

拟收购天士力 28%股份，有望增强中药创新领域实力

——华润三九（000999）点评报告

买入（维持）

2024 年 08 月 07 日

报告关键要素：

2024 年 8 月 4 日，华润三九发布公告，拟以现金支付的方式购买天士力集团及其一致行动人持有的天士力 28%股份，交易价格拟定为每股 14.85 亿元，总金额达 62.12 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。

投资要点：

天士力以医疗渠道为主，华润三九擅长自我诊疗领域

天士力以医疗渠道为主，在医疗终端领域具备较强营销优势，围绕复方丹参滴丸等核心产品建立了心脑血管用药为主的现代中药大药体系，多年来已形成了覆盖全国各级市场的强大营销网络。天士力 2023 年实现营业收入 86.74 亿元，归母净利润 10.71 亿元；华润三九主营核心业务定位于 CHC 健康消费品和处方药领域，CHC 健康消费品业务覆盖了感冒、皮肤、胃肠、肝胆、儿科、骨科、妇科、心脑血管等品类，其核心产品在感冒、胃肠、皮肤、儿科、维矿、止咳和骨科用药占据了较高的市场份额；处方药业务覆盖心脑血管、抗肿瘤、消化系统、骨科、儿科、抗感染等治疗领域。在消费者端，公司依托“999”家庭常备主品牌及多个专业品牌，以家庭常见疾病治疗及健康管理为出发点，积极向健康管理、康复慢病管理方向延伸；在医疗端，公司拥有血塞通三七系列产品、参附注射液、示踪用盐酸米托蒽醌注射液、华蟾素片剂及注射剂、益血生胶囊、瘀血痹、注射用头孢比罗酯钠等药品。华润三九 2023 年实现营业收入 247.39 亿元，归母净利润 28.53 亿元。

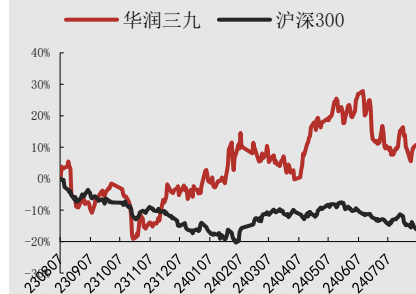
入主天士力后，公司有望加强中药创新领域竞争力

公司和天士力在心脑血管领域有望在产品矩阵、营销网络等方面形成协同。天士力是中药创新领域领军企业，收购利于公司加强中药创新药管线布局，实现中药院内院外市场双轮驱动。国家顶层设计重视中药传承创新发展，2020 版中药注册分类强调“以患者为中心、临床价值为导向”的评审理念、3.1 类古代经典名方复方制剂审评免临床直接申报上市，缩短研发周期和审批周期、符合中药研发特点的“三结合”审评

基础数据

总股本(百万股)	1,284.33
流通A股(百万股)	1,275.19
收盘价(元)	42.20
总市值(亿元)	541.99
流通A股市值(亿元)	538.13

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

CHC 业务实现快速增长，费用优化
CHC 业务稳健增长，昆药融合工作稳步推进
昆药融合推进，配方颗粒业务波动

分析师：

黄婧婧

执业证书编号：S0270522030001

电话：18221003557

邮箱：huangjj@wlzq.com.cn

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	24738.96	29191.36	33508.69	37284.19
增长比率(%)	36.83	18.00	14.79	11.27
归母净利润(百万元)	2852.93	3389.54	3835.13	4253.02
增长比率(%)	16.50	18.81	13.15	10.90
每股收益(元)	2.22	2.64	2.99	3.31
市盈率(倍)	19.06	16.04	14.18	12.79
市净率(倍)	2.87	2.60	2.20	1.88

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

证据体系等一系列顶层政策设计,加大企业中药新药研发热情,中药创新领域发展前景值得期待。

盈利预测与投资建议:公司是中药 OTC 领域龙头企业,在强大的收购实力基础上不断丰富中药产业链布局,未来有望实现院内院外市场双轮驱动发展。在不考虑本次收购后续并表影响的情况下,我们预计公司,2024/2025/2026 年归母净利润分别为 33.90 亿元/38.35 亿元/42.53 亿元,对应 EPS2.64 元/股、2.99 元/股、3.31 元/股,对应 PE 为 16.04/14.18/12.79(对应 2024 年 8 月 5 日收盘价 42.34 元),维持“买入”评级。

