

## 持续推进昆药融合，业绩稳步增长

2023 年 10 月 29 日

► **事件：**华润三九发布 2023 年三季度报告，2023 年前三季度实现营业收入 186.08 亿元 (YOY+53.65%)，归母净利润 24.03 亿元 (YOY+23.06%)，扣非归母净利润 23.04 亿元 (YOY+29.21%)，业绩变动主要系公司于 2023 年 1 月 19 日将昆药集团纳入合并范围所致。

► **三季度营业收入大幅增长，利润实现正增长。**单 Q3 来看，2023Q3 实现营业收入 54.62 亿元 (YOY+47.23%)，归母净利润 5.25 亿元 (YOY+1.20%)，扣非归母净利润 4.76 亿元 (YOY+5.56%)。

► **明确战略方向，品牌强势发力。**公司 CHC 健康消费品业务实现快速增长，其中品牌 OTC、专业品牌、大健康等业务增速较快。999 感冒药品牌力、产品力不断增强，市场进一步提升对 999 感冒灵的认知度，带动其他细分品类产品（抗病毒口服液、强力枇杷露等）快速增长。处方药业务进一步丰富管线，推进重点产品价值挖掘，在努力消化集采等因素影响的同时，夯实业务发展基础，整体维持平稳态势。

► **加强创研能力，增加药品管线布局。**公司依从战略方向，持续加强研发投入，重点研究项目进度较好。其中，1 类创新中药 DZQE（用于改善女性更年期症状）已完成 II 期临床研究全部受试者入组工作，H3K27M 突变型弥漫性中线胶质瘤新药 ONC201 于 2023 年 7 月正式获批《药物临床试验批准通知书》。同时，公司持续关注中药经典名方、中药配方颗粒标准及药材资源的研究，目前在研经典名方三十余首，并开展多个中药配方颗粒国家标准的研究和申报。

► **推进昆药融合，加快协同发展。**华润三九稳步推进昆药集团的整合工作，促进共识凝聚，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。随昆药集团业务不断聚焦，各方面融合深度推进，部分业务和产品已融入三九商道体系，终端覆盖率稳步提升。为推动三七产业链高质量发展，双方开展了中药产业链沙龙、三七产业链研讨会等一系列重要活动，推动三七产业链平台搭建，加快实现打造三七产业链标杆的战略目标。

► **投资建议：**公司具有较强的品牌运作能力和资源整合能力，具有强大的渠道体系管理和终端覆盖，预计核心产品将持续增长，带动公司业绩稳健提升。我们预计 2023-2025 年归母净利润分别为 30/35/40 亿元，PE 分别为 15/13/11 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**原材料价格波动风险；产品研发不达预期风险；核心品种销售不及预期风险；政策风险；费用管控不及预期风险。

### 推荐

维持评级

当前价格：

45.21 元



分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

分析师 宋丽莹

执业证书：S0100523090003

邮箱：songliying@mszq.com

### 相关研究

- 1.华润三九 (000999.SZ) 2023 年半年报点评：CHC 业务增长与昆药并购双因素推动，2023H1 业绩表现亮眼-2023/09/02
- 2.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
- 3.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-2022/11/30
- 4.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
- 5.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

### 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	18	15	13	11
PB	2.6	2.4	2.1	1.9

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价）

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	18,079	27,534	31,207	34,488
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
营业利润	2,947	4,030	4,735	5,433
营业外收支	16	10	10	10
利润总额	2,963	4,040	4,745	5,443
所得税	466	606	712	817
净利润	2,497	3,434	4,033	4,627
归属于母公司净利润	2,449	2,953	3,469	3,979
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
流动资产合计	11,988	20,669	25,107	29,935
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
非流动资产合计	15,134	15,172	15,133	15,088
资产合计	27,123	35,841	40,240	45,023
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
流动负债合计	8,673	14,956	16,537	18,119
长期借款	50	50	50	50
其他长期负债	866	870	865	860
非流动负债合计	917	921	915	910
负债合计	9,589	15,877	17,453	19,029
股本	988	988	988	988
少数股东权益	524	1,005	1,569	2,217
股东权益合计	17,533	19,964	22,788	25,994
负债和股东权益合计	27,123	35,841	40,240	45,023

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
成长能力 (%)				
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
盈利能力 (%)				
毛利率	54.02	52.39	53.28	53.56
净利率	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
偿债能力				
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
经营效率				
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
每股指标 (元)				
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
估值分析				
PE	18	15	13	11
PB	2.6	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	11.73	8.11	6.48	5.16
股息收益率 (%)	2.21	2.71	3.18	3.65

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
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
经营活动现金流	3,006	4,896	4,549	5,316
资本开支	-950	-508	-524	-607
投资	-1,596	0	0	0
投资活动现金流	-2,479	-508	-524	-607
股权募资	198	0	0	0
债务募资	132	0	-67	0
筹资活动现金流	-575	-1,068	-1,346	-1,496
现金净流量	-42	3,320	2,680	3,213

## 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收到任何形式的补偿。

## 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。	公司评级	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