

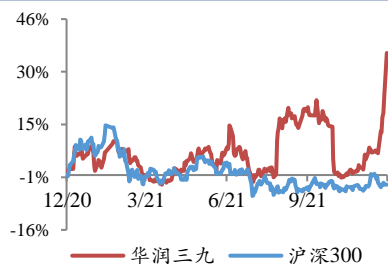
股权激励多维条件彰显公司发展信心，静待“三九”品牌价值获得重估

投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-12-27

收盘价（元）	32.70
近12个月最高/最低（元）	32.70/23.55
总股本（百万股）	979
流通股本（百万股）	978
流通股比例（%）	99.95
总市值（亿元）	320
流通市值（亿元）	320

公司价格与沪深300走势比较


分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：李昌幸

执业证书号：S0010121080070

邮箱：licx@hazq.com

相关报告

- 《品牌中药行业深度报告：国药瑰宝，品牌为王》2021-12-20
- 《行业周报：建议继续关注中药行业的投资机会》2021-12-26

主要观点：

● 华润集团大健康重要一环，业绩稳定受北向资金关注

公司产品覆盖领域广，产品线丰富，是华润集团大健康板块中重要一环。华润三九主营核心业务定位于CHC健康消费品和RX处方药领域，2020年公司拥有年销售额过亿元的品种21个，“999”品牌可以说是家喻户晓。公司自身业绩稳定增长，现金流优秀，深受北向资金青睐。

● 激励方案设置多维考核，彰显公司发展信心

2021年12月2日，公司发布2021年限制性股票激励计划(草案)，拟授予284名激励对象限制性股票978.9万股，授予价格为14.84元/股。激励方案颇具亮点，一方面是央企股权激励会考虑方方面面，方案落地本身就彰显公司的优秀能力。另一方面方案解锁条件设置多维目标，其中扣非归母净利润增长率目标的达成条件并非10%的基础增速这么简单。所以有理由判断，本次多维化方案将更能激发公司的潜能。

● 持续挖掘“三九”品牌价值，新变化带来新发展

公司两大业务线中，虽然处方药受政策影响较大，但CHC业务凭借“三九”极强的品牌效应，已经成为公司最主要的营收来源。并且公司也一直在此基础上进行探索变化，通过新产品、新营销手段和新电商渠道拓展市场边界，看好未来公司品牌延伸下的新领域的拓展。

● 投资建议：首次覆盖，给予“买入”投资评级

我们预计，公司2021~2023年收入分别160.5/182.7/203.6亿元，分别同比增长17.7%/13.8%/11.4%，归母净利润分别为20.2/23.4/25.6亿元，分别同比增长26.2%/16.1%/9.6%，对应2021~2023年EPS为2.06/2.39/2.62元，对应估值为16X/14X/12X。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

● 风险提示

行业政策风险不及预期；新品种推广不及预期；股权激励方案推进不及预期。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13637	16050	18273	20356
收入同比（%）	-7.8%	17.7%	13.8%	11.4%
归属母公司净利润	1597	2016	2339	2563
净利润同比（%）	-23.9%	26.2%	16.1%	9.6%

毛利率 (%)	62.5%	61.4%	61.7%	61.4%
ROE (%)	11.6%	12.8%	12.9%	12.4%
每股收益 (元)	1.63	2.06	2.39	2.62
P/E	15.30	15.88	13.68	12.49
P/B	1.78	2.03	1.77	1.55
EV/EBITDA	8.07	4.53	3.35	2.37

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1. 华润集团大健康重要一环，业绩稳定受北向资金关注	5
2. 激励方案设置多维考核，彰显公司发展信心	8
3. 持续挖掘“三九”品牌价值，新变化带来新发展	12
3.1. CHC 健康消费品业务：依靠 999 品牌力极强拓展市场边界	13
3.2. 处方药：产品结构优化消化政策影响，专科线及配方颗粒业务表现较好	15
3.3. 政策友好下公司主动拥抱新变化	16
4. 盈利预测与投资建议	19
4.1 盈利预测	19
4.2 投资逻辑与建议	20
风险提示：	21
财务报表与盈利预测	22

图表目录

图表 1 公司产品	5
图表 2 公司历史	5
图表 3 华润集团组织架构	6
图表 4 公司营业收入 (亿元) 及增速	7
图表 5 公司归母净利润 (亿元) 及增速	7
图表 6 公司毛利率与净利率	7
图表 7 公司各项费用率	7
图表 8 公司经营性净现金流 (亿元)	7
图表 9 华润三九股权结构	8
图表 10 股权激励对象	9
图表 11 央企股权激励前提条件	9
图表 12 央企股权激励多方面因素	9
图表 13 15 家可比公司业绩测算	10
图表 14 15 家可比公司	10
图表 15 华润三九扣非净利润 (亿元) 及增速	11
图表 16 申万中药 II 行业指数扣非归母净利润复合增长率	11
图表 17 15 家可比公司业绩历史扣非归母净利润复合增长率 (以 2020 年为基数)	11
图表 18 15 家可比公司 WIND 一致预期下归母净利润复合增速	12
图表 19 华润三九组织结构	12
图表 20 华润三九收入结构	13
图表 21 华润三九 OTC 产品列举	14
图表 22 延伸 999 品牌至大健康品类	14
图表 23 非处方药业务 (CHC) 营业收入 (亿元) 及增速	15
图表 24 公司处方药业务部分产品	15
图表 25 处方药业务营业收入 (亿元) 及增速	16
图表 26 华润三九战略框架	17
图表 27 公司联名产品	18
图表 28 公司业绩拆分及预测	19
图表 29 可比公司估值	20

1. 华润集团大健康重要一环，业绩稳定受北向资金关注

公司产品覆盖领域广，产品线丰富。华润三九主营核心业务定位于 CHC 健康消费品和 RX 处方药领域。

- CHC 健康消费品业务覆盖了感冒、皮肤、胃肠、止咳、骨科、儿科等近 10 个品类，其核心产品在感冒、胃肠、皮肤、儿科、维矿、止咳和骨科用药占据了较高的市场份额；
- RX 处方药业务则聚焦消化、骨科、心脑血管、肿瘤核心领域，位居国内市场前列。

2020 年公司拥有年销售额过亿元的品种 21 个，“999 感冒灵”、“999 皮炎平”、“三九胃泰”、“999 小儿感冒药”、“999 抗病毒口服液”、“气滞胃痛颗粒”、“天和骨通贴膏”等在相关品类内具领先地位。

图表 1 公司旗下品牌

华润三九旗下品牌：



资料来源：华润集团官网，华安证券研究所

公司前身是 1985 年成立的深圳南方制药厂。1999 年，由三九企业集团、深圳三九药业股份有限公司等 5 家公司发起设立股份制公司；2000 年 3 月 9 日，在深圳证券交易所挂牌上市(股票代码为 000999)；2008 年，正式进入华润集团；2010 年，公司名称由“三九医药股份有限公司”变更为“华润三九医药股份有限公司”。

