



# 华润三九 (000999.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 融合昆药业务，业绩快速增长

### 业绩简评

2024年3月22日，公司发布2023年年度报告。2023年公司实现收入247.39亿元（同比+36.83%），归母净利润28.53亿元（同比+16.50%），扣非归母净利润27.11亿元（同比+22.18%）。

单季度看，公司2023年Q4实现收入61.31亿元（同比+2.72%），归母净利润4.50亿元（同比-9.29%），扣非归母净利润4.07亿元（同比-6.57%）。

### 经营分析

**CHC业务保持增长，夯实品牌基石。**2023年公司CHC健康消费品业务实现收入117.07亿元，同比+2.83%。处方药业务实现收入52.20亿元，同比-12.64%，主要是中药配方颗粒业务受国标切换及15省启动联盟集采影响。昆药集团于2023年1月19日并表，并表后贡献收入约71.41亿元。公司CHC健康消费品业务持续丰富品牌矩阵，品牌OTC业务增长较好，康慢业务消化集采影响保持稳定增长，专业品牌业务由于普药品种规模调整略有下滑。

**强化处方药医学引领，打造全产业链竞争优势。**公司从循证医学角度积极开展研究，不断提升产品学术价值和产品竞争力，围绕核心中药产品参附注射液、骨通贴膏发表多篇高水平SCI研究论文并进入临床指南；参附注射液、华蟾素、骨通贴膏、瘀血痹片等产品新进入多项指南、专家共识。复他舒进入国家医保目录，实现快速放量；国内首个原研五代头孢菌素注射用头孢比罗酯钠（赛比普）正式进入商业化阶段，在多数省份实现挂网销售。

**推进新品研发，多维度丰富管线。**2023年公司研发投入8.89亿元，在研项目共计112项，获得奥美拉唑碳酸氢钠胶囊（3类）、注射用阿莫西林克拉维酸钾（II）（3类）等5个《药品注册证书》，进一步丰富消化、心脑血管、呼吸及抗感染产品。

### 盈利预测、估值与评级

我们看好公司整合昆药集团后的发展前景，基于发展现状，我们下调24-25年利润预测，24-25年归母净利润原预测值为35.71/41.33亿元，现预计2024-2026年归母净利润分别为32.96/37.92/43.42亿元，分别同比增长16%/15%/14%，EPS分别为3.34/3.84/4.39元，现价对应PE分别为16/14/12倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

产品集采风险；竞争加剧风险；产品推广不及预期；医保药品限价风险；品牌价值变动风险；原材料价格波动风险；商誉减值风险。

### 医药组

分析师：袁维（执业S1130518080002）

yuan\_wei@gjzq.com.cn

市价（人民币）：54.53元

### 相关报告：

- 《华润三九公司点评：健康消费品业务经营稳健，研发项目进展顺利》，2023.10.29
- 《华润三九公司点评：业务经营稳健，研发投入持续强化》，2023.8.30
- 《华润三九公司点评：业绩增长超预期，看好未来多业务持续发力》，2023.3.30



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,079	24,739	27,708	30,811	34,077
营业收入增长率	18.01%	36.83%	12.00%	11.20%	10.60%
归母净利润(百万元)	2,449	2,853	3,296	3,792	4,342
归母净利润增长率	19.64%	16.50%	15.52%	15.06%	14.50%
摊薄每股收益(元)	2.478	2.887	3.335	3.838	4.394
每股经营性现金流净额	3.04	4.24	6.88	5.72	6.13
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.40%	15.04%	15.76%	16.33%	16.65%
P/E	18.89	17.23	16.35	14.21	12.41
P/B	2.72	2.59	2.58	2.32	2.07

