

➤ **事件：**华润三九公布 2023 年半年度报告，2023H1 实现营业收入 131.46 亿元 (YOY+56.48%)，归母净利润 18.77 亿元 (YOY+30.99%)，扣非归母净利润 18.27 亿元 (YOY+37.22%)。

➤ **昆药集团纳入合并报表，业绩呈现较高增幅。**单 Q2 来看，2023Q2 营业收入 67.94 亿元 (YOY+63.68%)；归母净利润 7.26 亿元 (YOY+22.59%)；扣非归母净利润 6.96 亿元 (YOY+30.29%)。业绩的增长主要是由于 CHC 业务较快增长以及昆药集团自 1 月 19 日起纳入合并报表范围，若剔除昆药并表影响，2023H1 公司营业收入同比增长 18.50%。

### ➤ **CHC 业务表现亮眼，品牌 OTC、专业品牌、大健康等业务均增速较快。**

2023H1 公司 CHC 业务营业收入 68.19 亿元 (YOY+23.19%)。感冒药品类方面，999 感冒灵、999 强力枇杷露、999 抗病毒口服液增长快速；皮肤药方面，皮炎平升级装及必无忧系列增长较快；胃药品类方面，三九胃泰养胃舒颗粒快速推进市占率提升，实现较好增长。同时公司不断拓展新渠道覆盖，提升业务效率。线下端，“999 完美药店”终端门店服务项目覆盖全国 21 个中心城市，服务于 6000 余家核心门店。线上端，持续丰富线上产品组合，优化线上品牌店铺矩阵，618 电商大促活动中，999 感冒用药占据同类目排名 Top1 位置，999 小儿感冒药、999 澳诺分别在小儿感冒、维钙营养品类中排名领先。

➤ **产品结构不断优化，处方药业务保持稳健增长。**2023H1 公司处方药业务营业收入 27.80 亿元 (YOY+11.31%)。随着集采影响减弱、医院处方量恢复、产品结构不断调整，处方药业务保持稳健增长，其中心脑血管急重症领域的参附注射液持续增长，易善复口服保肝药市场份额同比提升，继续稳居 IMS 全国口服护肝产品市场排名第二位。华蟾素片中选全国中成药采购联盟集中带量采购，有利于进一步拓展医院市场，提高销量。

➤ **新增昆药业务，打造慢病管理和精品国药平台。**2023H1 传统国药（昆药）营业收入 18.60 亿元 (YOY+100%)。公司控股昆药集团后确立了“打造银发经济健康第一股、成为慢病管理领导者、精品国药领先者”的新战略目标。在全力打造“昆中药 1381”精品国药老字号品牌的同时，重点打造以参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒等为核心的强单品，持续培育清肺化痰丸、止咳丸、金花消痤丸等具有高增长潜力的产品，未来增长向好。

➤ **投资建议：**公司具有较强的品牌运作和整合能力，在“999”主品牌的基础上，陆续发展“天和”、“顺峰”等药品品牌。我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 30/35/40 亿元，PE 分别为 16/13/12 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**政策变动风险；原材料价格波动风险；并购整合风险；产品研发风险；产品销售不及预期的风险。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	18,079	27,534	31,207	34,488
增长率 (%)	16.3	52.3	13.3	10.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,449	2,953	3,469	3,979
增长率 (%)	19.2	20.6	17.5	14.7
每股收益 (元)	2.48	2.99	3.51	4.03
PE	19	16	13	12
PB	2.7	2.4	2.2	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 9 月 1 日收盘价）