图表 2 公司历史

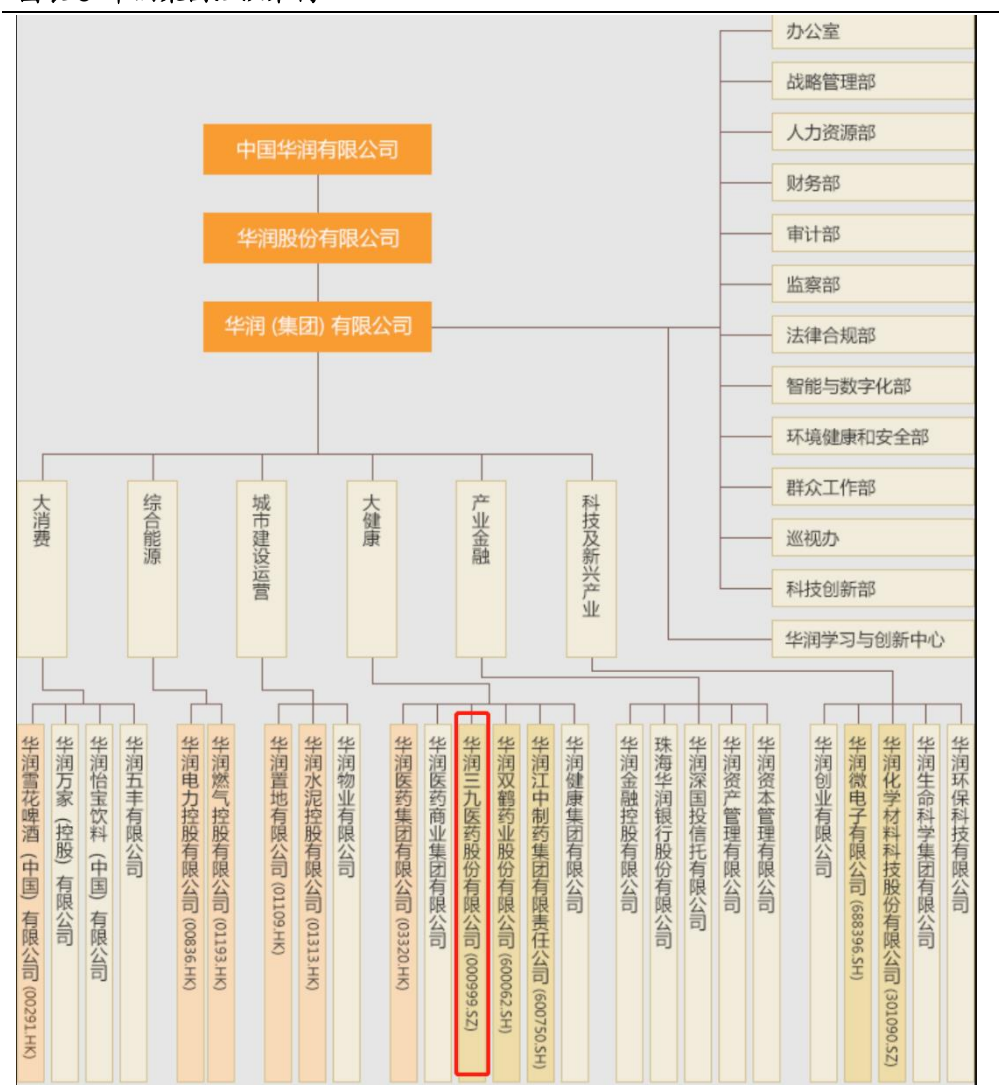
- **前身：1985年**
深圳南方制药厂
- **改制：1999年4月21日**
由三九企业集团、深圳三九药业股份有限公司等5家公司发起设立股份制公司
- **上市：2000年3月9日**
深圳证券交易所挂牌上市
- **重组：2008年**
正式进入华润集团
- **更名：2010年2月**
公司名称由“三九医药股份有限公司”变更为“华润三九医药股份有限公司”
- **现状：至今**
华润三九(000999)是大型国有控股医药上市公司，主要从事医药产品的研发、生产、销售及相关健康服务。资产规模、营业收入及品牌价值，居国内医药上市公司前列。

资料来源：公司官网，华安证券研究所

央企下属，华润集团大健康板块中重要一环。华润（集团）有限公司是一家在香港注册和运营的多元化控股企业集团，2003 年归属国务院国有资产监督管理委员会直接管理。华润涉足各大领域，其中大健康板块几乎全面覆盖，各公司侧重在不同的健康领域：

- 华润三九：自我诊疗+中药处方药为特色的药品平台；
- 东阿阿胶：以阿胶为特色的保健品平台；
- 华润医药：全国领先的医药流通商；
- 华润双鹤：积极布局普仿药业务、输液业务、差异化药业务和创新药业务四大业务平台；
- 江中药业：中医药传承与创新的引领者，集中成药、保健食品、功能食品研制、生产及销售于一体的大型制药企业；
- 华润健康：拥有 179 家医疗机构、14 家三级医院，床位数超过 25,000 张的综合医院管理平台。

图表 3 华润集团组织架构

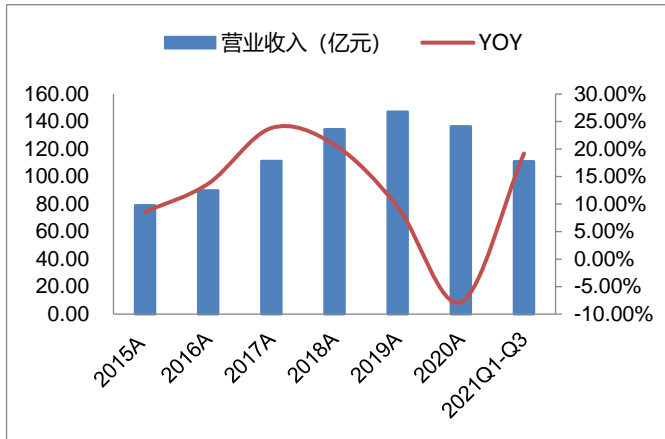


资料来源：公司官网，华安证券研究所

业绩稳定增长。2015-2019 年公司业绩取得持续增长，营业收入 4 年复合增长

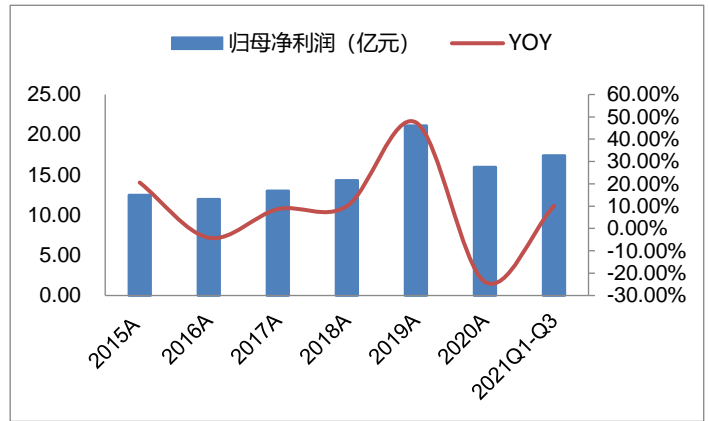
率为 17%。2020 年公司受疫情影响有所下滑,实现营业收入 136.37 亿元,净利润 15.97 亿元。2021 年已经恢复正常,前三季度实现营业收入 110.99 亿元,同比增长 19.17%;归母净利润 17.41 亿元,同比增长 10.13%。

图表 4 公司营业收入 (亿元) 及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 公司归母净利润 (亿元) 及增速

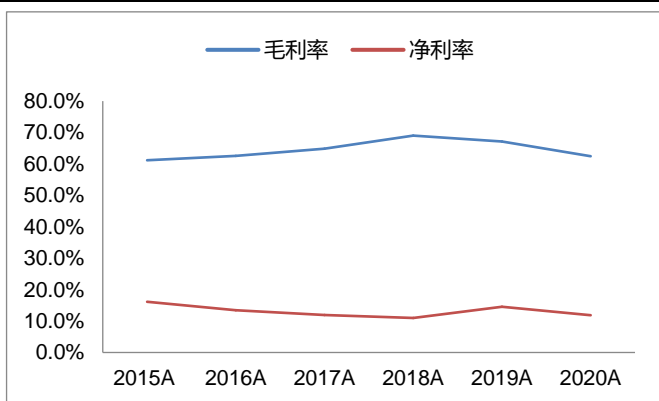


资料来源: wind, 华安证券研究所

注: 2019 年利润波动原因: 1、2019 年净利润中包括出售子公司三九医院股权取得的投资收益约 6.8 亿元 (税后), 剔除上述影响, 2020 年公司净利润同比增长约 12%。2、2020 年收购深圳华润堂 100% 股权 (同一控制下企业合并), 对以前年度数据进行追溯调整。

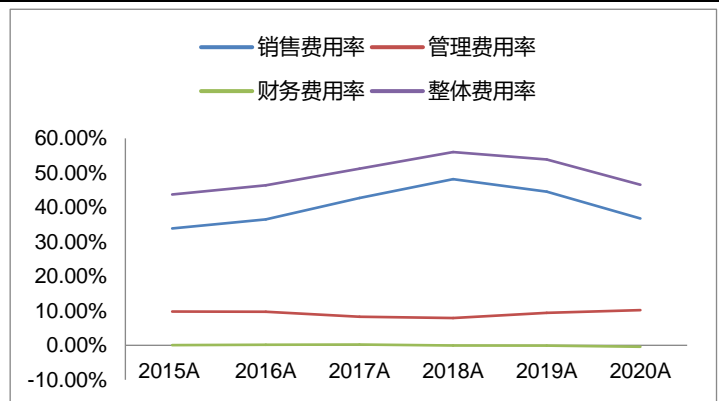
毛利率近年来有所下滑, 原因在于品类结构的调整。自我诊疗业务快速增长, 其毛利率相对处方药业务较低, 但相应的其销售费用也更低, 因此销售费用率也同步逐步下降 (2020 年为 36.78%)。净利率除 2019 年受短期因素波动以外, 一直维持在 12% 左右水平。公司现金流十分优秀, 2020 年经营性净现金流达到 22.24 亿元, 同比增长 14.08%。

图表 6 公司毛利率与净利率



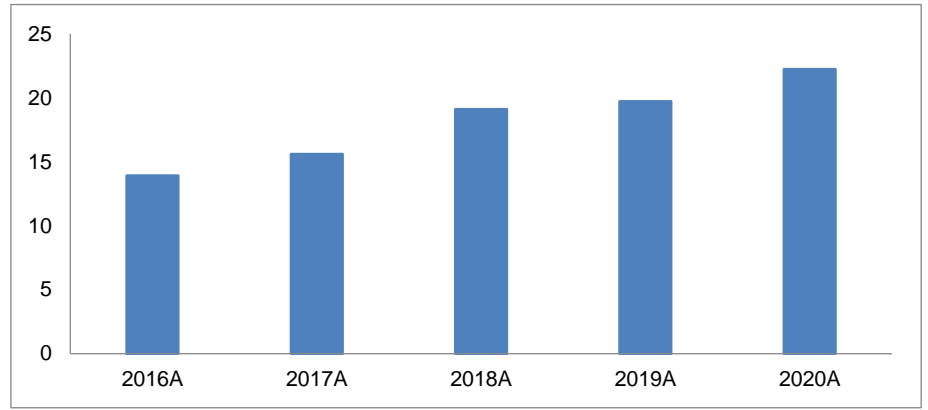
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 公司各项费用率



资料来源: wind, 华安证券研究所

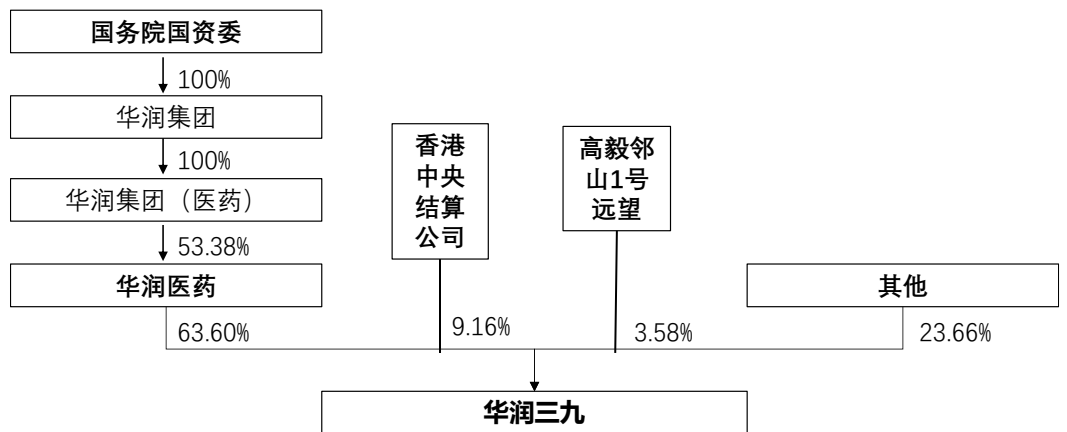
图表 8 公司经营性净现金流 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

股权结构上华润三九第一大股东为华润医药控股公司, 持股 63.6%。2020 年以来第二大股东一直是香港中央结算公司 (北向资金, 2021Q3 持股比例为 9.16%), 每季度略有变动但比例一直在 5% 以上, 可以看出北向资金一直对公司有一定的关注度。2021 年中报中高毅新进成为第三大股东, 截止 2021 年三季度报高毅持股比例达到 3.58%。

图表 9 华润三九股权结构 (2021 年三季度)



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

2. 激励方案设置多维考核, 彰显公司发展信心

2021 年 12 月 2 日, 公司发布 2021 年限制性股票激励计划(草案), 拟授予激励对象限制性股票 978.9 万股, 占计划公告时公司股本总额的 1.0%。其中计划首次授予 886.9 万股, 占本激励计划公告时公司股本总额的 0.906%; 预留授予 92.0 万股, 占本激励计划公告时公司股本总额的 0.094%。

激励计划首次授予激励对象的限制性股票授予价格为 14.84 元/股; 该激励计划涉及激励对象 284 人, 包括公司公告本激励计划草案时在公司(含下属企业)任职的董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术人员以及董事会认定需要激励的其他员工。

