

## 华润三九 (000999.SZ) 买入 (首次覆盖)

公司深度研究(深度)

市场价格(人民币): 39.80元

目标价格(人民币): 47.00元

## 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	9.79
已上市流通 A股(亿股)	9.78
总市值(亿元)	389.60
年内股价最高最低(元)	45.36/23.35
沪深 300 指数	4231
深证成指	11959
人民币(元)	成交金额(百万元)
44.34	1800
37.86	1600
31.38	1400
24.9	1200
18.42	1000
210408 210708 211008 220108 220408	800 600 400 200 0
■ 成交金额	—— 华润三九
	—— 沪深300

# 华润三九: 大众健康医疗先行者, 转型驱动“质+量”双升

## 公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,637	15,320	17,627	20,119	22,730
营业收入增长率	-7.24%	12.34%	15.06%	14.14%	12.98%
归母净利润(百万元)	1,597	2,047	2,384	2,772	3,211
归母净利润增长率	-24.38%	28.13%	16.47%	16.28%	15.84%
摊薄每股收益(元)	1.632	2.091	2.435	2.832	3.280
每股经营性现金流净额	2.03	1.58	3.10	3.52	4.07
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.64%	13.39%	13.76%	14.00%	14.13%
P/E	15.28	16.38	15.56	13.38	11.55
P/B	1.78	2.19	2.14	1.87	1.63

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- 公司专注医药健康领域, 目标成为“大众医药健康产业引领者”。公司已形成了以自我诊疗(即 CHC)与处方药为核心的业务体系, 争做中国医药健康行业头部企业, 其中 2021 年 CHC 业务实现营业收入 93 亿元, 同比增长 18%; 处方药业务实现营业收入 54 亿元, 同比增长 3.2%。2022 年 2 月, 公司公告限制性股票激励计划(草案), 该计划从股东回报水平、盈利能力成长水平以及资产营运能力水平等方面设置了全面的考核体系, 为公司发展增添新动力。2021 年公司营收 153 亿元(+12.3%); 归母净利润 20.5 亿元(+28.1%)。
- **CHC 业务逐步恢复, 全品类发力未来可期。**老年人健康管理以及慢病需求逐步释放, 为自我诊疗市场带来更大的增长空间, 公司 CHC 业务连续三年增长, 业务占比逐年攀升。公司依托 999 品牌力, 拓展全领域优势: 1) 并购澳诺制药补充儿科补钙产品, 2020 年双十一销量同类目第一名。2) 合资方式引入产品品质和学术基础双优的易善复产品, 在肝胆领域储备优势。3) 合作引入呼吸类新品龙角散, 补充公司呼吸领域中咽喉用药的空缺。
- **专科线+配方颗粒, 处方药业务双轮驱动。**处方药业务中专科线和配方颗粒板块增速较快。一方面, 公司专科线坚持以临床需求为导向, 深挖产品价值, 新老产品共同成长, 带动公司处方药业务发展; 另一方面, 持续推进中药配方颗粒。随着《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》发布, 行业政策逐步放开, 中药配方颗粒市场景气度提高, 存在较大提升空间, 公司全产业链布局, 蓄力未来发展。

## 投资建议

- 华润三九将在中药发展中持续获益, 预计 2022-2024 年归母净利润分别为 23.8、27.7 和 32.1 亿元, 增速分别 16.5%、16% 和 15.8%。我们选用相对估值法(市盈率)对公司进行估值, 参考同行业上市公司可比公司情况, 给予公司 2022 年 21 倍估值, 目标价 47 元/股, 首次覆盖给予“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

袁维

 分析师 SAC 执业编号: S113051808  
 (8621)60230221  
 yuan\_wei@gjzq.com.cn

## 内容目录

华润三九：国资赋能的医药健康品牌 .....	3
背靠大型央企，全面赋能助力成长 .....	3
内生外延，全面构建医药大健康产业 .....	3
股权激励，为公司发展增添新动力 .....	5
CHC 业务，围绕“1+N”持续扩展大健康领域 .....	6
CHC 业务逐步恢复，全品类发力未来可期 .....	6
需求、政策双向利好 CHC 业务发展 .....	7
999 品牌影响力再创新高度 .....	9
拓展大健康、慢病管理，提升品牌影响力 .....	9
专科线+配方颗粒，处方药业务双向发力 .....	10
处方药业务结构优化，看好公司未来增长 .....	10
专科线坚持临床需求导向，深挖产品价值 .....	10
中药配方颗粒行业景气度提高，公司全产业链蓄力 .....	11
品牌力、终端力、创新力、产品力合力打造“自我药疗引领者” .....	12
盈利预测与投资建议 .....	13
风险提示 .....	15

## 图表目录

图表 1：公司近年主要并购公司及其他主要子公司 .....	4
图表 2：2022 年公司公告的限制性股票激励计划（草案修订稿） .....	5
图表 3：2015-2021 公司营业收入及增速 .....	6
图表 4：2015-2021 公司归母净利润及增速 .....	6
图表 5：2015-2021 公司毛利率及净利率情况 .....	6
图表 6：2015-2021 公司费用率情况 .....	6
图表 7：公司 CHC 业务收入及占比 .....	7
图表 8：公司 CHC 业务毛利率 .....	7
图表 9：中国人口老龄化日趋严峻 .....	8
图表 10：中国互联网慢病管理市场规模（亿元） .....	8
图表 11：我国城镇居民人均医疗保健支出 .....	9
图表 12：公司处方药业务收入（亿元）及占比 .....	10
图表 13：公司处方药业务毛利率 .....	10
图表 14：中药配方颗粒市场规模（亿元） .....	11
图表 15：各生产基地智能制造成果 .....	13
图表 16：公司部分在研和引入项目及进度 .....	13
图表 17：公司主营业务盈利预测 .....	14
图表 18：可比公司估值比较（市盈率法） .....	15

## 华润三九：国资赋能的医药健康品牌

### 背靠大型央企，全面赋能助力成长

- 公司专注医药健康领域，以成为中国“大众医药健康产业的引领者”为愿景，围绕中西医科学技术平台，大力发展战略医药健康产品的创新研发和智能制造，致力于服务到中国家庭每一位成员、成为中国医药健康第一品牌。经过多年发展，公司已形成了以自我诊疗（CHC）与 RX 处方药为核心的业务体系。
- 公司自 2008 年起加入华润集团。华润集团隶属国务院国有资产监督管理委员会管辖，并有北京市国有资产监督管理委员会背书支持，是国家重点扶持的骨干企业之一。经过数十年的发展，华润集团已构建起大健康、大消费、科技与新兴产业、综合能源、产业金融、城市建设运营六大板块为主体的业务体系，每个板块下附有多家企业，其中不乏在大陆及香港成功上市的公司，推动该板块业务的建设与成熟。
- 在华润集团大央企的全面赋能下，公司立足华润医药大健康板块，快速成长为重要的 OTC 及中药平台。华润医药集团统领大健康板块，旗下公司针对医药健康产品的研发、生产及销售各有侧重，以明确的定位快速成长。其中，华润健康是医院机构管理平台，华润医药是全国医药流通平台，东阿阿胶是保健品平台。
- 在明确的发展定位的指引下，公司逐步确立起了消费者端（CHC）及医疗端（RX）两大发展战略路径，并立足于消费者全周期、多层次健康需求，以及中药发展势头及中西医优势，通过创新研发、数字化、学术推广、渠道及终端掌控、消费者沟通、并购整合及中医药全产业链价值链管理等举措，全力打造中国医药健康行业头部企业。
- 截至 2021 年报，除第一大股东华润医药控股外，香港中央结算公司为第二大股东、持股 8.59%，高毅资产为第三大股东、持股 4.29%，此外还有摩根士丹利、道明资产等位居前十大股东之列。优质资金的进入及持有，表明对公司未来发展的期待。

### 内生外延，全面构建医药大健康产业

- 多年来，公司围绕自我诊疗 CHC 及处方药核心业务，坚持外延并购及内生新设企业，不断向大健康领域全方位拓展，丰富产品结构。
- 2009 年，公司收购黄石，丰富了儿科、妇科及胃肠道系统管线产品，以及金蟾生化，丰富了抗肿瘤产品；2011 年，收购神鹿、高科、本溪，丰富了呼吸道、胃肠道、心血管系统及儿科、抗肿瘤产品；2012 年，收购顺峰药业，引入“顺峰康王”、“顺峰宝宝”等产品，拓展了功效性护肤品等管线；2013 年，收购桂林天和，引入天和追风膏等骨科产品及其他医疗器械产品；2014 年，收购老桐君，进一步丰富呼吸道、胃肠道、心血管等品类产品；2015 年，收购浙江众益，丰富抗生素及胃肠道产品；2016 年，收购昆明圣火，丰富了心脑血管产品及其他保健品；2020 年完成澳诺收购，引入“澳诺”、“金辛金丐特”明星儿科保健品牌，以及收购润生药业、华润堂，丰富呼吸道系统药品、及中药滋补产品；2021 年，收购润芙蓉，进一步完善中药领域产品管线。此外，公司还通过自行设立子公司，完善中药及 OTC 等产品的研发、生产及销售板块布局。
- 目前公司的 CHC 业务已覆盖了感冒、胃肠、皮肤、肝胆、儿科、妇科、妇科等品类产品，以及延伸至健康管理、康复慢病管理领域产品；处方药业务涉及了心脑血管、消化道系统、肿瘤、骨科、儿科等领域，并建立起“999”等多个院内、院外的知名医药品牌。

图表 1：公司近年主要并购公司及其他主要子公司

公司	时间	并购前一年净利润	取得方式	持股比例	主要品类	主要产品
润芙蓉	-	-	并购	60%	中药	中药饮片, 中药材产品; 中药材种植
华润堂	2020	-1544 万	并购	100%	医药、保健品	滋补品、保健品、药品、中药饮片、健康食品、个人护理等零售业务
润生	-	-	并购	15.2 %	呼吸道	长效 $\beta$ 激动剂 (LABA) 和吸入皮质类固醇 (ICS) 等
澳诺	2019	1.48 亿	并购	100%	儿科	“澳诺”、“金辛金丐特”品牌; 葡萄糖酸钙锌口服溶液、维生素 C 咀嚼片、参芝石斛颗粒等产品
山东圣海	2017	4787 万	并购	65%	保健品	软胶囊、硬胶囊、片剂等剂型保健品
圣火药业	2016	9753 万	并购	100%	心脑血管、中药、保健品等	血塞通软胶囊、黄藤素软胶囊
浙江众益	2015	4694 万	并购	62.9 %	胃肠道、抗生素等	红霉素肠溶胶囊、阿奇霉素肠溶胶囊、镁加铝咀嚼片、奥沙拉秦钠胶囊、汉防己甲素片、氯雷他定片、格列齐特片 (II) 和西地碘含片等
老桐君	-	-	并购	100%	呼吸道、泌尿、胃肠道、心血管、妇科等	银黄口服液、抗病毒口服液、小儿退热口服液、生脉饮、速效止血胶囊等
临清华威	2013	701 万	并购	100%	呼吸道、泌尿等	健脑补肾丸、外感风寒颗粒
天和药业	2013	4495 万	并购	97.2 %	外用药、医疗器械	天和追风膏、骨通贴膏、消痔软膏、固本腰肾贴等贴膏、软膏、擦剂、酊剂类外用药品及医疗器械产品
华润顺峰	-	-	并购	100%	抗生素、皮肤科; 功能性化妆品、保健食品等	“顺峰康王”、“顺峰宝宝”; 利福平乳膏、维 E 维胺酯乳膏、咪康唑氯倍他索乳膏、复方地塞米松乳膏等
神鹿双鹤	2011	552 万	并购	100%	呼吸道、胃肠道、儿科等	儿泻停颗粒、银菊清咽颗粒、益胆片、养胃舒颗粒等
双鹤高科	2011	762 万	并购	100%	呼吸道、心血管、抗肿瘤等	茵栀黄口服液、舒血宁注射液、可愈糖浆、北京蜂王浆等
本溪三药	2011	589 万	并购	100%	呼吸道、胃肠道等	尪痹胶囊、骨友灵搽剂、乙肝清热解毒颗粒等
华润金蟾	-	-	并购	99.5 %	抗肿瘤	华蟾素系列产品
黄石三九	-	-	并购	100%	儿科、妇科、胃肠道等	雷公藤片、泰脂安胶囊、儿科类中药、古方丸剂及咽炎片、金防感冒颗粒、银杏叶胶囊等
华润九新	-	-	-	100%	抗生素	注射用五水头孢唑啉钠、注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠等
郴州三九	-	-	-	100%	呼吸道系统、心血管、儿科、妇科、胃肠道系统等	归芍调经片、痔宁片、冰连清咽喷雾剂、抗菌痢灵片、补脾安神合剂等
和善堂	-	-	-	100%	人参种植、加工, 人参系列产品开发	人参片、人参须、人参花等人参系列大健康产品
北京三九	-	-	-	70%	保健食品、儿科用药、抗生素等	新生代北京人参蜂王浆、头孢拉定胶囊、小儿氯酚黄那敏颗粒、复方氯酚烷胺胶囊等
南昌三九	-	-	-	100%	呼吸系统、抗肿瘤药、皮肤等	999 强力枇杷露、鸭胆子油软胶囊、盐酸氨溴索口服溶液、硝酸咪康唑乳膏等
枣庄三九	-	-	-	-	呼吸道系统、妇科等	999 感冒灵颗粒、999 板蓝根颗粒、999 小儿感冒颗粒、益母草颗粒等中成药制剂
雅安三九	-	-	-	100%	儿科、呼吸系统等	小儿止咳糖浆、生脉注射液、红花注射液、参麦注射液、参附注射液等

来源：公司公告，国金证券研究所

## 股权激励，为公司发展增添新动力

- 2022年2月，公司公告限制性股票激励计划（草案），拟向公司及下属子公司的董事、高级管理人员、中层管理人员及关键业务、技术骨干共计273人授予限制性股票978.9万股，占本激励计划公告时公司股本总额的1.0%；计划首次授予844.2万股，占本激励计划公告时公司股本总额的0.862%，占本次拟授予限制性股票总量的86.24%，授予价格为14.84元/股。
- 本次股权激励方案中，在A股与港股的Wind三级行业“制药”企业中，选择了14家规模相当、业务类似且具有一定可比性的上市公司，“云南白药”、“同仁堂”、“白云山”等，以及三级行业“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”作为可比公司，制定了公司层面的业绩考核目标，对2022-2024三年内的归母扣非净资产收益率、归母扣非净利润复合增长率和总资产周转率提出了要求，并且在归母扣非净资产收益率和归母扣非净利润复合增长率中加入了与同行业平均水平或对标企业75分位水平的相比的要求，从而全方位反映公司的股东回报水平、盈利能力成长水平以及资产营运能力水平的提升情况。此外，公司还对授予个人设置了严格的绩效考核体系，对激励对象的工作做出准确、全面的评价。
- 综合来看，公司本次的激励计划设置的考核体系全面，有助于持续激发公司核心人员的积极性，提高经营效率，为公司发展带来新的动力，从而提升公司实力与竞争力，增强对行业内人才的吸引力。

