

华润三九（000999.SZ）——2024年三季度报点评

短期利润端有所承压，长期中药全产业链布局持续推进

优于大市

核心观点

2024年三季度单季收入微增，扣非归母净利润有所承压。2024年前三季度，公司实现营业收入197.40亿元，同比增长6.08%；实现归属于上市公司股东净利润29.60亿元，同比增长23.19%；实现扣非后归属于上市公司股东净利润27.52亿元，同比增长19.48%。从单季情况看，2024Q3实现营业收入56.34亿元，同比增长3.16%；实现归属于上市公司股东净利润5.61亿元，同比增长6.85%；实现扣非后归属于上市公司股东净利润4.44亿元，同比减少6.83%。

CHC业务稳健，配方颗粒业务恢复性增长。核心业务CHC健康消费品板块表现稳健，不断围绕全域布局、全面领先的战略思路，丰富品牌矩阵，深化品牌影响力。处方药业务持续丰富产品线，着重产品价值发掘与竞争力提升，赋能CHC业务协同发展。其中，国药业务持续夯实业务基本盘，锤炼产业链竞争优势，配方颗粒业务迎难而上，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。

昆药融合深化：组织架构梳理及品牌宣传持续推进。昆药集团梳理全新组织架构，充分发挥战略引领、业务赋能、风险防控和价值创造等核心职能作用，推动其向高效一体化组织迈进。业务层面：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，首发品牌文化宣传片《问道1381》，传递昆中药1381厚重的历史底色和宏大的品牌格局；三七领域，继续携手各大连锁，在全国范围内开展多场777三七“生命之河”私享会活动以及“777银发青年守护行动”，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。

拟收购天士力，补齐中药创新领域短板。8月5日，公司披露了拟收购天士力医药集团股份有限公司28%股份的重大资产重组预案等相关公告，有望实现强强联合：一方面，天士力在中药创新领域布局深厚，有望提升华润三九在医疗端的运营能力；另一方面，华润三九的品牌打造能力及CHC渠道优势业内领先，有望帮助天士力提升院外市场效率。

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：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，业绩有望继续保持稳步增长。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

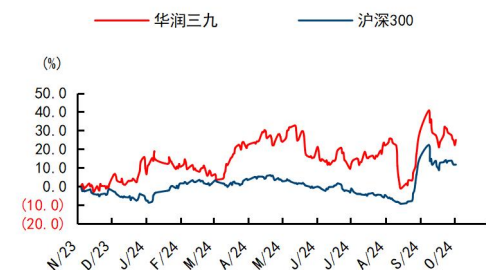
医药生物·中药II

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	45.99元
总市值/流通市值	59066/58669百万元
52周最高价/最低价	65.84/36.24元
近3个月日均成交额	511.27百万元

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)——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》——2024-09-02
- 《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

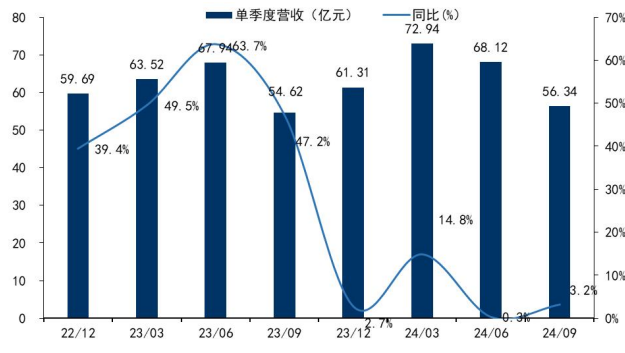
2024 年三季度单季收入微增，扣非归母净利润有所承压。2024 年前三季度，公司实现营业收入 197.40 亿元，同比增长 6.08%；实现归属于上市公司股东净利润 29.60 亿元，同比增长 23.19%；实现扣非后归属于上市公司股东净利润 27.52 亿元，同比增长 19.48%。从单季情况看，2024Q3 实现营业收入 56.34 亿元，同比增长 3.16%；实现归属于上市公司股东净利润 5.61 亿元，同比增长 6.85%；实现扣非后归属于上市公司股东净利润 4.44 亿元，同比减少 6.83%。

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、%)



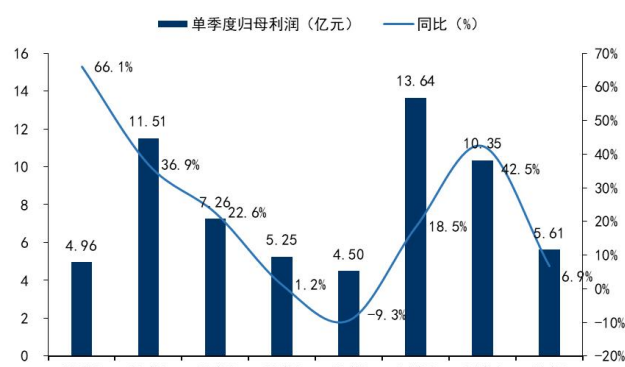
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 华润三九归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



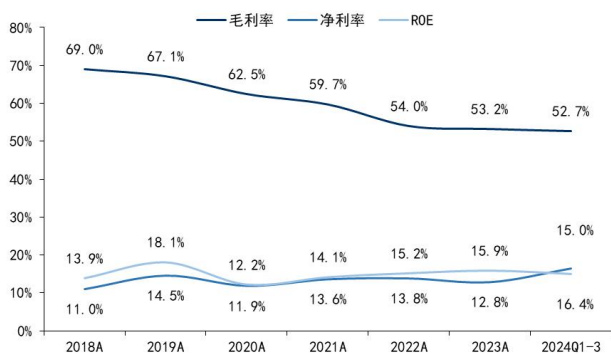
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 华润三九单季归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)