图表 10 股权激励对象

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量 (万股)	占本激励计划公告日股本总额的比例
1	邱华伟	总裁	19.1	0.02%
2	白晓松	副总裁	15.2	0.02%
3	麦毅	副总裁	15.2	0.02%
4	周辉	副总裁	13.1	0.01%
5	郭霆	副总裁	12.9	0.01%
6	王雁飞	副总裁	12.8	0.01%
7	梁征	财务总监	12.7	0.01%
中层及核心骨干 (277 人)			785.9	0.80%
首期合计授予 (284 人)			886.9	0.91%
预留授予			92	0.09%
合计			978.9	1.00%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

央企股权激励考虑方方面面，方案落地彰显公司能力

2020 年 5 月 30 日，国务院国资委发布《中央企业控股上市公司实施股权激励工作指引》，其中系统集成过往政策，梳理总结实践经验，从微观操作层面细化指导，为央企上市公司实施股权激励提供了精准且清晰的参考。

股权激励在国企改革进程中正日益受到关注，国有控股上市公司实施股权激励数量显著增加。国资委公布的数据显示，2020 年新增 22 户中央企业控股上市公司实施股权激励，涵盖了近 1.8 万名关键核心人才。

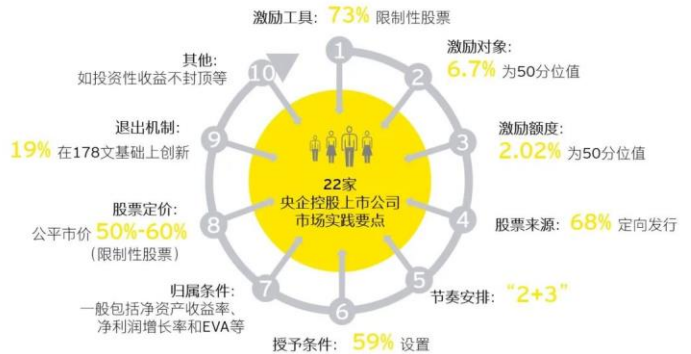
2021 年 5 月安永在其公众号发布《中央企业控股上市公司股权激励政策、理论、市场实践研究》，对已公告股权激励方案的 22 家央企控股上市公司进行了研究。可以看出央企在做股权激励的时候考虑非常全面，并且实施股权激励需要满足治理结构健全、业绩稳健等六大前提条件。所以说，华润三九的央企股权激励方案能够落地就已经显现出公司基本面十分健康。

图表 11 央企股权激励前提条件



资料来源：安永，华安证券研究所

图表 12 央企股权激励考虑多方面因素



资料来源：安永，华安证券研究所

多维度设置考核目标，解锁条件具备挑战性

华润三九这次股权激励的解锁条件十分值得关注。在归母扣非净资产收益率、

归母扣非净利润年复合增长率以及总资产周转率这三个方面都设置了相应的条件，并且在归母扣非净资产收益率和归母扣非净利润年复合增长率两项指标中，除了设置绝对的目标，还加入了与同行业或者对标公司的对比，可以说是既有基本要求又有同业挑战。

图表 13 15 家可比公司业绩测算

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	2022 年归母扣非净资产收益率不低于 10.15%，且不低于对标企业 75 分位水平；以 2020 年为基准，2022 年归母扣非净利润年复合增长率不低于 10.0%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；2022 年总资产周转率不低于 0.69。
第二个解除限售期	2023 年归母扣非净资产收益率不低于 10.16%，且不低于对标企业 75 分位水平；以 2020 年为基准，2023 年归母扣非净利润年复合增长率不低于 10.0%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；2023 年总资产周转率不低于 0.70。
第三个解除限售期	2024 年归母扣非净资产收益率不低于 10.17%，且不低于对标企业 75 分位水平；以 2020 年为基准，2024 年归母扣非净利润年复合增长率不低于 10.0%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；2024 年总资产周转率不低于 0.72。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

对标公司的选择上，在 A 股与港股 WIND 三级行业为“制药”的企业中，选择规模相当、业务类似且具有一定可比性的 14 家上市公司与 WIND 三级行业为“医疗保健提供商与服务”中 1 家规模、业务相似度高的上市公司“上海医药”作为对标企业。其中除了有像云南白药、同仁堂、白云山这些传统大型中药企业，也包含像中国生物制药、复星医药等这些综合性制药企业。

图表 14 15 家可比公司

证券代码	证券简称	证券代码	证券简称
000538.SZ	云南白药	600420.SH	国药现代
002422.SZ	科伦药业	600535.SH	天士力
600079.SH	人福医药	600812.SH	华北制药
600085.SH	同仁堂	601607.SH	上海医药
600196.SH	复星医药	0570.HK	中国中药
600299.SH	安迪苏	1177.HK	中国生物制药
600332.SH	白云山	3933.HK	联邦制药
600380.SH	健康元		

资料来源：公司公告，华安证券研究所

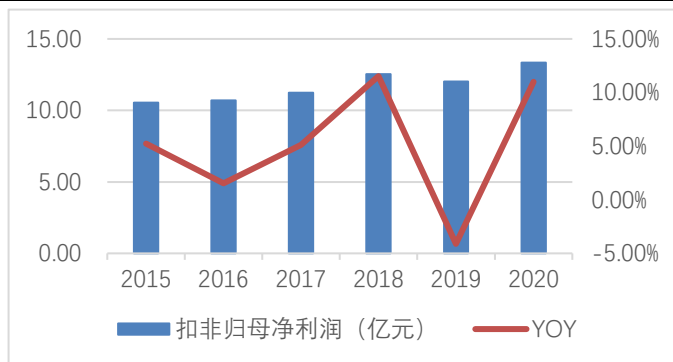
众多指标中我们选取投资者最关心的净利润增速指标进行分析。其条件为：以 2020 年为基准，2022/2023/2024 年的归母扣非净利润年复合增长率不低于 10.0%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平。其中：

1) 10%的复合增速：回顾 2015-2020 年，这 5 年间公司的扣非归母净利润复合增长率为 4.9%，所以 10%增长率并非简简单单靠传统增长可以实现。

2) 同行业平均水平：将申万中药指数的扣非归母净利润增速为同业标准，以 2010 年为基准，剔除掉 2020 年新冠疫情的影响，发现除了 2011 年增长率为 21%

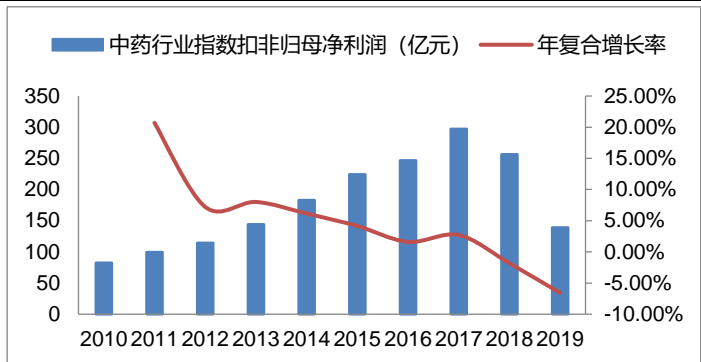
以外，剩下 8 年的年复合增长率均在 10% 以下，2018 年以后更是负增长。所以这个条件达成并不困难。

图表 15 华润三九扣非净利润 (亿元) 及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 申万中药 II 行业指数扣非归母净利润复合增长率



