

2024年08月26日
华润三九(000999.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

中成药

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

53.40元

股价(2024-08-23)

42.73元

交易数据

总市值(百万元) 54,879.23

流通市值(百万元) 54,488.77

总股本(百万股) 1,284.33

流通股本(百万股) 1,275.19

12个月价格区间 40.31/65.1元

核心业务 CHC 保持快速增长, 提质增效 利润表现亮眼

目 事件:

2024年8月23日, 公司发布2024年中期报告。2024年上半年公司实现营业收入141.06亿元, 同比增长7.30%; 实现归母净利润23.98亿元, 同比增长27.77%; 实现扣非归母净利润23.09亿元, 同比增长26.33%。单季度来看, 2024年Q2公司实现营业收入68.12亿元, 同比增长0.27%; 实现归母净利润10.34亿元, 同比增长42.48%; 实现扣非归母净利润9.81亿元, 同比增长40.88%。

目 核心业务 CHC 快速增长, 处方药阶段性承压, 昆药集团融合顺利。

公司主营业务分为自我诊疗(CHC)、处方药、传统国药、医药商业等, 其中自我诊断(CHC)为公司核心业务, 传统国药和医药商业主要来自子公司昆药集团的并表。

1) 自我诊疗(CHC):2024年H1公司核心业务CHC实现营业收入77.73亿元, 同比增长14.00%, 在零售市场承压、行业竞争加剧的市场环境下实现快速增长, 展现出强大的经营韧性。公司持续强化感冒、皮肤、胃肠品类组合: 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藿香正气合剂等品种实现较快增长; 皮肤品类紧抓发病率提升的市场机遇, 强化品牌渗透, 品类实现较快增长, 其中皮炎平红色装、绿色装及999必无忧系列增长较好; 胃药品类坚守三九胃泰的品牌基石, 持续提升新三九胃泰的品牌渗透率及市场占有率, 推动“三九胃泰”品牌年轻化。在专业品牌方面, 儿科品类持续开展产品升级和新品打造工作, 999澳诺推动“大品种-大品牌-大品类”建设; 消化品类999气滞胃痛颗粒与中医顶级专家合作完成“常见功能性胃肠病‘脑肠同调’新治则及疗效评价方法”; 骨科天和系列持续完善品类规划, 打造高价值属性产品, 并通过数字化交互手段获取用户, 提升品牌影响力。

2) 处方药:2024年H1公司处方药实现营业收入24.17亿元, 同比下降13.07%, 我们认为主要压力来自于: 部分处方药产品受外部环境影响阶段性承压; 饮片业务优化经营策略阶段性承压。赛比普、新泰恬等新品种加速推进医院准入, BD引进的智舒嘉正式商业化。中药配方颗粒业务抓住行业调整窗口机遇, 联采区域市场份额显著提升, 销量实现恢复性增长。

3) 昆药集团:2024年H1公司传统国药实现营业收入19.56亿元, 同比增长5.14%; 医药商业实现营业收入16.84亿元, 同比增长

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.8	-20.0	2.1
绝对收益	-1.5	-28.7	-7.9

马帅 分析师

SAC 执业证书编号: S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

贺鑫 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522110001

hexin1@essence.com.cn

相关报告

主业 CHC 健康消费品平稳增长, 昆药集团融合顺利 2024-03-24

19.22%。昆药集团坚持价值重塑、业务重塑、组织重塑、精神重塑，全面有序推进更深层次的融合工作。正式推出“777”全新品牌，聚焦三七全产业链，构建“三七就是777”的品牌认知，助力昆药集团实现“银发健康产业的引领者”的战略愿景。围绕“昆中药1381”品牌，聚焦昆中药参苓健脾胃、舒肝颗粒等核心大单品，通过全方位、多维度、高频次的广告投放增加品牌曝光率。推动昆药集团收购华润圣火51%股权，解决血塞通软胶囊的同业竞争问题。

目 提质增效显著，盈利能力大幅提升。

2024年H1公司毛利率为53.56%，同比提升1.34pct，其中核心业务CHC毛利率达到62.87%，同比提升5.90pct，我们推测毛利率的大幅提升主要得益于产品结构的优化调整、原材料采购成本的有效控制、生产工艺的优化提升等因素。2024年H1公司销售净利率为18.27%，同比提升2.60pct；扣非净利率为16.37%，同比提升2.47pct；我们认为净利率的大幅提升主要得益于期间费用的有效管控。2024年H1公司销售费用率为23.48%，同比减少1.54pct，管理费用率为5.01%，同比减少0.15pct。

目 投资建议：

我们预计公司2024年-2026年的营业收入分别为267.84亿元、298.19亿元、332.13亿元，归母净利润分别为34.27亿元、39.45亿元、45.12亿元，对应的PE估值分别为16.0倍、13.9倍、12.2倍。我们给予公司买入-A的投资评级，6个月目标价53.40元，相当于2024年20倍的动态市盈率。

目 风险提示：原材料价格波动风险；处方药集采降价风险；药品零售价格监管政策风险；呼吸道传染病不确定性。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	18,079.5	24,739.0	26,784.2	29,819.4	33,213.2
净利润	2,448.8	2,852.9	3,427.0	3,944.6	4,511.8
每股收益(元)	1.91	2.22	2.67	3.07	3.51
每股净资产(元)	13.24	14.77	16.38	17.92	19.67

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	22.4	19.2	16.0	13.9	12.2
市净率(倍)	3.2	2.9	2.6	2.4	2.2
净利润率	13.5%	11.5%	12.8%	13.2%	13.6%
净资产收益率	14.4%	15.0%	16.3%	17.1%	17.9%
股息收益率	1.8%	2.7%	3.1%	3.6%	4.1%
ROIC	23.6%	28.6%	22.2%	25.0%	28.3%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	18,079.5	24,739.0	26,784.2	29,819.4	33,213.2	成长性					
减:营业成本	8,313.1	11,567.2	12,512.1	13,856.1	15,351.2	营业收入增长率	18.0%	36.8%	8.3%	11.3%	11.4%
营业税费	207.1	274.9	294.6	328.0	365.3	营业利润增长率	19.9%	27.4%	20.2%	14.9%	14.5%
销售费用	5,076.6	6,965.5	7,231.7	8,051.2	8,967.6	净利润增长率	19.6%	16.5%	20.1%	15.1%	14.4%
管理费用	1,058.6	1,523.5	1,553.5	1,669.9	1,793.5	EBITDA 增长率	10.6%	32.3%	15.6%	12.8%	12.8%
研发费用	593.9	714.5	776.7	864.8	963.2	EBIT 增长率	10.8%	29.8%	19.2%	13.6%	13.6%
财务费用	5.5	-24.2	-34.4	-73.0	-99.6	NOPLAT 增长率	20.1%	26.7%	20.0%	14.2%	14.2%
资产/信用减值损失	-144.2	-240.4	-240.0	-240.0	-240.0	投资资本增长率	4.5%	54.7%	1.2%	1.0%	1.4%
加:公允价值变动收益	2.6	-28.6	-	-	-	净资产增长率	11.6%	38.4%	10.1%	9.0%	9.5%
投资和汇兑收益	44.6	18.2	20.0	20.0	20.0						
营业利润	2,947.2	3,753.4	4,509.9	5,182.4	5,932.0	利润率					
加:营业外净收支	16.2	1.1	-3.7	4.5	0.6	毛利率	54.0%	53.2%	53.3%	53.5%	53.8%
利润总额	2,963.4	3,754.5	4,506.2	5,186.9	5,932.7	营业利润率	16.3%	15.2%	16.8%	17.4%	17.9%
减:所得税	466.4	581.0	698.5	804.0	919.6	净利润率	13.5%	11.5%	12.8%	13.2%	13.6%
净利润	2,448.8	2,852.9	3,427.0	3,944.6	4,511.8	EBITDA/营业收入	19.3%	18.7%	19.9%	20.2%	20.5%
						EBIT/营业收入	16.7%	15.9%	17.5%	17.8%	18.2%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	74	70	79	71	63
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	9	20	36	38	40
货币资金	3,149.7	6,770.8	6,696.1	8,685.7	11,238.5	流动资产周转天数	244	251	312	308	318
交易性金融资产	-	1,456.0	1,456.0	1,456.0	1,456.0	应收账款周转天数	72	75	88	88	88
应收账款	4,139.7	6,182.2	6,912.3	7,666.1	8,571.5	存货周转天数	48	55	73	72	72
应收票据	179.7	7.8	7.1	9.5	9.0	总资产周转天数	512	489	546	515	499
预付账款	375.0	495.7	547.0	607.7	671.6	投资资本周转天数	215	204	231	209	190
存货	2,498.9	5,112.5	5,731.3	6,277.3	7,027.0						
其他流动资产	1,645.5	2,497.0	2,497.0	2,497.0	2,497.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	14.4%	15.0%	16.3%	17.1%	17.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.2%	7.9%	9.3%	9.9%	10.4%
