

2024Q3 业绩承压，战略并购稳步融合

买入 (维持)

——华润三九 (000999) 点评报告

2024 年 10 月 28 日

报告关键要素:

2024 年 10 月 25 日公司发布三季报。

2024 年前三季度，公司实现营业收入 197.40 亿元 (+6.08%)，归母净利润 29.60 亿元 (+23.19%)，扣非归母净利润 27.52 亿元 (+19.48%)；单看 2024Q3，公司实现营业收入 56.34 亿元 (同比 3.16%，环比-17.29%)，归母净利润 5.61 亿元 (同比+6.85%，环比-45.73%)，扣非归母净利润 4.44 亿元 (同比-6.83%，环比-54.76%)。

投资要点:

锚定战略方向，持续优化业务布局：CHC 业务方面，消费者品牌认可度提升助推呼吸品类保持较好增长。公司通过优质剧集、王牌综艺、短剧等持续与消费者开展沟通，扩大品牌声量；处方药业务方面，持续丰富产品线，着重产品价值发掘与竞争力提升，打造品牌影响力，赋能 CHC 业务协同发展；国药业务方面，持续夯实业务基本盘，锤炼产业链竞争优势；配方颗粒业务方面，抢抓市场格局调整窗口机遇，有序应对配方颗粒业务多地区带量联动采购工作，业务实现恢复性增长。

战略并购，稳步融合：2024 年 8 月 5 日，公司披露拟收购天士力 28% 股份相关公告，本次交易完成后，天士力将成为华润三九的控股子公司。有利于双方在中药材种植、创新研发、智能制造、渠道营销等领域相互赋能，有利于公司加快补充创新中药管线；昆药集团与公司的融合变革工作正在有序推进中。精品国药领域，昆中药坚持以“品牌文化+品类拓展+IP 营销”三轮驱动；三七业务方面，建立起大众对血塞通软胶囊有效成分三七总皂苷作用的充分认知。

三项费用率优化：2024 年前三季度，公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 24.07%、5.44%、-0.07%，合计占比 29.44% (同比减少 1.66 个百分点)。公司 2024 年前三季度毛利率和净利率分别为 52.68% (同比增加 0.89 个百分点) 和 16.44% (同比增加 1.96 个百分点)；2024Q3，公司综合毛利率 (未剔除昆药并表影响) 为 50.47% (同比减少 0.29 个百分点，环比减少 3.25 个百分点)，净利率 (未剔除昆

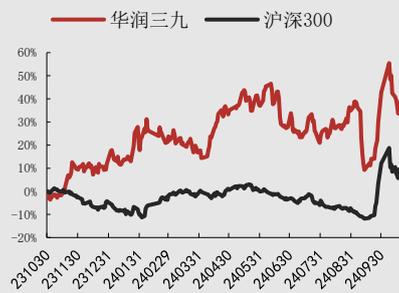
	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	24738.96	27711.91	30465.93	33260.96
增长比率 (%)	36.83	12.02	9.94	9.17
归母净利润 (百万元)	2852.93	3368.59	3817.28	4228.49
增长比率 (%)	16.50	18.07	13.32	10.77
每股收益 (元)	2.22	2.62	2.97	3.29
市盈率 (倍)	21.36	18.09	15.96	14.41
市净率 (倍)	3.21	2.92	2.47	2.11

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本 (百万股)	1,284.33
流通 A 股 (百万股)	1,275.70
收盘价 (元)	47.44
总市值 (亿元)	609.28
流通 A 股市值 (亿元)	605.19

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

CHC 业务稳增长，强收购实力丰富中药产业链布局

拟收购天士力 28% 股份，有望增强中药创新领域实力

CHC 业务实现快速增长，费用优化

分析师：黄婧婧

执业证书编号：S0270522030001

电话：18221003557

邮箱：huangjj@wlzq.com.cn

药并表影响)为 11.85% (同比增加 0.22 个百分点, 环比减少 4.65 个百分点)。

盈利预测与投资建议: 公司是中药 OTC 领域龙头企业, 在强大的收购实力基础上不断丰富中药产业链布局, 未来有望实现院内院外市场双轮驱动发展。在不考虑收购天士力影响的情况下, 根据公司披露公告, 我们调整公司盈利预测, 预计 2024/2025/2026 年归母净利润分别为 33.69 亿元/38.17 亿元/42.28 亿元 (调整前为 33.90 亿元/38.36 亿元/42.54 亿元), 对应 EPS 2.62 元/股、2.97 元/股、3.29 元/股, 对应 PE 为 18.09/15.96/14.41 (对应 2024 年 10 月 25 日收盘价 47.44 元), 维持“买入”评级。

