

华润三九（000999.SZ）——2024年半年报点评

研发实力稳步提升，中药全产业链布局推进

优于大市

核心观点

2024H1 收入、利润双增长。2024H1 营收 141.06 亿元（+7.3%），归母净利润 23.98 亿元（+27.8%），扣非归母净利润 23.09 亿元（+26.3%）。其中二季度单季度营收 68.12 亿元（+0.3%），单季度归母净利润 10.35 亿元（+42.5%），单季度扣非归母净利润 9.81 亿元（+40.9%）。公司盈利能力稳健提升，销售毛利率 53.6%（+1.3pp），销售费用率 23.5%（-1.5pp），管理费用率（含研发）7.3%（-0.1pp），财务费用率-0.2%（-0.1pp）。

CHC 业务强劲增长，处方药业务有所承压。分业务板块看，2024 年上半年公司 CHC 健康消费品业务实现营收 77.73 亿元（+14.0%），毛利率 62.87%（+5.9pp）；处方药业务实现营收 24.17 亿元（-13.1%），毛利率 47.14%（-4.2pp）；传统国药（昆药）业务实现营收 19.56 亿元（+5.2%），毛利率 66.53%（-4.6pp）。

研发投入持续加码，创新成果显著。公司聚焦于抗肿瘤、骨科、皮肤和抗感染等关键医疗领域，实现了技术和产品的增量突破，2024 年上半年公司研发投入 3.92 亿元（+7.3%）。公司获得盐酸特比萘芬喷雾剂、玻璃酸钠滴眼液 2 个《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。公司参与的中药材生态种植理论和技术体系项目荣获国家科技进步二等奖，彰显了华润三九在中药传承创新方面的深厚实力。

昆药融合深化，中药全产业链布局持续推进。自 2023 年成功并购昆药集团后，公司致力于与昆药的深度业务融合，创新推出了“777”品牌，有效加强了“三七就是 777”的市场认知，同时围绕“昆中药 1381”企业品牌，系统构建了精品国药平台。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。

风险提示：集采风险；研发不及预期；原材料价格波动风险。

投资建议：研发实力稳步提升，中药全产业链布局推进，维持“优于大市”评级。2024 年上半年公司业绩表现亮眼，强劲研发实力有望支撑公司未来稳健增长，维持 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 33.12/39.42/45.67 亿元，同比增长 16.11%/ 19.02%/15.83%。

盈利预测和财务指标

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 18,079 | 24,739 | 27,279 | 30,021 | 32,888 |
| (+/-%) | 18.0% | 36.8% | 10.3% | 10.1% | 9.5% |
| 净利润(百万元) | 2449 | 2853 | 3312 | 3942 | 4567 |
| (+/-%) | 19.6% | 16.5% | 16.1% | 19.0% | 15.8% |
| 每股收益(元) | 1.91 | 2.22 | 2.58 | 3.07 | 3.55 |
| EBIT Margin | 15.7% | 14.9% | 16.2% | 17.4% | 18.5% |
| 净资产收益率 (ROE) | 14.4% | 15.0% | 15.7% | 16.7% | 17.3% |
| 市盈率 (PE) | 22.7 | 19.5 | 16.7 | 14.0 | 12.1 |
| EV/EBITDA | 15.9 | 13.4 | 13.8 | 12.0 | 10.7 |
| 市净率 (PB) | 2.51 | 2.25 | 2.62 | 2.34 | 2.09 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

医药生物·中药 II

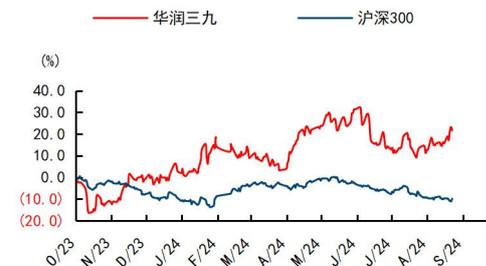
证券分析师：彭思宇
0755-81982723
pengsiyu@guosen.com.cn
S0980521060003

