

增持 (维持)

华润三九 (000999)

全年增长超预期,“品牌+创新”双轮驱动

2023年3月30日

## 市场数据

日期	2023-03-29
收盘价(元)	55.11
总股本(百万股)	988
流通股本(百万股)	978
净资产(亿元)	170
总资产(亿元)	271
每股净资产(元)	17.21

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《华润三九: 三季度恢复良好, 业绩增长超预期》

《华润三九: 中报业绩符合预期, 期待下半年增长加速》

《华润三九: Q1 收入受处方药业务影响, 利润实现高增长》

《华润三九: 2021 年年报符合预期, 品牌价值持续释放》

## 分析师:

孙媛媛

sunyuanyuan@xyzq.com.cn

S0190515090001

## 投资要点

- 全年表现亮眼, 超出此前预期, 四季度需求驱动高增长。2022 年实现营业收入 180.79 亿元, 同比增长 16.31%; 归母净利润 24.49 亿元, 同比增长 19.16%; 扣非净利润 22.19 亿元, 同比增长 19.75%。经营活动产生的现金流量净额 30.06 亿元, 同比增长 59.52%, 保持良好健康态势。2022 年 Q4 实现营收 59.69 亿元, 同比增长 39.38%, 归母净利润 4.96 亿元, 同比增长 66%, 扣非净利润 4.36 亿元, 同比增长 87%。22Q4 分摊限制性股票激励费用 5286.97 万元, 资产减值损失 1.04 亿 (其中包括对三九金复康形成的商誉计提减值准备 4,971.23 万元), 与 21Q4 资产减值损失 1.94 亿相比有所减少。
- 盈利预测及估值: 参考公司预计 2023 年营业收入将实现双位数的增长, 净利润将匹配营收增长水平 (未考虑昆药并购对于业绩的增厚、可能存在的并购、外部环境等不可预测因素对公司收入的影响), 我们预计不考虑昆药并表的情况下, 公司 2023-2025 年归母净利润 27.94、32.14、36.94 亿元, 同比增长 14.1%、15.1%、14.9%。考虑昆药并表后, 预计 2023-2025 年归母净利润为 29.60、34.17、39.40 亿元, 同比增长 20.89%、15.42%、15.30%, 并表后净利润对应 2023 年 3 月 29 日收盘价, PE 为 18.40、15.94、13.82 倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 原材料价格波动、销售不及预期、市场竞争加剧、市场环境政策环境变化等风险。

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18,079	20,572	23,617	27,095
同比增长	16.3%	13.8%	14.8%	14.7%
归母净利润(百万元)	2,449	2,794	3,214	3,694
同比增长	19.2%	14.1%	15.1%	14.9%
毛利率	54.0%	55.5%	55.5%	55.6%
ROE	14.4%	14.1%	14.5%	14.8%
每股收益(元)	2.48	2.83	3.25	3.74
市盈率	22.24	19.50	16.95	14.75

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

**报告正文****事件**

- 公司发布 2022 年年报, 2022 年实现营业收入 180.79 亿元, 同比增长 16.31%; 归母净利润 24.49 亿元, 同比增长 19.16%; 扣非净利润 22.19 亿元, 同比增长 19.75%。

