345	2600	2897
净利润同比 (%)	28.1%	14.6%	10.8%	11.4%
毛利率 (%)	59.7%	60.1%	60.3%	60.4%
ROE (%)	13.4%	13.3%	12.9%	12.5%
每股收益 (元)	2.09	2.40	2.66	2.96
P/E	16.38	15.81	14.27	12.80
P/B	2.19	2.10	1.83	1.60
EV/EBITDA	10.40	4.95	3.89	2.78

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				单位:百万元	利润表				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	12478	19245	25745	33264	营业收入	15320	17829	20719	24154
现金	3065	8643	13623	19414	营业成本	6171	7111	8228	9559
应收账款	3040	3717	4216	4975	营业税金及附加	204	232	269	314
其他应收款	55	70	78	93	销售费用	5021	5973	7044	8333
预付账款	280	294	357	404	管理费用	945	1337	1616	1932
存货	2308	2554	3016	3468	财务费用	-39	0	0	0
其他流动资产	3729	3968	4455	4909	资产减值损失	-256	0	0	0
非流动资产	11830	9224	6445	3752	公允价值变动收益	5	0	0	0
长期投资	15	15	15	15	投资净收益	34	39	46	53
固定资产	3705	727	-2246	-5221	营业利润	2457	2805	3109	3465
无形资产	2295	2295	2295	2295	营业外收入	22	0	0	0
其他非流动资产	5816	6188	6381	6664	营业外支出	50	0	0	0
资产总计	24308	28469	32190	37016	利润总额	2429	2805	3109	3465
流动负债	7775	9552	10630	12511	所得税	348	421	466	520
短期借款	60	60	60	60	净利润	2081	2384	2643	2945
应付账款	1105	1221	1443	1659	少数股东损益	34	39	43	48
其他流动负债	6610	8272	9127	10793	归属母公司净利润	2047	2345	2600	2897
非流动负债	820	820	820	820	EBITDA	2949	5788	6093	6442
长期借款	8	8	8	8	EPS (元)	2.09	2.40	2.66	2.96
其他非流动负债	812	812	812	812					
负债合计	8595	10372	11450	13331					
少数股东权益	430	469	512	560					
股本	979	979	979	979					
资本公积	1636	1636	1636	1636					
留存收益	12668	15013	17613	20510					
归属母公司股东权	15283	17628	20228	23125					
负债和股东权益	24308	28469	32190	37016					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1871	5955	5183	6070	成长能力				
净利润	2047	2345	2600	2897	营业收入	12.3%	16.4%	16.2%	16.6%
折旧摊销	520	3022	3027	3025	营业利润	18.7%	14.1%	10.8%	11.4%
财务费用	-15	0	0	0	归属于母公司净利	28.1%	14.6%	10.8%	11.4%
投资损失	-34	-39	-46	-53	盈利能力				
营运资金变动	-858	588	-442	153	毛利率 (%)	59.7%	60.1%	60.3%	60.4%
其他经营现金流	3115	1796	3085	2792	净利率 (%)	13.4%	13.2%	12.5%	12.0%
投资活动现金流	-1791	-377	-203	-279	ROE (%)	13.4%	13.3%	12.9%	12.5%
资本支出	-866	-416	-249	-333	ROIC (%)	13.1%	12.8%	12.4%	12.2%
长期投资	-991	0	1	0	偿债能力				
其他投资现金流	67	39	46	53	资产负债率 (%)	35.4%	36.4%	35.6%	36.0%
筹资活动现金流	-653	0	0	0	净负债比率 (%)	54.7%	57.3%	55.2%	56.3%
短期借款	35	0	0	0	流动比率	1.60	2.01	2.42	2.66
长期借款	8	0	0	0	速动比率	1.27	1.72	2.10	2.35
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.63	0.63	0.64	0.65
其他筹资现金流	-696	0	0	0	应收账款周转率	5.04	4.80	4.91	4.85
现金净增加额	-575	5578	4980	5791	应付账款周转率	5.58	5.83	5.70	5.76

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形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。