资料来源: wind, 华安证券研究所

3) 真正比较复杂的是同业的 15 家对标公司比较。列举的 15 家均为上市公司，因此在业绩上能够直接参考，以 2020 年为基准向前回溯，这 15 家公司中过去 2 年、3 年以及 5 年的扣非归母净利润复合增速的 75 分位分别为 41%、17%、19%。

未来净利润方面以各公司 wind 一致预期的归母净利润作为参考，在有盈利预测数据的对标公司中，其对标 2020 年的 2022 年、2023 年复合增长率的 75 分位分别为 24.5%、22.7%。

因此无论是历史增速还是未来预期增速来看，对标公司 75 分位的目标都将会高于基本的 10% 增速。所以有理由判断，本次多维化方案将更能激发公司的潜能。

图表 17 15 家可比公司业绩历史扣非归母净利润复合增长率 (以 2020 年为基数)

证券代码	证券简称	2018-2020, 2 年复合增速	2017-2020, 3 年复合增速	2015-2020, 5 年复合增速
000538. SZ	云南白药	6%	6%	4.82%
002422. SZ	科伦药业	-10%	-360%	3.95%
600079. SH	人福医药	-	120%	17.19%
600085. SH	同仁堂	4%	3%	4.13%
600196. SH	复星医药	9%	0%	10.75%
600299. SH	安迪苏	18%	4%	-0.97%
600332. SH	白云山	-8%	11%	19.22%
600380. SH	健康元	55%	-176%	30.74%
600420. SH	国药现代	76%	19%	25.60%
600535. SH	天士力	-11%	-8%	-6.34%
600812. SH	华北制药	115%	63%	-422.91%
601607. SH	上海医药	26%	15%	12.78%
0570. HK	中国中药	9%	11%	24.60%
1177. HK	中国生物制药	0%	3%	5.14%
3933. HK	联邦制药	46%	78%	19.33%
75 分位		41%	17%	19%

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 18 15 家可比公司 wind 一致预期下归母净利润复合增速

证券代码	证券简称	2020 年归母净利润 (亿元)	2022 年预期归母净利润 (亿元)	2023 年预期归母净利润 (亿元)	2022 年复合增长率	2023 年复合增长率
000538.SZ	云南白药	55.16	54.72	62.08	-0.4%	4.0%
002422.SZ	科伦药业	8.29	12.85	15.11	24.5%	22.1%
600079.SH	人福医药	11.49	18.75	23.98	27.8%	27.8%
600085.SH	同仁堂	10.31	14.48	16.95	18.5%	18.0%
600196.SH	复星医药	36.63	54.82	64.57	22.3%	20.8%
600299.SH	安迪苏	13.52	19.48	22.03	20.1%	17.7%
600332.SH	白云山	29.15	39.15		15.9%	
600380.SH	健康元	11.20	15.16	17.70	16.3%	16.5%
600420.SH	国药现代	6.49				
600535.SH	天士力	11.26	13.17	14.79	8.2%	9.5%
600812.SH	华北制药	0.97				
601607.SH	上海医药	44.96	64.60	73.85	19.9%	18.0%
0570.HK	中国中药	16.63	20.95	25.85	12.2%	15.8%
1177.HK	中国生物制药	27.71	57.84	53.50	44.5%	24.5%
3933.HK	联邦制药	7.03	12.88	14.58	35.4%	27.5%
				75 分位	24.5%	22.7%

资料来源: wind 一致预期, 华安证券研究所

注: 一致预期只包含归母净利润, 扣非后会有所差异

3. 持续挖掘“三九”品牌价值, 新变化带来新发展

公司组织架构十分清晰, 以 CHC 和处方药两大事业群为重点, 各子公司配合运营, 在研发、生产、职能平台的支持下稳定发展。

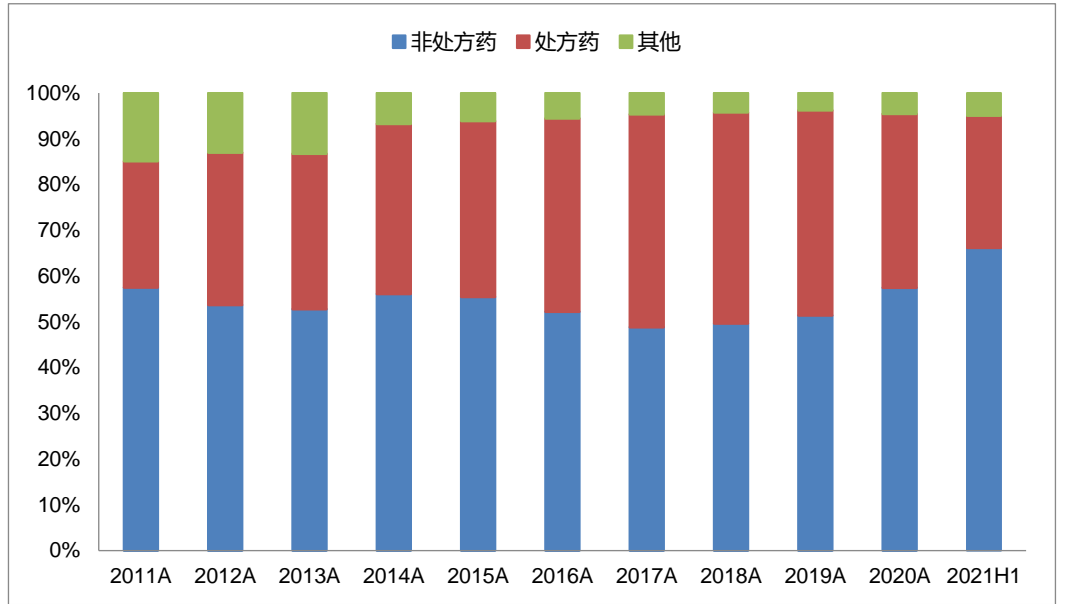
图表 19 华润三九组织结构



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

CHC 已经占据主导。CHC（也就是非处方药业务）至 2018 年以来开始成为主要营收来源，到 2021 上半年公司 CHC 健康消费品业务实现营业收入已经占比 66%。而处方药业务中抗感染业务受限抗、集采等政策影响下滑幅度较大，增速慢于 CHC 业务增速，2021H1 占比营收已经只占到 29%。

图表 20 华润三九收入结构



资料来源：wind，华安证券研究所

3.1. CHC 健康消费品业务：依靠 999 品牌力极强拓展市场边界

CHC (Consumer Healthcare) 即自我诊断，是指顾客自我认知下的健康消费选择。有别于传统 OTC 对药品的局限，CHC 涵盖的范围更加广阔，也给公司带来极强的拓展市场边界能力。

CHC 业务覆盖感冒、胃肠、皮肤、肝胆、儿科、骨科、妇科等品类，并积极向健康管理、康复慢病管理产品延伸。公司依托 999 及多个专业品牌，以家庭常见疾病治疗及健康管理为出发点，结合行业发展机会，以良好体验的产品和优质的服务，满足中国家庭从预防、保健、治疗、康复，全周期、多层次的健康需求。

公司连续多年在中国非处方药协会发布的非处方药企业综合排名中名列前茅，999 品牌多次上榜 WPP 集团发布的最有价值中国品牌榜单，“999 感冒灵”、“999 皮炎平”、“三九胃泰”、“999 小儿感冒”、“999 抗病毒口服液”、“好娃娃产品”、“气滞胃痛颗粒”、“天和骨通贴膏”、“澳诺葡萄糖酸钙锌口服溶液”等在相关品类内具领先地位。

