华润三九（000999）

自我诊疗增长迅速，净利率稳步回升，公司业绩增速到达拐点向上的时期

增持（维持）

盈利预测预估值	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	11,120	13,094	15,488	18,291
同比（%）	23.8%	17.8%	18.3%	18.1%
归母净利润（百万元）	1,302	1,499	1,735	2,018
同比（%）	8.7%	15.1%	15.8%	16.3%
每股收益（元/股）	1.33	1.53	1.77	2.06
P/E（倍）	19.35	16.81	14.51	12.48

投资要点

- **事件：**2018 年 1-6 月公司实现营业收入 64.72 亿元，比上年同期增长 29.50%；归属于上市公司股东的净利润 8.27 亿元，比上年同期增长 11.50%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 7.73 亿元，比上年同期增长 11.17%，符合预期。

  公司 2018 年 Q2，实现营业收入 30.92 亿元，同比增长 21.67%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.04 亿元、同比增长 10.10%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润 3.81 亿元，同比增长 11.65%，符合预期。

- **消费升级大趋势推动公司自我诊疗业务加速增长。**2016 年以来 OTC 药品的消费升级趋势愈加的明显，其包括了药品价格上涨以及消费者向品牌药集中的双重逻辑，直接带动了整个 OTC 板块的业绩高速增长。公司作为国内绝对的 OTC 龙头企业之一，在行业大趋势的发展下迎来自我诊疗业务的加速增长时期。报告期内，公司自我诊疗业务实现营收入 33 亿元，同比增长 21.49%，远高于 2015 年和 2016 年 7%左右的增长以及 2017 年 15%左右的增长。

- **处方药受到“低开”转“高开”的影响带动收入快速增长。**公司在处方药方面主要包括了中药注射剂、配方颗粒、抗感染药物等大类。随着 2017 年两票制等政策导致药品出厂价格“低开”转“高开”等因素，公司处方药销售收入同比增长高达 41.19%，但与此同时公司的销售费用大幅上升。

- **“低开”转“高开”影响的边际效应减弱，净利润率逐步恢复，公司业绩进入拐点加速期。**2017 年 Q3 之后受到“低开”转“高开”的影响，公司收入端高速增长，但销售费用亦快速上升，导致净利率下降以及利润增长放缓。到 2018H1，“低开”转“高开”影响的边际效应开始减弱，推动公司的净利润率开始稳步回升，因此我们认为公司业绩到了拐点向上的时期。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计 2018 年-2020 年收入分别为 130.94 亿元、154.88 亿元和 182.91 亿元，同比增长 17.8%、18.3%和 18.1%；归属母公司净利润为 14.99 亿元、17.35 亿元 20.18 亿元，同比增长 15.1%、15.8%和 16.3%；对应 EPS 为 1.53 元、1.77 元和 2.06 元。因此，我们维持对公司的“增持”评级。

- **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

2018 年 08 月 23 日

证券分析师 焦德智
执业证号：S0600516120001
021-60199793
jiaodzh@dwzq.com.cn
证券分析师 全铭
执业证号：S0600517010002
021-60199793
quanm@dwzq.com.cn

股价走势

市场数据

收盘价(元)	25.73
一年最低/最高价	23.91/30.01
市净率(倍)	2.46
流通 A 股市值(百万元)	25174.11

基础数据

每股净资产(元)	10.44
资产负债率(%)	35.18
总股本(百万股)	978.90
流通 A 股(百万股)	978.40

相关研究

1、《【东吴医药】华润三九 2018 年一季报点评：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》2018-05-02

2、《2017 年报点评：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》2018-03-15

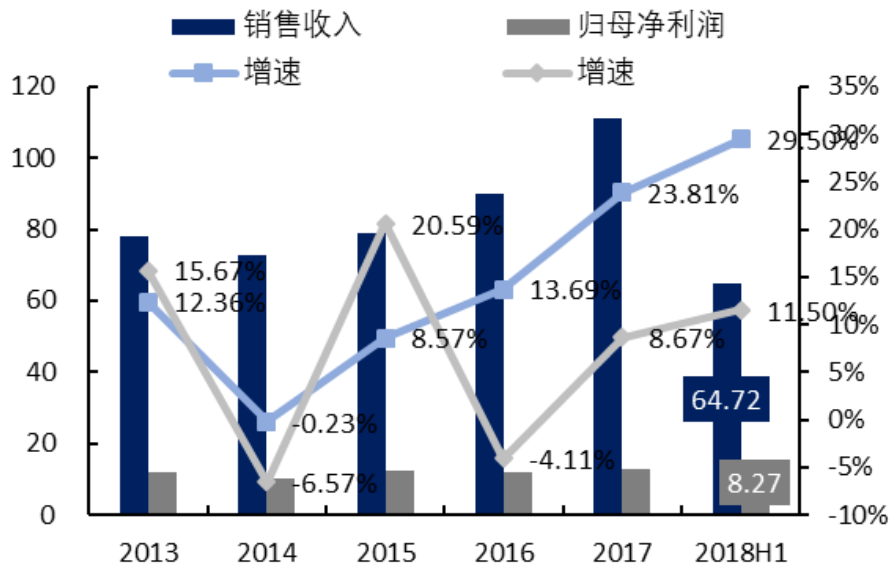
东吴证券研究所
请务必阅读正文之后的免责声明部分

1. 事件：公司发布 2018 年半年报，实现收入增长 29.50%，归母净利润增长 11.50%，扣非净利润增长 11.17%，符合预期

2018 年 1-6 月公司实现营业收入 64.72 亿元，比上年同期增长 29.50%；归属于上市公司股东的净利润 8.27 亿元，比上年同期增长 11.50%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 7.73 亿元，比上年同期增长 11.17%，符合预期。

其中公司 2018 年 Q2，实现营业收入 30.92 亿元，同比增长 21.67%；实现归属于上市公司股东的净利润 4.04 亿元、同比增长 10.10%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益后的净利润 3.81 亿元，同比增长 11.65%，符合预期。

图 1：公司的销售收入和归母净利润变化情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 消费升级大趋势推动公司自我诊疗业务加速增长

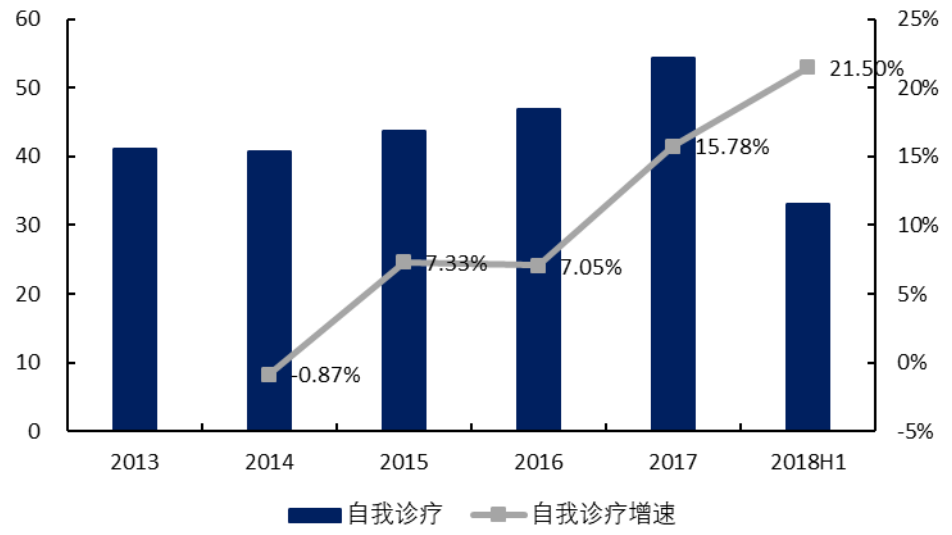
2016 年以来 OTC 药品的消费升级趋势愈加的明显，其包括了药品价格上涨以及消费者向品牌药集中的双重逻辑，直接带动了整个 OTC 板块的业绩高速增长。公司作为国内绝对的 OTC 龙头企业之一，在行业大趋势的发展下迎来自我诊疗业务的加速增长时期。报告期内，公司自我诊疗业务实现营收入 33 亿元，同比增长 21.49%，远高于 2015 年和 2016 年 7%左右的增长以及 2017 年 15%左右的增长。

1）发挥“999”品牌优势和渠道优势，打造 OTC、OTX 和大健康三大品类

OTC 业务是公司传统的品牌和产品强势领域，其中感冒、皮肤、胃肠等三个传统品类优势显著。在此之上，公司重点进行品牌建设，将品牌与消费者关注的内容进行结

合，重点辐射年轻的消费群体，相继推出感恩节现象级短片《有人偷偷爱着你》和《健康本该如此》，有针对性的进一步提升了品牌形象。

图 2：公司的自我诊疗业务销售收入变化情况（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

在 **OTX 业务线**，公司注重探索新型品牌建设模式，首先重点围绕儿科、骨科、妇科等品类，打造“999”小儿感冒药、“好娃娃”、“天和”以及“康妇特”等品牌。同时与赛诺菲合作，推广全球 OTC 旗舰护肝产品“易善复”。与此同时，公司启动与平安好医生等平台的战略合作，尝试构建“互联网+医+药”的新型产业价值链，创造新价值。

大健康产品线，公司以“999 今维多”品牌推广膳食营养补充剂，截止目前已上市 20 余款产品，覆盖膳食营养补充剂多个领域。公司利用自身在药店的强大销售能力，持续推广“999 今维多”膳食营养产品，已在标杆连锁药店去的单店日销最高超 1000 支的水平，可见消费者的接受度和产品营销能力均处于良好态势。

2）建设强大渠道，覆盖超过 30 多万家药店

华润三九已经建立中国最强大 OTC 产品销售渠道网络之一。公司拥有成熟销售队伍，构建了三级经销商体系，与全国优秀的经销商和连锁药店进行商业合作。目前已经覆盖了全国 30 多万家药店，其中直控药店在 10 万家左右，连锁药店约 4 万多家。并且公司不断完善销售体系，在分级诊疗的行业发展趋势下，向基层诊所持续扩张业务。

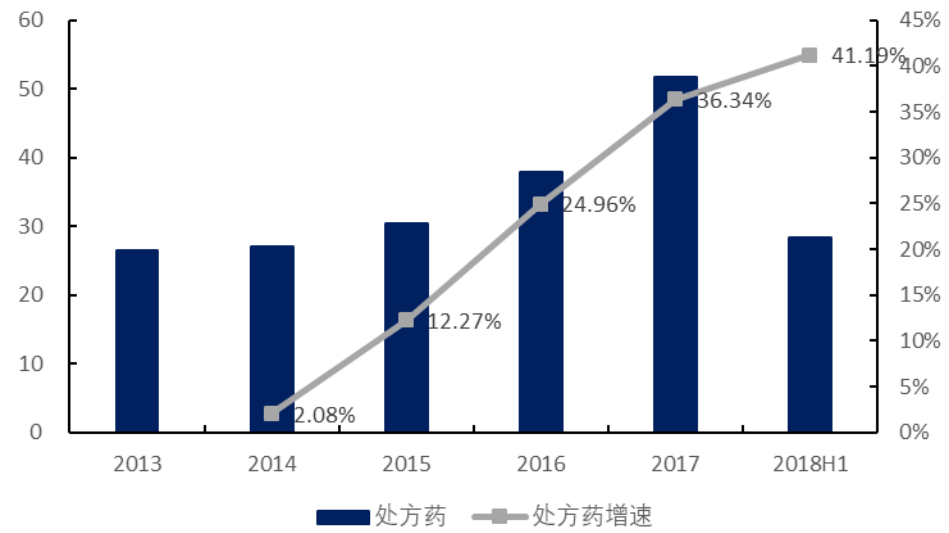
3. 处方药受到“低开”转“高开”的影响带动收入快速增长

公司在处方药方面主要包括了中药注射剂、配方颗粒、抗感染药物等大类。随着 2017 年两票制等政策导致药品出厂价格“低开”转“高开”等因素，公司处方药销售收入同比增长高达 41.19%，但与此同时公司的销售费用大幅上升。

在产品上，中药注射剂收到政策影响持续下滑，目前仅占收入的 8%左右，且利润

占比大幅降低。配方颗粒产品是公司处方药近年来发展的重点品类，目前公司具备 600 余种单味配方颗粒品，报告期内配方颗粒的销售收入获得较快的增长。抗感染业务线公司则通过合作的方式进行产品引进，报告期内，公司抗感染业务营业收入实现增长。

图 3：公司的处方药业务销售收入变化情况（亿元）

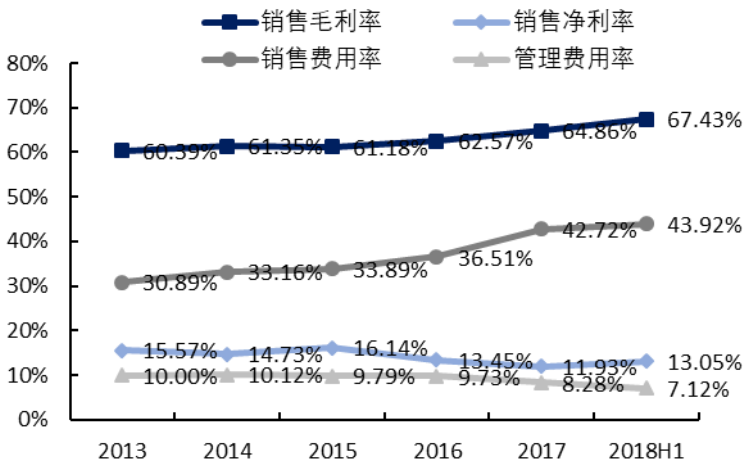


数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. “低开”转“高开”影响的边际效应减弱，净利润率逐步恢复，公司业绩进入拐点加速期

2017Q3 之后受到“低开”转“高开”的影响，公司收入端高速增长，但销售费用亦快速上升，导致净利率下降以及利润增长放缓。到 2018H1，“低开”转“高开”影响的边际效应开始减弱，推动公司的净利润率开始稳步回升，因此我们认为公司业绩到了拐点向上的时期。

图 4：公司的销售毛利率、净利率与销售费用率、管理费用率变化情况

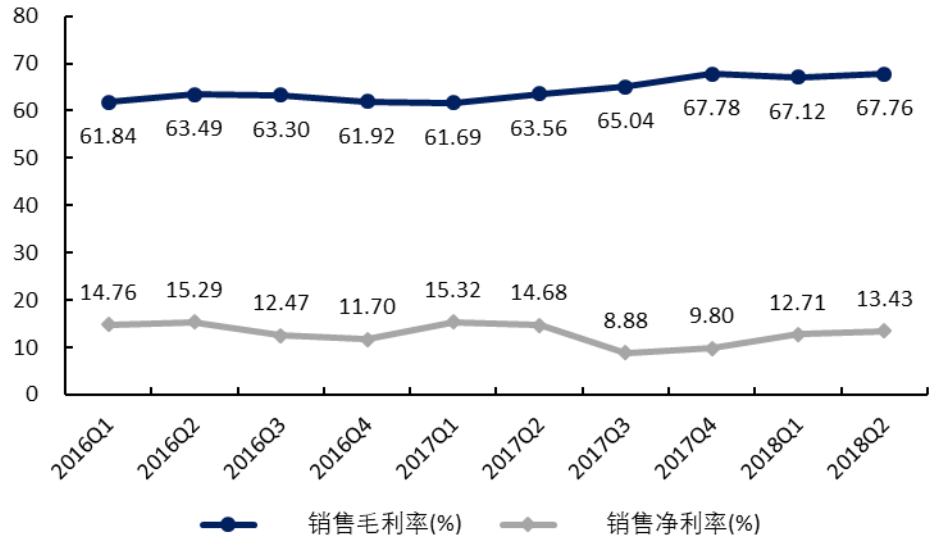


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2018 年 1-6 月公司销售费用和管理费用支出分别为 28.42 亿元和 4.61 亿元，同比增长 58.51%和 12.06%，费用整体增长显著高于营业收入增幅。同期公司的销售费用率和管理费用率分别为 43.92%和 7.12%，销售费用率同比上升 8.04 个百分点，管理费用率同比下降 1.11 个百分点。

