

一季报利润超预期，费用结构进一步优化

——华润三九（000999）点评报告

买入(维持)

2022年04月25日

事件：

4月22日，华润三九发布2022年一季报：实现营业收入41.94亿元(+2.81%)，实现归母净利润8.39亿元(+30.45%)，扣非归母净利润7.97亿元(+27.96%)。

投资要点：

利润超预期，经营净现金流同比大幅增长。公司一季度收入符合预期，利润超预期，经营活动产生的现金流量净额实现64.73%的增速。公司业务聚焦CHC健康消费品和处方药，CHC业务自2019年以来已成为公司收入增长引擎。基于公司的品牌优势、终端渠道网络扩张以及产品的创新迭代，公司在新老产品带动下实现持续增长。

销售费用率下降，研发投入持续加大。公司一季度销售费用率23.23%(同比减少9.96个百分点)，销售费用管理加强是公司利润超预期重要原因之一。随着公司线上业务布局，费用结构有望进一步优化；公司重视品牌+创新双轮驱动，一季度研发费用1.04亿元，实现同比增速35.9%。

盈利能力不断提升。公司一季度销售净利率20.16%(同比增加4.28个百分点)，主要是因为销售费用率下降明显；加权平均净资产收益率5.34%(同比增加0.76个百分点)，主要受益于销售净利率的提升；销售毛利率是55.06%(同比减少4.4个百分点)，预计是CHC业务占比进一步提高所致。未来随着公司CHC业务竞争力持续提升，原材料议价能力提升，CHC毛利率有望逐步提高。同时，新上市的产品毛利率会相对高一些，预计毛利率基本可保持稳定。

盈利预测与投资建议：公司是OTC龙头企业，且处方药业务包含中药配方颗粒等，预计2022/2023/2024年收入为172.26亿元/195.27亿元/223.03亿元，对应归母净利润23.75亿元/27.74亿元/31.58亿元，对应EPS为2.43元/股，2.83元/股，3.23元/股，对应PE为14.09/12.07/10.60(对应2022年4月22日收盘价34.20元)。基于公司的品牌优势、终端渠道网络扩张以及产品的创新迭代，未来有望在新老产品带动下实现持续增长，维持“买入”评级。

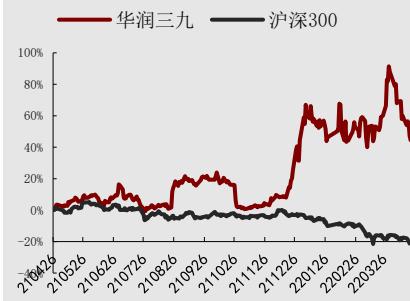
风险因素：市场竞争加剧风险，集采降价风险，研发进度不及预期风险、并购整合风险、原材料价格波动风险。

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15319.99	17225.54	19527.08	22303.18
增长比率(%)	12	12	13	14
净利润(百万元)	2046.87	2375.47	2774.33	3158.36
增长比率(%)	28	16	17	14
每股收益(元)	2.09	2.43	2.83	3.23
市盈率(倍)	16.36	14.09	12.07	10.60
市净率(倍)				

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	978.90
流通A股(百万股)	978.40
收盘价(元)	34.20
总市值(亿元)	334.78
流通A股市值(亿元)	334.61

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

中药OTC引领者，拥抱趋势，变革求新

分析师： 黄婧婧

执业证书编号：S0270522030001

电话：18221003557

邮箱：huangjj@wlzq.com.cn

利润表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	15320	17226	19527	22303
%同比增速	12%	12%	13%	14%
营业成本	6171	6647	7354	8188
毛利	9149	10578	12173	14115
%营业收入	60%	61%	62%	63%
税金及附加	204	258	293	335
%营业收入	1%	2%	2%	2%
销售费用	5021	5512	6053	6691
%营业收入	33%	32%	31%	30%
管理费用	945	1034	1172	1338
%营业收入	6%	6%	6%	6%
研发费用	560	775	1172	1784
%营业收入	4%	5%	6%	8%
财务费用	-39	-34	-49	-61
%营业收入	0%	0%	0%	0%
资产减值损失	-256	-225	-240	-233
信用减值损失	-12	-18	-15	-17
其他收益	230	224	293	290
投资收益	34	34	39	45
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	5	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0
营业利润	2457	3048	3609	4113
%营业收入	16%	18%	18%	18%
营业外收支	-28	-30	-40	-50
利润总额	2429	3018	3569	4063
%营业收入	16%	18%	18%	18%
所得税费用	348	604	749	853
净利润	2081	2414	2819	3210
%营业收入	14%	14%	14%	14%
归属于母公司的净利润	2047	2375	2774	3158
%同比增速	28%	16%	17%	14%
少数股东损益	34	39	45	51
EPS (元/股)	2.09	2.43	2.83	3.23

基本指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	2.09	2.43	2.83	3.23
BVPS	15.61	18.16	21.08	24.40
PE	16.36	14.09	12.07	10.60
PEG	0.58	0.88	0.72	0.77
PB	2.19	1.88	1.62	1.40
EV/EBITDA	10.40	8.10	6.73	5.57
ROE	13%	13%	13%	13%
ROIC	13%	13%	13%	13%

资产负债表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3065	5164	6469	8264
交易性金融资产	1219	1828	2642	3354
应收票据及应收账款	3050	3488	3978	4517
存货	2308	2221	2470	2797
预付款项	280	277	310	348
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2556	2806	3118	3539
流动资产合计	12478	15784	18988	22818
长期股权投资	15	15	15	15
固定资产	3705	4008	4365	4773
在建工程	407	507	607	707
无形资产	2295	2529	2764	2999
商誉	4060	4281	4414	4576
递延所得税资产	241	241	241	241
其他非流动资产	1106	762	619	376
资产总计	24308	28128	32013	36507
短期借款	60	0	0	0
应付票据及应付账款	1416	1484	1651	1841
预收账款	0	0	0	0
合同负债	1475	1400	1595	1789
应付职工薪酬	911	1011	1111	1235
应交税费	374	434	497	562
其他流动负债	3599	4689	5074	5625
流动负债合计	7775	9018	9928	11052
长期借款	8	12	18	23
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	199	199	199	199
其他非流动负债	613	657	724	779
负债合计	8595	9886	10869	12053
归属于母公司的所有者权益	15283	17773	20630	23888
少数股东权益	430	469	514	565
股东权益	15713	18242	21144	24453
负债及股东权益	24308	28128	32013	36507

现金流量表 (百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流净额	1871	3751	3303	3739
投资	-991	-224	-625	-424
资本性支出	-866	-1435	-1470	-1605
其他	67	25	34	38
投资活动现金流净额	-1791	-1634	-2061	-1992
债权融资	0	0	0	0
股权融资	33	0	0	0
银行贷款增加(减少)	68	-56	6	5
筹资成本	-525	-7	-9	-12
其他	-230	44	67	55
筹资活动现金流净额	-653	-19	63	48
现金净流量	-575	2099	1305	1795

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受到任何形式的补偿。

免责条款

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