

2023年03月29日

华润三九（000999.SZ）

公司快报

医药 | 中成药III

投资评级

买入-B(首次)

股价(2023-03-29)

55.11 元

交易数据

总市值（百万元）	54,467.75
流通市值（百万元）	53,919.37
总股本（百万股）	988.35
流通股本（百万股）	978.40
12个月价格区间	57.10/34.98

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.97	20.83	46.4
绝对收益	11.04	24.32	42.97

分析师

周平

 SAC 执业证书编号：S0910523020001
 zhouping@huajinsc.cn
 15310622991

相关报告

CHC 业务稳定增长，中药配方颗粒向好

投资要点

- ◆ **OTC 药物快速增长，处方药增速略有放缓：**2022 年报实现收入 180.79 亿元（+16%）、归母净利润 24.49 亿元（+19%）、扣非归母净利润 22.19 亿元（+20%），2022Q4 单季度实现收入 59.69 亿元（+39%）、扣非归母净利润 4.36 亿元（+87%）。分业务来看，自我诊疗业务实现收入 113.84 亿元（+23%），其中感冒止咳类和皮肤用药类快速增长。处方药业务实现收入 59.76 亿元（+7%），增速放缓是因为医院患者数量下降、学术活动推广难度增加、配方颗粒省标切国标备案进度低于预期。
- ◆ **CHC 业务品牌和渠道共建促发展。**CHC 健康产品业务覆盖家庭常用的感冒、皮肤、胃肠、儿科等领域，打造了 999、天和、澳诺、好娃娃等知名品牌，999 感冒灵、三九胃泰、999 皮炎平、澳诺钙、易善复等产品在相关系列品类 OTC 销售额均排名靠前。公司打造了覆盖全国的营销渠道，与全国最优质的经销商和连锁终端合作，覆盖了 40 多万家药店，线上与阿里、京东等大健康药房合作，并全方位打造互联网+医+药的价值产业链，实现专业化品牌营销推广，促进产品销售稳定增长。
- ◆ **中药配方颗粒有望恢复快速增长。**受到省标切国标的影响，中药配方颗粒销售面临巨大挑战。随着 2023Q1 新一批 48 个国标正式颁布，国标数量已接近 250 个，可以满足临床大部分需求，且疫情后医疗需求也会明显复苏，考虑到国标价格高于原来的省标，中药配方颗粒有望实现量价齐升。公司作为行业龙头之一，有望凭借品牌、质量、产品优势实现快速增长。
- ◆ **投资建议：**我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 28.65/33.10/38.23 亿元，增速分别为 17%/16%/16%，对应 PE 分别为 19/17/14 倍。考虑到公司业绩稳健增长，估值偏低，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**产品销售不及预期风险，产品质量控制风险，集采降价风险，并购整合不及预期风险。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,320	18,079	19,737	22,016	24,586
YoY(%)	12.3	18.0	9.2	11.5	11.7
净利润(百万元)	2,047	2,449	2,865	3,310	3,823
YoY(%)	28.1	19.6	17.0	15.5	15.5
毛利率(%)	59.7	54.0	55.3	55.7	56.1
EPS(摊薄/元)	2.07	2.48	2.90	3.35	3.87
ROE(%)	13.2	14.2	15.0	15.2	15.4
P/E(倍)	26.6	22.2	19.0	16.5	14.2
P/B(倍)	3.6	3.2	2.9	2.5	2.2
净利率(%)	13.4	13.5	14.5	15.0	15.5

数据来源：聚源、华金证券研究所



财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	12478	11988	14260	17697	21213
现金	3065	3150	5879	7304	11083
应收票据及应收账款	3050	4267	3721	5189	4761
预付账款	280	375	340	458	433
存货	2308	2499	2609	3035	3209
其他流动资产	3774	1698	1711	1711	1726
非流动资产	11830	15134	15222	15412	15662
长期投资	15	66	66	66	66
固定资产	3701	3724	3974	4285	4590
无形资产	2647	2750	2773	2793	2811
其他非流动资产	5467	8595	8410	8268	8195
资产总计	24308	27123	29482	33109	36875
流动负债	7775	8673	9106	10054	10682
短期借款	60	169	200	200	200
应付票据及应付账款	1416	1795	1616	2153	2017
其他流动负债	6300	6709	7290	7701	8465
非流动负债	820	917	907	897	887
长期借款	8	50	40	30	20
其他非流动负债	812	866	866	866	866
负债合计	8595	9589	10013	10951	11569
少数股东权益	430	524	582	650	728
股本	979	988	988	988	988
资本公积	1636	1797	1797	1797	1797
留存收益	12667	14297	16258	18414	20849
归属母公司股东权益	15283	17010	18886	21508	24578
负债和股东权益	24308	27123	29482	33109	36875

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1871	3006	4230	2708	5141
净利润	2081	2497	2923	3377	3901
折旧摊销	470	514	464	525	549
财务费用	-39	6	-24	-74	-140
投资损失	-34	-45	-50	-55	-60
营运资金变动	-860	-153	917	-1065	892
其他经营现金流	253	188	0	0	0
投资活动现金流	-1791	-2479	-502	-660	-738
筹资活动现金流	-653	-575	-999	-623	-623

每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	2.07	2.48	2.90	3.35	3.87
每股经营现金流(最新摊薄)	1.89	3.04	4.28	2.74	5.20
每股净资产(最新摊薄)	15.46	17.21	19.11	21.76	24.87

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	15320	18079	19737	22016	24586
营业成本	6171	8313	8832	9759	10797
营业税金及附加	204	207	197	220	246
营业费用	5021	5077	5526	6164	6884
管理费用	945	1059	1184	1321	1475
研发费用	560	594	691	771	861
财务费用	-39	6	-24	-74	-140
资产减值损失	-269	-144	-150	-150	-150
公允价值变动收益	5	3	0	0	0
投资净收益	34	45	50	55	60
营业利润	2457	2947	3460	4001	4624
营业外收入	22	36	40	45	50
营业外支出	50	19	20	25	30
利润总额	2429	2963	3480	4021	4644
所得税	348	466	557	643	743
税后利润	2081	2497	2923	3377	3901
少数股东损益	34	48	58	68	78
归属母公司净利润	2047	2449	2865	3310	3823
EBITDA	2811	3397	3821	4361	4929

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	12.3	18.0	9.2	11.5	11.7
营业利润(%)	18.7	19.9	17.4	15.6	15.6
归属于母公司净利润(%)	28.1	19.6	17.0	15.5	15.5
获利能力					
毛利率(%)	59.7	54.0	55.3	55.7	56.1
净利率(%)	13.4	13.5	14.5	15.0	15.5
ROE(%)	13.2	14.2	15.0	15.2	15.4
ROIC(%)	12.9	13.9	14.6	14.7	14.7
偿债能力					
资产负债率(%)	35.4	35.4	34.0	33.1	31.4
流动比率	1.6	1.4	1.6	1.8	2.0
速动比率	1.0	0.9	1.1	1.2	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	5.1	4.9	4.9	4.9	4.9
应付账款周转率	4.9	5.2	5.2	5.2	5.2
估值比率					
P/E	26.6	22.2	19.0	16.5	14.2
P/B	3.6	3.2	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	18.1	15.4	13.0	11.1	9.0

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周平声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn