

公司研究/更新报告

2021年01月22日

医药健康/中药

投资评级：增持（维持评级）

聚焦大众健康

华润三九(000999)

当前价格(元): 26.04
目标价格(元): 33.74

现代中药龙头，维持“增持”评级

代雯 SAC No. S0570516120002
研究员 SFC No. BF1915
021-28972078
daiwen@htsc.com

张云逸 SAC No. S0570519060004
研究员 021-38476729
zhangyunyi@htsc.com

华润三九是华润医药（3320 HK）的核心子公司，公司产品覆盖领域广、产品线丰富，自我诊疗业务覆盖了感冒、皮肤、胃肠、止咳、骨科、儿科等近 10 个品类，处方药业务品种覆盖了肿瘤、心脑血管、消化系统、骨科、儿科等治疗领域。考虑到新冠疫情影响收入但降低费用，我们预计 2020-22 年归母净利润 21.6/23.6/25.5 亿元，EPS 2.21/2.41/2.60 元（前值 1.54/1.63/1.75 元），同比增长 2.4%、9.1%、8.0%，给予 2021 年 PE 估值 14x（Wind 一致预期可比公司 2021 年 PE 估值均值 14x），目标价 33.74 元（前值 27.74-33.91 元），维持“增持”评级。

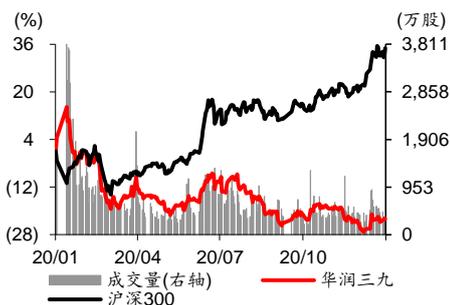
相关研究

- 1 《华润三九(000999 SZ,增持): 业绩稳健增长的 OTC 龙头》2020.03
- 2 《华润三九(000999 SZ,增持): 内生维持平稳快速增长》2019.08
- 3 《华润三九(000999,增持): 增长稳健的 OTC 龙头》2019.03

自我诊疗保持良好态势

我们预计自我诊疗业务 2020 年表现平稳：1) 感冒用药一季度因季节性影响及居家防护需求，实现了较快增长，但二三季度受疫情期间发病率下降及药店终端感冒类产品阶段性下架政策影响，销量同比有所下降，四季度由于季节性因素以及渠道补库存等影响有所回暖；2) 儿科品类受影响比较大，销量同比有所下滑；3) 其他业务相对稳定，皮肤用药、消化系统用药同比小幅增长。OTC 产品长期成长动力在于：1) 价格提升；2) 渗透率提升，受益于消费者忠诚度提升与生产监管加强，市场份额向品牌集中；3) 药店行业现阶段的规范发展利于品牌药企推广。

一年内股价走势图



资料来源：Wind

处方药：抗感染受损，配方颗粒延续增势

我们预计处方药业务 2020 年表现平稳：1) 中药处方药表现平稳；2) 抗感染业务 2020 年收入同比显著下滑，受疫情、限抗、集采政策等影响，公司积极开展一致性评价（阿奇霉素片、铝碳酸镁咀嚼片中标第二批国家集采）并引入新产品（五代头孢比罗酯钠 2020 年 11 月获批）；3) 配方颗粒第一批国家标准已征求意见，公司作为全国性的六家企业之一，得益于对代片的替代与持续的入院，我们预计收入端同比维持快速增长。

关注外部资源，深化战略合作

依据《投资者关系活动记录表（2021-002）》，公司高度关注优质资源的整合机会，重点围绕公司战略，在自我诊疗（CHC）领域探索国内外优质品牌的引进，处方药业务重点关注有高临床价值的产品。通过并购、合资、代理、业务合作等形式开展合作，推动公司的转型升级。2020 年公司完成了收购澳诺制药 100% 股权，丰富了儿童健康领域的产品的布局，并于 2020 年 12 月收购华润堂（深圳）医药连锁有限公司 100% 股权，打造国药业务平台。同时，公司积极推进与日本 OTC 企业的合作，结合各方产品技术和市场方面的优势来共同发展。

