

业绩增长符合预期，看好公司平台价值

投资要点

- **事件：**公司发布2021年报，实现营业收入153.2亿元，同比增长12.3%；归母净利润20.5亿元，同比增长28.1%；扣非后归母净利润18.5亿元，同比增长38.8%。
- **CHC健康消费品业务稳健增长，平台价值持续凸显。**2021年公司CHC健康消费品业务收入92.8亿元，同比增长17.7%；毛利率59.3%，同比提升2.1pp。整体来看，公司CHC健康消费品业务保持相对较快增长，与2020年低基数有一定关系。公司CHC业务产品覆盖领域广，涵盖了感冒药、胃肠道用药、皮肤病用药、止咳化痰药等，公司“999”系列品牌价值具备稀缺性，市场认可度高，未来随着产品线持续扩张、终端布局加速完善、营销模式推陈出新，“999”系列明星品牌仍具有提价潜力。有别于传统OTC对药品的局限，CHC涵盖业务范围更加广阔，目前公司持续向大健康领域拓展，未来成长空间广阔。
- **处方药业务结构持续调整，中药配方颗粒有望成为新增长点。**2021年公司处方药业务收入53.5亿元，同比增长2.8%；毛利率65.5%，同比下降9pp。公司处方药业务不断调整产品结构，中药注射剂占比逐年下降，抗感染和其他专科药品占比也持续下降，2021年，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%，预计未来中药注射剂、抗感染业务有望趋于平稳。目前公司大力发展中药配方颗粒业务，是中药配方颗粒龙头企业，可以生产600余种单味配方颗粒品种。配方颗粒业务市场空间较大，且需要全产业链能力，行业监管较严，进入壁垒较高，公司先发优势显著，未来有望领跑行业。
- **研发投入持续加大，产品线有望持续丰富。**2021年公司研发投入6.3亿元，占营业收入的4.1%，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，其中1类小分子靶向抗肿瘤新药QBH-196研究进展顺利，已开展I期临床试验。2021年新引进用于改善女性更年期症状的1类创新中药DZQE，目前正在进行临床前准备工作。
- **盈利预测与评级。**我们预计2022-2024年归母净利润分别为23.6亿元、26.7亿元和29.7亿元，EPS分别为2.41元、2.73元和3.04元，对应当前股价估值分别为18倍、16倍和14倍，给予“买入”评级。
- **风险提示：**销售不及预期；集采风险；在研产品进度不及预期的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	15319.99	17220.69	19035.81	20686.45
增长率	12.34%	12.41%	10.54%	8.67%
归属母公司净利润（百万元）	2046.87	2355.80	2669.60	2971.06
增长率	28.13%	15.09%	13.32%	11.29%
每股收益EPS（元）	2.09	2.41	2.73	3.04
净资产收益率ROE	13.24%	13.46%	13.22%	12.83%
PE	21	18	16	14
PB	2.70	2.34	2.03	1.77

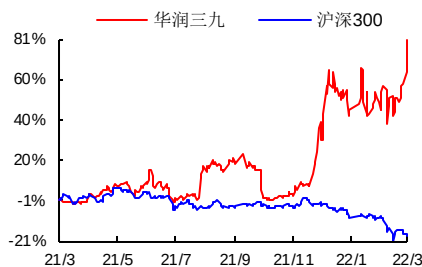
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳
 执业证号：S1250520030002
 电话：021-68416017
 邮箱：duxiaoyang@swsc.com.cn

分析师：马云涛
 执业证号：S1250520090001
 电话：021-68416017
 邮箱：myt@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.79
流通A股(亿股)	9.78
52周内股价区间(元)	23.55-43.35
总市值(亿元)	424.35
总资产(亿元)	243.08
每股净资产(元)	15.61

相关研究

1. 华润三九（000999）：CHC和处方药齐头并进，持续成长前景可期（2022-01-28）

关键假设：

假设 1：公司“999”系列品牌辨识度高，具备价值稀缺性，且公司积极拓展 CHC 产品线，未来有望实现量价齐升，预计 CHC 业务板块 2022 年、2023 年和 2024 年销量增速为 14%、12%和 10%，假设产品价格维持稳定；

假设 2：公司近年不断优化处方药业务，2020 年限抗政策及药品集中带量采购政策导致该业务板块业绩承压，未来有望温和恢复，另外公司中药配方颗粒业务有望成为新增长点，预计公司处方药业务 2022 年、2023 年和 2024 年收入增速为 10%、8%和 6%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2021A	2022E	2023E	2024E
非处方药	收入	92.17	105.08	117.69	129.46
	增速	17.72%	14.00%	12.00%	10.00%
	成本	37.48	42.03	47.08	51.78
	毛利	54.70	63.05	70.61	77.67
	毛利率	59.34%	60.00%	60.00%	60.00%
处方药	收入	53.23	58.55	63.24	67.03
	增速	2.76%	10.00%	8.00%	6.00%
	成本	18.39	20.49	22.13	23.46
	毛利	34.84	38.06	41.10	43.57
	毛利率	65.45%	65.00%	65.00%	65.00%
其他	收入	7.80	8.58	9.43	10.38
	增速	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	5.85	6.43	7.07	7.78
	毛利	1.95	2.14	2.36	2.59
	毛利率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
合计	收入	153.20	172.21	190.36	206.86
	增速	12.32%	12.41%	10.54%	8.67%
	成本	61.71	68.96	76.28	83.03
	毛利	91.49	103.25	114.08	123.84
	毛利率	59.72%	59.96%	59.93%	59.86%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取了行业中与华润三九业务最为相近的华东医药、羚锐制药、健民集团和以岭药业四家公司，2021 年四家公司的平均 PE 为 26 倍，2022 年平均 PE 为 21 倍。公司发布股权激励，业绩增速确定性强，同时，公司零售渠道能力强，平台价值有望凸显，此外，公司中药配方颗粒有望成为新增长点，长期成长空间广阔。给予公司 2022 年 22 倍 PE，对应目标价为 53.02 元，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
000963.SZ	华东医药	32.82	1.61	1.54	1.84	2.20	20	21	18	15
600285.SH	羚锐制药	13.95	0.57	0.71	0.86	1.03	24	20	16	14
600976.SH	健民集团	58.14	0.96	2.12	2.66	3.31	61	27	22	18
002603.SZ	以岭药业	30.21	1.01	0.83	1.02	1.22	30	36	30	25
平均值							34	26	21	18

