

## 收购昆药，优势资源协同效应对助力长远发展

买入(维持)

## ——华润三九(000999)跟踪报告

2022年05月09日

## 报告关键要素：

**事件：**华润三九拟以支付现金的方式向华立医药购买其所持有的昆药集团 208,976,160 股股份（占昆药集团已发行股份总数的 27.56%），并向华立集团购买其所持有的昆药集团 3,335,456 股股份（占昆药集团已发行股份总数的 0.44%）。交易完成后，上市公司将持有昆药集团 212,311,616 股股份（占昆药集团已发行股份总数的 28%），昆药集团将成为华润三九的控股子公司。

## 投资要点：

**产品线和渠道资源双重互补：**1) OTC 产品线互补：华润三九 OTC 业务覆盖感冒、胃肠、皮肤、肝胆、儿科、骨科、妇科等品类，并积极向健康管理、康复慢病管理产品延伸。昆药集团大健康板块围绕三七、青蒿等昆药核心植物资源，以 KPC、云昆等品牌为切入点推进 N+n 产品战略，从功效护肤、口腔护理延伸至女性个护、健康食品等品类。昆药集团的收购丰富了公司大健康等 OTC 领域的产矩阵；2) 渠道终端资源互补：华润三九和昆药集团均重视注重线下发力，线上开拓营销策略，昆药集团已开立天猫旗舰店、淘宝企业店等 16 家自营店铺，全面拥抱互联网和新媒体渠道；线下积极拓展药店、百强连锁、母婴店等平台，与百强连锁药店众友、老百姓、国大达成长期合作，与地方龙头连锁佛慈、德生堂、至仁同济形成战略合作，覆盖终端数约 3 万多家。昆药集团的加入将强化公司“互联网+医+药”的新型产业链价值，同时线下优质资源也将得到效用更大化。

**慢病康复领域：**三七系列产业协同，打造产业链龙头企业。1) 华润三九和昆药集团在心脑血管、慢病治疗领域有相似的产品线布局，收购后实现强强联合。血塞通系列在心脑血管疾病中成药中销售占比第一，其中核心产品血塞通软胶囊生产厂家只有华润三九和昆药集团，2021 年两者零售端销售额合计 6.09 亿元，实现 33.93% 的高增速。2) 围绕三七资源发展产业体系，促进双方共同发展。作为心脑血管中成药领域重要上游产业，三七系列产品合作推广将完善公司心脑血管领域的布局。2021 年华润三九三七系列新品上市，随着对昆药集团收购，公司三七产业将继续拓宽。

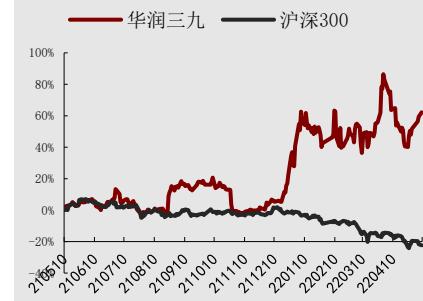
	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15319.99	17225.54	19527.08	22303.18
增长比率(%)	12	12	13	14
净利润(百万元)	2046.87	2375.47	2774.33	3158.36
增长比率(%)	28	16	17	14
每股收益(元)	2.09	2.43	2.83	3.23
市盈率(倍)	18.54	15.97	13.68	12.01
市净率(倍)	2.48	2.13	1.84	1.59

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)	978.90
流通A股(百万股)	978.40
收盘价(元)	39.46
总市值(亿元)	386.27
流通A股市值(亿元)	386.07

## 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

一季报利润超预期，费用结构进一步优化  
中药 OTC 引领者，拥抱趋势，变革求新

分析师：黄婧婧

执业证书编号：S0270522030001

电话：18221003557

邮箱：huangjj@wlzq.com.cn

**胃肠领域：收购黄金单品，丰富产品布局。**胃肠领域，昆中药聚焦黄金单品。参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒（基药独家品种）、金花消痤丸、口咽清丸（主攻新零售赛道）等增长强劲，和华润三九的“三九胃泰”系列、气滞胃痛颗粒（独家）、养胃舒颗粒和温胃舒颗粒等共同构建肠胃矩阵。

