

华润三九(000999)

2018年4月30日

两票制等行业因素导致处方药销售费用大幅上升的影响减弱，公司业绩增长稳步恢复增持(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

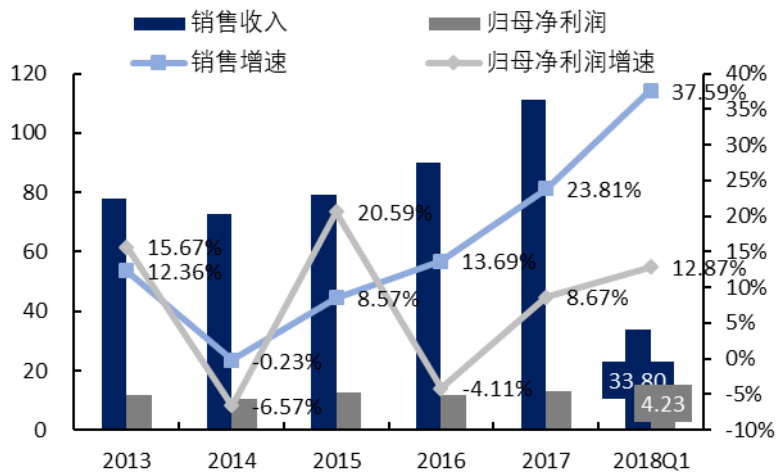
盈利预测与估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	11,119.9	13,099.3	15,496.4	18,301.3
同比(%)	23.8%	17.8%	18.3%	18.1%
净利润(百万元)	1,301.7	1,489.0	1,703.2	1,943.1
同比(%)	8.7%	14.4%	14.4%	14.1%
ROE(%)	13.2%	13.1%	13.1%	13.0%
每股收益(元)	1.33	1.52	1.74	1.98
P/E	19.4	17.0	14.8	13.0
P/B	2.6	2.2	1.9	1.7

投资要点

一、事件：公司发布2018年一季度报

2018年第一季度公司实现销售收入33.80亿元，同比增长37.59%；实现归母净利润4.23亿元，同比增长12.87%；扣非后归母净利润3.91亿元，同比增长10.70%；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

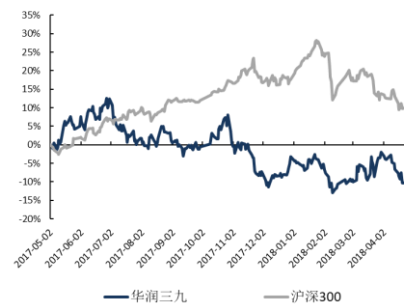
二、我们的观点：自我诊疗增长稳健，处方药销售调整导致费用上升

公司2018年第一季度，收入端做到了较高速增长，同比增速37.59%，达到33.80亿元；由于两票制导致处方药销售方式的转变，公司一季度销售费用同比上升71.68%，导致公司归母净利润增速低于收入增速，为12.87%，达到4.23亿元。

1、消费升级驱动OTC行业迎来涨价+集中度提升的药品销售机遇。

OTC行业不受药品价格的管制，同时具备一定的消费属性，在我国进入消费升级的大趋势下，OTC行业迎来涨价和集中度提升的发展机遇。华润三九的品牌优势明显，品种齐全，渠道覆盖广，在消费升级的大趋势下，公司自我诊疗领域迎来业绩快速增长期。2017年公司诊疗业务收入同比增长达到15.8%，远高于2015-2016年7%左右的水平，我们预计2018年OTC药品销售能够持续维持在15%左右增速，成为公司业绩增长的主要动力。

股价走势



市场数据

收盘价(元) 25.80
 一年最低/最高价 24.30/31.71
 市净率(倍) 2.46
 流通A股市值(亿元) 253

基础数据

每股净资产(元) 10.48
 资产负债率(%) 36.16
 总股本(亿股) 9.79
 流通A股(亿股) 9.78

相关研究

- 1、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-20180315
- 2、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
- 3、2017半年报业绩符合预期，OTC端增速显著提高-20170820
- 4、2016年业绩表现符合预期；2017年目标“提质增效、创新转型”-20170308