证券分析师：张佳博
021-60375487
zhangjiabo@guosen.com.cn
S0980523050001

基础数据

| | |
|-------------|-----------------|
| 投资评级 | 优于大市(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 44.93 元 |
| 总市值/流通市值 | 57705/57317 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 65.84/39.70 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 370.29 百万元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华润三九（000999.SZ）-自我诊疗引领者，中药价值创造者》——2024-07-22
- 《华润三九（000999.SZ）——2023 年年报点评-业绩稳健，融合昆药进一步赋能品牌打造》——2024-03-30
- 《华润三九（000999.SZ）--2023 年中报点评-收入、利润双双强势增长，昆药并表贡献新动能》——2023-09-10
- 《华润三九（000999.SZ）--2022 年年报点评-CHC 业务表现优秀，“创新+品牌”推动高质量发展》——2023-04-03
- 《华润三九（000999.SZ）--2022 年三季报点评-单三季度归母净利润同比增长 38.12%，感冒药恢复良好》——2022-11-02

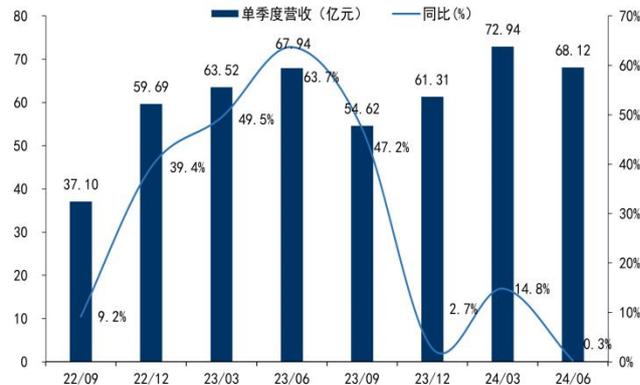
2024H1 收入利润双增长。2024H1 营收 141.06 亿元（+7.3%），归母净利润 23.98 亿元（+27.8%），扣非归母净利润 23.09 亿元（+26.3%）。其中二季度单季度营收 68.12 亿元（+0.3%），单季度归母净利润 10.35 亿元（+42.5%），单季度扣非归母净利润 9.81 亿元（+40.9%）。

图1：华润三九营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：华润三九单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：华润三九归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

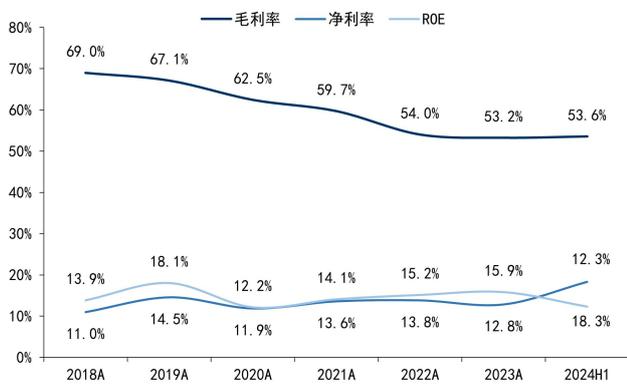
图4：华润三九单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

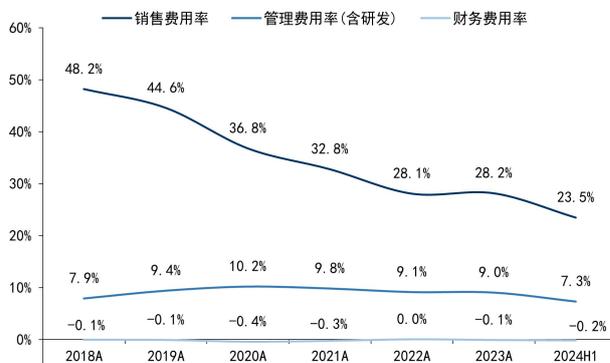
公司盈利能力稳健提升，费用控制合理。2024年上半年，公司销售毛利率53.6% (+1.3pp)，净利率18.3% (+2.6pp)；销售费用率23.5% (-1.5pp)，管理费用率(含研发)7.3% (-0.1pp)，财务费用率-0.2% (-0.1pp)，费用结构持续优化。

图5: 华润三九毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 华润三九三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