图表2：2022年公司公告的限制性股票激励计划（草案修订稿）

解除限售期	公司业绩考核目标	可解除限售期数量占限制性股票数量比例
第一个解除限售期	1、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； 2、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； 3、2022年总资产周转率不低于0.69。	1/3
第二个解除限售期	1、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； 2、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； 3、2023年总资产周转率不低于0.70。	1/3
第三个解除限售期	1、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； 2、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； 3、2024年总资产周转率不低于0.72。	1/3

来源：公司公告，国金证券研究所

- 在公司业务及产品结构不断丰富的驱动下，公司营业收入及盈利水平呈增长趋势。2017年起，公司营收规模迈入百亿，并持续增长，2019年实现营收147亿元。2020年，受疫情影响，医院端处方药及零售端感冒药有所下滑，营业收入为136.4亿元，同比下滑7.8%，归母净利润为16亿元，同比下滑23.9%。随着疫情常态化，医院端门诊及药店零售逐渐恢复，2021年，公司业绩逐步恢复正常，实现营收153.2亿元，同比增长12.3%，归母净利润20.5亿元，同比增长28.1%。

图表 3: 2015-2021 公司营业收入及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4: 2015-2021 公司归母净利润及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

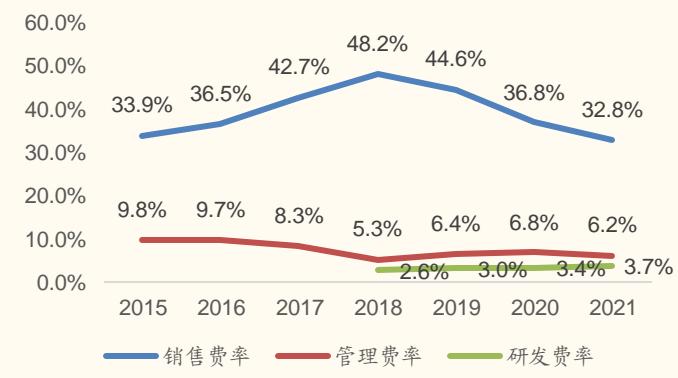
- 利润率水平方面，随着近几年 CHC 业务的发展，其较低的毛利率影响整体毛利率略有下滑，但基本维持在 60%左右，但产品结构的不断调整优化，对净利率水平还是起到了积极作用，除 2020 年的疫情影响外，2019 年以来，净利率呈上升趋势，并于 2021 达到了 13.6%。
- 公司 2021 年销售费用率 32.8%，近年来呈不断下降的趋势。随着 CHC 业务的发展，相较于医院端处方药业务的销售投入水平更低，使得销售费率逐年下降，并影响整体费用率水平下调。管理方面，不断优化管理模式，费用率水平呈下降趋势。
- 此次公司拟进行的股权激励方案，其成本预计 1.87 亿元计划将于管理费用中分 5 年摊销，可能会对管理费率及净利率水平产生影响。但考虑到股权激励对公司提出的业绩增长目标要求、以及对公司发展带来的正向促进作用，最终的影响程度有望控制在较低的水平。

图表 5: 2015-2021 公司毛利率及净利率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6: 2015-2021 公司费用率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

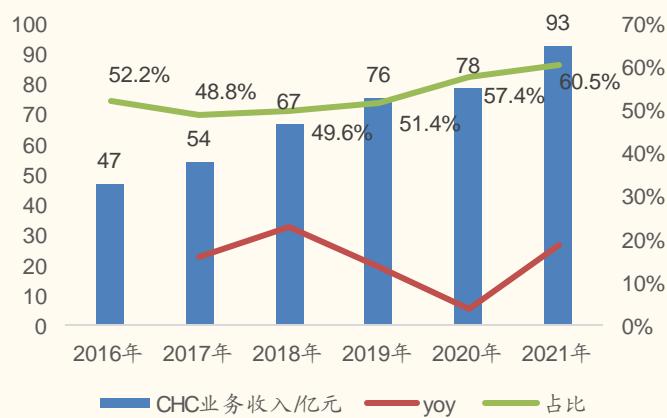
## CHC 业务，围绕“1+N”持续扩展大健康领域

### CHC 业务逐步恢复，全品类发力未来可期

- 行业景气度回升，公司 CHC 业务逐步发力

- 在国民保健意识增强、收入水平提高、老龄化进程加快、医保体系不断健全的大背景下，消费者对健康的关注和对保健、滋补养生的需求日益提高。消费习惯和消费方式也发生了较大的变化，消费者更关注高品质的健康产品及多元化健康解决方案，为公司 CHC 业务带来了发展契机。公司 CHC 业务连续三年增长，业务占比逐年攀升；2021 年实现营业收入 93 亿元，同比增长 18.5%。
- **公司不断引入新产品，拓展全领域优势：**1) 公司通过并购澳诺制药补充了儿科儿童补钙领导产品，2020 年双十一销量排名同类目第一名，具备良好的市场规模和成长性。2) 通过合资合作的方式引入产品品质和学术基础均非常好的易善复产品，过去 5 年，销售增长超过预期，在肝胆领域储备优势。3) 合作引入呼吸类新品龙角散，龙角散具备良好的产品体验，尤其适合公司在呼吸领域补充咽喉用药、补充高价值产品的方向。此外，公司也在积极关注新产品、新技术、新模式。

图表 7：公司 CHC 业务收入及占比



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：公司 CHC 业务毛利率

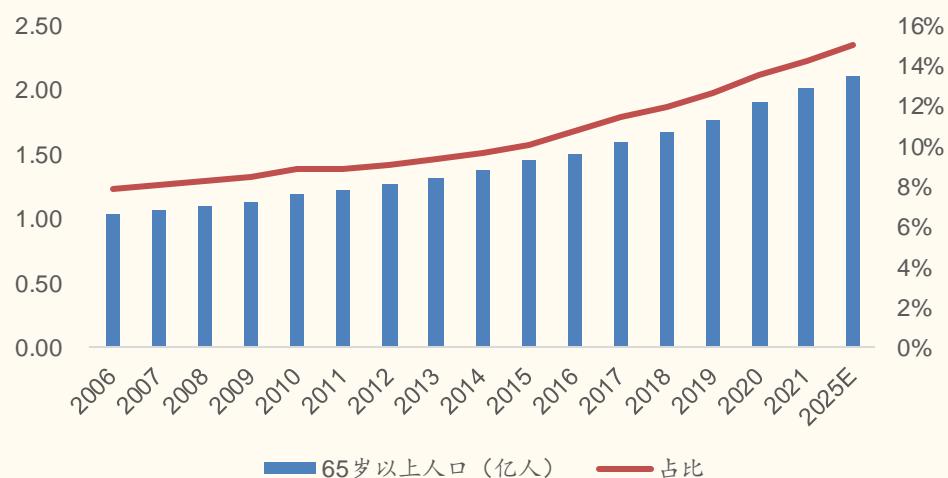


来源：公司公告，国金证券研究所

### 需求、政策双向利好 CHC 业务发展

- 随着国民销售水平和健康意识的提高，在医保体系不断健全的背景下，消费者对健康的关注以及保健、养生的需求日趋提升，高品质、多元化、全方位的医药健康产品及解决方案日益受到关注。
- **需求端**，在我国老龄化趋势日趋严峻的情况下，老龄化带来的老年人健康管理以及慢病需求逐步释放。再有，当代不健康的生活方式导致的亚健康状态人群的日益增长和慢病的年轻化，为自我诊疗市场带来更大的增长空间。根据国家统计局在 2021 年 5 月份发布的第七次全国人口普查关键数据显示，60 岁以上的人口为 26402 万人，占总人口的 18.7%，较第六次人口普查得到的比重上升 5.44%。人口老龄化促使老年群体对养老、医疗等需求增加。此外，在人口老龄化进一步加剧，以及工业化、城镇化、不健康生活方式等因素的影响下，慢病的发病率也在快速攀升、患者群体不断壮大

