

非金融公司|公司点评|华润三九 (000999)

CHC 业务展现强劲韧性



| 报告要点

公司披露 2024 年半年报，实现营收 141.06 亿元，同比增长 7.30%；归母净利润 23.98 亿元，同比增长 27.77%；扣非归母净利润 23.09 亿元，同比增长 26.33%；单 Q2 实现营收 68.12 亿元，同比增长 0.27%；归母净利润 10.35 亿元，同比增长 42.48%；扣非归母净利润 9.81 亿元，同比增长 40.88%。

| 分析师及联系人



郑薇

SAC: S0590521070002

华润三九(000999)

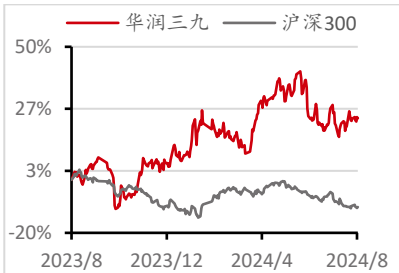
CHC 业务展现强劲韧性

行业：医药生物/中药 II
 投资评级：买入（维持）
 当前价格：42.73 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 1,284.3/1,275.2
 流通 A 股市值(百万元) 54,488.77
 每股净资产(元) 15.53
 资产负债率(%) 37.65
 一年内最高/最低(元) 65.84/39.70

股价相对走势



相关报告

- 《华润三九(000999): CHC 业务实现快速增长》2024.04.22
- 《华润三九(000999): 业绩符合预期, 昆药融合加快内生增长》2024.03.25



扫码查看更多

事件

公司披露 2024 年半年报, 实现营收 141.06 亿元, 同比增长 7.30%; 归母净利润 23.98 亿元, 同比增长 27.77%; 扣非归母净利润 23.09 亿元, 同比增长 26.33%; 单 Q2 实现营收 68.12 亿元, 同比增长 0.27%; 归母净利润 10.35 亿元, 同比增长 42.48%; 扣非归母净利润 9.81 亿元, 同比增长 40.88%。

➤ CHC 业务展现强劲韧性

2024H1 公司自我诊疗(CHC)业务收入 77.73 亿元, 同比增长 14%, 毛利率 62.87%, 同比增加 5.90pp, 在零售端增长乏力的环境下, 公司 CHC 业务展现强劲的韧性; 处方药收入 24.17 亿元, 同比下降 13.07%, 毛利率 47.14%, 同比减少 4.21pp, 主要为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(昆药)收入 19.56 亿元, 同比增长 5.14%, 毛利率 66.53%, 同比减少 4.64pp; 药品、器械批发及零售收入 16.84 亿元, 同比增长 19.22%, 毛利率 10.92%, 同比减少 0.26pp。

➤ 拟收购天士力, 巩固行业领先地位

公司紧密围绕战略方向, 在稳健充裕现金流的保障下, 自 2012 年以来, 成功完成澳诺制药、昆药集团等 10 余项并购交易, 在慢病管理、儿童维矿等多个战略领域构建竞争优势。2024 年 8 月, 公司公告拟以支付现金 62 亿元向天士力集团及其一致行动人所持有的天士力 28% 股份, 交易完成后, 公司将控股天士力。天士力在现代中药领域, 以复方丹参滴丸带动了养血清脑颗粒(丸)、芪参益气滴丸、注射用益气复脉、注射用丹参多酚酸等系列领先品牌产品, 构建了以心脑血管用药为主的现代中药大药体系, 本次收购整合, 将有利于华润三九强化院内产品的竞争优势, 加强巩固行业领先地位。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 277.55/308.05/340.52 亿元, 同比增速分别为 12.19%/10.99%/10.54%, 归母净利润分别为 32.45/37.89/43.69 亿元, 同比增速分别为 13.73%/16.78%/15.30%, EPS 分别为 2.53/2.95/3.40 元/股, 3 年 CAGR 为 15.26%。鉴于公司为国内自我诊疗领域龙头企业, 维持“买入”评级。

风险提示: 市场及政策风险、研发创新风险、并购整合风险、原材料价格波动风险

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18079	24739	27755	30805	34052
增长率(%)	18.01%	36.83%	12.19%	10.99%	10.54%
EBITDA(百万元)	3539	4582	6698	7386	8056
归母净利润(百万元)	2449	2853	3245	3789	4369
增长率(%)	19.64%	16.50%	13.73%	16.78%	15.30%
EPS(元/股)	1.91	2.22	2.53	2.95	3.40
市盈率(P/E)	22.4	19.2	16.9	14.5	12.6
市净率(P/B)	3.2	2.9	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	12.9	11.1	7.7	6.4	5.4

数据来源: 公司公告、iFIND, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 08 月 23 日收盘价

1. 风险提示

市场及政策风险。2023年，国家卫健委联合多个部门开展为期1年的全国医药领域腐败问题集中整治工作。2024年4月至12月，国家医保局在全国范围开展医保基金违法违规问题专项整治和医疗保障基金飞行检查工作。医药行业整治短期内对医药企业的学术推广活动和产品进院工作或产生一定影响，长期将有助于医药行业的有序健康发展。

研发创新风险。药品研发周期长、投入大、失败率高，且从新药开发到上市期间受政策法规、市场竞争格局等不确定性因素影响较多，随着公司研发投入不断加大，将面临一定的新产品开发失败的风险。

