

中报业绩符合预期，下半年表现值得期待

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年半年度报告，2022 年上半年公司实现营业收入 84 亿元，同比增长 6.8%；实现归母净利润 14.3 亿元，同比增长 4.2%；实现归母扣非净利润 13.3 亿元，同比增长 5.3%。
- **业绩稳定增长，受外部影响盈利能力略降。**CHC 业务尤其是专业品牌、大健康等业务增速较快，上半年整体业绩维持增长。2022H1 公司毛利率为 54.9%(-5.4pp)，净利率为 17.2%(-0.5pp)，盈利能力受疫情和中药配方颗粒新国标实施叠加影响略有下降，目前公司已拟定具体应对措施，净利润将努力匹配营收增长水平；销售费用率为 25.6%(-4.4pp)，管理费用率为 5.2%(-0.01pp)，研发费用率为 2.8%(-0.2pp)，财务费用率为-0.4%(-0.01pp)，销售费用显著减少主要由公司管理加强以及疫情下部分销售活动支出减少所致。分季度看，2022Q2 公司实现营业收入 42.1 亿元(+11.1%)，实现归母净利润 5.9 亿元(-18.9%)，实现归母扣非净利润 5.3 亿元(-16.7%)，主要受疫情和中药配方颗粒新国标实施影响。
- **CHC 健康消费品业务灵活应对环境变化，业务稳健增长。**2022H1 公司 CHC 健康消费品板块实现营业收入 55.4 亿元(+7.4%)，毛利率为 55.9%(-4pp)，因疫情四类药管控盈利能力短期承压，该板块产品覆盖感冒、皮肤、胃肠、止咳、骨科、儿科、膳食营养补充剂等近 10 个品类。针对四类药限售，公司在线上联合平台推出活动，结合平台端、连锁端三方合力，保障供给；线下推出创新项目扩大品牌影响力，此外对未限售品类产品借助包装或线上平台营销提升曝光度，扩大细分领域领先地位，实现快速增长。大健康业务和康复慢病业务保持稳定增长。公司“999 完美药店”终端门店服务项目已高效覆盖超 6000 家重点连锁门店。下半年随着疫情得到有效控制，CHC 板块有望延续稳定增长。
- **处方药业务短期承压，持续优化业务结构。**2022H1 公司处方药板块实现营业收入 25 亿元(+5.7%)，毛利率为 57.5%(-8.1pp)，主要由于销售进度受疫情影响以及配方颗粒业务上半年处于新国标切换期业务增速下滑。1) **消化领域：**基于易善复产品构建的肝脏慢病生态圈正逐步建立；2) **儿科领域：**基于全球领先的儿科产品诺泽对医患双驱模式进行持续探索，业务进入良性发展阶段；3) **骨科领域：**瘀血痹片产品价值挖掘工作取得成果；4) **抗感染领域：**持续提升自营推广模式占比，积极开拓非公立医院市场，通过新产品引进等方式加快业务转型；5) **中药配方颗粒业务：**积极推进中药配方颗粒新国家标准品种的生产落地研究、销售备案工作，稳步推进国家标准、地方标准产品的切换工作，开展国家和地方配方颗粒标准研究和申报，推动配方颗粒产品标准化，预计下半年随新国标、省标品种的生产及销售持续落地，业务将逐渐回归常态。
- **研发并购同步进行，创新能力进一步提升。**2022H1 研发投入 2.3 亿元，占营业收入 2.7%。公司重点研究项目进展正常，1 类创新中药 DZQE 正在推进 II 期临床准备工作；1 类小分子靶向抗肿瘤药 QBH-196 I 期临床试验进行中；H3K27M 突变型胶质瘤新药 ONC201 正积极推进国内注册申报工作。此外 2022 年 5 月 9 日公司公告收购昆药 28%股份的重大资产重组预案，收购完成后昆药集团将成为公司控股子公司，未来双方将整合资源，协同打造三七产业链龙头企业。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 2022-2024 年 EPS 分别为 2.42 元、2.86 元、3.25 元，对应 PE 分别为 17、14、13 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**销售不及预期，在研产品进度不及预期风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	15319.99	17701.98	19940.76	21993.34
增长率	12.34%	15.55%	12.65%	10.29%
归属母公司净利润（百万元）	2046.87	2392.72	2825.88	3208.75
增长率	28.13%	16.90%	18.10%	13.55%
每股收益 EPS（元）	2.07	2.42	2.86	3.25
净资产收益率 ROE	13.24%	14.13%	14.82%	14.96%
PE	20	17	14	13
PB	2.58	2.30	2.05	1.82

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxu@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.88
流通 A 股(亿股)	9.78
52 周内股价区间(元)	23.85-48.59
总市值(亿元)	405.22
总资产(亿元)	243.08
每股净资产(元)	15.61

