

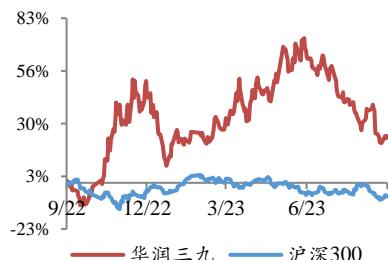
二季度营收增速亮眼，昆药并表带来新增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-09-01

收盘价（元）	47.58
近 12 个月最高/最低（元）	66.57/34.19
总股本（百万股）	988
流通股本（百万股）	978
流通股比例（%）	99.01
总市值（亿元）	470
流通市值（亿元）	466

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：李昌辛

执业证书号: S0010522070002

邮箱: licx@hazq.com

主要观点：

- 事件：

2023 年 8 月 29 日，公司发布半年报报告，2023 年上半年实现营业收入 131.46 亿元，同比+56.48%；归母净利润 18.77 亿元，同比+30.99%；扣非归母净利润 18.27 亿元，同比+37.22%。

- 分析点评

半年度业绩增长向好，二季度营收增速亮眼

半年度业绩增长向好，剔除并表影响，营收增速仍然保持稳健。2023H1，公司实现营业收入 131.46 亿元，同比+56.48%；实现归母净利润 18.77 亿元，同比+30.99%；扣非归母净利润 18.27 亿元，同比+37.22%。公司上半年整体经营业绩表现良好，主要是系 CHC 业务增长较快以及昆药并表。其中，昆药集团 1-6 月实现营业收入 37.71 亿元，同比-10.81%，剔除昆药并表影响，上半年公司营业收入同比+18.50%。展望全年，不考虑昆药并购的影响，预计公司 2023 年营业收入将实现双位数的增长，净利润努力匹配营收增长水平。

二季度营收增速亮眼。单季度来看，公司 2023Q2 收入为 67.94 亿元，同比+63.68%；归母净利润为 7.26 亿元，同比+22.59%；扣非归母净利润为 6.96 亿元，同比+30.29%。

公司整体毛利率为 52.22%，同比-2.67 个百分点；期间费用率 30.07%，同比-0.35 个百分点；其中销售费用率 25.02%，同比-0.61 个百分点；管理费用率（含研发费用）7.93%，同比-0.04 个百分点；财务费用率-0.10%，同比+0.29 个百分点；经营性现金流净额为 17.72 亿元，同比-6.87%。

锚定战略方向，汇聚增长合力，业务实现持续健康发展

CHC 健康消费品业务：2023H1 公司该业务实现营收 68.19 亿元，同比+23.19%，主要系公司 CHC 业务中品牌 OTC、专业品牌、大健康等业务销售增速较快。公司不断夯实平台基础，拓展新渠道覆盖，实现线上线下双轮驱动。目前，公司的“999 完美药店”终端门店服务项目已覆盖全国 21 个中心城市，服务于 6000 余家核心门店。同时，公司在京东、阿里等主流电商平台持续构建感冒咳嗽、儿科、维矿等品类的品牌优势地位，618 电商大促活动中，999 感冒用药占据同类目排名 Top1 位置，999 小儿感冒药、999 澳诺分别在小儿感冒、维钙营养品类中排名领先。999 消痔软膏在 OTC 品类天猫品牌旗舰店痔疮用药 618 排名第一、肠胃用药排名第四。

处方药业务：随着集采影响减弱、医院处方量恢复、产品结构不断调整，2023H1 公司处方药业务实现营收 27.80 亿元，同比+11.31%。公司心脑血管急重症领域的参附注射液在 SCI 收录的国际学术期刊发表多篇

相关报告

1. 【华安医药】华润三九点评报告：
四季度增长亮眼，CHC 稳健成长，看好公司配方颗粒向好&昆药集团整合推进 2023-04-02

2. 【华安医药】华润三九点评报告：
三季度恢复明显，期待四季度持续增

研究论文；消化领域的易善复口服保肝药稳居 IMS 全国口服护肝产品市场排名第 2 位；抗肿瘤领域的华蟾素片中选全国中成药集采，有望实现以量换价；示踪用盐酸米托蒽醌注射液（复他舒®）顺利通过国谈，将加快产品在医院覆盖面的扩大；骨科领域的骨通贴膏、瘀血痹进入多个疾病诊疗指南；抗感染领域的注射用头孢噻肟钠中选全国集采；注射用头孢比罗酯钠（赛比普®）作为国内首个原研五代头孢菌素，产品供应问题得到解决，正式进入商业化阶段。

昆药业务：2023 年 1 月 19 日，昆药集团完成董事会、监事会改组，昆药集团控股股东由华立医药变更为华润三九，正式并入华润三九财务报表。公司持续推进昆药集团整合工作，并确立其“打造银发经济健康第一股、成为慢病管理领导者、精品国药领先者”的新战略目标。

研发创新蓄力，赋能创新发展

公司围绕战略方向，积极引入新产品，加强公司产品力，持续提升公司创新能力。2023 年上半年公司研发投入 3.65 亿元，其中重点研究项目进展包括：1 类小分子靶向抗肿瘤药 QBH-196 进入 I 期临床试验；H3K27M 突变型弥漫性中线胶质瘤新药 ONC201 胶囊完成国内临床试验申请（IND）并获得《药物临床试验批准通知书》；1 类创新中药 DZQE（用于改善女性更年期症状）正积极推进 II 期临床研究受试者入组工作；“示踪用盐酸米托蒽醌注射液”（复他舒®）正在开展胃癌根治术患者淋巴示踪的临床研究，持续拓展新适应症。同时，公司获得奥美拉唑碳酸氢钠胶囊《药品注册证书》，补充了公司消化领域的产品管线。

