

华润三九 (000999)

费用致业绩相对平稳，2017年有望重拾快速增长

2016年业绩相对平稳

公司2016年业绩：营收89.82亿元，同比增13.69%；归母净利润11.98亿元，同比下降4.11%；归母扣非后净利润10.70亿元，同比增1.54%，剔除去年4季度出售三九脑科医院的投资收益因素影响，2016年净利润同比增长6.77%，经营活动现金流量净额同比增10.50%，显示出良好的经营态势。同时公司利润分配拟每10股派送现金1.60元（含税）。

展望未来：公司将继续升级自我诊疗能力体系，加快中药处方结构优化调整，促进公司业绩稳健增长，坚定打造“自我诊疗引领者”和“中药价值创造者”；同时，与赛诺菲合作开拓健康消费品市场（聚焦儿科、妇科品类业务），获得其旗舰产品易善复在中国市场的经销和推广，未来发展向好。

营收稳健较快增长，短期费用增长压制了利润增速

公司营收增长13.49%，主体的医药工业收入同比增长14.39%。细分业务看：
1、自我诊疗业务收入46.89亿元，同比增7.06%，其中感冒品类、儿科实现了较快增长。公司升级模式为“差异化产品+终端+消费者沟通”模式，通过冠名或植入热门综艺或电视剧等提升消费者沟通；通过打造999“感冒药家族”、“胃药家族”、“皮肤科家族”细分产品实现差异化并顺势进入大健康蓝海（陆续推出红糖姜茶、薄荷糖、鲜人参蜜片等多款大健康产品）向前端预防保健领域延伸；通过渠道下沉拓展电商强化终端。有望推动公司自我诊疗业务后续实现稳健的增长。
2、处方药业务收入37.95亿元，同比增长24.97%，快速增长的主要原因主要是众益制药及昆明圣火药业的并表因素。2016年9月公司收购圣火药业获得“理洵王”血塞通软胶囊，丰富了心脑血管治疗产品线，改变了该治疗领域以注射剂为主的状况。同时高毛利血塞通软胶囊等的并入也助力处方药业务毛利率提升6.02%。报告期内，参附注射液、参麦注射液受政策影响销售收入有所下滑，而新医保目录对其报销使用范围作了更严格的限制，预计未来中药注射剂产品仍将承压，茵栀黄口服液、天和骨通贴膏等则实现较好增长。

中药配方颗粒预计增长20%左右。作为老6家国家试点生产单位之一，公司配方颗粒业务规模位居全国前三，未来行业试点放开对公司有利：使用机构范围的扩大（由二级及以上往下放开）是试点放开应有之一，虽引入了竞争者，但公司多年积累的先发优势（渠道覆盖全国20多个省份以及质量优势）仍使公司可以充分享受行业的高景气度（行业增速30%）。

报告期内公司销售费用增22.5%，管理费用增12.9%，致净利润增速明显低于收入增速。后续公司将强化成本费用的控制，实现利润的稳定同步增长。

看好公司长远稳健发展，首次覆盖给予“增持评级”。

我们预计公司2017-2019年EPS分别为1.44、1.69、1.98元，对应PE分别为17、15、13倍，看好公司打造“自我诊疗引领者”和“中药价值创造者”的长期持续发展，给予2017年21倍估值，目标价30.2元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：中药注射剂承压超预期，OTC增速放缓，配方颗粒竞争加剧

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7,900.19	8,981.72	10,137.01	11,054.52	12,140.98
增长率(%)	8.57	13.69	12.86	9.05	9.83
EBITDA(百万元)	1,681.74	1,592.48	1,822.02	2,055.03	2,385.50
净利润(百万元)	1,249.23	1,197.84	1,414.00	1,657.14	1,939.96
增长率(%)	20.59	(4.11)	18.05	17.19	17.07
EPS(元/股)	1.28	1.22	1.44	1.69	1.98
市盈率(P/E)	19.76	20.61	17.46	14.90	12.73
市净率(P/B)	3.26	2.87	2.52	2.18	1.89
市销率(P/S)	3.12	2.75	2.44	2.23	2.03
EV/EBITDA	15.54	14.89	13.33	10.54	8.88

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/中药
6个月评级	增持（首次评级）
当前价格	25.22元
目标价格	30.2元
上次目标价	元

基本数据

A股总股本(百万股)	978.90
流通A股股本(百万股)	978.40
A股总市值(百万元)	24,687.86
流通A股市值(百万元)	24,675.13
每股净资产(元)	8.80
资产负债率(%)	35.64
一年内最高/最低(元)	27.87/20.50

