

华润三九 (000999.SZ)

2016 年业绩表现符合预期; 2017 年目标“提质增效、创新转型”

增持 (首次覆盖)

投资要点

一、事件: 公司发布 2016 年年报和分红预案。

2016 年公司实现销售收入 89.82 亿元, 同比增长 13.69%; 实现归属母公司净利润 11.98 亿元, 同比增长-4.11%; 扣非后归属母公司净利润 10.7 亿元, 同比增长 1.54%; 对应稀释后 EPS 为 1.22 元, 符合预期。

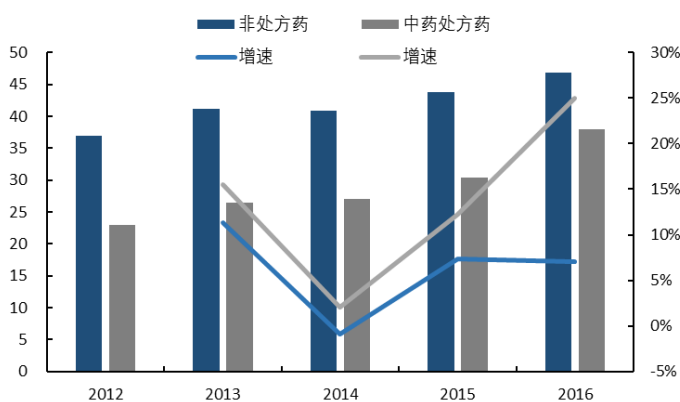
2016 年公司 Q4 单季度实现销售收入 28.18 亿元, 同比增长 17.95%; 实现归属母公司净利润 3.29 亿元, 同比增长-21.91%。

同时公司公告 2016 年分红预案, 拟每 10 股派 1.6 元 (含税)。

二、我们的观点: 销售增长符合预期, 销售费用上升较快拖累业绩 1、并表圣火药业, 中药处方药增长快速。

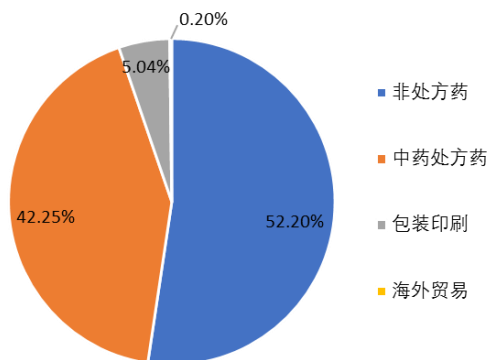
2016 年公司实现销售收入 89.82 亿元, 同比增长 13.69%; Q4 单季度实现销售收入 28.18 亿元, 同比增长 17.95%。在销售收入上, 公司保持了中高速增长, 其中在并购整合圣火药业之后, 在“理湔王”牌血塞通软胶囊带动下, 公司处方业务收入快速增长, 同比高达 24.97%。在 OTC 端, 公司表现中规中矩, 销售收入达到 46.89 亿元, 同比增长 7.06%。

图表 1: 公司处方药与非处方药销售收入 (亿元) 与增速情况



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 2: 2016 年公司分项目收入占比



数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

2017 年 3 月 8 日

证券分析师 焦德智

执业资格证书号码: S0600516120001

jiadzh@dwzq.com.cn

021-60199780

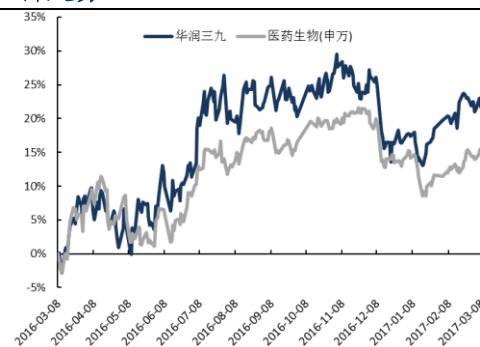
证券分析师 全铭

执业资格证书号码: S0600517010002

quanm@dwzq.com.cn

010-66573567

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	25.80
一年最低价/最高价 (元)	20.38/27.87
市净率	3.05
流通 A 股市值 (亿元)	252