风险因素: 呼吸品类发病率变化、中药配方颗粒品种省级联采实施、集采提质扩面、DRG/DIP 支付方式在全国范围内推广等可能带来的影响

利润表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	24739	27712	30466	33261
同比增速 (%)	36.83	12.02	9.94	9.17
营业成本	11567	13137	14041	14912
毛利	13172	14575	16425	18349
营业收入 (%)	53.24	52.59	53.91	55.17
税金及附加	275	285	335	399
营业收入 (%)	1.11	1.03	1.10	1.20
销售费用	6965	7759	8835	9978
营业收入 (%)	28.16	28.00	29.00	30.00
管理费用	1524	1801	1950	2095
营业收入 (%)	6.16	6.50	6.40	6.30
研发费用	715	914	1036	1164
营业收入 (%)	2.89	3.30	3.40	3.50
财务费用	-24	97	109	99
营业收入 (%)	-0.10	0.35	0.36	0.30
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	277	305	333
投资收益	18	42	46	50
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	111	122	133
营业利润	3753	4071	4630	5127
营业收入 (%)	15.17	14.69	15.20	15.41
营业外收支	1	15	15	15
利润总额	3754	4086	4645	5142
营业收入 (%)	15.18	14.74	15.25	15.46
所得税费用	581	613	710	783
净利润	3173	3473	3935	4359
营业收入 (%)	12.83	12.53	12.92	13.11
归属于母公司的净利润	2853	3369	3817	4228
同比增速 (%)	16.50	18.07	13.32	10.77
少数股东损益	321	104	118	131
EPS (元/股)	2.22	2.62	2.97	3.29

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	2.22	2.62	2.97	3.29
BVPS	14.77	16.26	19.24	22.53
PE	21.36	18.09	15.96	14.41
PEG	1.29	1.00	1.20	1.34
PB	3.21	2.92	2.47	2.11
EV/EBITDA	9.74	11.60	9.64	8.41
ROE	15.04%	16.13%	15.45%	14.61%
ROIC	11.80%	11.44%	11.42%	11.14%

资产负债表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6771	9832	11934	14332
交易性金融资产	1456	1536	1536	1536
应收票据及应收账款	6190	6801	7486	8220
存货	5112	7283	7785	8269
预付款项	496	1314	1404	1491
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2497	3210	3476	3746
流动资产合计	22522	29975	33621	37595
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	3377	3288	3196
商誉	5124	5659	6292	6976
递延所得税资产	627	584	584	584
其他非流动资产	1847	1928	2009	2094
资产总计	40148	49576	55053	60920
短期借款	886	886	1138	1383
应付票据及应付账款	3097	4744	5070	5385
预收账款	0	0	0	0
合同负债	1650	2771	3047	3326
应付职工薪酬	1330	2233	2387	2535
应交税费	556	831	914	998
其他流动负债	6313	8252	8956	9637
流动负债合计	12947	18832	20374	21881
长期借款	1803	3379	3379	3379
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	341	334	334	334
其他非流动负债	796	743	743	743
负债合计	15887	23288	24830	26337
归属于母公司的所有者权益	18967	20889	24706	28935
少数股东权益	5295	5399	5517	5648
股东权益	24262	26288	30223	34582
负债及股东权益	40148	49576	55053	60920

现金流量表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	4192	5491	4560	4998
投资	-953	-190	-106	-110
资本性支出	-831	-2482	-2442	-2567
其他	991	106	46	50
投资活动现金流净额	-793	-2565	-2502	-2627
债权融资	-728	209	0	0
股权融资	0	33	0	0
银行贷款增加 (减少)	2470	1576	252	246
筹资成本	-1184	-1647	-207	-218
其他	-107	-37	0	0
筹资活动现金流净额	450	135	45	28
现金净流量	3854	3061	2102	2398

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