

华润三九（000999.SZ）——2023 年年报点评

买入

业绩稳健，融合昆药进一步赋能品牌打造

核心观点

营收和利润均实现双位数增长。2023 年全年营收 247.39 亿元（+36.83%），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，四季度单季度营收 61.31 亿元（+2.72%），单季度归母净利润 4.50 亿元（-9.29%），单季度扣非归母净利润 4.07 亿元（-6.57%）。2023 年公司整体毛利率 53.24%（-0.78pp），净利率 12.83%（-0.98pp），毛、净利率出现小幅下滑主要系昆药并表影响。

分业务看，CHC 业务收入持续增长。2023 年公司 CHC 健康消费品业务实现营业收入 117.07 亿元（+2.83%），毛利率 60.60%（+3.89pp）；处方药业务实现营业收入 52.20 亿元（-12.64%），毛利率 52.15%（-0.68pp），主要系中药配方颗粒业务受国标切换及 15 省（地区）启动联盟集采影响，表现大幅低于预期；昆药集团 2023 年实现营业收入 77.03 亿元，同比下降 6.99%，毛利率 72.33%，主要系商业板块业务结构优化及对外援助业务减少影响。

研发投入持续增加，新品研究进展顺利。2023 年，公司研发投入 8.89 亿元，同比增加 20.72%。充足的研发投入有力支撑了公司产品研发及产品力提升的顺利进行。在产品研发方面，公司 2023 年开展新品研究 112 项，包括 1 类化药 4 项，1 类中药 4 项，2 类化药 5 项，其他新品 99 项；在产品力提升方面，公司围绕感冒灵、血塞通等多个品种开展药材资源、工艺优化、质量提升、循证研究等工作，全面提高产品品质，持续提升产品竞争力。

战略性融合昆药业务，进一步赋能品牌打造。2023 年 1 月 19 日，昆药集团正式并入华润三九财务报表。昆药集团以“银发健康产业引领者、精品国药领先者、老龄健康/慢病管理领域领导者”为战略目标，通过“学术赋能+品牌打造”，依托“KPC·1951”“777”“昆中药 1381”事业部，形成产品集群丰富且有梯度的产品矩阵。公司与昆药业务的战略性融合有望进一步强化品牌建设，优化业务布局。

风险提示：集采超预期；创新药研发进度低于预期；中药材价格波动。

投资建议：CHC 业务快速增长，融合昆药提升竞争能力，维持“买入”评级。2023 年全年公司收入、利润双双实现增长，考虑集采影响，下调 2024/2025 年盈利预测、新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 33.12/39.42/45.67 亿元（原 2024/2025 年 34.89/39.89 亿元），同比增速 16.1%/19.0%/15.8%，当前股价对应 PE=15.5/13.0/11.2x。随着公司“创新+品牌”战略的不断推进，叠加昆药融合带来的优质资源整合，公司业绩有望继续保持稳步增长。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,079	24,739	27,279	30,021	32,888
(+/-%)	18.0%	36.8%	10.3%	10.1%	9.5%
净利润(百万元)	2,449	2,853	3,312	3,942	4,567
(+/-%)	19.6%	16.5%	16.1%	19.0%	15.8%
每股收益(元)	2.48	2.89	3.35	3.99	4.62
EBIT Margin	15.7%	14.9%	16.2%	17.4%	18.5%
净资产收益率 (ROE)	14.4%	15.0%	15.7%	16.7%	17.3%
市盈率 (PE)	20.9	18.0	15.5	13.0	11.2
EV/EBITDA	18.4	15.3	13.1	11.4	10.1
市净率 (PB)	3.01	2.70	2.43	2.17	1.94

