

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

华润三九 [000999.SZ]

投资评级 增持

上次评级 增持

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

联系电话: 19328759065

邮箱: tangaijin@cindasc.com

吴欣 医药行业分析师

执业编号: S1500523050001

联系电话: 15821927090

邮箱: wuxin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

CHC 平稳增长，昆药融合有望赋能

2024年03月25日

事件：华润三九发布 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%，实现扣非归母净利润 27.11 亿元，同比增长 22.18%。2023 年公司 EPS 为 2.90 元/股。2023 年利润分配方案为：以 9.88 亿股为基数，每 10 股分红 15 元（含税），以资本公积金向全体股东每 10 股转增 3 股，现金分红共计 14.82 亿元。

点评：

- **CHC 业务高基数下平稳增长，费用率控制稳定。**据公司公告，2023 年四季度，公司实现营收 61.31 亿元（同比+2.72%），实现归母净利润 4.50 亿元（同比-9.29%），系业绩高基数、配方颗粒集采等因素影响。收入端来看，2023 年，医药行业营收 210.15 亿元（同比+21.05%），占公司总营收的 84.94%。其中自我诊疗（CHC）业务营收 117.07 亿元（同比+2.83%），处方药业务营收 52.20 亿元（同比-12.64%），传统国药（昆药）营收 40.87 亿元。费用端来看，公司 2023 年销售费用率、管理费用率同比有小幅上升，财务费用率和研发费用率有小幅下降，总体费用控制稳定。
- **品牌 OTC 持续发力，提升业务效能。**2023 年，公司 CHC 业务中品牌 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规模品种调整略有下降。品牌 OTC 业务方面，树立鲜明品牌形象，999 感冒灵、999 抗病毒口服液、999 小柴胡颗粒等产品均实现快速增长。康复慢病业务方面，进一步提升理洩王牌血塞通三七软胶囊质量技术，通过多个研究项目打造循证证据。专业品牌业务方面，通过品牌体系构建，搭建与消费者间紧密沟通桥梁。在渠道和终端建设方面，公司稳固平台基石，升级“三九商道”体系，拓宽新渠道，持续提升业务效能。
- **处方药业务新品赋能，打造全产业链优势。**2023 年，公司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。国药方面，积极克服了政策及市场环境变化的困难，致力于跑赢新周期。中药材种植方面，公司持续扩大中药材规范化基地建设，从源头建立药材资源优势。
- **昆药集团有效融合，聚焦银发健康产业发展。**2023 年，昆药集团实现营业收入 77.03 亿元，因商业板块业务结构优化及对外援助业务减少，同比下降 6.99%。昆药集团产品结构持续优化、多举措推进降本增效，实现归母净利润 4.45 亿元（同比+16.05%）。昆药集团重点聚焦慢病管理和老龄健康领域，进一步深挖三七产业链的学术价值，满足银发人

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

群的多层次需求。依托“KPC·1951”、“777”、“昆中药 1381”三大事业部，实现品牌价值、产品矩阵稳步发展。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计华润三九 2024-2026 年营收分别为 271.91/298.31/326.95 亿元，归母净利润分别为 32.94/37.16/42.06 亿元，对应 PE 分别为 16/15/13X，维持“增持”评级。
- **风险因素：**市场及政策风险，研发创新风险，并购整合风险，原材料价格波动风险。

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	18,079	24,739	27,191	29,831	32,695
增长率 YoY %	16.3%	36.8%	9.9%	9.7%	9.6%
归属母公司净利润(百万元)	2,449	2,853	3,294	3,716	4,206
增长率 YoY%	19.2%	16.5%	15.5%	12.8%	13.2%
毛利率%	54.0%	53.2%	53.9%	54.7%	55.3%
净资产收益率 ROE%	14.4%	15.0%	15.2%	15.1%	15.1%
EPS(摊薄)(元)	2.48	2.89	3.33	3.76	4.26
市盈率 P/E(倍)	18.89	17.23	16.36	14.50	12.81
市净率 P/B(倍)	2.72	2.59	2.49	2.19	1.94

资料来源：iFind，信达证券研发中心预测，股价为 2024 年 03 月 22 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	11,988	22,522	25,930	29,424	33,700	
货币资金	3,150	6,771	8,968	11,224	14,194	
应收票据	180	8	15	16	18	
应收账款	4,087	6,182	6,705	7,405	8,089	
预付账款	375	496	626	628	705	
存货	2,499	5,112	5,491	5,954	6,424	
其他	1,698	3,953	4,124	4,195	4,269	
非流动资产	15,134	17,626	18,500	19,205	19,777	
长期股权投资	66	144	144	144	145	
固定资产(合计)	3,731	5,890	6,088	6,287	6,458	
无形资产	2,369	3,457	3,777	4,087	4,387	
其他	8,968	8,136	8,491	8,687	8,788	
资产总计	27,123	40,148	44,430	48,629	53,476	
流动负债	8,673	12,947	14,123	14,925	15,988	
短期借款	169	886	900	800	700	
应付票据	346	732	789	854	923	
应付账款	1,449	2,365	2,574	2,773	3,001	
其他	6,709	8,964	9,860	10,498	11,364	
非流动负债	917	2,940	2,990	3,040	3,090	
长期借款	50	1,803	1,853	1,903	1,953	
其他	866	1,137	1,137	1,137	1,137	
负债合计	9,589	15,887	17,113	17,965	19,078	
少数股东权益	524	5,295	5,665	6,082	6,555	
归属母公司股东权益	17,010	18,967	21,652	24,582	27,844	
负债和股东权益	27,123	40,148	44,430	48,629	53,476	

重要财务指标		单位: 百万元				
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	18,079	24,739	27,191	29,831	32,695	
同比(%)	16.3%	36.8%	9.9%	9.7%	9.6%	
归属母公司净利润	2,449	2,853	3,294	3,716	4,206	
同比(%)	19.2%	16.5%	15.5%	12.8%	13.2%	
毛利率(%)	54.0%	53.2%	53.9%	54.7%	55.3%	
ROE(%)	14.4%	15.0%	15.2%	15.1%	15.1%	
EPS(摊薄)(元)	2.48	2.89	3.33	3.76	4.26	
P/E	18.89	17.23	16.36	14.50	12.81	
P/B	2.72	2.59	2.49	2.19	1.94	
EV/EBITDA	12.79	9.98	10.04	8.76	7.25	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	18,079	24,739	27,191	29,831	32,695	
营业成本	8,313	11,567	12,527	13,528	14,624	
营业税金及附加	207	275	299	328	360	
销售费用	5,077	6,965	7,750	8,651	9,482	
管理费用	1,059	1,524	1,713	1,879	2,060	
研发费用	594	715	761	895	981	
财务费用	6	-24	12	-29	-6	
减值损失合计	-138	-173	-83	-5	-5	
投资净收益	45	18	16	18	20	
其他	216	190	274	300	329	
营业利润	2,947	3,753	4,337	4,892	5,538	
营业外收支	16	1	-1	-1	-1	
利润总额	2,963	3,754	4,336	4,891	5,537	
所得税	466	581	672	758	858	
净利润	2,497	3,173	3,664	4,133	4,679	
少数股东损益	48	321	370	417	473	
归属母公司净利润	2,449	2,853	3,294	3,716	4,206	
EBITDA	3,402	4,547	4,779	5,212	5,881	
EPS(当年)(元)	2.48	2.89	3.33	3.76	4.26	

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	3,006	4,192	4,491	4,647	5,412	
净利润	2,497	3,173	3,664	4,133	4,679	
折旧摊销	571	854	638	662	692	
财务费用	58	52	150	151	149	
投资损失	-45	-18	-16	-18	-20	
营运资金变动	-151	0	-26	-286	-93	
其它	76	131	82	4	4	
投资活动现金流	-2,479	-793	-1,455	-1,240	-1,142	
资本支出	-950	-831	-1,317	-1,162	-1,067	
长期投资	-1,596	-953	-120	-60	-60	
其他	66	991	-19	-17	-15	
筹资活动现金流	-575	450	-838	-1,151	-1,299	
吸收投资	198	0	0	0	0	
借款	132	1,742	64	-50	-50	
支付利息或股息	-900	-1,184	-950	-1,101	-1,249	
现金净增加额	-42	3,854	2,198	2,256	2,970	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所，负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，团队成员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021 年 12 月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本硕，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022 年 4 月加入信达证券，负责中药和生物制品板块行业研究。

赵晓翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2 年证券从业经验，2022 年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI 医疗、数字医疗等行业研究。

曹佳琳，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的工作。

章钟涛，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA（专业阶段），曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券，负责创新药板块研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

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,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其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,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数:沪深 300 指数(以下简称基准); 时间段:报告发布之日起 6 个月内。	买入: 股价相对强于基准 15% 以上;	看好: 行业指数超越基准;
	增持: 股价相对强于基准 5%~15%;	中性: 行业指数与基准基本持平;
	持有: 股价相对基准波动在±5% 之间;	看淡: 行业指数弱于基准。
	卖出: 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。