风险提示：疫情反复影响药店客流，配方颗粒竞争超预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	978.90
流通 A 股 (百万股)	978.40
52 周内股价区间 (元)	24.51-39.31
总市值 (百万元)	25,491
总资产 (百万元)	20,525
每股净资产 (元)	14.00

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	13,428	14,702	14,483	16,035	17,589
+/-%	20.75	9.49	(1.49)	10.72	9.69
归属母公司净利润 (百万元)	1,432	2,112	2,163	2,359	2,548
+/-%	28.49	47.51	2.41	9.05	7.98
EPS (元, 最新摊薄)	1.46	2.16	2.21	2.41	2.60
PE (倍)	17.80	12.07	11.78	10.80	10.01

资料来源：公司公告, 华泰证券研究所预测

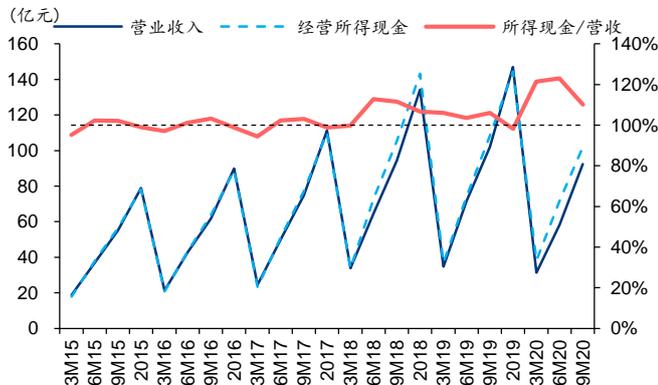
考虑到新冠疫情影响收入但降低费用，参考1-3Q20报表，我们下调收入与费用，上调盈利预测。

图表1：盈利预测调整

(人民币百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
营业收入	调整前	13,428	14,702	16,575	18,332	20,316
	调整后	13,428	14,702	14,483	16,035	17,589
	(+/-) %			-12.62%	-12.53%	-13.42%
毛利	调整前	9,267	9,872	11,154	12,292	13,572
	调整后	9,267	9,872	9,685	10,714	11,716
	(+/-) %			-13.18%	-12.84%	-13.68%
销售费用	调整前	6,469	6,550	7,790	8,616	9,548
	调整后	6,469	6,550	5,793	6,414	7,036
	(+/-) %			-25.64%	-25.56%	-26.32%
管理费用	调整前	707	942	1,062	1,175	1,302
	调整后	707	942	928	1,028	1,127
	(+/-) %			-12.62%	-12.53%	-13.42%
归母净利润	调整前	1,432	2,112	1,509	1,599	1,716
	调整后	1,432	2,112	2,163	2,359	2,548
	(+/-) %			43.40%	47.50%	48.47%
EPS	调整前	1.46	2.16	1.54	1.63	1.75
	调整后	1.46	2.16	2.21	2.41	2.60
	(+/-) %			43.40%	47.50%	48.47%

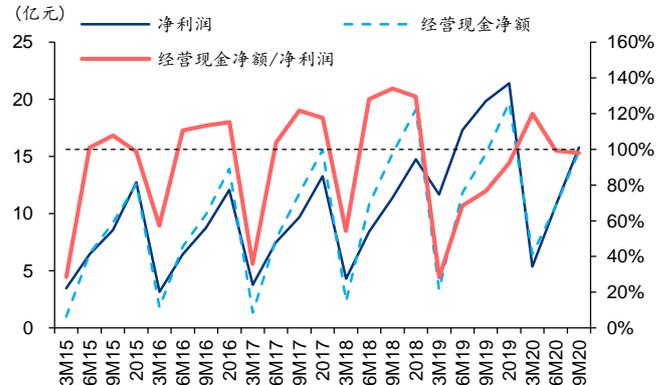
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：华润三九：营业收入（2015-9M20）