**盈利预测与投资建议：**公司是 OTC 龙头企业，且处方药业务包含中药配方颗粒等，预计 2022/2023/2024 年收入为 172.26 亿元/195.27 亿元/223.03 亿元，对应归母净利润 23.75 亿元/27.74 亿元/31.58 亿元，对应 EPS 为 2.43 元/股，2.83 元/股，3.23 元/股，对应 PE 为 15.97/13.68/12.01（对应 2022 年 5 月 6 日收盘价 38.76 元）。**基于公司的品牌优势、终端渠道网络扩张、产品的创新迭代以及与优质资源的强强联合效应，未来有望在新老产品带动下实现持续增长，给予“买入”评级。**

**风险因素：**市场竞争加剧风险，集采降价风险，研发进度不及预期风险、并购整合风险、原材料价格波动风险。

## 正文目录

1 产品和渠道资源协同，强化品牌优势 .....	4
2 慢病康复领域：三七产业协同，打造精品国药品牌 .....	4
3 胃肠领域：收购黄金大单品，丰富产品布局 .....	5
4 风险因素 .....	5

图表 1: 2019 年心脑血管疾病用中药药品销售占比前五 .....	5
图表 2: 血塞通软胶囊近五年销售额和增速 .....	5

## 1 产品和渠道资源协同，强化品牌优势

**大健康等OTC产品线互补。**昆药集团大健康板块围绕三七、青蒿等昆药核心植物资源，以KPC、云昆等品牌为切入点，加速品类全入口布局，推进N+n产品战略，在已有产品、品类基础上，不断拓展n类新品，从功效护肤、口腔护理延伸至女性个护、健康食品等品类，构建符合消费端“更美更健康”需求的植物系大健康产品组合。华润三九业务聚焦CHC健康消费品和处方药，通过1+n策略，在“999”品牌的基础上，陆续补充了“天和”、“顺峰”、“好娃娃”、“易善复”、“康妇特”、“澳诺”等深受消费者认可的药品品牌，OTC业务覆盖感冒、胃肠、皮肤、肝胆、儿科、骨科、妇科等领域，并积极向健康管理、康复慢病管理产品延伸。昆药集团的收购丰富了公司大健康等OTC领域的产品矩阵。

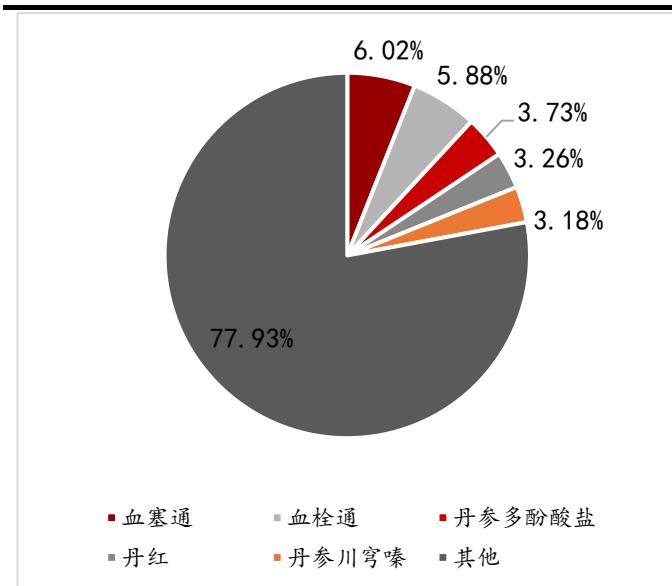
**渠道终端资源互补。**华润三九和昆药集团都注重线下发力，线上开拓营销策略。2021年昆药集团已开立天猫旗舰店、淘宝企业店、拼多多店铺、抖音店铺、快手店铺及微商城等16家自营店铺，全面拥抱互联网和新媒体渠道；线下积极拓展药店、百强连锁、母婴店等平台，与百强连锁药店众友、老百姓、国大达成长期合作，与地方龙头连锁佛慈、德生堂、至仁同济形成战略合作，覆盖终端数约3万多家。华润三九积极布局B2C新零售渠道，与京东大药房、阿里健康大药房等大型平台公司开展了业务合作，在各主流电商平台持续构建感冒咳嗽、儿科、肝胆、维矿等品类的品牌优势地位；布局O2O平台，与美团、饿了么等平台有良好合作；和传统药店客户共建线上线下赋能系统：老百姓、益丰、一心堂、大参林、海王星辰等都是公司合作紧密的客户；构建互联网医疗，如与平安好医生等建立战略合作，构建“互联网+医+药”的新型产业价值链，探索专业品牌营销模式，线下通过三九商道、数字化建设等下沉渠道。昆药集团的加入将强化公司“互联网+医+药”的新型产业链价值，同时线下优质资源也将得到效用更大化。

## 2 慢病康复领域：三七产业协同，打造精品国药品牌

二者在心脑血管、慢病治疗领域有相似的产品线布局，收购后实现强强联合。昆药集团充分利用昆药血塞通口服产品多剂型、多品规的优势，依托全终端、多模式的营销体系，围绕“络泰+”模式，聚焦“中风防治”这一重要慢病新市场，持续搭建以中风防治为核心的心脑血管慢病管理生态圈，将昆药血塞通打造为中风防治领域专业品牌。血塞通系列在心脑血管疾病中成药中销售占比第一，其中核心产品血塞通软胶囊生产厂家只有华润三九和昆药集团，2021年两者零售端销售额合计6.09亿元，实现33.93%的高增速。

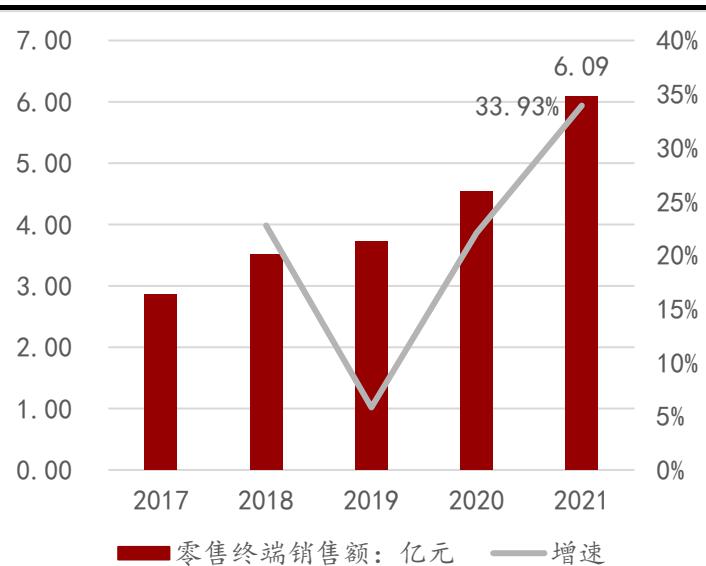
**围绕三七资源发展产业体系，促进双方共同发展。**从需求侧看，三七的年需求量大约2~2.5万吨左右，全国以三七为原料的中成药品种450余个，制药企业1300多家；从供给侧看，云南是我国三七的主产区。2020年云南省三七种植面积39.45万亩，占全国种植面积的98%以上，年产量3.59万吨。作为心脑血管中成药领域重要上游产业，三七系列产品合作推广将完善公司心脑血管领域的布局。收购交易完成后，公司将承接云南省三七产业发展规划，致力于将昆药集团打造为三七产业链龙头企业，并围绕其三七、青蒿等核心植物资源精深发展，促进中医药现代化、产业化。2021年华润三九三七系列新品上市，随着对昆药集团收购，公司三七产业将继续拓宽。

