

华润三九（000999.SZ）

处方药恢复，CHC 核心优势持续

买入

核心观点

多重因素影响下，业绩仍然保持稳健。2022H1 公司实现营收 84.01 亿元（+6.82%），归母净利润 14.33 亿元（+4.16%），扣非归母净利润 13.32 亿元（+5.29%）。其中二季度单季营收 42.07 亿元（+14.4%），归母净利润 5.94 亿元（+17.71%），扣非归母净利润 5.34 亿元（-16.72%），在疫情管控、集采以及配方颗粒标准切换的多重影响下，收入和归母净利润仍保持稳健。

CHC 业务增长良好，品牌核心优势不断强化。CHC（自我诊疗）是公司核心业务，2022 上半年实现营业收入 55.35 亿元，同比增长 7.43%。一方面，公司布局京东、天猫、抖音、快手等多个电商平台，以便更好地触达消费者，增强品牌效益。另一方面，公司秉承创新研发的方针和“1+N”的品牌策略，在“999”品牌的基础上，结合数字化、智能化手段，不断推出高质量、体验感好、符合消费者需求的新产品。高品质产品的推陈出新+线上线下全面的渠道布局，巩固了品牌影响力，确保公司在 CHC 领域的领先地位。

中药配方颗粒标准切换提速，有望带动处方药业务恢复。2022H1 处方药业务整体实现营收 24.98 亿元，同比增长 5.68%。由于疫情增加学术活动推广难度，减缓销售进度，同时，配方颗粒业务处于新国标切换期，成本升高，客户接受需一定时间，导致上半年业务增速下滑。目前公司中药配方颗粒备案推进顺利，预计下半年随着新国标、省标品种的生产和销售持续落地，配方颗粒业务将逐步回归常态，从而带动处方药业务的恢复。

“外延式”战略持续推进，收购昆药有望实现强强联合。公司坚持“内涵衍生”的策略，一方面坚持创新研发，增强自身竞争力，另一方面持续关注行业合作及整合优质资源的机会，以丰富产品线 and 扩展产业链。2022 上半年，公司收购昆药集团 28% 股份，各项工作稳步推进，有望相互赋能，将“昆中药”打造为精品国药品牌，并推动以三七为代表的中医药产业链高质量发展。

风险提示：疫情反复；配方颗粒推进及新品推出不及预期；商誉减值风险

投资建议：处方药恢复，CHC 核心优势持续，维持“买入”评级。

处方药业务恢复，CHC 业务增长良好，收购昆药增添新动能，上调 2022-2023 年盈利预测、新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年收入 169.21/195.15/224.99 亿元，同比增速 10.45%/15.33%/15.29%，归母净利润 23.72/27.51/31.74 亿元（2022-2023 年原值 22.4/25.5 亿元），同比增速 15.91%/15.95%/15.38%（2022-2023 年原值 12.9%/13.8%），当前股价对应 PE =17/15/13x。公司是品牌 OTC 龙头，随着“内涵衍生”策略成果的逐步显现，业绩有望稳中向好，维持“买入”。

盈利预测和财务指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,637	15,320	16,921	19,515	22,499
(+/-%)	-7.2%	12.3%	10.4%	15.3%	15.3%
净利润(百万元)	1597	2047	2372	2751	3174
(+/-%)	-24.4%	28.1%	15.9%	15.9%	15.4%
每股收益(元)	1.63	2.09	2.42	2.81	3.24
EBIT Margin	14.2%	15.8%	14.9%	15.1%	15.2%
净资产收益率(ROE)	11.6%	13.4%	13.9%	14.5%	14.9%
市盈率(PE)	25.1	19.6	16.9	14.6	12.6
EV/EBITDA	20.7	17.1	16.3	14.5	13.0
市净率(PB)	2.92	2.63	2.36	2.11	1.88

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·中药 II

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：陈益凌

021-60933167

chenyiling@guosen.com.cn

S0980519010002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	41.00 元
总市值/流通市值	40508/40098 百万元
52 周最高价/最低价	49.00/23.72 元
近 3 个月日均成交额	378.67 百万元