风险因素:交易中断或取消风险,商誉减值计提风险,业务整合不及预期风险等

利润表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	24739	29191	33509	37284
同比增速 (%)	36.83	18.00	14.79	11.27
营业成本	11567	13699	15161	16359
毛利	13172	15493	18348	20925
营业收入 (%)	53.24	53.07	54.76	56.12
税金及附加	275	301	342	373
营业收入 (%)	1.11	1.03	1.02	1.00
销售费用	6965	8232	10220	11931
营业收入 (%)	28.16	28.20	30.50	32.00
管理费用	1524	1751	1977	2162
营业收入 (%)	6.16	6.00	5.90	5.80
研发费用	715	1022	1206	1380
营业收入 (%)	2.89	3.50	3.60	3.70
财务费用	-24	97	108	149
营业收入 (%)	-0.10	0.33	0.32	0.40
资产减值损失	-173	-18	-3	-2
信用减值损失	-68	-58	0	0
其他收益	286	222	335	447
投资收益	18	6	25	21
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-29	0	0	0
资产处置收益	1	3	0	0
营业利润	3753	4244	4852	5397
营业收入 (%)	15.17	14.54	14.48	14.48
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	3754	4244	4852	5397
营业收入 (%)	15.18	14.54	14.48	14.48
所得税费用	581	637	742	821
净利润	3173	3607	4111	4576
营业收入 (%)	12.83	12.36	12.27	12.27
归属于母公司的净利润	2853	3390	3835	4253
同比增速 (%)	16.50	18.81	13.15	10.90
少数股东损益	321	218	276	323
EPS (元/股)	2.22	2.64	2.99	3.31

基本指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
EPS	2.22	2.64	2.99	3.31
BVPS	14.77	16.26	19.25	22.56
PE	19.06	16.04	14.18	12.79
PEG	1.15	0.85	1.08	1.17
PB	2.87	2.60	2.20	1.88
EV/EBITDA	9.74	9.85	8.99	7.83
ROE	15.04%	16.23%	15.51%	14.68%
ROIC	11.80%	11.92%	11.89%	11.71%

资产负债表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	6771	9905	6930	8760
交易性金融资产	1456	1536	1536	1536
应收票据及应收账款	6190	6776	7924	8846
存货	5112	9954	11018	11890
预付款项	496	1370	1516	1636
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2497	5899	6693	7387
流动资产合计	22522	35440	35618	40056
长期股权投资	144	201	263	327
固定资产	5890	7319	8511	9758
在建工程	538	533	484	390
无形资产	3457	4526	5435	6427
商誉	5124	5659	6292	6976
递延所得税资产	627	599	599	599
其他非流动资产	1847	1777	1858	1943
资产总计	40148	56055	59062	66476
短期借款	886	886	1138	1383
应付票据及应付账款	3097	6431	7117	7680
预收账款	0	0	0	0
合同负债	1650	3211	2901	3395
应付职工薪酬	1330	2192	2113	2326
应交税费	556	876	914	1021
其他流动负债	6313	12422	10983	12445
流动负债合计	12947	25132	24027	26867
长期借款	1803	3379	3379	3379
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	341	342	342	342
其他非流动负债	796	802	802	802
负债合计	15887	29655	28550	31389
归属于母公司的所有者权益	18967	20888	24723	28976
少数股东权益	5295	5513	5788	6111
股东权益	24262	26401	30511	35087
负债及股东权益	40148	56055	59062	66476

现金流量表 (百万元)

	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	4192	6905	638	5690
投资	-953	-190	-106	-110
资本性支出	-831	-3697	-3577	-3800
其他	991	164	25	21
投资活动现金流净额	-793	-3722	-3658	-3888
债权融资	-728	5	0	0
股权融资	0	12	0	0
银行贷款增加 (减少)	2470	1576	252	246
筹资成本	-1184	-1647	-207	-218
其他	-107	7	0	0
筹资活动现金流净额	450	-48	45	28
现金净流量	3854	3134	-2975	1830

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。分析师任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场