

投资评级 优于大市 维持

CHC 业务快速增长，OTC 品牌力持续提升

股票数据

04月07日收盘价(元)	58.35
52周股价波动(元)	33.51-61.16
总股本/流通A股(百万股)	988/978
总市值/流通市值(百万元)	57670/57089

相关研究

《华润三九：产品线与渠道优势突出的国企中药龙头，内外联动展望高质量成长》
 2022.12.29

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	9.3	24.6	23.8
相对涨幅 (%)	7.5	23.8	20.2

资料来源：海通证券研究所

分析师:余文心

Tel:(0755)82780398

Email:ywx9461@haitong.com

证书:S0850513110005

分析师:梁广楷

Tel:(010)56760096

Email:lkg12371@haitong.com

证书:S0850521070003

联系人:张澄

Tel:(010)56760096

Email:zc15254@haitong.com

投资要点:

- 事件:** 公司发布 2022 年年报。实现营业收入 180.79 亿元 (+16.31%)，归母净利润 24.49 亿元 (+19.16%)，扣非归母净利润 22.19 亿元 (+19.75%)。单 Q4 实现营收 59.69 亿元 (+39.38%)，归母净利润 4.96 亿元 (+66.07%)，扣非归母净利润 4.36 亿元 (+86.85%)。
- CHC 业务线:** 2022 年 CHC 健康消费品业务实现营收 113.84 亿元 (+22.73%)。22 年四季度新冠疫情防控措施优化之后，新冠相关用药需求增加，公司感冒类产品销量增长强劲，我们认为三九核心品牌力进一步加强。公司采取“1+N”品牌策略，在“999”主品牌的基础上，陆续发展“天和”、“顺峰”、“澳诺”、“康妇特”等深受消费者认可的药品品牌，同时公司在 O2O 等新零售渠道积极拓展，打造线上品牌影响力。在专业品牌线方面，易善复牵手全国核心连锁药店发起“保肝稳糖”系列主题活动，线上线下多渠道开展公益活动，依托三九渠道优势，产品销量有望持续提升。我们认为公司近年不断加大对 CHC 业务培育，相关业务占比逐步提升，未来有望进一步加速增长。
- 处方线:** 2022 年处方药业务实现营业收入 59.76 亿元 (+7.19%)，增速放缓主要由于新冠疫情影响下，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。23 年随着疫情影响消除，公司将推进学术营销体系搭建，同时公司在国药业务方面建立药材种植、饮片/颗粒生产与销售一体化产业模式，促进配方颗粒生产效能与质量水平提升。我们认为随着配方颗粒国标品种陆续出台，23 年营销推广工作将更加顺畅，公司配方颗粒业务有望贡献新增量。
- 股权激励下焕发新生，控股昆药增强品牌协同。** 22 年公司发布股权激励计划，有效激发核心员工积极性，促进公司长效健康发展。同时公司已于 2023 年初顺利完成对昆药 28% 股权收购并实现控股，未来公司将与昆药在三七产业链与品牌中药方面进一步加强合作，品牌协同优势将会逐步体现。我们认为公司拥有优秀并购整合基因，近年通过外延并购引进多个项目，不断丰富完善产品矩阵，促进全面协同发展。
- 盈利预测:** 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 28.27 亿元、32.75 亿元、38.09 亿元，增速分别为 15.5%、15.8%、16.3%，对应 EPS 为 2.86 元、3.31 元、3.85 元。公司中药 OTC 品牌力优势显著，配方颗粒国标备案品种逐步增多为处方线引入新增长潜力。参考可比公司，我们给予公司 2023 年 20-25X PE，对应合理价值区间 57.20-71.50 元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示:** 产品推广不及预期，配方颗粒国标备案不及预期。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15544	18079	21042	24230	27764
(+/-)YoY(%)	14.0%	16.3%	16.4%	15.2%	14.6%
净利润(百万元)	2055	2449	2827	3275	3809
(+/-)YoY(%)	28.6%	19.2%	15.5%	15.8%	16.3%
全面摊薄 EPS(元)	2.08	2.48	2.86	3.31	3.85
毛利率(%)	59.1%	54.0%	55.2%	55.9%	56.7%
净资产收益率(%)	13.4%	14.4%	14.0%	13.7%	13.5%

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 华润三九收入及成本分项

		2022	2023E	2024E	2025E
总表	营业收入 (百万元)	18079.46	21041.91	24230.22	27763.66
	增速 (%)	16.3%	16.4%	15.2%	14.6%
	营业成本 (百万元)	8313.13	9435.75	10678.80	12013.91
	毛利率 (%)	54.0%	55.2%	55.9%	56.7%
医药行业	收入 (百万元)	17360.03	20262.81	23386.44	26849.75
	增速 (%)	16.9%	16.7%	15.4%	14.8%
	营业成本 (百万元)	7747.01	8822.68	10014.83	11294.76
	毛利率 (%)	55.4%	56.5%	57.2%	57.9%
医药行业-自我诊疗 (CHC)	收入 (百万元)	11384.38	13092.04	14924.93	16865.17
	增速 (%)	22.7%	15.0%	14.0%	13.0%
	毛利率 (%)	56.7%	56.7%	56.7%	56.7%
医药行业-处方药	收入 (百万元)	5975.64	7170.77	8461.51	9984.58
	增速 (%)	7.2%	20.0%	18.0%	18.0%
	毛利率 (%)	52.8%	56.0%	58.0%	60.0%
其他	收入 (百万元)	719.44	779.10	843.78	913.91
	增速 (%)	3.7%	8.3%	8.3%	8.3%
	营业成本 (百万元)	566.12	613.07	663.97	719.15
	毛利率 (%)	21.3%	21.3%	21.3%	21.3%
包装印刷	收入 (百万元)	560.43	605.26	653.69	705.98
	增速 (%)	-1.1%	8.0%	8.0%	8.0%
零售行业	收入 (百万元)	137.62	151.38	166.52	183.17
	增速 (%)	24.5%	10.0%	10.0%	10.0%
其他业务	收入 (百万元)	21.39	22.46	23.58	24.76
	增速 (%)	27.2%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 华润三九可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价 (元)		EPS (元)		PE (倍)		
		2023/4/7	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
600436.SH	片仔癀	291.49	4.09	5.32	6.47	71	55	45
600085.SH	同仁堂	54.96	0.89	1.22	1.42	61	45	39
002603.SZ	以岭药业	30.99	1.12	1.27	1.47	28	24	21
600129.SH	太极集团	44.02	0.63	1.07	1.51	70	41	29
平均						58	41	34

