

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

华润三九(000999)

投资评级 增持

上次评级 增持

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师

执业编号: S1500524030003

邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

CHC 业务逆境增长 14%，24Q2 单季归母净利润同比增长约 42%

2024 年 09 月 01 日

事件: 公司发布 2024 年半年报, 2024H1 公司实现营业收入 141.06 亿元 (yoy+7.30%), 实现归母净利润 23.98 亿元 (yoy+27.77%), 扣非归母净利润 23.09 亿元 (yoy+26.33%)。其中, 2024Q2 单季度实现营业收入 68.12 亿元 (yoy+0.27%), 归母净利润 10.35 亿元 (yoy+42.48%), 扣非归母净利润 9.81 亿元 (yoy+40.88%)。

点评:

- **CHC 业务增长 14%，毛利率提升&期间费用率下降带动净利率提升:**
 - ①**在营收端,** 2024H1 公司营收实现稳健增长, 其中 CHC 业务收入 77.73 亿元 (yoy+14%, 24 年 1-5 月中国零售药店药品销售额同比下降 0.2%), 处方药业务收入 24.17 亿元 (yoy-13%), 传统国药 (昆药) 业务收入 19.56 亿元 (yoy+5%), 包装印刷业务 2.69 亿元 (yoy-1%), 批发及零售业务 16.84 亿元 (yoy+19%)。②**在利润端,** 归母净利润增速高于营收增速, 主要系公司净利率提升 2.6 个百分点 (24H1 公司净利率达 18.27%)。净利率提升一方面主要系公司毛利率同比提升 1.34 个百分点 (24H1 毛利率为 53.56%, 主要系 CHC 毛利率同比提升 5.9 个百分点, 24H1 CHC 业务毛利率为 62.87%)。另一方面主要系公司期间费用率同比下降 1.69 个百分点 (24H1 公司期间费用率为 30.62%), 其中销售费用率同比下降 1.54 个百分点 (24H1 销售费用率为 23.48%), 管理费用率同比下降 0.14 个百分点 (24H1 管理费用率为 5.01%)。
- **呼吸类&皮肤类药品表现较好, 外部环境&饮片业务经营策略调整致处方药业务短期承压:** ①**从 CHC 业务上看,** 24H1 公司 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; 在皮肤品类方面, 皮炎平红色装、绿色装及 999 必无忧系列增长较好; 在胃药品类方面, 新三九胃泰品牌渗透率及市场占有率持续提升。此外, 由于零售终端保健品增速同比下滑幅度较大, 24H1 大健康业务面临压力。②**从处方药业务上看,** 24H1 公司处方药业务同比下降 13.07%, 主要系部分产品受外部环境及饮片业务经营策略变动所致。在配方颗粒方面, 24H1 公司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。
- **携手创新中药龙头企业, 创新药研发再赋能:** 24H1 公司研发投入 3.92 亿元, 同比增长 7.29%, 重点研究项目进展顺利。新品研发方面, 公司药品盐酸特比萘芬喷雾剂、玻璃酸钠滴眼液获得《药品注册证书》, 温经汤颗粒、苓桂术甘颗粒 2 款经典名方获批上市。此外, 公司与天力士签订战略合作协议, 在中药创新发展、数智本草大模型及滴丸技术与装备开发方面展开合作, 相互赋能, 或将助力公司创新中药管线的补充。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 272.41 亿元、305.61 亿元、343.35 亿元, 同比增速分别约为 10%、12%、12%, 实现归母净利润分别为 34.37 亿元、39.78 亿元、46.01 亿

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

元，同比分别约增长 21%、16%、16%，对应当前股价 PE 分别为 17 倍、15 倍、13 倍。我们维持“增持”投资评级。

- **风险因素：**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。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	18,079	24,739	27,241	30,561	34,335
增长率 YoY %	16.3%	36.8%	10.1%	12.2%	12.3%
归属母公司净利润 (百万元)	2,449	2,853	3,437	3,978	4,601
增长率 YoY%	19.2%	16.5%	20.5%	15.7%	15.7%
毛利率%	54.0%	53.2%	53.3%	53.7%	54.1%
净资产收益率ROE%	14.4%	15.0%	15.3%	15.1%	14.8%
EPS(摊薄)(元)	1.91	2.22	2.68	3.10	3.58
市盈率 P/E(倍)	23.56	20.23	16.79	14.51	12.54
市净率 P/B(倍)	3.39	3.04	2.57	2.19	1.86

