



Research and
Development Center

OTC 龙头具备渠道优势，看好 CHC 业 务发展

—华润三九(000999)公司首次覆盖报告

周平医药行业首席分析师
S1500521040001
15310622991
zhouping@cindasc.com

证券研究报告

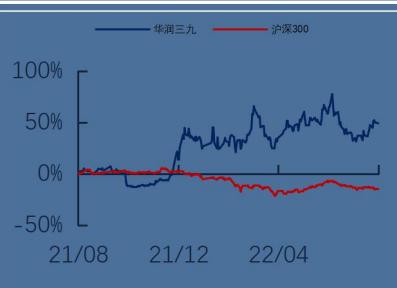
公司研究

公司首次覆盖报告

华润三九(000999)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价（元）	38.30
52周内股价波动区间(元)	48.59-23.85
最近一月涨跌幅(%)	2.05
总股本(亿股)	9.88
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	378.54

资料来源：信达证券研发中心

OTC 龙头具备渠道优势，看好 CHC 业务发展

2022年09月06日

报告内容摘要：

22H1 业绩稳健增长，下半年值得期待。华润三九是国内稀有的平台型 OTC 企业。2022H1 公司实现营收 84.01 亿元 (+6.82%)，归母净利润 14.33 亿元 (+4.16%)，主要由 CHC 业务增长带动，其中专业品牌、大健康等业务增速较快。增速稳中放缓主要受国标切换及省标推进速度影响，配方颗粒业务增速有一定下滑，此外受疫情及集采政策影响，中药注射剂业务销售同比下降。如下半年疫情得到有效控制、配方颗粒业务顺利推进，公司预计 2022 年营业收入将实现双位数的增长。

收购昆药集团，合作共赢发挥协同效应。昆药集团与公司均从事医药生产和销售业务，双方在业务发展、技术开发等领域具有较强的协同效应。一方面，有利于双方发挥在医药大健康领域的协同效应，围绕三七资源发展产业体系，促进双方共同发展；另一方面，华润三九将充分利用其丰富的经营管理经验与产业资源背景对公司赋能，可在华润三九良好的品牌运作能力基础上，探索将“昆中药 1381”、“昆中药”打造为精品国药品牌，以此承载更多具有历史沉淀的产品，有利于打造三七产业链龙头企业。

持续看好华润三九 CHC 业务长期发展。22H1 公司 CHC 业务实现营收 55.35 亿元 (+7.43%)，疫情影响下仍实现增长。据公司公告，CHC 业务未来增长逻辑在于：1) 抓住行业变革机会，实现行业优质资源整合，引入如昆药集团等有市场潜力的品牌，发挥协同效应。2) 不断拓展新渠道。过去几年公司持续布局新渠道，通过产品结构调整和专业团队打造以适应未来线上业务发展趋势，近年来线上渠道销售占比快速提升。3) 强化品牌，品牌是业务发展的核心要素。公司在品牌之下会进一步细分品类，满足患者在疾病诊疗过程中全程的健康管理需求，并不断引入新产品（如龙角散和抗病毒口服液等），丰富产品线。我们看好其长期发展能力。

盈利预测与投资评级：我们认为公司是国内稀有的平台型品牌 OTC 企业，具备品牌优势且不断强化品牌，CHC 业务具备长期增长逻辑，国标切换配方颗粒业务暂受影响，长期看好公司 CHC 业务。我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 170.29/195.21/222.67 亿元，归母净利润分别为 24.52/28.60/33.11 亿元，PE 分别为 15/13/11X。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险因素：市场及政策风险、研发创新风险、并购整合风险、原材料价格波动风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	13,637	15,320	17,029	19,521	22,267
增长率 YoY%	-7.8%	12.3%	11.2%	14.6%	14.1%
归属母公司净利润(百万元)	1,597	2,047	2,452	2,860	3,311
增长率 YoY%	-23.9%	28.1%	19.8%	16.6%	15.7%
毛利率%	62.5%	59.7%	58.5%	58.6%	58.6%
净资产收益率 ROE%	11.6%	13.4%	13.6%	13.5%	13.3%
EPS(摊薄)(元)	1.62	2.07	2.48	2.89	3.35
市盈率 P/E(倍)	15.43	16.53	15.44	13.23	11.43
市净率 P/B(倍)	1.80	2.21	2.10	1.79	1.52

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 09 月 05 日收盘价

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

一、 公司分析:	4
1、 公司概况: 实行“1+N”战略, 推动数字化转型.....	4
2、 财务分析: 22H1 业绩稳健增长, 下半年值得期待.....	5
3、 竞争优势分析: 品牌运作能力强、研发持续推进.....	6
4、 并购昆药, 持续关注、整合国内外优质资源.....	7
二、 行业分析:	8
1、 中药行业迎来发展机遇, 看好 OTC 品牌药企.....	8
2、 配方颗粒行业试点结束, 量价齐升具备扩容潜力.....	9
3、 盈利预测、估值与投资评级.....	10
1、 盈利预测和假设.....	10
2、 盈利预测结果.....	10
3、 估值结论与投资评级.....	11
四、 风险因素.....	12
1、 市场及政策风险.....	12
2、 研发创新风险.....	12
3、 并购整合风险.....	12
4、 原材料价格波动风险.....	12