公司的毛利率和净利润率分别为 67.43%和 13.05%，分别同比上升了 4.20%和下降了 1.25%。但我们要看到，公司的净利润率在 2017Q3 之后环比持续上升，由 8.88%上升到单季度 13.43%，表明公司收到的“低开”转“高开”影响的边际效应降低，公司净利润将进入拐点向上期。

图 5：公司的销售毛利率、净利率单季度变化情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

我们预期公司 2018 年-2020 年，收入分别为 130.94 亿元、154.88 亿元和 182.91 亿元，同比增长 17.8%、18.3%和 18.1%；归属母公司净利润为 14.99 亿元、17.35 亿元 20.18 亿元，同比增长 15.1%、15.8%和 16.3%；对应 EPS 为 1.53 元、1.77 元和 2.06 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。

6. 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（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	**6844**	**7237**	**9412**	**10957**
现金	1708	1836	2319	3256
应收账款	1825	1909	2508	2708
存货	1105	1297	1585	1866
其他流动资产	2205	2196	3000	3126
非流动资产	**9352**	**9863**	**10457**	**11153**
长期股权投资	5	4	3	2
固定资产	3271	3707	4225	4819
在建工程	285	298	327	352
无形资产	1965	2049	2119	2198
其他非流动资产	3826	3805	3782	3782
资产总计	**16195**	**17100**	**19868**	**22110**
流动负债	**5504**	**5304**	**6733**	**7354**
短期借款	30	30	30	30
应付账款	698	822	1002	1183
其他流动负债	4776	4452	5702	6141
非流动负债	**566**	**594**	**615**	**630**
长期借款	0	27	49	64
其他非流动负债	566	566	566	566
负债合计	**6071**	**5898**	**7349**	**7984**
少数股东权益	286	315	348	386
归属母公司股东权益	9839	10887	12172	13740
负债和股东权益	**16195**	**17100**	**19868**	**22110**

现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1560	1841	1894	2498
投资活动现金流	-552	-762	-945	-1091
筹资活动现金流	-209	-953	-466	-470
现金净增加额	796	127	483	937
折旧和摊销	342	331	393	441
资本开支	375	512	595	698
营运资本变动	-130	27	-269	5

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	**11120**	**13094**	**15488**	**18291**
减:营业成本	3908	4670	5603	6710
营业税金及附加	194	210	259	306
营业费用	4750	5454	6322	7369
管理费用	921	1063	1294	1529
财务费用	25	36	44	42
资产减值损失	16	35	43	42
加:投资净收益	17	80	42	46
其他收益	0	0	0	0
营业利润	**1511**	**1707**	**1965**	**2339**
加:营业外净收支	8	85	84	59
利润总额	**1518**	**1792**	**2049**	**2398**
减:所得税费用	192	265	281	341
少数股东损益	25	29	33	38
归属母公司净利润	**1302**	**1499**	**1735**	**2018**
EBIT	1469	1741	1990	2318
EBITDA	1810	2072	2383	2759

重要财务与估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
每股收益(元)	1.33	1.53	1.77	2.06
每股净资产(元)	10.05	11.12	12.43	14.04
发行在外股份(百万股)	979	979	979	979
ROIC(%)	11.9%	13.0%	13.5%	13.9%
ROE(%)	13.1%	13.6%	14.1%	14.6%
毛利率(%)	64.9%	64.3%	63.8%	63.3%
销售净利率(%)	11.7%	11.4%	11.2%	11.0%
资产负债率(%)	37.5%	34.5%	37.0%	36.1%
收入增长率(%)	23.8%	17.8%	18.3%	18.1%
净利润增长率(%)	8.7%	15.1%	15.8%	16.3%
P/E	19.35	16.81	14.51	12.48
P/B	2.56	2.31	2.07	1.83
EV/EBITDA	13.65	11.66	9.96	8.28

数据来源：贝格数据，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