

## 全年业绩符合预期，昆药融合持续推进

### 投资要点

- **事件：**公司发布2023年年报，2023年实现营收247.4亿元，同比增长36.8%，归母净利润28.5亿元，同比增长16.5%，扣非归母净利润27.1亿元，同比增长22.2%，剔除昆药并表影响，公司营业收入稳健，符合预期。
- **CHC业务高基数下实现正增长，品牌力持续强化。**CHC健康消费品业务实现营业收入117.1亿元（+2.8%），增速放缓主要由于同期较高基数及普药品种规模调整等所致。其中，1) 品牌OTC业务：感冒用药需求持续旺盛，增长迅速且领导品牌地位稳固，皮肤、胃肠用药实现高质量增长；2) 康慢业务：2023年保持稳定增长，理渔王牌血塞通三七软胶囊质量技术持续提升、华润圣火营销资源整合有望为品牌顶层设计落地夯实基础；3) 专业品牌业务：2023年由于普药品种规模调整略有下滑，后续有望通过品牌体系构建、渠道搭建等优势重回增长；4) 大健康业务：以核心人群健康需求为切入点，形成丰富产品组合。赋能全渠道经营，提升业务竞争力。圣海CMO业务新客户拓展提速，核心客户群体稳定，发展态势良好。
- **昆药并表致多项财务指标结构性变化，有望持续提供业绩增长动能。**2023年公司毛利率为53.2%（-0.8pp）、净利率12.8%（-1pp），主因昆药并表所致。2023年1月19日，昆药集团圆满完成董事会、监事会改组工作，控股股东变更为华润三九。2023年，昆药集团战略融合首年实现营业收入77亿元（-7%），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4.4亿元（+16.1%），归母扣非净利润3.4亿元（+33.5%）。据昆药集团年报，预计2024年营业收入将实现双位数增长、净利润将匹配营收增长水平；并披露通过内生发展+外延扩张，力争2028年末实现营收翻番、工业收入达100亿元，有望持续提供业绩增长新动能。
- **处方药业务受配方颗粒拖累，2024年有望恢复性增长。**2023年处方药业务实现营收52.2亿元（-12.6%），主要由于中药配方颗粒业务受国标切换及15省联盟集采影响出现较大幅度下滑。处方药业务毛利率52.2%（-0.7pp），随着配方颗粒产品实现标准化，市场竞争日益加剧，行业增速放缓，毛利率有一定降低。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2024-2026年EPS分别为3.29元、3.75元、4.24元，对应PE分别为17、15、13倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**销售不及预期风险，在研产品进度不及预期风险，提价不及预期风险等。

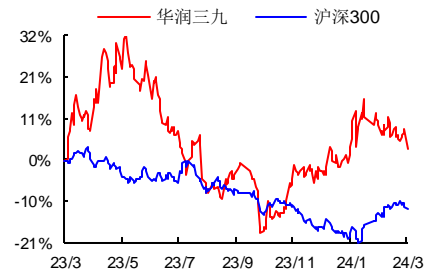
指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	24738.96	27707.78	31011.51	34560.67
增长率	36.83%	12.00%	11.92%	11.44%
归属母公司净利润（百万元）	2852.93	3252.32	3705.20	4194.73
增长率	16.50%	14.00%	13.92%	13.21%
每股收益EPS（元）	2.89	3.29	3.75	4.24
净资产收益率ROE	13.08%	12.24%	12.23%	12.16%
PE	19	17	15	13
PB	2.22	1.95	1.72	1.51

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳  
执业证号：S1250520030002  
电话：021-68416017  
邮箱：duxu@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	9.88
流通A股(亿股)	9.78
52周内股价区间(元)	41.16-67.66
总市值(亿元)	512.67
总资产(亿元)	401.48
每股净资产(元)	19.19

### 相关研究

1. 华润三九（000999）：CHC业务稳健增长，昆药融合协同发展（2023-11-06）
2. 华润三九（000999）：CHC业务增长亮眼，创新推动高质量发展（2023-05-11）