表目录

表 1: 华润三九盈利预测假设.....	10
表 2: 华润三九盈利预测结果.....	11
表 3: 华润三九可比公司估值.....	11

图目录

图 1: 华润三九组织架构.....	4
图 2: 2018-2022H1 公司营业收入情况.....	5
图 3: 2018-2022H1 公司归母净利润情况.....	5
图 4: 2018-2022H1 公司销售毛利率和净利率变化.....	5
图 5: 2018-2022H1 公司费用率变化.....	5
图 6: 2018-2022H1 公司收入结构变化.....	6
图 7: 2018-2022H1 公司总资产及资产负债率变化.....	6
图 8: 2018-2022H1 公司经营现金净流量及净现比.....	6
图 9: 2018-2022H1 昆药集团营收及归母净利润变化.....	8
图 10: 第 7 次人口普查数据: 我国人口年龄组成结构.....	8
图 11: 我国人均医疗消费支出占总消费支出比重.....	8
图 12: 2017-2022E 我国中药配方颗粒市场规模.....	9



信达证券
CINDA SECURITIES

一、公司分析：

1、公司概况：实行“1+N”战略，推动数字化转型

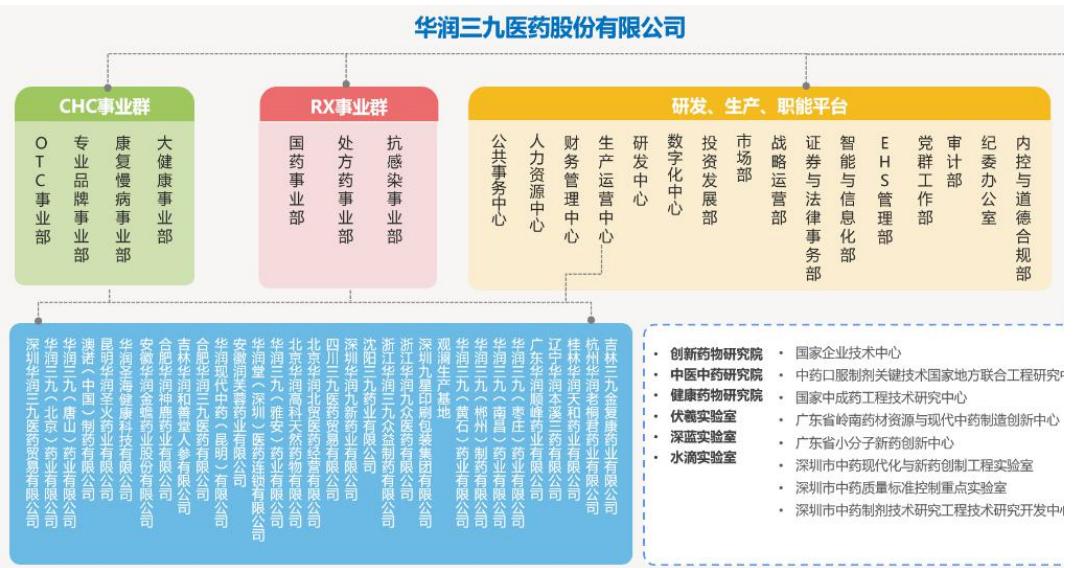
华润三九医药股份有限公司（以下简称“华润三九”或“公司”）前身为 1985 年第一军医大学在深圳建立的南方制药厂，1999 年由三九企业集团、深圳三九药业股份有限公司等 5 家公司发起设立股份制公司，2000 年在深圳主板上市，2008 年重组进入华润集团，目前已发展为一家大型国有控股医药上市公司。公司主要从事 OTC 和中药处方药等医药产品的研发、生产、销售及相关健康服务，OTC 核心产品在感冒、胃肠、皮肤、儿科、止咳和骨科用药占据了较高的市场份额；处方药产品在中药配方颗粒、心脑血管、抗肿瘤、抗感染等领域位居国内市场前列。

公司品牌战略为“1+N”，以“999”系列为核心品牌，打造“天和”、“好娃娃”、“易善复”、“康妇特”、“澳诺”等品牌集群。公司产品覆盖领域广，产品线丰富，2021年公司拥有23个年销售额过亿元的品种，在2021年度中国非处方药产品综合统计排名中，“999感冒灵”、“999复方感冒灵”、“三九胃泰”、“999皮炎平（红）”、“澳诺钙”、“易善复”在相关榜单中处于领先地位。“参附注射液”，“红花注射液”，“参麦注射液”，“血塞通软胶囊（理洫王）”相关的科研项目先后荣获国家科学技术进步奖二等奖。

此外，公司搭建三九商道客户体系，致力于打造“诊+疗+健康”的智慧生态圈；成立深蓝（智能制造）实验室，运用 5G、区块链、数字孪生、云计算、AI 智能生产设备等技术升级传统药品制造体系，加快数字化转型。

目前公司总股本约为 9.88 亿股，现任董事长为邱华伟先生，总裁为赵炳祥先生。从组织架构来看，除研发、生产、职能平台外，公司 CHC 事业群下辖 4 个事业部，RX 事业群下辖 3 个事业部。

