

华润三九 (000999)

证券研究报告

2018年08月23日

上半年业绩平稳增长，大健康领域持续布局

上半年业绩符合预期，扣非后净利润同比增长 11.17%

上半年公司实现营收 64.72 亿元(+29.49%)，归属上市公司股东净利润 8.27 亿元(+11.50%)，扣非后净利润 7.73 亿元(+11.17%)，经营活动产生的现金流量净额 10.83 亿元，同比增长 39.17%。公司营收大幅增长，我们认为主要有 3 方面原因：1. 流感行情带动感冒药整体销售额快速增长；2. 处方药业务受“两票制”影响，低开转高开；3. 新品种导入，如赛诺菲的“好娃娃”和 2017 年 11 月公司正式推出“999 今维多”系列第一批新品。

中药处方药产品结构调整，感冒药、中药配方颗粒表现亮眼

上半年公司自我诊疗业务营收 33 亿元(+21.49%)，其中感冒品类受年初流感疫情影响，销量增长约 30%。儿科、骨科类产品同比实现较快增长，皮肤品类和胃药品类表现平稳。自我诊疗业务毛利率为 60.06%，同比去年基本持平。上半年中药处方药系列产品营收 28.45 亿元(+41.19%)，得益于政策的大力推广和市场准入先发优势，中配方颗粒业务增长较快；中药注射剂产品在政策压力和招标降价影响下表现低于预期，但目前注射剂产品占营收比重已降至约 8%；处方药系列毛利率 82.66%，同比提升 11.8pp，得益于公司对药材资源到产品进行了全产业链建设，并加强了成本管理。大健康领域，公司推出的新品“999 金维多”覆盖膳食营养补充剂多个领域，在零售药店的动销结合线上渠道推广取得良好成果。

业务转型+多渠道拓展，销售费用增长较快

上半年公司销售费用为 28.42 亿元，同比增长 58.51%，销售费用率 43.91%，同比提升 8.04pp，“营改增”、“两票制”等政策的推行和分级诊疗的逐步落实使得公司加快业务转型，处方药合作推广模式占比上升，销售投入增加；此外，公司与京东大药房、阿里健康大药房等大型医药平台开展合作，加大传统媒体广告投入，同时进一步推动直控终端占比提升，均导致销售费用的增加。上半年管理费用 4.61 亿元，管理费用率 7.12%，同比下降 1.1pp，财务费用 0.04 亿元，同比下降-71.43%。公司加大研发投入，上半年研发投入 2.79 亿元，同比增长 83.45%，开展阿奇霉素肠溶胶囊、红霉素肠溶胶囊、阿奇霉素片、咪唑斯汀缓释片等品种的一致性评价。

估值与评级

公司依托品牌优势、产品优势和渠道终端优势，保证 OTC 业务整体稳步增长。处方药业务，中药配方颗粒实现较快增长，但中药注射剂继续承压。公司加强大健康业务布局，2018 年 5 月第二批产品“999 今维多”全新上市。我们预计 2018-2020 年公司 EPS 分别为 1.49、1.72 和 2.01 元，目标价 29.80 元，由“增持”调高至“买入”评级。

风险提示：新产品推广不及预期；处方药降价风险；公司业绩不及预期。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	8,981.72	11,119.92	13,711.47	15,757.34	17,718.08
增长率(%)	13.69	23.81	23.31	14.92	12.44
EBITDA(百万元)	1,592.48	1,669.12	1,818.53	2,084.53	2,465.48
净利润(百万元)	1,197.84	1,301.69	1,458.48	1,679.49	1,968.84
增长率(%)	(4.11)	8.67	12.05	15.15	17.23
EPS(元/股)	1.22	1.33	1.49	1.72	2.01
市盈率(P/E)	20.62	18.97	16.93	14.71	12.54
市净率(P/B)	2.87	2.51	2.24	2.00	1.79
市销率(P/S)	2.75	2.22	1.80	1.57	1.39
EV/EBITDA	14.89	15.25	13.13	10.23	8.71

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/中药
6 个月评级	买入 (调高评级)
当前价格	25.23 元
目标价格	29.80 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	978.90
流通 A 股股本(百万股)	978.40
A 股总市值(百万元)	24,697.65
流通 A 股市值(百万元)	24,684.91
每股净资产(元)	10.44
资产负债率(%)	35.18
一年内最高/最低(元)	30.50/24.04

作者

王金成 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070002
wangjincheng@tfzq.com

潘海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080006
panhaiyang@tfzq.com

郑薇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517110003
zhengwei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《华润三九-年报点评报告:品牌和渠道优势助力业绩稳步增长，补充新品种以完善产品布局》 2018-03-17
- 《华润三九-半年报点评:业绩稳健增长，产品结构不断优化》 2017-08-21
- 《华润三九-年报点评报告:费用致业绩相对平稳，2017 年有望重拾快速增长》 2017-03-09

