

华润三九（000999.SZ）——2023 年中报点评

收入、利润双双强势增长，昆药并表贡献新动能

买入

核心观点

2023 年上半年收入、利润双双实现强势增长。2023 年上半年公司实现主营业务收入 131.46 亿元（同比+56.48%），净利润 20.60 亿元（同比+42.20%），归母净利润 18.77 亿元（同比+30.99%），扣非归母净利润 18.27 亿元（同比+37.22%）；其中，单二季度实现主营业务收入 67.94 亿元（同比+63.88%），净利润 8.30 亿元（同比+38.63%），归母净利润 7.26 亿元（同比+22.59%），扣非归母净利润 6.96 亿元（同比+30.29%）。2023 年上半年净利润率 15.67%（同比-1.57 p.p.），受业务结构调整和昆药并表影响，净利率有所下滑。

分产品业绩：CHC 快速增长，处方药业务持续优化。从 2023 年上半年的收入构成来看：CHC 健康消费品业务实现收入 68.19 亿元，同比+23.19%，收入占比 51.87%；处方药业务实现收入 27.80 亿元，同比+11.31%，收入占比 21.15%；昆药业务上半年实现并表营业收入 18.60 亿元，收入占比 14.15%。剔除昆药并表影响，2023 年上半年公司营业收入同比增长 18.50%。CHC 健康消费品业务 2023 年上半年实现快速增长，公司基于不同目标消费者的健康需求洞察，线下市场重点布局维矿类产品，线上市场依托电商等渠道拓宽营销场景，更好地触达和服务消费者。处方药业务方面，随着集采影响减弱、医院处方量恢复、产品结构不断调整，处方药业务上半年实现双位数增长，其中，中药配方颗粒国标品种逐渐落地，颗粒业务上半年趋于稳定。资源端方面，公司持续扩大中药材规范化基地建设，产业链布局日趋完善。

昆药集团正式并表，有望打造慢病管理和精品国药平台。2023 年 1 月 19 日，昆药集团控股股东由华立医药变更为华润三九，正式并入华润三九财务报表。公司持续推进昆药集团整合工作，聚焦打造慢病管理和精品国药平台，赋能三七产业和“昆中药 1381”发展。

投资建议：CHC 业务稳健，处方药业务恢复，维持“买入”评级。

受益于疫情和流感带来的感冒药需求，2023 年上半年公司收入、利润双双实现强势增长，考虑昆药并表影响，上调盈利预测，预计公司 2023-2025 年归母净利润 30.23/34.89/39.89 亿元（原盈利预测未考虑昆药并表影响，2023-2025 年原值 28.00/32.58/37.52 亿元），同比+23.46%/+15.39%/+14.35%。公司为中药品牌 OTC 龙头企业，产品具备强口碑及高知名度，长期占领患者及医生心智，公司良好的并购整合及品牌塑造能力有望为其发展贡献长足动力。

风险提示：集采超预期；创新药研发进度低于预期；中药材价格波动。

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	28,911	32,462	36,197
(+/-%)	12.3%	18.0%	59.9%	12.3%	11.5%
净利润(百万元)	2047	2449	3023	3489	3989
(+/-%)	28.1%	19.6%	23.5%	15.4%	14.3%
每股收益(元)	2.09	2.48	3.06	3.53	4.04
EBIT Margin	15.8%	15.7%	14.1%	14.3%	14.7%
净资产收益率 (ROE)	13.4%	14.4%	15.8%	16.2%	16.5%
市盈率 (PE)	27.5	23.2	18.8	16.3	14.2
EV/EBITDA	22.8	20.1	15.9	14.3	12.8
市净率 (PB)	3.68	3.34	2.97	2.64	2.34

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

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：张佳博

021-60375487

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

证券分析师：陈益凌

021-60933167

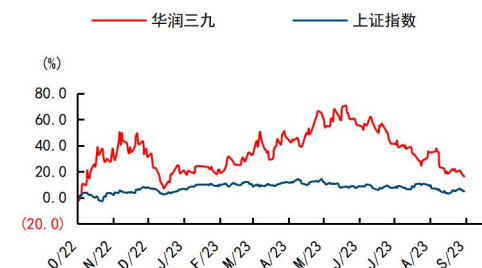
chenyiling@guosen.com.cn

S0980519010002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	45.39 元
总市值/流通市值	44854/44409 百万元
52 周最高价/最低价	68.96/33.98 元
近 3 个月日均成交额	353.00 百万元

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 年年报点评-CHC 业务表现优秀，“创新+品牌”推动高质量发展》——2023-04-03
《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

2023 年上半年收入、利润双双实现强势增长。2023 年上半年公司实现主营业务收入 131.46 亿元（同比+56.48%），净利润 20.60 亿元（同比+42.20%），归母净利润 18.77 亿元（同比+30.99%），扣非归母净利润 18.27 亿元（同比+37.22%）；其中，单二季度实现主营业务收入 67.94 亿元（同比+63.88%），净利润 8.30 亿元（同比+38.63%），归母净利润 7.26 亿元（同比+22.59%），扣非归母净利润 6.96 亿元（同比+30.29%）。

图1：华润三九主营业务收入及增速（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、%）



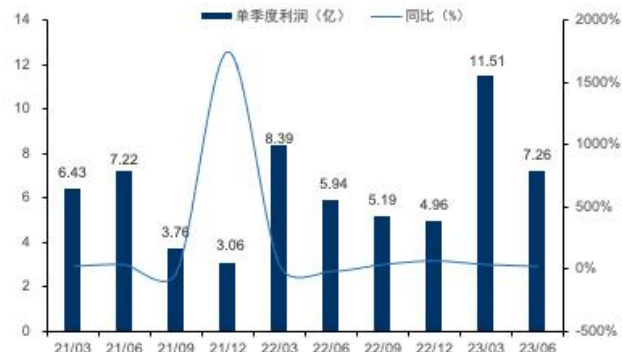
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：华润三九单季度营收（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

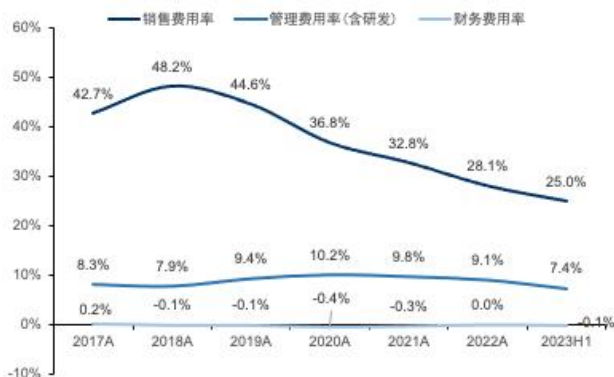
图4：华润三九单季度净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

2023 年上半年毛、净利率略有下滑。2023 年上半年净利润率 15.67%（同比-1.57 p.p.），受业务结构调整和昆药并表影响，净利率有所下滑。公司通过规模化生产不断降低成本，并不断优化销售费用的使用，以应对集采等因素所带来的价格下降影响。2023 年上半年公司销售费用率小幅下降，管理费用率基本持平，看长期，净利率呈现稳中有升态势。2023 年上半年由于执行新的国家标准，配方颗粒业务成本上升，导致公司存量业务中处方药业务的毛利率下降 6.18 个百分点，叠加昆药并表影响，净利率也出现小幅下滑。

