

2023年业绩点评：CHC业务稳中有进，昆药业务融合值得期待

买入（维持）

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	18,079	24,739	27,300	30,106	33,152
同比	16.31%	36.83%	10.35%	10.28%	10.12%
归母净利润（百万元）	2,449	2,853	3,343	3,866	4,414
同比	19.16%	16.50%	17.19%	15.63%	14.18%
EPS-最新摊薄（元/股）	2.48	2.89	3.38	3.91	4.47
P/E（现价&最新摊薄）	20.94	17.97	15.33	13.26	11.61

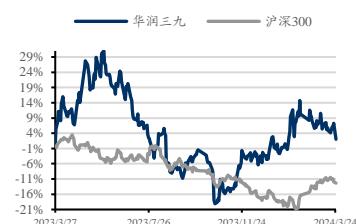
投资要点

- 事件：**2023年，公司实现收入247.39亿元(+36.83%，同比增长36.83%，下同)，归母净利润28.53亿元(+16.50%)，扣非归母净利润27.11亿元(+22.18%)。其中，昆药并表收入为71.41亿元，并表净利润为4.25亿元，剔除昆药影响，2023年营收较2022年略有下滑。单Q4季度，公司实现收入61.31亿元(+2.72%)，归母净利润4.50亿元(-9.29%)，扣非归母净利润为4.07亿元(-6.57%)。
- CHC板块稳健增长，处方药、国药业务有所承压。**2023年公司年销售额过亿元的品种39个。CHC健康消费品业务实现营业收入117.07亿元(+2.82%)，其中，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。CHC业务依托于三九商道客户体系，覆盖全国超过40万家药店。999感冒用药及易善复占据同类目排名Top1位置。处方药业务实现营收52.20亿元(-12.64%)，主要系中药配方颗粒业务受国标切换及15省联盟集采影响。中长期看，公司坚持“品牌+创新”战略驱动，围绕抗肿瘤、骨科、皮肤、呼吸、抗感染等治疗领域，在新产品立项、产品研发、产品力提升等领域取得积极进展，持续夯实细分领域的品牌前列地位。
- 融合昆药业务，银发经济赛道大有可为。**昆药集团重点聚焦慢病管理和老龄化健康领域，2023年，昆药集团实现收入77.03亿元(-6.99%，主要系商业板块业务结构优化及对外援助业务减少)，归母净利润4.45亿元(+16.05%)。随着华润三九对昆药的融合和赋能，未来将充分发挥昆药三七血塞通系列多剂型多品规的组合优势；依托“KPC·1951”、“777”两大事业部，强化渠道拓展与协同；依托“昆中药1381”事业部，重点打造以参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒等为核心的强单品，持续培育具有高增长潜力的产品。随着三九对昆药的赋能，三九净利率也有望逐步回升。
- 盈利预测与投资评级：**考虑到院内相关行业政策及院外基数的影响，我们将2024-2025年归母净利润由34.31/39.78亿元下调为33.43/38.66亿元，2026年预计为44.14亿元，对应当前市值的PE为15/13/12X。维持“买入”评级。
- 风险提示：**产品放量不及预期风险，政策风险，市场竞争加剧风险，并购标的整合进度不及预期风险等。

2024年03月25日

证券分析师 朱国广
执业证书：S0600520070004
zhugg@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	51.88
一年最低/最高价	40.52/68.96
市净率(倍)	2.70
流通A股市值(百万元)	50,759.15
总市值(百万元)	51,266.99

基础数据

每股净资产(元,LF)	19.19
资产负债率(% ,LF)	39.57
总股本(百万股)	988.18
流通A股(百万股)	978.40

相关研究

《华润三九(000999)：中药OTC龙头，强大的“品牌+渠道”优势拥抱变化》

2023-09-26

《华润三九(000999)：自我诊疗增长迅速，净利率稳步回升，公司业绩增速到达拐点向上的时期》

2018-08-23

华润三九三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	22,522	26,829	33,547	39,121	营业收入	24,739	27,300	30,106	33,152
货币资金及交易性金融资产	8,227	14,528	19,829	25,491	营业成本(含金融类)	11,567	12,644	13,757	14,946
经营性应收款项	8,442	7,614	8,520	8,922	税金及附加	275	314	346	381
存货	5,112	4,019	4,388	3,916	销售费用	6,965	7,699	8,490	9,283
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,524	1,720	1,897	2,089
其他流动资产	741	667	811	793	研发费用	715	792	903	995
非流动资产	17,626	17,505	17,359	17,191	财务费用	(24)	(41)	(169)	(217)
长期股权投资	144	214	284	354	加:其他收益	286	246	241	199
固定资产及使用权资产	6,083	5,893	5,666	5,405	投资净收益	18	19	18	20
在建工程	538	470	416	373	公允价值变动	(29)	0	0	0
无形资产	3,457	3,507	3,557	3,607	减值损失	(240)	(7)	(7)	(7)
商誉	5,124	5,074	5,024	4,974	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	167	187	207	227	营业利润	3,753	4,431	5,134	5,888
其他非流动资产	2,114	2,160	2,205	2,251	营业外净收支	1	(4)	(4)	(4)
资产总计	40,148	44,334	50,907	56,312	利润总额	3,754	4,427	5,131	5,885
流动负债	12,947	13,323	15,447	15,719	减:所得税	581	708	821	942
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,064	1,364	1,564	1,864	净利润	3,173	3,719	4,310	4,943
经营性应付款项	3,097	2,311	3,421	2,558	减:少数股东损益	321	376	444	529
合同负债	1,650	1,804	1,940	2,092	归属母公司净利润	2,853	3,343	3,866	4,414
其他流动负债	7,136	7,844	8,523	9,205					
非流动负债	2,940	3,030	3,170	3,360	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.89	3.38	3.91	4.47
长期借款	1,803	1,853	1,953	2,103					
应付债券	0	0	0	0	EBIT	3,804	4,378	4,954	5,658
租赁负债	120	160	200	240	EBITDA	4,657	5,162	5,762	6,489
其他非流动负债	1,017	1,017	1,017	1,017					
负债合计	15,887	16,353	18,616	19,079	毛利率(%)	53.24	53.69	54.31	54.92
归属母公司股东权益	18,967	22,310	26,176	30,590	归母净利率(%)	11.53	12.25	12.84	13.31
少数股东权益	5,295	5,670	6,114	6,643					
所有者权益合计	24,262	27,981	32,290	37,233	收入增长率(%)	36.83	10.35	10.28	10.12
负债和股东权益	40,148	44,334	50,907	56,312	归母净利润增长率(%)	16.50	17.19	15.63	14.18

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	重要财务与估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,192	6,680	5,747	5,976	每股净资产(元)	19.19	22.58	26.49	30.96
投资活动现金流	(793)	(654)	(655)	(653)	最新发行在外股份(百万股)	988	988	988	988
筹资活动现金流	450	275	208	339	ROIC(%)	14.23	12.55	12.36	12.27
现金净增加额	3,854	6,302	5,300	5,662	ROE-摊薄(%)	15.04	14.99	14.77	14.43
折旧和摊销	854	784	808	831	资产负债率(%)	39.57	36.89	36.57	33.88
资本开支	(831)	(514)	(514)	(514)	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.97	15.33	13.26	11.61
营运资本变动	0	2,071	505	61	P/B(现价)	2.70	2.30	1.96	1.68

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>