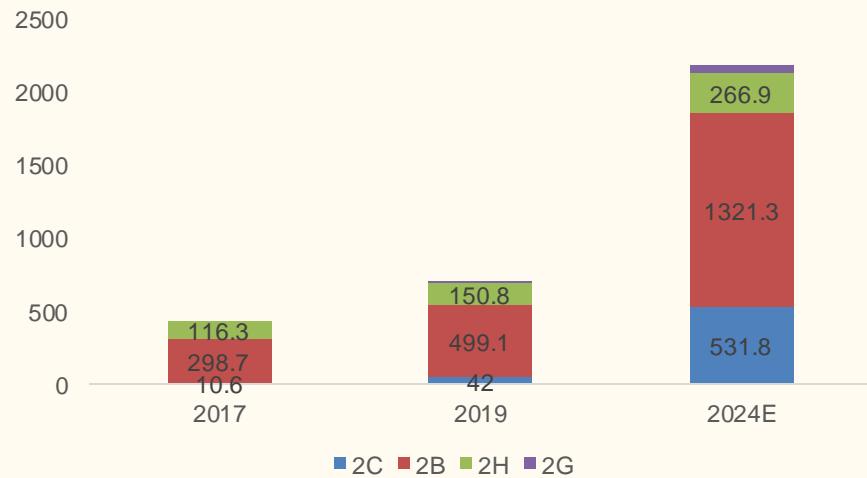
图表 9: 中国人口老龄化日趋严峻



来源：国家统计局，国金证券研究所

- 此外，互联网医疗的发展以及线上平台医保体系的逐步完善，为消费者带来就医用药便利的同时，也进一步激发了医药消费需求。互联网医疗构筑起了患者-医院-医生-药企-药店的紧密联系，消费者通过线上渠道获取产品和服务，也会反馈给企业市场的消费需求趋势，从而能够更精准地提供产品，以提升品牌影响力和消费者的粘性。
- 而且，在慢病管理方面，也有大量循证医学证明了互联网慢病管理对减缓病程、预防并发症的积极作用，有利于通过线上渠道为慢病的自我诊疗市场带来增量。据灼识咨询统计，互联网慢病管理市场规模在2019年就达到了694.1亿元，并有望于2024年达到2177.1亿元，实现复合增速25.7%。

图表 10: 中国互联网慢病管理市场规模（亿元）



来源：灼识咨询，国金证券研究所

- 政策端，处方外流是近年的一道主旋律。2020年以来多地的处方流转平台逐步落地，处方药外流趋势渐强。2021年，国家医保局又先后发布了《医疗机构医疗保障定点管理暂行办法》和《零售药店医疗保障定点管理暂行办法》，进一步完善药店的医保覆盖，为患者提供更方便的院外用药环境，加速处方外流进程，为自我诊疗市场带来增量。

- 国家医保局等部门围绕“互联网+”医疗服务建设也出台了一系列的政策，尤其是疫情期间完善线上医疗服务医保制度，促进患者线上就诊、用药全流程，促进线上医药消费市场的发展。

### 999 品牌影响力再创新高度

- 通过多年的积累，“999”品牌在消费者和医药行业中均享有较高的认可度，多次被评为“中国最高认知率商标”、“中国最有价值品牌”，常年上榜 WPP 集团发布的《最具价值中国品牌 100 强榜》榜单。“999”系列产品中，“999 感冒灵”、“999 皮炎平”、“三九胃泰”、“999 小儿感冒”、“999 抗病毒口服液”等在相关品类中的销量也处领先地位。2020 年，“999 感冒灵”还入选了中国非处方药协会发布的年度 OTC 黄金品种名单。
- 公司也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，甚至在 2020 年的评选中位居榜首；在《2020 年最有价值中国品牌 100 强》中，位居第 89，是唯三入榜的医疗保健领域企业之一，品牌价值达 10.9 亿美元，较上年增长 13%，彰显了公司品牌强大的品牌力。凭借着“999”品牌家喻户晓的辨识度和品牌影响力，有望进一步增强消费者粘性，提升公司在 OTC 市场的份额。

### 拓展大健康、慢病管理，提升品牌影响力

- 居民健康意识逐步提高，为大健康行业发展带来机遇

- 据国家统计局统计，我国城镇居民人均医疗保健支出从 2001 年的 349 元增长至 2020 年的 2174 元，在疫情影响之下仍增长了 5 倍以上。城镇居民人均医疗保健支出的提升反映了我国居民健康意识正逐步提高，这为大健康行业发展提供了强劲动力。

图表 11：我国城镇居民人均医疗保健支出



来源：国家统计局，国金证券研究所

- 公司基于品类结构和目标人群，打造健康品牌组合

- 公司打造四大健康品牌组合：“999 今维多”定位于基础膳食营养补充剂系列，“三九益普利生”主打功能性产品系列，“9YOUNG”定位为针对年轻人的新品牌，“999 护能”用于家用医疗器械系列产品。
- 大健康业务总体稳定，公司在强化品牌建设的基础上，优化线下业务和终端客户结构，重点布局线上健康市场。除在京东、天猫等电商平台

台上开设并运营“999 保健食品旗舰店”、“三九优选旗舰店”外，公司还积极布局社交电商领域，全方位拓展线上业务。圣海 CMO 业务方面，积极应对疫情后机会，加快拓展新客户，海外客户拓展方面取得突破，发展态势良好。

### ■ 重视质量技术提升与新产品开发，打造康复慢病产业持续竞争力

- 公司自 2020 年起创新康复慢病业务销售模式，提升运营质量，实现了业务板块销售及利润的较好增长，为后续发展奠定坚实基础。
- 强化心脑血管领域产品实力，并进一步拓展三七产业链。一方面，公司持续开展血塞通软胶囊质量标准提升及研究工作，开展血塞通软胶囊治疗视网膜静脉阻塞临床研究项目 II 期临床研究，进一步提升血塞通软胶囊用于心脑血管疾病临床应用的权威性。另一方面，公司与云南省科学技术院、昆明理工大学、文山学院共同发起成立云南省三七研究院，通过加强三七全株开发的研究，持续探索三七皂苷药用部位及药材品质的替代可能及综合利用，进一步保障药材资源需求并促进三七产业的发展。

