

华润三九 (000999.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业务经营稳健，研发投入持续强化

业绩简评

2023年8月29日，公司发布23年半年度报告。公司2023年上半年实现收入131.46亿元，同比+56%；实现归母净利润18.77亿元，同比+31%；实现扣非归母净利润18.27亿元，同比+37%；单季度来看，2023Q2实现收入67.94亿元，同比+64%；实现归母净利润7.26亿元，同比+23%；实现扣非归母净利润6.96亿元，同比+30%。

经营分析

公司业务经营稳健。2023上半年，CHC健康消费品业务实现营业收入68.19亿元，同比增长23.19%，处方药业务实现营业收入27.80亿元，同比增长11.31%。昆药集团1-6月实现营业收入37.71亿元，同比下降10.81%，剔除昆药并表影响，上半年公司营业收入同比增长18.50%。

强化研发投入，创新能力进一步提升。2023年上半年公司研发投入3.65亿元，重点研究项目进度较好。1类小分子靶向抗肿瘤药QBH-196正在开展I期临床试验；H3K27M突变型弥漫性中线胶质瘤新药ONC201胶囊完成国内临床试验申请(IND)，并于7月正式获得国家药品监督管理局(NMPA)核准签发的《药物临床试验批准通知书》；用于改善女性更年期症状的1类创新中药DZQE，积极推进II期临床研究受试者入组工作；“示踪用盐酸米托蒽醌注射液”(复他舒®)持续拓展新适应症，正在开展胃癌根治术患者淋巴示踪的临床研究。同时，公司获得奥美拉唑碳酸氢钠胶囊《药品注册证书》，补充了公司消化领域的产品管线。

渠道和终端建设不断加强。公司持续优化传统渠道和终端结构，打造专业化团队，渠道体系抗风险能力持续增强。“999完美药店”终端门店服务项目，现已覆盖全国21个中心城市，服务于6000余家核心门店，聚焦易善复、益血生、天和系列、气滞胃痛等核心产品，在连锁药店树立标杆效应，打造可复制的动销模式。同时，公司持续丰富线上产品组合，优化线上品牌店铺矩阵。

盈利预测、估值与评级

考虑公司收购并表影响，我们上调对公司的预期，预计2023-2025年公司分别实现归母净利润3.07、3.58、4.13亿元，同比增长25%、17%、16%。公司2023-2025年EPS分别为3.10、3.62、4.18元，对应PE分别为15、13、11倍。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。

医药组

分析师：袁维 (执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价(人民币)：47.61元

相关报告：

- 《华润三九公司点评：业绩增长超预期，看好未来多业务持续发力》，2023.3.30
- 《业绩增长超预期，看好公司长期发展-华润三九点评》，2022.10.30
- 《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



公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15,320	18,079	23,027	26,419	30,030
营业收入增长率	12.34%	18.01%	27.37%	14.73%	13.67%
归母净利润(百万元)	2,047	2,449	3,065	3,575	4,134
归母净利润增长率	28.13%	19.64%	25.17%	16.62%	15.64%
摊薄每股收益(元)	2.091	2.478	3.102	3.617	4.183
每股经营性现金流净额	1.91	3.04	4.06	4.63	5.03
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.39%	14.40%	16.14%	16.91%	17.50%
P/E	16.38	18.89	15.35	13.16	11.38
P/B	2.19	2.72	2.48	2.23	1.99