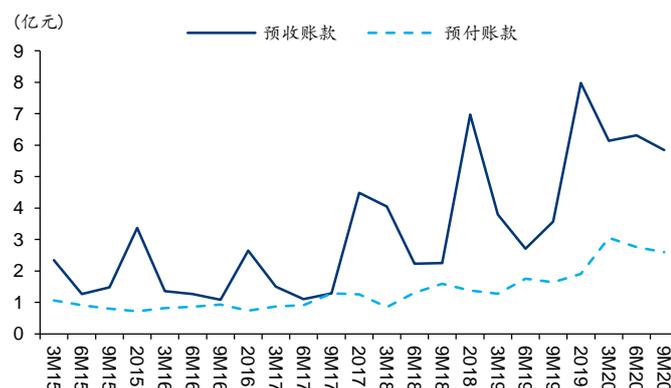
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：华润三九：净利润（2015-9M20）



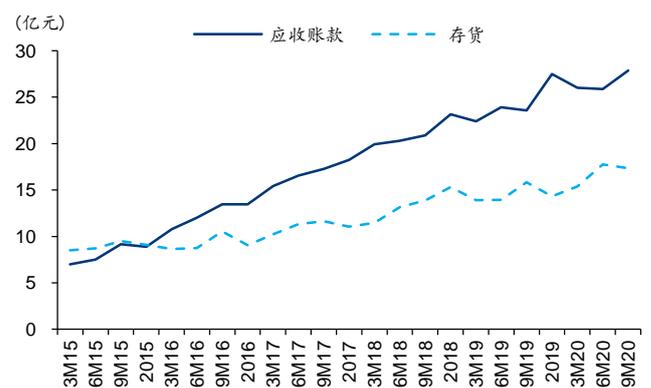
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：华润三九：预收/预付账款（2015-9M20）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：华润三九：应收账款与存货（2015-9M20）



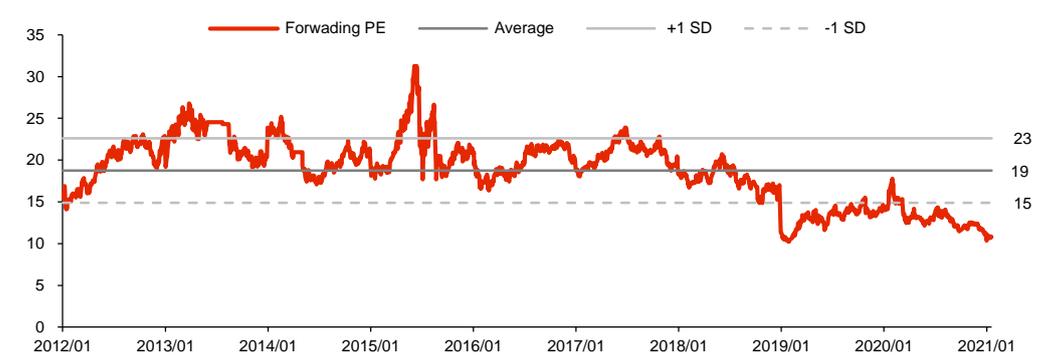
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6: 可比公司估值

代码	公司名称	收盘价 2021/1/21	总市值 (百万元)	每股收益(元)				P/E				P/B				EV/EBITDA	
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E
600535 CH	天士力	14.21	21,495	0.66	0.77	0.90	1.08	22x	18x	16x	13x	1.9x	1.8x	1.7x	1.6x	14x	11x
600566 CH	济川药业	19.91	17,685	1.99	1.43	1.70	1.97	10x	14x	12x	10x	2.7x	2.4x	2.0x	1.7x	9x	7x
002737 CH	葵花药业	13.75	8,030	0.97	-	-	-	14x	-	-	-	2.5x	-	-	-	8x	9x
300026 CH	红日药业	4.41	13,248	0.14	-	-	-	32x	-	-	-	2.0x	-	-	-	15x	21x
600557 CH	康缘药业	9.61	5,698	0.73	-	0.61	0.77	13x	-	16x	13x	1.4x	1.3x	1.2x	1.1x	12x	8x
600750 CH	江中药业	10.64	6,703	1.12	-	0.91	1.10	10x	-	12x	10x	1.4x	1.6x	1.5x	1.3x	9x	10x
600479 CH	千金药业	8.51	3,561	0.61	-	-	-	14x	-	-	-	1.8x	-	-	-	5x	6x
	平均值							16x	16x	14x	11x	2.0x	1.8x	1.6x	1.4x	10x	10x
	中位值							14x	16x	14x	11x	1.9x	1.7x	1.6x	1.4x	9x	9x

