

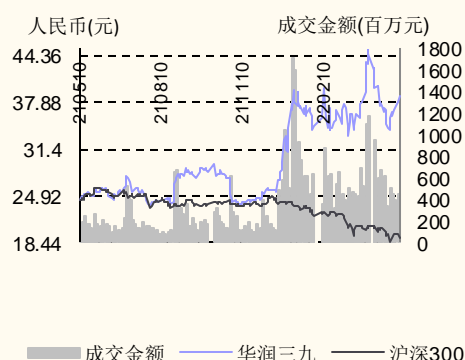
# 华润三九 (000999.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 38.76 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	9.79
已上市流通 A 股(亿股)	9.78
总市值(亿元)	379.42
年内股价最高最低(元)	45.36/23.55
沪深 300 指数	3909
深证成指	10810



## 购买昆药集团 28%股份，优化产业链布局

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,637	15,320	17,627	20,119	22,730
营业收入增长率	-7.24%	12.34%	15.06%	14.14%	12.98%
归母净利润(百万元)	1,597	2,047	2,384	2,772	3,211
归母净利润增长率	-24.38%	28.13%	16.47%	16.28%	15.84%
摊薄每股收益(元)	1.632	2.091	2.435	2.832	3.280
每股经营性现金流净额	2.03	1.58	3.10	3.52	4.07
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.64%	13.39%	13.76%	14.00%	14.13%
P/E	15.28	16.38	15.56	13.38	11.55
P/B	1.78	2.19	2.14	1.87	1.63

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 事件

- 5 月 8 日, 公司发布公告, 拟以 29.02 亿元向华立医药及华立集团购买昆药集团 2.12 万股股份, 对应每股转让价格为 13.67 元。交易完成后公司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。

### 经营分析

- 拓宽医药产业布局, 协同带动业绩提升。**公司已形成了以自我诊疗 (即 CHC) 与处方药为核心的业务体系。昆药集团发挥云南植物王国优势, 以丰富的生物资源为基础, 形成了以天然植物药为主, 涵盖中药、化学药和医药流通领域的业务格局, 2021 年昆药集团实现归母净利润 5.08 亿元。通过本次交易, 可以整合双方资源, 实现优势互补, 在三七产业链、品牌打造等方面充分协同, 提升公司综合竞争力。
- 吸收传统精品国药品牌, 实现品牌+创新双轮驱动发展。**公司依托 999 品牌价值, 带动 CHC 产品群销量提升。近年来昆药通过不断优化, 口服制剂及院外市场占比大幅提升, 业务结构不断优化, 打造血塞通口服系列和以参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒两大黄金单品为核心的“昆中药 1381”精品国药系列。此次重组后, 公司发挥昆药集团“昆中药 1381”、“昆中药”品牌力, 进一步打造精品国药品牌。此外, 公司可以持续为其中药赋能, 双方达成优质深度合作。

### 盈利调整与投资建议

- 华润三九将在中药发展中持续获益, 暂不考虑并表贡献及并购费用对财务费用的影响, 预计 2022-2024 年营业收入分别为 176、201 和 227 亿元; 预计 2022-2024 年归母净利润分别为 23.8、27.7 和 32.1 亿元, 增速分别 16.5%、16% 和 15.8%, 维持“买入”评级。

### 风险提示

- 产品集采风险; 竞争加剧风险; 产品推广不及预期; 医保药品限价风险; 品牌价值变动风险; 原材料价格波动风险; 商誉减值风险。

### 相关报告

- 《利润增长超预期, 双轮驱动公司高质量发展-华润三九一季报点评》, 2022.4.22
- 《华润三九: 大众健康医疗先行者-华润三九深度报告》, 2022.4.10

袁维

 分析师 SAC 执业编号: S1130518080002  
 (8621)60230221  
 yuan\_wei@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>主营业务收入</b>	<b>14,702</b>	<b>13,637</b>	<b>15,320</b>	<b>17,627</b>	<b>20,119</b>	<b>22,730</b>
增长率		-7.2%	12.3%	15.1%	14.1%	13.0%
<b>主营业务成本</b>	<b>-4,830</b>	<b>-5,120</b>	<b>-6,171</b>	<b>-6,654</b>	<b>-7,431</b>	<b>-8,307</b>
<b>%销售收入</b>	<b>32.9%</b>	<b>37.5%</b>	<b>40.3%</b>	<b>37.8%</b>	<b>36.9%</b>	<b>36.5%</b>
<b>毛利</b>	<b>9,872</b>	<b>8,518</b>	<b>9,149</b>	<b>10,973</b>	<b>12,688</b>	<b>14,423</b>
<b>%销售收入</b>	<b>67.1%</b>	<b>62.5%</b>	<b>59.7%</b>	<b>62.2%</b>	<b>63.1%</b>	<b>63.5%</b>
<b>营业税金及附加</b>	<b>-206</b>	<b>-176</b>	<b>-204</b>	<b>-264</b>	<b>-302</b>	<b>-341</b>
<b>%销售收入</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.3%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.5%</b>
<b>销售费用</b>	<b>-6,550</b>	<b>-5,015</b>	<b>-5,021</b>	<b>-5,887</b>	<b>-6,840</b>	<b>-7,728</b>
<b>%销售收入</b>	<b>44.6%</b>	<b>36.8%</b>	<b>32.8%</b>	<b>33.4%</b>	<b>34.0%</b>	<b>34.0%</b>
<b>管理费用</b>	<b>-942</b>	<b>-931</b>	<b>-945</b>	<b>-1,093</b>	<b>-1,207</b>	<b>-1,364</b>
<b>%销售收入</b>	<b>6.4%</b>	<b>6.8%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.0%</b>
<b>研发费用</b>	<b>-442</b>	<b>-460</b>	<b>-560</b>	<b>-635</b>	<b>-765</b>	<b>-864</b>
<b>%销售收入</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.7%</b>	<b>3.6%</b>	<b>3.8%</b>	<b>3.8%</b>
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>1,732</b>	<b>1,936</b>	<b>2,418</b>	<b>3,093</b>	<b>3,574</b>	<b>4,126</b>
<b>%销售收入</b>	<b>11.8%</b>	<b>14.2%</b>	<b>15.8%</b>	<b>17.5%</b>	<b>17.8%</b>	<b>18.2%</b>
<b>财务费用</b>	<b>13</b>	<b>57</b>	<b>39</b>	<b>71</b>	<b>107</b>	<b>141</b>
<b>%销售收入</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>-0.6%</b>
<b>资产减值损失</b>	<b>221</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>4</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>1</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>805</b>	<b>82</b>	<b>34</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>
<b>%税前利润</b>	<b>31.3%</b>	<b>4.0%</b>	<b>1.4%</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.7%</b>
<b>营业利润</b>	<b>2,529</b>	<b>2,070</b>	<b>2,457</b>	<b>3,199</b>	<b>3,716</b>	<b>4,302</b>
<b>营业利润率</b>	<b>17.2%</b>	<b>15.2%</b>	<b>16.0%</b>	<b>18.1%</b>	<b>18.5%</b>	<b>18.9%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>39</b>	<b>-11</b>	<b>-28</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>
<b>税前利润</b>	<b>2,569</b>	<b>2,059</b>	<b>2,429</b>	<b>3,219</b>	<b>3,736</b>	<b>4,322</b>
<b>利润率</b>	<b>17.5%</b>	<b>15.1%</b>	<b>15.9%</b>	<b>18.3%</b>	<b>18.6%</b>	<b>19.0%</b>
<b>所得税</b>	<b>-430</b>	<b>-442</b>	<b>-348</b>	<b>-805</b>	<b>-934</b>	<b>-1,080</b>
<b>所得税率</b>	<b>16.7%</b>	<b>21.5%</b>	<b>14.3%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.0%</b>	<b>25.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>2,139</b>	<b>1,618</b>	<b>2,081</b>	<b>2,414</b>	<b>2,802</b>	<b>3,241</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>27</b>	<b>20</b>	<b>34</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,112</b>	<b>1,597</b>	<b>2,047</b>	<b>2,384</b>	<b>2,772</b>	<b>3,211</b>
<b>净利率</b>	<b>14.4%</b>	<b>11.7%</b>	<b>13.4%</b>	<b>13.5%</b>	<b>13.8%</b>	<b>14.1%</b>

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>净利润</b>	<b>2,139</b>	<b>1,618</b>	<b>2,081</b>	<b>2,414</b>	<b>2,802</b>	<b>3,241</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>27</b>	<b>20</b>	<b>34</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>
<b>非现金支出</b>	<b>156</b>	<b>426</b>	<b>470</b>	<b>475</b>	<b>598</b>	<b>771</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-812</b>	<b>-144</b>	<b>-141</b>	<b>1</b>	<b>-43</b>	<b>-43</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>55</b>	<b>93</b>	<b>-860</b>	<b>141</b>	<b>84</b>	<b>14</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,539</b>	<b>1,992</b>	<b>1,549</b>	<b>3,030</b>	<b>3,441</b>	<b>3,984</b>
<b>资本开支</b>	<b>-535</b>	<b>-615</b>	<b>-866</b>	<b>-1,011</b>	<b>-1,310</b>	<b>-2,150</b>
<b>投资</b>	<b>-23</b>	<b>-211</b>	<b>-991</b>	<b>-50</b>	<b>-50</b>	<b>-50</b>
<b>其他</b>	<b>46</b>	<b>166</b>	<b>67</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	<b>30</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-511</b>	<b>-659</b>	<b>-1,791</b>	<b>-1,031</b>	<b>-1,330</b>	<b>-2,170</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>18</b>	<b>33</b>	<b>-49</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>-505</b>	<b>-1,047</b>	<b>39</b>	<b>-105</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
<b>其他</b>	<b>-386</b>	<b>-444</b>	<b>-728</b>	<b>-302</b>	<b>-300</b>	<b>-301</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-891</b>	<b>-1,474</b>	<b>-655</b>	<b>-456</b>	<b>-300</b>	<b>-301</b>
<b>现金净流量</b>	<b>137</b>	<b>-141</b>	<b>-897</b>	<b>1,544</b>	<b>1,811</b>	<b>1,513</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>货币资金</b>	<b>3,046</b>	<b>3,822</b>	<b>3,065</b>	<b>4,609</b>	<b>6,420</b>	<b>7,933</b>
<b>应收款项</b>	<b>5,570</b>	<b>4,864</b>	<b>5,379</b>	<b>6,283</b>	<b>7,199</b>	<b>8,133</b>
<b>存货</b>	<b>1,432</b>	<b>1,762</b>	<b>2,308</b>	<b>2,097</b>	<b>2,341</b>	<b>2,617</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>244</b>	<b>478</b>	<b>1,726</b>	<b>1,685</b>	<b>1,716</b>	<b>1,751</b>
<b>流动资产</b>	<b>10,293</b>	<b>10,925</b>	<b>12,478</b>	<b>14,673</b>	<b>17,676</b>	<b>20,434</b>
<b>%总资产</b>	<b>51.2%</b>	<b>49.6%</b>	<b>51.3%</b>	<b>54.6%</b>	<b>57.6%</b>	<b>58.6%</b>
<b>长期投资</b>	<b>55</b>	<b>192</b>	<b>262</b>	<b>312</b>	<b>362</b>	<b>412</b>
<b>固定资产</b>	<b>3,612</b>	<b>3,771</b>	<b>4,112</b>	<b>4,602</b>	<b>5,096</b>	<b>5,958</b>
<b>%总资产</b>	<b>18.0%</b>	<b>17.1%</b>	<b>16.9%</b>	<b>17.1%</b>	<b>16.6%</b>	<b>17.1%</b>
<b>无形资产</b>	<b>5,544</b>	<b>6,805</b>	<b>6,821</b>	<b>7,162</b>	<b>7,406</b>	<b>7,949</b>
<b>非流动资产</b>	<b>9,811</b>	<b>11,085</b>	<b>11,830</b>	<b>12,204</b>	<b>12,996</b>	<b>14,455</b>
<b>%总资产</b>	<b>48.8%</b>	<b>50.4%</b>	<b>48.7%</b>	<b>45.4%</b>	<b>42.4%</b>	<b>41.4%</b>
<b>资产总计</b>	<b>20,104</b>	<b>22,010</b>	<b>24,308</b>	<b>26,878</b>	<b>30,672</b>	<b>34,889</b>
<b>短期借款</b>	<b>30</b>	<b>31</b>	<b>111</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付款项</b>	<b>4,750</b>	<b>4,953</b>	<b>4,670</b>	<b>5,649</b>	<b>6,442</b>	<b>7,233</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>1,913</b>	<b>2,311</b>	<b>2,995</b>	<b>2,805</b>	<b>3,258</b>	<b>3,697</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,693</b>	<b>7,295</b>	<b>7,775</b>	<b>8,455</b>	<b>9,700</b>	<b>10,929</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>	<b>8</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>528</b>	<b>656</b>	<b>812</b>	<b>631</b>	<b>671</b>	<b>712</b>
<b>负债</b>	<b>7,222</b>	<b>7,951</b>	<b>8,595</b>	<b>9,093</b>	<b>10,379</b>	<b>11,649</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>12,564</b>	<b>13,727</b>	<b>15,283</b>	<b>17,324</b>	<b>19,803</b>	<b>22,720</b>
其中：股本	979	979	979	979	979	979
未分配利润	9,872	10,581	12,131	14,222	16,700	19,618
少数股东权益	318	332	430	460	490	520
<b>负债股东权益合计</b>	<b>20,104</b>	<b>22,010</b>	<b>24,308</b>	<b>26,878</b>	<b>30,672</b>	<b>34,889</b>