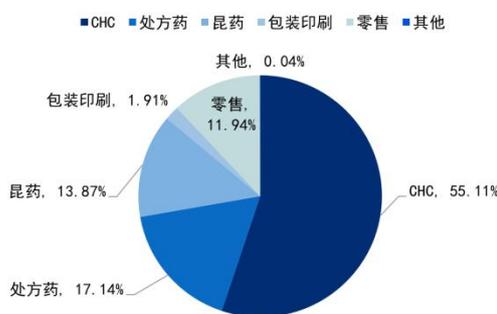
CHC 业务强劲增长，处方药业务有所承压。分业务板块看，2024年上半年公司CHC 健康消费品业务实现营收77.73亿元(+14.0%)，毛利率62.87% (+5.9pp)；处方药业务实现营收24.17亿元(-13.1%)，毛利率47.14% (-4.2pp)；传统国药(昆药)业务实现营收19.56亿元(+5.2%)，毛利率66.53% (-4.6pp)。

图7: 华润三九 2022-2024H1 年各产品收入(亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

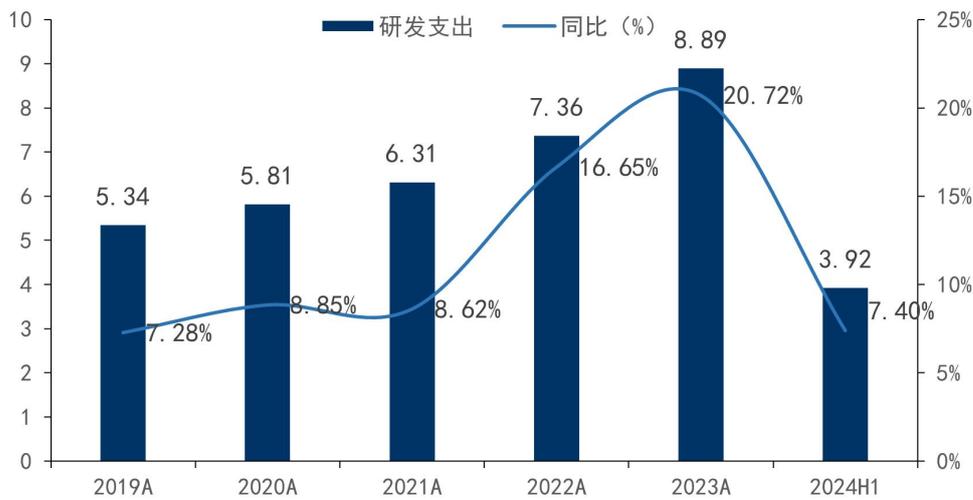
图8: 华润三九 2024H1 各产品收入占比(%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

研发投入持续加码，创新成果显著。公司聚焦于抗肿瘤、骨科、皮肤和抗感染等关键医疗领域，实现了技术和产品的增量突破，2024年上半年公司研发支出3.92亿元(+7.3%)，公司获得盐酸特比萘芬喷雾剂、玻璃酸钠滴眼液2个《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，公司加强在药品饮片、基准样品、复方制剂的研究，致力建设中药全产业链溯源体系。公司参与的中药材生态种植理论和技术体系项目荣获国家科技进步二等奖，彰显了华润三九在中药传承创新方面的深厚实力。

图9：华润三九研发支出情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表1：华润三九重点研究项目进展情况

| 研发项目 | 注册分类 | 适应症或功能主治 | 研究（注册）阶段及进展 |
|------------------------|-------------|---------------|------------------------|
| CR999C1905L1 | 化药 1 类 | 抗肿瘤 | 临床 I 期 |
| CR999C2016L1 | 化药 1 类 | H3K27M 突变型胶质瘤 | 临床 I 期 |
| CR999K1601L1 | 化药 2.4 类 | 胃癌根治术患者淋巴示踪 | 临床 III 期 |
| CR999C2110L1 | 化药 2.2 类 | 祛痰 | 2024 年 2 月获得 NDA 受理通知书 |
| KYAZ01-2011-020 (昆药集团) | 中药/天然药物 1 类 | 缺血性脑卒中 | 临床 II 期 |
| KYAH01-2016-079 (昆药集团) | 化药 1 类 | 实体瘤 | 临床 I 期 |
| KYAH02-2020-149 (昆药集团) | 化药 2 类 | 家族性地中海热 | 批准临床 |
| KYAH01-2018-111 (昆药集团) | 化药 1 类 | 非酒精性脂肪肝 | IND 资料准备中 |

