

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

华润三九 (000999)

投资评级 买入

上次评级 买入

周平 医药行业首席分析师

执业编号: S1500521040001

联系电话: 15310622991

邮箱: zhouping@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

三季度净利润增速亮眼，看好 CHC 业务发展

2022 年 10 月 12 日

事件：华润三九发布 2022 年前三季度业绩快报，2022 年 1-9 月，公司经营稳健，实现营业总收入 121.11 亿元，同比增长 7.53%；实现营业利润 24.22 亿元，同比增长 12.27%；实现归母净利润 19.52 亿元，同比增长 11.17%。

点评：

- **三季度感冒药带动 CHC 增速，净利润同比快速增长。**2022 年单三季度公司实现营业总收入 37.10 亿元（调整后同比增长 9.18%）、归母净利润 5.19 亿元（调整后同比增长 36.52%），净利润增速亮眼。据公司交流公告，公司三季度在感冒药带动下 CHC 增速比较好，主要原因为：1）感冒发病率提高；2）二季度之后渠道库存较低；3）去年同期三季度基数较低。此外，儿科、胃药、皮肤药都实现较快增长。随着四类药品管控趋势趋于放松，公司预期四季度表现比较好。同时靠饮片带动，国药整体实现增长。公司预计，如下半年疫情得到有效控制、配方颗粒业务顺利推进，2022 年营业收入或将实现双位数的增长，净利润将努力匹配营收增长水平。
- **公司经营状况良好，费用率水平或同比降低。**公司财务状况良好，资产总额为 253.07 亿元，较期初增长 3.12%；归属于上市公司股东的所有者权益为 164.26 亿元，较期初增长 7.27%。公司上半年销售费用率有所下降，据公司交流公告，主要原因包括业务结构变化及公司主动进行了费用管理。公司预计全年费用率水平比去年或有下降，整体来看公司的盈利能力有望逐步改善。
- **持续看好华润三九 CHC 业务长期发展。**据公司公告，公司 CHC 业务未来驱动因素主要在于：1）靠品牌建立壁垒扩大 OTC 业务，近年公司持续加大品牌投入，通过短视频、冠名、植入，以及开展跨界合作，吸引了更多年轻人群；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；3）丰富产品。通过收购等方式，不断丰富产品管线，不断延伸品类。我们看好其长期发展能力。
- **盈利预测与评级：**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，CHC 业务具备长期增长逻辑，三季度快报净利润增速亮眼，我们看好公司 CHC 业务发展潜力。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 24.58/28.71/33.28 亿元，PE 分别为 16/13/12X，维持“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	2,458	2,871	3,328
增长率 YoY%	-23.9%	28.1%	20.1%	16.8%	15.9%
毛利率%	62.5%	59.7%	58.5%	58.6%	58.6%
净资产收益率 ROE%	11.6%	13.4%	13.7%	13.6%	13.5%
EPS(摊薄)(元)	1.62	2.07	2.49	2.90	3.37
市盈率 P/E(倍)	15.43	16.53	15.64	13.40	11.56
市净率 P/B(倍)	1.80	2.21	2.14	1.82	1.56

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 10 月 11 日收盘价

资产负债表			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	10,925	12,478	16,803	20,846	26,050
货币资金	3,822	3,065	6,494	9,513	13,560
应收票据	0	10	47	53	61
应收账款	2,980	3,040	3,550	3,972	4,587
预付账款	190	280	291	350	390
存货	1,762	2,308	2,535	2,965	3,348
其他	2,171	3,774	3,885	3,992	4,104
非流动资产	11,085	11,830	11,985	12,145	12,306
长期股权投资	15	15	15	15	15
固定资产(合计)	3,483	3,705	3,793	3,891	3,985
无形资产	2,178	2,295	2,319	2,340	2,357
其他	5,409	5,816	5,858	5,899	5,948
资产总计	22,010	24,308	28,788	32,991	38,356
流动负债	7,295	7,775	9,518	10,563	12,273
短期借款	25	60	30	30	30
应付票据	277	311	369	415	477
应付账款	841	1,105	1,212	1,418	1,601
其他	6,153	6,300	7,907	8,700	10,164
非流动负债	656	820	820	820	820
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	519	574
归母权益	13,727	15,283	17,979	21,090	24,690
负债和股东权益	22,010	24,308	28,788	32,991	38,356

重要财务指标			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	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	1,597	2,047	2,458	2,871	3,328
同比(%)	-23.9%	28.1%	20.1%	16.8%	15.9%
毛利率(%)	62.5%	59.7%	58.5%	58.6%	58.6%
ROE%	11.6%	13.4%	13.7%	13.6%	13.5%
EPS(摊薄)(元)	1.62	2.07	2.49	2.90	3.37
P/E	15.43	16.53	15.64	13.40	11.56
P/B	1.80	2.21	2.14	1.82	1.56
EV/EBITDA	8.73	10.43	11.16	8.88	6.75

利润表			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	13,637	15,320	17,029	19,521	22,267
营业成本	5,120	6,171	7,060	8,087	9,228
营业税金及附加	176	204	223	258	293
销售费用	5,015	5,021	5,619	6,442	7,348
管理费用	931	945	1,022	1,171	1,336
研发费用	460	560	623	714	814
财务费用	-57	-39	-117	-199	-288
减值损失合计	-205	-256	-6	4	-1
投资净收益	82	34	70	62	81
其他	200	223	254	293	333
营业利润	2,070	2,457	2,918	3,407	3,949
营业外收支	-11	-28	0	0	0
利润总额	2,059	2,429	2,918	3,407	3,949
所得税	442	348	418	488	566
净利润	1,618	2,081	2,499	2,918	3,383
少数股东损益	20	34	41	48	55
归母净利润	1,597	2,047	2,458	2,871	3,328
EBITDA	2,362	2,939	2,880	3,279	3,713
EPS(当年)(元)	1.62	2.07	2.49	2.90	3.37

现金流量表			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,224	1,871	3,764	3,355	4,373
净利润	1,618	2,081	2,499	2,918	3,383
折旧摊销	427	520	398	430	465
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	927	71	603
其它	203	177	7	-4	1
投资活动现金流	-659	-1,791	-312	-334	-324
资本支出	-615	-866	-329	-343	-352
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	3,429	3,019	4,047

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。

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。

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。

赵骁翔，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	hanqiyue@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	zhangjiajie@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@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	zhuyao@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	liuyun@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
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@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、意见及推测仅供参考，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；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

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。