### 专科线+配方颗粒，处方药业务双向发力

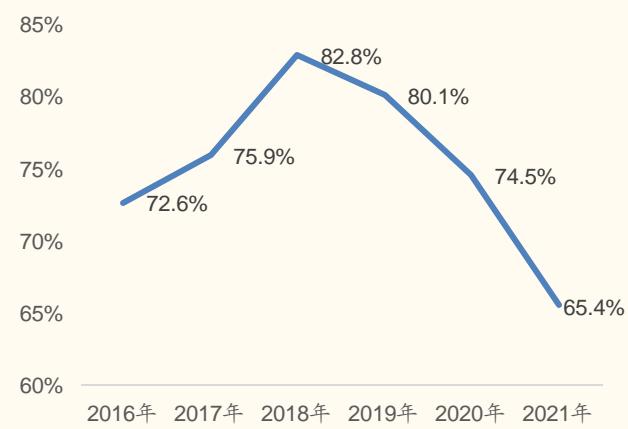
#### 处方药业务结构优化，看好公司未来增长

- 2020 年，受医院患者数量及处方量下降等因素影响，处方药业务整体同比下降 21.37%。随着疫情的逐步控制，公司处方药业务也开始回暖，2021 年整体实现收入 53.5 亿元，同比增长 3.2%。
- 其中专科线及中药配方颗粒业务营业收入实现较快增长；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。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。

图表 12：公司处方药业务收入（亿元）及占比



图表 13：公司处方药业务毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

### 专科线坚持临床需求导向，深挖产品价值

#### ■ 新老产品共同成长，带动公司处方药业务发展

- 处方药专科线业务坚持以临床需求为导向，不断强化现有产品的循证研究，丰富产品线，坚持产品价值发掘与学术营销，2020 年下半年逐步克服疫情影响，业务逐季回升，经过不懈努力，全年虽有所下滑，但核心产品目标领域市场份额同比提升。

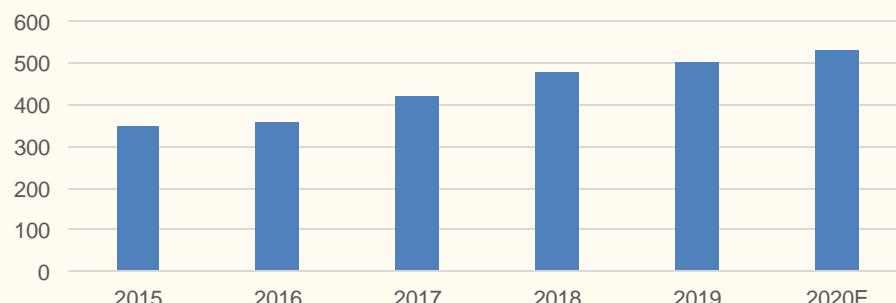
- 在心脑血管领域，公司主要产品参附注射液围绕急重症治疗领域，持续深化循证体系建设，加强学术推广力度，参附注射液入选 2019 中药大品种科技竞争力排行榜，位列首位；在肿瘤领域，基于华蟾素和金复康口服液，围绕肝癌、肺癌开展真实世界研究并探索全病程管理模式；在骨科领域，公司持续深化骨内科示范中心项目，构建专家网络，深度挖掘瘀血痹在临床中的治疗价值；在消化领域，以易善复为核心，通过多渠道品牌建设传递学术观念，加大线上推广，建设并深化运营脂肪肝中心、联合肝基金会开展患教活动，打造肝病推广平台，并大力开拓基层市场，市场份额持续提升。在儿科领域，公司与诺和诺德达成业务合作，共同在中国大陆推广重组人生长激素产品诺泽，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。
- 抗感染业务不断推出新品，业绩有望逐步恢复。受限抗及药品集中带量采购政策等影响，业绩下滑明显。针对外部环境的挑战，公司持续完善学术推广体系，提升自营推广模式占比，积极开拓非公立医院市场，加快业务转型速度。并持续推进重点项目的研发、注册进度，在新产品引入方面取得了积极进展。公司创新产品示踪用盐酸米托蒽醌注射液(复他舒®)获得药品注册证书，许可产品注射用头孢比罗酯钠(商标名称:赛比普®)已获得药品注册证书。此外，积极整合资源，深化与拓展 CMO 业务合作，不断提升长期发展动能。

### 中药配方颗粒行业景气度提高，公司全产业链蓄力

#### ■ 中药配方颗粒优势明显，存在较大市场提升空间

- 结束中药配方颗粒试点工作，行业正式放开。2021 年 2 月 10 日，由国家药监局、国家中医药局、国家卫生健康委、国家医保局共同发布的《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》，意在加强中药配方颗粒的管理，规范中药配方颗粒的生产，引导产业健康发展，更好地满足中医临床需求。试点结束，为企业带来更多的机遇：1) 过去在部分省市，中药配方颗粒只能在二级及以上中医院使用，而公告明确中药配方颗粒可以在所有医疗机构使用；2) 根据红日药业年报，从 2012 年开始，颗粒行业 CAGR 基本在 30% 左右，2020 年虽然受到疫情影响，行业增速预计在 15% 左右，预计 2021 年行业可能维持 30% 以上的增速。
- 中药配方颗粒特性符合保健养生消费者需求。我国人口呈现老龄化加速和亚健康人群不断增加的特征，对保健养生调理需求增加，中药配方颗粒以副作用小、有养生防病的功效，满足老年人和亚健康人群治疗和保健的需求。同时，与传统中药饮片相比，中药配方颗粒方便、安全且有效。随着中药配方颗粒的全面放开，预计其市场规模将迎来新一轮增长，中药饮片或将逐步抢占传统中药饮片市场。工信部数据显示，2019 年度中药饮片主营业务收入约 1932.50 亿元，中药配方颗粒销售收入市场规模约 502.59 亿元，仅占中药饮片比重约 26.01%，未来仍有较大提升空间。

图表 14：中药配方颗粒市场规模（亿元）



来源：前瞻经济研究院，国金证券研究院

## 打通中药产业链，推动公司业务高质量发展

- **中药配方颗粒+中药饮片双布局，公司构建中医药综合服务平台。**华润三九国药事业部专注于传承与创新中医药核心理念，发掘和发扬中医药价值，致力于打造“原质原味”的999中药配方颗粒和“三九本草悟”精制饮片，开展全产业链价值管理，打造升级版传统中医药解决方案，构建中医药综合服务平台，成为行业领先的中医药价值创造者。
- **拓展药材种植基地，全产业链把控产品质量。**面对试点即将结束带来的竞争环境变化，公司依托中医药核心理念发掘中医药价值，加快拓展药材种植基地建设，从源头控制产品质量，保障药材品质和质量稳定。加快新颁布的国家标准和地方标准品种的生产落地工作，从设备自动化、数据智能化方面对生产进行数字化升级，不断提高配方颗粒质量控制水平。公司建立覆盖药材种植、中药饮片、配方颗粒全过程的溯源体系，实现来源可溯，去向可追。
- 在营销推广方面，不断提升产品差异化竞争力，扩充饮片、专业健康等系列中医药相关产品，加强学术体系建设，持续搭建专科学术传承与学术交流服务平台；同时通过传统线下业务赋能线上业务创新，建立线上线下互联互通的中医药综合服务平台，力争为消费者提供更加优质便捷的一站式服务。在饮片业务拓展方面，公司于20年12月签署协议收购安徽润芙蓉药业有限公司60%股权，旨在补充饮片业务产能，建立饮片营销渠道，拓展平台客户合作。