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：公司“999”系列品牌辨识度高，具备价值稀缺性，且公司积极拓展 CHC 产品线，未来有望实现量价齐升。基于 2023 年疫情影响下的高基数 OTC 终端形势，品牌协同、品类扩张、多元化营销有望推动 2024-2026 年增长，预计 CHC 业务板块 2024-2026 年收入增速为 13%、11.7%、11%，毛利率分别为 61.5%、63%、64.5%；

假设 2：公司近年不断优化处方药业务，2023 年主因配方颗粒集采及国标切换出现下滑，预计 2024 年有望温和恢复，复他舒、赛比普新药快速放量并提升毛利率。预计处方药业务 2024-2026 年收入增速为 -1%、3%和 3.9%，毛利率分别为 52.5%、53%、53.5%；

假设 3：昆药集团并表有望持续为公司业绩注入新动能，随着昆药集团商业渠道、业务模式、管理模式等融合深度推进，终端覆盖率稳步提升，预计 2024-2026 年昆药集团并表收入增速为 14%、12%和 11%，毛利率分别为 73%、75%、77%。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2023A	2024E	2025E	2026E
医药行业-自我诊疗（CHC）	收入	11707.0	13233.7	14784.8	16418.0
	增速	2.8%	13.0%	11.7%	11.0%
	毛利率	60.6%	61.5%	63.0%	64.5%
医药行业-处方药	收入	5220.5	5169.8	5324.9	5531.4
	增速	-12.6%	-1.0%	3.0%	3.9%
	毛利率	52.15%	52.50%	53.00%	53.50%
医药行业-传统国药（昆药）	收入	4087.1	4659.3	5218.4	5792.4
	增速		14.0%	12.0%	11.0%
	毛利率	72.3%	73.0%	75.0%	77.0%
药品、器械批发与零售	收入	3193.0	4087.0	5108.7	6232.7
	增速	2220.2%	28.0%	25.0%	22.0%
	毛利率	9.2%	10.0%	10.5%	11.0%
其他	收入	531.4	558.0	574.7	586.2
	增速	-8.7%	5.0%	3.0%	2.0%
	毛利率	19.6%	25.0%	25.0%	25.0%
医药行业-合计	收入	24739.0	27707.8	31011.5	34560.7
	增速	36.8%	12.0%	11.9%	11.4%
	毛利率	53.2%	53.4%	53.9%	54.5%

数据来源：Wind，西南证券

我们选取中药中的四家主流公司云南白药、片仔癀、东阿阿胶和同仁堂，2024 年平均 PE 为 28 倍。预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 3.29 元、3.75 元、4.24 元，对应 PE 分别为 17、15、13 倍，维持“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
000538.SZ	云南白药	50.86	2.58	2.85	3.14	20	18	16
600436.SH	片仔癀	232.18	4.61	6.03	7.26	50	39	32
000423.SZ	东阿阿胶	59.91	1.79	2.10	2.55	33	29	23
600085.SH	同仁堂	40.60	1.32	1.55	1.81	31	26	22
平均值						34	28	23