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 8 月 30 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	11,988	22,522	26,787	32,633	39,441	
货币资金	3,150	6,771	8,226	13,486	18,454	
应收票据	180	8	91	85	95	
应收账款	4,087	6,182	6,740	7,500	8,374	
预付账款	375	496	547	608	677	
存货	2,499	5,112	5,505	5,985	6,547	
其他	1,698	3,953	5,679	4,969	5,294	
非流动资产	15,134	17,626	17,540	17,272	16,993	
长期股权投资	66	144	374	374	374	
固定资产(合计)	3,731	5,890	5,658	5,408	5,141	
无形资产	2,369	3,457	3,457	3,457	3,457	
其他	8,968	8,136	8,050	8,033	8,021	
资产总计	27,123	40,148	44,327	49,905	56,434	
流动负债	8,673	12,947	13,571	14,962	16,634	
短期借款	169	886	586	486	486	
应付票据	346	732	707	786	875	
应付账款	1,449	2,365	2,474	2,750	3,061	
其他	6,709	8,964	9,804	10,941	12,213	
非流动负债	917	2,940	2,774	2,684	2,594	
长期借款	50	1,803	1,653	1,553	1,453	
其他	866	1,137	1,121	1,131	1,141	
负债合计	9,589	15,887	16,345	17,646	19,228	
少数股东权益	524	5,295	5,553	5,853	6,199	
归属母公司股东权益	17,010	18,967	22,429	26,406	31,007	
负债和股东权益	27,123	40,148	44,327	49,905	56,434	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	18,079	24,739	27,241	30,561	34,335	
同比(%)	16.3%	36.8%	10.1%	12.2%	12.3%	
归属母公司净利润	2,449	2,853	3,437	3,978	4,601	
同比(%)	19.2%	16.5%	20.5%	15.7%	15.7%	
毛利率(%)	54.0%	53.2%	53.3%	53.7%	54.1%	
ROE%	14.4%	15.0%	15.3%	15.1%	14.8%	
EPS(摊薄)(元)	1.91	2.22	2.68	3.10	3.58	
P/E	23.56	20.23	16.79	14.51	12.54	
P/B	3.39	3.04	2.57	2.19	1.86	
EV/EBITDA	12.18	9.74	10.37	8.16	6.39	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	18,079	24,739	27,241	30,561	34,335	
营业成本	8,313	11,567	12,724	14,142	15,743	
营业税金及附加	207	275	300	336	378	
销售费用	5,077	6,965	7,382	8,282	9,305	
管理费用	1,059	1,524	1,634	1,834	2,060	
研发费用	594	715	681	764	858	
财务费用	6	-24	-35	-40	-45	
减值损失合计	-138	-173	-155	-155	-155	
投资净收益	45	18	20	20	20	
其他	216	190	-47	-47	-47	
营业利润	2,947	3,753	4,373	5,061	5,854	
营业外收支	16	1	1	1	1	
利润总额	2,963	3,754	4,374	5,062	5,855	
所得税	466	581	678	785	907	
净利润	2,497	3,173	3,696	4,277	4,947	
少数股东损益	48	321	259	299	346	
归属母公司净利润	2,449	2,853	3,437	3,978	4,601	
EBITDA	3,572	4,657	5,030	5,725	6,525	
EPS(当年)(元)	2.48	2.90	2.68	3.10	3.58	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	3,006	4,192	4,134	4,960	5,581	
净利润	2,497	3,173	3,696	4,277	4,947	
折旧摊销	571	854	691	703	715	
财务费用	58	52	82	92	103	
投资损失	-45	-18	-20	-20	-20	
营运资金变动	-151	0	-573	-315	-388	
其它	76	131	258	223	223	
投资活动现金流	-2,479	-793	-2,323	581	-419	
资本支出	-950	-831	-560	-428	-428	
长期投资	-1,596	-953	-1,701	999	-1	
其他	66	991	-62	10	10	
筹资活动现金流	-575	450	-356	-282	-193	
吸收投资	198	0	24	0	0	
借款	121	2,470	-450	-200	-100	
支付利息或股息	-900	-1,184	-82	-92	-103	
现金流净增加额	-42	3,854	1,455	5,260	4,969	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，医药研究员，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

曹佳琳，医药研究员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，医药研究员，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。