图表 21 华润三九 OTC 产品列举



资料来源：公司官网，华安证券研究所

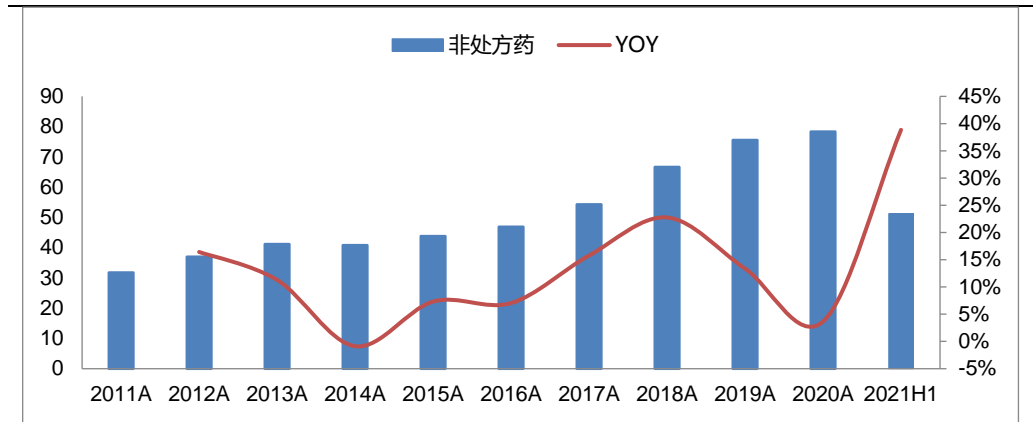
图表 22 延伸 999 品牌至大健康品类



资料来源：公司官网，华安证券研究所

CHC 业务发展迅速，收入从 2011 年的 31.77 亿元增长到 2020 年的 78.34 亿元，复合增长率为 11%，2021 年上半年更是增速迅猛，实现营收 51.29 亿元，同比增长 39%。

图表 23 非处方药业务 (CHC) 营业收入 (亿元) 及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

3.2. 处方药: 产品结构优化消化政策影响, 专科线及配方颗粒业务表现较好

在医疗端的处方药业务, 公司产品覆盖心脑血管、肿瘤、消化系统、骨科、儿科等治疗领域。并且公司为中药配方颗粒生产企业之一, 生产 600 余种单味配方颗粒品种。

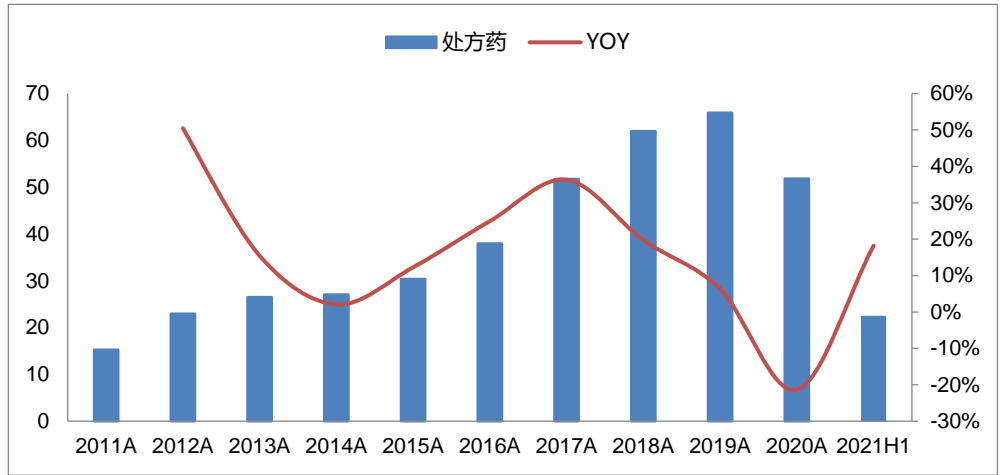
图表 24 公司处方药业务部分产品



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

处方药业务 2017 年以前得到高速发展,但 2018 年后开始出现增速下降的趋势,抗感染业务受限抗、集采等政策影响下降明显,对处方药业务影响较大。2021H1 公司处方药业务实现营业收入 22.42 亿元,同比增长 18.19%。经过几年的产品结构优化,中药注射剂在营业收入中的占比已逐步下降至约 3%,而专科线及中药配方颗粒业务成为新的增长动力。

图表 25 处方药业务营业收入 (亿元) 及增速



资料来源: wind, 华安证券研究所

3.3.政策友好下公司主动拥抱新变化

中药政策向好

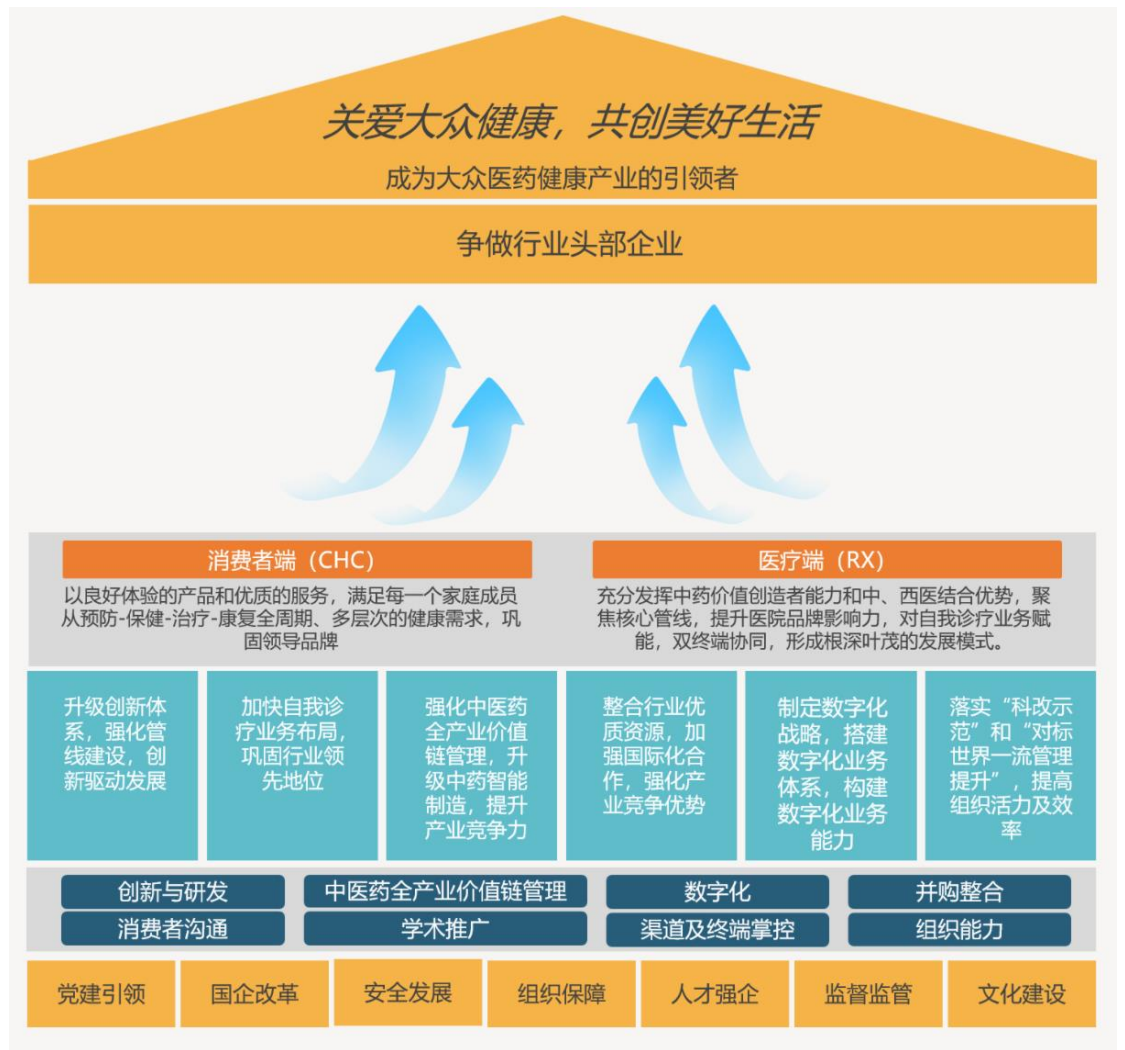
2021 年下半年,医保目录的调整、湖北中成药集采降价温和以及中药配方颗粒政策的落地看出中药政策开始向好:

- **医保目录调整下,支付端对中药更加友好:**2021 年进行的医保目录谈判中,部分中药产品使用范围取消了使用范围限制(步长制药的丹红注射液;珍宝岛的血塞通胶囊、复方芩兰等产品),可见支付端对中药更加温和友好。
- **湖北集采降价相对温和:**2021 年 12 月 24 日,湖北省牵头的 19 省中成药联盟集中带量采购结果出炉,97 家企业、111 个产品中选,中选率达 62%,拟中选价格平均降幅 42.27%。相较于以往多次西药集采,结果更加友好。
- **中药配方颗粒政策终落地,打开临床使用市场:**2021 年 11 月 16 日,国家卫健委与国家中医药管理局在官网共同发布了《关于规范医疗机构中药配方颗粒临床使用的通知》,结束了长达 20 多年的中药配方颗粒试点。也就意味着中药配方颗粒销售渠道将从试点期的 2000 多家中医院扩展到百万家医疗机构,市场空间进一步打开。

公司战略架构清晰,三大新动作带动未来新发展

首先华润三九的战略框架十分清晰,在消费端和医疗端两头并进。三大新动作带动未来新发展。

图表 26 华润三九战略框架



资料来源：公司官网，华安证券研究所

新产品：持续关注国内外优质资源，丰富产品线

围绕公司业务战略寻找行业优质资源的整合机会，提升公司的核心竞争力。

- 2020年8月1日：在儿科领域，公司与诺和诺德达成业务合作，共同在中国大陆推广重组人生长激素产品诺泽®，基于产品特点和优异品质，探索医患双驱的业务新模式，并取得了较快增长。
- 2020年11月完成五代头孢的药品注册申请，同时，公司引进 Oncoceutics, Inc. 旗下一款处于关键性临床试验阶段的脑胶质瘤治疗药物“ONC201”在大中华区(含中国大陆、香港、澳门、台湾)的独家开发、生产及商业化权益。
- 2021年3月31日，与日本龙角散株式会社达成销售合作，引进日本知名龙角散品牌润喉系列产品，进一步丰富公司产品管线。

并且公司高度关注优质资源的整合机会，重点围绕公司战略，寻找优质标的，采取灵活多样的资源获取方式，强化核心业务和能力。

- 2020年1月，正式完成澳诺(中国)制药有限公司100%股权收购的工商

变更。引入儿童补钙知名品牌，丰富儿科产品线。

- 2020年6月，完成对润生药业有限公司的股权投资，丰富呼吸系统用药储备。
- 2020年12月，收购深圳华润堂100%股权，将在积极转型发展深圳华润堂线上中药滋补品牌业务同时，与公司国药业务逐步整合，打造国药业务发展平台。

新营销

在消费者端，公司通过对消费者自我诊疗需求的深入研究，制造满足消费者需求的健康产品，经由电视、互联网等媒介与目标消费者进行沟通，并通过遍布全国的经销商、零售药店网络以及医药电商平台等进行销售。

华润三九积极探索数字化转型，筹备设立了数字化中心，逐步构建999品牌数字化资产。通过不断创新与消费者的沟通方式，999暖心关爱的品牌定位和认知进一步强化。2020年，公司更与年轻人喜爱的网红品牌推出了联名产品，如999感冒灵联合拉面说推出了暖心鸡汤面，三九胃泰联合开小灶推出了养胃猪肚鸡等，扩大了品牌的粉丝圈，推动了品牌年轻化。

图表 27 公司联名产品



资料来源：公司业绩说明会，华安证券研究所

新渠道

在线上业务发展方面，公司一方面与京东、阿里等平台开展深度合作，努力构建感冒、儿科、肝胆、维矿等品类的品牌优势地位，打造数字化业务能力。另一方面，公司积极布局新零售，与传统客户在O2O、垂直电商等新渠道相互赋能，共同打造医药新零售生态圈。

公司联合平安好医生、妙手医生、丁香园等移动医疗平台及自有直播平台，开展线上慢病义诊及公益直播，形成独特的动销模式，打造专业品牌。999感冒灵等主要产品O2O渠道的市场占有率遥遥领先，易善复2020年电商平台销量同比显著提升，618、双十一电商大促活动均蝉联OTC肝胆品类第一品牌。

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

关键假设

1) CHC 业务端: 受益于新渠道推广和三九品牌力的提升, 预期未来三年增速在 23%/19%/15%;

2) 处方药: 随着未来集采的逐步落地, 医院端销售受到影响, 但中药配方颗粒等产品补齐, 预期未来仍有增长, 增速为 10%/5%/4%。

图表 28 公司业绩拆分及预测

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,637	16,050	18,273	20,356
(+/-%)	-7.2%	17.7%	13.8%	11.4%
营业成本	5,120	6,197	6,998	7,851
毛利率	62.5%	61.4%	61.7%	61.4%
一、 CHC	7,834	9,636	11,467	13,187
YOY	3.7%	23.0%	19.0%	15.0%
占公司收入百分比	57.4%	60.0%	62.8%	64.8%
成本	3,358	3,951	4,587	5,275
毛利	4,476	5,685.1	6,880.0	7,912.0
YOY	0.4%	27.0%	21.0%	15.0%
毛利率	57.1%	59.0%	60.0%	60.0%
二、 处方药	5,182	5,700	5,985	6,225
YOY	-21.4%	10.0%	5.0%	4.0%
占公司收入百分比	38.0%	35.5%	32.8%	30.6%
成本	1,320.9	1,710.1	1,795.6	1,867.4
毛利	3,861.1	3,990.1	4,189.6	4,357.2
YOY	-26.8%	3.3%	5.0%	4.0%
毛利率	74.5%	70.0%	70.0%	70.0%
三、 非药	621	714	822	945
YOY	11.8%	15.0%	15.0%	15.0%
占公司收入百分比	4.6%	4.5%	4.5%	4.6%
成本	440.3	535.8	616.2	708.6
毛利	181.0	178.6	205.4	236.2
YOY	32.6%	-1.3%	15.0%	15.0%
毛利率	29.1%	25.0%	25.0%	25.0%