数据来源：Wind，西南证券整理

## 风险提示

销售不及预期风险，在研产品进度不及预期风险，提价不及预期风险等。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	24738.96	27707.78	31011.51	34560.67	净利润	3173.48	3373.78	3839.59	4346.87
营业成本	11567.22	12905.43	14281.03	15719.47	折旧与摊销	752.75	1038.86	1066.93	1078.01
营业税金及附加	274.91	360.20	403.15	449.29	财务费用	-24.19	17.47	-15.53	-42.83
销售费用	6965.48	7896.72	8869.29	9953.47	资产减值损失	-172.64	0.00	0.00	0.00
管理费用	1523.54	2549.12	2946.09	3352.38	经营营运资本变动	-2222.11	457.26	-476.89	-400.81
财务费用	-24.19	17.47	-15.53	-42.83	其他	2684.45	-39.22	31.29	40.92
资产减值损失	-172.64	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>4191.74</b>	<b>4848.15</b>	<b>4445.39</b>	<b>5022.16</b>
投资收益	18.24	40.00	40.00	40.00	资本支出	-3273.72	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	-28.63	-28.63	-28.63	-28.63	其他	2480.23	11.37	11.37	11.37
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-793.50</b>	<b>-28.63</b>	<b>-28.63</b>	<b>-28.63</b>
<b>营业利润</b>	<b>3753.38</b>	<b>3990.21</b>	<b>4538.84</b>	<b>5140.24</b>	短期借款	717.15	-285.65	-100.00	-100.00
其他非经营损益	1.08	1.21	3.67	2.42	长期借款	1752.72	1000.00	800.00	600.00
<b>利润总额</b>	<b>3754.45</b>	<b>3991.42</b>	<b>4542.51</b>	<b>5142.66</b>	股权融资	80.67	0.00	0.00	0.00
所得税	580.97	617.64	702.92	795.79	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	3173.48	3373.78	3839.59	4346.87	其他	-2100.11	-266.80	15.53	42.83
少数股东损益	320.55	121.46	134.39	152.14	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>450.42</b>	<b>447.55</b>	<b>715.53</b>	<b>542.83</b>
归属母公司股东净利润	2852.93	3252.32	3705.20	4194.73	<b>现金流量净额</b>	<b>3853.68</b>	<b>5267.07</b>	<b>5132.29</b>	<b>5536.36</b>
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6770.77	12037.84	17170.13	22706.49	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	6685.71	7090.72	8048.65	8979.60	销售收入增长率	36.83%	12.00%	11.92%	11.44%
存货	5112.50	5629.70	6253.97	6893.97	营业利润增长率	27.35%	6.31%	13.75%	13.25%
其他流动资产	3953.02	2016.34	2083.16	2154.93	净利润增长率	27.09%	6.31%	13.81%	13.21%
长期股权投资	144.24	144.24	144.24	144.24	EBITDA 增长率	29.21%	12.60%	10.77%	10.47%
投资性房地产	71.91	71.91	71.91	71.91	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	6421.10	5522.25	4595.34	3657.35	毛利率	53.24%	53.42%	53.95%	54.52%
无形资产和开发支出	9202.18	9118.84	9035.50	8952.16	三费率	34.22%	37.76%	38.05%	38.38%
其他非流动资产	1787.03	1770.35	1753.67	1736.99	净利率	12.83%	12.18%	12.38%	12.58%
<b>资产总计</b>	<b>40148.46</b>	<b>43402.20</b>	<b>49156.56</b>	<b>55297.64</b>	ROE	13.08%	12.24%	12.23%	12.16%
短期借款	885.65	600.00	500.00	400.00	ROA	7.90%	7.77%	7.81%	7.86%
应付和预收款项	4983.83	5441.65	6032.16	6673.59	ROIC	19.44%	17.85%	20.89%	23.91%
长期借款	1802.93	2802.93	3602.93	4202.93	EBITDA/销售收入	18.12%	18.21%	18.03%	17.87%
其他负债	8214.17	6993.23	7617.48	8270.26	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>15886.58</b>	<b>15837.81</b>	<b>17752.58</b>	<b>19546.78</b>	总资产周转率	0.74	0.66	0.67	0.66
股本	988.18	988.18	988.18	988.18	固定资产周转率	5.15	4.92	6.24	8.39
资本公积	1877.76	1877.76	1877.76	1877.76	应收账款周转率	4.60	4.15	4.28	4.22
留存收益	16161.93	19414.25	23119.46	27314.19	存货周转率	2.99	2.39	2.38	2.37
归属母公司股东权益	18967.14	22148.21	25853.41	30048.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.10%	—	—	—
少数股东权益	5294.73	5416.19	5550.57	5702.71	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>24261.87</b>	<b>27564.40</b>	<b>31403.99</b>	<b>35750.86</b>	资产负债率	39.57%	36.49%	36.11%	35.35%
负债和股东权益合计	40148.46	43402.20	49156.56	55297.64	带息债务/总负债	16.92%	21.49%	23.11%	23.55%
					流动比率	1.74	2.25	2.58	2.87
					速动比率	1.34	1.78	2.10	2.38
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	2.89	3.29	3.75	4.24
					每股净资产	24.55	27.89	31.78	36.18
					每股经营现金	4.24	4.91	4.50	5.08
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E					
EBITDA	4481.93	5046.54	5590.24	6175.43					
PE	18.89	16.57	14.54	12.85					
PB	2.22	1.95	1.72	1.51					
PS	2.18	1.94	1.74	1.56					
EV/EBITDA	10.42	8.31	6.71	5.26					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

---

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---