图 1：华润三九组织架构

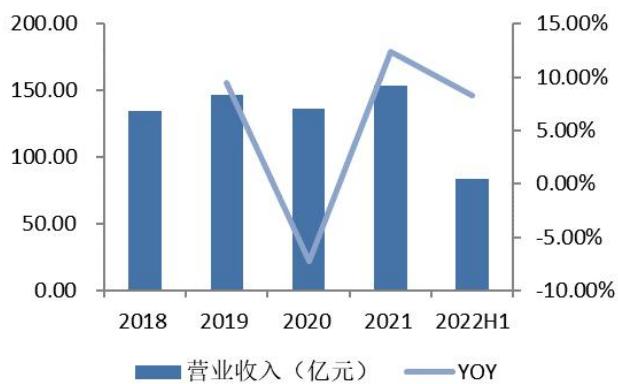


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

2、财务分析：22H1 业绩稳健增长，下半年值得期待

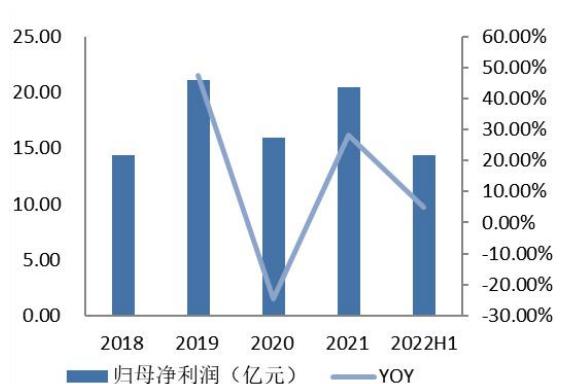
2018-2022H1，公司营业收入波动上涨，2020 年受疫情影响有所下滑。2021 年，公司实现营收 153.20 亿元 (+12.34%)，归母净利润 20.47 亿元 (+28.13%)，公司持续进行数字化转型升级，强化品牌、渠道建设，加大创新投入，提升运营质量与效率，稳固行业地位，实现了经营业绩的稳健增长。2022H1 公司实现营收 84.01 亿元 (+6.82%)，归母净利润 14.33 亿元 (+4.16%)，增速主要由 CHC 业务增长带动，其中专业品牌、大健康等业务增速较快。增速稳中放缓，主要受国标切换及省标推进速度影响，配方颗粒业务增速有一定下滑，此外受疫情及集采政策影响，中药注射剂业务销售同比下降，处方药业务增速下降。展望下半年，外部和市场环境还有一定不确定性，如中药配方颗粒新国标实施、中成药集采扩围、疫情出现反复等，公司已拟定了具体的应对措施，如下半年疫情得到有效控制、配方颗粒业务顺利推进，公司预计 2022 年营业收入将实现双位数的增长。

图 2：2018-2022H1 公司营业收入情况



资料来源：wind, 信达证券研发中心

图 3：2018-2022H1 公司归母净利润情况



资料来源：wind, 信达证券研发中心

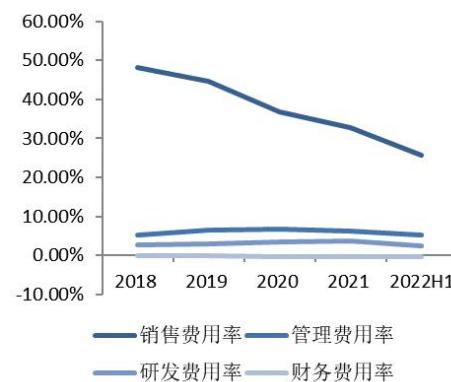
从毛利率来看，2022H1，公司销售毛利率下降，主要原因因为业务结构变化和成本上涨。毛利率相对较高的处方药业务占比较往年有所下降，其中配方颗粒业务在执行新国标之后成本有明显上升，毛利率相对较低的饮片业务占比国药业务提升，整体国药业务毛利率同比有所下降。从费用率来看，2018-2022H1 公司销售费用率逐年下降，2022H1 为 25.61%，系公司主动进行费用管理和业务结构变化，其它三项费用率基本保持稳定。销售净利率保持上涨态势，2022H1 净利率为 17.06%，盈利能力有所提升。

图 4：2018-2022H1 公司销售毛利率和净利率变化



资料来源：wind, 信达证券研发中心

图 5：2018-2022H1 公司费用率变化



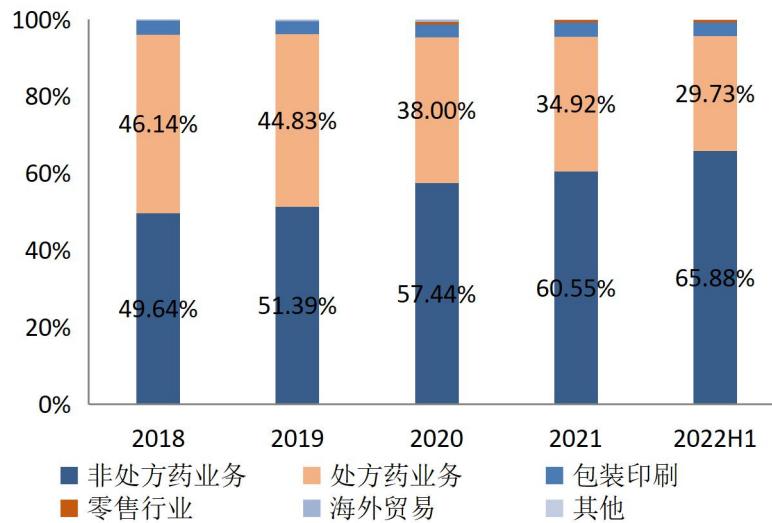
资料来源：wind, 信达证券研发中心

公司在十三五后期重新梳理了业务体系，确定了 CHC 业务为核心业务，两个处方药业务为发展业务，赋能核心业务协同发展的框架。业务主要由 CHC（自我诊疗），处方药事业部，国药事业部所组成：1) CHC 占比较高，公司立志于做 CHC 领域的领军企业，抓住

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>5

消费升级的趋势，从前端的预防到后端的康复进行全领域的布局，未来接续业务将不断的强化品牌拓展渠道，全面布局，推动业务持续增长；2) 处方药较往年占比有所下降，处方药业务中的中药注射剂销售持续下降、抗生素类的一些大品种受集采影响，长远来看，公司希望能够在处方药的核心的品种领域进行战略上布局，从而推动处方药业务毛利的回升和盈利能力的恢复。