市场走势



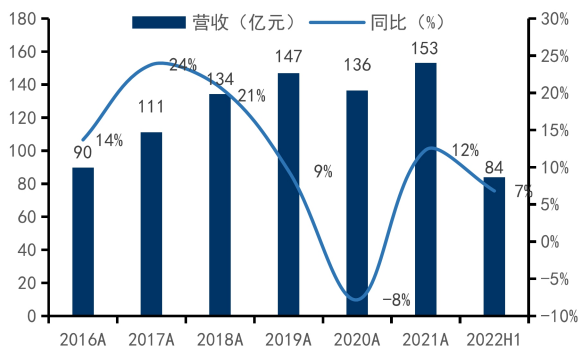
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华润三九-000999-2020 年三季报点评：销售费率下降，Q3 利润翻番》——2020-11-04
- 《华润三九-000999-2019 年中报点评：品牌中药龙头，业绩略超预期》——2019-08-26
- 《华润三九-000999-2018 年年报点评：中药瑰宝，长长久久》——2019-03-21
- 《华润三九-000999-重大事件快评：三季度高销售费用影响利润，整体增长符合预期》——2017-10-30
- 《华润三九-000999-2016 年中报点评：Q2 提速，内生+外延保障持续成长能力》——2016-08-15

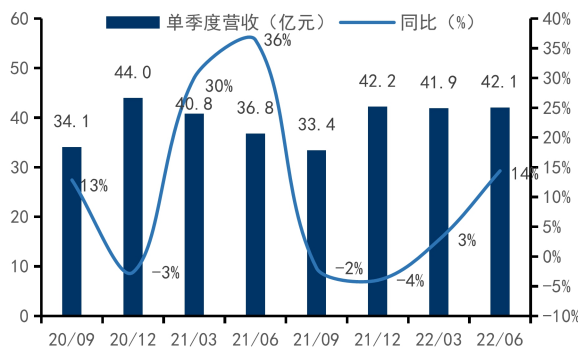
多重因素影响下，业绩仍然保持稳健。2022H1 公司实现营收 84.01 亿元（+6.82%），归母净利润 14.33 亿元（+4.16%），扣非归母净利润 13.32 亿元（+5.29%）。其中二季度单季营收 42.07 亿元（+14.4%），归母净利润 5.94 亿元（+17.71%），扣非归母净利润 5.34 亿元（-16.72%），公司在疫情管控、集采以及中药配方颗粒标准切换的多重影响下，收入和归母净利润仍实现稳健增长。

图1：华润三九营业收入及增速（单位：亿元、%）



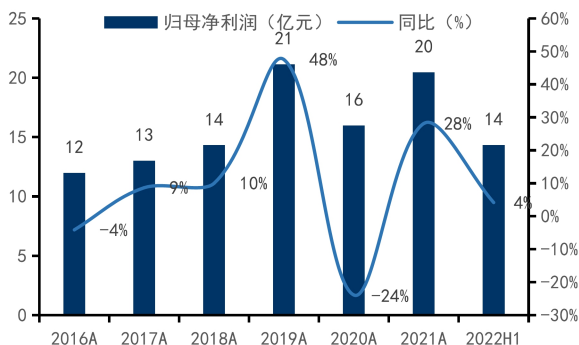
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：华润三九单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



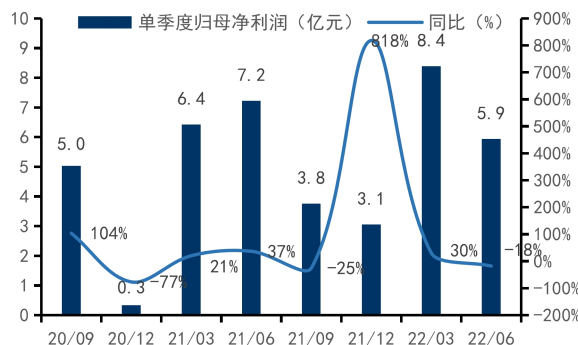
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：华润三九归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

