

2022年05月08日

公司研究

评级：买入(维持)

研究所
证券分析师：周小刚 S0350521090002
zhouxg@ghzq.com.cn

品牌和产品版图再拓展，打造三七龙头企业 ——华润三九（000999）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
华润三九	-8.5%	11.8%	57.1%
沪深300	-8.3%	-14.4%	-22.8%

市场数据	2022/05/06
当前价格(元)	38.76
52周价格区间(元)	23.34-46.98
总市值(百万)	37,942.16
流通市值(百万)	37,922.60
总股本(万股)	97,890.00
流通股本(万股)	97,839.53
日均成交额(百万)	350.26
近一月换手(%)	1.22

《——华润三九（000999）事件点评：收入稳健增长，利润增长超预期（买入）*中药*周小刚》
——2022-04-23

《——华润三九（000999）事件点评：品牌OTC快速增长，业绩拐点明确（买入）*中药*周小刚》
——2022-03-27

《华润三九（000999.SZ）深度报告：核心业务拨云见日，OTC平台价值彰显（买入）*中药*周小刚》
——2022-03-25

事件：

华润三九发布重大资产购买预案：公司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 208,976,160 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 3,335,456 股股份（占昆药集团已发行股份总数的 0.44%）。本次交易完成后，上市公司将持有昆药集团 212,311,616 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。

投资要点：

- **强强联手，打造三七产业链龙头企业。** 公司 2016 年收购昆明圣火药业获得理泣王牌血塞通软胶囊（2021 年零售渠道终端销售额 4.14 亿元，排名第一）。昆药集团的血塞通拥有多种剂型，2021 年口服剂型销售额 9.48 亿元（+18.80%），占医药工业收入约四分之一。昆明圣火和昆药集团是唯一二拥有血塞通软胶囊（血塞通口服产品主导剂型）文号的企业。本次收购后，华润三九与昆药集团有望更好管控竞争、共同发力做大血塞通零售规模。三七是中药产业具有代表性的药材资源，也是云南省最具特色的优势生物资源之一。公司 2020 年与云南省科学技术院、昆明理工大学等发起成立云南省三七研究院。本次收购后公司将更好承接云南省三七产业发展规划，致力于将昆药集团打造为三七产业链龙头企业
- **品牌和产品版图再拓展，协同整合基础良好。** 昆药集团拥有历史悠久的“昆中药 1381”品牌，华润三九将利用丰富的经营管理经验，不断提升其品牌知名度和辨识度。昆药集团子公司昆明中药厂 2021 年收入 12.1 亿元。旗下消化系统中药贡献收入 4.64 亿元（+41.32%），持续高速增长。消化系统中药大单品参苓健脾颗粒和香砂胃胃颗粒，与华润三九消化产品线高度互补。销售方面，昆药集团优势主要在我国西南片区。实现控股后，华润三九在 OTC 和全国性销售方面的经验能够更好赋能昆药集团（两家上市公司将继续保持独立运作）。
- **每股转让价格拟定为 13.67 元，预计商誉达 15 亿元。** 本次交易标的股份价格拟定为 29.02 亿元，对应昆药集团每股转让价格为 13.67 元。昆药集团 2022 年 5 月 5 日停牌前公司股价为 10.76 元/股，即收购溢价率 27.04%。昆药集团 2022 年一季报中归属于上市公司股东的所有者权益为 48.98 亿元，本次收购昆药集团已发行股

份的 28.00%，预计产生商誉 15.31 亿元。昆药集团两大重点业务板块有望高速稳健增长：心脑血管产品线，口服制剂 2021 年增速 18.80%，部分注射剂产品取消医保报销的适应症限制、有望恢复性增长；消化系统产品持续保持高速增长，2021 年增速 41.32%。预期商誉减值压力较小。

- **盈利预测和投资评级** 基于审慎原则，在不考虑本次收购影响的情况下，预计 2022/2023/2024 年公司收入为 176.87 亿元/201.72 亿元/229.18 亿元，对应归母净利润 23.80 亿元/28.20 亿元/32.85 亿元，对应 PE 为 15.94/13.45/11.55。维持“买入”评级。
- **风险提示** 政策导致产品价格下降或医保支付水平下降超预期的风险，产品销售推广不及预期的风险，研发进展不及预期的风险，并购整合进展和效果不达预期的风险，上游原材料价格上涨超预期的风险。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	15320	17687	20172	22918
增长率（%）	12	15	14	14
归母净利润（百万元）	2047	2380	2820	3285
增长率（%）	28	16	19	16
摊薄每股收益（元）	2.09	2.43	2.88	3.36
ROE(%)	13	14	14	15
P/E	16.38	15.94	13.45	11.55
P/B	2.19	2.21	1.95	1.71
P/S	2.19	2.15	1.88	1.66
EV/EBITDA	10.40	11.30	8.89	7.13