图5: 华润三九三费率率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

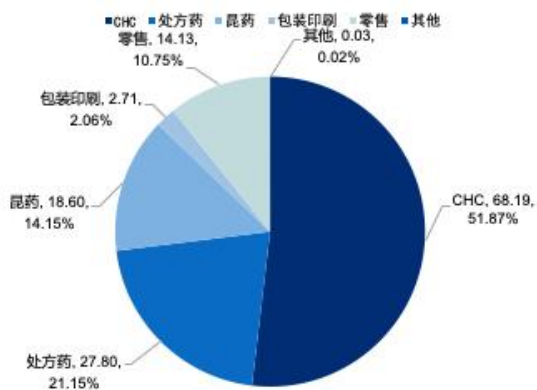
图6: 华润三九毛利率、净利率及 ROE (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

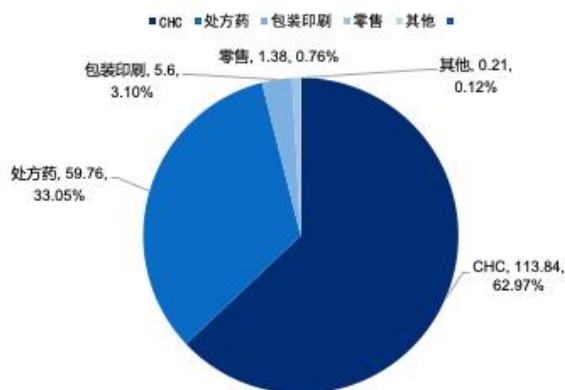
分产品业绩: CHC 快速增长, 处方药业务持续优化。从 2023 年上半年的收入构成来看: CHC 健康消费品业务实现收入 68.19 亿元, 同比+23.19%, 收入占比 51.87%; 处方药业务实现收入 27.80 亿元, 同比+11.31%, 收入占比 21.15%; 昆药业务上半年实现并表营业收入 18.60 亿元, 收入占比 14.15%。剔除昆药并表影响, 2023 年上半年公司营业收入同比增长 18.50%。CHC 健康消费品业务 2023 年上半年实现快速增长, 公司基于不同目标消费者的健康需求洞察, 线下市场重点布局维矿类产品, 线上市场依托电商等渠道完善产品布局, 拓宽营销场景, 更好地触达和服务消费者。处方药业务方面, 随着集采影响减弱、医院处方量恢复、产品结构不断调整, 处方药业务上半年实现双位数增长, 其中, 中药配方颗粒国标品种逐渐落地, 颗粒业务上半年趋于稳定。资源端方面, 公司持续扩大中药材规范化基地建设, 建立从药材采收、种植、产地加工至仓储的一体化产业模式, 产业链布局日趋完善。

图7: 华润三九 2023H1 分产品收入及占比 (亿元, %)



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 2022 年分产品收入及占比 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

昆药集团正式并表, 有望打造慢病管理和精品国药平台。2023 年 1 月 19 日, 昆药集团控股股东由华立医药变更为华润三九, 正式并入华润三九财务报表。公司持续推进昆药集团整合工作, 聚焦打造慢病管理和精品国药平台, 赋能三七产业和“昆中药 1381”发展。

投资建议: CHC 业务稳健, 处方药业务恢复, 维持“买入”评级。受益于疫情和流感带来的感冒药需求, 2023 年上半年公司收入、利润双双实现强势增长, 考虑昆药并表

影响，上调盈利预测，预计公司 2023–2025 年归母净利润 30.23/34.89/39.89 亿元（原盈利预测未考虑昆药并表影响，2023–2025 年原值 28.00/32.58/37.52 亿元），同比 +23.46%/+15.39%/+14.35%。公司为中药品牌 OTC 龙头企业，产品具备强口碑及高知名度，长期占领患者及医生心智，公司良好的并购整合及品牌塑造能力有望为其发展贡献长足动力。

