



华润三九 (000999.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

拟收购天士力 28%股份，强强联合巩固公司行业领先地位

业绩简评

2024年8月4日，公司发布公告，拟以支付现金的方式向天士力集团及其一致行动人天津和悦、天津康顺、天津顺祺、天津善臻、天津通明、天津鸿勋合计购买其所持有的天士力 418,306,002 股股份（占天士力已发行股份总数的 28%）。同日，天士力集团与国新投资有限公司签署协议，拟通过协议转让的方式向其转让所持有的 74,697,501 股天士力股份，占天士力总股本的 5%。

本次交易，标的股份拟定的每股转让价格为 14.85 元，公司购买标的股份对应转让总价款约为 62.1 亿元；国新投资购买标的股份对应转让总价款约为 11.1 亿元。本次交易完成后，天士力控股股东将由天士力集团变更为华润三九，实际控制人变更为中国华润有限公司。

经营分析

优秀产品矩阵+强研发实力，天士力有助公司夯实行业领先地位。天士力聚焦中国市场容量最大、发展最快的心脑血管、消化代谢、肿瘤三大疾病领域，医药工业板块已形成以现代中药、生物药、化学药协同发展的业务格局。现代中药领域，以复方丹参滴丸带动了养血清脑颗粒（丸）、芪参益气滴丸、注射用益气复脉、注射用丹参多酚酸等系列领先品牌产品。生物药领域，独家品种注射用重组人尿激酶原（普佑克）为中国范围内唯一获批上市的重组人尿激酶原产品，多年蝉联急性心肌梗死溶栓药第一品牌；化学药领域，主要产品水飞蓟宾胶囊（水林佳）2023 年市场份额排名全国第三。此外，天士力近三年研发投入处于行业领先地位，2023 年研发投入约 13.2 亿元，同比增长 29.49%，其中研发费用约 9.2 亿元，同比增长 8.51%，已成为中药创新领域龙头。

连续并购整合后，公司有望迎来更坚实发展。继 2023 年 1 月昆药集团并表后，此次收购是公司在中药领域又一重要整合，利于公司进一步加强在心脑血管等领域的实力，加快补充创新中药管线，提高创新药研发能力，建立在中药领域的引领优势，推动中医药传承创新及高质量发展。

盈利预测、估值与评级

公司并购经验充足，我们看好公司整合后实现更坚实发展。在不考虑本次收购后续并表影响的情况下，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 32.96/37.92/43.42 亿元，分别同比增长 16%/15%/15%，EPS 分别为 2.57/2.95/3.38 元，现价对应 PE 分别为 16/14/12 倍，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。

医药组

分析师：袁维（执业 S1130518080002）

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价（人民币）：42.04 元

相关报告：

- 《华润三九公司点评：融合昆药业务，业绩快速增长》，2024.3.23
- 《华润三九公司点评：健康消费品业务经营稳健，研发项目进展顺利》，2023.10.29
- 《华润三九公司点评：业务经营稳健，研发投入持续强化》，2023.8.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,079	24,739	27,708	30,811	34,077
营业收入增长率	18.01%	36.83%	12.00%	11.20%	10.60%
归母净利润(百万元)	2,449	2,853	3,296	3,792	4,342
归母净利润增长率	19.64%	16.50%	15.52%	15.05%	14.50%
摊薄每股收益(元)	2.478	2.887	2.566	2.952	3.381
每股经营性现金流净额	3.04	4.24	5.29	4.38	4.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.40%	15.04%	16.21%	17.08%	17.64%
P/E	18.89	17.23	16.38	14.24	12.44
P/B	2.72	2.59	2.66	2.43	2.19

