

# 上半年业绩总体保持稳健，看好配方颗粒下半年标准切换和业务推进带来的业绩增长

——华润三九（000999）点评报告

买入（维持）

2022年08月25日

## 报告关键要素：

8月23日，公司发布2022年半年度报告。

2022上半年公司实现收入84.01亿元(+6.82%);实现归母净利润14.33亿元(+4.16%);实现扣非归母净利润13.32亿元(+5.29%)。实现经营活动产生的现金流量净额19.03亿元，同比上涨80.62%。

## 投资要点：

受外部环境影响，上半年业绩承压但总体保持稳健。上半年部分行业政策和外部环境变化对公司经营活动产生了影响，包括中药配方颗粒国标切换和省标推进、中成药集采扩围、疫情出现反复等。公司上半年业绩受上述外部环境影响业绩有所承压，但总体保持稳健。

**CHC健康消费品业务灵活应对环境变化，持续拓展市场边界和渠道。**上半年CHC健康消费品业务实现营业收入55.35亿元，同比增长7.43%。公司上半年整体经营业绩表现良好，主要是由于CHC业务增长带动，尤其是专业品牌、大健康等业务增速较快。专业推广上拥抱升级趋势，不同科室产品运用数字化聚焦精准人群，打造数字化的运营生态系统；渠道和终端建设方面，高效覆盖超过6000家重点连锁门店，与连锁慢病及患者服务系统充分合作与龙头连锁强强联合，协同效应显著。新渠道拓展方面，公司通过线上线下多个平台整合营销扩大细分领域领先地位。在上述举措下，公司该业务板块未来增长确定性高。

**处方药业务受政策影响较大，下半年有望回归常态。**上半年处方药业务实现营业收入24.98亿元，同比增长5.68%，主要是配方颗粒业务受国标切换及省标推进速度的影响，增速有一定下滑，以及中药注射剂业务受疫情以及集采政策影响销售同比下降，影响了处方药业务增速。预计下半年随着新国标、省标品种的生产和销售持续落地，配方颗粒业务将逐渐回归常态。抗感染业务在新品的持续带动下，业务实现恢复性增长。

**盈利预测与投资建议：**公司是OTC龙头企业，处方药业务包含中药配方

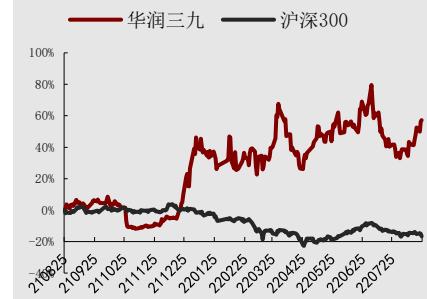
	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15319.99	17225.54	19527.08	22303.18
增长比率(%)	12	12	13	14
净利润(百万元)	2046.87	2367.21	2757.29	3144.50
增长比率(%)	28	16	16	14
每股收益(元)	2.07	2.40	2.79	3.19
市盈率(倍)	20.07	17.36	14.90	13.07
市净率(倍)	2.69	2.43	2.08	1.79

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)	987.14
流通A股(百万股)	978.40
收盘价(元)	41.62
总市值(亿元)	410.85
流通A股市值(亿元)	407.21

## 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

收购昆药，优势资源协同效应助力长远发展  
一季报利润超预期，费用结构进一步优化  
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

颗粒等，不考虑收购并表影响，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 23.67 亿元/27.57 亿元/31.45 亿元，对应 EPS 为 2.40 元/股，2.79 元/股，3.19 元/股，对应 PE 为 17.36/14.90/13.07(对应 2022 年 8 月 24 日收盘价 41.62 元)。基于公司的品牌优势、终端渠道网络扩张以及未来中药配方颗粒业务有望迎来恢复性增长，维持“买入”评级。

**风险因素：**集采降价超预期风险、创新研发不达预期风险、并购整合风险、上游原材料价格波动风险

**利润表 (百万元)**

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>15320</b>	<b>17226</b>	<b>19527</b>	<b>22303</b>
%同比增速	12%	12%	13%	14%
<b>营业成本</b>	<b>6171</b>	<b>6647</b>	<b>7354</b>	<b>8188</b>
<b>毛利</b>	<b>9149</b>	<b>10578</b>	<b>12173</b>	<b>14115</b>
%营业收入	60%	61%	62%	63%
<b>税金及附加</b>	<b>204</b>	<b>258</b>	<b>293</b>	<b>335</b>
%营业收入	1%	2%	2%	2%
<b>销售费用</b>	<b>5021</b>	<b>5512</b>	<b>6053</b>	<b>6691</b>
%营业收入	33%	32%	31%	30%
<b>管理费用</b>	<b>945</b>	<b>1034</b>	<b>1172</b>	<b>1338</b>
%营业收入	6%	6%	6%	6%
<b>研发费用</b>	<b>560</b>	<b>775</b>	<b>1172</b>	<b>1784</b>
%营业收入	4%	5%	6%	8%
<b>财务费用</b>	<b>-39</b>	<b>-23</b>	<b>-27</b>	<b>-44</b>
%营业收入	0%	0%	0%	0%
<b>资产减值损失</b>	<b>-256</b>	<b>-225</b>	<b>-240</b>	<b>-233</b>
<b>信用减值损失</b>	<b>-12</b>	<b>-18</b>	<b>-15</b>	<b>-17</b>
<b>其他收益</b>	<b>230</b>	<b>224</b>	<b>293</b>	<b>290</b>
<b>投资收益</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>39</b>	<b>45</b>
<b>净敞口套期收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>资产处置收益</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>营业利润</b>	<b>2457</b>	<b>3037</b>	<b>3587</b>	<b>4095</b>
%营业收入	16%	18%	18%	18%
<b>营业外收支</b>	<b>-28</b>	<b>-30</b>	<b>-40</b>	<b>-50</b>
<b>利润总额</b>	<b>2429</b>	<b>3007</b>	<b>3547</b>	<b>4045</b>
%营业收入	16%	17%	18%	18%
<b>所得税费用</b>	<b>348</b>	<b>601</b>	<b>745</b>	<b>849</b>
<b>净利润</b>	<b>2081</b>	<b>2406</b>	<b>2802</b>	<b>3196</b>
%营业收入	14%	14%	14%	14%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2047</b>	<b>2367</b>	<b>2757</b>	<b>3144</b>
%同比增速	28%	16%	16%	14%
<b>少数股东损益</b>	<b>34</b>	<b>38</b>	<b>45</b>	<b>51</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>2.07</b>	<b>2.40</b>	<b>2.79</b>	<b>3.19</b>