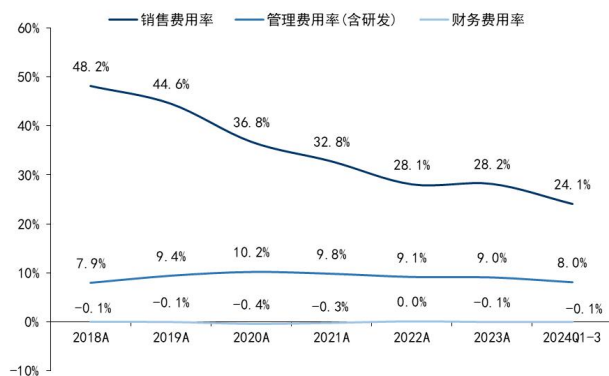


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率同比提升，费用结构改善。2024 年前三季度，公司销售毛利率 52.7% (+0.9pp)，销售费用率 24.1% (-1.6pp)，管理费用率 5.4% (-0.1pp)，研发费用率 2.6% (+0.1%)，财务费用率-0.1% (同比基本持平)，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 业务稳健，配方颗粒业务恢复性增长。核心业务 CHC 健康消费品板块表现稳健，不断围绕全域布局、全面领先的战略思路，丰富品牌矩阵，深化品牌影响力。处方药业务持续丰富产品线，着重产品价值发掘与竞争力提升，赋能 CHC 业务协同发展。其中，国药业务持续夯实业务基本盘，锤炼产业链竞争优势，配方颗粒业务迎难而上，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。

昆药融合深化：组织架构梳理及品牌宣传持续推进。昆药集团梳理全新组织架构，充分发挥战略引领、业务赋能、风险防控和价值创造等核心职能作用，推动其向高效一体化组织迈进。业务层面：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，首发品牌文化宣传片《问道 1381》，传递昆中药 1381 厚重的历史底色和宏大的品牌格局；三七领域，继续携手各大连锁，在全国范围内开展多场 777 三七“生命之河”私享会活动以及“777 银发青年守护行动”，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。

拟收购天士力，补齐中药创新领域短板。8 月 5 日，公司披露了拟收购天士力医药集团股份有限公司 28% 股份的重大资产重组预案等相关公告，有望实现强强联合：一方面，天士力在中药创新领域布局深厚，有望提升华润三九在医疗端的运营能力；另一方面，华润三九的品牌打造能力及 CHC 渠道优势业内领先，有望帮助天士力提升院外市场效率。

表1: 华润三九 2010 年至今收购和国际合作事件梳理

时间	公司	业务/品牌/产品	所属产业群
收购			
2010	华润金蟾	承载华润三九中药抗肿瘤药和中药配方颗粒两大核心产品的生产任务；代表产品华蟾素系列	RX
2012	华润本溪三药	脾胃、痹症、乙肝、感冒四大系列中成药；代表产品有气滞胃痛颗粒、尪痹颗粒/胶囊、瘀血痹片等	RX
2012	华润神鹿	温胃舒颗粒（胶囊）、养胃舒颗粒（胶囊）、益胆片、儿泻停颗粒、银菊清咽颗粒等产品	RX
2012	华润高科	舒血宁注射液、茵栀黄口服液	RX
2012	华润北贸	负责本溪三药、华润神鹿、华润高科的销售工作	RX
2012	华润顶峰	“顶峰”品牌，生产外用药品为主，公司皮肤药生产基地，主要产品顶峰康王、顶峰康霜	CHC
2013	华润天和	骨科领域拥有系列化的产品和领先的品牌，天和牌骨通贴膏、天和牌 PIB 骨通贴膏、天和追风膏等知名品种	CHC

2014	和善堂	参规范化种植、人参饮片加工、人参系列大健康产品开发	RX
2015	浙江众益	主要产品包括阿奇霉素肠溶胶囊、红霉素肠溶胶囊、镁加铝咀嚼片	RX
2016	圣火药业	“理血王”牌血塞通软胶囊，补充心脑血管领域口服剂型产品	CHC
2017	华润圣海	拥有“三九益普利生”等品牌，集研发、生产、OEM、ODM及销售于一体的专业膳食营养补充剂生产企业	CHC
2020	澳诺制药	核心产品为葡萄糖酸钙锌口服溶液、维生素C咀嚼片，“澳诺”“金辛金巧特”是儿童补钙知名品牌	CHC
2020	深圳华润堂	内地市场的线下门店零售业务	RX
2020	安徽润芙蓉	中药饮片加工销售	RX
2022	昆药集团	拥有品牌“昆中药 1381”以及核心植物资源三七、青蒿等，致力于将昆药集团打造为三七产业链龙头企业	产业链
2024	天士力	中药材种植、创新研发、智能制造、渠道营销	产业链

国际合作

2016	赛诺菲中国	“易善复”“好娃娃”“康妇特”等肝胆、儿科、妇科品类的品牌
2020	诺和诺德	共同推广重组人生长激素注射液-诺泽，丰富儿科产品线
2021	龙角散	日本咽喉类产品领军品牌“龙角散”
2023	史达德	史达德旗下感冒及止咳药物，包括史达功、瑞可、息柯宁、格力特等

资料来源：公司官网、公司公告，国信证券经济研究所整理 注：天士力的收购计划处于进行阶段，相关交易尚未完成

投资建议：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，业绩有望继续保持稳步增长。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	2024/11/01 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	45.99	591	2.22	2.58	3.07	3.55	20.7	17.8	15.0	13.0	15.9	1.1	优于大市
600557.SH	康缘药业	14.17	82	0.92	0.93	1.04	1.16	15.4	15.2	13.6	12.2	10.8	1.9	优于大市
600535.SH	天士力	14.90	223	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	28.10	457	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	16.90	282	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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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