

华润三九 (000999.SZ) / 中药

证券研究报告/公司点评

2024 年 01 月 24 日

**评级：买入(维持)**

市场价格：52.15

分析师：祝嘉琦

执业证书编号：S0740519040001

电话：021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师：孙宇瑶

执业证书编号：S0740522060002

Email: sunyy03@zts.com.cn

### 公司盈利预测及估值

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	15544.40	18079.46	27312.98	30896.74	35283.16
增长率 yoy%	13.98%	16.31%	51.07%	13.12%	14.20%
净利润(百万元)	2055.10	2448.80	2920.92	3342.59	3877.48
增长率 yoy%	28.65%	19.16%	19.28%	14.44%	16.00%
每股收益(元)	2.08	2.48	2.96	3.38	3.92
每股现金流量	1.91	3.04	-0.70	3.00	3.03
净资产收益率	13.42%	14.40%	14.59%	14.30%	14.22%
P/E	25.08	21.05	17.65	15.42	13.29
P/B	3.37	3.03	2.57	2.20	1.89

备注：数据截止 2024/01/24

### 投资要点

- **事件：公司发布 2023 年度业绩预告，预计 2023 年实现归母净利润 28.18-30.65 亿元，同比增长 15.08%-25.16%；实现扣非净利润 26.78-28.88 亿元，同比增长 20.69%-30.15%。**
- **业绩预告符合预期，Q4 高基数下表现稳健。**根据业绩预告，2023 年全年公司归母净利润中值为 29.42 亿元，同比增长 22.43%；扣非净利润中值为 27.83 亿元，同比增长 20.81%。其中 Q4 单季度归母净利润中值为 5.34 亿元，同比增长 8.55%；Q4 扣非净利润中值 4.79 亿元，同比增长 9.94%。2022 年 Q4 因防疫政策变化带动公司感冒呼吸类产品放量，在业绩高基数的背景下，公司 2023 年 Q4 延续了稳健增长态势，业绩符合此前市场预期。展望 2024 年，公司不断强化品牌建设，优化产品结构，OTC 业务板块持续壮大；院内处方药及配方颗粒业务也有望否极泰来，带动整体业绩实现良好增长。
- **昆药整合成效有望于 2024 年开始释放。**昆药已经确立了“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，公司对昆药的整合工作正在稳步推进。随着昆药集团业务不断聚焦，商业渠道、业务模式、管理模式等融合深度推进，部分业务和产品已融入三九商道体系，实现终端覆盖率稳步提升。同时，双方就三七产业链的高质量发展共同举办系列活动，10 月 27 日，昆药公告与公司、华润圣火、华润现代共同参与投资新设云南省三七研究院，双方正在加快推进三七产业链平台搭建。
- **盈利预测和投资建议：我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 273.13、308.97、352.83 亿元，同比增长 51.07%、13.12%、14.20%，实现归母净利润 29.21、33.43、38.77 亿元，同比增长 19.28%、14.44%、16.00%；对应 EPS 分别为 2.96、3.38、3.92。考虑到公司是稀缺的中药 OTC 平台型企业，品牌和渠道优势突出，内生外延双轮驱动成长，维持“买入”评级。**
- **风险提示事件：原材料价格波动的风险、并购整合不及预期的风险、政策变化风险、研报使用信息数据更新不及时的风险。**

