

昆药融合推进，配方颗粒业务波动

——华润三九（000999）点评报告

买入（维持）

2023 年 10 月 31 日

报告关键要素：

公司 2023 年 10 月 28 日发布 2023 年三季度报。

三季度，实现营业收入 54.62 亿元（+47.23%），归母净利润 5.25 亿元（+1.20%），扣非归母净利润 4.76 亿元（+5.56%）。

前三季度，实现营业收入 186.08 亿元（+53.65%），归母净利润 24.03 亿元（+23.06%），扣非归母净利润 23.04 亿元（+29.21%），经营性现金流净额 30.50 亿元（+51.16%）。

投资要点：

CHC 健康消费品业务实现较快增长

品牌 OTC、专业品牌、大健康等业务增速较快。999 感冒药品牌力、产品力持续增强，消费者/患者对 999 感冒灵认知度进一步提升，带动其他细分品类产品如抗病毒口服液、强力枇杷露等快速增长。昆药融合夯实公司 CHC 业务行业地位。

处方药业务消化政策影响，国药业务前三季度整体稳定

消化限抗限辅、集采、配方颗粒国标切换等政策因素带来的波动，夯实业务发展基础，增强业务发展韧性，整体保持了平稳态势；国药业务三季度由于主动调整渠道管理，配方颗粒表现不佳，对当季表现有一定影响，对全年业务表现影响相对较小。在饮片业务增长带动下，国药业务前三季度基本保持稳定。

推进昆药融合，业务聚焦发展

推进昆药百年融合计划，在商业渠道、业务模式、管理模式等方面融合深度推进。昆药业务将聚焦三七产业链和昆中药系列的精品国药业务，公司对其渠道赋能，有望在老龄化赛道实现长期发展。

持续加强研发投入，重点研究项目进度较好

截至 Q3，公司 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 于 2023 年 7 月正式获批《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

基础数据

总股本（百万股）	988.18
流通A股（百万股）	978.40
收盘价（元）	44.42
总市值（亿元）	438.95
流通A股市值（亿元）	434.60

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

CHC 业务快速增长，处方药业务未来有望迎来恢复性增长

上半年业绩总体保持稳健，看好配方颗粒下半年标准切换和业务推进带来的业绩增长
收购昆药，优势资源协同效应助力长远发展

分析师：

黄婧婧

执业证书编号：S0270522030001

电话：18221003557

邮箱：huangjj@wlzq.com.cn

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	18079.46	27897.60	31601.38	35346.31
增长率（%）	16.31	54.31	13.28	11.85
归母净利润（百万元）	2448.80	2990.64	3431.65	3937.43
增长率（%）	19.16	22.13	14.75	14.74
每股收益（元）	2.48	3.03	3.47	3.98
市盈率（倍）	17.93	14.68	12.79	11.15
市净率（倍）	2.58	2.30	1.95	1.66

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

新中药 DZQE，已完成 II 期临床研究全部受试者入组工作；“示踪用盐酸米托蒽醌注射液”（复他舒®）针对胃癌根治术患者淋巴示踪的临床研究正在进行中。目前在研经典名方 30 余首，并开展多个中药配方颗粒国家标准的研究和申报。昆药集团自主研发的适用于缺血性脑卒中的 1 类药 KYAZ01-2011-020 临床 II 期已启动了二十余家研究中心，试验正有序推进。

盈利预测与投资建议：公司是中药 OTC 行业龙头，OTC 多个细分品类在行业领先，强大的品种品牌并购能力下，有望持续夯实 OTC 业务行业地位，实现持续增长；处方药专科业务逐步消化政策影响，实现稳步回升；昆药融合进展持续推进，业务聚焦老龄化赛道，在公司渠道赋能下有望实现稳步发展。基于基本面研究以及公司新发布的业绩报告，我们做出盈利预测调整，2023/2024/2025 年营业收入分别为 278.98 亿元/316.01 亿元/353.46 亿元（调整前为 206.77 亿元/238.04 亿元/275.62 亿元），对应归母净利润为 29.91 亿元/34.32 亿元/39.37 亿元（调整前为 28.83 亿元/34.79 亿元/39.68 亿元），对应 EPS3.03 元/股、3.47 元/股、3.98 元/股，对应 PE 为 14.68/12.79/11.15（对应 2023 年 10 月 30 日收盘价 44.42 元）。基于公司是中药 OTC 龙头，品种和品牌拓展能力强，处方药专科业务逐步消化政策影响，配方颗粒业务具备先发优势，预计公司未来将保持持续增长，维持“买入”评级。

风险因素：配方颗粒和中成药集采超预期风险，昆药融合不达预期风险，研发进展不达预期风险等

利润表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	18079	27898	31601	35346
同比增速 (%)	16.31	54.31	13.28	11.85
营业成本	8313	13994	15904	17689
毛利	9766	13903	15697	17658
营业收入 (%)	54.02	49.84	49.67	49.96
税金及附加	207	287	353	386
营业收入 (%)	1.15	1.03	1.12	1.09
销售费用	5077	7532	8690	9897
营业收入 (%)	28.08	27.00	27.50	28.00
管理费用	1059	1646	1738	1767
营业收入 (%)	5.86	5.90	5.50	5.00
研发费用	594	976	1138	1308
营业收入 (%)	3.29	3.50	3.60	3.70
财务费用	6	20	13	31
营业收入 (%)	0.03	0.07	0.04	0.09
资产减值损失	-138	-18	-1	-1
信用减值损失	-6	-58	0	0
其他收益	217	212	316	424
投资收益	45	6	41	40
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	3	0	0	0
资产处置收益	2	3	0	0
营业利润	2947	3585	4121	4732
营业收入 (%)	16.30	12.85	13.04	13.39
营业外收支	16	0	0	0
利润总额	2963	3585	4121	4732
营业收入 (%)	16.39	12.85	13.04	13.39
所得税费用	466	538	622	718
净利润	2497	3047	3499	4014
营业收入 (%)	13.81	10.92	11.07	11.36
归属于母公司的净利润	2449	2991	3432	3937
同比增速 (%)	19.16	22.13	14.75	14.74
少数股东损益	48	57	67	76
EPS（元/股）	2.48	3.03	3.47	3.98

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	2.48	3.03	3.47	3.98
BVPS	17.21	19.31	22.79	26.77
PE	17.93	14.68	12.79	11.15
PEG	0.94	0.66	0.87	0.76
PB	2.58	2.30	1.95	1.66
EV/EBITDA	12.18	9.34	8.51	7.03
ROE	14.40%	15.67%	15.24%	14.88%
ROIC	14.11%	14.10%	13.89%	13.78%

资产负债表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3150	7563	5968	8222
交易性金融资产	0	80	80	80
应收票据及应收账款	4267	5986	6807	7667
存货	2499	10169	11559	12858
预付款项	375	1399	1590	1769
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1698	5391	6072	6761
流动资产合计	11988	30589	32077	37356
长期股权投资	66	91	121	153
固定资产	3731	5241	5935	6701
在建工程	946	1238	1584	1944
无形资产	2369	3488	4091	4779
商誉	3995	4073	4082	4102
递延所得税资产	325	619	619	619
其他非流动资产	3703	1833	1908	1981
资产总计	27123	47172	50418	57634
短期借款	169	169	205	237
应付票据及应付账款	1795	6570	7466	8304
预收账款	0	0	0	0
合同负债	1012	3069	2828	3207
应付职工薪酬	1049	2239	2323	2607
应交税费	518	837	903	1027
其他流动负债	4298	11796	10737	12315
流动负债合计	8673	24510	24257	27460
长期借款	50	1626	1626	1626
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	218	410	410	410
其他非流动负债	649	960	960	960
负债合计	9589	27506	27253	30456
归属于母公司的所有者权益	17010	19086	22517	26455
少数股东权益	524	581	648	724
股东权益	17533	19666	23165	27179
负债及股东权益	27123	47172	50418	57634

现金流量表（百万元）

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	3006	5127	745	4825
投资	-1596	-159	-61	-68
资本性支出	-950	-3815	-2268	-2485
其他	66	2243	41	40
投资活动现金流净额	-2479	-1731	-2288	-2513
债权融资	-462	102	0	0
股权融资	198	60	0	0
银行贷款增加（减少）	594	1576	37	32
筹资成本	-900	-1040	-89	-91
其他	-5	314	0	0
筹资活动现金流净额	-575	1012	-52	-59
现金净流量	-42	4413	-1595	2253

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场