

华润三九 (000999.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩增长超预期，看好未来多业务持续发力

医疗组

分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：54.41 元

相关报告：

1. 《业绩增长超预期，看好公司长期发展-华润三九点评》，2022.10.30
2. 《业绩增长超预期，看好四季度进一步发力-华润三九点评》，2022.10.11
3. 《收入增长符合预期，品牌力推动公司长期发展-华润三九》，2022.8.24

业绩简评

2023 年 3 月 28 日，公司发布 2022 年年度报告，全年实现营业收入 180.79 亿元，调整后同比+16.31%，调整前同比+18.0%；归母净利润 24.49 亿元，调整后同比+19.2%，调整前同比+19.64%；扣非归母净利润 22.19 亿元，调整前后均同比+19.75%。

2022Q4 实现营业收入 59.69 亿元，同比增长 41.4% (调整前)；归母净利润 4.97 亿元，同比增长 62.4% (调整前)。

经营分析

品牌优势强化，带动品类集群发展。公司依托 999 等品牌，带动 CHC 产品群销量提升，2022 年，CHC 健康消费品业务实现营业收入 113.8 亿元，同比增长 22.73%。随着公司积极向治疗-预防保健-康复慢病全领域拓展，不断强化核心业务和 999 品牌影响力，同时公司通过收购昆药集团将进一步补充“昆中药 1381”等传统精品国药品牌，我们看好公司未来发展潜力与盈利能力的提升。

业务结构持续优化，板块发展逐步回暖。公司处方药业务覆盖心脑血管等多个治疗领域，2022 年公司处方药业务实现营业收入 59.76 亿元，同比增长 7.19%。在配方颗粒业务方面，公司加速推进已颁布国家标准和地方标准品种的生产落地工作，随着配方颗粒各省备案进度的持续推进，叠加院内诊疗及学术推广活动的有序恢复，未来处方药板块有望恢复发展。

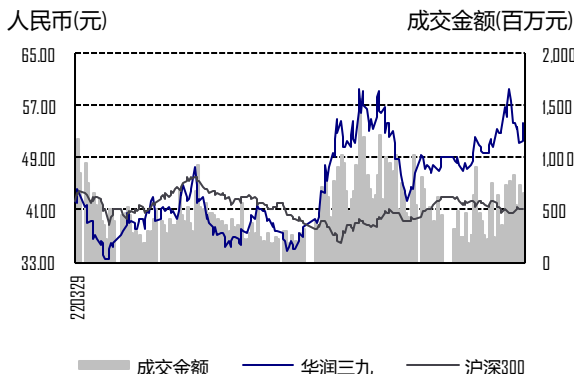
强化创新转型，蓄力未来长期发展。2022 年公司研发投入 7.36 亿元，新品研发投入占比显著提升。公司坚持仿创结合，进行产品布局，围绕抗肿瘤、骨科、皮肤、呼吸、抗感染等战略领域在研项目共计 77 项。此外，公司重视中药传承创新，目前在研经典名方二十余首。

盈利预测、估值与评级

华润三九将在中药发展中持续获益，不考虑收购并表影响，预计 2023-2025 年营业收入分别为 202、226 和 250 亿元，增速分别 12%、12%和 11%；预计 2023-2025 年归母净利润分别为 27.2、30.0 和 32.7 亿元，增速分别 11%、10%和 9%，维持“买入”评级。

风险提示

产品集采风险；竞争加剧风险；产品推广不及预期；医保药品限价风险；品牌价值变动风险；原材料价格波动风险；商誉减值风险。



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,320	18,079	20,227	22,619	25,030
营业收入增长率	12.34%	18.01%	11.88%	11.82%	10.66%
归母净利润(百万元)	2,047	2,449	2,719	3,002	3,273
归母净利润增长率	28.13%	19.64%	11.03%	10.42%	9.01%
摊薄每股收益(元)	2.091	2.478	2.751	3.038	3.311
每股经营性现金流净额	1.91	3.04	3.69	4.02	4.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.39%	14.40%	14.47%	14.58%	14.51%
P/E	16.38	18.89	19.78	17.91	16.43
P/B	2.19	2.72	2.86	2.61	2.38