## 品牌力、终端力、创新力、产品力合力打造“自我药疗引领者”

- **跨界营销，提升名气与品牌温度。**
  - 从2013年999感冒灵冠名植入《爸爸去哪儿第一季》并且名声大振开始，华润三九的跨界营销理念就已经初露端倪。这一时期的华润三九借助热门IP为自己提升品牌知名度，同时也在探索更多可以跨界联动的场景。此后《何以笙箫默》《欢乐颂》《翻译官》等热播剧、《亲爱的客栈》《最强大脑》等热门综艺都曾成为华润三九的合作赞助对象。
  - 2019年以后华润三九抓住品牌暖心定位，通过跨界产品不断拉近传统药企与消费者之间的距离。999皮炎平国潮系列口红、999感冒灵秋裤、999鸡汤面等跨界创新产品从全新的角度渗入了消费者的生活，提升了品牌温度和消费者好感度，尤其是博得了年轻消费者的青睐。
- **终端合作稳步开展，线上线下赋能探索新模式。**
  - 2008年华润三九在首届连锁客户会上提出了“终端媒体化”的概念，这一概念强调终端药店对提升品牌影响力的推动力，也显示出公司通过品牌提升连锁药店美誉度、达成互惠局面的长远规划。华润三九和终端药店的合作更多追求稳定、循序渐进和互利共赢，2010年公司推出“三九商道”，与全国优质经销商和连锁终端达成新型合作关系。2019年公司与赛诺菲合作的“完美药店”项目启动，该项目旨在以精准的客户需求分析、优化的商品视觉体系、系统的资源定制服务，为消费者营造完美体验。根据公司公告，截至2020年三九商道体系覆盖了全国超过40万家药店，“完美药店”项目已经覆盖26个城市、直接服务超过4200家核心连锁终端。
  - 线上业务方面，华润三九也在探索“互联网+医+药”的新型营销模式，联合平安好医生、妙手医生、丁香园及华润三九自有直播平台，开展线上慢病义诊及公益直播，借助移动医疗平台将产品嵌入问诊、处方、开药甚至配送服务的完整闭环。根据公司公告，2020年易善复品牌线上线下直播及培训覆盖患者超过9万人。此外，华润三九积极与京东、阿里等电商平台开展合作，同时与传统客户在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。

### ■ 数字化转型推动效率提升，质量管理体系严把质量标准。

- 近年来华润三九多个生产基地实现智能制造，自动化设备节省人力，包含设备及生产过程全方位数据的信息系统则掌控、优化整个生产流程。2020 年公司成为唯一一家入选“智能制造标杆企业”的制药企业。根据广州日报，智能制造使公司整体人效提高 70%，截至 2021 年上半年，国药事业部的生产效率提高了 60%，产业链成本降低 6%。

图表 15：各生产基地智能制造成果

生产基地	智能制造成果
观澜基地	实现自动化与信息化深度融合，生产装备数字化升级
华润三九（雅安）	GAP 药材种植、中药提取等全产业链生产过程自动化
华润金蟾	提取车间生产过程自动化、可视化、标准化
国药事业部	基于云架构探索云协同制造新模式初见成效

来源：公司公告，国金证券研究所

- 生产效率大幅提升的同时，华润三九的质量管理体系也在不断完善。公司拓展建立涵盖药品研发、生产、流通和使用的全生命周期的 MAH 质量管理体系，引进先进技术并推进智能制造保证产品质量稳定、风险可控，同时在审计评价、质量风险管理、实验室建设等方面多管齐下为产品质量提供有力保障。

### ■ 新品研究扩充产品线，核心品种产品力提升

- 华润三九 2021 年研发投入 6.31 亿元，占营业收入的 4.12%，研发支出主要用于新品研究及核心产品产品力提升。截至 2021 年年报，公司有 71 个在研项目，主要涵盖肿瘤、骨科、皮肤、呼吸等领域。
- 在海外产品引入方面，子公司华润九新于 2017 年与瑞士公司 Basilea Pharmaceutica International Ltd 签订协议，取得注射用头孢比罗酯钠在中国大陆、香港和澳门的开发、生产和商业化独家许可权，该产品于 2020 年获得药品注册证书，是国内首个批准注册的第五代头孢抗生素；此外华润三九于 2020 年获得美国 Oncoceutics 公司核心在研产品 oNc201 在大中华区的开发、生产和商业化独家许可权。

图表 16：公司部分在研和引入项目及进度

产品名称	产品定位	研发或引入阶段
QBH-196	小分子靶向抗肿瘤新药	已开展 I 期临床试验
蒙脱石颗粒	口服补液盐（III）	已通过仿制药质量和疗效一致性评价
注射用头孢比罗酯钠	第五代头孢抗生素	获得 NMPA 药品注册证书
oNc201	抗肿瘤创新药	处于美国关键性临床阶段，积极推进国内注册申报工作

来源：公司公告，国金证券研究所

- 在产品力提升方面，公司主要围绕感冒灵颗粒、三九胃泰颗粒、血塞通软胶囊、天和骨通贴膏等大品种，从质量提升、工艺稳定、质量可控、智能化和精益化生产、安全有效等方面全面进行提升，为打造和培育大品种夯实基础。公司申报的省制造业创新中心获批筹建，将用于突破岭南药材资源与现代中药制造的关键共性技术。

## 盈利预测与投资建议

- **CHC 业务：**公司 CHC 业务目前已经覆盖包括感冒、皮肤、胃肠、儿科、骨科、肝胆等在内的核心品类，同时也正在积极的发展大健康业务和康复慢病业

务，其中儿科品牌澳诺在近两年来实现快速增长；易善复在零售和医疗渠道都有非常好的表现；2021年8月落地了龙角散的合作。总体来看，公司会延续CCHC发展思路，不断通过强化品牌、拓展渠道、引入新的品牌、新的产品来推动业务实现更好的增长。预计22-24年间实现同比增速19%，16%，14%。

**■处方药业务：**公司处方药包括三条业务线，即抗感染业务、专科线业务和配方颗粒业务。抗感染业务近年来受到集采的影响，下滑比较大；专科线业务主要围绕核心治疗领域包括心脑血管、抗肿瘤、消化、肝胆、骨科、儿科等进行布局；配方颗粒目前占处方药规模约一半。其中，2020年8月与诺和诺德合作推广诺泽，未来有很大的市场潜力；2021年有新产品陆续落地，二类新药复他舒获得了批准并且正式上市销售，5代头孢已经获批，预计22年会正式上市销售。在新的产品以及本身具备成长性的产品带动下，预计处方药业务线在22-24年间实现同比增速9%，11%，13%。

图表 17：公司主营业务盈利预测

单位：百万元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	14,702	13,637	15,320	17,627	20,119	22,730
YOY	9.5%	-7.2%	12.3%	15.1%	14.1%	13.0%
营业成本	(4,830)	(5,120)	(6,171)	(6,654)	(7,431)	(8,307)
毛利率	67.15%	62.46%	59.72%	62.25%	63.06%	63.45%
<b>CCHC 业务</b>						
营业收入	7,556	7,834	9,276	11,040	12,832	14,573
YOY%	13.4%	3.7%	18.4%	19.0%	16.2%	13.6%
占总营业收入比例	51.4%	57.4%	60.5%	62.6%	63.8%	64.1%
营业成本	3,097	3,358	3,772	4,526	5,133	5,756
毛利率	59.0%	57.1%	59.3%	59.0%	60.0%	60.5%
<b>处方药业务</b>						
营业收入	6,590	5,182	5,350	5,824	6,485	7,316
YOY	6.4%	-21.4%	3.2%	8.8%	11.4%	12.8%
占总营业收入比例	44.8%	38.0%	34.9%	33.0%	32.2%	32.2%
营业成本	1,313	1,321	1,849	1,552	1,686	1,902
毛利率	80.1%	74.5%	65.5%	73.3%	74.0%	74.0%
<b>其他业务</b>						
营业收入	532	529	606	690	717	749
YOY	0.9%	-0.7%	14.6%	13.9%	4.0%	4.5%
占总营业收入比例	3.6%	3.9%	4.0%	3.9%	3.6%	3.3%
营业成本	396	348	463	502	528	556
毛利率	74.4%	65.7%	76.4%	72.8%	73.6%	74.2%

