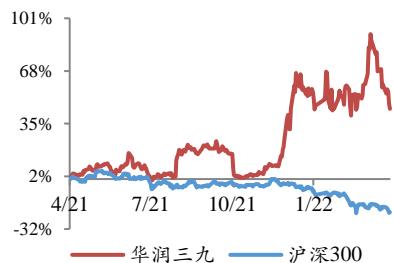


一季度利润超预期，品牌价值逐步体现

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-04-24

| | |
|-----------------|-------------|
| 收盘价（元） | 34.20 |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 45.36/23.55 |
| 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） | 335 |
| 流通市值（亿元） | 335 |

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

主要观点：
事件

2022 年一季度公司实现营业收入 41.94 亿元，同比增长 2.81%；归母净利润 8.39 亿元，同比增长 30.45%；扣非归母净利润 7.97 亿元，同比增长 27.96%。

事件点评

利润端超预期，费用率下降带来利润快速增长。公司整体毛利率为 55.06%，同比-4.40 个百分点；期间费用率 30.00%，同比-9.33 个百分点；其中销售费率 23.23%，同比-9.96 个百分点；管理费率 6.98%，同比+0.51 个百分点；财务费率-0.22%，同比+0.12 个百分点；经营性现金流净额为 4.59 亿元，同比+64.73%。

收入端持续恢复中。最近 3 个季度的营收上看 21Q3、21Q4、22Q1 单季度收入分别为 33.43、42.21、41.94 亿元，同比增速分别为-2.70、-2.38、+2.81%，疫情影响下持续恢复中。

大品牌优势明显，研发持续推进。CHC 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，三九品牌优势明显。处方药中专科和中药配方颗粒业务实现快速增长。研发方面围绕肿瘤、骨科、皮肤、呼吸、抗感染等战略领域，仿创结合，进行产品布局。

● 投资建议

维持此前盈利预测。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 14X/13X/12X。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；疫情影响超出预期。

● 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 | 2599 | 2897 |
| 净利润同比（%） | 28.1% | 14.6% | 10.8% | 11.5% |
| 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 | 14.28 | 12.88 | 11.56 |
| P/B | 2.19 | 1.90 | 1.66 | 1.45 |
| EV/EBITDA | 10.40 | 4.33 | 3.29 | 2.22 |

资料来源：wind, 华安证券研究所

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

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | 利润表 | | | | | |
|----------|-------|-------|-------|--------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 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 | 19415 | 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 | -1 | -1 | -1 |
| 非流动资产 | 11830 | 9224 | 6444 | 3751 | 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 | 6187 | 6380 | 6663 | 营业外支出 | 50 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 24308 | 28469 | 32189 | 37015 | 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 | 2642 | 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 | 2599 | 2897 |
| 非流动负债 | 820 | 820 | 820 | 820 | EBITDA | 2949 | 5788 | 6093 | 6441 |
| 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 | 17612 | 20509 | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 15283 | 17628 | 20227 | 23124 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 24308 | 28469 | 32189 | 37015 | | | | | |
| 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 | | | | | |
| 净利润 | 2047 | 2345 | 2599 | 2897 | | | | | |
| 折旧摊销 | 520 | 3022 | 3027 | 3025 | | | | | |
| 财务费用 | -15 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 投资损失 | -34 | -39 | -46 | -53 | | | | | |
| 营运资金变动 | -858 | 588 | -442 | 153 | | | | | |
| 其他经营现金流 | 3115 | 1796 | 3085 | 2792 | | | | | |
| 投资活动现金流 | -1791 | -377 | -203 | -279 | | | | | |
| 资本支出 | -866 | -416 | -249 | -333 | | | | | |
| 长期投资 | -991 | 0 | 1 | 0 | | | | | |
| 其他投资现金流 | 67 | 39 | 46 | 53 | | | | | |
| 筹资活动现金流 | -653 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 短期借款 | 35 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 长期借款 | 8 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 其他筹资现金流 | -696 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 现金净增加额 | -575 | 5578 | 4980 | 5791 | | | | | |

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起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。