相关研究

1. 华润三九(000999):业绩增长符合预期,品牌价值持续凸显 (2022-04-25)
2. 华润三九(000999):业绩增长符合预期,看好公司平台价值 (2022-03-30)
3. 华润三九(000999):CHC 和处方药齐头并进,持续成长前景可期 (2022-01-28)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	15319.99	17701.98	19940.76	21993.34	净利润	2080.84	2482.07	2928.37	3325.12
营业成本	6170.84	7121.33	7952.16	8762.34	折旧与摊销	471.24	721.61	742.84	751.86
营业税金及附加	203.98	230.13	259.23	285.91	财务费用	-38.50	3.54	3.99	4.40
销售费用	5021.31	5841.65	6480.75	7037.87	资产减值损失	-256.48	0.00	0.00	0.00
管理费用	945.31	1681.69	1894.37	2089.37	经营营运资本变动	-1041.14	611.69	3.11	-1.33
财务费用	-38.50	3.54	3.99	4.40	其他	654.56	-162.44	-71.19	-79.06
资产减值损失	-256.48	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1870.52	3656.48	3607.12	4000.99
投资收益	33.86	80.00	80.00	80.00	资本支出	-676.45	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	5.04	5.04	5.04	5.04	其他	-1114.05	85.04	85.04	85.04
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1790.50	45.04	45.04	45.04
营业利润	2457.45	2908.68	3435.31	3898.49	短期借款	35.00	-60.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-28.39	-11.25	-16.88	-16.92	长期借款	7.97	0.00	0.00	0.00
利润总额	2429.06	2897.43	3418.43	3881.57	股权融资	0.26	0.00	0.00	0.00
所得税	348.22	415.36	490.05	556.45	支付股利	-489.45	-627.13	-733.10	-865.81
净利润	2080.84	2482.07	2928.37	3325.12	其他	-206.89	-54.47	-3.99	-4.40
少数股东损益	33.97	89.35	102.49	116.38	筹资活动现金流净额	-653.11	-741.61	-737.09	-870.21
归属母公司股东净利润	2046.87	2392.72	2825.88	3208.75	现金流量净额	-575.41	2959.91	2915.08	3175.82
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3065.10	6025.01	8940.09	12115.90	成长能力				
应收和预付款项	3385.90	4106.35	4578.00	5030.56	销售收入增长率	12.34%	15.55%	12.65%	10.29%
存货	2308.49	2771.55	3094.80	3417.55	营业利润增长率	18.71%	18.36%	18.11%	13.48%
其他流动资产	3718.91	1480.66	1513.78	1544.15	净利润增长率	28.64%	19.28%	17.98%	13.55%
长期股权投资	14.72	14.72	14.72	14.72	EBITDA 增长率	18.46%	25.73%	15.09%	11.30%
投资性房地产	14.18	14.18	14.18	14.18	获利能力				
固定资产和在建工程	4108.75	3493.77	2857.57	2212.34	毛利率	59.72%	59.77%	60.12%	60.16%
无形资产和开发支出	6706.96	6651.75	6596.54	6541.33	三费率	38.70%	42.52%	42.02%	41.52%
其他非流动资产	984.98	973.55	962.13	950.71	净利率	13.58%	14.02%	14.69%	15.12%
资产总计	24307.98	25531.54	28571.80	31841.44	ROE	13.24%	14.13%	14.82%	14.96%
短期借款	60.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.56%	9.72%	10.25%	10.44%
应付和预收款项	2700.97	3118.63	3493.95	3846.28	ROIC	17.94%	21.33%	26.85%	31.91%
长期借款	7.97	7.97	7.97	7.97	EBITDA/销售收入	18.87%	20.53%	20.97%	21.16%
其他负债	5826.33	4837.51	5307.18	5765.17	营运能力				
负债合计	8595.27	7964.11	8809.09	9619.42	总资产周转率	0.66	0.71	0.74	0.73
股本	978.90	987.14	987.14	987.14	固定资产周转率	4.27	5.01	6.45	8.77
资本公积	1636.03	1627.79	1627.79	1627.79	应收账款周转率	5.09	5.33	5.20	5.15
留存收益	12667.36	14432.94	16525.73	18868.66	存货周转率	2.86	2.64	2.60	2.58
归属母公司股东权益	15282.50	17047.87	19140.65	21483.58	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.42%	—	—	—
少数股东权益	430.21	519.57	622.06	738.44	资本结构				
股东权益合计	15712.71	17567.44	19762.71	22222.02	资产负债率	35.36%	31.19%	30.83%	30.21%
负债和股东权益合计	24307.98	25531.54	28571.80	31841.44	带息债务/总负债	0.79%	0.10%	0.09%	0.08%
					流动比率	1.60	2.01	2.27	2.51
					速动比率	1.31	1.63	1.88	2.12
					股利支付率	23.91%	26.21%	25.94%	26.98%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	2890.19	3633.83	4182.13	4654.76	每股收益	2.07	2.42	2.86	3.25
PE	19.77	16.91	14.32	12.61	每股净资产	15.92	17.80	20.02	22.51
PB	2.58	2.30	2.05	1.82	每股经营现金	1.89	3.70	3.65	4.05
PS	2.64	2.29	2.03	1.84	每股股利	0.50	0.64	0.74	0.88
EV/EBITDA	12.13	8.90	7.03	5.64					
股息率	1.21%	1.55%	1.81%	2.14%					

数据来源：Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人/销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn