

华润三九 (000999)

证券研究报告

2017年08月21日

业绩稳健增长，产品结构不断优化

上半年业绩稳健增长 16.52%

2017年中报业绩：营收、归母净利润、归母扣非后净利润分别为49.98、7.41、6.95亿元，分别同比增长16.75%、16.52%和14.53%，符合市场预期。展望全年，公司在重新划分自我诊疗业务线，并依托中药处方药既有优势，不断延伸治疗链，聚焦慢病属性领域，思路清晰，有望延续良好的发展态势，实现稳健快速的业绩增长。

自我诊疗业务延续快速增长，处方药产品结构调整初见成效

1、自我诊疗业务实现营收27.16亿元，同比增长14.56%。公司于2017年初将原有业务拆分为三条业务线，包括品牌OTC业务部、专业品牌部及大健康事业部，分别负责感冒、胃肠、皮肤用药等核心品类；儿科、妇科、骨科系列产品以及肝病用药“易善复”；保健食品、药妆等产品线，运作调理更加清晰。品牌OTC业务继续实现999品牌升级；专业品牌部借助与赛诺菲合作的契机，在零售药店终端探索专业产品的学术推广模式，培育消费者在专业的疾病领域如肝病（易善复）、骨科（天和系列产品）及儿科等建立自我诊疗习惯，全方位满足消费者用药需求；大健康事业部布局健康产品保健品市场（包括红糖姜茶、薄荷糖、膳食营养补充剂、鲜参蜜片等），不断推出新产品。报告期内，儿科品类、皮肤品类实现较快增长，感冒品类、骨科品类实现稳定增长。

2、处方药业务实现营业收入20.15亿元，同比增长19.85%，快速增长主要得益于圣火药业及众益制药的并表。“理洫王”血塞通软胶囊在年初进入了新版国家医保目录，将迎来发展良机。处方药的产品结构调整已初见成效：中药注射剂占比不断下降，口服心脑血管用药（如血塞通软胶囊、华蟾素片等）规模则不断扩大。报告期内，中药配方颗粒实现了良好增长，预计增速在20%左右，未来行业竞争继续变化，但公司经营多年积累了较好的先发优势。报告期内销售费用增18.82%，管理费用增15.78%，均稳健增长。

与赛诺菲合作值得期待

公司3月份与赛诺菲共同设立的合资公司“三九赛诺菲”，将重点发展儿科、妇科品类的业务，打造“999”小儿感冒药、“好娃娃”以及“康妇特”等品牌，同时独家负责赛诺菲全球非处方药旗舰产品易善复在中国市场的经销和推广，未来将实现与赛诺菲产品-渠道的互补，并有望引进更多产品以及更深层次合作，值得期待。

看好OTC龙头的长远稳健发展，维持“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20、17、14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，维持“增持”评级。

风险提示：OTC增速放缓，配方颗粒竞争加剧

投资评级

行业	医药生物/中药
6个月评级	增持（维持评级）
当前价格	28.60元
目标价格	30.2元
上次目标价	30.2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)	27,996.54
流通A股市值(百万元)	27,982.11
每股净资产(元)	9.48
资产负债率(%)	33.94
一年内最高/最低(元)	31.88/23.69

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

1 《华润三九-年报点评报告:费用致业绩相对平稳，2017年有望重拾快速增长》 2017-03-09

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	1,413.67	1,655.92	1,937.38
增长率(%)	20.59	(4.11)	18.02	17.14	17.00
EPS(元/股)	1.28	1.22	1.44	1.69	1.98
市盈率(P/E)	22.41	23.37	19.80	16.91	14.45
市净率(P/B)	3.70	3.25	2.87	2.51	2.19
市销率(P/S)	3.54	3.12	2.76	2.53	2.31
EV/EBITDA	15.54	14.89	15.18	12.23	10.40

资料来源：wind，天风证券研究所

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	796.35	3,393.42	3,776.61
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	5,856.64	7,841.28	9,486.72
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	14,486.77	16,575.76	18,385.35
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	136.17	163.59	193.21
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	8,761.31	10,163.56	11,781.12
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	9,876.39	11,306.05	12,953.23
负债和股东权益总	12,019.26	13,551.75	14,486.77	16,575.76	18,385.35

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	1,274.70	1,207.76	1,413.67	1,655.92	1,937.38
折旧摊销	257.34	305.73	189.63	208.86	231.34
财务费用	26.47	25.50	(6.61)	(21.43)	(38.37)
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	27.42	29.62
经营活动现金流	1,259.84	1,392.14	487.06	3,129.94	1,015.10
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)	16.82	21.43	38.37
其他	(1,100.32)	(722.24)	(818.65)	(779.97)	(854.89)
筹资活动现金流	(642.52)	(224.22)	(275.54)	(223.47)	(265.11)
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)	(114.48)	2,597.07	383.20

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	(6.61)	(21.43)	(38.37)
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	1,638.99	1,867.60	2,192.52
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	1,731.49	1,980.40	2,314.11
所得税	254.30	245.44	287.98	297.06	347.12
净利润	1,274.70	1,207.76	1,443.51	1,683.34	1,967.00
少数股东损益	25.47	9.92	29.84	27.42	29.62
归属于母公司净利润	1,249.23	1,197.84	1,413.67	1,655.92	1,937.38
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%	26.69%	13.95%	17.40%
归属于母公司净利润	20.59%	-4.11%	18.02%	17.14%	17.00%
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%	14.98%	15.96%
ROE	16.50%	13.90%	14.51%	14.86%	15.18%
ROIC	20.11%	15.57%	16.76%	16.69%	22.14%
偿债能力					
资产负债率	36.15%	35.64%	31.82%	31.79%	29.55%
净负债率	25.88%	32.93%	34.42%	29.08%	10.35%
流动比率	1.58	1.34	1.63	1.85	2.16
速动比率	1.30	1.10	1.28	1.62	1.80
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	9.95	11.38	13.04
估值比率					
市盈率	22.41	23.37	19.80	16.91	14.45
市净率	3.70	3.25	2.87	2.51	2.19
EV/EBITDA	15.54	14.89	15.18	12.23	10.40
EV/EBIT	18.06	18.13	16.94	13.61	11.51

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 37 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