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·中药 II

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：张佳博

021-60375487

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	51.89 元
总市值/流通市值	51277/50769 百万元
52 周最高价/最低价	68.96/40.52 元
近 3 个月日均成交额	377.28 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华润三九（000999.SZ）——2023 年中报点评-收入、利润双双强势增长，昆药并表贡献新动能》——2023-09-10
- 《华润三九（000999.SZ）——2022 年年报点评-CHC 业务表现优秀，“创新+品牌”推动高质量发展》——2023-04-03
- 《华润三九（000999.SZ）——2022 年三季报点评-单三季度归母净利润同比增长 38.12%，感冒药恢复良好》——2022-11-02
- 《华润三九（000999.SZ）-处方药恢复，CHC 核心优势持续》——2022-08-28

营收和利润均实现双位数增长。2023 年全年营收 247.39 亿元 (+36.83%)，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，四季度单季度营收 61.31 亿元 (+2.72%)，单季度归母净利润 4.50 亿元 (-9.29%)，单季度扣非归母净利润 4.07 亿元 (-6.57%)，2023 年四季度归母净利润增速下降主要系 2022 年四季度基数较大。

图1：华润三九主营业务收入及增速（单位：亿元、%）



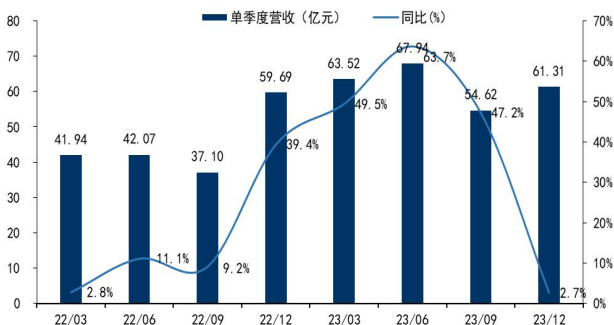
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图2：华润三九净利润及增速（单位：亿元、%）



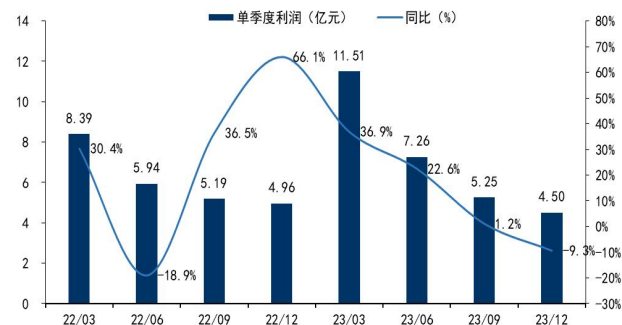
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图3：华润三九单季度营收（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

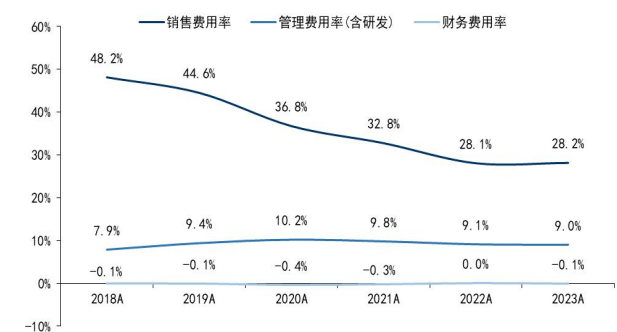
图4：华润三九单季度净利润（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

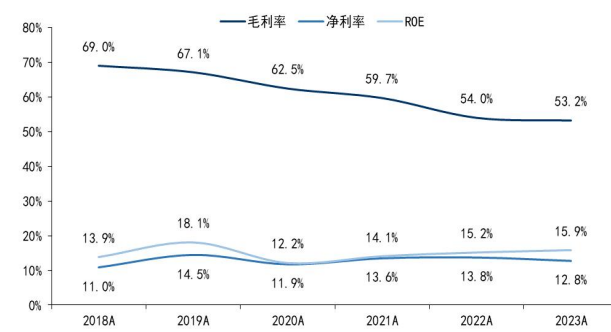
毛、净利率小幅下滑，期间费用控制良好。2023 年公司整体毛利率 53.24% (-0.78pp)，净利率 12.83% (-0.98pp)，毛、净利率出现小幅下滑主要系昆药并表影响。费用方面，销售费用率 28.16% (+0.08pp)，管理（含研发）费用率 9.05% (-0.09pp)，财务费用率 -0.10% (-0.13pp)；三项费用率合计 37.11% (-0.14pp)，费用控制良好。

图5: 华润三九三费率率 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

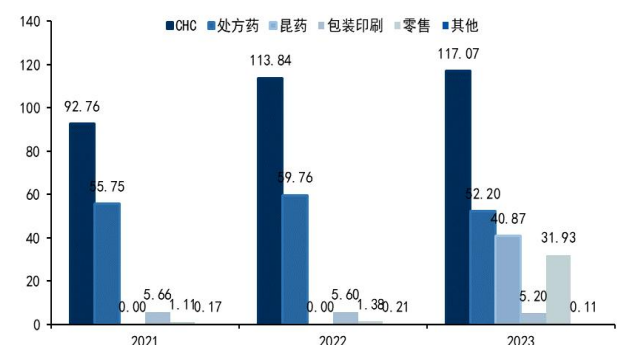
图6: 华润三九毛利率、净利率及 ROE (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

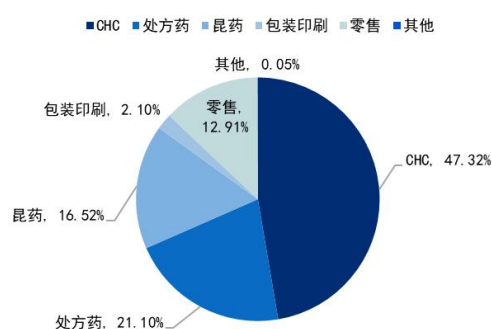
分业务看, CHC 业务收入持续增长。2023 年公司 CHC 健康消费品业务实现营业收入 117.07 亿元 (+2.83%), 毛利率 60.60% (+3.89pp); 处方药业务实现营业收入 52.20 亿元 (-12.64%), 毛利率 52.15% (-0.68pp), 主要系中药配方颗粒业务受国标切换及 15 省(地区)启动联盟集采影响, 表现大幅低于预期; 昆药集团 2023 年实现营业收入 77.03 亿元, 同比下降 6.99%, 毛利率 72.33%, 主要系商业板块业务结构优化及对外援助业务减少影响。剔除昆药并表影响, 公司营业收入稳健, 符合预期。

图7: 华润三九 2021-2023 年分业务收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 华润三九 2023 年分业务收入占比情况 (单位: %)

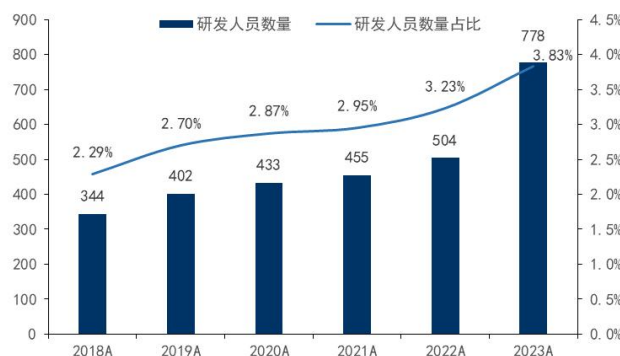


资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

研发投入持续增加, 新品研究进展顺利。2023 年, 公司研发投入 8.89 亿元, 同比增加 20.72%; 研发人员数量增加至 778 人, 占总员工的比例提升至 3.83%。充足的研发投入有力支撑了公司产品研发及产品力提升的顺利进行。在产品研发方面, 公司 2023 年开展新品研究 112 项, 包括 1 类化药 4 项, 1 类中药 4 项, 2 类化药 5 项, 其他新品 99 项; 在产品力提升方面, 公司围绕感冒灵、血塞通、天和骨通贴膏、气滞胃痛颗粒、华蟾素、尕痹胶囊、天麻素、蒿甲醚等多个品种开展药材资源、工艺优化、质量提升、循证研究等工作, 全面提高产品品质, 持续提升产品竞争力, 并且持续推进已上市化药品种开展质量和疗效一致性评价研究。此外, 公司积极推动技术创新与保护, 获得发明专利授权 71 项, 实用新型专利 64 项。

图9：华润三九研发支出及增速（单位：亿元、%）


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图10：华润三九研发人员数量及占比情况（单位：人、%）


资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

表1：华润三九在研项目及专利获得情况

	2020	2021	2022	2023
在研项目(项)	57	71	77	112
其中：1类化药	2	2	2	4
1类中药	0	2	2	4
2类化药	2	2	3	5
其他新品	53	65	70	99
获得发明专利(项)	25	40	34	71
获得实用新型专利(项)	47	42	56	64

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：华润三九重点研究项目进展情况

研发项目	注册分类	适应症或功能主治	研究（注册）阶段及进展
QBH-196	化药1类	抗肿瘤	临床I期
ONC201	化药1类	H3K27M 突变型胶质瘤	临床I期。于2023年7月获得《药物临床试验批准通知书》
“示踪用盐酸米托蒽醌注射液” (复他舒®)	化药2.4类	胃癌根治术患者淋巴示踪	临床III期
盐酸氨溴索口服冻干片	化药2.2类	祛痰	于2023年11月获得《药物临床试验批准通知书》
尕痹胶囊	中药2.3类	膝骨关节炎	于2023年12月获得《药物临床试验批准通知书》
KYA01-2011-020 (昆药集团)	中药/天然药物1类	急性缺血性脑卒中	临床II期
KYAH01-2016-079 (昆药集团)	化药1类	实体瘤	临床I期
KYAH02-2020-149 (昆药集团)	改良型新药	痛风	IND申报
经典名方	中药3类	呼吸、心脑血管、消化等治疗领域	目前在研经典名方三十余首，已提交上市申请4首

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

战略性融合昆药业务，进一步赋能品牌打造。2023年1月19日，昆药集团正式并入华润三九财务报表。昆药集团以“银发健康产业引领者、精品国药领先者、老龄健康/慢病管理领域领导者”为战略目标，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，通过“学术赋能+品牌打造”，依托“KPC·1951”“777”两大事业部，强化渠道拓展与协同，增强产品品牌价值；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，并积极挖掘更多底蕴悠久的经典名方产品，形成产品集群丰富且有梯度的产

品矩阵。公司与昆药业务的战略性融合有望进一步强化品牌建设，优化业务布局。

投资建议：CHC 业务快速增长，融合昆药提升竞争能力，维持“买入”评级。2023 全年公司收入、利润双双实现增长，考虑集采影响，下调 2024/2025 年盈利预测、新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 33.12/39.42/45.67 亿元（原 2024/2025 年 34.89/39.89 亿元），同比增速 16.1%/19.0%/15.8%，当前股价对应 PE=15.5/13.0/11.2x。随着公司“创新+品牌”战略的不断推进，叠加昆药融合带来的优质资源整合，公司业绩有望继续保持稳步增长。

表3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价（元）	总市值 （亿元）	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
		2024/03/25		22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	(22A)	(24E)	
000999.SZ	华润三九	51.88	513	2.48	2.89	3.35	3.99	20.9	18.0	15.5	13.0	14.40	0.9	买入
002603.SZ	以岭药业	20.41	341	1.41	1.20	1.36	1.58	14.4	17.0	15.1	12.9	21.60	4.0	无
600332.SH	白云山	28.37	437	2.44	2.50	2.81	3.06	11.6	11.4	10.1	9.3	12.37	1.3	无

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：白云山、以岭药业为 Wind 一致预测；华润三九、白云山 23 年 EPS 为实际发生值