**比率分析**

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标</b>						
每股收益	2.158	1.632	2.091	2.435	2.832	3.280
每股净资产	12.835	14.023	15.612	17.698	20.229	23.210
每股经营现金净流	1.572	2.035	1.582	3.095	3.515	4.070
每股股利	0.270	0.300	0.300	0.300	0.300	0.300
<b>回报率</b>						
净资产收益率	16.81%	11.64%	13.39%	13.76%	14.00%	14.13%
总资产收益率	10.51%	7.26%	8.42%	8.87%	9.04%	9.20%
投入资本收益率	11.05%	10.64%	12.92%	13.04%	13.20%	13.31%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	9.49%	-7.24%	12.34%	15.06%	14.14%	12.98%
EBIT增长率	14.06%	11.76%	24.94%	27.91%	15.53%	15.47%
净利润增长率	47.51%	-24.38%	28.13%	16.47%	16.28%	15.84%
总资产增长率	11.50%	9.48%	10.44%	10.57%	14.12%	13.75%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	62.9	76.7	71.7	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	112.1	113.9	120.4	115.0	115.0	115.0
应付账款周转天数	51.9	55.2	57.5	55.0	57.0	57.0
固定资产周转天数	79.9	93.1	88.3	84.8	82.9	86.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-23.41%	-28.39%	-26.51%	-32.72%	-37.60%	-39.35%
EBIT利息保障倍数	-135.8	-33.9	-62.8	-43.4	-33.3	-29.2
资产负债率	35.92%	36.12%	35.36%	33.83%	33.84%	33.39%

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402