

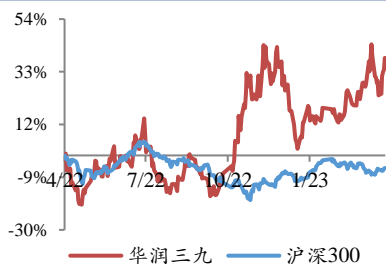
四季度增长亮眼，CHC 稳健成长，看好公司配方颗粒向好&昆药集团整合推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-02

收盘价（元）	57.45
近 12 个月最高/最低（元）	59.68/33.34
总股本（百万股）	988
流通股本（百万股）	978
流通股比例（%）	98.99
总市值（亿元）	568
流通市值（亿元）	562

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】华润三九点评报告：三季度恢复明显，期待四季度持续增长 2022-10-30

2.【华安医药】华润三九点评报告：二季度业绩短期承压，双轮驱动公司稳健发展 2022-08-24

主要观点：

● 事件：

公司发布 2022 年年报报告，2022 年实现营业收入 180.79 亿元，同比 +16.31%；归母净利润 24.49 亿元，同比 +19.16%；扣非归母净利润 22.19 亿元，同比 +19.75%。

● 分析点评

四季度增长亮眼，经营性现金流大幅提升

单季度来看，公司 2022Q4 收入为 59.69 亿元，同比 +39.38%；归母净利润为 4.96 亿元，同比 +66.07%；扣非归母净利润为 4.36 亿元，同比 +86.85%。预计与疫情政策调整后感冒类药品需求提升有关。

公司整体毛利率为 54.02%，同比 -5.70 个百分点；期间费用率 37.25%，同比 -5.10 个百分点；其中销售费用率 28.08%，同比 -4.70 个百分点；管理费用率（含研发费用）9.14%，同比 -0.61 个百分点；财务费用率 0.03%，同比 +0.28 个百分点；经营性现金流净额为 30.06 亿元，同比 +60.72%。

CHC 业务稳健增长，处方端下半年颗粒和集采影响基本消除

CHC 健康消费品业务：通过搭建的成熟三九商道客户体系，加上四季度疫情政策调整的窗口，全年实现营业收入 113.84 亿元，同比增长 22.73%；毛利率为 56.7%，同比下降 2.6 个百分点。

处方药业务：公司处方药业务实现营业收入 59.76 亿元，同比增长 7.19%，主要是配方颗粒业务受国标切换及省标推进速度的影响，首次出现负增长。上半年配方颗粒业务受国标切换及省标推进速度的影响，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。随着颗粒国标数量的陆续提升以及集采的影响消化，下半年处方药板块逐步恢复。

昆药并购落地，期待后续更多业务协同

公司 2022 年年底顺利推动完成昆药集团的收购项目，昆药集团 28% 股份已于 2022 年 12 月 30 日完成过户，2023 年 1 月 19 日，昆药集团完成了董事会和监事会的改组，昆药集团控股股东由华立医药变更为华润三九。

昆药的并购有助于公司进一步稳固 OTC 的市场地位，并购昆药可以丰富公司的三七产业链，同时也让公司收获了具有悠久历史的“昆中药 1381”品牌。公司今年制定了昆药集团加入后的三期计划，分别是百日整合、一年以及三年的整合，期待整合后的协同发展。

内研外拓同步进行，后续增长可期

公司内研外拓同步进行，一方面加强创新研发投入，2022 年公司研发

投入 7.36 亿元，获得发明专利授权 34 项，实用新型专利 56 项，获得研发政府资助资金 7687.6 万元。目前在研项目共计 77 项，重点研究项目：1 类小分子靶向抗肿瘤药 QBH-196 正在开展 I 期临床剂量爬坡试验，H3K27M 突变型胶质瘤新药 ONC201 正在积极推进国内注册申报工作，用于改善女性更年期症状的 1 类创新中药 DZQE，已进入 II 期临床研究；2 类新药“示踪用盐酸米托蒽醌注射液”（复他舒）获批新适应症，用于乳腺癌患者前哨淋巴结的示踪，并于 2023 年 1 月通过谈判首次纳入国家医保目录。