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	15,320	18,079	24,739	27,708	30,811	34,077
增长率		18.0%	36.8%	12.0%	11.2%	10.6%
主营业务成本	-6,171	-8,313	-11,567	-12,746	-14,019	-15,335
%销售收入	40.3%	46.0%	46.8%	46.0%	45.5%	45.0%
毛利	9,149	9,766	13,172	14,962	16,792	18,742
%销售收入	59.7%	54.0%	53.2%	54.0%	54.5%	55.0%
营业税金及附加	-204	-207	-275	-332	-370	-409
%销售收入	1.3%	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-5,021	-5,077	-6,965	-7,758	-8,565	-9,405
%销售收入	32.8%	28.1%	28.2%	28.0%	27.8%	27.6%
管理费用	-945	-1,059	-1,524	-1,662	-1,849	-2,045
%销售收入	6.2%	5.9%	6.2%	6.0%	6.0%	6.0%
研发费用	-560	-594	-715	-831	-924	-1,022
%销售收入	3.7%	3.3%	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
息税前利润 (EBIT)	2,418	2,830	3,693	4,378	5,084	5,861
%销售收入	15.8%	15.7%	14.9%	15.8%	16.5%	17.2%
财务费用	39	-6	24	-36	-17	-1
%销售收入	-0.3%	0.0%	-0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-269	-144	-240	-208	-250	-295
公允价值变动收益	5	3	-29	0	0	0
投资收益	34	45	18	26	36	25
%税前利润	1.4%	1.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.4%
营业利润	2,457	2,947	3,753	4,362	5,055	5,792
营业利润率	16.0%	16.3%	15.2%	15.7%	16.4%	17.0%
营业外收支	-28	16	1	0	0	0
税前利润	2,429	2,963	3,754	4,362	5,055	5,792
利润率	15.9%	16.4%	15.2%	15.7%	16.4%	17.0%
所得税	-348	-466	-581	-676	-784	-880
所得税率	14.3%	15.7%	15.5%	15.5%	15.5%	15.2%
净利润	2,081	2,497	3,173	3,686	4,272	4,912
少数股东损益	34	48	321	390	480	570
归属于母公司的净利润	2,047	2,449	2,853	3,296	3,792	4,342
净利率	13.4%	13.5%	11.5%	11.9%	12.3%	12.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,081	2,497	3,173	3,686	4,272	4,912
少数股东损益	34	48	321	390	480	570
非现金支出	789	716	1,094	916	1,017	1,120
非经营收益	-139	-53	-59	269	74	75
营运资金变动	-860	-153	-17	1,926	270	-66
经营活动现金净流	1,871	3,006	4,192	6,797	5,632	6,040
资本开支	-866	-950	-831	-3,471	-1,278	-1,178
投资	-991	-1,596	-953	-1,710	-1,800	-1,900
其他	67	66	991	26	36	25
投资活动现金净流	-1,791	-2,479	-793	-5,155	-3,042	-3,053
股权募资	33	198	0	0	0	0
债权募资	39	132	1,742	-1,016	10	10
其他	-726	-905	-1,292	-2,089	-2,060	-2,059
筹资活动现金净流	-653	-575	450	-3,105	-2,050	-2,049
现金净流量	-575	-42	3,854	-1,463	541	938

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,065	3,150	6,771	5,303	5,839	6,773
应收款项	5,379	5,696	8,148	7,911	8,670	9,448
存货	2,308	2,499	5,112	4,106	4,425	4,739
其他流动资产	1,726	644	2,491	3,993	5,857	7,823
流动资产	12,478	11,988	22,522	21,313	24,791	28,783
%总资产	51.3%	44.2%	56.1%	51.4%	54.6%	57.8%
长期投资	262	336	725	735	735	735
固定资产	4,112	4,677	6,427	6,603	6,729	6,806
%总资产	16.9%	17.2%	16.0%	15.9%	14.8%	13.7%
无形资产	6,821	6,874	9,369	9,443	9,729	10,007
非流动资产	11,830	15,134	17,626	20,115	20,638	21,013
%总资产	48.7%	55.8%	43.9%	48.6%	45.4%	42.2%
资产总计	24,308	27,123	40,148	41,428	45,428	49,796
短期借款	111	235	1,064	100	110	120
应付款项	4,670	5,494	7,855	8,831	9,729	10,659
其他流动负债	2,995	2,943	4,029	3,778	4,521	4,958
流动负债	7,775	8,673	12,947	12,709	14,359	15,738
长期贷款	8	50	1,803	1,803	1,803	1,803
其他长期负债	812	866	1,137	897	902	908
负债	8,595	9,589	15,887	15,409	17,065	18,448
普通股股东权益	15,283	17,010	18,967	20,335	22,199	24,613
其中：股本	979	988	988	1,285	1,285	1,285
未分配利润	12,131	13,761	15,626	16,994	18,858	21,272
少数股东权益	430	524	5,295	5,685	6,165	6,735
负债股东权益合计	24,308	27,123	40,148	41,428	45,428	49,796

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	2.091	2.478	2.887	2.566	2.952	3.381
每股净资产	15.612	17.210	19.194	15.833	17.285	19.164
每股经营现金净流	1.911	3.042	4.242	5.289	4.383	4.700
每股股利	0.853	1.000	1.500	1.500	1.500	1.500
回报率						
净资产收益率	13.39%	14.40%	15.04%	16.21%	17.08%	17.64%
总资产收益率	8.42%	9.03%	7.11%	7.96%	8.35%	8.72%
投入资本收益率	12.92%	13.22%	11.36%	13.15%	14.10%	14.85%
增长率						
主营业务收入增长率	12.34%	18.01%	36.83%	12.00%	11.20%	10.60%
EBIT增长率	24.94%	17.03%	30.50%	18.53%	16.13%	15.29%
净利润增长率	28.13%	19.64%	16.50%	15.52%	15.05%	14.50%
总资产增长率	10.49%	11.58%	48.02%	3.19%	9.66%	9.61%
资产管理能力						
应收账款周转天数	71.7	71.9	75.8	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	120.4	105.5	120.1	120.0	120.0	120.0
应付账款周转天数	57.5	56.1	60.2	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	88.3	75.3	86.9	76.1	66.5	57.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-26.51%	-16.34%	-22.09%	-25.20%	-31.32%	-37.34%
EBIT利息保障倍数	-62.8	513.9	-152.7	120.8	308.1	5,784.1
资产负债率	35.36%	35.36%	39.57%	37.19%	37.56%	37.05%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	6	10	22	65
增持	0	1	4	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.14	1.29	1.27	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



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。

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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究