

导语：红色基因浓厚。

作者：市值风云 App：木盒

10 年 20 次并购，狂买上市公司，成就国内第二大医药制造 商 | 医药流通系列五

2024 年 8 月 4 日，天士力公告，华润三九受让了公司 28% 的股权，控股股东由天士力集团变更为华润三九（背后股东是华润医药）。

这件事震惊市场，因为这已经不是华润医药（3320.HK）第一次并购 A 股上市公司，在风云君的印象中这几年一直并购频发，此前已经拿下博雅生物、东阿阿胶、昆药集团等上市公司的控制权。

木盒 2024-08-05 10:44:54

在A股市场上，华润并购频繁，不仅拿下了\$博雅生物(300294.SZ)\$、拿下了\$东阿阿胶(000423.SZ)\$，也拿下\$昆药集团(600422.SH)\$，现在又拿下了\$天士力(600535.SH)\$。

昆药集团研报已经写完，过段时间马上出炉。

天士力8月4日晚间发布公告称，公司控股股东天士力集团及其一致行动人天津和悦、天津康顺科、天津鸿勋、天津通明、天津顺祺、天津善臻与华润三九签订了《股份转让协议》。根据协议内容，华润三九受让天士力集团及其一致行动人合计持有的41830.6002万股公司股份，占公司总股本的28%，转让价格为每股14.85元，转让价款合计为62.12亿元。天士力集团同意，天士力集团应出具书面承诺，承诺上述股份登记在华润三九名下之日（“登记日”）后采取放弃其所持有的天士力5%股份所对应的表决权等方式，使其控制的表决权比例不超过12.5008%。双方同意，登记日后，天士力集团如向非关联方及/或非一致行动人转让天士力股份时，视同优先转让已放弃表决权的股份；非关联方及/或非一致行动人所受让的天士力集团股份，不受天士力集团放弃表决权承诺的约束。

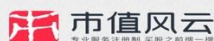
市值风云 @木盒

Table with 2 columns: 名称, 中国华润有限公司; 单位负责人或法定代表人, 王祥明; 成立日期, 1985年12月31日; 主要经营业务, 房地产投资; 能源、环保等基础设施及公用事业投资; 银行、信托、保险、基金等领域的投资与资产管理; 半导体应用、生物工程、节能环保等高科技产业项目投资; 研发; 股权投资; 医院管理; 组织子企业开展医疗器械、药品的生产、销售经营活动; 房地产开发; 销售建筑材料; 销售食品; 市场主体依法自主选择经营项目, 开展经营活动; 销售食品以及依法须经批准的项目, 经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动; 不得从事国家和本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。; 报告期内控股和参股的其他境内外上市公司的股权情况, 直接或间接持有华润医药集团有限公司53.40%股份、华润啤酒(控股)有限公司51.91%股份、华润电力控股有限公司62.94%股份、华润置地有限公司59.55%股份、华润建材科技控股有限公司68.72%股份、华润燃气控股有限公司61.46%股份、东阿阿胶股份有限公司32.5%股份、华润医疗控股有限公司36.58%股份、华润双鹤药业股份有限公司60.19%股份、江中药业股份有限公司43.07%股份、华润微电子有限公司66.69%股份、华润万象生活有限公司73.72%股份、华润化学材料科技股份有限公司81.29%股份、华润博雅生物制药集团股份有限公司29.28%股份、华润化学材料科技股份有限公司81.67%股份、重庆燃气集团股份有限公司39.18%股份、华润三九医药股份有限公司63.00%股份、昆药集团股份有限公司28.01%股份。

(2023年底华润控股的上市公司情况) 市值风云 @木盒

2 6 48

长按识别二维码 参与社区互动



专业服务注册制 买股之首选



(市值风云 APP)

