

CHC 业务稳健增长，昆药融合工作稳步推进

买入 (维持)

——华润三九 (000999) 点评报告

2024 年 03 月 26 日

报告关键要素:

3 月 22 日，公司发布 2023 年年度报告。

2023 年，公司实现营业收入 247.39 亿元 (+36.83%)，归母净利润 28.53 亿元 (+16.50%)，扣非归母净利润 27.11 亿元 (+22.18%)，经营活动产生的现金流量净额 41.92 亿元 (+39.43%)；

2023Q4，公司实现营业收入 61.31 亿元 (+2.72%)，归母净利润 4.50 亿元 (-9.29%)，扣非归母净利润 4.07 亿元 (-6.57%)，经营活动产生的现金流量净额 11.42 亿元 (+15.48%)。

2023 年，公司实现销售毛利率 53.24% (同比减少 0.78pct)，净利率 12.83% (同比减少 0.98pct)。费用率方面，销售费用率 28.16% (同比增加 0.08pct)，管理费用率 6.16% (同比增加 0.30pct)，财务费用率 -0.10% (同比减少 0.13pct)。

投资要点:

- **CHC 业务实现收入 117.07 亿元 (+2.83%)，毛利率 60.60% (同比增加 3.89 pct)。**①品牌 OTC 业务增长较好。999 感冒灵增长快速，999 抗病毒口服液、999 小柴胡颗粒亦实现快速增长。皮肤药 999 皮炎平绿色装及必无忧系列增长亮眼。三九胃泰结合线上线下整合营销策略，全方位增强消费者的体验；②专业品牌业务由于普药品种规模调整略有下滑。儿童健康领域围绕 999 澳诺钙核心产品，强化数字化营销品效协同，分品分人群制定投放策略。与赛诺菲合作品种“易善复”加速医疗零售协同，实现了较快增长。③康慢业务消化集采影响保持稳定增长。进一步提升理洙王牌血塞通三七软胶囊质量技术，通过多个研究项目打造循证证据。并推动华润圣火营销资源整合。
- **处方药业务实现收入 52.20 亿元 (-12.64%)，毛利率 52.15% (同比减少 0.68 pct)。**2023 年中药配方颗粒业务受国标切换及 15 省启动联盟集采影响，表现大幅低于预期。随着配方颗粒业务放开，产品实现标准化，市场竞争日益加剧，行业增速放缓，毛利率有一定降低。
- **昆药集团实现收入 77.03 亿元 (-6.99%)，融合工作稳步推进。**收

基础数据

总股本 (百万股)	988.18
流通股 A 股 (百万股)	978.40
收盘价 (元)	51.88
总市值 (亿元)	512.67
流通 A 股市值 (亿元)	507.59

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

昆药融合推进，配方颗粒业务波动

CHC 业务快速增长，处方药业务未来有望迎来恢复性增长

上半年业绩总体保持稳健，看好配方颗粒下半年标准切换和业务推进带来的业绩增长

分析师: 黄婧婧

执业证书编号: S0270522030001

电话: 18221003557

邮箱: huangjj@wlzq.com.cn

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	24738.96	29191.36	33508.69	37284.19
增长比率 (%)	36.83	18.00	14.79	11.27
归母净利润 (百万元)	2852.93	3389.54	3845.05	4263.00
增长比率 (%)	16.50	18.81	13.44	10.87
每股收益 (元)	2.89	3.43	3.89	4.31
市盈率 (倍)	17.97	15.13	13.33	12.03
市净率 (倍)	2.70	2.29	1.96	1.68

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

入减少主要因其商业板块业务结构优化及对外援助业务减少。昆药集团重点聚焦慢病管理和老龄健康领域,进一步深挖三七产业链的学术价值,通过学术和品牌的探索,提供更专业化的解决方案,以满足银发人群的多层次需求。公司积极搭建以中风防治为核心的心脑血管慢病管理生态圈,通过持续提升终端掌控与医院开发能力,充分发挥昆药三七血塞通系列多剂型、多品规的组合优势;结合“学术赋能+品牌打造”,依托“KPC·1951”、“777”两大事业部,强化渠道拓展与协同,增强产品品牌价值,带动产品实现快速增长、市场占有率稳步提升。

