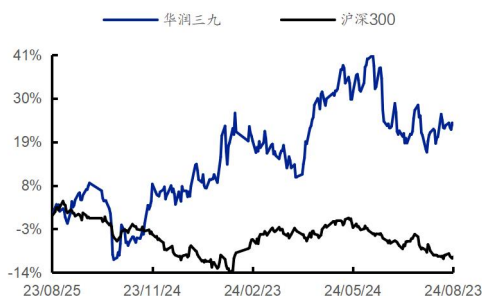


研究所: 年庆功 S0350524060001  
 证券分析师: nianqg@ghzq.com.cn

## 公司 2024 年上半年利润高增长，内生外延持续发力

### ——华润三九（000999）2024 年中报点评

#### 最近一年走势



相对沪深 300 表现		2024/08/23		
表现	1M	3M	12M	
华润三九	-1.5%	-4.9%	22.8%	
沪深 300	-3.3%	-8.6%	-10.0%	

市场数据		2024/08/23
当前价格(元)		42.73
52 周价格区间(元)		39.70-65.84
总市值(百万)		54,879.23
流通市值(百万)		54,488.77
总股本(万股)		128,432.55
流通股本(万股)		127,518.77
日均成交额(百万)		227.89
近一月换手(%)		0.64

#### 相关报告

《华润三九（000999）2023 年年报点评报告：内生外延协同发展，持续保持双位数增长（买入）\* 中药 II \*周小刚》——2024-03-28

《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

#### 事件:

2024 年 8 月 23 日，公司发布 2024 年半年报：2024 年上半年，公司营业收入 141.06 亿元（yoy+7.30%），归母净利润 23.98 亿元（yoy+27.77%），扣非归母净利润 23.09 亿元（yoy+26.33%）。

#### 投资要点:

- **2024 年 Q2 公司净利润高增长。**2024 年上半年，公司营业收入 141.06 亿元（yoy+7.30%），归母净利润 23.98 亿元（yoy+27.77%），扣非归母净利润 23.09 亿元（yoy+26.33%）。2024 年 Q2 公司营业收入 68.12 亿元（yoy+0.27%），归母净利润 10.35 亿元（yoy+42.48%），扣非归母净利润 9.81 亿元（yoy+40.88%）。扣除昆药集团并表影响，华润三九内生 2024 年 Q2 营业收入 51.10 亿元（yoy+3.59%），归母净利润 10.04 亿元（yoy+43.31%），扣非归母净利润 9.68 亿元（yoy+43.24%）。
- **呼吸品类和皮肤品类较快增长，推动 2024 年上半年 CHC 收入和毛利率提升。**2024 年上半年，公司呼吸品类保持较快增长且领导品牌地位稳固，皮肤品类也实现较快增长，推动 CHC 业务 2024 年上半年同比增长 14.00%。呼吸产品是公司产品中毛利相对较高的产品品类，呼吸品类的较快增长同步推动 CHC 毛利率提升 5.90pct。
- **公司持续推进品牌和渠道建设，2024 年营业收入有望超越行业平均增速。**公司不断探索媒介创新的前沿，构建了较强的品牌运作能力和资源整合能力。公司依托于三九商道坚实的客户体系，与全国优质的经销商和连锁终端广泛深度合作，覆盖全国超过 60 万家药店。2024 年 8 月 4 日公司发布重大资产购买预案公告，拟支付现金 62.12 亿元购买天士力 28% 股权。公司预计，2024 年营业收入将超越行业平均增速，努力实现双位数增长目标。
- **盈利预测和投资评级** 基于谨慎性预测，拟收购事项暂不纳入本次盈利预测。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/36.91 亿元/41.88 亿元，对应 PE 为 16.86X/14.87X/13.10X。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	3691	4188
增长率(%)	17	14	13	13
摊薄每股收益（元）	2.22	2.53	2.87	3.26
ROE(%)	15	16	16	17
P/E	17.15	16.86	14.87	13.10
P/B	2.59	2.66	2.43	2.21
P/S	1.99	1.97	1.75	1.56
EV/EBITDA	9.74	10.45	9.04	7.70

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所（基于谨慎性预测，拟收购事项暂不纳入本次盈利预测）

附表：华润三九盈利预测表（基于谨慎性预测，拟收购事项暂不纳入本次盈利预测）

证券代码：	000999		股价：	42.73	投资评级：	买入	日期：	2024/08/23	
<b>财务指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	15%	16%	16%	17%	EPS	2.90	2.53	2.87	3.26
毛利率	53%	52%	53%	53%	BVPS	19.19	16.08	17.55	19.31
期间费率	34%	34%	34%	34%	<b>估值</b>				
销售净利率	12%	12%	12%	12%	P/E	17.15	16.86	14.87	13.10
<b>成长能力</b>					P/B	2.59	2.66	2.43	2.21
收入增长率	37%	13%	12%	12%	P/S	1.99	1.97	1.75	1.56
利润增长率	17%	14%	13%	13%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
总资产周转率	0.74	0.67	0.70	0.73	<b>营业收入</b>	<b>24739</b>	<b>27904</b>	<b>31292</b>	<b>35184</b>
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
<b>偿债能力</b>					销售费用	6965	8008	9043	10203
资产负债率	40%	38%	38%	38%	管理费用	1524	1674	1878	2181
流动比	1.74	1.88	1.97	2.05	财务费用	-24	-138	-196	-248
速动比	1.26	1.46	1.51	1.60	其他费用/(-收入)	715	837	1001	1161
					<b>营业利润</b>	<b>3753</b>	<b>4235</b>	<b>4816</b>	<b>5471</b>
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营业外净收支	1	20	20	30
现金及现金等价物	8227	10368	12004	14385	<b>利润总额</b>	<b>3754</b>	<b>4255</b>	<b>4836</b>	<b>5501</b>
应收款项	6190	6737	7554	8492	所得税费用	581	638	735	847
存货净额	5112	4436	4926	5482	<b>净利润</b>	<b>3173</b>	<b>3617</b>	<b>4101</b>	<b>4654</b>
其他流动资产	2993	3632	4395	4861	少数股东损益	321	362	410	465
<b>流动资产合计</b>	<b>22522</b>	<b>25173</b>	<b>28879</b>	<b>33220</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2853</b>	<b>3255</b>	<b>3691</b>	<b>4188</b>
固定资产	5890	5960	5921	5773					
在建工程	538	323	194	156	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
无形资产及其他	11055	10995	11080	11165	<b>经营活动现金流</b>	<b>4192</b>	<b>3955</b>	<b>3932</b>	<b>4782</b>
长期股权投资	144	144	144	144	净利润	2853	3255	3691	4188
<b>资产总计</b>	<b>40148</b>	<b>42595</b>	<b>46218</b>	<b>50459</b>	少数股东损益	321	362	410	465
短期借款	886	886	886	886	折旧摊销	854	603	626	643
应付款项	3097	2772	3079	3426	公允价值变动	29	0	0	0
合同负债	1650	1674	1878	2111	营运资金变动	0	-269	-750	-450
其他流动负债	7314	8028	8841	9773	<b>投资活动现金流</b>	<b>-793</b>	<b>-532</b>	<b>-331</b>	<b>-609</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>12947</b>	<b>13360</b>	<b>14683</b>	<b>16196</b>	资本支出	-831	-542	-510	-500
长期借款及应付债券	1803	1803	1803	1803	长期投资	-953	-200	100	-200
其他长期负债	1137	1126	1126	1126	其他	991	210	79	91
<b>长期负债合计</b>	<b>2940</b>	<b>2929</b>	<b>2929</b>	<b>2929</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>450</b>	<b>-1482</b>	<b>-1865</b>	<b>-1992</b>
<b>负债合计</b>	<b>15887</b>	<b>16289</b>	<b>17612</b>	<b>19125</b>	债务融资	1742	150	0	0
股本	988	1284	1284	1284	权益融资	0	26	0	0
股东权益	24262	26305	28606	31334	其它	-1292	-1658	-1865	-1992
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>40148</b>	<b>42595</b>	<b>46218</b>	<b>50459</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>3854</b>	<b>1941</b>	<b>1736</b>	<b>2181</b>

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【医药小组介绍】

周小刚，医药行业首席分析师，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。

林羽茜，分析师，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。

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，4.5 年医药股权投资经验，2.5 年医药二级研究经验，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。

万鹏辉，分析师，中科院药物所药物化学硕士，浙江大学药学学士，4 年医药二级市场投研经验，主要覆盖 CXO、软镜、创新药等板块。

年庆功，分析师，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，主要覆盖中药、零售药店、干扰素、疫苗和血制品等板块。

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。

## 【分析师承诺】

年庆功，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。