

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

华润三九 (000999)

投资评级 无评级

上次评级

周平 医药行业首席分析师

执业编号: S1500521040001

联系电话: 15310622991

邮箱: zhouping@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

收购昆药集团，合作共赢发挥协同效应

2022年05月10日

事件：华润三九（以下简称公司）发布重大资产购买预案，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 27.56%股份，并向华立集团购买其所持有的昆药集团 0.44%股份。本次交易完成后，公司将持有昆药集团 28%股份，昆药集团将成为华润三九的控股子公司。

点评：

- **事件细节：**2022年5月6日，华立医药及其一致行动人华立集团与华润三九签署了《股份转让协议》。根据《股份转让协议》约定，华立医药、华立集团将其合计持有的昆药集团 212,311,616 股股份（占昆药集团已发行股份总数的 28%）转让给华润三九，标的股份转让总价款为人民币 29.02 亿元，对应每股转让价格为人民币 13.67 元。其中，华立医药向华润三九转让昆药集团 208,976,160 股股份，占昆药集团已发行股份总数的 27.56%；华立集团向华润三九转让昆药集团 3,335,456 股股份，占昆药集团已发行股份总数的 0.44%。
- **协同发力大健康领域，赋能昆药打造精品国药。**昆药集团与公司均从事医药生产和销售业务，双方在业务发展、技术开发等领域具有较强的协同效应。一方面，有利于双方发挥在医药大健康领域的协同效应，围绕三七资源发展产业体系，促进双方共同发展；另一方面，华润三九将充分利用其丰富的经营管理经验与产业资源背景对公司赋能，可在华润三九良好的品牌运作能力基础上，探索将“昆中药 1381”、“昆中药”打造为精品国药品牌，以此承载更多具有历史沉淀的产品，并有利于推动以三七为代表的中医药产业链高质量发展，打造三七产业链龙头企业。
- **持续看好华润三九 CHC 业务长期发展。**2021 年公司 CHC 健康消费品业务实现营业收入 92.76 亿元（+17.72%）。据公司公告，CHC 业务未来增长逻辑在于：1）抓住行业变革机会，实现行业优质资源整合，引入如昆药集团等有市场潜力的品牌，发挥协同效应。2）不断拓展新渠道。过去几年公司持续布局新渠道，通过产品结构调整和专业团队打造以适应未来线上业务发展趋势，近年来线上渠道销售占比快速提升。3）强化品牌，品牌是业务发展的核心要素。公司在品牌之下会进一步细分品类，满足患者在疾病诊疗过程中全程的健康管理需求，并不断引入新产品（如龙角散和抗病毒口服液等），丰富产品线。**我们看好其长期发展能力。**
- **盈利预测：**公司是国内稀有的平台型品牌 OTC 企业，CHC 业务具备长期增长逻辑，拟收购昆药集团，有利于双方发挥在医药大健康领域的协同效应。我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 170.65/193.25/219.35 亿元，同比增长 11.4%/13.2%/13.5%，归母净利润为 31.80/36.55/42.23 亿元，同比增长 55.4%/14.9%/15.6%，对应 2022-2024 年市盈率分别为 12.15/10.57 /9.15 倍。

➤ **风险因素：**疫情影响，产品集采风险，行业竞争加剧风险，原材料价格波动风险，商誉减值风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	13,637	15,320	17,065	19,325	21,935
增长率 YoY %	-7.8%	12.3%	11.4%	13.2%	13.5%
归属母公司净利润 (百万元)	1,597	2,047	3,180	3,655	4,223
增长率 YoY%	-23.9%	28.1%	55.4%	14.9%	15.6%
毛利率%	62.5%	59.7%	60.7%	60.8%	60.8%
净资产收益率ROE%	11.6%	13.4%	17.0%	16.1%	15.5%
EPS(摊薄)(元)	1.63	2.09	3.25	3.73	4.31
市盈率 P/E(倍)	15.28	16.38	12.15	10.57	9.15
市净率 P/B(倍)	1.78	2.19	2.06	1.70	1.42

