

2024年03月24日
华润三九(000999.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

中成药

主业 CHC 健康消费品平稳增长，昆药集团融合顺利

事件：

2024年3月22日，公司发布2023年年度报告。2023年公司实现营业收入247.39亿元，同比增长36.83%，实现归母净利润28.53亿元，同比增长16.50%，实现扣非净利润27.11亿元，同比增长22.18%。单季度来看，2023年Q4公司实现营业收入61.31亿元，同比增长2.72%，实现归母净利润4.50亿元，同比下滑9.29%，实现扣非净利润4.07亿元，同比下滑6.57%。

业绩符合预期，主业 CHC 健康消费品实现平稳增长。

根据2024年1月公司发布的《2023年度业绩预告》，2023年公司预计实现归母净利润28.18亿元-30.65亿元，同比增长15.08%-25.16%，预计实现扣非净利润26.78亿元-28.88亿元，同比增长20.69%-30.15%，2023年最终业绩落在以上区间内，符合预期。分业务拆分来看：1) 2023年公司CHC健康消费品业务实现营业收入117.07亿元，同比增长2.83%，其中品牌OTC业务增长较好，康复慢病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；2) 2023年公司处方药业务实现营业收入52.20亿元，同比下降12.64%，主要是中药配方颗粒业务受到国标切换及15省启动联盟集采的影响，表现大幅低于预期；3) 2023年昆药集团实现营业收入77.03亿元，同比下降6.99%，主要因其商业板块业务结构优化及对外援助业务减少。

昆药集团融合顺利，发布未来五年战略规划。

2022年12月30日，公司完成对于昆药集团28%股份的过户工作，昆药集团正式纳入公司财务报表。2023年是公司对于昆药集团并购整合的关键年，2023年1月19日，昆药集团完成第十届董事会、监事会的改组工作，公司正式取得昆药集团的控制权。公司和昆药集团的融合按照百日融合、一年融合、三年融合的机制稳步推进，目前百日融合和一年融合已经顺利完成，昆药集团和公司在战略、业务、组织、文化等层面趋于一致，为公司持续推进三年融合奠定基础。2024年3月21日，昆药集团发布未来五年（2024年-2028年）战略发展规划——“通过内生发展加外延扩张方式，力争2028年末实现营业收入翻番，工业收入达到100亿元”。根据发展战略，昆药集团未来将重点聚焦以三七系列产品为核心的慢病管理平台和以“昆中药1381”系列产品为核心的精品国药平台。

投资评级

买入-A
首次评级

6个月目标价

67.00元

股价(2024-03-22)

54.53元

交易数据

总市值(百万元)	53,885.67
流通市值(百万元)	53,351.90
总股本(百万股)	988.18
流通股本(百万股)	978.40
12个月价格区间	41.16/67.66元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.6	4.6	13.6
绝对收益	-1.9	10.8	2.3

马帅

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

贺鑫

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522110001

hexin1@essence.com.cn

相关报告

启动“质量回报双提升”行动，提升现金分红比例。

2024年2月，公司发布《关于“质量回报双提升”行动方案的公告》。从主营业务角度，公司再次强调“十四五”期间营业收入翻番的战略目标，坚持采用“1+N”品牌策略，强化创新体系建设，加快整合行业优质资源，强化产业链建设。从股东回报角度，公司指出兼顾股东回报及可持续发展，在业绩增长的同时，不断提高现金分红比例，2022年度现金分红比例(现金分红金额/归母净利润)已经突破40%，2023年度将进一步提升现金分红比例，提升股东回报水平。参考2023年年报，公司计划每10股派送现金15元(含税)，预计现金分红金额达到14.82亿元，现金分红比例达到51.96%，以2024年3月22日收盘价为参照，股息率达到2.75%。

投资建议：

结合公司发展规划，我们假设2024年-2026年公司CHC健康消费品收入增速分别为12%、12%、12%，处方药收入增速分别为10%、10%、10%，传统国药(昆药工业)收入增速分别为15%、15%、15%，药品、器械批发与零售(昆药商业)收入增速分别10%、10%、10%。根据以上假设，我们预计公司2024年-2026年的营业收入分别为276.25亿元、308.56亿元、344.77亿元，归母净利润分别为33.15亿元、38.32亿元、44.04亿元。考虑到公司“十四五”目标明确，发展路径清晰，参考东阿阿胶、江中药业、云南白药等可比公司估值水平，给予公司2024年20倍PE估值，对应6个月目标价67.00元，给予买入-A的投资评级。

风险提示：中药材价格波动风险，处方药集采风险，中药配方颗粒集采风险，昆药集团整合不及预期的风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	18,079.5	24,739.0	27,624.8	30,856.6	34,476.9
净利润	2,448.8	2,852.9	3,314.9	3,832.3	4,404.1
每股收益(元)	0.84	0.93	3.35	3.88	4.46
每股净资产(元)	17.21	19.19	20.93	22.87	25.10

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	64.9	58.6	16.3	14.1	12.2
市净率(倍)	3.2	2.8	2.6	2.4	2.2
净利润率	13.5%	11.5%	12.0%	12.4%	12.8%
净资产收益率	14.4%	15.0%	16.0%	17.0%	17.8%
股息收益率	1.8%	0.0%	3.1%	3.6%	4.1%
ROIC	23.6%	28.6%	21.5%	24.6%	27.6%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	18,079.5	24,739.0	27,624.8	30,856.6	34,476.9	成长性					
减: 营业成本	8,313.1	11,567.2	12,825.2	14,255.0	15,848.9	营业收入增长率	18.0%	36.8%	11.7%	11.7%	11.7%
营业税费	207.1	274.9	303.9	339.4	379.2	营业利润增长率	19.9%	27.4%	16.2%	15.4%	15.0%
销售费用	5,076.6	6,965.5	7,762.6	8,670.7	9,688.0	净利润增长率	19.6%	16.5%	16.2%	15.6%	14.9%
管理费用	1,058.6	1,523.5	1,629.9	1,758.8	1,896.2	EBITDA 增长率	10.9%	30.6%	13.3%	13.3%	13.3%
研发费用	593.9	714.5	801.1	894.8	999.8	EBIT 增长率	11.1%	27.9%	16.5%	14.1%	14.2%
财务费用	5.5	-24.2	-30.4	-66.9	-95.8	NOPLAT 增长率	20.1%	26.7%	16.1%	14.7%	14.6%
资产减值损失	-138.3	-172.6	-170.0	-170.0	-170.0	投资资本增长率	4.5%	54.7%	0.2%	2.1%	0.4%
加: 公允价值变动收益	2.6	-28.6	-	-	-	净资产增长率	11.6%	38.4%	8.6%	8.9%	9.4%
投资和汇兑收益	44.6	18.2	20.0	20.0	20.0						
营业利润	2,947.2	3,753.4	4,362.5	5,034.7	5,790.5	利润率					
加: 营业外净收支	16.2	1.1	-3.7	4.5	0.6	毛利率	54.0%	53.2%	53.6%	53.8%	54.0%
利润总额	2,963.4	3,754.5	4,358.8	5,039.2	5,791.1	营业利润率	16.3%	15.2%	15.8%	16.3%	16.8%
减: 所得税	466.4	581.0	675.6	781.1	897.6	净利润率	13.5%	11.5%	12.0%	12.4%	12.8%
净利润	2,448.8	2,852.9	3,314.9	3,832.3	4,404.1	EBITDA/营业收入	19.3%	18.4%	18.7%	18.9%	19.2%
						EBIT/营业收入	16.7%	15.6%	16.3%	16.6%	17.0%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	74	70	77	69	61
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	9	20	33	36	38
货币资金	3,149.7	6,770.8	6,906.2	8,252.0	10,903.1	流动资产周转天数	244	251	302	295	302
交易性金融资产	-	1,456.0	1,456.0	1,456.0	1,456.0	应收账款周转天数	72	75	85	85	85
应收账款	4,139.7	6,182.2	6,862.8	7,708.3	8,572.4	存货周转天数	48	55	70	69	69
应收票据	179.7	7.8	-	-	-	总资产周转天数	512	489	529	495	476
预付账款	375.0	495.7	501.8	606.9	625.8	投资资本周转天数	215	204	222	201	182
存货	2,498.9	5,112.5	5,575.2	6,304.0	6,903.4						
其他流动资产	1,645.5	2,497.0	2,497.0	2,497.0	2,497.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	14.4%	15.0%	16.0%	17.0%	17.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.2%	7.9%	9.0%	9.7%	10.3%
长期股权投资	65.8	144.2	144.2	144.2	144.2	ROIC	23.6%	28.6%	21.5%	24.6%	27.6%
投资性房地产	25.9	71.9	71.9	71.9	71.9	费用率					
固定资产	3,730.6	5,889.6	5,919.7	5,871.8	5,756.1	销售费用率	28.1%	28.2%	28.1%	28.1%	28.1%
在建工程	946.1	537.8	446.5	382.5	337.8	管理费用率	5.9%	6.2%	5.9%	5.7%	5.5%
无形资产	2,749.9	4,078.3	3,874.9	3,671.5	3,468.1	研发费用率	3.3%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
其他非流动资产	7,616.0	6,904.7	6,840.3	6,775.9	6,737.9	财务费用率	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.3%
资产总额	27,122.8	40,148.5	41,096.6	43,742.2	47,473.7	四费/营业收入	37.3%	37.1%	36.8%	36.5%	36.2%
短期债务	168.5	885.7	709.8	-	-	偿债能力					
应付账款	5,115.7	7,116.2	7,846.6	8,784.3	9,706.1	资产负债率	35.4%	39.6%	35.9%	34.4%	33.9%
应付票据	345.7	732.1	835.5	906.8	1,030.3	负债权益比	54.7%	65.5%	56.0%	52.5%	51.3%
其他流动负债	3,042.8	4,213.1	4,219.7	4,224.0	4,218.9	流动比率	1.38	1.74	1.75	1.93	2.07
长期借款	50.2	1,802.9	-	-	-	速动比率	1.09	1.34	1.34	1.47	1.61
其他非流动负债	866.5	1,136.7	1,136.7	1,136.7	1,136.7	利息保障倍数	547.54	-159.37	-147.71	-76.63	-61.13
负债总额	9,589.4	15,886.6	14,748.2	15,051.8	16,092.0	分红指标					
少数股东权益	523.8	5,294.7	5,663.1	6,088.9	6,578.2	DPS(元)	1.00	-	1.68	1.94	2.23
股本	988.3	988.2	988.2	988.2	988.2	分红比率	40.4%	0.0%	50.0%	50.0%	50.0%
留存收益	16,094.3	18,039.7	19,697.1	21,613.3	23,815.4	股息收益率	1.8%	0.0%	3.1%	3.6%	4.1%
股东权益	17,533.4	24,261.9	26,348.4	28,690.4	31,381.8						
						现金流量表					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	2,497.0	3,173.5	3,314.9	3,832.3	4,404.1
						加: 折旧和摊销	515.9	752.8	664.6	715.3	763.8
						资产减值准备	138.3	172.6	-	-	-
						公允价值变动损失	-2.6	28.6	-	-	-
						财务费用	57.7	51.9	-30.4	-66.9	-95.8
						投资收益	-44.6	-18.2	-20.0	-20.0	-20.0
						少数股东损益	48.2	320.5	368.3	425.8	489.3
						营运资金的变动	-1,920.8	2,365.1	-243.5	-606.0	-399.1
						经营活动产生现金流量	3,006.4	4,191.7	4,053.9	4,280.5	5,142.5
						投资活动产生现金流量	-2,479.2	-793.5	-380.0	-380.0	-380.0
						融资活动产生现金流量	-575.5	450.4	-3,538.5	-2,554.7	-2,111.4
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	0.84	0.93	3.35	3.88	4.46
						BVPS(元)	17.21	19.19	20.93	22.87	25.10
						PE(X)	64.9	58.6	16.3	14.1	12.2
						PB(X)	3.2	2.8	2.6	2.4	2.2
						P/FCF	25.1	-90.9	41.5	19.4	12.5
						P/S	3.0	2.2	2.0	1.7	1.6
						EV/EBITDA	11.6	10.4	9.8	8.3	7.0
						CAGR(%)	19.5%	15.5%	21.0%	19.5%	15.5%
						PEG	3.3	3.8	0.8	0.7	0.8
						ROIC/WACC	2.2	2.7	2.0	2.3	2.6
						REP	1.6	1.0	1.4	1.2	1.0

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034