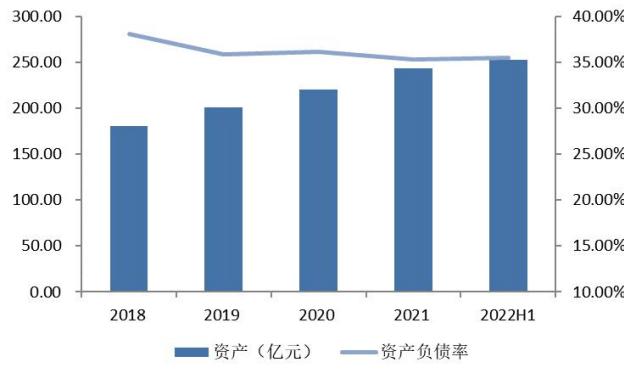
图 6：2018-2022H1 公司收入结构变化



资料来源：wind, 信达证券研发中心

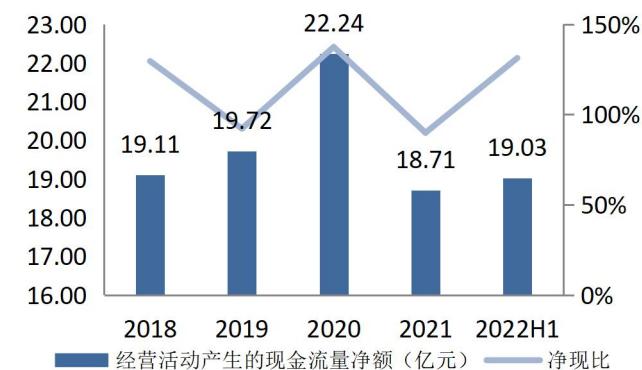
2018-2022H1，公司总资产逐年稳步增加，资产负债率轻微下滑，基本维持在 35%左右。从现金流来看，2018-2022H1，公司经营现金净流量稳定在 20 亿元左右，净现比较高，2022H1 净现比有所上升，约为 130%。

图 7：2018-2022H1 公司总资产及资产负债率变化



资料来源：wind, 信达证券研发中心

图 8：2018-2022H1 公司经营现金净流量及净现比



资料来源：wind, 信达证券研发中心

3、竞争优势分析：品牌运作能力强、研发持续推进

品牌运作能力强，重视消费者沟通与媒体投放。公司建立“1+N”品牌体系（999 作为主品牌+多个专业品牌结构），基于产品属性和人群精准性，围绕儿科、骨科、妇科等品类，打造“好娃娃”、“天和”以及“康妇特”等品牌。基于对大健康行业及消费者需求的研究，公司自 2018 年陆续推出“999 今维多”、“三九益普利生”、“9 YOUNG BASIC”、“桃白白”等品牌，将 999 品牌优势拓展到膳食营养补充剂领域。公司聚焦心脑血管等慢病康复领域，打造理洫王牌血塞通软胶囊。“999”主品牌多次被评为“中国最高认知率商标”、“中国最有价值品牌”。2021 年中国医药工业中药企业百强榜单上市公司再度蝉联第 3。

产品覆盖领域广，渠道体系管理和终端覆盖强。公司建立了覆盖全国的渠道商业体系，CHC方面合作全国最优质的经销商和连锁终端，全国布局超 40 万家药店。处方药方面与全国数千家等级医院，数万家基层医疗机构对接。线上营销方面，合作京东大药房、阿里健康大药房等大型平台公司，实现“互联网+医+药”的联动。三九商道 2.0 致力于打造一个高效链接华润三九与客户，共同实现用户需求全方位满足的服务平台。

智能制造与数字化应用优势。成立深蓝（智能制造）实验室数字化转型传统药品制造体系，多家标杆工厂（观澜、雅安、金蟾等）承接工信部、科技部智能制造课题项目，多个生产基地（华润三九观澜基地、雅安三九项目、枣庄三九工厂、合肥神鹿工厂等）持续推进智能制造建设工作，实现质量可视可感知及产品生产端到端的全程可控可优化。公司成功入选工信部“智能制造标杆企业”，获得“两化融合管理体系评定证书”。

4、并购昆药，持续关注、整合国内外优质资源

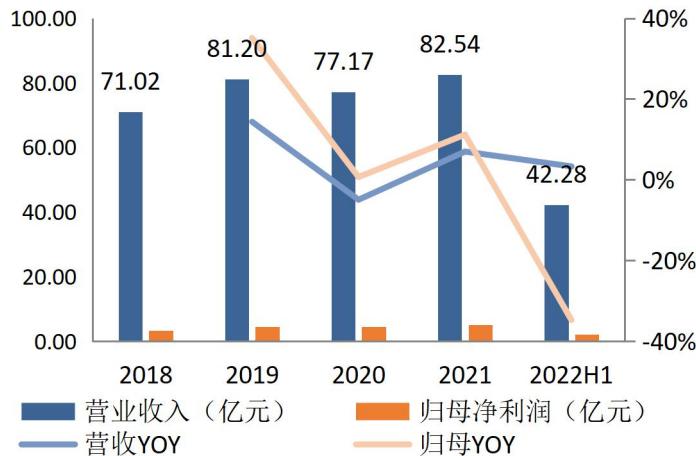
2022 年 5 月，公司公告收购昆药 28% 股份，以支付现金的方式向华立医药购买其所持有的昆药集团 27.56% 股份，向华立集团购买其所持有的昆药集团 0.44% 股份，昆药集团成为华润三九的控股子公司，初步预期于 11 月完成昆药项目交割。

