

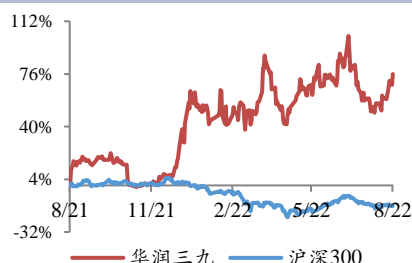
## 二季度业绩短期承压，双轮驱动公司稳健发展

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-23

收盘价（元） 41.41  
近 12 个月最高/最低（元） 47.52/23.33  
总股本（百万股） 987  
流通股本（百万股） 978  
流通股比例（%） 99.11  
总市值（亿元） 409  
流通市值（亿元） 405

### 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

分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

### 相关报告

- 1.【华安医药】华润三九（000999）  
点评：一季度利润超预期，品牌价值逐步体现 2022-04-24
- 2.【华安医药】华润三九（000999）  
年报点评：业绩符合预期，CHC 快速增长，研发可期 2022-03-27
- 3.【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 2022 年半年度实现营业收入为 84 亿元，同比增长 6.82%；归母净利润 14.33 亿元，同比增长 4.16%；基本每股收益 1.46 元。

#### ● 分析点评

##### 疫情下季度收入仍旧保持稳健，利润端短期承压

单季度来看，公司 2022Q2 收入为 42.07 亿元，同比+11.15%；归母净利润为 5.94 亿元，同比-18.90%；扣非归母净利润为 5.34 亿元，同比-16.72%。

##### 疫情影响下毛利、费用双降，经营性现金大幅提升

公司整体毛利率为 54.89%，同比-5.38 个百分点；期间费用率 32.98%，同比-4.93 个百分点；其中销售费用率 25.63%，同比-4.43 个百分点；管理费用率 7.75%，同比-0.51 个百分点；财务费用率-0.39%，同比+0.01 个百分点；经营性现金流净额为 19.03 亿元，同比+80.43%，保持良好稳健态势。

##### CHC 业务稳健增长，处方药受颗粒和集采影响增速下滑

CHC 健康消费品业务：通过搭建的成熟三九商道客户体系，实现营业收入 55.35 亿元，同比增长 7.43%；毛利率为 55.87%，同比下降 4.03 个百分点。

处方药业务：实现营业收入 24.98 亿元，同比增长 5.68%；主要是配方颗粒业务受国标切换及省标推进速度的影响，增速有一定下滑，以及中药注射剂业务受疫情以及集采政策影响销售同比下降，影响了处方药业务增速。处方药整体毛利率为 57.53%，同比下降 8.11 个百分点。主要是由于配方颗粒业务成本上涨导致，营业成本比上年同期增加 30.64%。

##### 内研外拓同步进行，已拟定具体应对措施展望双位数增长

公司内研外拓同步进行，一方面加强创新研发投入，2022 年上半年研发投入 2.34 亿元，1 类创新中药 DZQE、1 类小分子靶向抗肿瘤药 QBH-196 等都在临床推进中。另一方面外拓收购优质资产，2022 年 5 月 9 日，公司公告收购昆药 28% 股份的重大资产重组预案，完成后昆药集团将成为华润三九的控股子公司。

公司半年报称，公司已拟定了具体的应对措施，如下半年疫情得到有效控制、配方颗粒业务顺利推进，预计公司 2022 年营业收入将实现双位数的增长，净利润将努力匹配营收增长水平。

#### ● 投资建议

由于并购尚存在一定不确定性，我们暂维持公司 2022-2024 年的盈利预测。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%/11.5%，对应估值为 17X/16X/14X。维持“买入”投资评级。

● 风险提示

并购推进不及预期；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%	12.8%	12.5%
每股收益 (元)	2.09	2.38	2.63	2.93
P/E	16.38	17.43	15.73	14.11
P/B	2.19	2.32	2.02	1.77
EV/EBITDA	10.40	5.60	4.51	3.36

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
<b>流动资产</b>	12478	19253	25754	33273	<b>营业收入</b>	15320	17829	20719	24154
现金	3065	8652	13632	19423	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
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	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
<b>资产总计</b>	24308	28477	32198	37023	<b>利润总额</b>	2429	2805	3109	3465
<b>流动负债</b>	7775	9552	10630	12511	所得税	348	421	466	520
短期借款	60	60	60	60	<b>净利润</b>	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	<b>归属母公司净利润</b>	2047	2345	2599	2897
<b>非流动负债</b>	820	820	820	820	EBITDA	2949	5788	6093	6441
长期借款	8	8	8	8	EPS (元)	2.09	2.38	2.63	2.93
其他非流动负债	812	812	812	812					
<b>负债合计</b>	8595	10372	11450	13331					
少数股东权益	430	469	512	560					
股本	979	987	987	987					
资本公积	1636	1636	1636	1636					
留存收益	12668	15013	17612	20509					
归属母公司股东权益	15283	17636	20235	23132					
<b>负债和股东权益</b>	24308	28477	32198	37023					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	1871	5955	5183	6070	<b>成长能力</b>				
净利润	2047	2345	2599	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%	11.5%
财务费用	-15	0	0	0	归属于母公司净利	28.1%	14.6%	10.8%	11.5%
投资损失	-34	-39	-46	-53	<b>获利能力</b>				
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%
<b>投资活动现金流</b>	-1791	-377	-203	-279	ROE(%)	13.4%	13.3%	12.8%	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	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	67	39	46	53	资产负债率(%)	35.4%	36.4%	35.6%	36.0%
<b>筹资活动现金流</b>	-653	8	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	2.02	2.42	2.66
长期借款	8	0	0	0	速动比率	1.27	1.72	2.11	2.35
普通股增加	0	8	0	0	<b>营运能力</b>				
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
<b>现金净增加额</b>	-575	5586	4980	5791	应付账款周转率	5.58	5.83	5.70	5.76

每股指标(元)					估值比率				
每股收益	2.09	2.38	2.63	2.93	P/E	16.38	17.43	15.73	14.11
每股经营现金流薄)	1.91	6.03	5.25	6.15	P/B	2.19	2.32	2.02	1.77
每股净资产	15.61	17.87	20.50	23.43	EV/EBITDA	10.40	5.60	4.51	3.36

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。

**分析师：**李昌幸，医药分析师，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。