**基本指标**

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	2.07	2.40	2.79	3.19
BVPS	15.48	17.14	20.02	23.31
PE	20.07	17.36	14.90	13.07
PEG	0.71	1.11	0.90	0.93
PB	2.69	2.43	2.08	1.79
EV/EBITDA	10.40	10.02	8.21	7.13
ROE	13%	14%	14%	14%
ROIC	13%	15%	15%	14%

**资产负债表 (百万元)**

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>货币资金</b>	<b>3065</b>	<b>3624</b>	<b>5583</b>	<b>6550</b>
<b>交易性金融资产</b>	<b>1219</b>	<b>1828</b>	<b>2642</b>	<b>3354</b>
<b>应收票据及应收账款</b>	<b>3050</b>	<b>4040</b>	<b>4027</b>	<b>5135</b>
<b>存货</b>	<b>2308</b>	<b>2314</b>	<b>2746</b>	<b>2906</b>
<b>预付款项</b>	<b>280</b>	<b>277</b>	<b>310</b>	<b>348</b>
<b>合同资产</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>2556</b>	<b>2961</b>	<b>2917</b>	<b>3781</b>
<b>流动资产合计</b>	<b>12478</b>	<b>15043</b>	<b>18224</b>	<b>22075</b>
<b>长期股权投资</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>
<b>固定资产</b>	<b>3705</b>	<b>4008</b>	<b>4365</b>	<b>4773</b>
<b>在建工程</b>	<b>407</b>	<b>507</b>	<b>607</b>	<b>707</b>
<b>无形资产</b>	<b>2295</b>	<b>2529</b>	<b>2764</b>	<b>2999</b>
<b>商誉</b>	<b>4060</b>	<b>4281</b>	<b>4414</b>	<b>4576</b>
<b>递延所得税资产</b>	<b>241</b>	<b>241</b>	<b>241</b>	<b>241</b>
<b>其他非流动资产</b>	<b>1106</b>	<b>762</b>	<b>619</b>	<b>376</b>
<b>资产总计</b>	<b>24308</b>	<b>27387</b>	<b>31250</b>	<b>35763</b>
<b>短期借款</b>	<b>60</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付票据及应付账款</b>	<b>1416</b>	<b>1593</b>	<b>1755</b>	<b>1979</b>
<b>预收账款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>合同负债</b>	<b>1475</b>	<b>1400</b>	<b>1595</b>	<b>1789</b>
<b>应付职工薪酬</b>	<b>911</b>	<b>1011</b>	<b>1111</b>	<b>1235</b>
<b>应交税费</b>	<b>374</b>	<b>434</b>	<b>497</b>	<b>562</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>3599</b>	<b>4689</b>	<b>5074</b>	<b>5625</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>7775</b>	<b>9127</b>	<b>10032</b>	<b>11190</b>
<b>长期借款</b>	<b>8</b>	<b>12</b>	<b>18</b>	<b>23</b>
<b>应付债券</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>递延所得税负债</b>	<b>199</b>	<b>199</b>	<b>199</b>	<b>199</b>
<b>其他非流动负债</b>	<b>613</b>	<b>657</b>	<b>724</b>	<b>779</b>
<b>负债合计</b>	<b>8595</b>	<b>9995</b>	<b>10973</b>	<b>12191</b>
<b>归属于母公司的所有者权益</b>	<b>15283</b>	<b>16923</b>	<b>19763</b>	<b>23007</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>430</b>	<b>469</b>	<b>514</b>	<b>565</b>
<b>股东权益</b>	<b>15713</b>	<b>17392</b>	<b>20277</b>	<b>23572</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>24308</b>	<b>27387</b>	<b>31250</b>	<b>35763</b>

**现金流量表 (百万元)**

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1871</b>	<b>3053</b>	<b>3957</b>	<b>2911</b>
<b>投资</b>	<b>-991</b>	<b>-224</b>	<b>-625</b>	<b>-424</b>
<b>资本性支出</b>	<b>-866</b>	<b>-1435</b>	<b>-1470</b>	<b>-1605</b>
<b>其他</b>	<b>67</b>	<b>25</b>	<b>34</b>	<b>38</b>
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1791</b>	<b>-1634</b>	<b>-2061</b>	<b>-1992</b>
<b>债权融资</b>	<b>-29</b>	<b>44</b>	<b>67</b>	<b>55</b>
<b>股权融资</b>	<b>33</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>银行贷款增加 (减少)</b>	<b>68</b>	<b>-56</b>	<b>6</b>	<b>5</b>
<b>筹资成本</b>	<b>-525</b>	<b>-849</b>	<b>-9</b>	<b>-12</b>
<b>其他</b>	<b>-201</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-653</b>	<b>-861</b>	<b>63</b>	<b>48</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-575</b>	<b>559</b>	<b>1959</b>	<b>967</b>

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