基础数据

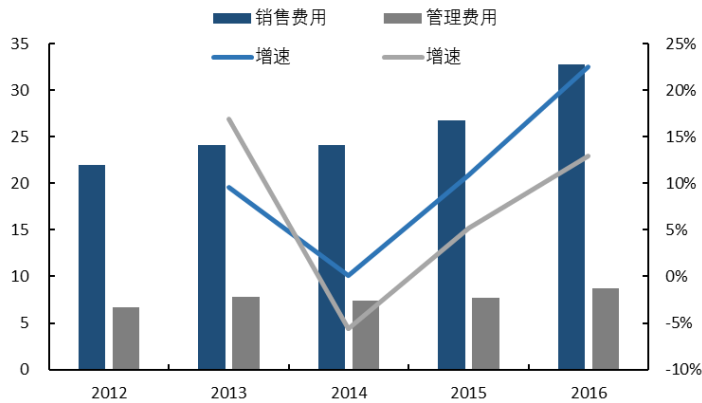
每股净资产 (元)	8.9
资产负债率 (%)	29.0%
总股本 (亿股)	9.79
流通 A 股 (亿股)	9.78

相关报告

2、市场推广费用增加 5.19 亿元，导致销售费用同比大幅增长。

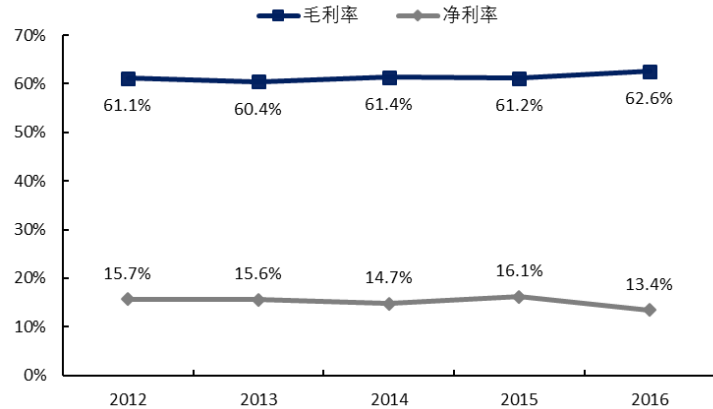
费用端，公司的销售费用增长较快，2016 年全年达到 32.8 亿元，同比增长 22.5%。销售费用同比增加了 6.03 亿元，其中市场推广费用增长了 41%，同比增加了 5.19 亿元，达到 17.92 亿元。在并购整合圣火药业的情况下，公司的管理费用得到了较好的控制，全年为 8.74 亿元，同比增长 12.9%。

图表 3：2016 年销售费用与管理费用（亿元）变化情况



数据来源：公司 2016 年报，东吴证券研究所

图表 4：公司毛利率和净利率变化情况



数据来源：wind 资讯，东吴证券研究所

3、毛利率稳定，净利率受销售费用拖累，出现下滑。

随着公司中药处方药增速加快，占比提高，直接带动公司的毛利率同比小幅上升。但净利率受到销售费用增加带来的影响，导致净利率出现一定比例的下滑。

三、2017 年公司规划：“提质增效、创新转型”，有望获得利润释放

公司将“提质增效、创新转型”定为 2017 年发展的重要方向，因此，我们预测公司将更注重内部的整合带来的效益提升，有望逐步释放利润。

1) 自我诊疗业务方面，利用品牌优势，耕 OTC 业务，加快 OTC 业务模式探索，进一步放大渠道、品牌优势；

2) 中药处方药业务方面，聚焦心脑血管、肿瘤、骨科、消化等慢病属性领域，加快产品结构调整，持续丰富产品线。

四、盈利预测与投资建议：

公司作为 OTC 品牌最优质的企业之一，在行业整合中明显受益，有望进一步强化其在已覆盖包括感冒、皮肤、胃肠、小儿、止咳等领域中的优势地位。在中药处方药方面，公司通过并购圣火药业进一步丰富公司产品，与中药配方颗粒等产品形成公司业绩增长的复合动力。

