

医疗组

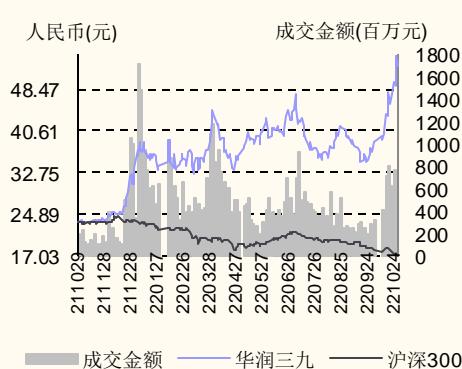
华润三九 (000999.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 52.70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) | 520.86 |
| 年内股价最高最低(元) | 55.00/23.33 |
| 沪深 300 指数 | 3541 |
| 深证成指 | 10402 |



相关报告

- 《业绩增长超预期，看好四季度进一步发力-华润三九点评》，2022.10.11
- 《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
- 《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
- 《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
- 《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，看好公司长期发展

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 | 2.362 | 2.795 | 3.194 |
| 每股经营性现金流净额 | 2.27 | 1.91 | 4.15 | 3.90 | 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 | 16.80 | 14.20 | 12.43 |
| P/B | 1.78 | 2.19 | 2.35 | 2.14 | 1.94 |

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 10月28日，公司发布2022年三季度报告，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

- **公司业绩表现良好，CHC业务积极向健康管理产品延伸。**2022年前三季度公司毛利率为54.8%，同比下降5.1个百分点；净利率为16.3%，同比上升0.4个百分点。公司依托999等品牌，带动CHC产品群销量提升，并积极向健康管理、康复慢病管理进行产品延伸。随着公司对经销商、零售药店网络以及线上平台的进一步梳理，我们看好公司未来发展潜力与盈利能力的提升。
- **持续加强创新研发，处方药稳健发展。**公司处方药业务覆盖心脑血管等多个治疗领域，通过不断加强研发补充有较高临床价值的化药产品，丰富产品管线。2022年前三季度公司研发费用率2.9%，同比微降0.3个百分点。随着产品的进一步梳理，未来处方药板块有望恢复发展。
- **持续推进品牌建设，数字化转型驱动长期发展。**公司推动三九品牌年轻化，巩固品牌领导地位；合并数字化中心和智能与信息化部为智能与数字化中心，围绕抖音、小红书、阿里妈妈等新媒体平台，积极建设公司销售渠道。随着公司品牌的建设逐步显现，以及销售渠道的逐步成熟，公司营销效能的进一步提高，2022年前三季度销售费用率26.4%，同比下降5.5个百分点。