**点评**

- **全年表现亮眼, 超出此前预期, 四季度需求驱动高增长。** 2022 年实现营业收入 180.79 亿元, 同比增长 16.31%; 归母净利润 24.49 亿元, 同比增长 19.16%; 扣非净利润 22.19 亿元, 同比增长 19.75%。经营活动产生的现金流量净额 30.06 亿元, 同比增长 59.52%, 保持良好健康态势。2022 年 Q4 实现营收 59.69 亿元, 同比增长 39.38%, 归母净利润 4.96 亿元, 同比增长 66%, 扣非净利润 4.36 亿元, 同比增长 87%。22Q4 分摊限制性股票激励费用 5286.97 万元, 资产减值损失 1.04 亿 (其中包括对三九金复康形成的商誉计提减值准备 4,971.23 万元), 与 21Q4 资产减值损失 1.94 亿相比有所减少。
- **CHC 紧抓市场机遇, 稳固品牌地位, 实现快速增长。** CHC 业务收入 113.84 亿, 同比增长 22.7%, 其中感冒止咳类上半年保持稳定, 三季度增长恢复良好, 四季度订单充足保障供应, 产品销售快速增长; 皮肤用药表现较好, 通过皮炎平系列化包装设计升级以及数字化平台曝光度提升, 999 皮炎平红色、绿色装实现快速增长; 胃药品类扩大细分领域领先地位; 儿科品类强化并升级独特性品牌资产, 小儿感冒药、小儿止咳糖浆等表现较好, 澳诺业务随着品牌影响力的逐步提升增长快速; 专业品牌条线提升专业服务; 大健康重点布局线上; 康复慢病业务通过更多临床证据提升产品力。CHC 业务毛利率 56.71%, 同比下降 2.63pct, 估计与产品结构以及原材料成本提升有关。在 CHC 业务领域, 公司持续拓展和丰富产品线, 并持续优化传统渠道和终端结构, “999 完美药店” 终端门店服务项目, 现已覆盖全国 21 个中心城市, 服务于 6000 余家核心门店。23 年公司将不断强化核心业务和 999 品牌影响力, 积极向治疗-预防保健-康复慢病全领域拓展, 打造专业性品牌集群, 驱动业务增长。
- **处方药业务短期增速放缓, 23 年有望迎来恢复。** 处方药收入 59.76 亿, 同比增长 7.19%, 增速放缓主要是医院患者数量下降、部分地区学术活动推广难度增加以及配方颗粒业务各省备案进度低于预期销售受限的原因, 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。处方药业务毛利率 52.83%, 同比下降 10.77pct, 估计与产品结构以及配方颗粒产品在新国标切换后毛利率有一定幅度下降有关。23 年医院诊疗恢复, 公司将针对新产品加大推广力度; 中药配方颗粒将持续提升对市场环境变化和成本上升的应对能力, 加大市场拓展, 大力发展基层; 在饮片业务上, 提升饮片盈利水平, 加快拓展饮片医疗终端市场。

- **费用控制良好，提质增效，净利率提升。**2022 年净利率 13.81%，同比提升 0.31pct，主要由于各项费用率有所下降。公司整体毛利率 54.02%，同比下降 5.1pct，主要由于结构性因素和成本因素共同导致；销售费用率 28.08%，同比下降 4.32pct，估计与业务结构变化、疫情影响等因素有关；管理费用率 5.86%，同比下降 0.29pct，费用把控良好；研发费用率 3.29%，同比下降 0.32pct，持续投入创新研发。
- **推进昆药整合，产品、品牌打造、渠道终端的协同已在逐渐落地的过程中。**共同把“昆中药 1381”品牌打造成有全国影响力的精品国药品牌。渠道终端等方面将充分共享三九商道体系和终端覆盖。管理融合方面，将逐步导入华润战略和财务管理体系，改善盈利能力。双方将合作推动三七产业链高质量发展。
- **盈利预测及估值：**参考公司预计 2023 年营业收入将实现双位数的增长，净利润将匹配营收增长水平(未考虑昆药并购对于业绩的增厚、可能存在的并购、外部环境等不可预测因素对公司收入的影响)，我们预计不考虑昆药并表的情况下，公司 2023-2025 年归母净利润 27.94、32.14、36.94 亿元，同比增长 14.1%、15.1%、14.9%。考虑昆药并表后，预计 2023-2025 年归母净利润为 29.60、34.17、39.40 亿元，同比增长 20.89%、15.42%、15.30%，并表后净利润对应 2023 年 3 月 29 日收盘价，PE 为 18.40、15.94、13.82 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动、销售不及预期、市场竞争加剧、市场环境政策环境变化等风险。

