

华润三九 (000999.SZ)
中药 II

证券研究报告/公司点评报告

2024年11月04日

评级: 买入 (维持)

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师: 孙宇瑶

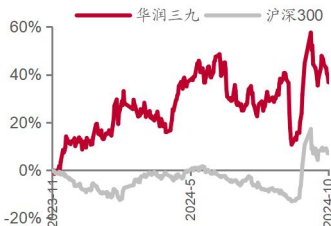
执业证书编号: S0740522060002

Email: sunyy03@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,284.33
流通股本(百万股)	1,275.70
市价(元)	45.99
市值(百万元)	59,066.13
流通市值(百万元)	58,669.50

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 《华润三九: 业绩超预期, CHC 业务表现亮眼》2024-08-26
- 《华润三九: Q1 超预期, 合同负债维持高位》2024-04-22
- 《华润三九: 业绩符合预期, 昆药融合渐入佳境, 昆药融合渐入佳境》2024-03-25

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,079	24,739	26,566	29,276	32,086
增长率 yoy%	18%	37%	7%	10%	10%
归母净利润(百万元)	2,449	2,853	3,350	3,877	4,457
增长率 yoy%	20%	17%	17%	16%	15%
每股收益(元)	2.48	2.89	3.39	3.92	4.51
每股现金流量	3.04	4.24	5.94	5.27	4.92
净资产收益率	14%	12%	12%	12%	12%
P/E	24.1	20.7	17.6	15.2	13.3
P/B	3.5	3.1	2.7	2.3	2.0

备注: 股价截止自2024年11月02日收盘价, 每股指标按照最新股本数全面摊薄

报告摘要

- 事件:** 公司发布 2024 年三季报, 报告期内实现营业收入 197.40 亿元, 同比增长 6.08%; 实现归母净利润 29.60 亿元, 同比增长 23.19%; 实现扣非净利润 27.52 亿元, 同比增长 19.48%。
- 业绩符合预期, 全年增长无虞。** 单三季度公司实现营业收入 56.34 亿元, 同比增长 3.16%; 实现归母净利润 5.61 亿元, 同比增长 6.85%; 实现扣非净利润 4.44 亿元, 同比下降 6.83%。业绩基本符合市场预期, 其中归母净利润表现较好系政府补助和来自参股子公司润生药业公允价值收益增加所致。
- 销售费用率持续优化, 净利率稳中有升。** 前三季度, 公司实现毛利率 52.68%, 较 2023 年同期提升 0.89pp; 实现净利率 14.99%, 较 2023 年同期提升 2.08pp; 净利率的提升主要得益于费用端的优化。费用端, 2024 年前三季度公司销售/管理/财务费用率分别为 24.07%/8.03%/-0.07%, 分别同比-1.55pp/-0.02pp/0.04pp, 得益于销售费用率的大幅下降, 公司整体期间费用率得到有效控制。
- 昆药稳步融合, 拟并购天士力有望贡献增量。** 昆药整合进程稳步推进, 战略举措逐项落地, 加大三七产业链投入, 并持续打造“昆中药 1381”精品国药品牌。8 月公司公告拟以 62.1 亿元收购天士力 28% 股份, 交易完成后天士力将成为华润三九控股子公司, 预计会在明年一季度完成交易。未来华润三九将以 CHC 业务为主; 天士力将以创新中药、处方药业务为主; 昆药集团将立足银发健康产业, 成为银发健康领导者; 长期战略规划清晰。
- 盈利预测和投资建议:** 根据三季报我们对盈利预测略做调整, 不考虑天士力并表, 预计 2024-2026 年公司实现营业收入 265.66、292.76、320.86 亿元(预测前值为 265.66、295.80、328.84 亿元), 同比增长 7%、10%、10%, 实现归母净利润 33.50、38.77、44.57 亿元(预测前值为 34.57、38.79、43.43 亿元), 同比增长 17%、16%、15%。考虑到公司是稀缺的中药 OTC 平台型企业, 品牌和渠道优势突出, 内生外延双轮驱动成长, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格波动的风险、并购整合不及预期的风险、政策变化风险、研报使用信息数据更新不及时的风险