昆药集团为国内天然植物药领先企业，深耕以血塞通软胶囊为代表的昆药血塞通系列植物药产品和以参苓健脾胃颗粒为龙头的“昆中药 1381”精品国药系列产品，主营业务细分三大块：1) 医药制造工业。拥有粉针剂、注射剂、胶囊剂、片剂、颗粒剂、丸剂、散剂等全剂型智能化生产线，产品涵盖心脑血管、骨科、抗疟疾及脾胃类、感冒呼吸类、妇科（身心）类等治疗领域，以“针剂-口服”、“处方-零售”双轮驱动；2) 国际合作和医药流通。依托“青蒿素产品出口商”的全球网络资源优势，积极走出去，成为“国际化医疗健康服务提供商”；3) 医药大健康。聚焦公司特色植物资源三七、青蒿，将公司在植物药领域的研发、品牌、技术优势延伸到大健康领域，开拓并深化公司在功效护肤、口腔护理、健康食品赛道的布局，探索大健康领域的新零售模式。

昆中药营收、利润再创历史新高。据昆药集团 2022 年中报，报告期内实现营收 42.28 亿元 (+3.28%)，归母净利润 2.17 亿元 (-34.77%)，扣非归母净利润 1.44 亿元 (-28.69%)。其中单二季度营收为 18.64 亿元 (-15.19%)，归母净利润为 1.02 亿元 (-25.54%)，主要受销售费用单季度增长和资产减值影响，2022Q2 公司销售费用率为 35.41%（同比增加 6.90pct），资产减值 3582 万元（上年同期为 77 万元）。血塞通软胶囊同比持平，院外增长 35%，血塞通针剂表现亮眼 (+38%)，受益于中成药省级集采中标以及进入医保支付标准试点品种目录。昆中药营收、利润再创历史新高，实现营业收入 6.96 亿元 (+6.63%)，实现净利润 9,020.28 万元 (+94.75%)，参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒、清肺化痰丸、金花消痤丸分别同比增长 13.82%、2.90%、24.57%、11.38%、80.11%。

昆药集团与公司均从事医药生产和销售业务，双方在业务发展、技术开发等领域具有较强的协同效应。公司与云南省全面深化合作，聚焦三七全产业链，围绕三七全株的开发，启动降血脂功能保健品天欣软胶囊的生产，引入三七系列保健、日化品，持续丰富产品管线，推动三七产业高质量发展。华润三九将管理经验与产业资源赋能昆药，有利于打造“昆中药 1381”、“昆中药”为精品国药品牌，提升三七产业链价值量。

图 9: 2018-2022H1 昆药集团营收及归母净利润变化



资料来源: wind, 信达证券研发中心

二、行业分析:

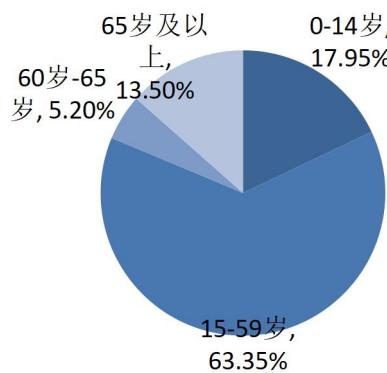
1、中药行业迎来发展机遇，看好 OTC 品牌药企

2021 年中药工业复苏明显，行业迎来新机遇。据米内网统计，中成药生产企业销售规模自 2018 年以来有所下降，系中药行业生产规范及“限辅”政策落地影响。据昆药集团中报，从终端销售渠道来看，2021 年公立医疗机构中成药销售 2,508 亿元 (+4.90%)，城市零售药店中成药销售 1,117 亿元 (+4.40%)，在疫情影响下仍呈复苏趋势。

在需求端，随着老龄化程度加深、民众健康意识提高，催化了中医大健康产业的蓬勃发展。2014-2020 年，中国居民人均可支配收入和人均消费支出逐年增长，人均医疗消费支出占总消费支出比重由 7.20% 增加至 8.69%，医疗支付意愿提升。

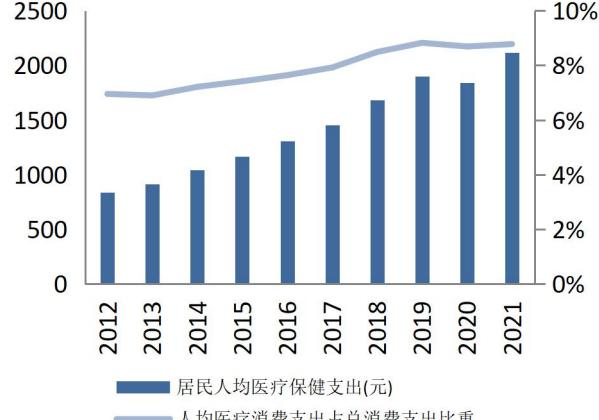
在供给端，中医药政策红利持续释放，国家大力支持中医药事业，深化医疗保障制度改革与医疗服务定价改革，坚持中西医并重，支持和促进中医药传承创新发展。疫情催化新零售渠道变革，线上渠道高速扩张，催化品牌集中度进一步提升，品牌延展、渠道扩张、定价能力强的品牌中药企业将逐渐步入高质量发展阶段，我们认为华润三九作为一家优秀品牌中药企业有望迎来良好发展机遇。