来源：公司公告，国金证券研究所

**■毛利率：**短期来看公司业务模式变化不大，随着公司规模的进一步扩大，预计毛利率将保持在稳定中逐步上升。其中，CCHC 业务体量较大，毛利率将随规模优势有小幅提升；处方药业务模块毛利率水平较高，同时随着专科业务板块以及配方颗粒业务的逐步拓展，我们认为毛利率将逐步恢复至2020年及以前水平。

**■三费情况：**公司销售体系与管理团队较为成熟，预计未来销售费用率与管理费用率将保持较为稳定状态；公司持续重视研发，研发支出将不断提高，预计研发费用率将有小幅上升。

■ 我们选取 3 家可比公司采用市盈率法进行估值。公司属中药 OTC 及配方颗粒企业，因此我们分别预计 2022-2024 年归母净利润分别为 23.8、27.7 和 32.1 亿元，增速分别 16.5%、16% 和 15.8%。我们选用相对估值法（市盈率）对公司进行估值，参考同行业上市公司可比公司情况，给予公司 2022 年 21 倍估值，目标价 47 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 18：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价	EPS					PE				
			2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
002603	以岭药业	33.5	0.5	1.01	0.83	1.02	1.22	24.67	25.19	35.48	28.99	24.09
600285	羚锐制药	13.23	0.52	0.57	0.70	0.86	1.03	19.09	14.78	18.40	15.12	12.63
600976	健民集团	61.29	0.60	0.96	2.11	2.77	3.52	29.79	26.35	26.64	20.25	15.94
<b>平均值</b>					<b>1.21</b>	<b>1.55</b>	<b>1.92</b>			<b>26.84</b>	<b>21.45</b>	<b>17.55</b>
000999	华润三九	45.36	2.158	1.632	2.091	2.317	2.769	14.68	15.28	16.38	16.35	13.68

来源：Wind，国金证券研究所

### 风险提示

- 产品集采风险：湖北、广东已经陆续组织多省联盟集采，随着医改政策的进一步推进，更大范围更多品类的医药产品将进入集采当中，这可能会使产品单价降低；此外，无论产品是否进入集采，市场上同类药都有降价空间，进一步导致公司毛利率水平下降。
- 竞争加剧风险：随着配方颗粒行业的逐步放开，预计有较多的企业将拓展该业务线，企业之间的竞争进一步加剧，可能会导致企业盈利能力受到一定影响；
- 产品推广不及预期：公司不断引入新产品以拓展全领域优势，但新产品开拓市场存在不确定性，如产品推广不及预期，将对公司业绩带来影响；
- 医保药品限价风险：随着医改政策的进一步推进，更大范围更多品类的医药产品将进入医保，这可能会使产品单价降低，毛利率水平下降；
- 品牌价值变动风险：公司“999”品牌在消费者和医药行业中均享有较高的认可度，如发生不利于品牌形象的负面事件，将给公司产品销售带来较大影响；
- 原材料价格波动风险：中药材价格存在周期性，波动较大，这可能会给公司成本带来一定压力；
- 商誉减值风险：截至 2021 年年报公司商誉已达 40.6 亿元，并随着后续公司进一步外延并购而持续增大，因此如现有商誉的负面事件，将对公司资产产生不良影响；

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>主营业务收入</b>	<b>14,702</b>	<b>13,637</b>	<b>15,320</b>	<b>17,627</b>	<b>20,119</b>	<b>22,730</b>
增长率	-7.2%	12.3%	15.1%	14.1%	13.0%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-4,830</b>	<b>-5,120</b>	<b>-6,171</b>	<b>-6,654</b>	<b>-7,431</b>	<b>-8,307</b>
%销售收入	32.9%	37.5%	40.3%	37.8%	36.9%	36.5%
<b>毛利</b>	<b>9,872</b>	<b>8,518</b>	<b>9,149</b>	<b>10,973</b>	<b>12,688</b>	<b>14,423</b>
%销售收入	67.1%	62.5%	59.7%	62.2%	63.1%	63.5%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-206</b>	<b>-176</b>	<b>-204</b>	<b>-264</b>	<b>-302</b>	<b>-341</b>
%销售收入	1.4%	1.3%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%
<b>销售费用</b>	<b>-6,550</b>	<b>-5,015</b>	<b>-5,021</b>	<b>-5,887</b>	<b>-6,840</b>	<b>-7,728</b>
%销售收入	44.6%	36.8%	32.8%	33.4%	34.0%	34.0%
<b>管理费用</b>	<b>-942</b>	<b>-931</b>	<b>-945</b>	<b>-1,093</b>	<b>-1,207</b>	<b>-1,364</b>
%销售收入	6.4%	6.8%	6.2%	6.2%	6.0%	6.0%
<b>研发费用</b>	<b>-442</b>	<b>-460</b>	<b>-560</b>	<b>-635</b>	<b>-765</b>	<b>-864</b>
%销售收入	3.0%	3.4%	3.7%	3.6%	3.8%	3.8%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,732</b>	<b>1,936</b>	<b>2,418</b>	<b>3,093</b>	<b>3,574</b>	<b>4,126</b>
%销售收入	11.8%	14.2%	15.8%	17.5%	17.8%	18.2%
<b>财务费用</b>	<b>13</b>	<b>57</b>	<b>39</b>	<b>71</b>	<b>107</b>	<b>141</b>
%销售收入	-0.1%	-0.4%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	-0.6%
<b>资产减值损失</b>	<b>221</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>4</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>805</b>	<b>82</b>	<b>34</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>
%税前利润	31.3%	4.0%	1.4%	0.9%	0.8%	0.7%
<b>营业利润</b>	<b>2,529</b>	<b>2,070</b>	<b>2,457</b>	<b>3,199</b>	<b>3,716</b>	<b>4,302</b>
<b>营业利润率</b>	<b>17.2%</b>	<b>15.2%</b>	<b>16.0%</b>	<b>18.1%</b>	<b>18.5%</b>	<b>18.9%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>39</b>	<b>-11</b>	<b>-28</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
<b>税前利润</b>	<b>2,569</b>	<b>2,059</b>	<b>2,429</b>	<b>3,219</b>	<b>3,736</b>	<b>4,322</b>
<b>利润率</b>	<b>17.5%</b>	<b>15.1%</b>	<b>15.9%</b>	<b>18.3%</b>	<b>18.6%</b>	<b>19.0%</b>
<b>所得税</b>	<b>-430</b>	<b>-442</b>	<b>-348</b>	<b>-805</b>	<b>-934</b>	<b>-1,080</b>
<b>所得税率</b>	<b>16.79%</b>	<b>21.5%</b>	<b>14.3%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>2,139</b>	<b>1,618</b>	<b>2,081</b>	<b>2,414</b>	<b>2,802</b>	<b>3,241</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>27</b>	<b>20</b>	<b>34</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,112</b>	<b>1,597</b>	<b>2,047</b>	<b>2,384</b>	<b>2,772</b>	<b>3,211</b>
<b>净利率</b>	<b>14.4%</b>	<b>11.7%</b>	<b>13.4%</b>	<b>13.5%</b>	<b>13.8%</b>	<b>14.1%</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>货币资金</b>	<b>3,046</b>	<b>3,822</b>	<b>3,065</b>	<b>4,609</b>	<b>6,420</b>	<b>7,933</b>
<b>应收账款</b>	<b>5,570</b>	<b>4,864</b>	<b>5,379</b>	<b>6,283</b>	<b>7,199</b>	<b>8,133</b>
<b>存货</b>	<b>1,432</b>	<b>1,762</b>	<b>2,308</b>	<b>2,097</b>	<b>2,341</b>	<b>2,617</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>244</b>	<b>478</b>	<b>1,726</b>	<b>1,685</b>	<b>1,716</b>	<b>1,751</b>
<b>流动资产</b>	<b>10,293</b>	<b>10,925</b>	<b>12,478</b>	<b>14,673</b>	<b>17,676</b>	<b>20,434</b>
%总资产	51.2%	49.6%	51.3%	54.6%	57.6%	58.6%
<b>长期投资</b>	<b>55</b>	<b>192</b>	<b>262</b>	<b>312</b>	<b>362</b>	<b>412</b>
<b>固定资产</b>	<b>3,612</b>	<b>3,771</b>	<b>4,112</b>	<b>4,602</b>	<b>5,096</b>	<b>5,958</b>
%总资产	18.0%	17.1%	16.9%	17.1%	16.6%	17.1%
<b>无形资产</b>	<b>5,544</b>	<b>6,805</b>	<b>6,821</b>	<b>7,162</b>	<b>7,406</b>	<b>7,949</b>
<b>非流动资产</b>	<b>9,811</b>	<b>11,085</b>	<b>11,830</b>	<b>12,204</b>	<b>12,996</b>	<b>14,455</b>
%总资产	48.8%	50.4%	48.7%	45.4%	42.4%	41.4%
<b>资产总计</b>	<b>20,104</b>	<b>22,010</b>	<b>24,308</b>	<b>26,878</b>	<b>30,672</b>	<b>34,889</b>
<b>短期借款</b>	<b>30</b>	<b>31</b>	<b>111</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付账款</b>	<b>4,750</b>	<b>4,953</b>	<b>4,670</b>	<b>5,649</b>	<b>6,442</b>	<b>7,233</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>1,913</b>	<b>2,311</b>	<b>2,995</b>	<b>2,805</b>	<b>3,258</b>	<b>3,697</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,693</b>	<b>7,295</b>	<b>7,775</b>	<b>8,455</b>	<b>9,700</b>	<b>10,929</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>528</b>	<b>656</b>	<b>812</b>	<b>631</b>	<b>671</b>	<b>712</b>
<b>负债</b>	<b>7,222</b>	<b>7,951</b>	<b>8,595</b>	<b>9,093</b>	<b>10,379</b>	<b>11,649</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>12,564</b>	<b>13,727</b>	<b>15,283</b>	<b>17,324</b>	<b>19,803</b>	<b>22,720</b>
其中：股本	979	979	979	979	979	979
未分配利润	9,872	10,581	12,131	14,222	16,700	19,618
少数股东权益	318	332	430	460	490	520
<b>负债股东权益合计</b>	<b>20,104</b>	<b>22,010</b>	<b>24,308</b>	<b>26,878</b>	<b>30,672</b>	<b>34,889</b>