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) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 主营业务收入 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 14,702 | 13,637 | 15,320 | 17,627 | 20,119 | 22,730 | | 货币资金 | 3,046 | 3,822 | 3,065 | 5,137 | 6,898 | 9,045 |
| 增长率 | -7.2% | 12.3% | 15.1% | 14.1% | 13.0% | | 应收款项 | 5,570 | 4,864 | 5,379 | 5,737 | 6,466 | 7,211 |
| 主营业务成本 | -4,830 | -5,120 | -6,171 | -6,654 | -7,431 | -8,307 | 存货 | 1,432 | 1,762 | 2,308 | 2,501 | 2,736 | 2,995 |
| %销售收入 | 32.9% | 37.5% | 40.3% | 37.8% | 36.9% | 36.5% | 其他流动资产 | 244 | 478 | 1,726 | 1,751 | 1,790 | 1,834 |
| 毛利 | 9,872 | 8,518 | 9,149 | 10,973 | 12,688 | 14,423 | 流动资产 | 10,293 | 10,925 | 12,478 | 15,127 | 17,890 | 21,086 |
| %销售收入 | 67.1% | 62.5% | 59.7% | 62.2% | 63.1% | 63.5% | %总资产 | 51.2% | 49.6% | 51.3% | 54.9% | 58.1% | 61.3% |
| 营业税金及附加 | -206 | -176 | -204 | -212 | -241 | -273 | 长期投资 | 55 | 192 | 262 | 262 | 262 | 262 |
| %销售收入 | 1.4% | 1.3% | 1.3% | 1.2% | 1.2% | 1.2% | 固定资产 | 3,612 | 3,771 | 4,112 | 4,327 | 4,491 | 4,606 |
| 销售费用 | -6,550 | -5,015 | -5,021 | -5,993 | -6,840 | -7,728 | %总资产 | 18.0% | 17.1% | 16.9% | 15.7% | 14.6% | 13.4% |
| %销售收入 | 44.6% | 36.8% | 32.8% | 34.0% | 34.0% | 34.0% | 无形资产 | 5,544 | 6,805 | 6,821 | 7,190 | 7,500 | 7,800 |
| 管理费用 | -942 | -931 | -945 | -1,146 | -1,308 | -1,477 | 非流动资产 | 9,811 | 11,085 | 11,830 | 12,448 | 12,916 | 13,326 |
| %销售收入 | 6.4% | 6.8% | 6.2% | 6.5% | 6.5% | 6.5% | %总资产 | 48.8% | 50.4% | 48.7% | 45.1% | 41.9% | 38.7% |
| 研发费用 | -442 | -460 | -560 | -635 | -744 | -864 | 资产总计 | 20,104 | 22,010 | 24,308 | 27,575 | 30,807 | 34,411 |
| %销售收入 | 3.0% | 3.4% | 3.7% | 3.6% | 3.7% | 3.8% | 短期借款 | 30 | 31 | 111 | 100 | 110 | 120 |
| 息税前利润 (EBIT) | 1,732 | 1,936 | 2,418 | 2,988 | 3,554 | 4,081 | 应付款项 | 4,750 | 4,953 | 4,670 | 6,080 | 6,916 | 7,832 |
| %销售收入 | 11.8% | 14.2% | 15.8% | 16.9% | 17.7% | 18.0% | 其他流动负债 | 1,913 | 2,311 | 2,995 | 3,447 | 4,147 | 4,895 |
| 财务费用 | 13 | 57 | 39 | 77 | 120 | 162 | 流动负债 | 6,693 | 7,295 | 7,775 | 9,627 | 11,174 | 12,847 |
| %销售收入 | -0.1% | -0.4% | -0.3% | -0.4% | -0.6% | -0.7% | 长期贷款 | 0 | 0 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| 资产减值损失 | -221 | -228 | -269 | -133 | -166 | -202 | 其他长期负债 | 528 | 656 | 812 | 796 | 789 | 786 |
| 公允价值变动收益 | 1 | 7 | 5 | 0 | 0 | 0 | 负债总计 | 7,222 | 7,951 | 8,595 | 10,431 | 11,970 | 13,641 |
| 投资收益 | 805 | 82 | 34 | 40 | 40 | 40 | 普通股股东权益 | 12,564 | 13,727 | 15,283 | 16,684 | 18,341 | 20,235 |
| %税前利润 | 31.3% | 4.0% | 1.4% | 1.3% | 1.1% | 0.9% | 其中：股本 | 979 | 979 | 979 | 988 | 988 | 988 |
| 营业利润 | 2,529 | 2,070 | 2,457 | 3,173 | 3,750 | 4,283 | 未分配利润 | 9,872 | 10,581 | 12,131 | 13,532 | 15,190 | 17,084 |
| 营业利润率 | 17.2% | 15.2% | 16.0% | 18.0% | 18.6% | 18.8% | 少数股东权益 | 318 | 332 | 430 | 460 | 495 | 535 |
| 营业外收支 | 39 | -11 | -28 | -20 | -20 | -20 | 负债股东权益合计 | 20,104 | 22,010 | 24,308 | 27,575 | 30,807 | 34,411 |
| 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 | | | | | | | |
| 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

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