图 10: 第 7 次人口普查数据: 我国人口年龄组成结构



资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

图 11: 我国人均医疗消费支出占总消费支出比重



资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

22H1 公司 CHC 业务实现营收 55.35 亿元 (+7.43%)。999 皮炎平借助包装升级及数字化推广快速增长，“三九胃泰”借助抖音、知乎等，实行年轻化营销战略以巩固细分领域的优势地位。专品业务，骨科天和品类聚焦独家品种天和骨通贴膏（聚异丁烯型），易善复联合快手、百度健康等平台构建数字化运营生态系统，999 澳诺以临床研究项目为核心抓手，打造维矿品类学术高地。大健康业务 22H1 增长良好，线上业务实现快速增长。此外公司持续发展康复慢病领域能力，康复慢病业务保持稳定。

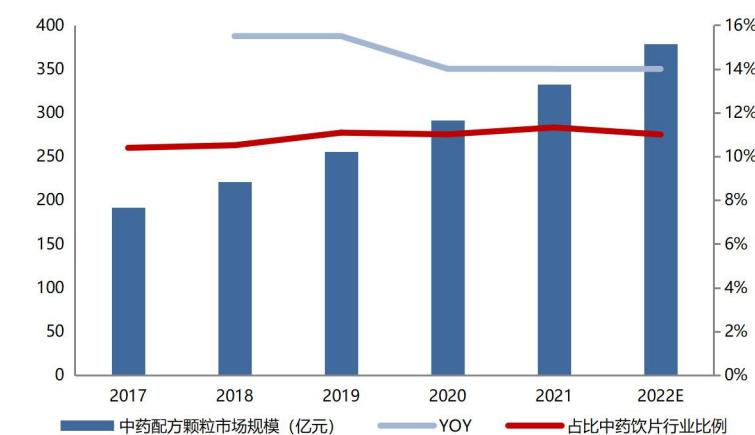
看好华润三九 CHC 业务长期发展。据公司公告，CHC 业务未来增长逻辑在于：1) 抓住行业变革机会，实现行业优质资源整合，引入如昆药集团等有市场潜力的品牌，发挥协同效应。2) 不断拓展新渠道。过去几年公司持续布局新渠道，通过产品结构调整和专业团队打造以适应未来线上业务发展趋势，近年来线上渠道销售占比快速提升。3) 强化品牌，品牌是业务发展的核心要素。公司在品牌之下会进一步细分品类，满足患者在疾病诊疗过程中全程的健康管理需求，并不断引入新产品（如龙角散和抗病毒口服液等），丰富产品线。我们看好其长期发展能力。

2、配方颗粒行业试点结束，量价齐升具备扩容潜力

与中药饮片相比，中药配方颗粒具有安全、有效、方便、质量稳定可控等优点，经过国家长期政策引导与扶持，中国中药配方颗粒行业逐渐走向规范化，**2021 年 11 月试点工作结束，生产与销售限制放开，行业迎来广阔发展空间。**从医保端来看：我们认为随着国标实行、配方颗粒进入省级平台挂网，未来将有更多省份把中药配方颗粒纳入省级医保，最终有望纳入国家医保体系，医保覆盖范围的拓宽有利于增强终端支付能力。从需求端来看，销售范围拓宽至基层终端市场，更加迎合中药日常消费习惯，有利于推动配方颗粒市场扩容。2022 年企业旧标配方颗粒产品库存逐渐出清，标准的切换也给企业形成新的价格体系提供良好契机，我们预计各企业或将上调出厂价格，以缓解上游药材成本上涨与单位用量提升压力。

据中商情报网，我国中药配方颗粒市场规模由 2017 年的 191.6 亿元增长至 2020 年的 291.4 亿元，CAGR 约 15%，占比中药饮片行业比例约为 11%；而日本汉方药配方颗粒市场规模占中药饮片的比例约为 60%（2019 年中药材天地网报道）。我们预计量价齐升逻辑下国内市场放量达到相对稳定时，中药配方颗粒收入占比或有望达到中药饮片的 20-30%，渗透率还有提高空间，对应为数倍扩容的潜力。

图 12：2017-2022E 我国中药配方颗粒市场规模



资料来源：中商情报网，信达证券研发中心

之。我们认为，龙头企业在“生产工艺+成本管控+溯源体系+市场覆盖”四维度打造护城河，新进入竞争者短期难以赶超。2022年上半年中药配方颗粒业务挑战巨大，公司积极应对试点结束带来的行业变化，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，同时增加饮片业务，一定程度弥补配方颗粒业务下滑的影响。各省政策不同导致不同地区国标加省标的推进速度不同，但经过上半年努力，公司除了个别3-4个省份，推进工作已经基本完成。上半年还在切换的阶段，切换后成本会上升，公司会通过加强产业链管理控制成本、调整下游销售价格来消除部分成本上升的影响。

三、盈利预测、估值与投资评级

1、盈利预测和假设

我们对2021年各事业部业务数据进行拆分，估计：

(1) 非处方药业务：CHC事业群下有4个事业部，OTC事业部的感冒、胃肠、皮肤领域产品具备品牌知名度，我们估计2021年其收入体量约为56亿元，预计2022-2024年该事业部营收增速分别为13%/15%/15%；康复慢病事业部我们估计2021年收入体量约为8亿元，预计2022-2024年营收增速分别为16%/15%/15%；专业品牌事业部具备增长潜力，我们估计2021年收入体量约为26亿元，预计2022-2024年收入增速分别为15%/18%/18%；大健康事业部目前体量较小，我们估计2021年收入体量约为4亿元，预计2022-2024年收入增速分别为28%/21%/21%。

