

2017年10月30日

收入高速增长，销售费用增加拖累净利润增速，公司2017年三季报业绩符合预期

增持(维持)

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	8,981.7	10,442.1	11,852.7	13,347.1
同比	13.7%	16.3%	13.5%	12.6%
归母净利润(百万元)	1,197.8	1,380.4	1,640.9	1,860.9
同比	-4.1%	15.2%	18.9%	13.4%
ROE	13.9%	14.3%	15.0%	15.0%
每股收益(元)	1.22	1.41	1.68	1.90
P/E	24.80	21.52	18.11	15.96
P/B	3.45	3.07	2.71	2.40

投资要点

一、事件：公司发布2017年三季报

2017年1-9月公司实现销售收入74.84亿元，同比增长21.41%；实现归母净利润9.59亿元，同比增长10.33%；扣非后归母净利润9.01亿元，同比增长12.60%；业绩符合预期。

2017年第三季度，公司实现销售收入24.86亿元，同比增长31.99%；实现归母净利润2.18亿元，同比降低6.56%；扣非后归母净利润2.06亿元，同比增长6.51%；业绩符合预期。

图表1:公司营收与归母净利润变化情况(亿元)



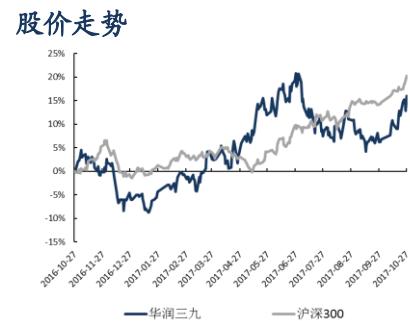
资料来源：Wind、东吴证券研究所

二、我们的观点：

公司2017年1-9月，收入端实现了较高速的增长，同比增速21.41%，达到74.84亿元；但归母净利润由于费用上升等原因导致增速只有10.33%，不及收入增速。公司2017年前三季度的收入增速好于2014-2016年，除了部分并表因素外，公司所处的OTC行业好转，也为公司带来了新的发展机遇。

证券分析师 焦德智
S0600516120001
jiaodzh@dwzq.com.cn

证券分析师 全铭
S0600517010002
010-66573567
quanm@dwzq.com.cn



市场数据	
收盘价(元)	30.35
一年最低/最高价	23.56/31.71
市净率(倍)	3.13
流通A股市值(亿元)	297

基础数据	
每股净资产(元)	9.70
资产负债率(%)	35.55
总股本(亿股)	9.79
流通A股(亿股)	9.78

相关研究

- 1、2017半年报业绩符合预期，OTC端增速显著提高 -20170820
- 2、2016年业绩表现符合预期；2017年目标“提质增效、创新转型” -20170308

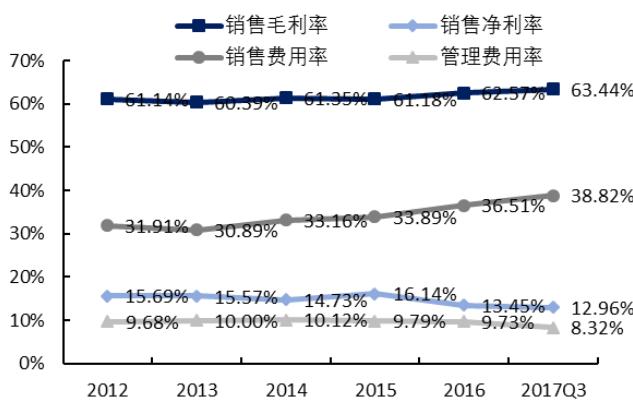
2016年以来，OTC行业迎来普遍价格上涨的趋势，多数品种在药店终端价格涨幅在10%以上。知名度高的品牌价格上涨的动力更足，同时客户接受度也更好。华润三九作为OTC最知名的品牌药企，在行业变革中受益明显，成为公司收入增长的重要贡献点。

公司的处方药方面，由于受到招标政策、中药注射剂行业政策、以及配方颗粒行业竞争加剧等因素影响，其销售增长受到较大挑战。

2. 毛利率略有提高，但销售费用大幅上升，导致净利率持续小幅下降。

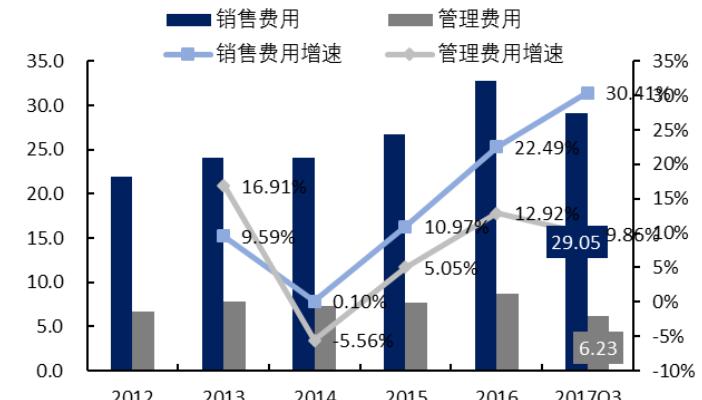
2017年1-9月，公司毛利率和净利率分别为63.44%和12.96%，毛利率水平略有上升，但净利率水平有所下降。净利率下降主要原因在于销售费用的大幅上涨。2017年1-9月，销售费用达到29.05亿元，同比增长30.41%，高于公司收入增速；销售费用率也达到了38.82%，高于2016年同期36.14%的水平。公司管理费用保持了较好的水平，前三季度为6.23亿元，同比增长9.86%，管理费用率为8.32%，低于去年同期9.2%的水平。