此外，公司持续关注中药的创新传承，目前在研经典名方超 30 首。公司与国内知名科研院校展开合作，进行多个中药配方颗粒国家标准的研究和申报，截止目前累计 29 个品种标准已颁布为国家配方颗粒标准，另有 15 个品种标准处于国家标准公示阶段。

● 投资建议

我们维持盈利预测不变，预计公司 2023~2025 年收入分别 303.2（剔除昆药并表为 209.0）/346.4/393.9 亿元，分别同比增长 67.7%（剔除昆药并表为 15.6%）/14.2%/13.7%。归母净利润分别为 30.4/35.6/41.5 亿元，分别同比增长 24.1%/17.2%/16.4%，对应估值为 15X/13X/11X。

● 风险提示

市场及政策风险；研发创新风险；并购整合风险。

● 重要财务指标

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元
营业收入	18079	30320	34636	39386	
收入同比（%）	16.3%	67.7%	14.2%	13.7%	
归属母公司净利润	2449	3040	3564	4148	
净利润同比（%）	19.2%	24.1%	17.2%	16.4%	
毛利率（%）	54.0%	52.4%	54.5%	54.7%	
ROE（%）	14.4%	15.2%	15.1%	14.9%	
每股收益（元）	2.48	3.08	3.61	4.20	

P/E	18.88	15.47	13.19	11.33
P/B	2.72	2.35	1.99	1.69
EV/EBITDA	12.18	9.81	7.75	5.98

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	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	11988	22190	26076	32577	营业收入	18079	30320	34636	39386
现金	3150	6262	8822	12662	营业成本	8313	14427	15753	17849
应收账款	4087	6463	7607	8523	营业税金及附加	207	394	520	591
其他应收款	52	141	131	166	销售费用	5077	9399	11014	12525
预付账款	375	644	707	798	管理费用	1059	1819	2078	2284
存货	2499	4858	5020	5849	财务费用	6	-13	-37	-56
其他流动资产	1825	3823	3790	4579	资产减值损失	-138	-2	-2	-2
非流动资产	15134	15486	15844	16163	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	66	91	130	162	投资净收益	45	61	38	47
固定资产	3731	3692	3591	3485	营业利润	2947	3649	4412	5238
无形资产	2369	2465	2551	2641	营业外收入	36	0	0	0
其他非流动资产	8968	9237	9573	9875	营业外支出	19	0	0	0
资产总计	27123	37677	41920	48740	利润总额	2963	3649	4412	5238
流动负债	8673	16125	16751	19380	所得税	466	547	794	1048
短期借款	169	169	169	169	净利润	2497	3102	3618	4190
应付账款	1449	2607	2797	3197	少数股东损益	48	62	54	42
其他流动负债	7055	13349	13785	16015	归属母公司净利润	2449	3040	3564	4148
非流动负债	917	917	917	917	EBITDA	3572	4195	4976	5814
长期借款	50	50	50	50	EPS (元)	2.48	3.08	3.61	4.20
其他非流动负债	866	866	866	866					
负债合计	9589	17041	17667	20297					
少数股东权益	524	586	640	682					
股本	988	988	988	988					
资本公积	1797	1797	1797	1797					
留存收益	14224	17264	20828	24976					
归属母公司股东权	17010	20049	23613	27761					
负债和股东权益	27123	37677	41920	48740					
现金流量表				单位:百万元	主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3006	4033	3544	4793	成长能力				
净利润	2449	3040	3564	4148	营业收入	16.3%	67.7%	14.2%	13.7%
折旧摊销	571	621	655	674	营业利润	19.2%	23.8%	20.9%	18.7%
财务费用	58	10	10	10	归属于母公司净利	19.2%	24.1%	17.2%	16.4%
投资损失	-45	-61	-38	-47	获利能力				
营运资金变动	-151	362	-699	-32	毛利率 (%)	54.0%	52.4%	54.5%	54.7%
其他经营现金流	2724	2739	4315	4220	净利率 (%)	13.5%	10.0%	10.3%	10.5%
投资活动现金流	-2479	-911	-973	-943	ROE (%)	14.4%	15.2%	15.1%	14.9%
资本支出	-950	-941	-965	-952	ROIC (%)	14.1%	14.4%	14.4%	14.3%
长期投资	-1596	-31	-47	-39	偿债能力				
其他投资现金流	66	61	38	47	资产负债率 (%)	35.4%	45.2%	42.1%	41.6%
筹资活动现金流	-575	-11	-10	-10	净负债比率 (%)	54.7%	82.6%	72.8%	71.4%
短期借款	78	0	0	0	流动比率	1.38	1.38	1.56	1.68
长期借款	42	0	0	0	速动比率	1.05	1.04	1.21	1.34
普通股增加	9	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	153	0	0	0	总资产周转率	0.67	0.80	0.83	0.81
其他筹资现金流	-859	-10	-10	-10	应收账款周转率	4.42	4.69	4.55	4.62
现金净增加额	-42	3112	2561	3839	应付账款周转率	5.74	5.53	5.63	5.58

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阅。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。