长期股权投资	65.8	144.2	144.2	144.2	144.2	ROIC	23.6%	28.6%	22.2%	25.0%	28.3%
投资性房地产	25.9	71.9	71.9	71.9	71.9	费用率					
固定资产	3,730.6	5,889.6	5,919.7	5,871.8	5,756.1	销售费用率	28.1%	28.2%	27.0%	27.0%	27.0%
在建工程	946.1	537.8	446.5	382.5	337.8	管理费用率	5.9%	6.2%	5.8%	5.6%	5.4%
无形资产	2,749.9	4,078.3	3,874.9	3,671.5	3,468.1	研发费用率	3.3%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
其他非流动资产	7,616.0	6,904.7	6,840.3	6,775.9	6,737.9	财务费用率	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.2%	-0.3%
资产总额	27,122.8	40,148.5	41,144.2	44,117.2	47,986.6	四费/营业收入	37.3%	37.1%	35.6%	35.3%	35.0%
短期债务	168.5	885.7	309.9	-	-	偿债能力					
应付账款	5,115.7	7,116.2	7,967.8	8,736.5	9,770.2	资产负债率	35.4%	39.6%	35.1%	34.0%	33.6%
应付票据	345.7	732.1	797.2	896.3	979.9	负债权益比	54.7%	65.5%	54.0%	51.5%	50.5%
其他流动负债	3,042.8	4,213.1	4,219.7	4,224.0	4,218.9	流动比率	1.38	1.74	1.79	1.96	2.10
长期借款	50.2	1,802.9	-	-	-	速动比率	1.09	1.34	1.36	1.51	1.63
其他非流动负债	866.5	1,136.7	1,136.7	1,136.7	1,136.7	利息保障倍数	548.62	-162.18	-136.07	-72.70	-60.55
负债总额	9,589.4	15,886.6	14,431.2	14,993.5	16,105.7	分红指标					
少数股东权益	523.8	5,294.7	5,675.5	6,113.8	6,615.1	DPS(元)	0.77	1.15	1.33	1.54	1.76
股本	988.3	988.2	1,284.3	1,284.3	1,284.3	分红比率	40.4%	52.0%	50.0%	50.0%	50.0%
留存收益	16,094.3	18,039.7	19,753.2	21,725.5	23,981.4	股息收益率	1.8%	2.7%	3.1%	3.6%	4.1%
股东权益	17,533.4	24,261.9	26,713.0	29,123.6	31,880.8						
						现金流量表					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	2,497.0	3,173.5	3,427.0	3,944.6	4,511.8
						加:折旧和摊销	515.9	752.8	664.6	715.3	763.8
						资产减值准备	138.3	172.6	-	-	-
						公允价值变动损失	-2.6	28.6	-	-	-
						财务费用	57.7	51.9	-34.4	-73.0	-99.6
						投资收益	-44.6	-18.2	-20.0	-20.0	-20.0
						少数股东损益	48.2	320.5	380.8	438.3	501.3
						营运资金的变动	-1,920.8	2,365.1	-418.3	-430.7	-563.1
						经营活动产生现金流量	3,006.4	4,191.7	3,999.6	4,574.4	5,094.2
						投资活动产生现金流量	-2,479.2	-793.5	-380.0	-380.0	-380.0
						融资活动产生现金流量	-575.5	450.4	-3,694.4	-2,204.8	-2,161.4
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.91	2.22	2.67	3.07	3.51
						BVPS(元)	13.24	14.77	16.38	17.92	19.67
						PE(X)	22.4	19.2	16.0	13.9	12.2
						PB(X)	3.2	2.9	2.6	2.4	2.2
						P/FCF	25.6	-92.6	65.6	15.9	12.9
						P/S	3.0	2.2	2.0	1.8	1.7
						EV/EBITDA	11.5	10.2	9.6	8.2	7.0
						CAGR(%)	20.6%	16.5%	22.3%	20.6%	16.5%
						PEG	1.1	1.2	0.7	0.7	0.7
						ROIC/WACC	2.2	2.7	2.1	2.4	2.7
						REP	1.6	1.0	1.4	1.2	1.0

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034