作者

杨烨辉	分析师
SAC执业证书编号：S1110516080003	
yangyehui@tfzq.com	
潘海洋	联系人
panhaiyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	973.17	910.82	858.24	3,552.66	4,088.37
应收账款	934.58	1,402.68	695.23	1,126.00	874.22
预付账款	71.60	74.31	122.76	63.32	145.18
存货	910.56	904.79	1,276.14	975.33	1,578.17
其他	2,323.41	1,789.85	2,966.17	2,283.22	3,112.54
流动资产合计	5,213.32	5,082.46	5,918.54	8,000.53	9,798.48
长期股权投资	14.50	5.71	2.71	1.71	0.71
固定资产	2,714.38	2,947.17	3,242.81	3,449.60	3,699.14
在建工程	362.36	325.15	231.09	186.65	141.99
无形资产	1,763.52	1,837.13	1,805.92	1,774.70	1,743.49
其他	1,951.18	3,354.12	3,347.60	3,321.80	3,313.29
非流动资产合计	6,805.94	8,469.29	8,630.13	8,734.48	8,898.62
资产总计	12,019.26	13,551.75	14,548.67	16,735.00	18,697.11
短期借款	0.00	19.88	24.88	34.88	50.88
应付账款	2,077.52	2,443.09	2,172.91	2,838.25	2,759.49
其他	1,223.90	1,324.05	1,386.68	1,359.36	1,586.28
流动负债合计	3,301.42	3,787.03	3,584.47	4,232.49	4,396.65
长期借款	0.68	0.45	0.35	0.05	0.25
应付债券	499.00	499.41	499.01	499.14	499.19
其他	544.02	543.50	526.56	538.03	536.03
非流动负债合计	1,043.69	1,043.37	1,025.91	1,037.22	1,035.46
负债合计	4,345.12	4,830.39	4,610.39	5,269.71	5,432.12
少数股东权益	102.46	106.33	136.18	163.62	193.27
股本	978.90	978.90	978.90	978.90	978.90
资本公积	1,108.36	1,101.08	1,101.08	1,101.08	1,101.08
留存收益	6,602.61	7,646.33	8,823.20	10,322.78	12,092.82
其他	(1,118.19)	(1,111.29)	(1,101.08)	(1,101.08)	(1,101.08)
股东权益合计	7,674.14	8,721.36	9,938.28	11,465.30	13,264.99
负债和股东权益总	12,019.26	13,551.75	14,548.67	16,735.00	18,697.11

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,274.70	1,207.76	1,414.00	1,657.14	1,939.96
折旧摊销	257.34	305.73	189.63	208.86	231.34
财务费用	26.47	25.50	(7.02)	(22.88)	(41.45)
投资损失	(194.48)	(29.36)	(35.00)	(30.00)	(40.00)
营运资金变动	205.95	465.75	(1,104.47)	1,289.17	(1,104.87)
其它	(310.15)	(583.24)	29.84	27.44	29.66
经营活动现金流	1,259.84	1,392.14	487.00	3,129.72	1,014.64
资本支出	1,625.29	1,956.85	376.95	328.53	407.00
长期投资	(1.04)	(8.79)	(3.00)	(1.00)	(1.00)
其他	(2,414.07)	(3,172.31)	(699.95)	(636.93)	(772.80)
投资活动现金流	(789.82)	(1,224.24)	(326.00)	(309.40)	(366.80)
债权融资	500.39	519.97	526.29	535.07	551.41
股权融资	(42.59)	(21.95)	17.22	22.88	41.45
其他	(1,100.32)	(722.24)	(757.09)	(683.85)	(705.00)
筹资活动现金流	(642.52)	(224.22)	(213.58)	(125.91)	(112.13)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(172.50)	(56.32)	(52.58)	2,694.42	535.71

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7,900.19	8,981.72	10,137.01	11,054.52	12,140.98
营业成本	3,067.03	3,362.27	3,681.02	3,951.93	4,343.21
营业税金及附加	109.88	150.69	149.76	167.51	189.01
营业费用	2,677.28	3,279.53	3,687.84	3,985.16	4,370.75
管理费用	773.70	873.65	992.76	1,105.45	1,092.69
财务费用	4.49	14.29	(7.02)	(22.88)	(41.45)
资产减值损失	19.72	36.93	28.25	28.30	31.16
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	194.48	29.36	35.00	30.00	40.00
其他	(388.95)	(58.73)	(70.00)	(60.00)	(80.00)
营业利润	1,442.57	1,293.73	1,639.40	1,869.05	2,195.61
营业外收入	109.63	185.97	114.78	136.80	145.85
营业外支出	23.20	26.50	22.29	23.99	24.26
利润总额	1,529.00	1,453.20	1,731.89	1,981.85	2,317.20
所得税	254.30	245.44	288.05	297.28	347.58
净利润	1,274.70	1,207.76	1,443.84	1,684.57	1,969.62
少数股东损益	25.47	9.92	29.84	27.44	29.66
归属于母公司净利润	1,249.23	1,197.84	1,414.00	1,657.14	1,939.96
每股收益(元)	1.28	1.22	1.44	1.69	1.98

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	8.57%	13.69%	12.86%	9.05%	9.83%
营业利润	17.47%	-10.32%	26.72%	14.01%	17.47%
归属于母公司净利润	20.59%	-4.11%	18.05%	17.19%	17.07%
获利能力					
毛利率	61.18%	62.57%	63.69%	64.25%	64.23%
净利率	15.81%	13.34%	13.95%	14.99%	15.98%
ROE	16.50%	13.90%	14.43%	14.66%	14.84%
ROIC	20.11%	15.57%	16.76%	16.69%	22.14%
偿债能力					
资产负债率	36.15%	35.64%	31.69%	31.49%	29.05%
净负债率	25.88%	32.93%	34.21%	28.14%	8.91%
流动比率	1.58	1.34	1.65	1.89	2.23
速动比率	1.30	1.10	1.30	1.66	1.87
营运能力					
应收账款周转率	10.32	7.69	9.66	12.14	12.14
存货周转率	8.93	9.90	9.30	9.82	9.51
总资产周转率	0.70	0.70	0.72	0.71	0.69
每股指标(元)					
每股收益	1.28	1.22	1.44	1.69	1.98
每股经营现金流	1.29	1.42	0.50	3.20	1.04
每股净资产	7.73	8.80	10.01	11.55	13.35
估值比率					
市盈率	19.76	20.61	17.46	14.90	12.73
市净率	3.26	2.87	2.52	2.18	1.89
EV/EBITDA	15.54	14.89	13.33	10.54	8.88
EV/EBIT	18.06	18.13	14.88	11.73	9.83

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com