

增持 (维持)

华润三九 (000999)

内生亮眼叠加昆药并表，一季度整体超预期

2023年5月4日

市场数据

日期	2023-04-28
收盘价(元)	58.95
总股本(百万股)	988
流通股本(百万股)	978
净资产(亿元)	182
总资产(亿元)	379
每股净资产(元)	18.39

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: 全年增长超预期, “品牌+创新” 双轮驱动》
- 《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

- 一季度内生增长亮眼，叠加昆药并表，整体业绩超预期。2023 年一季度实现营业收入 63.52 亿元，同比增长 49.46%；归母净利润 11.51 亿元，同比增长 36.90%；扣非归母净利润 11.31 亿元，同比增长 41.86%。2023 年 1 月 19 日，昆药集团完成十届董事会、监事会改组工作，华润三九取得昆药集团控制权，完成并表。昆药集团 2023 年一季度实现营业收入 19.1 亿元，同比下降 19.19%，归母净利润 1.31 亿元，同比增长 14.47%，扣非归母净利润 1.03 亿元，同比下降 2.67%，根据并表日期对应的天数平均估算，剔除昆药集团并表带来的增厚，公司内生归母净利润增速约 34%，扣非归母净利润增速约 39%。
- 昆药并表带来结构性变化，内生净利率预计有所提升。2023 年 Q1 净利率 19.35%，同比下降 0.64pct，主要由于昆药并表后的结构性变化，在上述测算下剔除昆药并表后的内生净利率同比有所提升，主要由于内生毛利率提升以及销售费用率下降，估计与业务结构变化有关。公司 Q1 整体毛利率 54.08%，同比下降 0.53pct，主要由于结构性因素导致；销售费用率 22.09%，同比下降 0.95pct，管理费用率 4.87%，同比提升 0.37pct，研发费用率 2.09%，同比下降 0.36pct。一季度经营活动产生的现金流量净额 3.01 亿元，同比下降 32.99%，主要由于昆药并表拖累导致（昆药受商业业务影响，一季度经营活动产生的现金流量净额为-5.57 亿元），预计公司内生经营性现金流健康。
- 盈利预测及估值：考虑昆药在一季度完成并表，我们调整盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 29.61、34.17、39.41 亿元，同比增长 20.9%、15.4%、15.3%，并表后净利润对应 2023 年 4 月 28 日收盘价，PE 为 19.68、17.05、14.78 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	29,097	33,290	37,609
同比增长	16.3%	60.9%	14.4%	13.0%
归母净利润(百万元)	2,449	2,961	3,417	3,941
同比增长	19.2%	20.9%	15.4%	15.3%
毛利率	54.0%	51.8%	52.3%	52.9%
ROE	14.4%	15.6%	15.9%	16.1%
每股收益(元)	2.48	3.00	3.46	3.99
市盈率	23.79	19.68	17.05	14.78

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

报告正文

事件

- 公司发布 2023 年一季报, 2023 年一季度实现营业收入 63.52 亿元, 同比增长 49.46%; 归母净利润 11.51 亿元, 同比增长 36.90%; 扣非归母净利润 11.31 亿元, 同比增长 41.86%。

点评

- **一季度内生增长亮眼, 叠加昆药并表, 整体业绩超预期。** 2023 年一季度实现营业收入 63.52 亿元, 同比增长 49.46%; 归母净利润 11.51 亿元, 同比增长 36.90%; 扣非归母净利润 11.31 亿元, 同比增长 41.86%。2023 年 1 月 19 日, 昆药集团完成十届董事会、监事会改组工作, 华润三九取得昆药集团控制权, 完成并表。昆药集团 2023 年一季度实现营业收入 19.1 亿元, 同比下降 19.19%, 归母净利润 1.31 亿元, 同比增长 14.47%, 扣非归母净利润 1.03 亿元, 同比下降 2.67%, 根据并表日期对应的天数平均估算, 剔除昆药集团并表带来的增厚, 公司内生归母净利润增速约 34%, 扣非归母净利润增速约 39%。
- **昆药并表带来结构性变化, 内生净利率预计有所提升。** 2023 年 Q1 净利率 19.35%, 同比下降 0.64pct, 主要由于昆药并表后的结构性变化, 在上述测算下剔除昆药并表后的内生净利率同比有所提升, 主要由于内生毛利率提升以及销售费用率下降, 估计与业务结构变化有关。公司 Q1 整体毛利率 54.08%, 同比下降 0.53pct, 主要由于结构性因素导致; 销售费用率 22.09%, 同比下降 0.95pct, 管理费用率 4.87%, 同比提升 0.37pct, 研发费用率 2.09%, 同比下降 0.36pct。一季度经营活动产生的现金流量净额 3.01 亿元, 同比下降 32.99%, 主要由于昆药并表拖累导致(昆药受商业业务影响, 一季度经营活动产生的现金流量净额为-5.57 亿元), 预计公司内生经营性现金流健康。
- **品牌龙头持续拓展市场边界, 昆药整合进入新阶段。** 在“1+N”品牌策略下, 持续拓展 CHC 市场边界, 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。一季度实现昆药并表, 优化业务融合, 充分共享三九商道体系和终端覆盖, 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, 逐步导入华润战略和财务管理体系, 改善盈利能力。
- **盈利预测及估值:** 考虑昆药在一季度完成并表, 我们调整盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润为 29.61、34.17、39.41 亿元, 同比增长 20.9%、15.4%、15.3%, 并表后净利润对应 2023 年 4 月 28 日收盘价, PE 为 19.68、17.05、14.78 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	
流动资产	11988	17356	20468	25298	
货币资金	3150	3392	5118	8158	
交易性金融资产	0	0	0	0	
应收票据及应收账款	4267	6322	7597	8356	
预付款项	375	626	712	793	
存货	2499	4795	5050	5858	
其他	1698	2220	1991	2133	
非流动资产	15134	15004	14536	14165	
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	5197	4596	4897	
长期待摊费用	129	98	63	30	
其他	3899	2870	3384	3127	
资产总计	27123	32360	35003	39463	
流动负债	8673	11251	10902	11697	
短期借款	169	0	0	0	
应付票据及应付账款	1795	3171	3508	3960	
其他	6709	8080	7394	7737	
非流动负债	917	1113	1018	1065	
长期借款	50	50	50	50	
其他	866	1063	967	1015	
负债合计	9589	12364	11920	12762	
股本	988	988	988	988	
资本公积	1797	1797	1797	1797	
未分配利润	13761	15734	18262	21178	
少数股东权益	524	977	1555	2248	
股东权益合计	17533	19996	23084	26701	
负债及权益合计	27123	32360	35003	39463	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
归母净利润	2449	2961	3417	3941	
折旧和摊销	514	489	527	545	
资产减值准备	138	123	49	58	
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	-36	-33	-37	
投资损失	-45	-45	-45	-45	
少数股东损益	48	454	577	693	
营运资金的变动	-153	-2253	-1866	-963	
经营活动产生现金流量	3006	3117	1909	4543	
投资活动产生现金流量	-2479	-1323	456	-408	
融资活动产生现金流量	-575	-1551	-639	-1096	
现金净变动	-42	243	1726	3039	
现金的期初余额	2403	3150	3392	5118	
现金的期末余额	2361	3392	5118	8158	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
营业收入	18079	29097	33290	37609	
营业成本	8313	14034	15877	17722	
税金及附加	207	302	345	390	
销售费用	5077	8482	9774	11039	
管理费用	1059	1556	1758	1990	
研发费用	594	779	912	1066	
财务费用	6	-36	-33	-37	
其他收益	217	294	300	302	
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	-60	-60	-60	
资产减值损失	-138	-110	-100	-100	
资产处置收益	2	2	2	2	
营业利润	2947	4154	4848	5631	
营业外收入	36	29	32	30	
营业外支出	19	35	27	31	
利润总额	2963	4148	4853	5630	
所得税	466	734	859	997	
净利润	2497	3414	3994	4634	
少数股东损益	48	454	577	693	
归属母公司净利润	2449	2961	3417	3941	
EPS(元)	2.48	3.00	3.46	3.99	

主要财务比率					
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	
成长性					
营业收入增长率	16.3%	60.9%	14.4%	13.0%	
营业利润增长率	19.2%	41.0%	16.7%	16.1%	
归母净利润增长率	19.2%	20.9%	15.4%	15.3%	
盈利能力					
毛利率	54.0%	51.8%	52.3%	52.9%	
归母净利率	13.5%	10.2%	10.3%	10.5%	
ROE	14.4%	15.6%	15.9%	16.1%	
偿债能力					
资产负债率	35.4%	38.2%	34.1%	32.3%	
流动比率	1.38	1.54	1.88	2.16	
速动比率	1.08	1.09	1.39	1.63	
营运能力					
资产周转率	70.0%	97.8%	98.8%	101.0%	
应收账款周转率	495.6%	556.1%	485.1%	478.8%	
存货周转率	320.5%	365.9%	305.1%	307.2%	
每股资料(元)					
每股收益	2.48	3.00	3.46	3.99	
每股经营现金	3.04	3.15	1.93	4.60	
每股净资产	17.21	19.24	21.78	24.74	
估值比率(倍)					
PE	23.79	19.68	17.05	14.78	
PB	3.43	3.06	2.71	2.38	

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