

## CHC 业务稳增长，强收购实力丰富中药产业链布局

——华润三九（000999）点评报告

买入（维持）

2024 年 08 月 26 日

## 报告关键要素：

2024 年 8 月 23 日，公司发布 2024 年半年度报告。2024 年上半年，公司实现营业收入 141.06 亿元，同比增长 7.30%；归属于上市公司股东的净利润 23.98 亿元，同比增长 27.77%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 23.09 亿元，同比增长 26.33%。

## 投资要点：

## CHC：CHC 业务增长带动公司上半年整体业绩表现

2024 年上半年，公司自我诊疗（CHC）业务实现收入 77.73 亿元，同比增长 14.00%，其中，呼吸品类保持较快增长且领导品牌地位稳固，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；皮肤品类方面，公司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；胃药品类方面，在三九胃泰的品牌基石上，新三九胃泰渗透率及市场占有率持续提升。

## 处方药：配方颗粒实现恢复性增长，外部环境和饮片业务优化经营策略影响处方药业务整体表现

2024 年上半年，公司处方药业务实现营业收入 24.17 亿元，同比下降 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。多个品种进入商业化阶段，赛比普®（注射用头孢比罗酯钠）作为国内首个原研五代头孢菌素，已在 30 余个省市实现挂网，正式进入商业化阶段。新泰恬®（注射用阿莫西林钠克拉维酸钾（II））已于 20 省市平台正式挂网，夯实准入基础。公司与智核生物达成商业化推广合作，获得智舒嘉®（重组人促甲状腺激素（rhTSH））在中国甲乳外科市场的独家市场推广权益，智舒嘉®CS0 项目正式商业化；国药业务方面，随着配方颗粒业务国标及省级联盟集采推行，市场竞争日益加剧，行业增速放缓的同时推动配方颗粒业务商业模式重构，全产业链能力打造成为业务长期胜出的关键。2024 年上半年，公司抢抓市场格局调整窗口机遇，联采区域市场份额显著提升，配方颗粒销量实现恢复性增长。

## 基础数据

总股本（百万股）	1,284.33
流通A股（百万股）	1,275.19
收盘价（元）	42.73
总市值（亿元）	548.79
流通A股市值（亿元）	544.89

## 个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

## 相关研究

拟收购天士力 28% 股份，有望增强中药创新领域实力

CHC 业务实现快速增长，费用优化

CHC 业务稳健增长，昆药融合工作稳步推进

分析师：黄婧婧

执业证书编号：S0270522030001

电话：18221003557

邮箱：huangjj@wlzq.com.cn

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	24738.96	29191.36	33508.69	37284.19
增长率（%）	36.83	18.00	14.79	11.27
归母净利润（百万元）	2852.93	3389.54	3835.86	4253.76
增长率（%）	16.50	18.81	13.17	10.89
每股收益（元）	2.22	2.64	2.99	3.31
市盈率（倍）	19.24	16.19	14.31	12.90
市净率（倍）	2.89	2.63	2.22	1.89

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

### 昆药融合持续，拟收购天士力 28%股份

2024 年上半年，公司传统国药（昆药）收入同比增长 5.14%。为助力昆药集团实现“银发健康产业的引领者”的战略愿景，公司推出“777”全新品牌，以“777”品牌代表三七产业，聚焦三七全产业链，强化消费者对于血塞通软胶囊有效成分三七总皂苷的认知。精品国药平台打造方面，围绕“昆中药 1381”的企业品牌，聚焦昆中药参苓健脾胃、舒肝颗粒等核心大单品，并进行渠道赋能。2024 年 8 月 4 日，华润三九发布公告，拟以现金支付的方式购买天士力集团及其一致行动人持有的天士力 28%股份，有望增强中药创新领域实力。

**盈利预测与投资建议：**公司是中药 OTC 领域龙头企业，在强大的收购实力基础上不断丰富中药产业链布局，未来有望实现院内院外市场双轮驱动发展。在不考虑收购天士力影响的情况下，我们预计公司，2024/2025/2026 年归母净利润分别为 33.90 亿元/38.36 亿元/42.54 亿元，对应 EPS2.64 元/股、2.99 元/股、3.31 元/股，对应 PE 为 16.19/14.31/12.90（对应 2024 年 8 月 23 日收盘价 42.73 元），维持“买入”评级。