图表1:2019年心脑血管疾病用中药药品销售占比前五



资料来源：米内网，前瞻产业研究院，万联证券研究所

图表2:血塞通软胶囊近五年销售额和增速



资料来源：中康开思，万联证券研究所

### 3 胃肠领域：收购黄金大单品，丰富产品布局

胃肠领域，昆中药聚焦黄金大单品。参苓健脾胃颗粒2021年再度进入中国城市实体药店终端消化系统中成药产品TOP20行列（位列16），全年实现销售26,552.74万元，同比增长50.14%。舒肝颗粒以扎实的学术力持续打开院内、院外市场空间，2021年实现销售18,294.04万元，同比增长27.62%。香砂平胃颗粒作为基药独家品种，与参苓健脾胃颗粒在消化品类产品矩阵中形成院内、院外强势互补，2021年实现销售13,347.26万元，同比增长39.75%。金花消痤丸、口咽清丸主攻新零售赛道，分别以29.15%、249.32%的增速，为昆中药经典名方产品阵营再添新生力军。华润三九胃肠用药布局中，通过外延收购实现品种升级，在原有核心独家品种“三九胃泰”系列品种上，收购了本溪三药的气滞胃痛颗粒（独家）、合肥神鹿的养胃舒颗粒和温胃舒颗粒。昆药集团产品线的加入强化了公司胃肠用药矩阵。

### 4 风险因素

市场竞争加剧风险，集采降价风险，研发进度不及预期风险、并购整合风险、原材料价格波动风险。

**利润表 (百万元)**

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>15320</b>	<b>17226</b>	<b>19527</b>	<b>22303</b>
%同比增速	12%	12%	13%	14%
<b>营业成本</b>	<b>6171</b>	<b>6647</b>	<b>7354</b>	<b>8188</b>
<b>毛利</b>	<b>9149</b>	<b>10578</b>	<b>12173</b>	<b>14115</b>
%营业收入	60%	61%	62%	63%
<b>税金及附加</b>	<b>204</b>	<b>258</b>	<b>293</b>	<b>335</b>
%营业收入	1%	2%	2%	2%
<b>销售费用</b>	<b>5021</b>	<b>5512</b>	<b>6053</b>	<b>6691</b>
%营业收入	33%	32%	31%	30%
<b>管理费用</b>	<b>945</b>	<b>1034</b>	<b>1172</b>	<b>1338</b>
%营业收入	6%	6%	6%	6%
<b>研发费用</b>	<b>560</b>	<b>775</b>	<b>1172</b>	<b>1784</b>
%营业收入	4%	5%	6%	8%
<b>财务费用</b>	<b>-39</b>	<b>-34</b>	<b>-49</b>	<b>-61</b>
%营业收入	0%	0%	0%	0%
<b>资产减值损失</b>	<b>-256</b>	<b>-225</b>	<b>-240</b>	<b>-233</b>
信用减值损失	-12	-18	-15	-17
<b>其他收益</b>	<b>230</b>	<b>224</b>	<b>293</b>	<b>290</b>
<b>投资收益</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>39</b>	<b>45</b>
<b>净敞口套期收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>资产处置收益</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>营业利润</b>	<b>2457</b>	<b>3048</b>	<b>3609</b>	<b>4113</b>
%营业收入	16%	18%	18%	18%
<b>营业外收支</b>	<b>-28</b>	<b>-30</b>	<b>-40</b>	<b>-50</b>
<b>利润总额</b>	<b>2429</b>	<b>3018</b>	<b>3569</b>	<b>4063</b>
%营业收入	16%	18%	18%	18%
<b>所得税费用</b>	<b>348</b>	<b>604</b>	<b>749</b>	<b>853</b>
<b>净利润</b>	<b>2081</b>	<b>2414</b>	<b>2819</b>	<b>3210</b>
%营业收入	14%	14%	14%	14%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2047</b>	<b>2375</b>	<b>2774</b>	<b>3158</b>
%同比增速	28%	16%	17%	14%
少数股东损益	34	39	45	51
EPS (元/股)	2.09	2.43	2.83	3.23

**基本指标**

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	2.09	2.43	2.83	3.23
BVPS	15.61	18.16	21.08	24.40
PE	18.54	15.97	13.68	12.01
PEG	0.66	0.99	0.81	0.87
PB	2.48	2.13	1.84	1.59
EV/EBITDA	10.40	9.37	7.83	6.55
ROE	13%	13%	13%	13%
ROIC	13%	13%	13%	13%

**资产负债表 (百万元)**

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>货币资金</b>	<b>3065</b>	<b>5164</b>	<b>6469</b>	<b>8264</b>
<b>交易性金融资产</b>	<b>1219</b>	<b>1828</b>	<b>2642</b>	<b>3354</b>
<b>应收票据及应收账款</b>	<b>3050</b>	<b>3488</b>	<b>3978</b>	<b>4517</b>
<b>存货</b>	<b>2308</b>	<b>2221</b>	<b>2470</b>	<b>2797</b>
<b>预付款项</b>	<b>280</b>	<b>277</b>	<b>310</b>	<b>348</b>
<b>合同资产</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>2556</b>	<b>2806</b>	<b>3118</b>	<b>3539</b>
<b>流动资产合计</b>	<b>12478</b>	<b>15784</b>	<b>18988</b>	<b>22818</b>
<b>长期股权投资</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>
<b>固定资产</b>	<b>3705</b>	<b>4008</b>	<b>4365</b>	<b>4773</b>
<b>在建工程</b>	<b>407</b>	<b>507</b>	<b>607</b>	<b>707</b>
<b>无形资产</b>	<b>2295</b>	<b>2529</b>	<b>2764</b>	<b>2999</b>
<b>商誉</b>	<b>4060</b>	<b>4281</b>	<b>4414</b>	<b>4576</b>
<b>递延所得税资产</b>	<b>241</b>	<b>241</b>	<b>241</b>	<b>241</b>
<b>其他非流动资产</b>	<b>1106</b>	<b>762</b>	<b>619</b>	<b>376</b>
<b>资产总计</b>	<b>24308</b>	<b>28128</b>	<b>32013</b>	<b>36507</b>
<b>短期借款</b>	<b>60</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付票据及应付账款</b>	<b>1416</b>	<b>1484</b>	<b>1651</b>	<b>1841</b>
<b>预收账款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>合同负债</b>	<b>1475</b>	<b>1400</b>	<b>1595</b>	<b>1789</b>
<b>应付职工薪酬</b>	<b>911</b>	<b>1011</b>	<b>1111</b>	<b>1235</b>
<b>应交税费</b>	<b>374</b>	<b>434</b>	<b>497</b>	<b>562</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>3599</b>	<b>4689</b>	<b>5074</b>	<b>5625</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>7775</b>	<b>9018</b>	<b>9928</b>	<b>11052</b>
<b>长期借款</b>	<b>8</b>	<b>12</b>	<b>18</b>	<b>23</b>
<b>应付债券</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>递延所得税负债</b>	<b>199</b>	<b>199</b>	<b>199</b>	<b>199</b>
<b>其他非流动负债</b>	<b>613</b>	<b>657</b>	<b>724</b>	<b>779</b>
<b>负债合计</b>	<b>8595</b>	<b>9886</b>	<b>10869</b>	<b>12053</b>
<b>归属于母公司的所有者权益</b>	<b>15283</b>	<b>17773</b>	<b>20630</b>	<b>23888</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>430</b>	<b>469</b>	<b>514</b>	<b>565</b>
<b>股东权益</b>	<b>15713</b>	<b>18242</b>	<b>21144</b>	<b>24453</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>24308</b>	<b>28128</b>	<b>32013</b>	<b>36507</b>

**现金流量表 (百万元)**

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1871</b>	<b>3751</b>	<b>3303</b>	<b>3739</b>
<b>投资</b>	<b>-991</b>	<b>-224</b>	<b>-625</b>	<b>-424</b>
<b>资本性支出</b>	<b>-866</b>	<b>-1435</b>	<b>-1470</b>	<b>-1605</b>
<b>其他</b>	<b>67</b>	<b>25</b>	<b>34</b>	<b>38</b>
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1791</b>	<b>-1634</b>	<b>-2061</b>	<b>-1992</b>
<b>债权融资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>股权融资</b>	<b>33</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>银行贷款增加(减少)</b>	<b>68</b>	<b>-56</b>	<b>6</b>	<b>5</b>
<b>筹资成本</b>	<b>-525</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	<b>-12</b>
<b>其他</b>	<b>-230</b>	<b>44</b>	<b>67</b>	<b>55</b>
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-653</b>	<b>-19</b>	<b>63</b>	<b>48</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-575</b>	<b>2099</b>	<b>1305</b>	<b>1795</b>

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注册为证券分析师，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受到任何形式的补偿。

## 免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

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。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。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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