**比率分析**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标</b>						
每股收益	2.158	1.632	2.091	2.435	2.832	3.280
每股净资产	12.835	14.023	15.612	17.698	20.229	23.210
每股经营现金净流	1.572	2.035	1.582	3.095	3.515	4.070
每股股利	0.270	0.300	0.300	0.300	0.300	0.300
<b>回报率</b>						
净资产收益率	16.81%	11.64%	13.39%	13.76%	14.00%	14.13%
总资产收益率	10.51%	7.26%	8.42%	8.87%	9.04%	9.20%
投入资本收益率	11.05%	10.64%	12.92%	13.04%	13.20%	13.31%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	9.49%	-7.24%	12.34%	15.06%	14.14%	12.98%
EBIT增长率	14.06%	11.76%	24.94%	27.91%	15.53%	15.47%
净利润增长率	47.51%	-24.38%	28.13%	16.47%	16.28%	15.84%
总资产增长率	11.50%	9.48%	10.44%	10.57%	14.12%	13.75%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	62.9	76.7	71.7	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	112.1	113.9	120.4	115.0	115.0	115.0
应付账款周转天数	51.9	55.2	57.5	55.0	57.0	57.0
固定资产周转天数	79.9	93.1	88.3	84.8	82.9	86.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-23.41%	-28.39%	-26.51%	-32.72%	-37.60%	-39.35%
EBIT利息保障倍数	-135.8	-33.9	-62.8	-43.4	-33.3	-29.2
资产负债率	35.92%	36.12%	35.36%	33.83%	33.84%	33.39%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	<b>2,139</b>	<b>1,618</b>	<b>2,081</b>	<b>2,414</b>	<b>2,802</b>	<b>3,241</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>27</b>	<b>20</b>	<b>34</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>
<b>非现金支出</b>	<b>156</b>	<b>426</b>	<b>470</b>	<b>475</b>	<b>598</b>	<b>771</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-812</b>	<b>-144</b>	<b>-141</b>	<b>1</b>	<b>-43</b>	<b>-43</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>55</b>	<b>93</b>	<b>-860</b>	<b>141</b>	<b>84</b>	<b>14</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,539</b>	<b>1,992</b>	<b>1,549</b>	<b>3,030</b>	<b>3,441</b>	<b>3,984</b>
<b>资本开支</b>	<b>-535</b>	<b>-615</b>	<b>-866</b>	<b>-1,011</b>	<b>-1,310</b>	<b>-2,150</b>
<b>投资</b>	<b>-23</b>	<b>-211</b>	<b>-991</b>	<b>-50</b>	<b>-50</b>	<b>-50</b>
<b>其他</b>	<b>46</b>	<b>166</b>	<b>67</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-511</b>	<b>-659</b>	<b>-1,791</b>	<b>-1,031</b>	<b>-1,330</b>	<b>-2,170</b>
<b>股权筹资</b>	<b>0</b>	<b>18</b>	<b>33</b>	<b>-49</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权筹资</b>	<b>-505</b>	<b>-1,047</b>	<b>39</b>	<b>-105</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>其他</b>	<b>-386</b>	<b>-444</b>	<b>-728</b>	<b>-302</b>	<b>-300</b>	<b>-301</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-891</b>	<b>-1,474</b>	<b>-655</b>	<b>-456</b>	<b>-300</b>	<b>-301</b>
<b>现金净流量</b>	<b>137</b>	<b>-141</b>	<b>-897</b>	<b>1,544</b>	<b>1,811</b>	<b>1,513</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903  
传真: 021-61038200  
邮箱: [researchsh@gjzq.com.cn](mailto:researchsh@gjzq.com.cn)  
邮编: 201204  
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979  
传真: 010-66216793  
邮箱: [researchbj@gjzq.com.cn](mailto:researchbj@gjzq.com.cn)  
邮编: 100053  
地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378  
传真: 0755-83830558  
邮箱: [researchsz@gjzq.com.cn](mailto:researchsz@gjzq.com.cn)  
邮编: 518000  
地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号  
嘉里建设广场 T3-2402