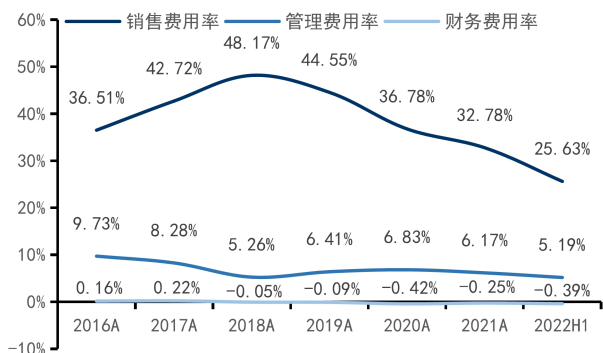
图4：华润三九单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

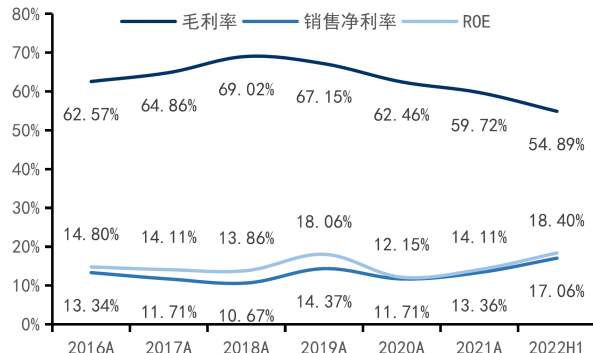
费用控制良好，销售费用下降明显。公司具备较强的费用把控能力，2022H1 销售费用 21.53 亿元，同比下降 7.95%，销售费用率 25.63%，较去年同期下降 4.42pp。中药配方颗粒标准切换后成本上涨，叠加中药注射剂业务受到疫情/集采双重影响，毛利率有所下降。随着公司持续加强产业链管理，优化销售费用使用，净利率水平保持平稳。

图5：华润三九三费情况（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

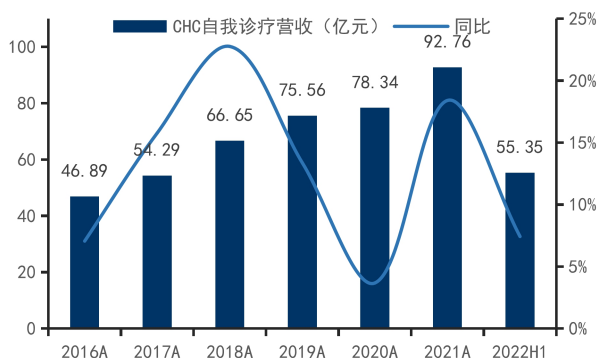
图6：华润三九利润率情况（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

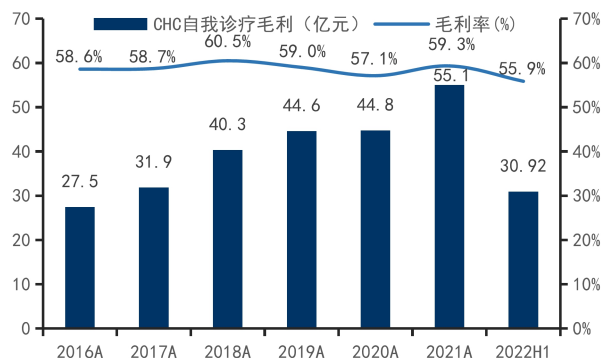
CHC 业务增长良好，品牌核心优势不断强化。CHC 是公司核心业务，2022 上半年实现营业收入 55.35 亿元，同比增长 7.43%。尽管感冒等品类受到疫情的限售影响，但公司凭借丰富的产品线 and 线上市场布局，努力克服疫情压力，实现良好增长，其中专业品牌、大健康等业务增速较快。一方面，公司布局京东、天猫、抖音、快手等多个电商平台，以便更好地触达消费者，增强品牌效益，在疫情期间结合饿了么平台推出“上海复工复产”项目以保障供给，获得消费者认可。另一方面，公司秉承创新研发的方针和“1+N”的品牌策略，在“999”品牌的基础上，结合数字化、智能化手段，不断推出高质量、体验感好、符合消费者需求的新产品，例如“好娃娃”、“易善复”、“澳诺”等，均收获了不错的口碑。高品质产品的推陈出新+线上线下全面的渠道布局，巩固了品牌影响力，确保公司在 CHC 领域的领先地位。