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 05 月 09 日收盘价

资产负债表			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	10,925	12,478	16,100	20,198	25,508
货币资金	3,822	3,065	5,876	9,014	13,196
应收票据	0	10	47	53	60
应收账款	2,980	3,040	3,558	3,932	4,518
预付账款	190	280	277	328	363
存货	1,762	2,308	2,407	2,779	3,117
其他	2,171	3,774	3,935	4,092	4,253
非流动资产	11,085	11,830	12,989	13,778	14,647
长期股权投资	15	15	15	15	15
固定资产（合计）	3,483	3,705	3,971	4,274	4,622
无形资产	2,178	2,295	3,059	3,476	3,909
其他	5,409	5,816	5,944	6,013	6,101
资产总计	22,010	24,308	29,089	33,976	40,155
流动负债	7,295	7,775	9,052	9,926	11,464
短期借款	25	60	0	0	0
应付票据	277	311	350	389	444
应付账款	841	1,105	1,151	1,329	1,490
其他	6,153	6,300	7,551	8,208	9,529
非流动负债	656	820	820	820	820
长期借款	0	8	8	8	8
其他	656	812	812	812	812
负债合计	7,951	8,595	9,872	10,746	12,284
少数股东权益	332	430	483	544	614
归属母公司股	13,727	15,283	18,734	22,686	27,258
负债和股东权益	22,010	24,308	29,089	33,976	40,155

重要财务指标			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	13,637	15,320	17,065	19,325	21,935
同比（%）	-7.8%	12.3%	11.4%	13.2%	13.5%
归属母公司净利润	1,597	2,047	3,180	3,655	4,223
同比（%）	-23.9%	28.1%	55.4%	14.9%	15.6%
毛利率（%）	62.5%	59.7%	60.7%	60.8%	60.8%
ROE%	11.6%	13.4%	17.0%	16.1%	15.5%
EPS (摊薄)(元)	1.63	2.09	3.25	3.73	4.31
P/E	15.28	16.38	12.15	10.57	9.15
P/B	1.78	2.19	2.06	1.70	1.42
EV/EBITDA	8.73	10.43	8.65	7.10	5.41

利润表			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	13,637	15,320	17,065	19,325	21,935
营业成本	5,120	6,171	6,704	7,580	8,590
营业税金及附加	176	204	223	255	288
销售费用	5,015	5,021	5,119	5,798	6,581
管理费用	931	945	1,053	1,192	1,354
研发费用	460	560	624	707	802
财务费用	-57	-39	-110	-186	-277
减值损失合计	-205	-256	-11	2	-3
投资净收益	82	34	70	61	80
其他	200	223	264	295	337
营业利润	2,070	2,457	3,774	4,337	5,012
营业外收支	-11	-28	0	0	0
利润总额	2,059	2,429	3,774	4,337	5,012
所得税	442	348	541	622	718
净利润	1,618	2,081	3,233	3,715	4,293
少数股东损益	20	34	53	61	70
归属母公司净利润	1,597	2,047	3,180	3,655	4,223
EBITDA	2,362	2,939	3,804	4,193	4,730
EPS (当年)(元)	1.63	2.09	3.25	3.73	4.31

现金流量表			单位:百万元		
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,224	1,871	4,216	4,016	5,087
净利润	1,618	2,081	3,233	3,715	4,293
折旧摊销	427	520	463	399	409
财务费用	-37	-15	2	0	0
投资损失	-82	-34	-70	-61	-80
营运资金变动	96	-858	576	-35	460
其它	203	177	12	-2	4
投资活动现金流	-659	-1,791	-1,343	-878	-904
资本支出	-615	-866	-1,361	-886	-931
长期投资	-211	-991	-50	-50	-50
其他	166	67	67	58	77
筹资活动现金流	-1,469	-653	-62	0	0
吸收投资	18	33	0	0	0
借款	-1,047	39	-60	0	0
支付利息或股息	-448	-525	-2	0	0
现金流净增加额	91	-575	2,811	3,138	4,183

研究团队简介

周平，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。