

华润三九（000999.SZ）——2022 年年报点评

CHC 业务表现优秀，“创新+品牌”推动高质量发展

买入

核心观点

2022 年营收、利润双增长，四季度业绩增速亮眼。2022 全年公司实现营收 180.79 亿元（+16.31%），归母净利润 24.49 亿元（+19.16%），扣非归母净利润 22.19 亿元（+19.75%）。四季度单季营收 59.69 亿元（+41.42%），归母净利润 4.96 亿元（+62.39%），扣非归母净利润 4.36 亿元（+86.85%），四季度受感冒高发及疫情管控放开影响，业绩增速亮眼。

CHC 业务快速增长，营收占比持续提升。分业务来看，2022 年 CHC 业务实现营收 113.84 亿元（+22.73%），处方药业务实现营收 59.76 亿元（+7.19%）。CHC 业务快速增长，营收占比持续提升；处方药业务增速稍低，主要是医院患者数量下降、部分地区学术活动推广难度增加、配方颗粒业务由于标准不足销售受限的原因。

“创新+品牌”双轮驱动，推动业务高质量发展。公司积极克服外部环境变化和配方颗粒标准切换的影响，坚持“品牌+创新”双轮驱动。一方面，持续加强创新研发，推动创新转型，2022 年研发支出 7.36 亿元（+16.7%），研发人员共计 504 人（+10.8%），在研项目 77 项，在研经典名方 20 余首，创新管线逐年增多，创新成果有望不断兑现。另一方面，持续构建品牌影响力，提升品牌市场份额，采取“1+N”品牌策略，在“999”主品牌的基础上，陆续发展“天和”、“澳诺”等深受消费者认可的品牌，同时重视消费者研究和媒介创新，线上线下协同，打造数字化与智能制造优势，助力业务高质量发展。

收购昆药，加速优质资源整合。公司持续关注行业合作及整合优质资源的机会，于 2022 年 5 月公告收购昆药集团 28% 股份的计划，并于同年 12 月 30 日完成过户，公司和昆药集团在品牌、产品、渠道等方面有良好的协同性，有望在三七产业发展及“昆中药 1381”品牌打造上相互赋能。

风险提示：疫情反复；配方颗粒标准颁布及备案不及预期；商誉减值风险

投资建议：CHC 业务持续引领高质量发展，维持“买入”。

公司 2022 年积极克服外部环境变化，实现 CHC、处方药业务双增长，基于在 CHC 的领先地位，上调 2023/2024 年盈利预测、新增 2025 年盈利预测，预计 2023-25 年归母净利润 28.0/32.6/37.5 亿元（原 2023/2024 年 27.5/31.7 亿元），同比增速 14.3%/16.4%/15.2%，当前股价对应 PE=20/17/15x。随着公司“创新+品牌”战略不断推进，有望持续高质量发展，维持“买入”。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,320	18,079	20,411	23,112	25,912
(+/-%)	12.3%	18.0%	12.9%	13.2%	12.1%
净利润(百万元)	2047	2449	2800	3258	3752
(+/-%)	28.1%	19.6%	14.3%	16.4%	15.2%
每股收益(元)	2.09	2.48	2.83	3.30	3.80
EBIT Margin	15.8%	15.7%	16.5%	16.7%	17.2%
净资产收益率 (ROE)	13.4%	14.4%	14.8%	15.4%	15.8%
市盈率 (PE)	27.5	23.2	20.3	17.4	15.1
EV/EBITDA	22.8	20.1	17.5	15.5	13.8
市净率 (PB)	3.68	3.34	2.99	2.68	2.39

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

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

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

57.45 元

收盘价

56780/56209 百万元

总市值/流通市值

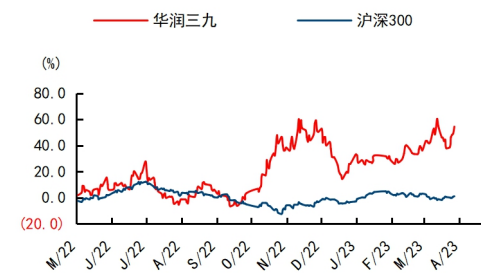
61.16/33.51 元

52 周最高价/最低价

452.90 百万元

近 3 个月日均成交额

市场走势



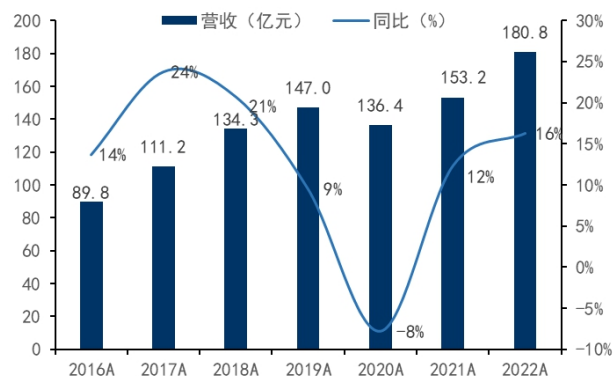
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《华润三九（000999.SZ）——2022 年三季报点评-单三季度归母净利润同比增长 38.12%，感冒药恢复良好》——2022-11-02
 《华润三九（000999.SZ）——处方药恢复，CHC 核心优势持续》——2022-08-28

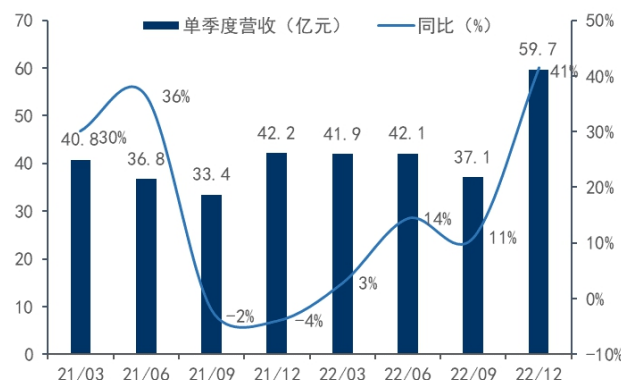
2022 年营收、利润双增长，四季度业绩增速亮眼。2022 年全年公司实现营收 180.79 亿元（+16.31%），归母净利润 24.49 亿元（+19.16%），扣非归母净利润 22.19 亿元（+19.75%）。其中四季度单季营收 59.69 亿元（+41.42%），归母净利润 4.96 亿元（+62.39%），扣非归母净利润 4.36 亿元（+86.85%），四季度受感冒高发及疫情管控放开影响，业绩增速亮眼。

图1：华润三九营业收入及增速（单位：亿元、%）



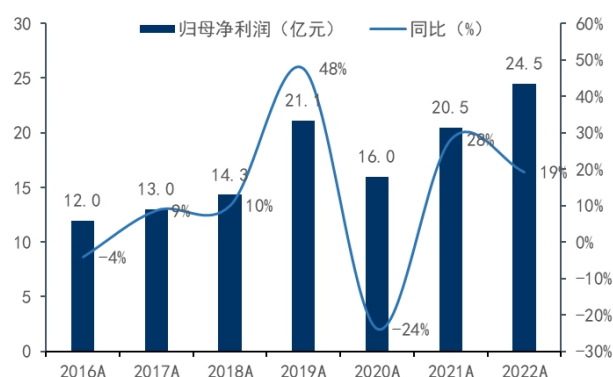
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：华润三九单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



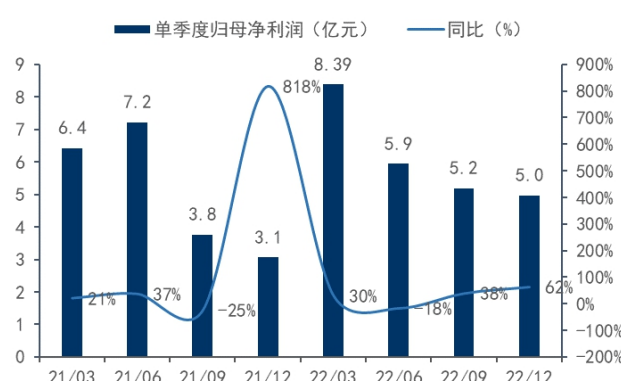
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

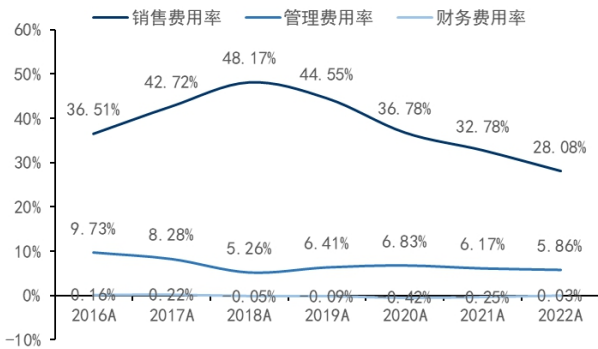
图4：华润三九单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

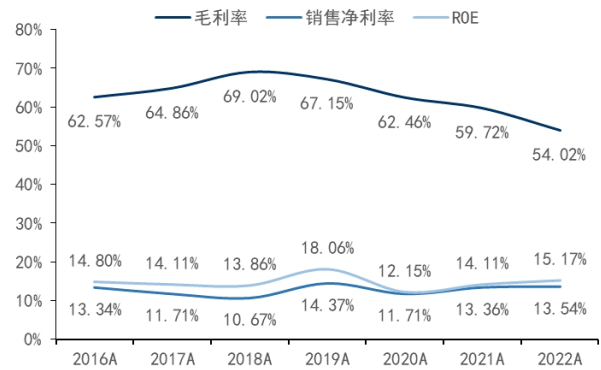
毛利率承压，费用控制良好。2022 年公司整体毛利率 54.02%（-5.10pp），医药板块毛利率 55.38%（-5.56pp），CHC 业务毛利率 56.71%（-2.63pp），处方药业务毛利率 52.83%（-10.77pp），毛利率承压，处方药业务毛利率下滑明显，主要系：1）中药配方颗粒标准切换后成本上涨；2）低毛利的饮片业务快速增长，营收占比提升；3）部分品种受集采影响毛利率下滑。费用方面，2022 年公司销售费用率和管理费用率分别为 28.08%（-4.32pp）、5.86%（-0.29pp），费用控制良好。

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

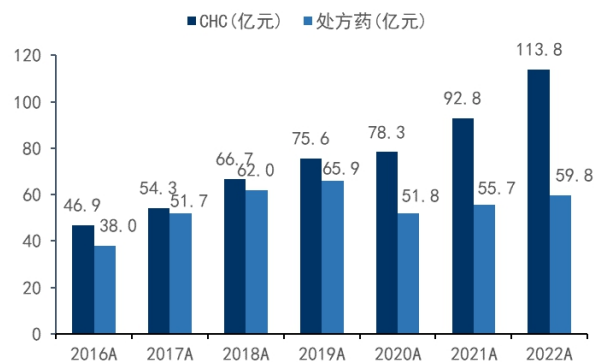
图6：华润三九利润率情况（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

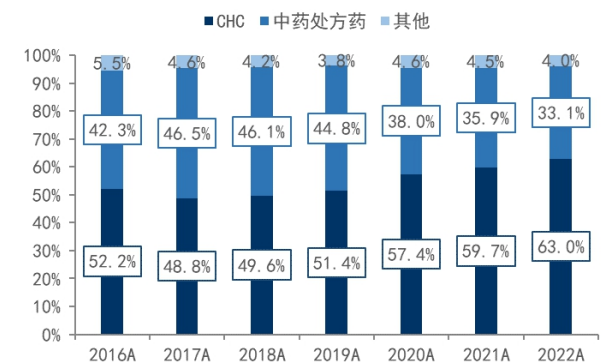
CHC 业务快速增长，营收占比持续提升。分业务来看，2022 年 CHC 业务实现营收 113.84 亿元（+22.73%），处方药业务实现营收 59.76 亿元（+7.19%），CHC 业务快速增长，营收占比持续提升，处方药业务增速稍低，主要是医院患者数量下降、部分地区学术活动推广难度增加、配方颗粒业务由于标准不足销售受限的原因。

图7：华润三九 CHC、处方药业务营收情况



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、处方药业务营收占比情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