图7：华润三九 CHC 业务收入情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：华润三九 CHC 业务毛利情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

中药配方颗粒标准切换提速，有望带动处方药业务恢复。2022H1 处方药业务整体实现营收 24.98 亿元，同比增长 5.68%。一方面，疫情增加学术活动推广难度，销售进度减缓；另一方面，配方颗粒业务处于新国标切换期，成本升高，客户接受需一定时间，导致业务增速下滑。根据 NMPA 数据，目前公司中药配方颗粒备案推进顺利，除极个别省外，大部分省区已经基本完成新国标的过渡，预计下半年随着新国标、省标品种的生产和销售持续落地，配方颗粒业务将逐步回归常态，从而带动处方药业务的恢复。

表1：华润三九配方颗粒备案情况

省份	备案数	省份	备案数	省份	备案数
广东	374 (184)	青海	214 (179)	河北	179 (179)
安徽	322 (184)	北京	211 (179)	上海	179 (179)
陕西	315 (184)	湖北	210 (182)	山西	179 (179)
山东	267 (183)	贵州	208 (184)	新疆	179 (179)
四川	249 (184)	内蒙古	206 (178)	海南	178 (178)
辽宁	239 (179)	天津	200 (179)	河南	176 (165)
重庆	238 (184)	黑龙江	199 (179)	宁夏	165 (165)
江西	235 (179)	江苏	188 (184)	浙江	100 (98)
云南	222 (179)	吉林	188 (179)	湖南	0 (0)
甘肃	219 (179)	广西	184 (184)		
福建	214 (179)	西藏	179 (179)		

资料来源：NMPA、国信证券经济研究所整理 注：备案数为国标+省标的备案记录数，括号里为国标备案记录数，截至 2022/8/25 日统计数据

“外延式”战略持续推进，收购昆药有望实现强强联合。公司坚持“内涵衍生”的策略，一方面坚持创新研发，增强自身竞争力，另一方面持续关注行业合作及整合优质资源的机会，以丰富产品线和扩展产业链。2022 上半年，公司收购昆药集团 28%股份，各项工作稳步推进中，预计并表后可实现强强联合，昆药的特色品牌可为公司注入新的发展活力，同时公司强大的品牌运作能力、渠道能力和体系化平台可帮助昆药优化管理，提升运营能力，未来将相互赋能，协同成长，将“昆中药”打造为精品国药品牌，承载更多具有历史沉淀的产品，并推动以三七为代表的中医药产业链高质量发展，打造三七产业链龙头企业。

投资建议：处方药恢复，CHC 核心优势持续，维持“买入”评级。处方药业务恢复，CHC 业务增长良好，收购昆药增添新动能，上调 2022-2023 年盈利预测、新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年收入 169.21/195.15/224.99 亿元，同比增速 10.45%/15.33%/15.29%，归母净利润 23.72/27.51/31.74 亿元（2022-2023 年原值 22.4/25.5 亿元），同比增速 15.91%/15.95%/15.38%（2022-2023 年原值 12.9%/13.8%），当前股价对应 PE =17/15/13x。公司是品牌 OTC 龙头，随着“内涵衍生”策略成果的逐步显现，业绩有望稳中向好，维持“买入”。