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	15319.99	17220.69	19035.81	20686.45	净利润	2080.84	2443.78	2766.42	3078.82
营业成本	6170.84	6895.64	7628.28	8302.58	折旧与摊销	471.24	424.25	445.47	454.50
营业税金及附加	203.98	223.87	247.47	268.92	财务费用	-38.50	3.44	3.81	4.14
销售费用	5021.31	5682.83	6186.64	6619.66	资产减值损失	-256.48	0.00	0.00	0.00
管理费用	945.31	1635.97	1808.40	1965.21	经营营运资本变动	-845.82	621.93	62.19	33.42
财务费用	-38.50	3.44	3.81	4.14	其他	459.25	-64.78	-87.46	-87.20
资产减值损失	-256.48	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1870.52	3428.62	3190.43	3483.67
投资收益	33.86	80.00	80.00	80.00	资本支出	-676.45	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	5.04	5.04	5.04	5.04	其他	-1114.05	85.04	85.04	85.04
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1790.50	45.04	45.04	45.04
营业利润	2457.45	2863.98	3246.25	3610.97	短期借款	35.00	-60.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-28.39	-11.25	-16.88	-16.92	长期借款	7.97	0.00	0.00	0.00
利润总额	2429.06	2852.73	3229.37	3594.05	股权融资	0.26	0.00	0.00	0.00
所得税	348.22	408.96	462.95	515.23	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	2080.84	2443.78	2766.42	3078.82	其他	-696.34	-54.38	-3.81	-4.14
少数股东损益	33.97	87.98	96.82	107.76	筹资活动现金流净额	-653.11	-114.38	-3.81	-4.14
归属母公司股东净利润	2046.87	2355.80	2669.60	2971.06	现金流量净额	-575.41	3359.28	3231.67	3524.58
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3065.10	6424.38	9656.05	13180.62	成长能力				
应收和预付款项	3385.90	3993.34	4371.85	4734.27	销售收入增长率	12.34%	12.41%	10.54%	8.67%
存货	2308.49	2559.38	2835.88	3090.30	营业利润增长率	18.71%	16.54%	13.35%	11.23%
其他流动资产	3718.91	1473.54	1500.40	1524.82	净利润增长率	28.64%	17.44%	13.20%	11.29%
长期股权投资	14.72	14.72	14.72	14.72	EBITDA 增长率	18.46%	13.89%	12.27%	10.12%
投资性房地产	14.18	14.18	14.18	14.18	获利能力				
固定资产和在建工程	4108.75	3781.82	3433.66	3076.48	毛利率	59.72%	59.96%	59.93%	59.86%
无形资产和开发支出	6706.96	6661.06	6615.17	6569.28	三费率	38.70%	42.52%	42.02%	41.52%
其他非流动资产	984.98	973.55	962.13	950.71	净利率	13.58%	14.19%	14.53%	14.88%
资产总计	24307.98	25895.98	29404.04	33155.37	ROE	13.24%	13.46%	13.22%	12.83%
短期借款	60.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.56%	9.44%	9.41%	9.29%
应付和预收款项	2700.97	3021.80	3349.28	3640.62	ROIC	17.94%	20.87%	24.82%	28.29%
长期借款	7.97	7.97	7.97	7.97	EBITDA/销售收入	18.87%	19.11%	19.41%	19.67%
其他负债	5826.33	4709.93	5124.09	5505.27	营运能力				
负债合计	8595.27	7739.70	8481.34	9153.85	总资产周转率	0.66	0.69	0.69	0.66
股本	978.90	978.90	978.90	978.90	固定资产周转率	4.27	4.68	5.40	6.41
资本公积	1636.03	1636.03	1636.03	1636.03	应收账款周转率	5.09	5.27	5.15	5.12
留存收益	12667.36	15023.16	17692.76	20663.82	存货周转率	3.00	2.82	2.81	2.79
归属母公司股东权益	15282.50	17638.09	20307.69	23278.75	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.42%	—	—	—
少数股东权益	430.21	518.19	615.01	722.77	资本结构				
股东权益合计	15712.71	18156.27	20922.70	24001.52	资产负债率	35.36%	29.89%	28.84%	27.61%
负债和股东权益合计	24307.98	25895.98	29404.04	33155.37	带息债务/总负债	0.79%	0.10%	0.09%	0.09%
					流动比率	1.60	2.09	2.40	2.70
					速动比率	1.31	1.72	2.03	2.33
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	2.09	2.41	2.73	3.04
					每股净资产	16.05	18.55	21.37	24.52
					每股经营现金	1.91	3.50	3.26	3.56
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	2890.19	3291.67	3695.53	4069.61					
PE	20.73	18.01	15.90	14.28					
PB	2.70	2.34	2.03	1.77					
PS	2.77	2.46	2.23	2.05					
EV/EBITDA	12.93	10.29	8.30	6.67					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn