

**公司点评**
**华润三九 (000999)**
**医药生物 | 中药**
**业绩稳定增长，产品结构日趋合理**

2018年03月22日

**评级 谨慎推荐**

评级变动 首次

**合理区间 29-31 元**
**交易数据**

当前价格 (元)	26.61
52周价格区间 (元)	24.30-31.88
总市值 (百万)	26048.53
流通市值 (百万)	26035.10
总股本 (万股)	97890.00
流通股 (万股)	97839.53

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
华润三九	6.97	4.07	2.07
中药	8.46	2.83	-6.39

**刘雪晴**

执业证书编号: S0530511030002

liuxq@cfzq.com

**李侃**

likan@cfzq.com

**分析师**

0731-84779556

**研究助理**

预测指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入 (百万元)	8981.72	11119.92	13624.67	16270.17	19270.20
净利润 (百万元)	1197.84	1301.69	1430.61	1614.90	1800.41
每股收益 (元)	1.22	1.33	1.46	1.65	1.84
每股净资产 (元)	8.80	10.05	11.23	12.51	13.88
P/E	21.75	20.01	18.21	16.13	14.47
P/B	3.02	2.65	2.37	2.13	1.92

资料来源: 贝格数据, 财富证券

**事件:** 近日, 公司公布 2017 年年报, 公司 2017 年实现营业收入 111.20 亿元, 同比增长 23.81%; 归属上市公司股东净利润 13.02 亿元, 同比增长 8.67%; 扣非归母净利润 11.24 亿元, 同比增长 5.11%; 实现每股收益 1.33 元。

**投资要点:**

- 业绩平稳增长，利润增速有所提升。** 公司 2017 年营收增速 23.81%，同比提升 10.12pct.，自我诊疗业务增速 15.78%，实现稳定增长，处方药业务增速 36.33%，处方药的快速增长带动整体业绩增速进一步提升；毛利率 64.86%，自我诊疗产品的毛利率 58.74%，依然保持稳定，处方药毛利率 75.88%，提升 3.26pct.，带动公司整体毛利率提升 2.29pct.；销售费用率 42.72%，公司强化品牌建设，探索专业化的学术推广模式，市场推广投入力度加大，销售费用率同比提升 6.20pct.；管理费用率 8.28%，同比减少 1.45pct.，公司产业链整体协作能力提升，管理费用得以有效控制；净利润率 11.93%，同比减少 1.52pct.，净利润率下滑主要受销售费用增加影响。归属上市公司股东净利润增速 8.67%，同比提升 12.78pct.，扣非归母净利润增速 5.11%，同比提升 3.57pct.，随着“两票制”、“营改增”政策的推进，公司不断优化产品结构，梳理业务组合，净利润增速回升。
- 强化品牌与渠道优势，巩固 OTC 业务地位。** 基于 999 主品牌“为爱专注，为家守护”的理念，公司聚焦于感冒、胃药、皮肤等 OTC 传统优势领域，不断优化产品组合，深入打造品类领导品牌。在终端覆盖方面，公司进一步推动渠道下沉和更广覆盖，聚焦与连锁客户的战略合作，提升直控终端占比，销售效率得到有效提升。销售规模最大的感冒品类实现良好增长，重点培育的儿科品类获得快速增长，皮肤品类、胃药品类销售较为平稳。
- 处方药产品结构逐步优化，配方颗粒业务快速增长。** 在政策压力和招标降价的环境下，中药注射剂实际销量有所下滑；公司着力培育“理洩王”血塞通软胶囊、华蟾素片等优质口服产品，通过并购补充全复康口服液、益血生胶囊等抗肿瘤领域口服产品，中药注射剂在营业收入中占比已逐渐下降，产品结构已日趋合理。中药配方颗粒是公司处方药的重要业务之一，公司多年来致力于打造“原质原味”的配方颗粒产品系列，重视从药材资源到产品的全产业链建设。2017 年公司中

药配方颗粒业务依然保持快速增长。

- **盈利预测与投资评级。**预计公司 2018-2020 年营业收入将达到 136.25 亿元、162.70 亿元、192.70 亿元，净利润分别 14.31 亿元、16.22 亿元、18.09 亿元，EPS 分别为 1.46 元、1.66 元、1.85 元。目前公司股价对应 2018-2020 年 PE 分别为 18、16、14。参考同行业平均估值且看好公司在中药领域多年的品牌优势以及强大的渠道终端优势，给予公司 2018 年 20-22 倍 PE，6-12 个月合理区间为 29-31 元。首次给予公司“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**销售不及预期，商誉减值。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：[www.cfzq.com](http://www.cfzq.com)

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438