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3150	6771	9845	12534	15457	营业收入	18079	24739	27279	30021	32888
应收款项	4319	6190	6291	7203	7901	营业成本	8313	11567	12644	13730	14862
存货净额	2499	5112	4685	5073	5844	营业税金及附加	207	275	300	336	368
其他流动资产	2020	2993	3766	3711	4195	销售费用	5077	6965	7502	8106	8715
流动资产合计	11988	22522	26043	29976	34853	管理费用	1059	1524	1637	1771	1908
固定资产	4677	6427	6459	6465	6357	研发费用	594	715	777	856	937
无形资产及其他	2369	3457	3318	3180	3042	财务费用	6	(24)	(27)	(30)	(33)
投资性房地产	8022	7598	7598	7598	7598	投资收益	45	18	32	32	10
长期股权投资	66	144	187	245	305	资产减值及公允价值变动	141	144	(196)	(178)	(220)
资产总计	27123	40148	43606	47465	52155	其他收入	(657)	(841)	(561)	(664)	(796)
短期借款及交易性金融负债	235	1064	470	590	708	营业利润	2947	3753	4499	5298	6062
应付款项	1795	3097	2992	3283	3676	营业外净收支	16	1	(4)	(9)	(30)
其他流动负债	6642	8786	10290	10806	11643	利润总额	2963	3754	4495	5289	6032
流动负债合计	8673	12947	13752	14679	16027	所得税费用	466	581	682	846	965
长期借款及应付债券	50	1803	1803	1803	1803	少数股东损益	48	321	500	500	500
其他长期负债	866	1137	1297	1459	1656	归属于母公司净利润	2449	2853	3312	3942	4567
长期负债合计	917	2940	3100	3262	3459	现金流量表 (百万元)					
负债合计	9589	15887	16852	17940	19486	净利润	2449	2853	3312	3942	4567
少数股东权益	524	5295	5622	5933	6244	资产减值准备	(118)	34	12	(1)	(4)
股东权益	17010	18967	21132	23591	26426	折旧摊销	469	696	786	856	913
负债和股东权益总计	27123	40148	43606	47465	52155	公允价值变动损失	(141)	(144)	196	178	220
关键财务与估值指标						财务费用	6	(24)	(27)	(30)	(33)
每股收益	2.48	2.89	3.35	3.99	4.62	营运资本变动	(2553)	(1281)	1130	(277)	(530)
每股红利	0.91	1.20	1.16	1.50	1.75	其它	149	153	315	313	314
每股净资产	17.21	19.19	21.39	23.87	26.74	经营活动现金流	255	2311	5752	5011	5481
ROIC	15%	15%	15%	17%	19%	资本开支	0	(2455)	(893)	(901)	(884)
ROE	14%	15%	16%	17%	17%	其它投资现金流	1219	(1456)	0	0	0
毛利率	54%	53%	54%	54%	55%	投资活动现金流	1168	(3990)	(936)	(958)	(943)
EBIT Margin	16%	15%	16%	17%	19%	权益性融资	6	0	0	0	0
EBITDA Margin	18%	18%	19%	20%	21%	负债净变化	42	1753	0	0	0
收入增长	18%	37%	10%	10%	10%	支付股利、利息	(900)	(1184)	(1147)	(1484)	(1732)
净利润增长率	20%	17%	16%	19%	16%	其它融资现金流	371	4163	(594)	120	118
资产负债率	37%	53%	52%	50%	49%	融资活动现金流	(1338)	5300	(1741)	(1364)	(1614)
息率	1.8%	2.3%	2.2%	2.9%	3.4%	现金净变动	85	3621	3074	2689	2924
P/E	20.9	18.0	15.5	13.0	11.2	货币资金的期初余额	3065	3150	6771	9845	12534
P/B	3.0	2.7	2.4	2.2	1.9	货币资金的期末余额	3150	6771	9845	12534	15457
EV/EBITDA	18.4	15.3	13.1	11.4	10.1	企业自由现金流	0	81	4771	4065	4622
						权益自由现金流	0	5996	4243	4319	4929

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032