

三九拟控股昆药，协同促进双方中长期发展

2022 年 11 月 30 日

► **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 2.09 亿股股份（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 334 万股股份（占昆药集团已发行股份总数的 0.44%）。转让价格 13.67 元/股，共计 29.02 亿元，转让后华润三九成为控股股东，持有昆药集团 2.12 亿股股份（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。

► **华润三九溢价 30%收购昆药集团 28%的股份。**2022 年 5 月 5 日 8 点昆药集团发布停牌公告，按照 2022 年 5 月 4 日收盘价 10.51 元/股计算，昆药集团对应市值为 80 亿元，对应 2021 年 PE 为 15X。按照华润三九收购昆药集团股份价格 13.67 元/股计算，昆药集团对应市值为 104 亿元，溢价 30%，对应 2021 年 PE 为 20X。截至 2022 年 11 月 29 日，昆药集团收盘价为 16.75 元/股，市值为 127 亿元，对应 2021 年 PE 为 25X。

► **昆药集团拥有三七等重要中药材资源和“昆中药”，补齐华润三九“精品国药”产品线。**1) 中药材资源上，昆药集团地处云南，具有丰富的三七等中药材资源（三七是血塞通软胶囊的主要成分），且拥有在研工业大麻品种，可对华润三九进行中药材资源的补充。2) “昆中药”等精品国药产品上，昆药集团拥有参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒等丰富产品线。华润三九持股后，不仅能够补全自身精品国药产品线的缺失，同时通过自身丰富的经营经验与产业资源赋能昆药集团，提升产品的市场竞争力和销售能力，为双方的业绩带来新的增长点。

► **2022 年下半年进入感冒灵销售旺季，华润三九 CHC 产品销售恢复明显，高毛利产品带动业绩增长。**感冒药由于在 2022Q2 受疫情影响，销售有所下滑。秋冬季是三九感冒灵等产品的销售旺季，同时第九版疫情防控方案和防疫二十条出台，终端感冒药的需求量快速提升。2022 年下半年以来以感冒灵为代表的 CHC 核心产品的终端需求和销售情况明显改善，同时，皮肤、胃药、儿科品类均保持较快增长态势。高毛利 CHC 产品的同比快速增长，带动公司营收和利润的双增长。在优质的渠道能力加持下，下半年公司 CHC 业务有望继续实现稳定增长。

► **投资建议：**公司是国内 OTC 领域品牌+渠道的龙头企业，“999”品牌辨识度与认可度强、产品终端药店覆盖率高。目前正积极拓展中药与大健康产品线，未来持续性盈利可期。预计 2022-2024 年 EPS 分别为 2.46/2.86/3.32 元/股，PE 分别为 24/21/18 倍，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**产品销售不及预期的风险；质量控制风险；研发风险

推荐

维持评级

当前价格：

59.22 元



分析师 周超泽

执业证书：S0100521110005

邮箱：zhouchaoze@mszq.com

分析师 许睿

执业证书：S0100521110007

电话：021-80508867

邮箱：xurui@mszq.com

研究助理 宋丽莹

执业证书：S0100121120015

邮箱：songliying@mszq.com

相关研究

- 1.华润三九(000999.SZ)2022 年 Q3 快报点评：Q3 强势增长，长期看好品牌中药-2022/10/10
- 2.华润三九(000999.SZ)2022 年半年度报告点评：CHC 稳健增长，看好下半年配方颗粒恢复性增长-2022/08/24
- 3.华润三九 (000999.SZ) 事件点评：再签战略合作协议，大健康龙头切入护理品市场-2022/07/10
- 4.华润三九 (000999.SZ) 深度报告：稀缺品牌 OTC 龙头，渠道价值厚积薄发-2022/06/20

