

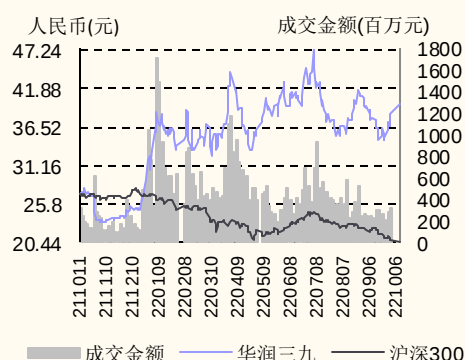
医疗组

华润三九 (000999.SZ) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 39.70 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	9.88
已上市流通 A 股(亿股)	9.78
总市值(亿元)	392.37
年内股价最高最低(元)	47.52/23.33
沪深 300 指数	3721
深证成指	10522

**相关报告**

- 1.《收入增长符合预期，品牌力推动公司长期发展-华润三九》，2022.8.24
- 2.《购买昆药集团 28% 股份，优化产业链布局-华润三九收购点评》，2022.5.8
- 3.《利润增长超预期，双轮驱动公司高质量发展-华润三九一季报点评》，2022.4.23
- 4.《华润三九：大众健康医疗先行者-华润三九深度报告》，2022.4.10

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002
 (8621)60230221
 yuan_wei@gjzq.com.cn

业绩增长超预期，看好四季度进一步发力**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,637	15,320	17,627	20,119	22,730
营业收入增长率	-7.24%	12.34%	15.06%	14.14%	12.98%
归母净利润(百万元)	1,597	2,047	2,335	2,762	3,157
归母净利润增长率	-24.38%	28.13%	14.07%	18.31%	14.28%
摊薄每股收益(元)	1.632	2.091	2.365	2.798	3.198
每股经营性现金流净额	2.27	1.91	4.15	3.91	4.45
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.64%	13.39%	14.00%	15.06%	15.60%
P/E	15.28	16.38	17.51	14.80	12.95
P/B	1.78	2.19	2.45	2.23	2.02

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 10 月 10 日，公司发布 2022 年三季度快报，2022 年前三季度公司实现营业收入 121.0 亿元，同比+7.5%；实现归母净利润 19.5 亿元，同比+11.0%；实现扣非归母净利润 17.8 亿元，同比+10.0%。
- 单三季度公司实现营业收入 39 亿元，同比+9.0%；实现归母净利润 5.19 亿元，同比+37.0%；实现扣非归母净利润 4.5 亿元，同比+27.0%。

经营分析

- **CHC 良好发展具有持续性，多品类发力带动业绩增长。**公司依托 999 品牌价值，带动 CHC 产品群销量提升。受益于 7 月部分地区流感影响，公司感冒品类销售表现较好，带动 OTC 板块稳健增长；展望四季度，尽管疫情发展存在不确定性，但“四类药品”（退热、止咳、抗病毒、抗菌类）管控措施更加精准，同时进入感冒药销售旺季，公司业绩弹性较大。
- **处方药板块业务结构优化，四季度有望恢复性反弹。**公司处方药业务管线不断丰富，产品结构调整的同时循证研究进一步强化，产品价值不断发掘；同时配方颗粒业务积极完成重点区域切换工作，预计四季度将逐步过渡进入常态化销售推广阶段。我们认为，随着新国标、省标品种的生产和销售持续落地，配方颗粒业务有望恢复性发展。
- **持续关注行业合作及整合优质资源的机会，实现多方位良好协同发展。**公司收购昆药集团 28% 股份，优化公司产品布局。一方面，昆药集团良好的品牌效应将带来一定增量，其丰富且可替代性较小的产品矩阵有助于公司进一步打造精品国药品牌；另一方面，公司的渠道有助于昆药集团处方药渠道的开拓及下沉。

盈利调整与投资建议

- 华润三九将在中药发展中持续获益，不考虑收购并表影响，预计 2022-2024 年营业收入分别为 176、201 和 227 亿元；预计 2022-2024 年归母净利润分别为 23.4、27.6 和 31.6 亿元，增速分别 14%、18% 和 14%，维持“买入”评级。