(2) 处方药业务：处方药事业群下有3个事业部，国药事业部我们估计2021年收入体量约为31亿元，考虑今年配方颗粒国标切换影响，估计2022-2024年收入增速分别为5%/19%/15%。抗感染事业部我们估计2021年收入体量约为9亿元，预计2022-2024年收入增速分别为14%/5%/5%；处方药事业部我们估计2021年收入体量约为14亿元，考虑大单品纳入集采的情况，预计2022-2024年收入增速分别为3%/5%/5%。

(3) 包装印刷业务和其他收入：考虑历史情况，我们预计包装印刷业务2022-2024年收入增速分别为5%/5%/5%，预计其他业务2022-2024年收入增速分别为5%/5%/5%。

(4) 期间费用率：我们预计2022-2024年公司销售费用率为33%/33%/33%；预计管理费用率分别为6%/6%/6%；考虑公司持续研发投入，我们预计研发费用率分别为3.66%/3.66%/3.66%。

表1：华润三九盈利预测假设

项目	2021A	2022E	2023E	2024E
非处方药业务	营业收入（百万元）	9386.38	10738.62	12467.65
	YOY	17.31%	14.41%	16.10%
处方药业务	营业收入（百万元）	5350.36	5677.49	6410.58
	YOY	3.25%	6.11%	12.91%
包装印刷业务	营业收入（百万元）	566.44	594.76	624.50
	YOY	30.39%	5.00%	5.00%
其他业务	营业收入（百万元）	16.81	17.65	18.53
	YOY	-13.04%	5.00%	5.00%

资料来源：wind,信达证券研发中心

2、盈利预测结果

基于以上盈利预测假设条件，我们预计公司2022-2024年营业收入分别为

170.29/195.21/222.67 亿元，归母净利润分别为 24.52/28.60/33.11 亿元，EPS 分别为 2.48/2.89/3.35 元，PE 分别为 15/13/11X。

表 2：华润三九盈利预测结果

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	13,637	15,320	17,029	19,521	22,267
同比 (%)	-7.8%	12.3%	11.2%	14.6%	14.1%
归母净利润 (百万元)	1,597	2,047	2,452	2,860	3,311
同比 (%)	-23.9%	28.1%	19.8%	16.6%	15.7%
毛利率 (%)	62.5%	59.7%	58.5%	58.6%	58.6%
ROE%	11.6%	13.4%	13.6%	13.5%	13.3%
EPS(摊薄)(元)	1.62	2.07	2.48	2.89	3.35
P/E	15.43	16.53	15.44	13.23	11.43

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 09 月 05 日收盘价

3、估值结论与投资评级

华润三九可比公司为同仁堂、片仔癀和以岭药业，2022 年行业可比公司平均 PE 估值为 41.66 倍。我们认为公司是国内稀有的平台型品牌 OTC 企业，具备品牌优势且不断强化品牌，CHC 业务具备长期增长逻辑，国标切换配方颗粒业务暂时受影响，长期来看配方颗粒行业具备量价齐升的潜力，公司为老六家之一具备产业链优势。我们设定华润三九 2022 年 PE 估值区间为 20-22 倍，对应目标价区间为 49.6-54.56 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：华润三九可比公司估值

证券代码	证券名称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE(倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
600436.SH	片仔癀*	1773.75	24.31	27.86	33.20	72.95	63.67	53.43
600085.SH	同仁堂	604.68	12.27	14.93	17.53	49.27	40.50	34.49
002603.SZ	以岭药业*	355.86	13.44	17.10	19.70	26.48	20.81	18.06
行业平均						49.57	41.66	35.33
000999.SZ	华润三九*	378.54	20.47	24.52	28.60	18.49	15.44	13.24

资料来源：Wind，信达证券研发中心，注：收盘价截至 2022 年 09 月 05 日，*为信达证券研发中心预测

四、 风险因素

1、 市场及政策风险

药品集中带量采购等政策可能对现有业务造成影响。药品带量采购日益常态化开展，中选品种的价格将有一定幅度下降，对公司营业收入及盈利能力造成一定冲击。湖北集采中公司有四个品种参麦注射液、生脉注射液、舒血宁注射液、血塞通软胶囊参与了报价，最终生脉注射液中选，中选价格降幅 41.11%。同时，医保目录实施动态调整，对目录外独家品种进行谈判准入，对目录内占用医保基金较大的品种进行谈判降价，部分品种可能面临降价风险。

2、 研发创新风险

药品研发周期长、投入大、失败率高，从新药开发到上市期间受政策法规、市场竞争格局等不确定性因素影响较多，随着公司研发投入不断加大，公司将面临一定的研发创新风险。

3、 并购整合风险

并购项目投入大，整合难度高，且市场环境及政策环境不断变化，可能面临对标的企业风险分析不充分或应对措施不足，对并购业务的市场潜力、潜在价值和盈利能力预测出现偏差，投后整合不达预期等风险。

4、 原材料价格波动风险

中药材价格一直受到诸如宏观经济、货币政策、自然灾害、种植端信息不对称等多种因素影响，容易出现较大幅度的波动，从而对中药制剂企业的生产成本产生影响。2021 年，因 2020 版药典实施、天气因素等影响，中药材市场整体向上，部分品种价格涨幅较大。如连翘受产区倒春寒影响，减产明显，价格波动较大；地黄受河南暴雨影响，产区植株长势不佳，行情不断上扬。同时，实施新国标的中药配方颗粒品种生产成本大幅上涨。