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	15,320	18,079	24,739	27,708	30,811	34,077
增长率		18.0%	36.8%	12.0%	11.2%	10.6%
主营业务成本	-6,171	-8,313	-11,567	-12,746	-14,019	-15,335
%销售收入	40.3%	46.0%	46.8%	46.0%	45.5%	45.0%
毛利	9,149	9,766	13,172	14,962	16,792	18,742
%销售收入	59.7%	54.0%	53.2%	54.0%	54.5%	55.0%
营业税金及附加	-204	-207	-275	-332	-370	-409
%销售收入	1.3%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-5,021	-5,077	-6,965	-7,758	-8,565	-9,405
%销售收入	32.8%	28.1%	28.2%	27.8%	27.8%	27.6%
管理费用	-945	-1,059	-1,524	-1,662	-1,849	-2,045
%销售收入	6.2%	5.9%	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%
研发费用	-560	-594	-715	-831	-924	-1,022
%销售收入	3.7%	3.3%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	2,418	2,830	3,693	4,378	5,084	5,861
%销售收入	15.8%	15.7%	14.9%	15.8%	16.5%	17.2%
财务费用	39	-6	24	-30	0	25
%销售收入	-0.3%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-269	-144	-240	-208	-250	-295
公允价值变动收益	5	3	-29	0	0	0
投资收益	34	45	18	20	20	20
%税前利润	1.4%	1.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.3%
营业利润	2,457	2,947	3,753	4,362	5,056	5,813
营业利润率	16.0%	16.3%	15.2%	15.7%	16.4%	17.1%
营业外收支	-28	16	1	0	0	0
税前利润	2,429	2,963	3,754	4,362	5,056	5,813
利润率	15.9%	16.4%	15.2%	15.7%	16.4%	17.1%
所得税	-348	-466	-581	-676	-784	-901
所得税率	14.3%	15.7%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润	2,081	2,497	3,173	3,686	4,272	4,912
少数股东损益	34	48	321	390	480	570
归属于母公司的净利润	2,047	2,449	2,853	3,296	3,792	4,342
净利率	13.4%	13.5%	11.5%	11.9%	12.3%	12.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,081	2,497	3,173	3,686	4,272	4,912
少数股东损益	34	48	321	390	480	570
非现金支出	789	716	1,094	916	1,017	1,120
非经营收益	-139	-53	-59	275	90	80
营运资金变动	-860	-153	-17	1,926	270	-54
经营活动现金净流	1,871	3,006	4,192	6,803	5,649	6,058
资本开支	-866	-950	-831	-3,471	-1,278	-1,178
投资	-991	-1,596	-953	-1,710	-1,800	-1,900
其他	67	66	991	20	20	20
投资活动现金净流	-1,791	-2,479	-793	-5,161	-3,058	-3,058
股权募资	33	198	0	132	0	0
债权募资	39	132	1,742	-1,016	10	10
其他	-726	-905	-1,292	-1,643	-1,614	-1,614
筹资活动现金净流	-653	-575	450	-2,527	-1,604	-1,604
现金净流量	-575	-42	3,854	-885	987	1,396

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,065	3,150	6,771	5,881	6,863	8,255
应收款项	5,379	5,696	8,148	7,911	8,670	9,448
存货	2,308	2,499	5,112	4,106	4,425	4,739
其他流动资产	1,726	644	2,491	3,993	5,857	7,823
流动资产	12,478	11,988	22,522	21,891	25,814	30,265
%总资产	51.3%	44.2%	56.1%	52.1%	55.6%	59.0%
长期投资	262	336	725	735	735	735
固定资产	4,112	4,677	6,427	6,603	6,729	6,806
%总资产	16.9%	17.2%	16.0%	15.7%	14.5%	13.3%
无形资产	6,821	6,874	9,369	9,443	9,729	10,007
非流动资产	11,830	15,134	17,626	20,115	20,638	21,013
%总资产	48.7%	55.8%	43.9%	47.9%	44.4%	41.0%
资产总计	24,308	27,123	40,148	42,006	46,452	51,278
短期借款	111	235	1,064	100	110	120
应付款项	4,670	5,494	7,855	8,831	9,729	10,659
其他流动负债	2,995	2,943	4,029	3,778	4,521	4,971
流动负债	7,775	8,673	12,947	12,709	14,360	15,750
长期贷款	8	50	1,803	1,803	1,803	1,803
其他长期负债	812	866	1,137	897	902	908
负债	8,595	9,589	15,887	15,409	17,065	18,461
普通股股东权益	15,283	17,010	18,967	20,913	23,223	26,082
其中：股本	979	988	988	988	988	988
未分配利润	12,131	13,761	15,626	17,440	19,750	22,609
少数股东权益	430	524	5,295	5,685	6,165	6,735
负债股东权益合计	24,308	27,123	40,148	42,006	46,452	51,278

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	2.091	2.478	2.887	3.335	3.838	4.394
每股净资产	15.612	17.210	19.194	21.163	23.500	26.394
每股经营现金净流	1.911	3.042	4.242	6.884	5.716	6.130
每股股利	0.853	1.000	1.500	1.500	1.500	1.500
回报率						
净资产收益率	13.39%	14.40%	15.04%	15.76%	16.33%	16.65%
总资产收益率	8.42%	9.03%	7.11%	7.85%	8.16%	8.47%
投入资本收益率	12.92%	13.22%	11.36%	12.89%	13.64%	14.17%
增长率						
主营业务收入增长率	12.34%	18.01%	36.83%	12.00%	11.20%	10.60%
EBIT 增长率	24.94%	17.03%	30.50%	18.53%	16.13%	15.29%
净利润增长率	28.13%	19.64%	16.50%	15.52%	15.06%	14.50%
总资产增长率	10.49%	11.58%	48.02%	4.63%	10.58%	10.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	71.7	71.9	75.8	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	120.4	105.5	120.1	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	57.5	56.1	60.2	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	88.3	75.3	86.9	76.1	66.5	57.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-26.51%	-16.34%	-22.09%	-26.82%	-33.71%	-40.19%
EBIT 利息保障倍数	-62.8	513.9	-152.7	144.6	#####	-235.2
资产负债率	35.36%	35.36%	39.57%	36.68%	36.74%	36.00%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	6	16	21	52
增持	0	1	3	7	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>1.14</b>	<b>1.16</b>	<b>1.25</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究