### 基本状况

总股本(百万股)	988
流通股本(百万股)	978
市价(元)	52.15
市值(亿元)	515
流通市值(亿元)	510

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

1 华润三九：业绩符合预期，内在经营质量向好-买入-(中泰证券\_祝嘉琦、孙宇瑶)20230830

2 华润三九：Q1 业绩超预期，内生增长亮眼-买入-(中泰证券\_祝嘉琦、孙宇瑶)20230505

**图表 1: 华润三九财务预测模型**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	11988	16654	20209	24828	<b>营业收入</b>	18079	27313	30897	35283
现金	3150	3346	5527	8467	营业成本	8313	13293	15058	17159
应收账款	4087	5482	6426	7210	营业税金及附加	207	313	354	404
其他应收款	52	72	81	93	营业费用	5077	8085	9084	10338
预付账款	375	600	679	774	管理费用	1059	1857	2008	2293
存货	2499	4780	5084	5982	财务费用	6	-21	-38	-92
其他流动资产	1825	2374	2411	2301	资产减值损失	-138	-197	-168	-183
<b>非流动资产</b>	15134	14376	14027	13614	公允价值变动收益	3	3	3	3
长期投资	66	66	66	66	投资净收益	45	5	5	5
固定资产	3731	3844	3670	3360	<b>营业利润</b>	2947	3534	4044	4692
无形资产	2369	2478	2528	2580	营业外收入	36	20	20	20
其他非流动资产	8968	7988	7764	7608	营业外支出	19	19	19	19
<b>资产总计</b>	27123	31030	34235	38441	<b>利润总额</b>	2963	3535	4045	4692
<b>流动负债</b>	8673	9593	9343	9585	所得税	466	556	637	739
短期借款	169	842	169	169	<b>净利润</b>	2497	2978	3408	3954
应付账款	1449	2329	2694	3023	少数股东损益	48	58	66	76
其他流动负债	7055	6422	6481	6394	<b>归属母公司净利润</b>	2449	2921	3343	3877
<b>非流动负债</b>	917	830	868	868	EBITDA	3467	4005	4536	5146
长期借款	50	50	50	50	<b>EPS (元)</b>	2.48	2.96	3.38	3.92
其他非流动负债	866	780	818	818					
<b>负债合计</b>	9589	10423	10211	10453	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	524	581	647	723	<b>会计年度</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
股本	988	988	988	988	<b>成长能力</b>				
资本公积	1797	1797	1797	1797	营业收入	16.3%	51.1%	13.1%	14.2%
留存收益	14297	17218	20561	24438	营业利润	19.2%	19.9%	14.4%	16.0%
归属母公司股东权益	17010	20025	23377	27265	归属于母公司净利润	19.2%	19.3%	14.4%	16.0%
<b>负债和股东权益</b>	27123	31030	34235	38441	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	54.0%	51.3%	51.3%	51.4%
					净利率(%)	13.5%	10.7%	10.8%	11.0%
					ROE(%)	14.4%	14.6%	14.3%	14.2%
					ROIC(%)	20.6%	19.1%	21.0%	22.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	35.4%	33.6%	29.8%	27.2%
					净负债比率(%)	2.98%	8.56%	2.14%	2.09%
					流动比率	1.38	1.74	2.16	2.59
					速动比率	1.08	1.24	1.62	1.97
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.70	0.94	0.95	0.97
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	6.30	7.04	6.00	6.00
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	2.48	2.96	3.38	3.92
					每股经营现金流(最新摊薄)	3.04	-0.70	3.00	3.03
					每股净资产(最新摊薄)	17.21	20.26	23.65	27.59
					<b>估值比率</b>				
					P/E	21.05	17.65	15.42	13.29
					P/B	3.03	2.57	2.20	1.89
					EV/EBITDA	13	12	10	9

  

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	3006	-694	2965	2998
净利润	2497	2978	3408	3954
折旧摊销	514	492	530	546
财务费用	6	-21	-38	-92
投资损失	-45	-5	-5	-5
营运资金变动	-153	-4321	-989	-1462
其他经营现金流	188	182	59	57
<b>投资活动现金流</b>	-2479	168	-158	-160
资本支出	952	0	0	0
长期投资	1584	0	0	0
其他投资现金流	56	168	-158	-160
<b>筹资活动现金流</b>	-575	722	-626	102
短期借款	78	673	-673	0
长期借款	42	0	0	0
普通股增加	9	0	0	0
资本公积增加	153	0	0	0
其他筹资现金流	-859	49	47	102
<b>现金净增加额</b>	-42	196	2181	2940

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。