另一方面，2022 年，公司引进中药新药 QJYQ，目前已完成临床前研究。此外，公司获得布洛芬混悬液、富马酸丙酚替诺福韦片等 3 个《药品注册证书》，其中富马酸丙酚替诺福韦片已中选第七批国家药品集中采购。开展了 10 余个品种的一致性评价工作，咪唑斯汀缓释片等 3 个品种通过国家仿制药质量和疗效一致性评价，其中咪唑斯汀缓释片为国内独家首个过评品种。

● 投资建议

由于昆药集团并购落地，预计昆药集团一季度开始正式并表，因此盈利预测考虑相关财务数据调整。我们预计，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 30.3/35.4/41.1 亿元，分别同比增长 23.7%/16.8%/16.0%，对应估值为 19X/16X/14X。

● 风险提示

整合推进不及预期；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	2022A	2023E	2024E	2025E
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	3030	3541	4106
净利润同比 (%)	19.2%	23.7%	16.8%	16.0%
毛利率 (%)	54.0%	52.4%	54.5%	54.7%
ROE (%)	14.4%	15.1%	15.0%	14.8%
每股收益 (元)	2.48	3.07	3.58	4.15
P/E	18.88	18.74	16.04	13.83
P/B	2.72	2.83	2.41	2.05
EV/EBITDA	12.18	8.07	6.41	4.90

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	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	11988	22312	29048	38499	营业收入	18079	30320	34636	39386
现金	3150	6018	11529	18418	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	450	512
其他应收款	52	141	131	166	销售费用	5077	8641	10321	11619
预付账款	375	644	707	798	管理费用	1059	2274	2736	3151
存货	2499	4858	5020	5849	财务费用	6	0	0	0
其他流动资产	1825	4188	4055	4745	资产减值损失	-138	-1	-1	-1
非流动资产	15134	15814	13638	11380	公允价值变动收益	3	0	0	0
长期投资	66	90	90	90	投资净收益	45	75	85	97
固定资产	3731	3534	1126	-1402	营业利润	2947	3961	4628	5367
无形资产	2369	2734	2934	3134	营业外收入	36	0	0	0
其他非流动资产	8968	9457	9489	9558	营业外支出	19	0	0	0
资产总计	27123	38126	42686	49878	利润总额	2963	3961	4628	5367
流动负债	8673	16205	16831	19460	所得税	466	594	694	805
短期借款	169	169	169	169	净利润	2497	3367	3934	4562
应付账款	1449	2607	2797	3197	少数股东损益	48	337	393	456
其他流动负债	7055	13429	13865	16095	归属母公司净利润	2449	3030	3541	4106
非流动负债	917	1021	1021	1021	EBITDA	3572	6349	7135	7927
长期借款	50	110	110	110	EPS (元)	2.48	3.07	3.58	4.15
其他非流动负债	866	911	911	911					
负债合计	9589	17226	17852	20482					
少数股东权益	524	860	1254	1710	主要财务比率				
股本	988	988	988	988	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	1797	1797	1797	1797	成长能力				
留存收益	14224	17255	20795	24901	营业收入	16.3%	67.7%	14.2%	13.7%
归属母公司股东权	17010	20040	23580	27686	营业利润	19.2%	34.4%	16.8%	16.0%
负债和股东权益	27123	38126	42686	49878	归属于母公司净利	19.2%	23.7%	16.8%	16.0%
					获利能力				
					毛利率 (%)	54.0%	52.4%	54.5%	54.7%
					净利率 (%)	13.5%	10.0%	10.2%	10.4%
					ROE (%)	14.4%	15.1%	15.0%	14.8%
					ROIC (%)	14.1%	14.4%	14.2%	14.0%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	35.4%	45.2%	41.8%	41.1%
					净负债比率 (%)	54.7%	82.4%	71.9%	69.7%
					流动比率	1.38	1.38	1.73	1.98
					速动比率	1.05	1.04	1.39	1.64
					营运能力				
					总资产周转率	0.67	0.80	0.81	0.79
					应收账款周转率	4.42	4.69	4.55	4.62
					应付账款周转率	5.74	5.53	5.63	5.58
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.48	3.07	3.58	4.15
					每股经营现金流薄)	3.04	6.49	6.12	7.54
					每股净资产	17.21	20.28	23.86	28.01
					估值比率				
					P/E	18.88	18.74	16.04	13.83
					P/B	2.72	2.83	2.41	2.05
					EV/EBITDA	12.18	8.07	6.41	4.90

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达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。