来源：公司年报、国金证券研究所

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)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	13,637	15,320	18,079	23,027	26,419	30,030	货币资金	3,822	3,065	3,150	3,533	3,583	3,802
增长率		12.3%	18.0%	27.4%	14.7%	13.7%	应收款项	4,864	5,379	5,696	6,574	7,434	8,326
主营业务成本	-5,120	-6,171	-8,313	-9,269	-10,618	-11,803	存货	1,762	2,308	2,499	2,987	3,351	3,648
%销售收入	37.5%	40.3%	46.0%	40.3%	40.2%	39.3%	其他流动资产	478	1,726	644	2,363	4,231	6,190
毛利	8,518	9,149	9,766	13,758	15,801	18,227	流动资产	10,925	12,478	11,988	15,457	18,599	21,966
%销售收入	62.5%	59.7%	54.0%	59.7%	59.8%	60.7%	%总资产	49.6%	51.3%	44.2%	49.3%	52.7%	56.0%
营业税金及附加	-176	-204	-207	-276	-317	-360	长期投资	192	262	336	346	346	346
%销售收入	1.3%	1.3%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	3,771	4,112	4,677	5,069	5,411	5,703
销售费用	-5,015	-5,021	-5,077	-7,300	-8,296	-9,459	%总资产	17.1%	16.9%	17.2%	16.2%	15.3%	14.5%
%销售收入	36.8%	32.8%	28.1%	31.7%	31.4%	31.5%	无形资产	6,805	6,821	6,874	7,211	7,518	7,815
管理费用	-931	-945	-1,059	-1,382	-1,585	-1,802	非流动资产	11,085	11,830	15,134	15,915	16,677	17,290
%销售收入	6.8%	6.2%	5.9%	6.0%	6.0%	6.0%	%总资产	50.4%	48.7%	55.8%	50.7%	47.3%	44.0%
研发费用	-460	-560	-594	-829	-898	-1,111	资产总计	22,010	24,308	27,123	31,372	35,276	39,256
%销售收入	3.4%	3.7%	3.3%	3.6%	3.4%	3.7%	短期借款	31	111	235	541	482	417
息税前利润 (EBIT)	1,936	2,418	2,830	3,971	4,705	5,494	应付款项	4,953	4,670	5,494	6,936	7,917	8,898
%销售收入	14.2%	15.8%	15.7%	17.2%	17.8%	18.3%	其他流动负债	2,311	2,995	2,943	3,415	4,212	4,750
财务费用	57	39	-6	39	37	45	流动负债	7,295	7,775	8,673	10,892	12,610	14,064
%销售收入	-0.4%	-0.3%	0.0%	-0.2%	-0.1%	-0.2%	长期贷款	0	8	50	50	50	50
资产减值损失	-228	-269	-144	-166	-211	-256	其他长期负债	645	801	866	884	890	896
公允价值变动收益	7	5	3	0	0	0	负债	7,940	8,584	9,589	11,826	13,550	15,010
投资收益	82	34	45	100	100	100	普通股股东权益	13,727	15,283	17,010	18,992	21,137	23,617
%税前利润	4.0%	1.4%	1.5%	2.4%	2.1%	1.8%	其中：股本	979	979	988	988	988	988
营业利润	2,070	2,457	2,947	4,147	4,833	5,585	未分配利润	10,581	12,131	13,761	15,601	17,745	20,225
营业利润率	15.2%	16.0%	16.3%	18.0%	18.3%	18.6%	少数股东权益	332	430	524	554	589	629
营业外收支	-11	-28	16	-20	-20	-20	负债股东权益合计	21,999	24,297	27,123	31,372	35,276	39,256
税前利润	2,059	2,429	2,963	4,127	4,813	5,565	比率分析						
利润率	15.1%	15.9%	16.4%	17.9%	18.2%	18.5%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-442	-348	-466	-1,032	-1,203	-1,391	每股指标						
所得税率	21.5%	14.3%	15.7%	25.0%	25.0%	25.0%	每股收益	1.632	2.091	2.478	3.102	3.617	4.183
净利润	1,618	2,081	2,497	3,095	3,610	4,174	每股净资产	14.023	15.612	17.210	19.219	21.390	23.900
少数股东损益	20	34	48	30	35	40	每股经营现金净流	2.272	1.911	3.042	4.064	4.631	5.029
归属于母公司的净利润	1,597	2,047	2,449	3,065	3,575	4,134	每股股利	0.430	0.500	0.853	1.241	1.447	1.673
净利率	11.7%	13.4%	13.5%	13.3%	13.5%	13.8%	回报率						
				2,270	2,712	3,105	净资产收益率	11.64%	13.39%	14.40%	16.14%	16.91%	17.50%
现金流量表 (人民币百万元)				-25.94%	-24.12%	-24.88%	总资产收益率	7.26%	8.42%	9.03%	9.77%	10.13%	10.53%
							投入资本收益率	10.64%	12.92%	13.22%	14.64%	15.71%	16.54%
净利润	1,618	2,081	2,497	3,095	3,610	4,174	增长率						
少数股东损益	20	34	48	30	35	40	主营业务收入增长率	-7.24%	12.34%	18.01%	27.37%	14.73%	13.67%
非现金支出	655	789	716	633	739	843	EBIT 增长率	11.76%	24.94%	17.03%	40.32%	18.47%	16.78%
非经营收益	-142	-139	-53	-95	-66	-81	净利润增长率	-24.38%	28.13%	19.64%	25.17%	16.62%	15.64%
营运资金变动	93	-860	-153	384	294	34	总资产增长率	9.43%	10.44%	11.63%	15.67%	12.44%	11.28%
经营活动现金净流	2,224	1,871	3,006	4,017	4,577	4,971	资产管理能力						
资本开支	-615	-866	-950	-1,241	-1,298	-1,198	应收账款周转天数	76.7	71.7	71.9	75.0	75.0	75.0
投资	-211	-991	-1,596	-1,710	-1,800	-1,900	存货周转天数	113.9	120.4	105.5	120.0	120.0	120.0
其他	166	67	66	100	100	100	应付账款周转天数	55.2	57.5	56.1	70.0	70.0	70.0
投资活动现金净流	-659	-1,791	-2,479	-2,851	-2,998	-2,998	固定资产周转天数	93.2	88.3	75.3	60.7	53.7	47.2
股权募资	18	33	198	144	0	0	偿债能力						
债权募资	-1,047	39	132	334	-59	-65	净负债/股东权益	-28.39%	-26.51%	-16.34%	-23.75%	-30.15%	-36.03%
其他	-439	-726	-905	-1,256	-1,466	-1,685	EBIT 利息保障倍数	-33.9	-62.8	513.9	-101.0	-125.9	-121.7
筹资活动现金净流	-1,469	-653	-575	-779	-1,525	-1,750	资产负债率	36.09%	35.33%	35.36%	37.70%	38.41%	38.24%
现金净流量	91	-575	-42	387	55	223							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-10	买入	39.80	40.00~50.00
2	2022-04-23	买入	34.20	N/A
3	2022-05-08	买入	38.76	N/A
4	2022-08-24	增持	41.41	N/A
5	2022-10-11	买入	39.70	N/A
6	2022-10-30	买入	52.70	N/A
7	2023-03-30	买入	55.11	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

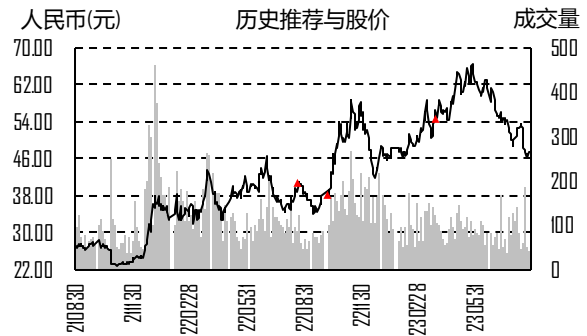
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



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。

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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806