

华润三九 (000999)

2024 半年报点评: CHC 板块稳健增长, 提质增效显著

买入 (维持)

2024 年 08 月 26 日

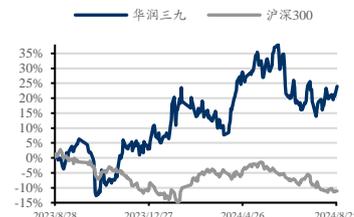
证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	18079	24739	27438	30208	33231
同比 (%)	16.31	36.83	10.91	10.09	10.01
归母净利润 (百万元)	2449	2853	3533	3980	4482
同比 (%)	19.16	16.50	23.85	12.64	12.61
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.91	2.22	2.75	3.10	3.49
P/E (现价&最新摊薄)	23.01	19.75	15.95	14.16	12.57

股价走势



投资要点

- **事件:** 2024H1, 公司实现营业收入 141.06 亿元 (+7.30%, 较上年同期增长 7.3%, 下同), 归母净利润 23.98 亿元 (+27.77%), 扣非归母净利润 23.09 亿元 (+26.33%)。单 Q2 季度, 公司营业收入 68.12 亿元 (+0.27%), 归母净利润 10.35 亿元 (+42.48%), 扣非归母净利润 9.81 亿元 (+40.88%)。公司业绩在高基数基础上稳健增长, Q2 季度利润增速超预期。
- **CHC 板块在高基数下仍表现良好, 国药业务稳定发展。** 2024H1, CHC 实现营业收入 77.73 亿元 (+14.00%), 毛利率 62.87% (+5.90pct, 较上年同期提升 5.90 个百分点, 下同)。公司充分发挥中西药结合及品牌渠道终端优势, 感冒品类积极适应线上新零售趋势, 皮肤、胃肠等 CHC 其他品类产品也表现良好。处方药板块, 公司实现营业收入 24.17 亿元 (-13.07%), 毛利率 47.14% (-4.21pct), 主要受监管政策等外部环境及饮片业务优化经营策略影响。国药方面, 公司实现营业收入 19.56 亿元 (+5.14%), 毛利率 66.53% (-4.64ppct), 在集采推进及市场竞争加剧背景下实现了市场份额和销量的恢复性增长。
- **净利率提升明显, 利润端增速亮眼。** 2024H1, 公司毛利率为 53.56% (+1.34pct), 销售净利率为 18.27% (+2.6pct), 扣非后销售净利率为 16.37% (+2.47pct); 单 Q2 季度, 公司毛利率为 53.72% (+3.24pct), 销售净利率为 16.50% (+4.28pct), 其中, 昆药集团的净利率也有所提升, 2024Q2, 昆药集团销售净利率为 6.62% (+1.44pct)。费用方面, 2024H1, 公司销售费用率为 23.48% (-1.54pct), 财务费用率-0.17% (-0.07pct), 管理费用率 5.01% (-0.14pct), 持续提质增效。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到公司 CHC 业务韧性较强且公司持续提质增效, 我们将 2024-2026 年归母净利润由 33.43/38.66/44.14 亿元上调为 35.33/39.80/44.82 亿元, 对应当前市值的 PE 为 16/14/13X。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品放量不及预期风险, 政策风险, 市场竞争加剧风险, 并购标的整合进度不及预期风险等。

市场数据

收盘价(元)	43.88
一年最低/最高价	39.70/65.84
市净率(倍)	2.82
流通 A 股市值(百万元)	55,955.23
总市值(百万元)	56,356.20

基础数据

每股净资产(元,LF)	15.53
资产负债率(% ,LF)	37.65
总股本(百万股)	1,284.33
流通 A 股(百万股)	1,275.19

相关研究

《华润三九(000999): 2023 年业绩点评: CHC 业务稳中有进, 昆药业务融合值得期待》

2024-03-25

《华润三九(000999): 中药 OTC 龙头, 强大的“品牌+渠道”优势拥抱变化》

2023-09-26

华润三九三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	22,522	26,883	33,807	39,354	营业总收入	24,739	27,438	30,208	33,231
货币资金及交易性金融资产	8,227	14,623	20,082	25,789	营业成本(含金融类)	11,567	12,499	13,627	14,782
经营性应收款项	8,442	7,676	8,502	8,972	税金及附加	275	316	347	382
存货	5,112	3,915	4,413	3,799	销售费用	6,965	7,738	8,519	9,371
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,524	1,729	1,933	2,127
其他流动资产	741	669	811	794	研发费用	715	796	906	997
非流动资产	17,626	17,505	17,359	17,191	财务费用	(24)	(61)	(157)	(197)
长期股权投资	144	214	284	354	加:其他收益	286	247	242	199
固定资产及使用权资产	6,083	5,893	5,666	5,405	投资净收益	18	19	18	17
在建工程	538	470	416	373	公允价值变动	(29)	0	0	0
无形资产	3,457	3,507	3,557	3,607	减值损失	(240)	(7)	(7)	(7)
商誉	5,124	5,074	5,024	4,974	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	167	187	207	227	营业利润	3,753	4,683	5,286	5,979
其他非流动资产	2,114	2,160	2,205	2,251	营业外净收支	1	(4)	(4)	(4)
资产总计	40,148	44,387	51,166	56,545	利润总额	3,754	4,679	5,282	5,975
流动负债	12,947	13,169	15,371	15,540	减:所得税	581	749	845	956
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,064	1,364	1,564	1,864	净利润	3,173	3,930	4,437	5,019
经营性应付款项	3,097	2,250	3,428	2,485	减:少数股东损益	321	397	457	537
合同负债	1,650	1,784	1,921	2,069	归属母公司净利润	2,853	3,533	3,980	4,482
其他流动负债	7,136	7,771	8,457	9,123	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.22	2.75	3.10	3.49
非流动负债	2,940	3,030	3,170	3,360	EBIT	3,804	4,608	5,117	5,772
长期借款	1,803	1,853	1,953	2,103	EBITDA	4,657	5,393	5,925	6,603
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	53.24	54.45	54.89	55.52
租赁负债	120	160	200	240	归母净利率(%)	11.53	12.88	13.18	13.49
其他非流动负债	1,017	1,017	1,017	1,017	收入增长率(%)	36.83	10.91	10.09	10.01
负债合计	15,887	16,198	18,540	18,900	归母净利润增长率(%)	16.50	23.85	12.64	12.61
归属母公司股东权益	18,967	22,498	26,478	30,960					
少数股东权益	5,295	5,692	6,149	6,686					
所有者权益合计	24,262	28,189	32,626	37,645					
负债和股东权益	40,148	44,387	51,166	56,545					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,192	6,757	5,880	5,994	每股净资产(元)	19.19	17.52	20.62	24.11
投资活动现金流	(793)	(653)	(655)	(656)	最新发行在外股份(百万股)	1,284	1,284	1,284	1,284
筹资活动现金流	450	293	234	370	ROIC(%)	14.23	13.16	12.66	12.40
现金净增加额	3,854	6,396	5,459	5,708	ROE-摊薄(%)	15.04	15.71	15.03	14.48
折旧和摊销	854	784	808	831	资产负债率(%)	39.57	36.49	36.24	33.42
资本开支	(831)	(514)	(514)	(514)	P/E(现价&最新股本摊薄)	19.75	15.95	14.16	12.57
营运资本变动	0	1,957	536	30	P/B(现价)	2.29	2.50	2.13	1.82

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>