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	910.82	1,708.38	1,438.79	4,053.12	3,960.74
应收账款	1,402.68	1,880.91	1,543.52	1,810.67	1,960.89
预付账款	74.31	125.24	81.87	146.49	113.14
存货	904.79	1,105.16	1,328.84	1,264.23	1,659.73
其他	1,789.85	2,023.95	2,885.10	2,798.30	3,311.27
流动资产合计	5,082.46	6,843.65	7,278.12	10,072.82	11,005.78
长期股权投资	5.71	5.38	2.38	1.38	0.38
固定资产	2,947.17	3,271.32	3,539.88	3,726.58	3,960.21
在建工程	325.15	284.52	206.71	172.03	133.22
无形资产	1,837.13	1,965.08	1,921.72	1,878.35	1,834.98
其他	3,354.12	3,825.52	3,771.63	3,752.94	3,743.54
非流动资产合计	8,469.29	9,351.82	9,442.31	9,531.27	9,672.33
资产总计	13,551.75	16,195.46	16,720.44	19,604.09	20,678.11
短期借款	19.88	30.00	35.00	45.00	61.00
应付账款	2,443.09	3,261.69	2,722.48	3,997.42	3,521.06
其他	1,324.05	2,212.79	1,749.94	2,076.08	2,184.33
流动负债合计	3,787.03	5,504.49	4,507.42	6,118.50	5,766.40
长期借款	0.45	0.23	0.13	(0.17)	0.03
应付债券	499.41	0.00	332.80	277.41	203.40
其他	543.50	566.07	551.20	553.59	556.95
非流动负债合计	1,043.37	566.30	884.13	830.82	760.38
负债合计	4,830.39	6,070.78	5,391.55	6,949.32	6,526.78
少数股东权益	106.33	286.17	309.32	333.48	365.82
股本	978.90	978.90	978.90	978.90	978.90
资本公积	1,101.08	1,180.76	1,180.76	1,180.76	1,180.76
留存收益	7,646.33	8,871.07	10,040.66	11,342.40	12,806.61
其他	(1,111.29)	(1,192.22)	(1,180.76)	(1,180.76)	(1,180.76)
股东权益合计	8,721.36	10,124.68	11,328.89	12,654.77	14,151.33
负债和股东权益总	13,551.75	16,195.46	16,720.44	19,604.09	20,678.11

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	1,207.76	1,326.48	1,458.48	1,679.49	1,968.84
折旧摊销	305.73	342.32	212.62	231.35	253.54
财务费用	25.50	24.22	(5.42)	(12.88)	(19.89)
投资损失	(29.36)	(16.89)	(35.00)	(30.00)	(40.00)
营运资金变动	465.75	318.94	(1,330.05)	1,386.76	(1,451.94)
其它	(583.24)	(434.68)	23.15	24.15	32.35
经营活动现金流	1,392.14	1,560.39	323.78	3,278.87	742.90
资本支出	1,956.85	1,117.43	374.87	337.61	401.64
长期投资	(8.79)	(0.33)	(3.00)	(1.00)	(1.00)
其他	(3,172.31)	(1,669.16)	(697.87)	(646.01)	(767.44)
投资活动现金流	(1,224.24)	(552.06)	(326.00)	(309.40)	(366.80)
债权融资	519.97	530.29	534.93	544.66	560.93
股权融资	(21.95)	53.81	16.88	12.88	19.89
其他	(722.24)	(792.70)	(819.18)	(912.68)	(1,049.30)
筹资活动现金流	(224.22)	(208.60)	(267.37)	(355.14)	(468.48)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(56.32)	799.73	(269.59)	2,614.33	(92.38)

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	8,981.72	11,119.92	13,711.47	15,757.34	17,718.08
营业成本	3,362.27	3,907.74	4,477.00	4,868.28	5,400.09
营业税金及附加	150.69	193.91	219.95	263.97	296.67
营业费用	3,279.53	4,750.17	6,283.96	7,471.34	8,409.00
管理费用	873.65	920.71	1,135.29	1,304.69	1,417.45
财务费用	14.29	24.62	(5.42)	(12.88)	(19.89)
资产减值损失	36.93	16.32	24.35	25.88	22.93
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	29.36	16.89	35.00	30.00	40.00
其他	(58.73)	(220.95)	(70.00)	(60.00)	(80.00)
营业利润	1,293.73	1,510.51	1,611.33	1,866.07	2,231.82
营业外收入	185.97	23.49	106.37	105.28	78.38
营业外支出	26.50	15.70	21.80	21.33	19.61
利润总额	1,453.20	1,518.31	1,695.90	1,950.01	2,290.59
所得税	245.44	191.83	214.27	246.37	289.40
净利润	1,207.76	1,326.48	1,481.63	1,703.64	2,001.19
少数股东损益	9.92	24.79	23.15	24.15	32.35
归属于母公司净利润	1,197.84	1,301.69	1,458.48	1,679.49	1,968.84
每股收益(元)	1.22	1.33	1.49	1.72	2.01

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	13.69%	23.81%	23.31%	14.92%	12.44%
营业利润	-10.32%	16.76%	6.67%	15.81%	19.60%
归属于母公司净利润	-4.11%	8.67%	12.05%	15.15%	17.23%
获利能力					
毛利率	62.57%	64.86%	67.35%	69.10%	69.52%
净利率	13.34%	11.71%	10.64%	10.66%	11.11%
ROE	13.90%	13.23%	13.24%	13.63%	14.28%
ROIC	15.57%	16.52%	16.18%	15.86%	21.60%
偿债能力					
资产负债率	35.64%	37.48%	32.25%	35.45%	31.56%
净负债率	32.93%	33.58%	33.83%	27.01%	16.62%
流动比率	1.34	1.24	1.61	1.65	1.91
速动比率	1.10	1.04	1.32	1.44	1.62
营运能力					
应收账款周转率	7.69	6.77	8.01	9.40	9.40
存货周转率	9.90	11.06	11.27	12.15	12.12
总资产周转率	0.70	0.75	0.83	0.87	0.88
每股指标(元)					
每股收益	1.22	1.33	1.49	1.72	2.01
每股经营现金流	1.42	1.59	0.33	3.35	0.76
每股净资产	8.80	10.05	11.26	12.59	14.08
估值比率					
市盈率	20.62	18.97	16.93	14.71	12.54
市净率	2.87	2.51	2.24	2.00	1.79
EV/EBITDA	14.89	15.25	13.13	10.23	8.71
EV/EBIT	18.13	18.89	14.87	11.51	9.71

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com