

# CHC 业务快速增长，处方药业务未来有望迎来恢复性增长

——华润三九（000999）点评报告

买入（维持）

2023 年 03 月 30 日

## 报告关键要素：

2023 年 3 月 28 日，公司发布 2022 年年报。2022 年公司实现营业收入 180.79 亿元（较上年同期（调整后）同比增长 16.31%）、归属于上市公司股东的净利润 24.49 亿元（较上年同期（调整后）同比增长 19.16%）、归属于上市公司股东的扣非净利润 22.19 亿元（同比增长 19.75%）；经营活动现金流量净额 30.06 亿元（较上年同期（调整后）同比增长 59.52%）。

## 投资要点：

**CHC 业务快速增长，核心产品保持稳健增长。**2022 年 CHC 健康消费品业务实现营业收入 113.84 亿元，同比增长 22.73%。感冒止咳类产品虽然上半年受到限售政策的影响，但通过线上销售投入等实现销售稳定，另外，三四季度政策影响弱化，所以核心产品 999 感冒灵、999 强力枇杷露、999 抗病毒口服液全年增长快速；皮肤领域，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；胃药领域，围绕“三九胃泰”，通过新媒体扩大产品覆盖；儿科领域，品牌力提升和线上布局推动产品销售增长；大健康业务重点布局线上业务，线上实现快速增长；慢病康复领域虽然受到集采影响，但整体可控。

**处方药业务受配方颗粒业务等影响增速放缓。**2022 年处方药业务实现营业收入 59.76 亿元，同比增长 7.19%。处方药业务增速放缓主要是因为配方颗粒业务国标切换及省标推进速度的影响首次出现负增长、医院患者数量下降、部分地区学术活动推广难度增加。公司在配方颗粒业务方面通过加速推动标准备案和切换、巩固和拓展市场等提高核心竞争力，作为配方颗粒国六家试点企业之一，未来有望持续受益行业扩容。同时，公司饮片业务 2022 年也实现快速增长，贡献国药业务收入。

**外延和内生助力公司发展，品牌和创新双轮驱动。**公司 2022 年完成昆药股份 28% 股份的重大资产收购，二者在三七产业发展和品牌打造上相互赋能。在新品研发方面，公司围绕抗肿瘤、骨科、皮肤、呼吸、抗感

## 基础数据

总股本(百万股)	988.35
流通A股(百万股)	978.40
收盘价(元)	55.11
总市值(亿元)	544.68
流通A股市值(亿元)	539.19

## 个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

## 相关研究

上半年业绩总体保持稳健，看好配方颗粒下半年标准切换和业务推进带来的业绩增长  
收购昆药，优势资源协同效应助力长远发展  
一季报利润超预期，费用结构进一步优化

## 分析师：

黄婧婧

执业证书编号：S0270522030001

电话：18221003557

邮箱：huangjj@wlzq.com.cn

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	18079.46	20677.23	23804.41	27561.82
增长比率(%)	16	14	15	16
净利润(百万元)	2448.80	2883.11	3478.96	3967.70
增长比率(%)	19	18	21	14
每股收益(元)	2.48	2.92	3.52	4.01
市盈率(倍)	22.24	18.89	15.66	13.73
市净率(倍)	3.20	2.74	2.33	1.99

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

染等战略领域进行产品布局，同时在中成药传承创新、品牌建设、数字化建设等方面提高自身内生性竞争力，提高产品渗透率。

**毛利率受处方药业务拖累，优化销售费用使用，净利润率提升。**公司医药行业 2022 年毛利率为 55.38% (同比减少 5.56%)，主要受处方药影响较大。公司 CHC 业务和处方药业务 2022 年毛利率分别为 56.71% (同比减少 2.63%) 和 52.83% (同比较少 10.77%)。CHC 业务毛利率下降主要因为感冒灵以外的较低毛利感冒药品种销售提升以及原材料成本上涨导致，长期看 CHC 业务毛利率有望维持稳定；处方药毛利率下降主要是因为配方颗粒成本上涨以及低毛利业务中药饮片业务占比提高所致。2022 年公司销售费用率由 2021 年的 32.78% 下滑至 28.08%，主要是公司提高产品竞争力，优化销售费用使用，净利润率从 2022 年的 13.58% 提升至 2022 年的 13.81%。

