

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

华润三九 (000999.SZ)

投资评级 增持

上次评级 买入

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

联系电话: 19328759065

邮箱: tangaijin@cindasc.com

吴欣 医药行业分析师

执业编号: S1500523050001

联系电话: 15821927090

邮箱: wuxin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

CHC 收入增速亮眼，昆药融合有望协同共赢

2023 年 09 月 04 日

➤ **事件：华润三九发布中报**，上半年公司实现营业收入 131.46 亿元（同比+56.48%），实现归母净利润 18.77 亿元（同比+30.99%），实现扣非归母净利润 18.27 亿元（同比+37.22%）。其中，公司 CHC 健康消费品业务实现营业收入 68.19 亿元（同比+23.19%），处方药业务实现营业收入 27.8 亿元（同比+11.31%）。剔除昆药并表影响，上半年公司营业收入同比增长 18.5%。9 月 1 日，公司发布中期业绩说明会投资者关系活动记录表公告。

点评：

- **CHC 业务增速亮眼，全年收入有望实现双位数增长。**据公司中报交流公告，从制药业务结构来看，上半年公司 CHC 健康消费品业务增速亮眼，营收占比 51.87%，处方药业务稳健增长，营收占比 21.15%，昆药业务实现营收 18.6 亿元，营收占比 14.15%。2023H1，公司整体毛利率 52.22%，同比下降 2.7pct，主要是由于业务结构变化(昆药集团商业流通业务毛利率水平较低)，公司原有存量业务毛利率基本稳定，其中 CHC 业务毛利率良好，处方药毛利率有一定下降。从费用率来看，上半年公司总体费用率控制相对较好，销售费用率同比小幅下降，管理费用率基本持平。据公司中报，今年上半年，公司品牌 OTC、专业品牌和大健康等子业务增速较快，主要产品如 999 系列感冒产品、三九胃泰系列胃药保持较高增长，市场份额进一步提升。展望全年，公司预计若不考虑昆药并购对于业绩的增厚，公司今年营收将实现双位数的增长，净利润将努力匹配营收增长水平。我们持续看好公司业务开展。
- **下半年公司感冒药或实现持续增长，积极应对配方颗粒集采。**据公司中报交流公告，上半年公司感冒品类增长较好，考虑到秋冬呼吸系统疾病发病率较高、新冠三阳和上半年影视剧渠道宣传获益等情况，公司判断下半年感冒品类有望实现持续性增长。近几年配方颗粒业务受新国标实施影响较大，公司该业务盈利占比水平不高。为应对集采，公司积极推动全成本领先，在产业链上持续耕耘，前端有种植，中端有智能制造，后端有药事服务、煎配等一系列的工作。
- **昆药百日融合顺利完成，未来有望体现协同效应。**据公司中报交流公告，昆药集团的整合是公司今年的重点工作。上半年，公司顺利地完成了百日融合计划，确立了“打造银发经济健康第一股、成为慢病管理的领导者、精品国药领先者”的新的战略目标。未来三年，双方将整合资源，不断推进昆药集团与华润三九业务和管理体系的对接，相互赋能，推动三七产业和“昆中药 1381”的发展。昆药集团今年上半年整体营收 37.71 亿元（同比-10.81%），主要是由于医药流通业务结构的优化以及对外援助业务下降，实现归母净利润 2.23 亿元（同比+3.12%），实现扣非归母净利润 1.77 亿元（同比+22.78%）。我们认为，昆药上半年营收端短期承压，与三九有效融合后三九商道有望助力昆药集团业务发展。

- **盈利预测：**我们预测华润三九 2023-2025 年营收分别为 271.53/295.89/330.32 亿元，归母净利润分别为 31.49/35.52/41.63 亿元，受配方颗粒集采影响，由“买入”评级调整为“增持”评级。
- **风险因素：**市场及政策风险、研发创新风险、并购整合风险、原材料价格波动风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	15,544	18,079	27,153	29,589	33,032
增长率 YoY %	14.0%	16.3%	50.2%	9.0%	11.6%
归属母公司净利润 (百万元)	2,055	2,449	3,149	3,552	4,163
增长率 YoY%	28.6%	19.2%	28.6%	12.8%	17.2%
毛利率%	59.1%	54.0%	51.9%	53.2%	54.0%
净资产收益率 ROE%	13.4%	14.4%	15.7%	15.2%	15.1%
EPS (摊薄) (元)	2.08	2.48	3.19	3.59	4.21
市盈率 P/E (倍)	16.46	18.89	14.69	13.02	11.11
市净率 P/B (倍)	2.21	2.72	2.31	1.97	1.68