公司在自我诊疗业务战略发展上，除了强化“999”品牌 OTC 药品的优势外，相继构建 OTX 专业品牌群和大健康膳食营养补充剂品牌，实现从 OTC 到自我诊疗引领者的全面提升。OTX 上和赛诺菲合作，引入易善复肝病用药、好娃娃儿科用药和康妇特妇科用药等专科药品种；大健康补益类产品领域，公司打“999 今维多”品牌，推出了维生素、矿物质等系列产品。

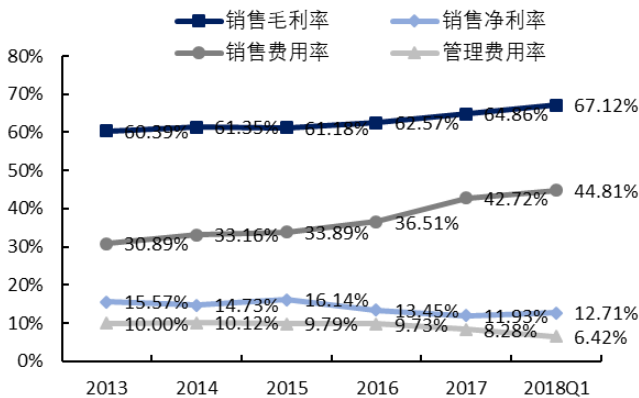
2、“两票制”导致处方药销售方式变革，导致销售费用大幅上升。

处方药方面，主要受到“两票制”的影响，公司的药品销售方式被动变革，导致公司收入增长的同时销售费用大幅上升。公司在 2018 年 Q1 的销售费用同比增长了 71.68%，达到 15.15 亿元，致使公司的净利润增速低于收入增速。我们认为，公司在适应“两票制”政策变革下销售调整逐步完成，未来有望合理控制销售费用，逐步释放利润。

3、毛利率略有提高，但销售费用大幅上升，导致净利率同比下滑。

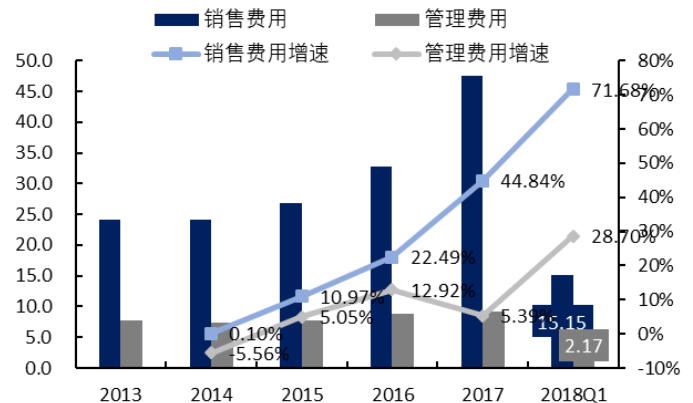
2018 年 1-3 月，公司毛利率为 67.12%，比 2017 年同期 61.69% 的毛利率水平高 5.43 个百分点；2018 年 Q1 的净利率为 12.71%，比 2017 年同期 15.31% 低了 2.61 个百分点。销售费用的大幅提升导致公司净利润率下滑，2018 年 Q1 销售费用 15.15 亿元，同比增长 71.68%，远高于公司收入增速；管理费用为 2.17 亿元，同比增长 28.70%，管理费用率为 6.42%，低于去年同期水平。

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，同比增长 17.8%、18.3%和 18.1%；归属母公司净利润为 14.89 亿元、17.03 亿元 19.43 亿元，同比增长 14.4%、14.4%和 14.1%；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

资产负债表					利润表				
	2017A	2018E	2019E	2020E		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	2017A	2018E	2019E	2020E
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	2017A	2018E	2019E	2020E	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	19.4	17.0	14.8	13.0
投资活动现金流	-552.1	165.7	165.7	165.7	P/B	2.6	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>