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 华润三九: 预测估值 (2012-1M21)

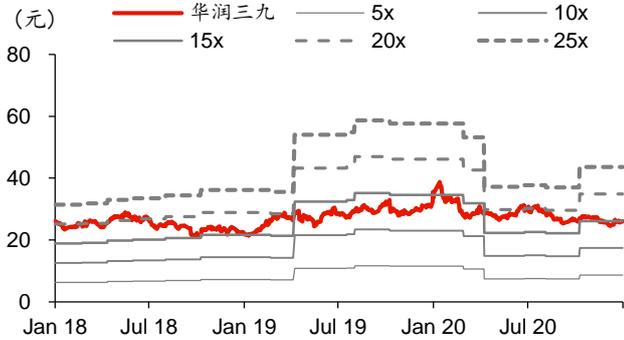


注: 截至 2021 年 1 月 21 日

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

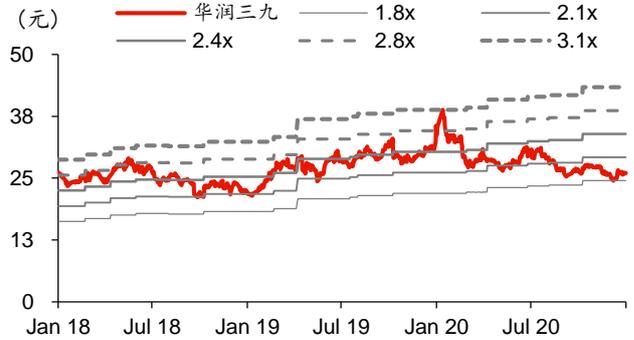
PE/PB - Bands

图表8: 华润三九历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 华润三九历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	8,576	10,293	12,204	15,038	18,058
现金	2,476	3,046	4,569	6,847	9,300
应收账款	2,315	2,751	2,698	2,987	3,275
其他应收账款	44.77	679.83	991.95	1,098	1,205
预付账款	137.79	190.79	189.52	210.18	231.99
存货	1,533	1,432	1,380	1,521	1,671
其他流动资产	2,069	2,193	2,375	2,375	2,375
非流动资产	9,453	9,811	10,042	10,306	10,601
长期投资	33.06	14.51	14.51	14.51	14.51
固定投资	3,251	3,220	3,350	3,481	3,616
无形资产	1,843	1,810	1,777	1,745	1,713
其他非流动资产	4,326	4,767	4,900	5,065	5,257
资产总计	18,030	20,104	22,245	25,344	28,659
流动负债	6,317	6,693	6,645	7,358	8,098
短期借款	35.00	30.00	29.55	32.72	35.89
应付账款	666.20	708.53	703.82	780.56	861.55
其他流动负债	5,615	5,955	5,912	6,545	7,201
非流动负债	544.88	528.46	528.46	528.46	528.46
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	544.88	528.46	528.46	528.46	528.46
负债合计	6,861	7,222	7,174	7,886	8,627
少数股东权益	340.78	318.03	344.62	371.21	397.80
股本	978.90	978.90	978.90	978.90	978.90
资本公积	1,181	1,181	1,177	1,177	1,177
留存公积	8,677	10,408	12,571	14,930	17,478
归属母公司股东权益	10,837	12,567	14,727	17,086	19,634
负债和股东权益	18,039	20,107	22,245	25,344	28,659

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1,911	1,972	2,209	2,823	3,036
净利润	1,475	2,139	2,190	2,386	2,574
折旧摊销	376.25	366.81	354.41	378.34	403.65
财务费用	0.00	0.00	(19.32)	(31.69)	(50.05)
投资损失	(19.24)	(804.86)	(56.34)	(56.34)	(56.34)
营运资金变动	42.56	47.00	(277.78)	129.21	146.66
其他经营现金	36.80	223.79	17.74	17.74	17.74
投资活动现金	(890.73)	(511.37)	(522.58)	(579.17)	(635.82)
资本支出	600.36	535.97	527.97	584.56	641.21
长期投资	219.71	96.02	(5.39)	(5.39)	(5.39)
其他投资现金	70.66	(120.62)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	(432.64)	(892.16)	18.87	34.86	53.23
短期借款	5.00	(5.00)	(0.45)	3.17	3.17
长期借款	(0.23)	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	(3.55)	0.00	0.00
其他筹资现金	(437.42)	(887.16)	22.87	31.69	50.05
现金净增加额	587.87	568.29	1,705	2,279	2,453

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13,428	14,702	14,483	16,035	17,589
营业成本	4,160	4,830	4,798	5,321	5,873
营业税金及附加	217.96	205.53	202.46	224.16	245.89
营业费用	6,469	6,550	5,793	6,414	7,036
管理费用	706.62	942.26	928.20	1,028	1,127
财务费用	(7.04)	(12.75)	(19.32)	(31.69)	(50.05)
资产减值损失	14.76	209.44	0.00	17.74	22.15
公允价值变动收益	0.26	(0.61)	(0.61)	(0.61)	(0.61)
投资净收益	19.24	804.86	56.34	56.34	56.34
营业利润	1,703	2,529	2,591	2,826	3,052
营业外收入	26.38	46.46	46.46	46.46	46.46
营业外支出	10.98	7.26	7.26	7.26	7.26
利润总额	1,719	2,569	2,630	2,865	3,091
所得税	244.01	429.55	439.77	479.09	516.91
净利润	1,475	2,139	2,190	2,386	2,574
少数股东损益	42.79	26.59	26.59	26.59	26.59
归属母公司净利润	1,432	2,112	2,163	2,359	2,548
EBITDA	2,224	2,510	3,113	3,423	3,706
EPS (元, 基本)	1.46	2.16	2.21	2.41	2.60

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	20.75	9.49	(1.49)	10.72	9.69
营业利润	28.73	48.49	2.42	9.08	8.00
归属母公司净利润	28.49	47.51	2.41	9.05	7.98
获利能力 (%)					
毛利率	69.02	67.15	66.87	66.82	66.61
净利率	10.67	14.37	14.94	14.71	14.48
ROE	13.86	18.06	15.85	14.83	13.88
ROIC	18.98	18.76	22.76	24.26	26.06
偿债能力					
资产负债率 (%)	38.06	35.92	32.25	31.12	30.10
净负债比率 (%)	0.51	0.42	0.41	0.41	0.42
流动比率	1.36	1.54	1.84	2.04	2.23
速动比率	1.12	1.32	1.63	1.84	2.02
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.77	0.68	0.67	0.65
应收账款周转率	6.49	5.80	5.32	5.64	5.62
应付账款周转率	6.10	7.03	6.79	7.17	7.15
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.46	2.16	2.21	2.41	2.60
每股经营现金流(最新摊薄)	1.95	2.01	2.26	2.88	3.10
每股净资产(最新摊薄)	11.06	12.83	15.04	17.45	20.06
估值比率					
PE (倍)	17.80	12.07	11.78	10.80	10.01
PB (倍)	2.35	2.03	1.73	1.49	1.30
EV_EBITDA (倍)	11.46	10.16	8.19	7.45	6.88

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，代雯、张云逸，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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、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。投资者应当考虑到本公司及/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。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师代雯、张云逸本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15%以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com