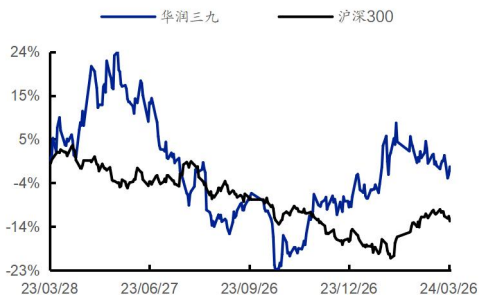


研究所:
 证券分析师: 周小刚 S0350521090002
 zhouxg@ghzq.com.cn
 联系人: 年庆功 S0350122030007
 nianqg@ghzq.com.cn

内生外延协同发展, 持续保持双位数增长

——华润三九(000999)2023年年报点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
华润三九	-2.1%	8.6%	-1.5%
沪深300	2.0%	3.1%	-12.0%

市场数据

市场数据	2024/03/28
当前价格(元)	52.73
52周价格区间(元)	40.52-68.96
总市值(百万)	52,106.94
流通市值(百万)	51,590.78
总股本(万股)	98,818.40
流通股本(万股)	97,839.53
日均成交额(百万)	198.35
近一月换手(%)	0.71

相关报告

《华润三九(000999)2023年半年报点评报告: CHC业务高速增长, 内生业务保持良好势头(买入)*中药II*周小刚》——2023-09-01

《华润三九(000999)点评报告: 全年收入和利润表现优秀, 稳健发展可期(买入)*中药II*周小刚》——2023-03-14

《华润三九(000999)点评报告: 三季度恢复良好, 四季度值得期待(买入)*中药II*周小刚》——2022-10-29

《华润三九(000999)点评报告: 收入稳健增长, 利润增长超预期(买入)*中药II*周小刚》——2022-10-11

事件:

2024年3月23日, 公司发布2023年年报: 2023年公司实现收入247.39亿元(yoy+36.83%), 归母净利润28.53亿元(yoy+16.50%), 扣非归母净利润27.11亿元(yoy+22.18%)。

投资要点:

- **2023年收入和利润实现高速增长。** 2023年公司实现收入247.39亿元(yoy+36.83%), 归母净利润28.53亿元(yoy+16.50%), 扣非归母净利润27.11亿元(yoy+22.18%)。2023年Q4公司营业收入61.31亿元(yoy+2.72%), 归母净利润4.50亿元(yoy-9.29%), 扣非归母净利润4.07亿元(yoy-6.57%)。
- **品牌OTC业务增长较好, 配方颗粒表现不及预期。** 2023年公司CHC健康消费品业务收入117.07亿元, 同比增长2.83%。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, 专业品牌业务由于普药品种规模调整略有下滑。2023年公司处方药业务收入52.20亿元, 同比下降12.64%。其中配方颗粒业务受国标切换及15省启动联盟集采影响, 表现大幅低于预期。2023年昆药集团收入77.03亿元, 同比下降6.99%, 主要因为商业板块业务结构优化及对外援助业务减少。
- **经营净现金流大幅提升, 经营质量稳健提升。** 2023年公司经营净现金流量净额41.92亿元, 显著高于归母净利润28.53亿元, 同比提升39.43%。较2022年年末, 2023年年末公司应收账款减少6.56亿元、合同负债增加4.52亿元。
- **公司预计2024年营业收入和净利润保持双位数增长。** 公司业务发展以“十四五”战略为引领, 对标世界一流企业, 完善业务布局。2024年公司将加强创新投入, 聚焦重点管线, 完善创新平台, 强化品牌和产品矩阵, 提升行业竞争力, 持续推进昆药集团的融合发展。公司预计, 2024年营业收入和利润将保持双位数增长。
- **盈利预测和投资评级** 我们预计2024/2025/2026年收入为279.04亿元/312.92亿元/351.84亿元, 对应归母净利润32.55亿元/37.20亿元/42.58亿元, 对应PE为16.01X/14.01X/12.23X。公司

2023 年业绩低于我们前期预期，我们下调了 2024-2025 年公司收入和利润预期。我们认为，公司作为品牌 OTC 龙头企业，渠道和品牌能力行业领先，内生和外延增长协调发展。维持“买入”评级。

- **风险提示** 政策导致产品价格下降或医保支付水平下降超预期的风险；产品销售推广不及预期的风险；产品研发进展不及预期的风险；并购整合效果不达预期的风险；上游原材料价格上涨超预期的风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	24739	27904	31292	35184
增长率(%)	37	13	12	12
归母净利润（百万元）	2853	3255	3720	4259
增长率(%)	17	14	14	14
摊薄每股收益（元）	2.89	3.29	3.76	4.31
ROE(%)	15	15	14	15
P/E	17.15	16.01	14.01	12.23
P/B	2.59	2.34	2.01	1.79
P/S	1.99	1.87	1.67	1.48
EV/EBITDA	9.74	9.56	7.89	6.52

