

医药健康研究中心

华润三九(000999.SZ)买入(维持评级)

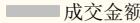
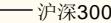
公司点评

市场价格(人民币): 38.76元

购买昆药集团28%股份，优化产业链布局

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
人民币(元)	成交金额(百万元)
44.36	1800
37.88	1600
31.4	1400
24.92	1200
18.44	1000
	800
	600
	400
	200
	0

 成交金额  华润三九  沪深300

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

相关报告

- 1.《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》，2022.1.22
- 2.《华润三九：大众健康医疗先行者-华润三九深度报告》，2022.4.10

- **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，双方达成优质深入合作。

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。

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
14,702	13,637	15,320	17,627	20,119	22,730		货币资金	3,046	3,822	3,065	4,609	6,420	7,933
增长率	-7.2%	12.3%	15.1%	14.1%	13.0%		应收款项	5,570	4,864	5,379	6,283	7,199	8,133
主营业务成本	-4,830	-5,120	-6,171	-6,654	-7,431	-8,307	存货	1,432	1,762	2,308	2,097	2,341	2,617
%销售收入	32.9%	37.5%	40.3%	37.8%	36.9%	36.5%	其他流动资产	244	478	1,726	1,685	1,716	1,751
毛利	9,872	8,518	9,149	10,973	12,688	14,423	流动资产	10,293	10,925	12,478	14,673	17,676	20,434
%销售收入	67.1%	62.5%	59.7%	62.2%	63.1%	63.5%	%总资产	51.2%	49.6%	51.3%	54.6%	57.6%	58.6%
营业税金及附加	-206	-176	-204	-264	-302	-341	长期投资	55	192	262	312	362	412
%销售收入	1.4%	1.3%	1.3%	1.5%	1.5%	1.5%	固定资产	3,612	3,771	4,112	4,602	5,096	5,958
销售费用	-6,550	-5,015	-5,021	-5,887	-6,840	-7,728	%总资产	18.0%	17.1%	16.9%	17.1%	16.6%	17.1%
%销售收入	44.6%	36.8%	32.8%	33.4%	34.0%	34.0%	无形资产	5,544	6,805	6,821	7,162	7,406	7,949
管理费用	-942	-931	-945	-1,093	-1,207	-1,364	非流动资产	9,811	11,085	11,830	12,204	12,996	14,455
%销售收入	6.4%	6.8%	6.2%	6.2%	6.0%	6.0%	%总资产	48.8%	50.4%	48.7%	45.4%	42.4%	41.4%
研发费用	-442	-460	-560	-635	-765	-864	资产总计	20,104	22,010	24,308	26,878	30,672	34,889
%销售收入	3.0%	3.4%	3.7%	3.6%	3.8%	3.8%	短期借款	30	31	111	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	1,732	1,936	2,418	3,093	3,574	4,126	应付款项	4,750	4,953	4,670	5,649	6,442	7,233
%销售收入	11.8%	14.2%	15.8%	17.5%	17.8%	18.2%	其他流动负债	1,913	2,311	2,995	2,805	3,258	3,697
财务费用	13	57	39	71	107	141	流动负债	6,693	7,295	7,775	8,455	9,700	10,929
%销售收入	-0.1%	-0.4%	-0.3%	-0.4%	-0.5%	-0.6%	长期贷款	0	0	8	8	8	8
资产减值损失	221	0	0	4	5	4	其他长期负债	528	656	812	631	671	712
公允价值变动收益	1	7	5	0	0	0	负债	7,222	7,951	8,595	9,093	10,379	11,649
投资收益	805	82	34	30	30	30	普通股股东权益	12,564	13,727	15,283	17,324	19,803	22,720
%税前利润	31.3%	4.0%	1.4%	0.9%	0.8%	0.7%	其中：股本	979	979	979	979	979	979
营业利润	2,529	2,070	2,457	3,199	3,716	4,302	未分配利润	9,872	10,581	12,131	14,222	16,700	19,618
营业利润率	17.2%	15.2%	16.0%	18.1%	18.5%	18.9%	少数股东权益	318	332	430	460	490	520
营业外收支	39	-11	-28	20	20	20	负债股东权益合计	20,104	22,010	24,308	26,878	30,672	34,889
税前利润	2,569	2,059	2,429	3,219	3,736	4,322							
利润率	17.5%	15.1%	15.9%	18.3%	18.6%	19.0%							
所得税	-430	-442	-348	-805	-934	-1,080							
所得税率	16.7%	21.5%	14.3%	25.0%	25.0%	25.0%							
净利润	2,139	1,618	2,081	2,414	2,802	3,241							
少数股东损益	27	20	34	30	30	30							
非现金支出	156	426	470	475	598	771							
非经营收益	-812	-144	-141	1	-43	-43							
营运资金变动	55	93	-860	141	84	14							
经营活动现金净流	1,539	1,992	1,549	3,030	3,441	3,984							
资本开支	-535	-615	-866	-1,011	-1,310	-2,150							
投资	-23	-211	-991	-50	-50	-50							
其他	46	166	67	30	30	30							
投资活动现金净流	-511	-659	-1,791	-1,031	-1,330	-2,170							
股权募资	0	18	33	-49	0	0							
债权募资	-505	-1,047	39	-105	1	1							
其他	-386	-444	-728	-302	-300	-301							
筹资活动现金净流	-891	-1,474	-655	-456	-300	-301							
现金净流量	137	-141	-897	1,544	1,811	1,513							

来源：公司年报、国金证券研究所

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