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：华润三九盈利预测表（暂不考虑本次收购影响）

证券代码:	000999				股价:	38.76		投资评级:	买入		日期:	2022/05/06	
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E				
盈利能力					每股指标								
ROE	13%	14%	14%	15%	EPS	2.09	2.43	2.88	3.36				
毛利率	60%	61%	62%	62%	BVPS	15.61	17.53	19.90	22.64				
期间费率	39%	42%	42%	42%	估值								
销售净利率	13%	13%	14%	14%	P/E	16.38	15.94	13.45	11.55				
成长能力					P/B	2.19	2.21	1.95	1.71				
收入增长率	12%	15%	14%	14%	P/S	2.48	2.15	1.88	1.66				
利润增长率	28%	16%	19%	16%									
营运能力					利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E				
总资产周转率	0.63	0.64	0.65	0.65	营业收入	15320	17687	20172	22918				
应收账款周转率	5.04	4.97	4.85	4.95	营业成本	6171	6824	7743	8761				
存货周转率	6.64	7.65	7.39	7.37	营业税金及附加	204	210	236	268				
偿债能力					销售费用	5021	6182	7084	8001				
资产负债率	35%	37%	36%	35%	管理费用	945	1291	1372	1558				
流动比	1.60	1.70	1.85	2.01	财务费用	-39	0	0	0				
速动比	1.27	1.43	1.56	1.70	其他费用/(-收入)	560	672	706	802				
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	营业利润	2457	2869	3398	3958				
现金及现金等价物	4284	6685	8815	11188	营业外净收支	-28	-4	-8	-8				
应收款项	3050	3569	4169	4641	利润总额	2429	2866	3390	3950				
存货净额	2308	2312	2728	3111	所得税费用	348	453	529	615				
其他流动资产	2836	3373	3586	4150	净利润	2081	2413	2861	3335				
流动资产合计	12478	15939	19298	23090	少数股东损益	34	33	40	50				
固定资产	3705	3898	4089	4235	归属于母公司净利润	2047	2380	2820	3285				
在建工程	407	285	200	140	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E				
无形资产及其他	7703	7660	7617	7574	经营活动现金流	1871	3286	3030	3360				
长期股权投资	15	15	15	15	净利润	2047	2380	2820	3285				
资产总计	24308	27796	31218	35054	少数股东权益	34	33	40	50				
短期借款	60	0	0	0	折旧摊销	520	380	401	419				
应付款项	1416	1506	1725	1965	公允价值变动	-5	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-858	577	-169	-318				
其他流动负债	6300	7845	8687	9548	投资活动现金流	-1791	-324	-401	-386				
流动负债合计	7775	9351	10412	11513	资本支出	-866	-403	-461	-471				
长期借款及应付债券	8	8	8	8	长期投资	-991	0	0	0				
其他长期负债	812	812	812	812	其他	67	78	60	85				
长期负债合计	820	820	820	820	筹资活动现金流	-653	-560	-500	-600				
负债合计	8595	10171	11232	12333	债务融资	39	-60	0	0				
股本	979	979	979	979	权益融资	33	0	0	0				
股东权益	15713	17625	19986	22721	其它	-726	-500	-500	-600				
负债和股东权益总计	24308	27796	31218	35054	现金净增加额	-575	2401	2129	2374				

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【医药小组介绍】

周小刚，医药行业首席分析师，复旦大学经济学硕士、西安交通大学工学本科，具有 5 年医药实业工作经验、7 年医药研究工作经验。

李畅，助理分析师，北京大学药理学硕士，具有 1 年医疗实业工作经验，2022 年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药等板块。

李明，助理研究员，北京大学金融科技硕士，2021 年加入国海证券研究所医药组，主要覆盖医疗服务、眼科产业板块。

林雨茜，助理分析师，悉尼大学硕士，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械、上游制药装备板块。

赵宁宁，助理分析师，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融符合背景，曾任职国海证券视频医疗组，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖中药等板块。

【分析师承诺】

周小刚，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。