

华润三九 (000999.SZ)

业绩符合预期，内生外延发展韧性强

2024 年前三季度公司实现营收 197.40 亿元，同比增长 6.08%；归母净利润 29.60 亿元，同比增长 23.19%；扣非归母净利润 27.52 亿元，同比增长 19.48%。其中 2024Q3 收入 56.34 亿元，同比增长 3.16%，环比下降 17.29%；归母净利润 5.61 亿元，同比增长 6.85%，环比下降 45.73%；扣非归母净利润 4.44 亿元，同比下降 6.83%，环比下降 54.76%。

□ 分业务看，CHC 健康消费品表现稳健，处方药业务恢复性发展。2024 前三季度公司核心 CHC 健康消费品业务加强全域布局，产品矩阵得到持续丰富，品牌影响力进一步加强。处方药业务在配方颗粒表现承压的背景下，通过发掘产品价值提升学术能力，打造品牌影响力，赋能 CHC 业务协同发展，配方颗粒业务夯实基本盘，应对配方颗粒业务多地区带量联动采购工作，在前三季度实现了恢复性发展。

□ 财务表现稳健，净利润率同比仍有提升。2024 年 Q3 受中药材成本和产品结构影响，公司整体实现毛利率 50.47%，同比下降 0.29pct；销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 25.55%/6.52%/3.30%，同比 -1.52pct/-0.11pct/+0.31pct，运营效率显著提升带动公司实现净利润率 11.85%，同比提升 0.22pct。

□ 内研+外拓，构建新成长曲线。三季度公司研发费用率继续保持提升趋势，在抗肿瘤、骨科、皮肤、呼吸、抗感染等治疗领域搭建多个产品矩阵，多个化药、中成药在研产品进入临床阶段，为公司业务发展提供新动力。此外公司推动对外收并购，8 月份公告拟收购天士力 28% 股权，在中药材种植、创新研发、智能制造、渠道营销等领域相互赋能，提升华润三九中药产业链龙头地位。收购完成后，天士力将快速补强公司院内创新中药短板，成为公司进入医疗院内市场的核心平台。

□ 维持“强烈推荐”投资评级。我们认为渠道、品牌壁垒和产品力是公司最大优势，并且难以复制；随着公司完成昆药集团收购和拟收购天士力，中药产业链领导者的地位进一步深化，产业链地位和经营质量也有望显著提升。调整盈利预测为 2024-2026 年实现归母净利润 34.0/39.0/44.5 亿元，同比增长 19.2%/14.8%/13.9%，对应 PE 为 17/15/13 倍，维持“强烈推荐”投资评级。

□ 风险提示：政策变动、产品集采、原材料价格上涨、并购整合不及预期等。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	18079	24739	26298	28863	31770
同比增长	18%	37%	6%	10%	10%
营业利润(百万元)	2947	3753	4465	5127	5844
同比增长	20%	27%	19%	15%	14%
归母净利润(百万元)	2449	2853	3402	3904	4449
同比增长	20%	17%	19%	15%	14%
每股收益(元)	1.91	2.22	2.65	3.04	3.46
PE	24.2	20.8	17.4	15.2	13.3
PB	3.5	3.1	2.8	2.6	2.4

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

消费品/生物医药

目标估值：NA

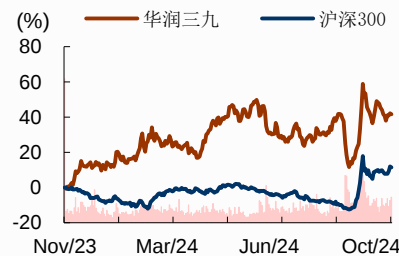
当前股价：46.21 元

基础数据

总股本 (百万股)	1284
已上市流通股 (百万股)	1276
总市值 (十亿元)	59.3
流通市值 (十亿元)	59.0
每股净资产 (MRQ)	16.0
ROE (TTM)	16.6
资产负债率	36.1%
主要股东	华润医药控股有限公司
主要股东持股比例	63.02%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	7	3	43
相对表现	7	-7	32



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《华润三九 (000999) —CHC 业务驱动公司成长，利润表现亮眼》
2024-08-26
- 《华润三九 (000999) —业绩表现亮眼，CHC 业务带动实现快速增长》
2024-04-24
- 《华润三九 (000999) —CHC 业务表现亮眼，昆药融合顺利》
2024-03-27

梁广楷 S1090524010001

liangguangkai@cmschina.com.cn

许菲菲 S1090520040003

xufeifei@cmschina.com.cn

欧阳京 S1090524070012

ouyangjing@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	11988	22522	24114	27259	30995
现金	3150	6771	6000	7873	10139
交易性投资	0	1456	4000	4000	4000
应收票据	180	8	8	9	10
应收款项	4087	6182	6049	6638	7307
其它应收款	52	202	131	144	159
存货	2499	5112	4931	5318	5782
其他	2020	2791	2994	3276	3598
非流动资产	15134	17626	18719	19557	20261
长期股权投资	66	144	300	300	300
固定资产	3731	5890	7742	9335	10706
无形资产商誉	6745	9202	8282	7454	6708
其他	4593	2390	2395	2468	2547
资产总计	27123	40148	42833	46816	51257
流动负债	8673	12947	13219	14550	16010
短期借款	169	886	857	900	950
应付账款	1795	3097	3082	3324	3614
预收账款	1012	1650	1603	1728	1879
其他	5697	7314	7677	8598	9567
长期负债	917	2940	3050	3230	3410
长期借款	50	1803	1803	1803	1803
其他	866	1137	1248	1428	1608
负债合计	9589	15887	16270	17781	19420
股本	988	988	1284	1284	1284
资本公积金	1653	1746	1449	1449	1449
留存收益	14368	16233	18152	20186	22487
少数股东权益	524	5295	5677	6116	6615
归属于母公司所有者权益	17010	18967	20886	22920	25221
负债及权益合计	27123	40148	42833	46816	51257

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3006	4192	5782	5890	6500
净利润	2497	3173	3784	4343	4949
折旧摊销	514	751	1779	1940	2075
财务费用	58	52	(52)	(74)	(116)
投资收益	(45)	(18)	(330)	(340)	(350)
营运资金变动	46	371	661	14	(64)
其它	(64)	(138)	(59)	7	7
投资活动现金流	(2479)	(793)	(4967)	(2342)	(2332)
资本支出	(952)	(857)	(2682)	(2682)	(2682)
其他投资	(1528)	64	(2285)	340	350
筹资活动现金流	(575)	450	(1586)	(1674)	(1901)
借款变动	202	1175	(207)	43	50
普通股增加	9	(0)	296	0	0
资本公积增加	17	92	(296)	0	0
股利分配	(835)	(988)	(1482)	(1871)	(2147)
其他	30	171	104	154	196
现金净增加额	(48)	3849	(771)	1873	2266

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	18079	24739	26298	28863	31770
营业成本	8313	11567	12328	13295	14456
营业税金及附加	207	275	292	321	353
营业费用	5077	6965	7048	7649	8324
管理费用	1059	1524	1578	1674	1779
研发费用	594	715	789	1010	1271
财务费用	6	(24)	(52)	(74)	(116)
资产减值损失	(142)	(240)	(180)	(200)	(210)
公允价值变动收益	3	(29)	10	10	10
其他收益	217	286	290	300	310
投资收益	45	18	30	30	30
营业利润	2947	3753	4465	5127	5844
营业外收入	36	51	60	70	80
营业外支出	19	50	50	60	70
利润总额	2963	3754	4475	5137	5854
所得税	466	581	691	794	906
少数股东损益	48	321	382	439	500
归属于母公司净利润	2449	2853	3402	3904	4449

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	18%	37%	6%	10%	10%
营业利润	20%	27%	19%	15%	14%
归母净利润	20%	17%	19%	15%	14%
获利能力					
毛利率	54.0%	53.2%	53.1%	53.9%	54.5%
净利率	13.5%	11.5%	12.9%	13.5%	14.0%
ROE	15.2%	15.9%	17.1%	17.8%	18.5%
ROIC	14.7%	14.0%	13.2%	14.0%	14.6%
偿债能力					
资产负债率	35.4%	39.6%	38.0%	38.0%	37.9%
净负债比率	1.1%	7.1%	6.2%	5.8%	5.4%
流动比率	1.4	1.7	1.8	1.9	1.9
速动比率	1.1	1.3	1.5	1.5	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
存货周转率	3.5	3.0	2.5	2.6	2.6
应收账款周转率	4.9	4.7	4.3	4.5	4.6
应付账款周转率	5.2	4.7	4.0	4.2	4.2
每股资料(元)					
EPS	1.91	2.22	2.65	3.04	3.46
每股经营净现金	2.34	3.26	4.50	4.59	5.06
每股净资产	13.24	14.77	16.26	17.85	19.64
每股股利	0.77	1.15	1.46	1.67	1.91
估值比率					
PE	24.2	20.8	17.4	15.2	13.3
PB	3.5	3.1	2.8	2.6	2.4
EV/EBITDA	22.5	17.7	12.2	10.8	9.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。