

华润三九(000999.SZ)

2018年3月15日

OTC 增速显著提高, 处方端费用增加拖累净利润增速, 2017 年业绩符合预期 增持(维持)

证券分析师 焦德智

执业证书编号:

S0600516120001

jiaodzh@dwzq.com.cn

证券分析师 全铭

执业证书编号:

S0600517010002

010-66573567

quanm@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 11,119.9 | 13,099.3 | 15,496.4 | 18,301.3 |
| 同比 | 23.8% | 17.8% | 18.3% | 18.1% |
| 归母净利润(百万元) | 1,301.7 | 1,489.0 | 1,703.2 | 1,943.1 |
| 同比 | 8.7% | 14.4% | 14.4% | 14.1% |
| ROE | 13.2% | 13.1% | 13.1% | 13.0% |
| 每股收益(元) | 1.33 | 1.52 | 1.74 | 1.98 |
| P/E | 19.2 | 16.8 | 14.7 | 12.9 |
| P/B | 2.5 | 2.2 | 1.9 | 1.7 |

股价走势



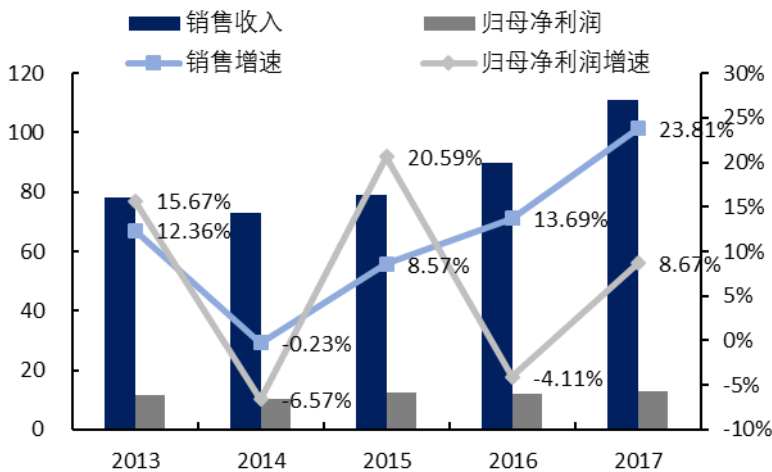
投资要点

一、事件: 公司发布 2017 年报

2017 年公司实现销售收入 111.20 亿元, 同比增长 23.81%; 实现归母净利润 13.02 亿元, 同比增长 8.67%; 扣非后归母净利润 11.24 亿元, 同比增长 5.11%; **业绩符合预期。**

2017 年第四季度, 公司实现销售收入 36.36 亿元, 同比增长 29.05%; 实现归母净利润 3.43 亿元, 同比增长 4.27%, **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, 收入端做到了较高速的增长, 同比增速 23.81%, 达到 111.20 亿元; 归母净利润为 13.02 亿元, 由于销售费用大幅上升导致增速只有 8.67%, 不及收入增速。其中, 公司 2017 年第四季度的收入增速达到 29.05%, 好于 2014-2016 年同期水平。

1、OTC 行业迎来消费升级, 公司品牌优势显著, 拉动 OTC 快速增长。

近年来在我国经济快速发展的驱动下, OTC 行业迎来消费升级的发展机遇。公司借助品牌优势、品种优势、渠道优势, 在消费升级的大趋势下, 迎来了新一轮的快速增长。公司 2017 年自我诊疗领域收入达到 54.29 亿元, 同比增长 15.8%, 远高于 2015-2016 年 7% 左右的水平。

市场数据

| | |
|--------------|-------------|
| 收盘价(元) | 25.58 |
| 一年最低/最高价 | 24.30/31.71 |
| 市净率(倍) | 2.55 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 250 |

基础数据

| | |
|------------|-------|
| 每股净资产(元) | 10.05 |
| 资产负债率(%) | 37.48 |
| 总股本(亿股) | 9.79 |
| 流通 A 股(亿股) | 9.78 |

相关研究

- 1、2017 年三季度报点评: 收入高速增长, 销售费用增加拖累净利润增速, 公司业绩符合预期
- 2、2017 半年报业绩符合预期, OTC 端增速显著提高 -20170820
- 3、2016 年业绩表现符合预期; 2017 年目标“提质增效、创新转型” -20170308

1) OTC、OTX、大健康，三条业务线并进。

公司在自我诊疗业务战略基础上，规划了继续巩固 OTC 业务优势，构建 OTX 专业品牌群，打造大健康膳食营养补充剂品牌，实现从 OTC 到自我诊疗引领者全面提升的发展路径。OTX 专业品牌方面，公司将在现有的儿科、骨科、妇科、肝病领域上布局专科用药，形成围绕消费者疾病诊疗过程，从医院和药店全方位为消费者用药提供产品的供应体系。

在大健康补益类产品上，公司主打“999 今维多”品牌，推出了维生素、矿物质等系列产品。目前已经上市的保健品包括维生素 C 咀嚼片、B 族维生素片、铁锌钙咀嚼片、牛初乳压片糖、多种维生素矿物质片等 6 款产品，初步形成“999”品牌下的大健康业务的产品线。

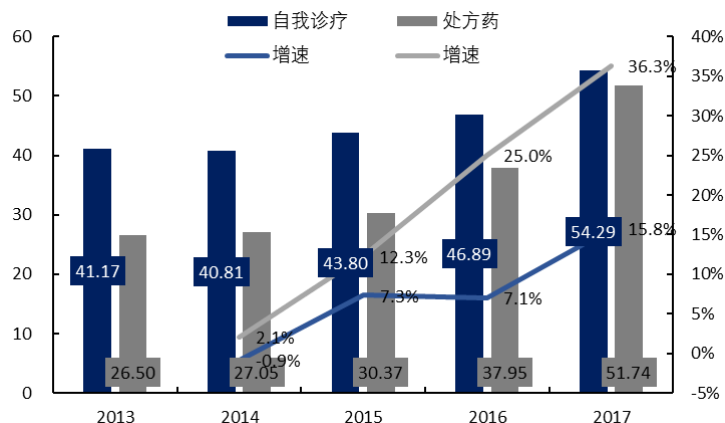
2) 与赛诺菲合作初见成效。

公司在 2017 年与赛诺菲展开战略合作，在中国市场销售护肝产品“易善复”以及建立合资公司共同发展儿科、妇科品类产品线。经过一年的合作发展，“易善复”单品全年实现略超预期的销售量，儿科“好娃娃”和妇科“康妇特”等品牌产品也达到了预期的市场开拓和销售表现。在优质品种和品牌下，配合上三九的销售网络，2018 年公司与赛诺菲合作的产品有望进入销售的加速期，为公司业绩带来更大的贡献。

2、处方药顺应行业变革，销售收入快速增长的同时销售费用大幅上升。

处方药方面，由于受到招标政策、中药注射剂行业政策、“两票制”的药品配送政策等因素影响，公司的处方药在销售变革中快速发展。2017 年，公司处方药销售收入达到 51.74 亿元，同比增长 36.3%，毛利率达到 75.9%，同比上升 3.26 个百分点。虽然公司在收入端增长较快，毛利率也有所提高，但销售费用大幅提高，达到 47.5 亿元，同比增长 44.8%。

图表 2:公司自我诊疗与处方销售变化情况 (亿元)

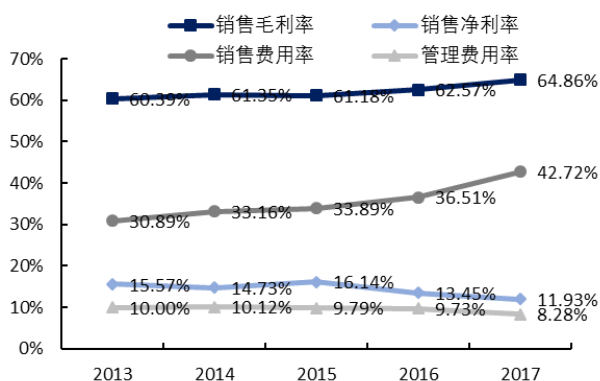


资料来源: Wind、东吴证券研究所

3、毛利率略有提高，但销售费用大幅上升，导致净利率小幅下降。

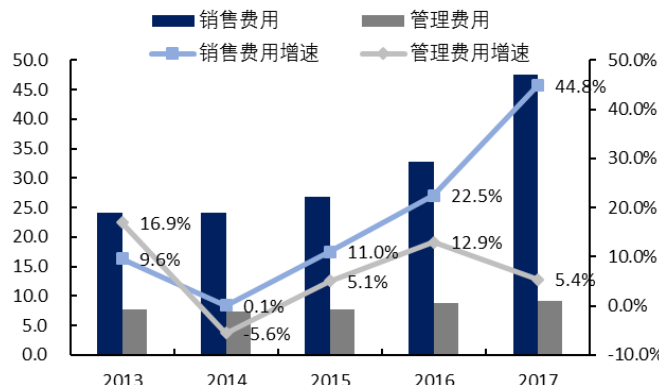
2017年公司毛利率和净利率分别为64.86%和11.93%，毛利率水平略有上升，但净利率水平有所下降。净利率下降主要原因在于销售费用的大幅上涨。2017年销售费用47.5亿元，同比增长44.8%，远高于公司收入增速；销售费用率也达到了42.72%，高于2016年同期36.51%水平。公司管理费用保持了较好的水平，为9.21亿元，同比增长5.4%，管理费用率为8.28%，低于去年同期9.73%的水平。

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:

我们预期公司2018年到2020年，收入分别为130.99亿元、154.96亿元和183.01亿元；归属母公司净利润为14.89亿元、17.03亿元和19.43亿元；对应EPS为1.52元、1.74元和1.98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 (百万元)

| 资产负债表 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E | 利润表 | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 流动资产 | 6,843.6 | 8,525.9 | 10,864.8 | 13,120.9 | 营业收入 | 11,119.9 | 13,099.3 | 15,496.4 | 18,301.3 |
| 现金 | 1,708.4 | 3,114.5 | 3,765.5 | 5,403.0 | 营业成本 | 3,907.7 | 4,676.4 | 5,609.7 | 6,716.6 |
| 应收票据&账款 | 3,822.6 | 3,894.0 | 5,234.7 | 5,546.3 | 营业税金及附加 | 193.9 | 210.1 | 248.6 | 293.6 |
| 其它应收款 | 55.7 | 77.0 | 80.0 | 105.4 | 营业费用 | 4,750.2 | 5,595.7 | 6,619.7 | 7,817.9 |
| 预付账款 | 125.2 | 113.6 | 172.9 | 170.1 | 管理费用 | 920.7 | 1,062.9 | 1,232.3 | 1,426.2 |
| 存货 | 1,105.2 | 1,300.2 | 1,585.2 | 1,869.5 | 财务费用 | 24.6 | -46.9 | -70.8 | -96.5 |
| 其他 | 26.6 | 26.6 | 26.6 | 26.6 | 资产减值损失 | 16.3 | 16.3 | 16.3 | 16.3 |
| 非流动资产 | 9,351.8 | 9,267.7 | 9,183.5 | 9,133.3 | 投资净收益 | 16.9 | - | - | - |
| 固定资产 | 3,271.3 | 3,511.1 | 3,466.3 | 3,421.5 | 营业利润 | 1,323.3 | 1,584.6 | 1,840.6 | 2,127.3 |
| 无形资产 | 1,910.5 | 1,959.6 | 1,954.2 | 1,948.7 | 营业外损益 | 195.0 | 195.0 | 195.0 | 195.0 |
| 其他 | 4,170.0 | 3,797.0 | 3,763.0 | 3,763.0 | 利润总额 | 1,518.3 | 1,779.6 | 2,035.6 | 2,322.2 |
| 资产总计 | 16,195.5 | 17,793.5 | 20,048.3 | 22,254.2 | 所得税 | 191.8 | 266.9 | 305.3 | 348.3 |
| 流动负债 | 5,504.5 | 5,589.9 | 6,114.5 | 6,346.4 | 净利润 | 1,326.5 | 1,512.7 | 1,730.3 | 1,973.9 |
| 应付账款 | 1,132.1 | 1,304.1 | 1,618.3 | 1,880.7 | 少数股东损益 | 24.8 | 23.6 | 27.0 | 30.8 |
| 其他 | 4,372.3 | 4,285.8 | 4,496.1 | 4,465.7 | 归母净利润 | 1,301.7 | 1,489.0 | 1,703.2 | 1,943.1 |
| 非流动负债 | 566.3 | 566.3 | 566.3 | 566.3 | EBITDA | 1,878.7 | 1,794.0 | 2,026.0 | 2,253.0 |
| 长期借款 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | 0.2 | EPS (元) | 1.33 | 1.52 | 1.74 | 1.98 |
| 其他 | 566.1 | 566.1 | 566.1 | 566.1 | 主要财务比率 | | | | |
| 负债合计 | 6,070.8 | 6,156.2 | 6,680.8 | 6,912.7 | 营业收入增速 | 23.8% | 17.8% | 18.3% | 18.1% |
| 股本 | 978.9 | 978.9 | 978.9 | 978.9 | 归母净利润增速 | 8.7% | 14.4% | 14.4% | 14.1% |
| 少数股东权益 | 286.2 | 309.8 | 336.8 | 367.7 | 毛利率 | 64.9% | 64.3% | 63.8% | 63.3% |
| 归属母公司股东权益 | 9,838.5 | 11,327.5 | 13,030.7 | 14,973.8 | 净利率 | 11.9% | 11.5% | 11.2% | 10.8% |
| 负债和股东权益 | 16,195.5 | 17,793.5 | 20,048.3 | 22,254.2 | ROE | 13.2% | 13.1% | 13.1% | 13.0% |
| 现金流量表 | | | | | ROIC | 14.0% | 15.2% | 17.3% | 17.6% |
| 经营活动现金流 | 1,560.4 | 1,217.0 | 407.8 | 1,368.7 | 资产负债率 | 37.5% | 34.6% | 33.3% | 31.1% |
| 折旧摊销 | 342.3 | 67.8 | 67.8 | 33.9 | 总资产周转率 | 68.7% | 73.6% | 77.3% | 82.2% |
| 营运资金变动 | 1,035.2 | 1,566.8 | 1,814.4 | 2,024.1 | P/E | 19.2 | 16.8 | 14.7 | 12.9 |
| 投资活动现金流 | -552.1 | 165.7 | 165.7 | 165.7 | P/B | 2.5 | 2.2 | 1.9 | 1.7 |
| 筹资活动现金流 | -208.6 | 23.4 | 77.4 | 103.1 | EV/EBITDA | 12.6 | 12.5 | 10.7 | 9.0 |
| 现金净增加额 | 796.0 | 1,406.1 | 650.9 | 1,637.6 | 每股净资产(元) | 10.05 | 11.57 | 13.31 | 15.30 |

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>