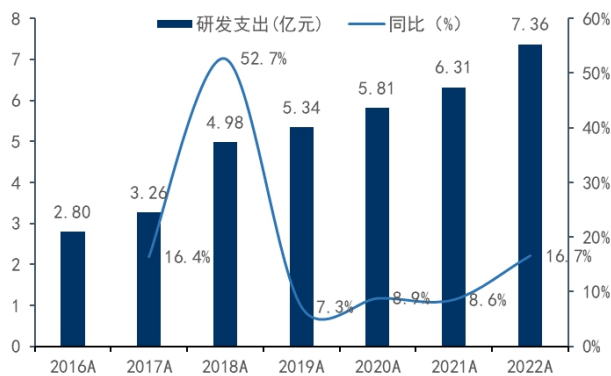
表1：华润三九配方颗粒各省备案情况

省份	总备案数	国标	省标	省份	总备案数	国标	省标	省份	总备案数	国标	省标
广东	504	210	294	黑龙江	398	201	197	重庆	319	199	120
西藏	478	201	277	云南	390	201	189	河北	300	199	101
四川	443	201	242	甘肃	378	201	177	山西	296	199	97
陕西	428	201	227	青海	377	201	176	内蒙古	295	193	102
江苏	421	201	220	福建	348	201	147	浙江	205	201	4
山东	420	201	219	江西	346	185	161	湖南	201	201	0
安徽	420	201	219	广西	345	201	144	河南	201	189	12
贵州	420	201	219	吉林	343	201	142	新疆	201	201	0
天津	417	201	216	宁夏	337	201	136	上海	180	180	0
辽宁	409	201	208	湖北	336	199	137	平均(个/省)	351	199	152
海南	398	199	199	北京	332	201	131				

资料来源：NMPA，国信证券经济研究所整理 注：数据截至 2023 年 3 月 27 日

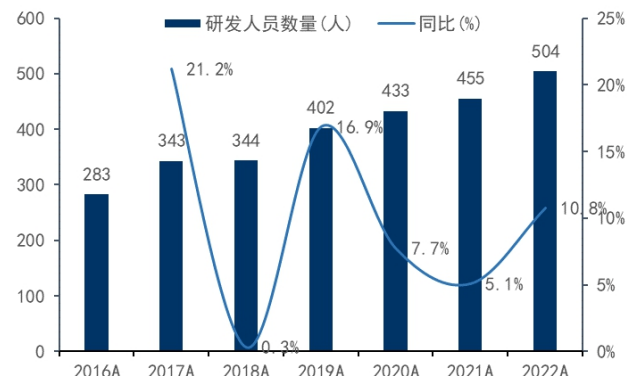
“创新+品牌”双轮驱动，推动业务高质量发展。公司积极克服外部环境变化和配方颗粒标准切换的影响，坚持“品牌+创新”双轮驱动。一方面，持续加强创新研发，推动创新转型，2022 年研发支出 7.36 亿元，同比增长 16.7%，研发人员共计 504 人，同比增长 10.8%，在研项目 77 项，在研经典名方 20 余首，创新管线逐年增多，创新成果有望不断兑现。另一方面，持续构建品牌影响力，提升品牌市场份额，采取“1+N”品牌策略，在“999”主品牌的基础上，陆续发展“天和”、“澳诺”等深受消费者认可的品牌，同时重视消费者研究和媒介创新，线上线下协同，打造数字化与智能制造优势，助力业务高质量发展。

图9：华润三九研发支出及同比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：华润三九研发人员数量及同比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表2：在研项目、获得专利及政府补助情况

	2020	2021	2022
在研项目 (项)	57	71	77
其中：1 类化药	2	2	2
1 类中药	0	2	2
2 类化药	2	2	3
其他新品	53	65	70
获得发明专利 (项)	25	40	34
获得实用新型专利 (项)	47	42	56
获得研发政府资助资金 (万元)	2597	4869	7688

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

收购昆药，加速优质资源整合。公司持续关注行业合作及整合优质资源的机会，于 2022 年 5 月公告收购昆药集团 28%股份的计划，并于同年 12 月 30 日完成过户，公司和昆药集团在品牌、产品、渠道等方面有良好的协同性，有望在三七产业发展及“昆中药 1381”品牌打造上相互赋能。

投资建议：CHC 业务持续引领高质量发展，维持“买入”评级。公司 2022 年积极克服外部环境变化，实现 CHC、处方药业务双增长，基于在 CHC 的领先地位，上调 2023/2024 年盈利预测、新增 2025 年盈利预测，预计 2023-25 年归母净利润 28.0/32.6/37.5 亿元（原 2023/2024 年 27.5/31.7 亿元），同比增速 14.3%/16.4%/15.2%，当前股价对应 PE=20/17/15x。随着公司“创新+品牌”战略不断推进，有望持续高质量发展，维持“买入”。