事实上，在过去 10 年里，华润医药完成了超过 20 多起并购，其医药工业收入的增长，基本上是靠并购而来，整体实力也远超我们的想象。

—————以下为付费部分（不可见）—————

2023 年营业收入高达 2500 亿，已经是**中国的第二大医药制造商、第三大医药分销商、第一大非处方药制造商。**

一、红色基因渊远流长

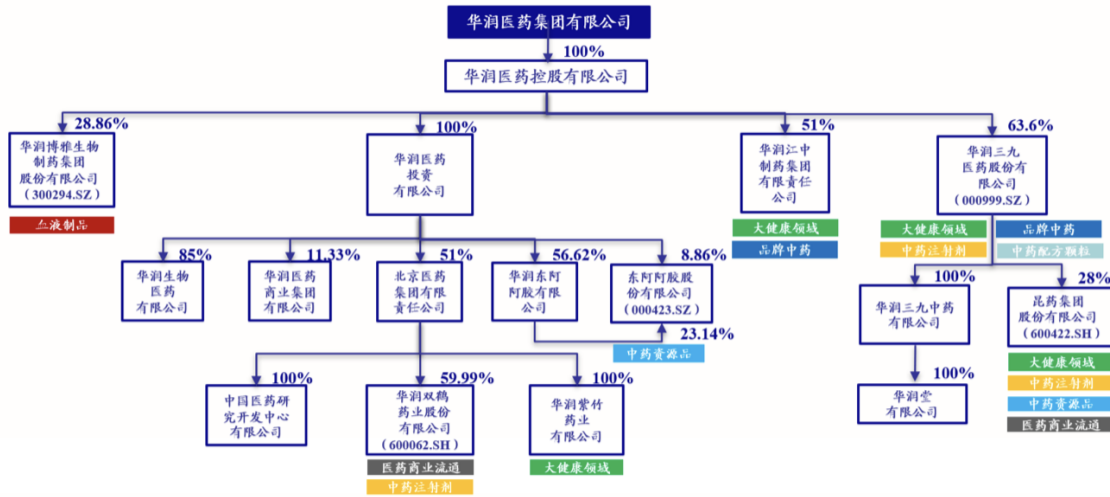
华润医药全称是华润医药集团有限公司，前身为党中央在香港成立“联和行”商号，用以协助采购根据地急需的军需物资。

2006 年，华润集团受国务院国资委委托，重组中国华源集团，取得北京医药集团 50% 股权，开启打造“央企医药平台”新征程。

2007 年 5 月，在整合东阿阿胶、华源集团医药资源、三九企业集团医药资源的基础上，华润医药集团有限公司在香港正式成立。

中间经历了对华润双鹤等公司的并购和股权归集，最终于 2016 年 10 月在香港上市。

目前控股股东是华润集团（医药）有限公司。



(2023年5月股权结构, 海通国际)

最终控股股东是中国华润有限公司，而整个中国华润集团的业务板块也很大，华润医药（3320.HK）只是其中之一的大健康板块。



(公司官网)

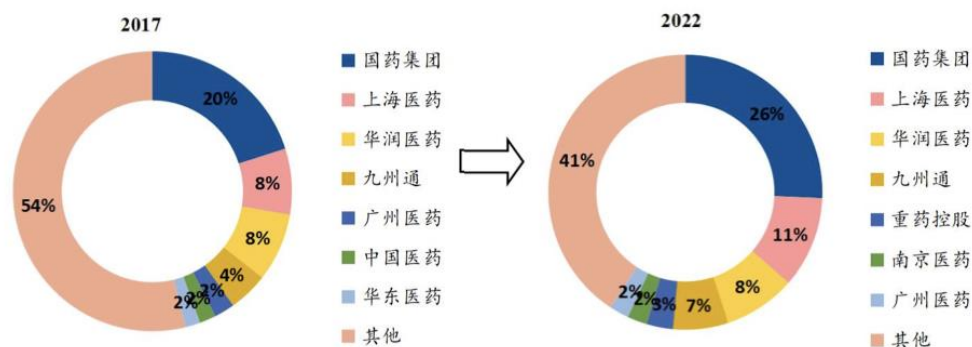
2023 年华润医药收入为 2447 亿，其中有三大业务医药分销、医药零售、医药工业，分别占比 80%、3.9%、16%。

主营构成 (亿)	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	比例
营业总收入	1831	1687	1936	2270	2447	100%
产品						
医药分销	1497	1384	1585	1832	1959	80.0%
医药工业	275	247	288	359	392	16.0%
医药零售	58	54	62	79	96	3.9%
其他产品	2	2	1	0	1	0.0%

(数据来源: wind)

二、医药分销：全国第三

2017 年-2022 年期间，华润医药的医药分销业务排名从第二下滑到第三，被上海医药反超。



(2017-2022 年医药流通行业竞争格局变化情况，华福证券)