风险提示

- 产品集采风险；竞争加剧风险；产品推广不及预期；医保药品限价风险；品牌价值变动风险；原材料价格波动风险；商誉减值风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	14,702	13,637	15,320	17,627	20,119	22,730
增长率		-7.2%	12.3%	15.1%	14.1%	13.0%
主营业务成本	-4,830	-5,120	-6,171	-6,654	-7,431	-8,307
%销售收入	32.9%	37.5%	40.3%	37.8%	36.9%	36.5%
毛利	9,872	8,518	9,149	10,973	12,688	14,423
%销售收入	67.1%	62.5%	59.7%	62.2%	63.1%	63.5%
营业税金及附加	-206	-176	-204	-212	-241	-273
%销售收入	1.4%	1.3%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-6,550	-5,015	-5,021	-5,993	-6,840	-7,728
%销售收入	44.6%	36.8%	32.8%	34.0%	34.0%	34.0%
管理费用	-942	-931	-945	-1,146	-1,308	-1,477
%销售收入	6.4%	6.8%	6.2%	6.5%	6.5%	6.5%
研发费用	-442	-460	-560	-635	-744	-864
%销售收入	3.0%	3.4%	3.7%	3.6%	3.7%	3.8%
息税前利润 (EBIT)	1,732	1,936	2,418	2,988	3,554	4,081
%销售收入	11.8%	14.2%	15.8%	16.9%	17.7%	18.0%
财务费用	13	57	39	77	120	162
%销售收入	-0.1%	-0.4%	-0.3%	-0.4%	-0.6%	-0.7%
资产减值损失	-221	-228	-269	-133	-166	-202
公允价值变动收益	1	7	5	0	0	0
投资收益	805	82	34	40	40	40
%税前利润	31.3%	4.0%	1.4%	1.3%	1.1%	0.9%
营业利润	2,529	2,070	2,457	3,173	3,750	4,283
营业利润率	17.2%	15.2%	16.0%	18.0%	18.6%	18.8%
营业外收支	39	-11	-28	-20	-20	-20
税前利润	2,569	2,059	2,429	3,153	3,730	4,263
利润率	17.5%	15.1%	15.9%	17.9%	18.5%	18.8%
所得税	-430	-442	-348	-788	-932	-1,066
所得税率	16.7%	21.5%	14.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	2,139	1,618	2,081	2,365	2,797	3,197
少数股东损益	27	20	34	30	35	40
归属于母公司的净利润	2,112	1,597	2,047	2,335	2,762	3,157
净利率	14.4%	11.7%	13.4%	13.2%	13.7%	13.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	2,139	1,618	2,081	2,365	2,797	3,197
少数股东损益	27	20	34	30	35	40
非现金支出	588	655	789	594	687	783
非经营收益	-812	-144	-141	-22	-18	-19
营运资金变动	55	93	-860	1,164	389	433
经营活动现金净流	1,971	2,221	1,868	4,101	3,856	4,394
资本开支	-535	-615	-866	-1,099	-1,018	-1,018
投资	-23	-211	-991	0	0	0
其他	46	166	67	40	40	40
投资活动现金净流	-511	-659	-1,791	-1,059	-978	-978
股权募资	0	18	33	0	0	0
债权募资	-505	-1,047	39	-5	10	10
其他	-387	-439	-726	-942	-1,109	-1,266
筹资活动现金净流	-892	-1,469	-653	-947	-1,099	-1,256
现金净流量	568	88	-578	2,096	1,779	2,160

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,046	3,822	3,065	5,137	6,898	9,045
应收款项	5,570	4,864	5,379	5,737	6,466	7,211
存货	1,432	1,762	2,308	2,501	2,736	2,995
其他流动资产	244	478	1,726	1,751	1,790	1,834
流动资产	10,293	10,925	12,478	15,127	17,890	21,086
%总资产	51.2%	49.6%	51.3%	54.9%	58.1%	61.3%
长期投资	55	192	262	262	262	262
固定资产	3,612	3,771	4,112	4,327	4,491	4,606
%总资产	18.0%	17.1%	16.9%	15.7%	14.6%	13.4%
无形资产	5,544	6,805	6,821	7,190	7,500	7,800
非流动资产	9,811	11,085	11,830	12,448	12,916	13,326
%总资产	48.8%	50.4%	48.7%	45.1%	41.9%	38.7%
资产总计	20,104	22,010	24,308	27,575	30,807	34,411
短期借款	30	31	111	100	110	120
应付款项	4,750	4,953	4,670	6,080	6,916	7,832
其他流动负债	1,913	2,311	2,995	3,447	4,147	4,895
流动负债	6,693	7,295	7,775	9,627	11,174	12,847
长期贷款	0	0	8	8	8	8
其他长期负债	528	656	812	796	789	786
负债	7,222	7,951	8,595	10,431	11,970	13,641
普通股股东权益	12,564	13,727	15,283	16,684	18,341	20,235
其中：股本	979	979	979	987	987	987
未分配利润	9,872	10,581	12,131	13,532	15,190	17,084
少数股东权益	318	332	430	460	495	535
负债股东权益合计	20,104	22,010	24,308	27,575	30,807	34,411

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	2.158	1.632	2.091	2.365	2.798	3.198
每股净资产	12.835	14.023	15.612	16.901	18.580	20.499
每股经营现金净流	2.013	2.269	1.908	4.155	3.906	4.452
每股股利	0.430	0.500	0.853	0.946	1.119	1.279
回报率						
净资产收益率	16.81%	11.64%	13.39%	14.00%	15.06%	15.60%
总资产收益率	10.51%	7.26%	8.42%	8.47%	8.97%	9.17%
投入资本收益率	11.05%	10.64%	12.92%	12.84%	13.91%	14.51%
增长率						
主营业务收入增长率	9.49%	-7.24%	12.34%	15.06%	14.14%	12.98%
EBIT增长率	14.06%	11.76%	24.94%	23.54%	18.94%	14.84%
净利润增长率	47.51%	-24.38%	28.13%	14.07%	18.31%	14.28%
总资产增长率	11.50%	9.48%	10.44%	13.44%	11.72%	11.70%
资产管理能力						
应收账款周转天数	62.9	76.7	71.7	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	112.1	113.9	120.4	140.0	140.0	140.0
应付账款周转天数	51.9	55.2	57.5	76.0	78.0	80.0
固定资产周转天数	80.0	93.2	88.3	78.9	70.1	62.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-23.41%	-28.39%	-26.51%	-36.44%	-42.46%	-48.80%
EBIT利息保障倍数	-135.8	-33.9	-62.8	-38.8	-29.6	-25.2
资产负债率	35.92%	36.12%	35.36%	37.83%	38.86%	39.64%

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402