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**46.81 元**

**分析师 王班**

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

**研究助理 宋丽莹**

执业证书：S0100121120015

邮箱：songliying@mszq.com

### 相关研究

1. 华润三九(000999.SZ)2022 年业绩预告点评：利润增速超预期，看好中药龙头持续盈利能力-2023/01/21

2. 华润三九 (000999.SZ) 事件点评：三九拟控股昆药，协同促进双方中长期发展-2022/1/30

3. 华润三九(000999.SZ)2022 年 Q3 快报点评：Q3 强势增长，长期看好品牌中药-2022/10/10

4. 华润三九(000999.SZ)2022 年半年度报告点评：CHC 稳健增长，看好下半年配方颗粒恢复性增长-2022/08/24

5. 华润三九 (000999.SZ) 事件点评：再签战略合作协议，大健康龙头切入护理品市场-2022/07/10

**公司财务报表数据预测汇总**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>18,079</b>	<b>27,534</b>	<b>31,207</b>	<b>34,488</b>
营业成本	8,313	13,109	14,579	16,016
营业税金及附加	207	344	390	431
销售费用	5,077	7,638	8,758	9,579
管理费用	1,059	1,597	1,810	2,000
研发费用	594	942	1,067	1,180
EBIT	3,001	4,174	4,861	5,550
财务费用	6	-25	-65	-97
资产减值损失	-138	-224	-253	-282
投资收益	45	55	62	69
<b>营业利润</b>	<b>2,947</b>	<b>4,030</b>	<b>4,735</b>	<b>5,433</b>
营业外收支	16	10	10	10
<b>利润总额</b>	<b>2,963</b>	<b>4,040</b>	<b>4,745</b>	<b>5,443</b>
所得税	466	606	712	817
<b>净利润</b>	<b>2,497</b>	<b>3,434</b>	<b>4,033</b>	<b>4,627</b>
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,449</b>	<b>2,953</b>	<b>3,469</b>	<b>3,979</b>
EBITDA	3,572	4,759	5,535	6,322

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,150	6,470	9,150	12,363
应收账款及票据	4,267	6,090	6,902	7,628
预付款项	375	570	634	696
存货	2,499	4,134	4,597	5,050
其他流动资产	1,698	3,406	3,824	4,198
<b>流动资产合计</b>	<b>11,988</b>	<b>20,669</b>	<b>25,107</b>	<b>29,935</b>
长期股权投资	66	114	165	218
固定资产	3,731	4,049	4,329	4,608
无形资产	2,369	2,431	2,475	2,514
<b>非流动资产合计</b>	<b>15,134</b>	<b>15,172</b>	<b>15,133</b>	<b>15,088</b>
<b>资产合计</b>	<b>27,123</b>	<b>35,841</b>	<b>40,240</b>	<b>45,023</b>
短期借款	169	169	169	169
应付账款及票据	1,795	2,923	3,251	3,572
其他流动负债	6,709	11,864	13,118	14,379
<b>流动负债合计</b>	<b>8,673</b>	<b>14,956</b>	<b>16,537</b>	<b>18,119</b>
长期借款	50	50	50	50
其他长期负债	866	870	865	860
<b>非流动负债合计</b>	<b>917</b>	<b>921</b>	<b>915</b>	<b>910</b>
<b>负债合计</b>	<b>9,589</b>	<b>15,877</b>	<b>17,453</b>	<b>19,029</b>
股本	988	988	988	988
少数股东权益	524	1,005	1,569	2,217
<b>股东权益合计</b>	<b>17,533</b>	<b>19,964</b>	<b>22,788</b>	<b>25,994</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>27,123</b>	<b>35,841</b>	<b>40,240</b>	<b>45,023</b>

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	16.31	52.30	13.34	10.51
EBIT 增长率	22.74	39.11	16.47	14.16
净利润增长率	19.16	20.59	17.46	14.72
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	54.02	52.39	53.28	53.56
净利润率	13.54	10.72	11.11	11.54
总资产收益率 ROA	9.03	8.24	8.62	8.84
净资产收益率 ROE	14.40	15.58	16.35	16.74
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.38	1.38	1.52	1.65
速动比率	1.02	1.05	1.19	1.32
现金比率	0.36	0.43	0.55	0.68
资产负债率 (%)	35.36	44.30	43.37	42.27
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	82.52	78.91	78.91	78.91
存货周转天数	109.72	121.15	121.15	121.15
总资产周转率	0.70	0.87	0.82	0.81
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.48	2.99	3.51	4.03
每股净资产	17.21	19.19	21.47	24.06
每股经营现金流	3.04	4.95	4.60	5.38
每股股利	1.00	1.22	1.44	1.65
<b>估值分析</b>				
PE	19	16	13	12
PB	2.7	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	12.18	8.44	6.76	5.41
股息收益率 (%)	2.14	2.62	3.07	3.52
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	2,497	3,434	4,033	4,627
折旧和摊销	571	585	674	772
营运资金变动	-151	700	-359	-306
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,006</b>	<b>4,896</b>	<b>4,549</b>	<b>5,316</b>
资本开支	-950	-508	-524	-607
投资	-1,596	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>-2,479</b>	<b>-508</b>	<b>-524</b>	<b>-607</b>
股权募资	198	0	0	0
债务募资	132	0	-67	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-575</b>	<b>-1,068</b>	<b>-1,346</b>	<b>-1,496</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-42</b>	<b>3,320</b>	<b>2,680</b>	<b>3,213</b>

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026