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：华润三九盈利预测表

证券代码:	000999				股价:	52.73	投资评级:	买入	日期:	2024/03/28
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E	
盈利能力					每股指标					
ROE	15%	15%	14%	15%	EPS	2.90	3.29	3.76	4.31	
毛利率	53%	52%	53%	53%	BVPS	19.19	22.49	26.26	29.45	
期间费率	34%	34%	34%	34%	估值					
销售净利率	12%	12%	12%	12%	P/E	17.15	16.01	14.01	12.23	
成长能力					P/B	2.59	2.34	2.01	1.79	
收入增长率	37%	13%	12%	12%	P/S	1.99	1.87	1.67	1.48	
利润增长率	17%	14%	14%	14%						
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
总资产周转率	0.74	0.66	0.67	0.68	营业收入	24739	27904	31292	35184	
应收账款周转率	4.82	4.37	4.48	4.49	营业成本	11567	13307	14777	16446	
存货周转率	3.04	2.79	3.16	3.16	营业税金及附加	275	335	376	422	
偿债能力					销售费用	6965	8008	9043	10203	
资产负债率	40%	37%	35%	35%	管理费用	1524	1674	1878	2181	
流动比	1.74	2.00	2.20	2.32	财务费用	-24	-138	-235	-342	
速动比	1.26	1.57	1.75	1.87	其他费用/(-收入)	715	837	1001	1161	
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	3753	4235	4854	5564	
现金及现金等价物	8227	11646	15114	18394	营业外净收支	1	20	20	30	
应收款项	6190	6737	7554	8492	利润总额	3754	4255	4874	5594	
存货净额	5112	4436	4926	5482	所得税费用	581	638	741	861	
其他流动资产	2993	3632	4395	4861	净利润	3173	3617	4134	4733	
流动资产合计	22522	26451	31989	37229	少数股东损益	321	362	413	473	
固定资产	5890	5960	5921	5773	归属于母公司净利润	2853	3255	3720	4259	
在建工程	538	323	194	156						
无形资产及其他	11055	11140	11225	11310	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	
长期股权投资	144	144	144	144	经营活动现金流	4192	3920	3964	4861	
资产总计	40148	44017	49473	54612	净利润	2853	3255	3720	4259	
短期借款	886	886	886	886	少数股东损益	321	362	413	473	
应付款项	3097	2772	3079	3426	折旧摊销	854	603	626	643	
预收帐款	0	0	0	0	公允价值变动	29	0	0	0	
其他流动负债	8964	9536	10552	11718	营运资金变动	0	-269	-750	-450	
流动负债合计	12947	13194	14516	16029	投资活动现金流	-793	-641	-331	-609	
长期借款及应付债券	1803	1803	1803	1803	资本支出	-831	-510	-510	-500	
其他长期负债	1137	1137	1137	1137	长期投资	-953	-200	100	-200	
长期负债合计	2940	2940	2940	2940	其他	991	69	79	91	
负债合计	15887	16133	17456	18969	筹资活动现金流	450	-65	-65	-1172	
股本	988	988	988	988	债务融资	1742	0	0	0	
股东权益	24262	27884	32017	35643	权益融资	0	0	0	0	
负债和股东权益总计	40148	44017	49473	54612	其它	-1292	-65	-65	-1172	
					现金净增加额	3854	3219	3568	3079	

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【医药小组介绍】

周小刚，首席分析师，复旦大学经济学硕士、西安交通大学工学本科，具有 5 年医药实业工作经验、9 年医药研究工作经验。

赵宁宁，分析师，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖中药、生物药。

孔维崎，分析师，北京大学药学院化学生物学硕士，四年半医药股权投资经验，主要覆盖创新药和 CXO 板块。
沈崇皓，分析师，华东师范大学药化硕士，3 年海外医药投研经验，2022 年加入国海证券医药组，主要覆盖部分中药和生命科学上游产业链等板块。

李畅，分析师，北京大学药理学硕士，具有 1 年医疗实业工作经验，2022 年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药等板块。

李明，分析师，北京大学金融科技硕士，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗服务板块。

林羽茜，研究助理，悉尼大学数据分析硕士，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械板块。

万鹏辉，研究助理，中科院药物所药物化学硕士，3 年医药二级市场投研经验，主要覆盖 CXO 及软镜等板块。

年庆功，研究助理，北京大学物理学本科，军事医学科学院微生物博士，2022 年加入国海证券研究所医药组，主要覆盖疫苗、血制品板块和生命科学上游。

【分析师承诺】

周小刚，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。