资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 29 可比公司估值

股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	EPS (元)				P/E		
			2020A	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
000538.SZ	云南白药	99.18	4.31	3.23	4.27	4.84	30.70	23.25	20.49
600566.SH	济川药业	27.63	1.53	1.92	2.13	2.28	14.37	12.96	12.11
600332.SH	白云山	33.17	1.79	2.12	2.41	0.00	15.68	13.78	
平均值							19.86	20.25	16.66
000999.SZ	华润三九	32.70	1.63	2.06	2.39	2.62	15.88	13.68	12.49

资料来源: wind (一致预期, 2021/12/27), 华安证券研究所

4.2 投资逻辑与建议

华润集团大健康重要一环

公司产品覆盖领域广, 产品线丰富, 是华润集团大健康板块中重要一环。华润三九主营核心业务定位于 CHC 健康消费品和 RX 处方药领域, 2020 年公司拥有年销售额过亿元的品种 21 个, “999”品牌可以说是家喻户晓。公司自身业绩稳定增长, 现金流优秀, 深受北向资金青睐。

激励方案设置多维考核, 彰显公司发展信心

2021 年 12 月 2 日, 公司发布 2021 年限制性股票激励计划(草案), 拟授予 284 名激励对象限制性股票 978.9 万股, 授予价格为 14.84 元/股。激励方案颇具亮点, 一方面是央企股权激励会考虑方方面面, 方案落地本身就彰显公司的优秀能力。另一方面方案解锁条件设置多维目标, 其中扣非归母净利润增长率目标的达成条件并非 10%的基础增速这么简单容易, 所以有理由判断, 本次多维化方案将更能激发公司的潜能。

持续挖掘“三九”品牌价值, 新变化带来新发展

公司两大业务线中, 虽然处方药受政策影响较大, 但 CHC 业务凭借“三九”极强的品牌效应, 已经成为公司最主要的营收来源。并且公司也一直在此基础上进行探索变化, 通过新产品、新营销手段和新电商渠道拓展市场边界, 看好未来公司品牌延伸下的新领域的拓展。

投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”投资评级

我们预计, 公司 2021~2023 年收入分别 160.5/182.7/203.6 亿元, 分别同比增长 17.7%/13.8%/11.4%, 归母净利润分别为 20.2/23.4/25.6 亿元, 分别同比增长 26.2%/16.1%/9.6%, 对应 2021~2023 年 EPS 为 2.06/2.39/2.62 元, 对应估值为 16X/14X/12X。首次覆盖, 给予“买入”投资评级。

风险提示：

- **行业政策风险不及预期：**医药行业政策波动有可能导致公司产品销售受到阻碍，若未来行业政策趋严，公司业务将面临冲击。
- **新品种推广不及预期：**公司引入新品种，市场推广存在较大不确定性，若推广进度不及预期，公司业绩将受影响。
- **股权激励方案推进不及预期：**股权激励方案目前仍是预案阶段，未来的推进速度可能会有各方面因素影响。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	10925	16747	22506	28554	
现金	3822	8365	13028	18006	
应收账款	2980	3246	3844	4200	
其他应收款	57	402	267	404	
预付账款	190	236	263	297	
存货	1762	1974	2319	2551	
其他流动资产	2114	2523	2784	3096	
非流动资产	11085	8671	6447	4129	
长期投资	15	15	15	15	
固定资产	3483	807	-1912	-4610	
无形资产	2178	2178	2178	2178	
其他非流动资产	5409	5671	6167	6546	
资产总计	22010	25418	28953	32682	
流动负债	7295	8662	9829	10963	
短期借款	25	25	25	25	
应付账款	841	958	1115	1232	
其他流动负债	6430	7680	8689	9706	
非流动负债	656	656	656	656	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	656	656	656	656	
负债合计	7951	9318	10485	11619	
少数股东权益	332	357	387	419	
股本	979	979	979	979	
资本公积	1636	1636	1636	1636	
留存收益	11112	13128	15467	18030	
归属母公司股东权益	13727	15743	18082	20645	
负债和股东权益	22010	25418	28953	32682	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	2224	4729	5070	5255	
净利润	1597	2016	2339	2563	
折旧摊销	427	2696	2740	2718	
财务费用	-37	0	0	0	
投资损失	-82	-97	-111	-123	
营运资金变动	96	88	71	64	
其他经营现金流	1725	1953	2299	2532	
投资活动现金流	-659	-185	-407	-277	
资本支出	-615	-280	-516	-398	
长期投资	-211	-2	-2	-2	
其他投资现金流	166	97	111	123	
筹资活动现金流	-1469	0	0	0	
短期借款	-5	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	455	0	0	0	
其他筹资现金流	-1919	0	0	0	
现金净增加额	91	4543	4663	4978	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	13637	16050	18273	20356	
营业成本	5120	6197	6998	7851	
营业税金及附加	176	209	238	265	
销售费用	5015	5618	6487	7328	
管理费用	931	1284	1371	1425	
财务费用	-57	0	0	0	
资产减值损失	-205	-1	-1	-1	
公允价值变动收益	7	0	0	0	
投资净收益	82	97	111	123	
营业利润	2070	2551	2961	3244	
营业外收入	17	0	0	0	
营业外支出	27	0	0	0	
利润总额	2059	2551	2961	3244	
所得税	442	510	592	649	
净利润	1618	2041	2369	2595	
少数股东损益	20	25	29	32	
归属母公司净利润	1597	2016	2339	2563	
EBITDA	2557	5221	5672	5930	
EPS (元)	0.00	2.06	2.39	2.62	

主要财务比率

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	-7.8%	17.7%	13.8%	11.4%
营业利润	-17.7%	23.2%	16.1%	9.6%
归属于母公司净利	-23.9%	26.2%	16.1%	9.6%
获利能力				
毛利率 (%)	62.5%	61.4%	61.7%	61.4%
净利率 (%)	11.7%	12.6%	12.8%	12.6%
ROE (%)	11.6%	12.8%	12.9%	12.4%
ROIC (%)	11.9%	12.5%	12.7%	12.2%
偿债能力				
资产负债率 (%)	36.1%	36.7%	36.2%	35.6%
净负债比率 (%)	56.6%	57.9%	56.8%	55.2%
流动比率	1.50	1.93	2.29	2.60
速动比率	1.23	1.68	2.03	2.34
营运能力				
总资产周转率	0.62	0.63	0.63	0.62
应收账款周转率	4.58	4.94	4.75	4.85
应付账款周转率	6.09	6.47	6.27	6.37
每股指标 (元)				
每股收益	1.63	2.06	2.39	2.62
每股经营现金流(薄)	2.27	4.83	5.18	5.37
每股净资产	14.02	16.08	18.47	21.09
估值比率				
P/E	15.30	15.88	13.68	12.49
P/B	1.78	2.03	1.77	1.55
EV/EBITDA	8.07	4.53	3.35	2.37

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人：李昌幸，研究助理，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于华西证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。