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6,771	10,721	14,819	18,575	营业收入	24,739	26,566	29,276	32,086
应收票据	8	0	0	0	营业成本	11,567	12,319	13,337	14,321
应收账款	6,182	6,599	7,035	7,608	税金及附加	275	324	352	375
预付账款	496	185	200	215	销售费用	6,965	7,439	8,256	9,080
存货	5,112	4,254	4,129	4,845	管理费用	1,524	1,647	1,815	1,957
合同资产	0	0	0	0	研发费用	715	767	846	927
其他流动资产	3,953	3,607	3,827	4,054	财务费用	-24	-72	-184	-192
流动资产合计	22,522	25,367	30,010	35,297	信用减值损失	-68	-15	-15	-15
其他长期投资	82	83	84	85	资产减值损失	-173	-60	-55	-50
长期股权投资	144	144	144	144	公允价值变动收益	-29	-7	-11	-16
固定资产	5,883	5,651	5,503	5,432	投资收益	18	60	41	40
在建工程	538	638	638	538	其他收益	286	286	286	286
无形资产	3,457	3,643	3,925	4,345	营业利润	3,753	4,407	5,102	5,864
其他非流动资产	7,523	7,553	7,579	7,606	营业外收入	51	51	51	51
非流动资产合计	17,626	17,711	17,874	18,150	营业外支出	50	50	50	50
资产合计	40,148	43,078	47,884	53,447	利润总额	3,754	4,408	5,103	5,865
短期借款	886	97	226	335	所得税	581	682	790	907
应付票据	732	645	692	749	净利润	3,173	3,726	4,313	4,958
应付账款	2,365	3,696	4,041	4,382	少数股东损益	321	376	436	501
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	2,853	3,350	3,877	4,457
合同负债	1,650	478	527	578	NOPLAT	3,153	3,665	4,158	4,795
其他应付款	4,751	4,751	4,751	4,751	EPS (摊薄)	2.89	3.39	3.92	4.51
一年内到期的非流动负债	178	178	178	178					
其他流动负债	2,385	2,525	2,715	2,881					
流动负债合计	12,947	12,369	13,130	13,853	主要财务比率				
长期借款	1,803	1,853	1,783	1,863	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
应付债券	0	0	0	0	成长能力				
其他非流动负债	1,137	1,137	1,137	1,137	营业收入增长率	36.8%	7.4%	10.2%	9.6%
非流动负债合计	2,940	2,990	2,920	3,000	EBIT 增长率	25.6%	16.3%	13.4%	15.3%
负债合计	15,887	15,358	16,049	16,852	归母公司净利润增长率	16.5%	17.4%	15.7%	14.9%
归属母公司所有者权益	18,967	22,048	25,728	29,987	获利能力				
少数股东权益	5,295	5,671	6,107	6,608	毛利率	53.2%	53.6%	54.4%	55.4%
所有者权益合计	24,262	27,719	31,835	36,594	净利率	12.8%	14.0%	14.7%	15.5%
负债和股东权益	40,148	43,078	47,884	53,447	ROE	11.8%	12.1%	12.2%	12.2%
					ROIC	19.4%	19.8%	18.8%	18.3%
					偿债能力				
					资产负债率	39.6%	35.7%	33.5%	31.5%
					债务权益比	16.5%	11.8%	10.4%	9.6%
					流动比率	1.7	2.1	2.3	2.5
					速动比率	1.3	1.7	2.0	2.2
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
					应收账款周转天数	75	87	84	82
					应付账款周转天数	59	89	104	106
					存货周转天数	118	137	113	113
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.89	3.39	3.92	4.51
					每股经营现金流	4.24	5.94	5.27	4.92
					每股净资产	19.19	22.31	26.04	30.35
					估值比率				
					P/E	21	18	15	13
					P/B	3	3	2	2
					EV/EBITDA	40	33	30	27

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,192	5,867	5,205	4,862
现金收益	3,902	4,677	5,151	5,805
存货影响	-2,614	859	125	-716
经营性应收影响	-1,871	-38	-396	-538
经营性应付影响	2,387	1,243	393	398
其他影响	2,388	-873	-67	-87
投资活动现金流	-793	-1,052	-1,153	-1,289
资本支出	-3,591	-1,076	-1,157	-1,287
股权投资	-78	0	0	0
其他长期资产变化	2,876	24	4	-2
融资活动现金流	450	-865	46	183
借款增加	2,581	-739	59	189
股利及利息支付	-1,184	-446	-448	-523
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-947	320	435	517

来源：WIND，中泰证券研究所

投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。