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

昆药融合深化，中药全产业链布局持续推进。自 2023 年成功并购昆药集团后，公司致力于与昆药的深度业务融合，创新推出了“777”品牌，有效加强了“三七就是 777”的市场认知，同时围绕“昆中药 1381”企业品牌，系统构建了精品国药平台。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。

投资建议：研发实力稳步提升，中药全产业链布局推进，维持“优于大市”评级。随着公司发展战略的不断推进，公司业绩有望继续保持稳步增长。2024 年上半年公司业绩表现亮眼，强劲研发实力有望支撑公司未来稳健增长，维持 2024-2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润 33.12/39.42/45.67 亿元，同比增长 16.11%/ 19.02%/15.83%。

表2: 可比公司估值表

| 代码 | 公司简称 | 2024/08/30 股价 | 总市值 亿元 | EPS | | | | PE | | | | ROE (23A) | PEG (24E) | 投资评级 |
|-----------|------|------------------|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------------|--------------|------|
| | | | | 23A | 24E | 25E | 26E | 23A | 24E | 25E | 26E | | | |
| 000999.SZ | 华润三九 | 44.93 | 577 | 2.22 | 2.58 | 3.07 | 3.55 | 20.2 | 17.4 | 14.6 | 12.7 | 15.9 | 1.0 | 优于大市 |
| 600557.SH | 康缘药业 | 13.23 | 77 | 0.92 | 0.92 | 0.93 | 1.04 | 14.3 | 14.4 | 14.3 | 12.7 | 10.8 | 3.4 | 优于大市 |
| 600535.SH | 天士力 | 14.23 | 213 | 0.72 | 0.79 | 0.88 | 0.98 | 19.8 | 18.1 | 16.2 | 14.6 | 8.6 | 1.7 | 无评级 |
| 600332.SH | 白云山 | 28.79 | 468 | 2.49 | 2.74 | 3.01 | 3.36 | 11.5 | 10.5 | 9.6 | 8.6 | 12.1 | 1.0 | 无评级 |
| 002603.SZ | 以岭药业 | 15.45 | 258 | 0.81 | 0.89 | 1.04 | 1.22 | 19.1 | 17.4 | 14.9 | 12.7 | 12.1 | 1.2 | 无评级 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