2023 年，医药分销收入排名依次为国药控股、上海医药、华润医药、九州通，分别对应为 4238 亿、2338 亿、1959 亿、1445 亿。

医药分销 (亿)	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
国药控股	3321	3386	3771	3918	4238
上海医药	1624	1677	1906	2057	2338
华润医药	1497	1384	1585	1832	1959
九州通		1067	1184	1352	1445

(数据来源：市值风云)

国药控股最强，而且国药控股还有器械分销，2023 年收入为 1296 亿。

虽然华润医药的分销业务也做了一些发展和并购，比如 2023 年 9 月 8.85 亿收购四川科伦医药贸易集团有限公司 51%，属于科伦集团旗下的，医药商业前 20 强。

但风云君认为华润医药志向和业务发展重心早就不在医药商业（医药分销和医药零售），而是在于医药工业。

三、医药零售：行业第二

医药零售主要是药房，2023 年医药零售营业收入为 96 亿，行业排名第二，和第三名上海医药 91 亿相差不大，主要是第一的国药控股太强了。

医药零售 (亿)	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
国药控股	195	237	286	324	350
华润医药	58	54	62	79	96
上海医药	83	85	78	83	91
九州通		20	18	25	28

(数据来源：市值风云)

华润医药和国药控股的药店数量对比不是一个量级的：

(1) 华润 2023 年自营药房为共 790 家自营零售药房，其中 DTP 专业药店总数已达 272 家，有双通道资质的药店 153 家；

(2) 零售药房店铺总数为 12109 家，专业药房 1593 家，有双通道资质的药店 1127 家。

双通道是指通过定点医疗机构和定点零售药店两个渠道，满足谈判药品供应保障、临床使用等方面的合理需求，并同步纳入医保支付的机制，医保也将其统称为定点医药机构。

四、医药工业：并购做大

医药工业是华润医药最重视的板块，也是业务利润弹性最大的板块，收入占总收入比例 16%，为公司第二大业务。

医药工业相对更强，这点和上海医药有点类似，2023 年收入为 392 亿，比上海医药 263 亿还高，而国药控股由于剥离了医药工业业务，这块收入基本是零。

医药工业（亿）	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
华润医药	275	247	288	359	392
上海医药	235	237	251	268	263
九州通		17	19	23	25
国药控股	0	0	0	0	0

(数据来源：wind)

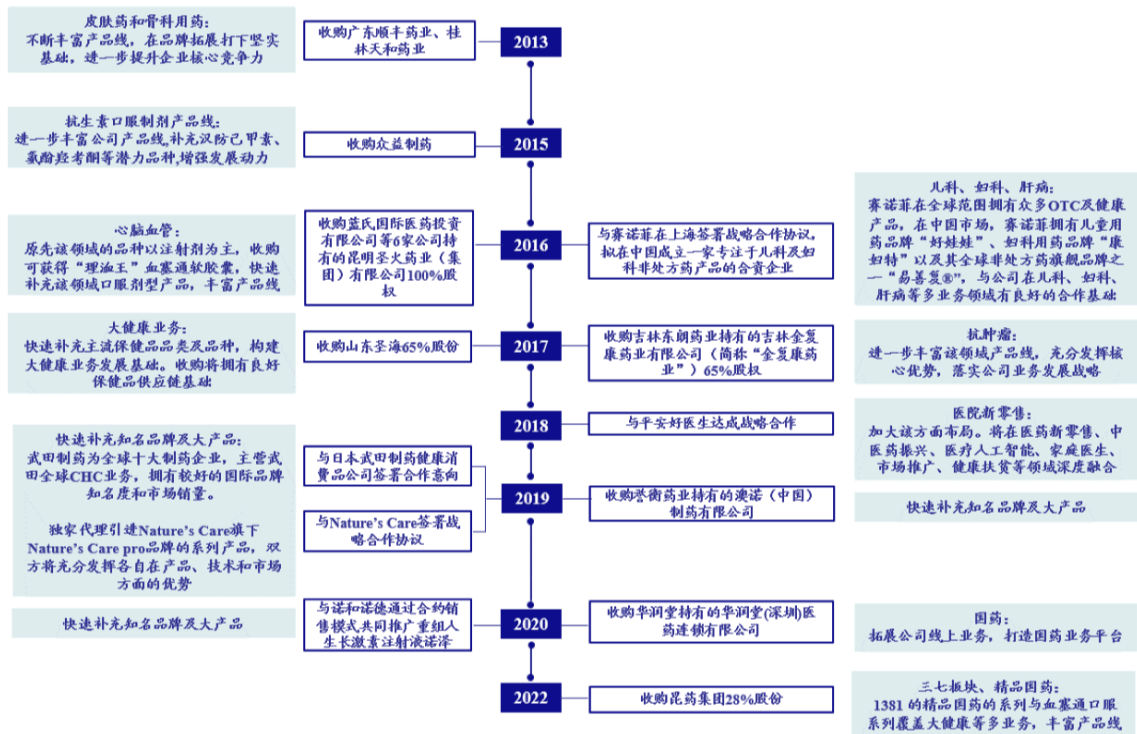
392 亿收入，华润医药已经是中国的第二大医药制造商，绝对是强.....