盈利预测与投资建议: 公司是中药 OTC 行业龙头, OTC 多个细分品类在行业领先,公司持续夯实 OTC 业务行业地位,实现稳步增长;昆药融合进展持续推进,业务聚焦老龄化赛道,在公司渠道赋能下有望实现稳步发展。基于公司业务发展以及新发布的业绩报告,我们做出盈利预测调整, 2024/2025/2026 年营业收入分别为 291.91 亿元/335.09 亿元/372.84 亿元(调整前为 316.01 亿元/353.46 亿元/-), 对应归母净利润为 33.90 亿元/38.45 亿元/42.63 亿元(调整前为 34.32 亿元/39.37 亿元/-), 对应 EPS3.43 元/股、3.89 元/股、4.31 元/股, 对应 PE 为 15.13/13.33/12.03(对应 2024 年 3 月 25 日收盘价 51.88 元)。基于公司是中药 OTC 龙头,品种和品牌拓展能力强,维持“买入”评级。

风险因素: 配方颗粒和中成药集采超预期风险,昆药融合不达预期风险,研发进展不达预期风险等

利润表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	24739	29191	33509	37284
同比增速 (%)	36.83	18.00	14.79	11.27
营业成本	11567	13699	15161	16359
毛利	13172	15493	18348	20925
营业收入 (%)	53.24	53.07	54.76	56.12
税金及附加	275	301	342	373
营业收入 (%)	1.11	1.03	1.02	1.00
销售费用	6965	8232	10220	11931
营业收入 (%)	28.16	28.20	30.50	32.00
管理费用	1524	1751	1977	2162
营业收入 (%)	6.16	6.00	5.90	5.80
研发费用	715	1022	1206	1380
营业收入 (%)	2.89	3.50	3.60	3.70
财务费用	-24	97	95	136
营业收入 (%)	-0.10	0.33	0.28	0.36
资产减值损失	-173	-18	-3	-2
信用减值损失	-68	-58	0	0
其他收益	286	222	335	447
投资收益	18	6	25	21
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-29	0	0	0
资产处置收益	1	3	0	0
营业利润	3753	4244	4865	5410
营业收入 (%)	15.17	14.54	14.52	14.51
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	3754	4244	4865	5410
营业收入 (%)	15.18	14.54	14.52	14.51
所得税费用	581	637	743	823
净利润	3173	3607	4122	4586
营业收入 (%)	12.83	12.36	12.30	12.30
归属于母公司的净利润	2853	3390	3845	4263
同比增速 (%)	16.50	18.81	13.44	10.87
少数股东损益	321	218	276	323
EPS (元/股)	2.89	3.43	3.89	4.31

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	2.89	3.43	3.89	4.31
BVPS	19.19	22.63	26.52	30.84
PE	17.97	15.13	13.33	12.03
PEG	1.09	0.80	0.99	1.11
PB	2.70	2.29	1.96	1.68
EV/EBITDA	9.74	8.98	8.24	7.15
ROE	15.04%	15.16%	14.67%	13.99%
ROIC	11.80%	11.38%	11.42%	11.29%

资产负债表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6771	11161	8197	10037
交易性金融资产	1456	1536	1536	1536
应收票据及应收账款	6190	6776	7924	8846
存货	5112	9954	11018	11890
预付款项	496	1370	1516	1636
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2497	5899	6693	7387
流动资产合计	22522	36696	36884	41333
长期股权投资	144	201	263	327
固定资产	5890	7319	8511	9758
在建工程	538	533	484	390
无形资产	3457	4526	5435	6427
商誉	5124	5659	6292	6976
递延所得税资产	627	627	627	627
其他非流动资产	1847	1958	2038	2123
资产总计	40148	57518	60535	67961
短期借款	886	886	1138	1383
应付票据及应付账款	3097	6431	7117	7680
预收账款	0	0	0	0
合同负债	1650	3211	2901	3395
应付职工薪酬	1330	2192	2113	2326
应交税费	556	876	914	1021
其他流动负债	6313	12417	10977	12439
流动负债合计	12947	25126	24021	26861
长期借款	1803	3379	3379	3379
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	341	341	341	341
其他非流动负债	796	796	796	796
负债合计	15887	29642	28537	31376
归属于母公司的所有者权益	18967	22364	26209	30472
少数股东权益	5295	5513	5789	6112
股东权益	24262	27877	31998	36585
负债及股东权益	40148	57518	60535	67961

现金流量表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	4192	6877	648	5701
投资	-953	-190	-106	-110
资本性支出	-831	-3697	-3577	-3800
其他	991	-16	25	21
投资活动现金流净额	-793	-3903	-3658	-3888
债权融资	-1836	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	3578	1576	252	246
筹资成本	-1184	-165	-207	-218
其他	-107	0	0	0
筹资活动现金流净额	450	1411	45	28
现金净流量	3854	4390	-2964	1841

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

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

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场