**风险因素：**呼吸品类发病率变化、中药配方颗粒品种省级联采实施、集采提质扩面、DRG/DIP 支付方式在全国范围内推广等可能带来的影响

利润表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>24739</b>	<b>29191</b>	<b>33509</b>	<b>37284</b>
同比增速 (%)	36.83	18.00	14.79	11.27
营业成本	11567	13699	15161	16359
毛利	13172	15493	18348	20925
营业收入 (%)	53.24	53.07	54.76	56.12
税金及附加	275	301	342	373
营业收入 (%)	1.11	1.03	1.02	1.00
销售费用	6965	8232	10220	11931
营业收入 (%)	28.16	28.20	30.50	32.00
管理费用	1524	1751	1977	2162
营业收入 (%)	6.16	6.00	5.90	5.80
研发费用	715	1022	1206	1380
营业收入 (%)	2.89	3.50	3.60	3.70
财务费用	-24	97	107	148
营业收入 (%)	-0.10	0.33	0.32	0.40
资产减值损失	-173	-18	-3	-2
信用减值损失	-68	-58	0	0
其他收益	286	222	335	447
投资收益	18	6	25	21
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-29	0	0	0
资产处置收益	1	3	0	0
<b>营业利润</b>	<b>3753</b>	<b>4244</b>	<b>4853</b>	<b>5398</b>
营业收入 (%)	15.17	14.54	14.48	14.48
营业外收支	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>3754</b>	<b>4244</b>	<b>4853</b>	<b>5398</b>
营业收入 (%)	15.18	14.54	14.48	14.48
所得税费用	581	637	742	822
净利润	3173	3607	4112	4576
营业收入 (%)	12.83	12.36	12.27	12.27
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2853</b>	<b>3390</b>	<b>3836</b>	<b>4254</b>
同比增速 (%)	16.50	18.81	13.17	10.89
少数股东损益	321	218	276	323
EPS (元/股)	2.22	2.64	2.99	3.31

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	2.22	2.64	2.99	3.31
BVPS	14.77	16.27	19.26	22.57
PE	19.24	16.19	14.31	12.90
PEG	1.17	0.86	1.09	1.18
PB	2.89	2.63	2.22	1.89
EV/EBITDA	9.74	9.97	9.09	7.91
ROE	15.04%	16.22%	15.51%	14.67%
ROIC	11.80%	11.85%	11.84%	11.66%

资产负债表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6771	9998	7024	8855
交易性金融资产	1456	1536	1536	1536
应收票据及应收账款	6190	6776	7924	8846
存货	5112	9954	11018	11890
预付款项	496	1370	1516	1636
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2497	5899	6693	7387
流动资产合计	22522	35533	35712	40150
长期股权投资	144	201	263	327
固定资产	5890	7319	8511	9758
在建工程	538	533	484	390
无形资产	3457	4526	5435	6427
商誉	5124	5659	6292	6976
递延所得税资产	627	591	591	591
其他非流动资产	1847	1849	1929	2014
<b>资产总计</b>	<b>40148</b>	<b>56211</b>	<b>59218</b>	<b>66634</b>
短期借款	886	886	1138	1383
应付票据及应付账款	3097	6431	7117	7680
预收账款	0	0	0	0
合同负债	1650	3211	2901	3395
应付职工薪酬	1330	2192	2113	2326
应交税费	556	876	914	1021
其他流动负债	6313	12583	11143	12605
流动负债合计	12947	25292	24188	27027
长期借款	1803	3379	3379	3379
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	341	340	340	340
其他非流动负债	796	786	786	786
<b>负债合计</b>	<b>15887</b>	<b>29797</b>	<b>28693</b>	<b>31532</b>
归属于母公司的所有者权益	18967	20901	24737	28991
少数股东权益	5295	5513	5788	6111
<b>股东权益</b>	<b>24262</b>	<b>26414</b>	<b>30525</b>	<b>35102</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>40148</b>	<b>56211</b>	<b>59218</b>	<b>66634</b>

现金流量表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>4192</b>	<b>6912</b>	<b>638</b>	<b>5691</b>
投资	-953	-190	-106	-110
资本性支出	-831	-3729	-3577	-3800
其他	991	125	25	21
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-793</b>	<b>-3794</b>	<b>-3658</b>	<b>-3888</b>
债权融资	-728	150	0	0
股权融资	0	24	0	0
银行贷款增加 (减少)	2470	1576	252	246
筹资成本	-1184	-1647	-207	-218
其他	-107	7	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>450</b>	<b>110</b>	<b>45</b>	<b>28</b>
<b>现金净流量</b>	<b>3854</b>	<b>3227</b>	<b>-2974</b>	<b>1831</b>

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

## 免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场