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	13,637	15,320	18,079	20,227	22,619	25,030
增长率		12.3%	18.0%	11.9%	11.8%	10.7%
主营业务成本	-5,120	-6,171	-8,313	-8,142	-9,091	-9,838
%销售收入	37.5%	40.3%	46.0%	40.3%	40.2%	39.3%
毛利	8,518	9,149	9,766	12,085	13,528	15,192
%销售收入	62.5%	59.7%	54.0%	59.7%	59.8%	60.7%
营业税金及附加	-176	-204	-207	-243	-271	-300
%销售收入	1.3%	1.3%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-5,015	-5,021	-5,077	-6,412	-7,215	-8,135
%销售收入	36.8%	32.8%	28.1%	31.7%	31.9%	32.5%
管理费用	-931	-945	-1,059	-1,214	-1,357	-1,502
%销售收入	6.8%	6.2%	5.9%	6.0%	6.0%	6.0%
研发费用	-460	-560	-594	-728	-769	-926
%销售收入	3.4%	3.7%	3.3%	3.6%	3.4%	3.7%
息税前利润 (EBIT)	1,936	2,418	2,830	3,488	3,915	4,329
%销售收入	14.2%	15.8%	15.7%	17.2%	17.3%	17.3%
财务费用	57	39	-6	42	32	13
%销售收入	-0.4%	-0.3%	0.0%	-0.2%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-228	-269	-144	-147	-179	-207
公允价值变动收益	7	5	3	0	0	0
投资收益	82	34	45	100	100	100
%税前利润	4.0%	1.4%	1.5%	2.7%	2.5%	2.3%
营业利润	2,070	2,457	2,947	3,685	4,070	4,437
营业利润率	15.2%	16.0%	16.3%	18.2%	18.0%	17.7%
营业外收支	-11	-28	16	-20	-20	-20
税前利润	2,059	2,429	2,963	3,665	4,050	4,417
利润率	15.1%	15.9%	16.4%	18.1%	17.9%	17.6%
所得税	-442	-348	-466	-916	-1,012	-1,104
所得税率	21.5%	14.3%	15.7%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	1,618	2,081	2,497	2,749	3,037	3,313
少数股东损益	20	34	48	30	35	40
归属于母公司的净利润	1,597	2,047	2,449	2,719	3,002	3,273
净利率	11.7%	13.4%	13.5%	13.4%	13.3%	13.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,618	2,081	2,497	2,749	3,037	3,313
少数股东损益	20	34	48	30	35	40
非现金支出	655	789	716	614	707	794
非经营收益	-144	-141	-53	-102	-70	-60
营运资金变动	93	-860	-153	381	301	49
经营活动现金净流	2,221	1,868	3,006	3,642	3,975	4,095
资本开支	-615	-866	-950	-1,241	-1,298	-1,198
投资	-211	-991	-1,596	-1,710	-1,800	-1,900
其他	166	67	66	100	100	100
投资活动现金净流	-659	-1,791	-2,479	-2,851	-2,998	-2,998
股权募资	18	33	198	144	0	0
债权募资	-1,047	39	132	125	237	380
其他	-439	-726	-905	-1,111	-1,233	-1,361
筹资活动现金净流	-1,469	-653	-575	-842	-997	-981
现金净流量	88	-578	-42	-50	-20	116

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,822	3,065	3,150	3,095	3,071	3,184
应收款项	4,864	5,379	5,696	5,775	6,364	6,940
存货	1,762	2,308	2,499	2,623	2,869	3,040
其他流动资产	478	1,726	644	2,307	4,155	6,092
流动资产	10,925	12,478	11,988	13,800	16,460	19,256
%总资产	49.6%	51.3%	44.2%	46.4%	49.7%	52.7%
长期投资	192	262	336	346	346	346
固定资产	3,771	4,112	4,677	5,069	5,411	5,703
%总资产	17.1%	16.9%	17.2%	17.1%	16.3%	15.6%
无形资产	6,805	6,821	6,874	7,211	7,518	7,815
非流动资产	11,085	11,830	15,134	15,915	16,677	17,290
%总资产	50.4%	48.7%	55.8%	53.6%	50.3%	47.3%
资产总计	22,010	24,308	27,123	29,715	33,136	36,546
短期借款	31	111	235	332	569	948
应付款项	4,953	4,670	5,494	6,093	6,806	7,479
其他流动负债	2,311	2,995	2,943	3,018	3,647	3,994
流动负债	7,295	7,775	8,673	9,443	11,022	12,422
长期贷款	0	8	50	50	50	50
其他长期负债	656	812	866	884	890	896
负债	7,951	8,595	9,589	10,377	11,962	13,367
普通股股东权益	13,727	15,283	17,010	18,785	20,586	22,549
其中：股本	979	979	988	988	988	988
未分配利润	10,581	12,131	13,761	15,393	17,194	19,158
少数股东权益	332	430	524	554	589	629
负债股东权益合计	22,010	24,308	27,123	29,715	33,136	36,546

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.632	2.091	2.478	2.751	3.038	3.311
每股净资产	14.023	15.612	17.210	19.006	20.829	22.815
每股经营现金净流	2.269	1.908	3.042	3.685	4.022	4.144
每股股利	0.430	0.500	0.853	1.100	1.215	1.324
回报率						
净资产收益率	11.64%	13.39%	14.40%	14.47%	14.58%	14.51%
总资产收益率	7.26%	8.42%	9.03%	9.15%	9.06%	8.95%
投入资本收益率	10.64%	12.92%	13.22%	13.13%	13.35%	13.32%
增长率						
主营业务收入增长率	-7.24%	12.34%	18.01%	11.88%	11.82%	10.66%
EBIT 增长率	11.76%	24.94%	17.03%	23.26%	12.23%	10.58%
净利润增长率	-24.38%	28.13%	19.64%	11.03%	10.42%	9.01%
总资产增长率	9.43%	10.54%	11.53%	9.56%	11.51%	10.29%
资产管理能力						
应收账款周转天数	76.7	71.7	71.9	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	113.9	120.4	105.5	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	55.2	57.5	56.1	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	93.2	88.3	75.3	69.2	62.7	56.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-28.39%	-26.51%	-16.34%	-22.82%	-28.11%	-32.73%
EBIT 利息保障倍数	-33.9	-62.8	513.9	-83.8	-124.1	-329.8
资产负债率	36.09%	35.39%	35.36%	34.92%	36.10%	36.58%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-10	买入	39.80	40.00~50.00
2	2022-04-23	买入	34.20	N/A
3	2022-05-08	买入	38.76	N/A
4	2022-08-24	增持	41.41	N/A
5	2022-10-11	买入	39.70	N/A
6	2022-10-30	买入	52.70	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402