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 09 月 01 日收盘价

资产负债表				单位：百万元	
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	12,679	11,988	18,219	21,030	26,279
货币资金	3,065	3,150	5,628	7,677	11,618
应收票据	10	180	74	81	90
应收账款	3,113	4,087	5,788	6,498	7,148
预付账款	280	375	582	622	680
存货	2,369	2,499	4,395	4,415	4,978
其他	3,842	1,698	1,752	1,737	1,765
非流动资产	11,863	15,134	20,289	20,923	21,800
长期股权投资	15	66	96	96	96
固定资产（合计）	3,732	3,731	5,855	6,226	6,772
无形资产	2,297	2,369	3,479	3,389	3,299
其他	5,820	8,968	10,858	11,212	11,633
资产总计	24,542	27,123	38,508	41,954	48,079
流动负债	7,947	8,673	15,017	14,725	16,396
短期借款	90	169	1,000	400	400
应付票据	311	346	590	601	673
应付账款	1,189	1,449	2,359	2,460	2,721
其他	6,358	6,709	11,068	11,264	12,601
非流动负债	820	917	2,617	2,617	2,617
长期借款	8	50	1,750	1,750	1,750
其他	812	866	866	866	866
负债合计	8,767	9,589	17,634	17,342	19,012
少数股东权益	461	524	828	1,170	1,572
归属母公司 股东权益	15,313	17,010	20,047	23,441	27,494
负债和股东 权益	24,542	27,123	38,508	41,954	48,079
重要财务指标				单位：百万元	
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	15,544	18,079	27,153	29,589	33,032
同比（%）	14.0%	16.3%	50.2%	9.0%	11.6%
归属母公司 净利润	2,055	2,449	3,149	3,552	4,163
同比（%）	28.6%	19.2%	28.6%	12.8%	17.2%
毛利率（%）	59.1%	54.0%	51.9%	53.2%	54.0%
ROE%	13.4%	14.4%	15.7%	15.2%	15.1%
EPS（摊薄） （元）	2.08	2.48	3.19	3.59	4.21
P/E	16.46	18.89	14.69	13.02	11.11
P/B	2.21	2.72	2.31	1.97	1.68
EV/EBITDA	10.37	12.79	9.47	7.95	6.18

利润表			单位：百万元		
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	15,544	18,079	27,153	29,589	33,032
营业成本	6,354	8,313	13,052	13,855	15,193
营业税金及附加	204	207	280	305	340
销售费用	5,036	5,077	7,467	8,285	9,249
管理费用	955	1,059	1,493	1,627	1,817
研发费用	560	594	760	888	991
财务费用	-38	6	4	9	17
减值损失合计	-256	-138	-6	-3	-4
投资净收益	34	45	14	15	17
其他	223	216	138	151	168
营业利润	2,472	2,947	4,242	4,784	5,607
营业外收支	-28	16	-5	-5	-5
利润总额	2,444	2,963	4,237	4,779	5,602
所得税	345	466	784	885	1,037
净利润	2,099	2,497	3,452	3,894	4,565
少数股东损益	43	48	304	343	402
归属母公司净利润	2,055	2,449	3,149	3,552	4,163
EBITDA	2,958	3,402	4,599	5,143	5,978
EPS（当年）（元）	2.08	2.48	3.19	3.59	4.21
现金流量表			单位：百万元		
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	1,885	3,006	5,867	4,081	5,574
净利润	2,099	2,497	3,452	3,894	4,565
折旧摊销	525	571	499	514	535
财务费用	-15	58	80	137	123
投资损失	-34	-45	-14	-15	-17
营运资金变动	-866	-151	1,840	-454	363
其它	176	76	9	4	5
投资活动现金流	-1,792	-2,479	-5,098	-345	-411
资本支出	-868	-950	-4,837	-326	-395
长期投资	-991	-1,596	-190	0	0
其他	67	66	-70	-18	-16
筹资活动现金流	-669	-575	1,709	-1,687	-1,223
吸收投资	33	198	0	0	0
借款	49	132	2,532	-600	0
支付利息或股息	-539	-900	-880	-1,087	-1,223
现金流净增加额	-579	-42	2,478	2,050	3,940

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所，负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本硕，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责中药和生物制品板块行业研究。

赵骁翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

曹佳琳，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的研究工作。

章钟涛，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA（专业阶段），曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。