2023	2022	企业
1	1	中国医药集团有限公司
2	4	华润医药控股有限公司
3	5	齐鲁制药集团有限公司
4	2	上海复星医药（集团）股份有限公司
5	9	中国远大集团有限责任公司
6	7	石药控股集团有限公司
7	3	广州医药集团有限公司
8	6	上海医药（集团）有限公司
9	10	扬子江药业集团有限公司
10	8	修正药业集团股份有限公司

(中国医药工业百强企业榜单前十，工信部)

旗下拥有华润三九、华润双鹤、华润江中、东阿阿胶、华润博雅、华润紫竹、华润生物、天士力等多个知名企业，其中还有多家上市公司：

(1) 华润三九，主要是健康消费品，业务覆盖了肿瘤、心脑血管、消化系统、骨科、儿科、抗感染等治疗领域，在 A 股做了很多并购，2024 年又收购了天士力；



(2013年--2022年华润三九的并购, 2023年5月海通国际报告)

(2) 东阿阿胶, 阿胶及阿胶系列产品研发、生产和销售;

(3) 江中药业, 主要从事中成药、保健食品的研发、生产和销售, 2019年2月重组进华润医药, 此后江中药业也开启了较为活跃的并购, 比如购了桑海制药、济生制药、海斯制药等;

(4) 华润双鹤, 2010年被华润医药收购, 是华润集团医药板块化学药平台支柱企业, 主营业务涵盖新药研发、制剂生产、药品销售、制药装备及原料药生产等方面。

.....

这些上市公司的报告市值风云都有覆盖, 上市市值风云 APP 搜索。



以50亿商誉，换来28个亿元大单品！这家正在疯狂收购的中药龙头，值不值得买？

白猫
市值风云研究员 2024-04-08 10:32

一路买买买，也有因政策影响失手的时候！

长按识别二维码 · 阅读精彩内容

市值风云
专业服务注册制 买股之首选




王牌单品=摇钱树！募资9亿，分红30亿，在建全靠自筹：从江中药业看中药行业致富经

闲彦
2023-09-28 10:30

商业模式真香！

长按识别二维码 · 阅读精彩内容

市值风云
专业服务注册制 买股之首选



(市值风云 App)

五、ROE 和分红率较低

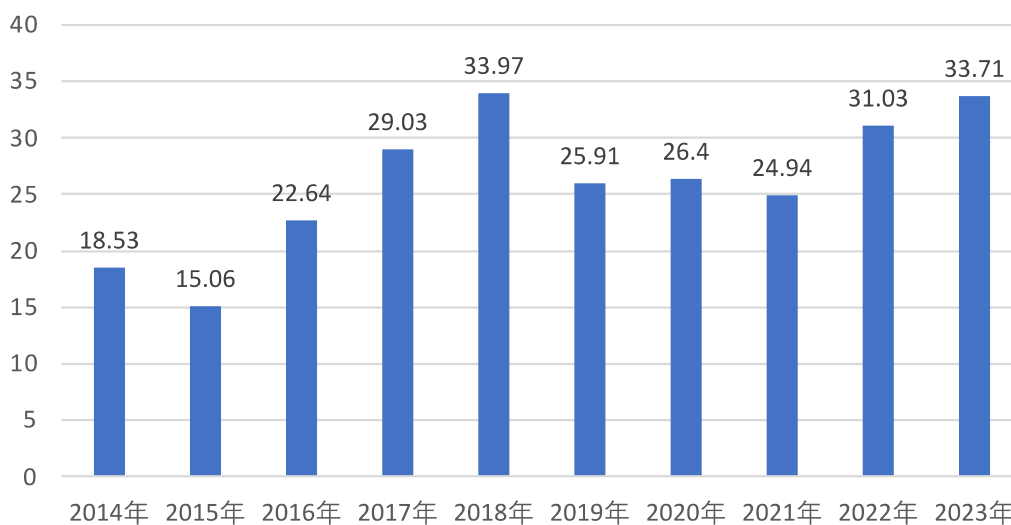
2023 年营业收入为 2459 亿，扣非净利润为 33.71 亿，2024 年上半年业绩出现增收不增利的情况，不过下降幅度只有 2.69%。

