

华润三九 (000999)

2024 年年报点评: 核心业务保持稳健, 持续深入中药产业链条的融合布局

买入 (维持)

2025 年 03 月 16 日

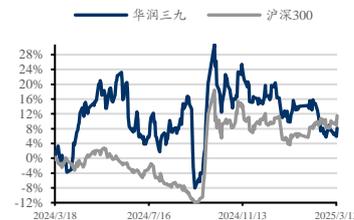
证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	24739	27617	30655	34202	37888
同比 (%)	36.83	11.63	11.00	11.57	10.78
归母净利润 (百万元)	2853	3368	3834	4409	5030
同比 (%)	16.50	18.05	13.84	15.01	14.07
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.22	2.62	2.99	3.43	3.92
P/E (现价&最新摊薄)	18.86	15.98	14.04	12.20	10.70

股价走势



投资要点

- **事件:** 2024 年, 公司实现营收 276.17 亿元 (+11.63%, 较去年同期增长 11.63%, 下同), 归母净利润 33.68 亿元 (+18.05%), 扣非归母净利润 31.18 亿元 (+15.01%); 单 Q4 季度, 公司实现营收 78.76 亿元 (+28.47%), 归母净利润 4.08 亿元 (-9.39%), 扣非归母净利润 3.66 亿元 (-10.27%)。整体符合预期。
- **CHC 业务稳健增长, 处方药业务态势良好。** 2024 年, 公司 CHC 业务实现营收 124.82 亿元 (+14.13%), 持续强化感冒、皮肤、胃肠品类组合, 尝试新品孵化, 强化渠道协同。处方药业务实现营收 60.06 亿元 (+15.04%), 其中, 配方颗粒实现恢复性增长, 饮片业务品种中选全国集采。传统国药业务实现营收 52.13 亿元 (+7.33%), 昆中药 1381 表现较好; 昆药集团完成对华润圣火 51% 股权的收购, 公司有望做大做强三七口服制剂品类, 提升市场份额。
- **毛利率有所下滑, 但净利率逐步回升。** 毛利率方面, CHC 业务毛利率为 60.86% (+0.67pct, 较去年增长 0.67 个百分点, 下同), 处方药业务毛利率为 47.51% (-4.64pct), 传统国药业务毛利率为 64.02% (-7.38pct)。综合上游药材成本端、集采政策及产品结构变动等多方面原因, 公司毛利率下滑至 51.86% (-1.38pct)。但公司盈利能力有所提升, 2024 年销售净利率提升至 13.68% (+0.85pct), 主要系销售费用率下滑至 26.14% (-2.02pct)。
- **战略并购, 看好华润三九在中药产业链条的融合布局。** 公司拟收购天士力 28% 股份, 目前已获国资委批复同意, 待公司股东大会审议批准后正式实施。交易完成后, 天士力将成为华润三九的控股子公司。天士力在创新研发、智能制造上优势突出, 有望和公司形成较好的互补。
- **盈利预测与投资评级:** 不考虑天士力并表, 考虑到集采等政策的影响, 我们将 2025、2026 年的归母净利润预测由 39.80、44.82 亿元下调至 38.34、44.09 亿元, 2027 年预计为 50.30 亿元, 当前市值对应 PE 为 14/12/11 倍, 公司核心业务稳定, 中药产业链的融合布局带来中长期增长势能, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品放量不及预期风险, 政策风险, 市场竞争加剧风险, 并购标的整合进度不及预期风险等。

市场数据

收盘价(元)	41.90
一年最低/最高价	36.24/65.84
市净率(倍)	2.70
流通 A 股市值(百万元)	53,449.82
总市值(百万元)	53,812.11

基础数据

每股净资产(元,LF)	15.50
资产负债率(% ,LF)	36.99
总股本(百万股)	1,284.30
流通 A 股(百万股)	1,275.65

相关研究

《华润三九(000999): 2024 半年报点评: CHC 板块稳健增长, 提质增效显著》

2024-08-26

《华润三九(000999): 2023 年业绩点评: CHC 业务稳中有进, 昆药业务融合值得期待》

2024-03-25

华润三九三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	21,876	28,401	35,477	42,657	营业总收入	27,617	30,655	34,202	37,888
货币资金及交易性金融资产	6,694	13,307	20,732	25,758	营业成本(含金融类)	13,296	14,676	16,331	18,047
经营性应收款项	9,398	8,830	9,511	10,459	税金及附加	295	353	393	436
存货	4,933	5,667	4,313	5,713	销售费用	7,220	8,124	9,012	9,927
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,658	1,839	2,052	2,273
其他流动资产	850	597	920	728	研发费用	802	920	1,026	1,099
非流动资产	18,206	17,974	17,790	17,584	财务费用	(24)	(45)	(140)	(243)
长期股权投资	432	432	502	572	加:其他收益	290	307	342	379
固定资产及使用权资产	6,302	6,026	5,724	5,396	投资净收益	31	21	21	19
在建工程	307	285	268	255	公允价值变动	9	0	0	0
无形资产	3,378	3,428	3,478	3,528	减值损失	(257)	(7)	(7)	(7)
商誉	5,124	5,074	5,024	4,974	资产处置收益	31	0	0	0
长期待摊费用	182	202	222	242	营业利润	4,475	5,110	5,884	6,741
其他非流动资产	2,481	2,526	2,572	2,617	营业外净收支	119	45	45	45
资产总计	40,082	46,375	53,268	60,242	利润总额	4,594	5,155	5,929	6,786
流动负债	13,605	15,520	17,341	18,482	减:所得税	816	876	1,008	1,154
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,039	1,339	1,439	1,539	净利润	3,778	4,279	4,921	5,632
经营性应付款项	3,149	3,129	3,675	3,544	减:少数股东损益	410	445	512	603
合同负债	1,861	2,094	2,303	2,527	归属母公司净利润	3,368	3,834	4,409	5,030
其他流动负债	7,556	8,957	9,924	10,873	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.62	2.99	3.43	3.92
非流动负债	1,220	1,320	1,470	1,670	EBIT	4,404	5,050	5,730	6,486
长期借款	178	228	328	478	EBITDA	5,304	5,875	6,576	7,354
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	51.86	52.12	52.25	52.37
租赁负债	92	142	192	242	归母净利率(%)	12.20	12.51	12.89	13.28
其他非流动负债	950	950	950	950	收入增长率(%)	11.63	11.00	11.57	10.78
负债合计	14,826	16,840	18,811	20,153	归母净利润增长率(%)	18.05	13.84	15.01	14.07
归属母公司股东权益	19,903	23,737	28,146	33,176					
少数股东权益	5,353	5,798	6,310	6,913					
所有者权益合计	25,256	29,535	34,456	40,089					
负债和股东权益	40,082	46,375	53,268	60,242					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,402	6,801	7,848	5,411	每股净资产(元)	15.50	18.48	21.92	25.83
投资活动现金流	(1,130)	(532)	(603)	(605)	最新发行在外股份(百万股)	1,284	1,284	1,284	1,284
筹资活动现金流	(4,629)	345	181	219	ROIC(%)	13.46	14.50	14.06	13.67
现金净增加额	(1,354)	6,613	7,425	5,025	ROE-摊薄(%)	16.92	16.15	15.67	15.16
折旧和摊销	900	825	846	868	资产负债率(%)	36.99	36.31	35.31	33.45
资本开支	(785)	(465)	(465)	(465)	P/E (现价&最新股本摊薄)	15.98	14.04	12.20	10.70
营运资本变动	(483)	1,702	2,070	(1,113)	P/B (现价)	2.70	2.27	1.91	1.62

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

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

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>