资料来源: wind, 海通证券研究所 注: 收盘价为 2023 年 4 月 7 日价格, EPS 为 wind 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	18079	21042	24230	27764
每股收益	2.48	2.86	3.31	3.85	营业成本	8313	9436	10679	12014
每股净资产	17.21	20.48	24.15	28.45	毛利率%	54.0%	55.2%	55.9%	56.7%
每股经营现金流	3.04	3.88	3.83	4.74	营业税金及附加	207	253	284	329
每股股利	1.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
价值评估 (倍)					营业费用	5077	6102	7269	8468
P/E	23.55	20.40	17.61	15.14	营业费用率%	28.1%	29.0%	30.0%	30.5%
P/B	3.39	2.85	2.42	2.05	管理费用	1059	1241	1454	1666
P/S	3.19	2.74	2.38	2.08	管理费用率%	5.9%	5.9%	6.0%	6.0%
EV/EBITDA	12.18	12.39	10.55	8.55	EBIT	3001	3706	4170	4837
股息率%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	6	-43	-94	-144
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.0%	-0.2%	-0.4%	-0.5%
毛利率	54.0%	55.2%	55.9%	56.7%	资产减值损失	-138	-334	-262	-340
净利润率	13.5%	13.4%	13.5%	13.7%	投资收益	45	126	103	142
净资产收益率	14.4%	14.0%	13.7%	13.5%	营业利润	2947	3394	3936	4576
资产回报率	9.0%	8.7%	8.8%	8.8%	营业外收支	16	-14	-14	-18
投资回报率	14.1%	14.8%	14.2%	14.0%	利润总额	2963	3380	3922	4558
盈利增长 (%)					EBITDA	3572	4215	4700	5385
营业收入增长率	16.3%	16.4%	15.2%	14.6%	所得税	466	507	588	684
EBIT 增长率	22.7%	23.5%	12.5%	16.0%	有效所得税率%	15.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	19.2%	15.5%	15.8%	16.3%	少数股东损益	48	46	59	65
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2449	2827	3275	3809
资产负债率	35.4%	35.9%	33.8%	33.2%	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动比率	1.38	1.56	1.79	1.97	货币资金	3150	5907	8636	12229
速动比率	1.02	1.19	1.46	1.60	应收账款及应收票据	4267	4164	5642	5538
现金比率	0.36	0.55	0.74	0.91	存货	2499	3331	3095	4231
经营效率指标					其它流动资产	2073	3411	3442	4401
应收账款周转天数	71.68	71.12	71.40	71.26	流动资产合计	11988	16812	20815	26398
存货周转天数	105.40	111.21	108.30	109.75	长期股权投资	66	91	130	162
总资产周转率	0.70	0.71	0.70	0.69	固定资产	3731	3784	3776	3770
固定资产周转率	4.85	5.60	6.41	7.36	在建工程	946	1275	1709	2091
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	无形资产	2369	2465	2551	2641
净利润	2449	2827	3275	3809	非流动资产合计	15134	15661	16206	16714
少数股东损益	48	46	59	65	资产总计	27123	32473	37022	43112
非现金支出	716	917	878	993	短期借款	169	240	315	389
非经营收益	-55	-95	-67	-99	应付票据及应付账款	1795	2017	2256	2575
营运资金变动	-151	143	-359	-79	预收账款	0	0	0	0
经营活动现金流	3006	3839	3785	4690	其它流动负债	6709	8485	9041	10421
资产	-950	-993	-1015	-1007	流动负债合计	8673	10743	11612	13385
投资	-1596	-268	-194	-277	长期借款	50	50	50	50
其他	66	126	103	142	其它长期负债	866	866	866	866
投资活动现金流	-2479	-1134	-1107	-1142	非流动负债合计	917	917	917	917
债权募资	132	72	75	73	负债总计	9589	11659	12529	14302
股权募资	198	0	0	0	实收资本	988	988	988	988
其他	-905	-20	-24	-28	归属于母公司所有者权益	17010	20244	23864	28117
融资活动现金流	-575	52	51	45	少数股东权益	524	570	629	694
现金净流量	-42	2757	2729	3593	负债和所有者权益合计	27123	32473	37022	43112

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 07 日; (2) 以上各表均为简表
 资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余文心 医药行业
梁广楷 医药行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 华润三九,人福医药,凯莱英,纳微科技,药康生物,片仔癀,华兰生物,沃森生物,同仁堂,微芯生物,万泰生物,康泰生物,康龙化成,迈瑞医疗,贝达药业,百普赛斯,海泰新光,诺唯赞,惠泰医疗,诺禾致源,普瑞眼科,以岭药业,博腾股份,鱼跃医疗,科伦药业,泰格医药,万孚生物,康华生物,智飞生物,老百姓

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 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。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通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, 未经海通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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。