风险提示：集采超预期；创新药研发进度低于预期；中药材价格波动。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价（元）	总市值 （亿元）	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
		2023/09/09		22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	（22A）	（23E）	
000999.SZ	华润三九	47.12	466	2.48	3.06	3.53	4.04	23.2	18.8	16.3	14.2	14.4	0.6	买入
600332.SH	白云山	31.06	505	2.44	2.69	2.95	3.17	12.7	11.5	10.5	9.8	13.0	1.3	买入
002603.SZ	以岭药业	23.17	387	1.41	1.48	1.69	1.94	16.4	15.7	13.7	12.0	23.6	1.4	买入

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：华润三九、白云山、以岭药业为 Wind 一致预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	3065	3150	5788	8213	11357	营业收入	15320	18079	28911	32462	36197
应收款项	3106	4319	6402	7175	8221	营业成本	6171	8313	14165	15885	17680
存货净额	2308	2499	4912	5467	5864	营业税金及附加	204	207	363	404	440
其他流动资产	2780	2020	4313	4787	4928	销售费用	5021	5077	7974	8920	9874
流动资产合计	12478	11988	21416	25642	30371	管理费用	945	1059	1773	1963	2160
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	9	10	11
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	36616	40934	45727	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	4134	4701	5403
应付款项	1416	1795	3200	3593	3952	营业外净收支	(28)	16	(8)	(7)	1
其他流动负债	6249	6642	12341	13392	14666	利润总额	2429	2963	4126	4694	5404
流动负债合计	7775	8673	15666	17142	18790	所得税费用	348	466	709	739	877
长期借款及应付债券	8	50	50	50	50	少数股东损益	34	48	394	466	538
其他长期负债	812	866	979	1087	1179	归属于母公司净利润	2047	2449	3023	3489	3989
长期负债合计	820	917	1029	1137	1229	现金流量表（百万元）					
负债合计	8595	9589	16696	18279	20019	净利润	2047	2449	3023	3489	3989
少数股东权益	430	524	799	1121	1484	资产减值准备	52	(118)	32	5	5
股东权益	15283	17010	19122	21534	24223	折旧摊销	429	469	532	611	669
负债和股东权益总计	24308	27123	36616	40934	45727	公允价值变动损失	(262)	(141)	195	194	175
关键财务与估值指标						财务费用	(39)	6	9	10	11
每股收益	2.09	2.48	3.06	3.53	4.04	营运资本变动	(970)	(2553)	466	(245)	146
每股红利	0.54	0.91	0.92	1.09	1.31	其它	(26)	149	243	317	358
每股净资产	15.61	17.21	19.35	21.79	24.51	经营活动现金流	1269	255	4492	4370	5341
ROIC	15%	15%	19%	21%	23%	资本开支	0	(975)	(815)	(879)	(882)
ROE	13%	14%	16%	16%	16%	其它投资现金流	(1019)	1219	0	0	0
毛利率	60%	54%	51%	51%	51%	投资活动现金流	(1019)	192	(832)	(902)	(912)
EBIT Margin	16%	16%	14%	14%	15%	权益性融资	(2)	198	0	0	0
EBITDA Margin	19%	18%	16%	16%	17%	负债净变化	8	42	0	0	0
收入增长	12%	18%	60%	12%	12%	支付股利、利息	(525)	(900)	(911)	(1076)	(1300)
净利润增长率	28%	20%	23%	15%	14%	其它融资现金流	28	1155	(110)	32	15
资产负债率	37%	37%	48%	47%	47%	融资活动现金流	(1007)	(362)	(1021)	(1044)	(1284)
息率	0.9%	1.6%	1.6%	1.9%	2.3%	现金净变动	(757)	85	2639	2424	3145
P/E	27.5	23.2	18.8	16.3	14.2	货币资金的期初余额	3822	3065	3150	5788	8213
P/B	3.7	3.3	3.0	2.6	2.3	货币资金的期末余额	3065	3150	5788	8213	11357
EV/EBITDA	22.8	20.1	15.9	14.3	12.8	企业自由现金流	0	(674)	3559	3402	4398
						权益自由现金流	0	523	3533	3573	4610

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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