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	15,320	17,781	20,639	23,735
增长率 (%)	12.3	16.1	16.1	15.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,047	2,436	2,827	3,281
增长率 (%)	28.1	19.0	16.1	16.1
每股收益 (元)	2.07	2.46	2.86	3.32
PE	29	24	21	18
PB	3.7	3.2	2.8	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 11 月 30 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	15,320	17,781	20,639	23,735
营业成本	6,171	7,057	8,043	9,130
营业税金及附加	204	249	289	332
销售费用	5,021	5,708	6,831	7,999
管理费用	945	1,156	1,342	1,543
研发费用	560	658	764	875
EBIT	2,429	2,954	3,370	3,856
财务费用	-39	-61	-101	-147
资产减值损失	-256	-247	-248	-248
投资收益	34	36	41	47
营业利润	2,457	3,059	3,564	4,147
营业外收支	-28	-40	-60	-80
利润总额	2,429	3,019	3,504	4,067
所得税	348	543	631	732
净利润	2,081	2,476	2,873	3,335
归属于母公司净利润	2,047	2,436	2,827	3,281
EBITDA	2,949	3,484	3,909	4,399

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,065	4,309	5,830	7,615
应收账款及票据	3,050	3,399	4,174	4,705
预付款项	280	286	330	386
存货	2,308	2,900	3,526	4,252
其他流动资产	3,774	4,490	5,245	6,302
流动资产合计	12,478	15,384	19,105	23,261
长期股权投资	15	15	15	15
固定资产	3,705	3,800	3,834	3,837
无形资产	2,295	2,429	2,631	2,780
非流动资产合计	11,830	12,066	12,317	12,497
资产合计	24,308	27,450	31,422	35,758
短期借款	60	40	30	25
应付账款及票据	1,416	1,557	1,792	2,048
其他流动负债	6,300	6,961	8,154	9,274
流动负债合计	7,775	8,558	9,976	11,347
长期借款	8	13	16	19
其他长期负债	812	842	872	902
非流动负债合计	820	855	888	921
负债合计	8,595	9,413	10,864	12,268
股本	979	988	988	988
少数股东权益	430	470	516	569
股东权益合计	15,713	18,037	20,558	23,491
负债和股东权益合计	24,308	27,450	31,422	35,758

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	12.34	16.07	16.07	15.00
EBIT 增长率	15.27	21.59	14.11	14.41
净利润增长率	28.13	19.01	16.05	16.07
盈利能力 (%)				
毛利率	59.72	60.31	61.03	61.53
净利率	13.58	13.92	13.92	14.05
总资产收益率 ROA	8.42	8.87	9.00	9.18
净资产收益率 ROE	13.39	13.87	14.11	14.32
偿债能力				
流动比率	1.60	1.80	1.92	2.05
速动比率	1.27	1.43	1.53	1.64
现金比率	0.39	0.50	0.58	0.67
资产负债率 (%)	35.36	34.29	34.57	34.31
经营效率				
应收账款周转天数	72.44	70.00	74.00	72.50
存货周转天数	136.55	150.00	160.00	170.00
总资产周转率	0.63	0.65	0.66	0.66
每股指标 (元)				
每股收益	2.07	2.46	2.86	3.32
每股净资产	15.90	18.25	20.80	23.77
每股经营现金流	1.89	2.84	3.25	3.72
每股股利	0.00	0.51	0.56	0.61
估值分析				
PE	29	24	21	18
PB	3.7	3.2	2.8	2.5
EV/EBITDA	18.88	15.63	13.54	11.64
股息收益率 (%)	0.00	0.85	0.94	1.03

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	2,081	2,476	2,873	3,335
折旧和摊销	520	531	539	543
营运资金变动	-858	-476	-489	-512
经营活动现金流	1,871	2,806	3,214	3,673
资本开支	-866	-849	-892	-845
投资	-991	-402	-302	-502
投资活动现金流	-1,791	-1,220	-1,157	-1,305
股权募资	33	151	0	0
债务募资	39	17	25	30
筹资活动现金流	-653	-340	-534	-580
现金净流量	-575	1,244	1,521	1,785

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026