



华润三九 (000999.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

业绩增长凸显强韧性,内生外延夯实发展基础

业绩简评

2024年8月23日,公司发布2024年半年报。1H24年公司实现收入141.06亿元,同比+7.3%;归母净利润23.98亿元,同比+27.77%;扣非归母净利润23.09亿元,同比+26.33%。

单季度看,2Q24公司实现收入68.12亿元,同比+0.27%;归母净利润10.35亿元,同比+42.48%;扣非归母净利润9.81亿元,同比+40.88%。

经营分析

CHC业务实现高质量发展,助力业绩快速增长。CHC业务在上半年实现收入+毛利率的双重提升,1H24公司CHC业务收入为77.73亿元,同比+14%,毛利率为62.87%,同比提升5.9pct。受品牌消费者认可度持续提升的推动,呼吸品类保持较快增长,999感冒灵带动细分品类中999抗病毒口服液、999小柴胡颗粒、999藿香正气合剂等产品实现较快增长。处方药业务收入为24.17亿元,同比-13.07%,主要是部分产品受外部环境影响及饮片业务优化经营策略导致。传统国药收入为19.56亿元,同比+5.14%。药品、器械批发及零售收入为16.84亿元,同比+19.22%。在CHC业务高质量发展的基础上,1H24公司毛利率为53.56%,同比提升1.34pct,销售费用率为23.48%,同比减少1.54pct,盈利质量进一步提升。

并购整合继续发力,为长期发展夯实基础。2023年1月昆药集团并表后,公司有望携手昆药集团在银发健康领域持续发力。近期公司公告,拟收购天士力28%股权。双方强强联手后,有望进一步加强公司在心脑血管等领域的实力,天士力加入后亦有望为公司创新赋能。通过内生外延双向发展,公司有望在院内院外均展现强劲竞争力。

盈利预测、估值与评级

公司CHC业务表现良好,充分展现竞争力和发展韧性。在不考虑天士力收购后续并表影响的情况下,基于发展现状,我们将公司24-26年归母净利润预测由32.96/37.92/43.42亿元上调至35.84/40.37/45.78亿元,分别同比增长26%/13%/13%,EPS分别为2.79/3.14/3.57元,现价对应PE分别为15/14/12倍,维持“买入”评级。

风险提示

产品集采风险;竞争加剧风险;产品推广不及预期;医保药品限价风险;品牌价值变动风险;原材料价格波动风险;商誉减值风险。

医药组

分析师:袁维(执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价(人民币):42.73元

相关报告:

- 《华润三九公司点评:拟收购天士力28%股份,强强联合巩固公司行...》,2024.8.5
- 《华润三九公司点评:融合昆药业务,业绩快速增长》,2024.3.23
- 《华润三九公司点评:健康消费品业务经营稳健,研发项目进展顺利》,2023.10.29



公司基本情况(人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,079	24,739	27,584	30,673	34,077
营业收入增长率	18.01%	36.83%	11.50%	11.20%	11.10%
归母净利润(百万元)	2,449	2,853	3,584	4,037	4,578
归母净利润增长率	19.64%	16.50%	25.64%	12.62%	13.41%
摊薄每股收益(元)	2.478	2.887	2.791	3.143	3.565
每股经营性现金流净额	3.04	4.24	5.45	4.57	4.88
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.40%	15.04%	17.38%	17.76%	18.04%
P/E	18.89	17.23	15.31	13.59	11.99
P/B	2.72	2.59	2.66	2.41	2.16

来源:公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	15,320	18,079	24,739	27,584	30,673	34,077	货币资金	3,065	3,150	6,771	5,504	6,283	7,448
增长率		18.0%	36.8%	11.5%	11.2%	11.1%	应收款项	5,379	5,696	8,148	7,875	8,631	9,448
主营业务成本	-6,171	-8,313	-11,567	-12,744	-14,110	-15,607	存货	2,308	2,499	5,112	4,106	4,453	4,823
%销售收入	40.3%	46.0%	46.8%	46.2%	46.0%	45.8%	其他流动资产	1,726	644	2,491	3,993	5,862	7,836
毛利	9,149	9,766	13,172	14,840	16,564	18,470	流动资产	12,478	11,988	22,522	21,479	25,229	29,556
%销售收入	59.7%	54.0%	53.2%	53.8%	54.0%	54.2%	%总资产	51.3%	44.2%	56.1%	51.6%	55.0%	58.4%
营业税金及附加	-204	-207	-275	-331	-368	-409	长期投资	262	336	725	735	735	735
%销售收入	1.3%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	4,112	4,677	6,427	6,603	6,729	6,806
销售费用	-5,021	-5,077	-6,965	-7,310	-8,067	-8,860	%总资产	16.9%	17.2%	16.0%	15.9%	14.7%	13.5%
%销售收入	32.8%	28.1%	28.2%	26.5%	26.3%	26.0%	无形资产	6,821	6,874	9,369	9,443	9,729	10,007
管理费用	-945	-1,059	-1,524	-1,655	-1,840	-2,045	非流动资产	11,830	15,134	17,626	20,115	20,638	21,013
%销售收入	6.2%	5.9%	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%	%总资产	48.7%	55.8%	43.9%	48.4%	45.0%	41.6%
研发费用	-560	-594	-715	-828	-920	-1,022	资产总计	24,308	27,123	40,148	41,593	45,866	50,569
%销售收入	3.7%	3.3%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%	短期借款	111	235	1,064	100	110	120
息税前利润 (EBIT)	2,418	2,830	3,693	4,717	5,368	6,134	应付款项	4,670	5,494	7,855	8,715	9,646	10,657
%销售收入	15.8%	15.7%	14.9%	17.1%	17.5%	18.0%	其他流动负债	2,995	2,943	4,029	3,770	4,508	4,963
财务费用	39	-6	24	-34	-10	11	流动负债	7,775	8,673	12,947	12,585	14,264	15,740
%销售收入	-0.3%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	长期贷款	8	50	1,803	1,803	1,803	1,803
资产减值损失	-269	-144	-240	-207	-251	-300	其他长期负债	812	866	1,137	897	902	908
公允价值变动收益	5	3	-29	0	0	0	负债	8,595	9,589	15,887	15,285	16,969	18,451
投资收益	34	45	18	26	36	25	普通股股东权益	15,283	17,010	18,967	20,624	22,733	25,383
%税前利润	1.4%	1.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.4%	其中：股本	979	988	988	1,285	1,285	1,285
营业利润	2,457	2,947	3,753	4,704	5,345	6,071	未分配利润	12,131	13,761	15,626	17,283	19,392	22,042
营业利润率	16.0%	16.3%	15.2%	17.1%	17.4%	17.8%	少数股东权益	430	524	5,295	5,685	6,165	6,735
营业外收支	-28	16	1	0	0	0	负债股东权益合计	24,308	27,123	40,148	41,593	45,866	50,569
税前利润	2,429	2,963	3,754	4,704	5,345	6,071	比率分析						
利润率	15.9%	16.4%	15.2%	17.1%	17.4%	17.8%		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
所得税	-348	-466	-581	-729	-829	-923	每股指标						
所得税率	14.3%	15.7%	15.5%	15.5%	15.5%	15.2%	每股收益	2.091	2.478	2.887	2.791	3.143	3.565
净利润	2,081	2,497	3,173	3,974	4,517	5,148	每股净资产	15.612	17.210	19.194	16.058	17.700	19.764
少数股东损益	34	48	321	390	480	570	每股经营现金净流	1.911	3.042	4.242	5.445	4.571	4.880
归属于母公司的净利润	2,047	2,449	2,853	3,584	4,037	4,578	每股股利	0.853	1.000	1.500	1.500	1.500	1.500
净利率	13.4%	13.5%	11.5%	13.0%	13.2%	13.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	13.39%	14.40%	15.04%	17.38%	17.76%	18.04%
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	总资产收益率	8.42%	9.03%	7.11%	8.62%	8.80%	9.05%
净利润	2,081	2,497	3,173	3,974	4,517	5,148	投入资本收益率	12.92%	13.22%	11.36%	14.03%	14.63%	15.19%
少数股东损益	34	48	321	390	480	570	增长率						
非现金支出	789	716	1,094	915	1,018	1,125	主营业务收入增长率	12.34%	18.01%	36.83%	11.50%	11.20%	11.10%
非经营收益	-139	-53	-59	269	74	75	EBIT增长率	24.94%	17.03%	30.50%	27.71%	13.80%	14.27%
营运资金变动	-860	-153	-17	1,839	267	-76	净利润增长率	28.13%	19.64%	16.50%	25.64%	12.62%	13.41%
经营活动现金净流	1,871	3,006	4,192	6,998	5,875	6,272	总资产增长率	10.49%	11.58%	48.02%	3.60%	10.27%	10.25%
资本开支	-866	-950	-831	-3,471	-1,278	-1,178	资产管理能力						
投资	-991	-1,596	-953	-1,710	-1,800	-1,900	应收账款周转天数	71.7	71.9	75.8	75.0	75.0	75.0
其他	67	66	991	26	36	25	存货周转天数	120.4	105.5	120.1	120.0	120.0	120.0
投资活动现金净流	-1,791	-2,479	-793	-5,155	-3,042	-3,053	应付账款周转天数	57.5	56.1	60.2	70.0	70.0	70.0
股权募资	33	198	0	0	0	0	固定资产周转天数	88.3	75.3	86.9	76.4	66.8	57.8
债权募资	39	132	1,742	-1,016	10	10	偿债能力						
其他	-726	-905	-1,292	-2,089	-2,060	-2,059	净负债/股东权益	-26.51%	-16.34%	-22.09%	-25.68%	-32.27%	-38.55%
筹资活动现金净流	-653	-575	450	-3,105	-2,050	-2,049	EBIT利息保障倍数	-62.8	513.9	-152.7	138.1	546.0	-580.5
现金净流量	-575	-42	3,854	-1,262	783	1,170	资产负债率	35.36%	35.36%	39.57%	36.75%	37.00%	36.49%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	12	18	23	73
增持	0	3	5	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.20	1.22	1.26	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究