资产负债表						单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	10,925	12,478	16,561	20,337	25,232	营业收入	13,637	15,320	17,029	19,521	22,267
货币资金	3,822	3,065	6,203	8,903	12,591	营业成本	5,120	6,171	7,060	8,087	9,228
应收票据	0	10	47	53	61	营业税金及附加	176	204	223	258	293
应收账款	2,980	3,040	3,550	3,972	4,587	销售费用	5,015	5,021	5,619	6,442	7,348
预付账款	190	280	291	350	390	管理费用	931	945	1,022	1,171	1,336
存货	1,762	2,308	2,535	2,965	3,348	研发费用	460	560	623	714	814
其他	2,171	3,774	3,935	4,092	4,254	财务费用	-57	-39	-115	-189	-270
非流动资产	11,085	11,830	12,263	12,738	13,266	减值损失合计	-205	-256	-11	2	-3
长期股权投资	15	15	15	15	15	投资净收益	82	34	70	62	81
固定资产(合计)	3,483	3,705	3,971	4,274	4,622	其他	200	223	254	293	333
无形资产	2,178	2,295	2,333	2,435	2,528	营业利润	2,070	2,457	2,910	3,394	3,929
其他	5,409	5,816	5,944	6,013	6,101	营业外收支	-11	-28	0	0	0
资产总计	22,010	24,308	28,825	33,074	38,498	利润总额	2,059	2,429	2,910	3,394	3,929
流动负债	7,295	7,775	9,518	10,563	12,273	所得税	442	348	417	487	563
短期借款	25	60	30	30	30	净利润	1,618	2,081	2,493	2,908	3,366
应付票据	277	311	369	415	477	少数股东损益	20	34	41	47	55
应付账款	841	1,105	1,212	1,418	1,601	归属母公司净利润	1,597	2,047	2,452	2,860	3,311
其他	6,153	6,300	7,907	8,700	10,164	EBITDA	2,362	2,939	2,946	3,249	3,657
非流动负债	656	820	820	820	820	EPS(当年)(元)	1.62	2.07	2.48	2.89	3.35
长期借款	0	8	8	8	8						
其他	656	812	812	812	812						
负债合计	7,951	8,595	10,338	11,383	13,093						
少数股东权益	332	430	471	518	573						
归属母公司股东权益	13,727	15,283	18,016	21,173	24,832						
负债和股东权益	22,010	24,308	28,825	33,074	38,498						

重要财务指标						单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	13,637	15,320	17,029	19,521	22,267	经营活动现金	2,224	1,871	3,778	3,266	4,252
同比 (%)	13,637	15,320	17,029	19,521	22,267	净利润	1,618	2,081	2,493	2,908	3,366
归属母公司净利润	-7.8%	12.3%	11.2%	14.6%	14.1%	折旧摊销	427	520	463	399	409
同比 (%)	1.597	2,047	2,452	2,860	3,311	财务费用	-37	-15	3	2	2
毛利率 (%)	-23.9%	28.1%	19.8%	16.6%	15.7%	投资损失	-82	-34	-70	-62	-81
ROE%	62.5%	59.7%	58.5%	58.6%	58.6%	营运资金变动	96	-858	877	21	553
EPS(摊薄)(元)	11.6%	13.4%	13.6%	13.5%	13.3%	其它	203	177	12	-2	4
P/E	1.62	2.07	2.48	2.89	3.35	投资活动现金流	-659	-1,791	-617	-563	-562
P/B	15.43	16.53	15.44	13.23	11.43	资本支出	-615	-866	-634	-572	-590
EV/EBITDA	1.80	2.21	2.10	1.79	1.52	长期投资	-211	-991	-50	-50	-50

利润表						单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	13,637	15,320	17,029	19,521	22,267	营业利润	2,070	2,457	2,910	3,394	3,929
营业成本	5,120	6,171	7,060	8,087	9,228	营业外收支	-11	-28	0	0	0
营业税金及附加	176	204	223	258	293	利润总额	2,059	2,429	2,910	3,394	3,929
销售费用	5,015	5,021	5,619	6,442	7,348	所得税	442	348	417	487	563
管理费用	931	945	1,022	1,171	1,336	净利润	1,618	2,081	2,493	2,908	3,366
研发费用	460	560	623	714	814	少数股东损益	20	34	41	47	55
财务费用	-57	-39	-115	-189	-270	归属母公司净利润	1,597	2,047	2,452	2,860	3,311
减值损失合计	-205	-256	-11	2	-3	EBITDA	2,362	2,939	2,946	3,249	3,657
投资净收益	82	34	70	62	81	EPS(当年)(元)	1.62	2.07	2.48	2.89	3.35
其他	200	223	254	293	333						
现金流量表						单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	经营活动现金	2,224	1,871	3,778	3,266	4,252
经营活动现金	2,224	1,871	3,778	3,266	4,252	净利润	1,618	2,081	2,493	2,908	3,366
净利润	1,618	2,081	2,493	2,908	3,366	折旧摊销	427	520	463	399	409
						财务费用	-37	-15	3	2	2
						投资损失	-82	-34	-70	-62	-81
						营运资金变动	96	-858	877	21	553
						其它	203	177	12	-2	4
						投资活动现金流	-659	-1,791	-617	-563	-562
						资本支出	-615	-866	-634	-572	-590
						长期投资	-211	-991	-50	-50	-50
						其他	166	67	67	59	78
						筹资活动现金流	-1,469	-653	-23	-2	-2
						吸收投资	18	33	9	0	0
						借款	-1,047	39	-30	0	0
						支付利息或股息	-448	-525	-3	-2	-2
						现金流净增加额	91	-575	3,138	2,701	3,688

研究团队简介

周平，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

赵晓翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyaoyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推论仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数 (以下简称基准)； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5%之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看涨： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。