注: 天士力、白云山、以岭药业为 Wind 一致预测

财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | | 利润表 (百万元) | | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
| 现金及现金等价物 | 3150 | 6771 | 9784 | 12476 | 15399 | 营业收入 | 18079 | 24739 | 27279 | 30021 | 32888 |
| 应收款项 | 4319 | 6190 | 6291 | 7203 | 7901 | 营业成本 | 8313 | 11567 | 12644 | 13730 | 14862 |
| 存货净额 | 2499 | 5112 | 4685 | 5073 | 5844 | 营业税金及附加 | 207 | 275 | 300 | 336 | 368 |
| 其他流动资产 | 2020 | 2993 | 3766 | 3711 | 4195 | 销售费用 | 5077 | 6965 | 7502 | 8106 | 8715 |
| 流动资产合计 | 11988 | 22522 | 25982 | 29918 | 34795 | 管理费用 | 1059 | 1524 | 1637 | 1771 | 1908 |
| 固定资产 | 4677 | 6427 | 6453 | 6459 | 6351 | 研发费用 | 594 | 715 | 777 | 856 | 937 |
| 无形资产及其他 | 2369 | 3457 | 3318 | 3180 | 3042 | 财务费用 | 6 | (24) | (27) | (30) | (33) |
| 投资性房地产 | 8022 | 7598 | 7598 | 7598 | 7598 | 投资收益 | 45 | 18 | 32 | 32 | 10 |
| 长期股权投资 | 66 | 144 | 187 | 245 | 305 | 资产减值及公允价值变动 | 141 | 144 | (196) | (178) | (220) |
| 资产总计 | 27123 | 40148 | 43540 | 47400 | 52091 | 其他收入 | (657) | (841) | (561) | (664) | (796) |
| 短期借款及交易性金融负债 | 235 | 1064 | 470 | 590 | 708 | 营业利润 | 2947 | 3753 | 4499 | 5298 | 6062 |
| 应付款项 | 1795 | 3097 | 2992 | 3283 | 3676 | 营业外净收支 | 16 | 1 | (4) | (9) | (30) |
| 其他流动负债 | 6642 | 8786 | 10224 | 10742 | 11579 | 利润总额 | 2963 | 3754 | 4495 | 5289 | 6032 |
| 流动负债合计 | 8673 | 12947 | 13686 | 14614 | 15962 | 所得税费用 | 466 | 581 | 682 | 846 | 965 |
| 长期借款及应付债券 | 50 | 1803 | 1803 | 1803 | 1803 | 少数股东损益 | 48 | 321 | 500 | 500 | 500 |
| 其他长期负债 | 866 | 1137 | 1297 | 1459 | 1656 | 归属于母公司净利润 | 2449 | 2853 | 3312 | 3942 | 4567 |
| 长期负债合计 | 917 | 2940 | 3100 | 3262 | 3459 | 现金流量表 (百万元) | | | | | |
| 负债合计 | 9589 | 15887 | 16786 | 17876 | 19422 | 净利润 | 2449 | 2853 | 3312 | 3942 | 4567 |
| 少数股东权益 | 524 | 5295 | 5622 | 5933 | 6244 | 资产减值准备 | (118) | 34 | 12 | (1) | (4) |
| 股东权益 | 17010 | 18967 | 21132 | 23591 | 26426 | 折旧摊销 | 469 | 696 | 786 | 856 | 913 |
| 负债和股东权益总计 | 27123 | 40148 | 43540 | 47400 | 52091 | 公允价值变动损失 | (141) | (144) | 196 | 178 | 220 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | | 财务费用 | 6 | (24) | (27) | (30) | (33) |
| 每股收益 | 1.91 | 2.22 | 2.58 | 3.07 | 3.55 | 营运资本变动 | (2553) | (1281) | 1070 | (274) | (530) |
| 每股红利 | 0.91 | 1.20 | 0.89 | 1.15 | 1.35 | 其它 | 149 | 153 | 315 | 313 | 314 |
| 每股净资产 | 17.21 | 19.19 | 16.45 | 18.36 | 20.57 | 经营活动现金流 | 255 | 2311 | 5691 | 5014 | 5481 |
| ROIC | 15% | 15% | 16% | 20% | 23% | 资本开支 | 0 | (2455) | (893) | (901) | (884) |
| ROE | 14% | 15% | 16% | 17% | 17% | 其它投资现金流 | 1219 | (1456) | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 54% | 53% | 54% | 54% | 55% | 投资活动现金流 | 1168 | (3990) | (936) | (958) | (943) |
| EBIT Margin | 16% | 15% | 16% | 17% | 19% | 权益性融资 | 6 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 18% | 18% | 19% | 20% | 21% | 负债净变化 | 42 | 1753 | 0 | 0 | 0 |
| 收入增长 | 18% | 37% | 10% | 10% | 10% | 支付股利、利息 | (900) | (1184) | (1147) | (1484) | (1732) |
| 净利润增长率 | 20% | 17% | 16% | 19% | 16% | 其它融资现金流 | 371 | 4163 | (594) | 120 | 118 |
| 资产负债率 | 37% | 53% | 51% | 50% | 49% | 融资活动现金流 | (1338) | 5300 | (1741) | (1364) | (1614) |
| 股息率 | 2.1% | 2.8% | 2.7% | 3.5% | 4.1% | 现金净变动 | 85 | 3621 | 3013 | 2691 | 2924 |
| P/E | 22.7 | 19.5 | 16.7 | 14.0 | 12.1 | 货币资金的期初余额 | 3065 | 3150 | 6771 | 9784 | 12476 |
| P/B | 2.5 | 2.3 | 2.6 | 2.3 | 2.1 | 货币资金的期末余额 | 3150 | 6771 | 9784 | 12476 | 15399 |
| EV/EBITDA | 15.9 | 13.4 | 13.8 | 12.0 | 10.7 | 企业自由现金流 | 0 | 81 | 4710 | 4068 | 4622 |
| | | | | | | 权益自由现金流 | 0 | 5996 | 4182 | 4321 | 4928 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|---|------------|------|-----------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数10%以上 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数10%以上 |
| | | 无评级 | 股价与市场代表性指数相比无明确观点 |
| | 行业 投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032