附表

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E					
<b>流动资产</b>	11988	16373	18887	22756					
货币资金	3150	4689	6233	8628					
交易性金融资产	0	1500	1500	1500					
应收票据及应收账款	4267	4470	5389	6020					
预付款项	375	408	471	539					
存货	2499	3125	3339	3980					
其他	1698	2180	1954	2089					
<b>非流动资产</b>	15134	13542	13805	13069					
长期股权投资	66	40	53	47					
固定资产	3731	3844	3670	3360					
在建工程	946	473	237	118					
无形资产	2369	2481	2533	2586					
商誉	3995	4028	4011	4019					
长期待摊费用	129	98	63	30					
其他	3899	2578	3238	2908					
<b>资产总计</b>	27123	29915	32692	35825					
<b>流动负债</b>	8673	8600	8941	9268					
短期借款	169	0	0	0					
应付票据及应付账款	1795	2067	2320	2690					
其他	6709	6534	6621	6577					
<b>非流动负债</b>	917	894	908	901					
长期借款	50	50	50	50					
其他	866	844	858	851					
<b>负债合计</b>	9589	9495	9849	10169					
股本	988	988	988	988					
资本公积	1797	1797	1797	1797					
未分配利润	13761	16555	18932	21661					
少数股东权益	524	580	645	719					
<b>股东权益合计</b>	17533	20420	22843	25656					
<b>负债及权益合计</b>	27123	29915	32692	35825					
<b>现金流量表</b>					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E					
归母净利润	2449	2794	3214	3694					
折旧和摊销	514	489	527	545					
资产减值准备	138	3	34	48					
资产处置损失	-2	-2	-2	-2					
公允价值变动损失	-3	-4	-3	-4					
财务费用	58	-54	-54	-74					
投资损失	-45	-45	-45	-45					
少数股东损益	48	56	65	74					
营运资金的变动	-153	-1003	-747	-1104					
<b>经营活动产生现金流量</b>	3006	3739	2241	3509					
<b>投资活动产生现金流量</b>	-2479	-1655	-128	-116					
<b>融资活动产生现金流量</b>	-575	-545	-569	-998					
现金净变动	-42	1540	1544	2394					
现金的期初余额	2403	3150	4689	6233					
现金的期末余额	2361	4689	6233	8628					

注:附表暂未考虑昆药并表。

利润表					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E					
<b>营业收入</b>	18079	20572	23617	27095					
营业成本	8313	9147	10499	12041					
税金及附加	207	267	307	352					
销售费用	5077	6027	6920	7885					
管理费用	1059	1173	1323	1517					
研发费用	594	676	791	935					
财务费用	6	-54	-54	-74					
其他收益	217	224	220	222					
投资收益	45	45	45	45					
公允价值变动收益	3	4	3	4					
信用减值损失	-6	-40	-23	-31					
资产减值损失	-138	-100	-100	-100					
资产处置收益	2	2	2	2					
<b>营业利润</b>	2947	3469	3979	4579					
营业外收入	36	29	32	30					
营业外支出	19	35	27	31					
<b>利润总额</b>	2963	3463	3984	4579					
所得税	466	613	705	810					
净利润	2497	2850	3279	3768					
少数股东损益	48	56	65	74					
<b>归属母公司净利润</b>	2449	2794	3214	3694					
<b>BPS(元)</b>	2.48	2.83	3.25	3.74					

主要财务比率				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	16.3%	13.8%	14.8%	14.7%
营业利润增长率	19.2%	17.7%	14.7%	15.1%
归母净利润增长率	19.2%	14.1%	15.1%	14.9%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	54.0%	55.5%	55.5%	55.6%
净利率	13.8%	13.9%	13.9%	13.9%
ROE	14.4%	14.1%	14.5%	14.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	35.4%	31.7%	30.1%	28.4%
流动比率	1.38	1.90	2.11	2.46
速动比率	1.08	1.52	1.72	2.00
<b>营运能力</b>				
资产周转率	70.0%	72.1%	75.4%	79.1%
应收账款周转率	495.6%	477.1%	485.9%	482.3%
存货周转率	320.5%	309.4%	307.3%	311.1%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	2.48	2.83	3.25	3.74
每股经营现金	3.04	3.78	2.27	3.55
每股净资产	17.21	20.07	22.46	25.23
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	22.2	19.5	16.9	14.7
PB	3.2	2.7	2.5	2.2

### 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

### 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

### 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约,投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

### 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

### 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦 15层 邮编:200135 邮箱:research@xyzq.com.cn	地址:北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦 32层01-08单元 邮编:100020 邮箱:research@xyzq.com.cn	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼 邮编:518035 邮箱:research@xyzq.com.cn