我们预期公司 2017 年到 2019 年，收入分别为 104.4 亿元、118.5 亿元和 113.5 亿元，同比增长 16.3%、13.5%和 12.6%；归属母公司净利润为 14.5 亿元、16.8 亿元和 19.3 亿元，同比增长 20.9%、15.9%和 14.9%；对应 EPS 为 1.48 元、1.72 元和 1.97 元。因此，我们首次覆盖对公司给予“增持”评级。

五、风险提示：

OTC 端市场推广和销售低于预期；中药处方药品种推广低于预期。

华润三九 (000999) 主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3935	5700	7072	9250	营业收入	8982	10442	11853	13347
现金	(237)	749	1765	3094	营业成本	3362	3928	4481	5071
应收账款	2728	3167	3524	4011	营业税金及附加	151	154	175	197
其它应收款	57	64	73	82	营业费用	3280	3736	4199	4681
预付账款	74	96	98	122	管理费用	874	1006	1130	1260
存货	905	1216	1203	1535	财务费用	14	22	-2	-28
其他	408	408	408	408	资产减值损失	37	37	37	37
非流动资产	8382	8283	8185	8113	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	6	6	6	6	投资净收益	29	0	0	0
固定资产	2947	3203	3133	3064	营业利润	1294	1559	1832	2130
无形资产	1811	1835	1832	1829	营业外损益	159	159	159	159
其他	3618	3240	3214	3214	利润总额	1453	1718	1992	2289
资产总计	12317	13983	15257	17363	所得税	245	258	299	343
流动负债	3057	3536	3433	3957	净利润	1208	1461	1693	1946
短期借款	20	0	0	0	少数股东损益	10	12	14	16
应付账款	904	1232	1204	1553	归属母公司净利润	1198	1449	1679	1930
其他	2134	2304	2228	2404	EBITDA	1775	1804	2054	2298
非流动负债	509	509	509	509	EPS (元)	1.22	1.48	1.72	1.97
长期借款	500	500	500	500					
其他	10	10	10	10					
负债合计	3567	4045	3942	4466	主要财务比率				
少数股东权益	106	118	132	148	营业收入	13.7%	16.3%	13.5%	12.6%
归属母公司股东权益	8615	9791	11153	12720	营业利润	-10.3%	20.5%	17.5%	16.2%
负债和股东权益	12288	13954	15228	17334	归属母公司净利润	-4.1%	20.9%	15.9%	14.9%
					毛利率	62.6%	62.4%	62.2%	62.0%
现金流量表					净利率	13.4%	14.0%	14.3%	14.6%
经营活动现金流	1391	1166	1198	1531	ROE	13.9%	14.8%	15.1%	15.2%
净利润	1208	1461	1693	1946	ROIC	13.0%	14.6%	16.0%	17.7%
折旧摊销	306	62	62	35	资产负债率	29.0%	28.9%	25.8%	25.7%
财务费用	25	24	1	-26	净负债比率	6.0%	5.0%	4.4%	3.9%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.3	1.6	2.1	2.3
营运资金变动	-154	1267	1475	1654	速动比率	0.9	1.2	1.6	1.8
其它	5	-1647	-2033	-2078	总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
投资活动现金流	-1224	136	136	136	应收帐款周转率	3.3	3.3	3.4	3.3
资本支出	0	0	0	0	应付帐款周转率	3.7	3.7	3.7	3.7
长期投资	0	0	0	0	每股收益	1.2	1.5	1.7	2.0
其他	-1224	136	136	136	每股经营现金	1.4	1.2	1.2	1.6
筹资活动现金流	-224	-316	-317	-338	每股净资产	8.9	10.1	11.5	13.1
短期借款	0	-20	0	0	P/E	21	17	15	13
长期借款	0	-297	-317	-338	P/B	2.9	2.6	2.3	2.0
其他	-224	0	0	0	EV/EBITDA	14.6	14.0	11.8	10.0
现金净增加额	-58	985	1017	1329					

数据来源: wind 资讯, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