并购整合风险。并购项目投入大，整合难度高且市场及政策环境不断变化，可能出现未能预见的风险，从而在并购项目的市场潜力和盈利能力预测上出现偏差，或出现整合不利未能实现协同价值，导致投后整合不达预期等风险。

原材料价格波动风险。中药材市场的价格波动受到多方面因素的影响，包括供需关系、市场人气、种植积极性以及季节性和地域性差异等。2024年上半年，中药材大盘指数表现出较为复杂的震荡调整态势。部分品种（如白芍、木香）因产量下降、库存紧张或需求增加、资金炒作等因素影响，行情稳步上涨；部分品种（如连翘、地黄）因产量增加、需求疲软或市场供应充裕等因素，行情出现回落。

财务预测摘要

资产负债表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
货币资金	3150	6771	11207	15528	20197					
应收账款+票据	5644	7946	9075	10072	11134					
预付账款	375	496	546	606	670					
存货	2499	5112	4791	5297	5836					
其他	321	2197	2068	2135	2207					
流动资产合计	11988	22522	27687	33639	40043					
长期股权投资	66	144	148	152	155					
固定资产	3877	6083	4610	3123	1622					
在建工程	946	538	448	359	269					
无形资产	2369	3457	2846	2217	1571					
其他非流动资产	7876	7405	7205	7005	6889					
非流动资产合计	15134	17626	15256	12855	10507					
资产总计	27123	40148	42943	46494	50550					
短期借款	169	886	0	0	0					
应付账款+票据	1795	3097	3060	3383	3727					
其他	6709	8964	11005	12173	13414					
流动负债合计	8673	12947	14065	15556	17141					
长期带息负债	156	1922	1434	964	518					
长期应付款	11	28	28	28	28					
其他	750	989	989	989	989					
非流动负债合计	917	2940	2451	1981	1535					
负债合计	9589	15887	16516	17537	18676					
少数股东权益	524	5295	5659	6085	6576					
股本	988	988	1284	1284	1284					
资本公积	1797	1878	1582	1582	1582					
留存收益	14224	16101	17903	20006	22432					
股东权益合计	17533	24262	26428	28957	31874					
负债和股东权益总计	27123	40148	42943	46494	50550					

现金流量表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
净利润	2497	3173	3609	4215	4860					
折旧摊销	570	852	2373	2405	2353					
财务费用	6	-24	69	11	-27					
存货减少(增加为“-”)	-190	-2614	321	-506	-538					
营运资金变动	-153	-17	1274	-140	-150					
其它	276	2819	-299	527	559					
经营活动现金流	3005	4190	7348	6512	7057					
资本支出	-914	-601	0	0	0					
长期投资	-1596	-953	0	0	0					
其他	31	761	-25	-25	-25					
投资活动现金流	-2479	-793	-25	-25	-25					
债权融资	168	2484	-1375	-469	-446					
股权融资	9	0	296	0	0					
其他	-753	-2033	-1809	-1697	-1917					
筹资活动现金流	-575	450	-2887	-2166	-2363					
现金净增加额	-44	3852	4436	4321	4669					

利润表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
营业收入	18079	24739	27755	30805	34052					
营业成本	8313	11567	12873	14232	15677					
营业税金及附加	207	275	332	368	407					
营业费用	5077	6965	7633	8317	9024					
管理费用	1653	2238	2526	2803	3099					
财务费用	6	-24	69	11	-27					
资产减值损失	-138	-173	-290	-322	-356					
公允价值变动收益	3	-29	0	0	0					
投资净收益	45	18	17	17	17					
其他	214	219	210	206	202					
营业利润	2947	3753	4259	4973	5734					
营业外净收益	16	1	-4	-4	-4					
利润总额	2963	3754	4255	4969	5730					
所得税	466	581	646	755	870					
净利润	2497	3173	3609	4215	4860					
少数股东损益	48	321	365	426	491					
归属于母公司净利润	2449	2853	3245	3789	4369					

财务比率					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	18.01%	36.83%	12.19%	10.99%	10.54%
EBIT	24.19%	25.64%	15.93%	15.18%	14.50%
EBITDA	21.63%	29.48%	46.18%	10.27%	9.08%
归属于母公司净利润	19.64%	16.50%	13.73%	16.78%	15.30%
获利能力					
毛利率	54.02%	53.24%	53.62%	53.80%	53.96%
净利率	13.81%	12.83%	13.00%	13.68%	14.27%
ROE	14.40%	15.04%	15.62%	16.57%	17.27%
ROIC	17.90%	18.63%	17.63%	24.19%	31.19%
偿债能力					
资产负债率	35.36%	39.57%	38.46%	37.72%	36.95%
流动比率	1.4	1.7	2.0	2.2	2.3
速动比率	1.0	1.3	1.6	1.7	1.9
营运能力					
应收账款周转率	3.3	3.1	3.1	3.1	3.1
存货周转率	3.3	2.3	2.7	2.7	2.7
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.7
每股指标(元)					
每股收益	1.9	2.2	2.5	3.0	3.4
每股经营现金流	2.3	3.3	5.7	5.1	5.5
每股净资产	13.2	14.8	16.2	17.8	19.7
估值比率					
市盈率	22.4	19.2	16.9	14.5	12.6
市净率	3.2	2.9	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	12.9	11.1	7.7	6.4	5.4
EV/EBIT	15.3	13.7	11.9	9.5	7.6

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年08月23日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