**盈利预测与投资建议：**公司是 OTC 龙头企业，品牌和创新双轮驱动，根据公司业绩报告，调整盈利预测，预计 2023/2024/2025 年收入为 206.77 亿元/238.04 亿元/275.62 亿元，对应归母净利润 28.83 亿元/34.79 亿元/39.68 亿元，对应 EPS 为 2.92 元/股，3.52 元/股，4.01 元/股，对应 PE 为 18.89/15.66/13.73 (对应 2023 年 3 月 29 日收盘价 55.11 元)。基于公司的品牌优势、终端渠道网络扩张以及未来中药配方颗粒业务有望迎来恢复性增长，维持“买入”评级。

**风险因素：**集采降价超预期风险、创新研发不达预期风险、并购整合风险、上游原材料价格波动风险

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>18079</b>	<b>20677</b>	<b>23804</b>	<b>27562</b>
%同比增速	16%	14%	15%	16%
营业成本	8313	8691	9963	11488
毛利	9766	11986	13841	16074
%营业收入	54%	58%	58%	58%
税金及附加	207	253	289	332
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	5077	6410	7141	8269
%营业收入	28%	31%	30%	30%
管理费用	1059	1344	1547	1792
%营业收入	6%	7%	7%	7%
研发费用	594	827	1071	1378
%营业收入	3%	4%	5%	5%
财务费用	6	-13	-34	-63
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-138	1	0	0
信用减值损失	-6	0	0	0
其他收益	217	282	316	363
投资收益	45	61	64	75
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	3	0	0	0
资产处置收益	2	1	2	2
<b>营业利润</b>	<b>2947</b>	<b>3510</b>	<b>4207</b>	<b>4806</b>
%营业收入	16%	17%	18%	17%
营业外收支	16	-6	-1	0
<b>利润总额</b>	<b>2963</b>	<b>3504</b>	<b>4207</b>	<b>4806</b>
%营业收入	16%	17%	18%	17%
所得税费用	466	566	660	762
净利润	2497	2938	3547	4045
%营业收入	14%	14%	15%	15%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2449</b>	<b>2883</b>	<b>3479</b>	<b>3968</b>
%同比增速	19%	18%	21%	14%
少数股东损益	48	55	68	77
EPS (元/股)	2.48	2.92	3.52	4.01

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	2.48	2.92	3.52	4.01
BVPS	17.21	20.13	23.65	27.66
PE	22.24	18.89	15.66	13.73
PEG	1.16	1.07	0.76	0.98
PB	3.20	2.74	2.33	1.99
EV/EBITDA	12.18	12.60	9.98	8.22
ROE	14%	14%	15%	15%
ROIC	14%	14%	14%	14%

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3150	5744	8998	12453
交易性金融资产	0	-100	-709	-709
应收票据及应收账款	4267	4115	5511	5663
存货	2499	2840	3244	3737
预付款项	375	378	440	506
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1698	2925	2886	3545
流动资产合计	11988	15901	20370	25195
长期股权投资	66	91	121	153
固定资产	3731	3793	3819	3820
在建工程	946	1258	1613	1985
无形资产	2369	2507	2620	2735
商誉	3995	4073	4082	4102
递延所得税资产	325	325	325	325
其他非流动资产	3703	3773	3840	3895
<b>资产总计</b>	<b>27123</b>	<b>31720</b>	<b>36790</b>	<b>42209</b>
短期借款	169	229	297	364
应付票据及应付账款	1795	1733	2289	2343
预收账款	0	0	0	0
合同负债	1012	1479	1638	1829
应付职工薪酬	1049	1190	1340	1538
应交税费	518	560	646	754
其他流动负债	4298	5292	5834	6658
流动负债合计	8673	10254	11747	13122
长期借款	50	75	96	96
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	218	218	218	218
其他非流动负债	649	702	710	710
<b>负债合计</b>	<b>9589</b>	<b>11249</b>	<b>12772</b>	<b>14146</b>
归属于母公司的所有者权益	17010	19893	23372	27339
少数股东权益	524	579	647	724
<b>股东权益</b>	<b>17533</b>	<b>20471</b>	<b>24018</b>	<b>28063</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>27123</b>	<b>31720</b>	<b>36790</b>	<b>42209</b>

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>3006</b>	<b>3477</b>	<b>3620</b>	<b>4459</b>
投资	-1596	38	547	-65
资本性支出	-950	-1096	-1043	-1055
其他	66	54	57	75
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2479</b>	<b>-1004</b>	<b>-439</b>	<b>-1044</b>
债权融资	-462	53	9	0
股权融资	198	0	0	0
银行贷款增加(减少)	594	86	89	67
筹资成本	-900	-18	-24	-27
其他	-5	0	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-575</b>	<b>121</b>	<b>74</b>	<b>40</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-42</b>	<b>2594</b>	<b>3255</b>	<b>3455</b>

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，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。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场