图表 2:公司毛利率、净利率与费用率情况



资料来源：Wind、东吴证券研究所

图表 3:公司销售费用与管理费用变化情况（亿元）



资料来源：Wind、东吴证券研究所

三、盈利预测与投资建议：

我们预计公司2017年到2019年，收入分别为104.42亿元、118.53亿元和133.47亿元，同比增长16.3%、13.5%和12.6%；归属母公司净利润为13.80亿元、16.41亿元和18.61亿元，同比增长15.2%、18.9%和13.4%；对应EPS为1.41元、1.68元和1.90元。公司为OTC优质品牌企业，行业龙头之一，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、口服制剂以及抗生素等产品形成公司业绩增长的复合动力。因此，我们维持对公司的“增持”评级。

四、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。

华润三九三大财务预测表

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E	利润表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5082.5	7936.1	9906.2	12649.2	营业收入	8981.7	10442.1	11852.7	13347.1
现金	910.8	2820.1	4434.8	6328.1	营业成本	3362.3	3928.1	4480.9	5070.7
应收票据&账款	2728.0	3167.5	3524.4	4011.2	营业税金及附加	150.7	154.3	175.1	197.2
其它应收款	57.0	64.2	73.3	81.6	营业费用	3279.5	3889.0	4370.2	4872.0
预付账款	74.3	96.2	98.3	121.8	管理费用	873.7	934.4	1050.1	1170.6
存货	904.8	1216.1	1203.3	1534.5	财务费用	14.3	15.2	-54.8	-56.7
其他	407.6	572.1	572.1	572.1	资产减值损失	36.9	36.9	36.9	36.9
非流动资产	8469.3	7759.8	6970.7	6208.5	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	5.7	5.7	5.7	5.7	投资净收益	29.4	0.0	0.0	0.0
固定资产	2947.2	2721.0	2169.7	1618.4	营业利润	1293.7	1484.2	1794.3	2056.3
无形资产	1811.3	1629.0	1420.8	1212.7	营业外损益	159.5	159.5	159.5	159.5
其他	3705.1	3404.1	3374.5	3371.8	利润总额	1453.2	1643.6	1953.8	2215.7
资产总计	13551.7	15695.9	16876.9	18857.7	所得税	245.4	246.5	293.1	332.4
流动负债	3787.0	4828.7	4725.4	5249.6	净利润	1207.8	1397.1	1660.7	1883.4
短期借款	19.9	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	9.9	16.7	19.8	22.4
应付账款	903.6	1232.2	1204.2	1552.9	归属母公司净利润	1197.8	1380.4	1640.9	1860.9
其他	2863.5	3596.5	3521.1	3696.6	EBITDA	1774.7	2383.1	2653.0	2848.7
非流动负债	1043.4	1065.3	1065.3	1065.3	EPS(元)	1.22	1.41	1.68	1.90
长期借款	499.9	499.9	499.9	499.9					
其他	543.5	565.4	565.4	565.4	主要财务比率				
负债合计	4830.4	5894.0	5790.6	6314.8	营业收入增速	13.69%	16.26%	13.51%	12.61%
发行在外股本	978.9	978.9	978.9	978.9	归母公司净利润增速	-4.11%	15.24%	18.87%	13.41%
少数股东权益	106.3	123.0	142.8	165.2	毛利率	62.57%	62.38%	62.20%	62.01%
归属母公司股东权益	8615.0	9678.9	10943.5	12377.6	净利率	13.45%	13.38%	14.01%	14.11%
负债和股东权益	13551.7	15695.9	16876.9	18857.7	ROE	13.90%	14.26%	14.99%	15.03%
现金流量表					ROIC	14.93%	14.87%	19.54%	22.99%
经营活动现金流	1392.1	2165.2	1802.6	2092.3	资产负债率	35.64%	37.55%	34.31%	33.49%
折旧摊销	305.7	752.1	752.1	725.3	总资产周转率	0.66	0.67	0.70	0.71
营运资金变动	-136.9	1627.5	2073.4	2218.8	P/E	24.80	21.52	18.11	15.96
投资活动现金流	-1224.2	66.9	135.6	135.6	P/B	3.45	3.07	2.71	2.40
筹资活动现金流	-224.2	-322.8	-323.5	-334.5	EV/EBITDA	16.63	11.58	9.81	8.48
现金净增加额	-54.3	1909.3	1614.6	1893.4	每股净资产(元)	8.80	9.89	11.18	12.64

数据来源: wind, 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、意见及推測不一致的报告。

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，并注明出自为东吴证券研究所，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 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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>