表2：可比公司估值表

代码	公司简称	2022/8/26 股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (21A)	PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
000999.SZ	华润三九	41.00	405	2.09	2.42	2.81	3.24	19.61	16.92	14.59	12.65	13.39%	0.97	买入
002603.SZ	以岭药业	21.51	359	0.80	0.98	1.17	1.38	24.37	21.98	18.45	15.62	14.82%	1.01	买入
600332.SH	白云山	27.24	419	2.29	2.48	2.79	-	14.95	10.98	9.77	-	12.80%	1.30	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：以岭药业、白云山盈利预测为 wind 一致预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	3822	3065	4378	5968	7966	营业收入	13637	15320	16921	19515	22499
应收款项	3037	3106	3523	4063	4685	营业成本	5120	6171	7208	8313	9584
存货净额	1762	2308	2592	2992	3458	营业税金及附加	176	204	234	273	315
其他流动资产	2104	2780	2707	3122	3600	销售费用	5015	5021	5245	6050	6975
流动资产合计	10925	12478	14771	17746	21308	管理费用	931	945	1078	1216	1374
固定资产	3771	4112	4727	5306	5821	研发费用	460	560	626	722	832
无形资产及其他	2178	2295	2204	2113	2022	财务费用	(57)	(39)	(88)	(124)	(169)
投资性房地产	5122	5408	5408	5408	5408	投资收益	82	34	30	30	30
长期股权投资	15	15	15	15	15	资产减值及公允价值变动	212	262	250	260	250
资产总计	22010	24308	27125	30588	34575	其他收入	(677)	(855)	(626)	(722)	(832)
短期借款及交易性金融负债	31	111	100	100	100	营业利润	2070	2457	2897	3355	3867
应付款项	1118	1416	1613	1862	2152	营业外净收支	(11)	(28)	(25)	(25)	(25)
其他流动负债	6147	6249	7018	8090	9332	利润总额	2059	2429	2872	3330	3842
流动负债合计	7295	7775	8731	10052	11583	所得税费用	442	348	460	533	615
长期借款及应付债券	0	8	8	8	8	少数股东损益	20	34	40	47	54
其他长期负债	656	812	912	1012	1112	归属于母公司净利润	1597	2047	2372	2751	3174
长期负债合计	656	820	920	1020	1120	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	7951	8595	9651	11072	12703	净利润	1597	2047	2372	2751	3174
少数股东权益	332	430	460	494	533	资产减值准备	(5)	52	60	35	35
股东权益	13727	15283	17014	19022	21339	折旧摊销	392	429	525	588	642
负债和股东权益总计	22010	24308	27125	30588	34575	公允价值变动损失	(212)	(262)	(250)	(260)	(250)
						财务费用	(57)	(39)	(88)	(124)	(169)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	320	(970)	504	101	102
每股收益	1.63	2.09	2.42	2.81	3.24	其它	19	(26)	(31)	(1)	4
每股红利	0.46	0.54	0.65	0.76	0.88	经营活动现金流	2112	1269	3180	3214	3706
每股净资产	14.02	15.61	17.38	19.43	21.80	资本开支	0	(1015)	(865)	(851)	(851)
ROIC	12%	15%	16%	18%	20%	其它投资现金流	(200)	(1019)	(351)	(30)	0
ROE	12%	13%	14%	14%	15%	投资活动现金流	(200)	(2034)	(1216)	(881)	(851)
毛利率	62%	60%	57%	57%	57%	权益性融资	(5)	33	0	0	0
EBIT Margin	14%	16%	15%	15%	15%	负债净变化	0	8	0	0	0
EBITDA Margin	17%	19%	18%	18%	18%	支付股利、利息	(448)	(525)	(641)	(743)	(857)
收入增长	-7%	12%	10%	15%	15%	其它融资现金流	(234)	1008	(11)	0	0
净利润增长率	-24%	28%	16%	16%	15%	融资活动现金流	(1136)	8	(651)	(743)	(857)
资产负债率	38%	37%	37%	38%	38%	现金净变动	776	(757)	1313	1590	1998
息率	1.1%	1.3%	1.6%	1.9%	2.1%	货币资金的期初余额	3046	3822	3065	4378	5968
P/E	25.1	19.6	16.9	14.6	12.6	货币资金的期末余额	3822	3065	4378	5968	7966
P/B	2.9	2.6	2.4	2.1	1.9	企业自由现金流	0	515	2288	2308	2763
EV/EBITDA	20.7	17.1	16.3	14.5	13.0	权益自由现金流	0	1531	2351	2413	2906

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032