盈利能力	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年中
营业收入 (亿)	1849	1694	1943	2278	2459	1292
同比(%)	7.91	-1.97	18.08	7.31	12.3	4.69
扣非净利润 (亿)	25.91	26.4	24.94	31.03	33.71	24.69
同比(%)	-24.21	28.85	-2.64	13.87	14.52	-2.69

(数据来源: wind)

如果从近 10 年的发展角度来看, 华润医药 2023 年的盈利还没有 2018 年高。

扣非净利润 (亿)



(数据来源: 市值风云)

考虑到华润医药做了这么多并购, 如果剔除这些公司并表的利润增长, 那原来的华润医药业务是没有增长的。

从杆杆率来看, 华润医药的资产负债率是比较高的。

资产负债率 (%)	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
国药股份	49.7	47.4	47.8	46.4	46.0
上海医药	64.0	63.3	63.9	60.6	62.1
华润医药	63.4	61.8	61.8	62.6	62.3
九州通	69.1	68.3	68.5	68.9	68.2
国药控股	71.5	71.1	70.3	69.8	68.6

(数据来源: 市值风云)

但是 ROE 水平相对较低 (不如国药股份), 2023 年为 8.48%。

ROE (平均)	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
上海医药	10.12	10.33	10.76	9.65	5.56
九州通	9.28	15.16	10.82	8.68	8.94
华润医药	8.21	7.56	7.73	8.25	8.48
国药控股	13.86	13.85	13.12	13.12	12.69
国药股份	16.23	12.58	14.48	14.55	14.31

分红比例 (股利支付率) 25% 相对比较低, 2023 年股息率为 3.31%。

报告期	净利润(亿)	现金分红总额(亿)	股利支付率(%)	股息率(%)
2023年	38.54	9.69	25.15	3.31
2022年	37.05	9.09	24.24	2.53
2021年	30.81	8.01	25	4.23
2020年	27.75	6.2	22.87	3.02
2019年	29.44	6.31	21.03	1.52
2018年	35.38	7.18	20.23	1.27
2017年	29.12	5.62	19.85	1.09
2016年	25.24	4.99	20.05	1.03

基本上处于行业最低水平: 2023 年上海医药分红比例 40%, 港股股息率 4.1%; 国药控股分红比例 30%, 港股股息率 4.58%; A 股的九州通分红比例 45%, 股息率 3.57%; 国药股份分红比例 30%, 股息率 3%。

目前市值为 330 亿港元左右， PB 只有 0.63。

证券代码	证券简称	PB
3320.HK	华润医药	0.63
1099.HK	国药控股	0.76
2607.HK	上海医药	0.61
600998.SH	九州通	1.10
601607.SH	上海医药	1.14
600511.SH	国药股份	1.55

(数据来源：市值风云)

总结

华润医药医药分销业务全国第三，医药零售业务行业第二，虽然医药商业（分销+零售）收入占比比较多，但这几年华润发展重心还是医药工业，华润医药这块已经成为全国第二大的医药集团了。

但华润医药工业主要是靠并购做大，并购是华润的历史传统和擅长之处，如果剔除并购这块，则净利润可能没有增长。

财务数据上，华润医药负债率偏高，ROE、分红率、分红比例相对同行较低。

但市值也不高，330 亿港元，考虑到净利润有 30 多亿，研发有 20 亿。