表3：可比公司估值表

代码	公司简称	2023/3/31 股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE		PEG	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	21A	22E		
000999. SZ	华润三九	57.45	568	2.09	2.48	2.83	3.30	16.38	23.17	20.28	17.43	13.39%		1.38	买入
002603. SZ	以岭药业	29.11	486	0.80	1.12	1.27	1.47	24.37	26.07	22.99	19.85	14.82%		1.18	买入
600332. SH	白云山	33.08	512	2.29	2.44	2.73	3.01	14.95	13.56	12.10	11.00	12.80%		1.42	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；华润三九、白云山 2022 年 EPS、PE 为实际值

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3065	3150	5093	7135	9721	营业收入	15320	18079	20411	23112	25912
应收款项	3106	4319	4520	5109	5885	营业成本	6171	8313	9235	10462	11714
存货净额	2308	2499	3156	3547	3829	营业税金及附加	204	207	256	287	315
其他流动资产	2780	2020	3045	3408	3528	销售费用	5021	5077	5731	6467	7198
流动资产合计	12478	11988	15814	19199	22963	管理费用	945	1059	1259	1390	1521
固定资产	4112	4677	4820	4984	5113	研发费用	560	594	655	738	809
无形资产及其他	2295	2369	2275	2180	2085	财务费用	(39)	6	6	7	8
投资性房地产	5408	8022	8022	8022	8022	投资收益	34	45	54	44	47
长期股权投资	15	66	83	106	136	资产减值及公允价值变动	262	141	(195)	(194)	(175)
资产总计	24308	27123	31014	34491	38319	其他收入	(855)	(657)	(352)	(430)	(502)
短期借款及交易性金融负债	111	235	126	157	173	营业利润	2457	2947	3429	3919	4526
应付款项	1416	1795	2056	2331	2580	营业外净收支	(28)	16	(8)	(7)	1
其他流动负债	6249	6642	8291	9073	9988	利润总额	2429	2963	3421	3913	4527
流动负债合计	7775	8673	10472	11561	12741	所得税费用	348	466	588	616	734
长期借款及应付债券	8	50	50	50	50	少数股东损益	34	48	34	39	40
其他长期负债	812	866	979	1087	1179	归属于母公司净利润	2047	2449	2800	3258	3752
长期负债合计	820	917	1029	1137	1229	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	8595	9589	11501	12698	13969	净利润	2047	2449	2800	3258	3752
少数股东权益	430	524	548	574	602	资产减值准备	52	(118)	32	5	5
股东权益	15283	17010	18965	21218	23748	折旧摊销	429	469	532	611	669
负债和股东权益总计	24308	27123	31014	34491	38319	公允价值变动损失	(262)	(141)	195	194	175
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	(39)	6	6	7	8
每股收益	2.09	2.48	2.83	3.30	3.80	营运资本变动	(970)	(2553)	178	(172)	83
每股红利	0.54	0.91	0.85	1.02	1.24	其它	(26)	149	(8)	22	23
每股净资产	15.61	17.21	19.19	21.47	24.03	经营活动现金流	1269	255	3728	3917	4705
ROIC	15%	15%	16%	18%	19%	资本开支	0	(975)	(815)	(879)	(882)
ROE	13%	14%	15%	15%	16%	其它投资现金流	(1019)	1219	0	0	0
毛利率	60%	54%	55%	55%	55%	投资活动现金流	(1019)	192	(832)	(902)	(912)
EBIT Margin	16%	16%	17%	17%	17%	权益性融资	(2)	198	0	0	0
EBITDA Margin	19%	18%	19%	19%	20%	负债净变化	8	42	0	0	0
收入增长	12%	18%	13%	13%	12%	支付股利、利息	(525)	(900)	(844)	(1005)	(1222)
净利润增长率	28%	20%	14%	16%	15%	其它融资现金流	28	1155	(110)	32	15
资产负债率	37%	37%	39%	38%	38%	融资活动现金流	(1007)	(362)	(953)	(973)	(1207)
息率	0.9%	1.6%	1.5%	1.8%	2.2%	现金净变动	(757)	85	1943	2042	2586
P/E	27.5	23.2	20.3	17.4	15.1	货币资金的期初余额	3822	3065	3150	5093	7135
P/B	3.7	3.3	3.0	2.7	2.4	货币资金的期末余额	3065	3150	5093	7135	9721
EV/EBITDA	22.8	20.1	17.5	15.5	13.8	企业自由现金流	0	(674)	2685	2814	3597
						权益自由现金流	0	523	2652	2967	3781

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提及的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