

## 全年业绩增长稳定, 继续推进结构优化

### 投资要点

- **事件:** 公司公告其2018年营业收入、扣非后净利润分别约为134.3亿元、12.5亿元, 同比增速分别约为20.8%、11.5%; 2018Q4营业收入、扣非后净利润分别约为39.8亿元、2.3亿元, 同比增速分别约为9.5%、3.9%; 同时预告2019Q1业绩, 预计归属于上市公司股东的净利润约为10.3亿元-11.8亿元, 同比增速约为143.6%-179%。
- **全年业绩增长稳定, 继续推进结构优化。** 公司2018年营业收入约为134.3亿元, 同比增长20.8%。自我诊疗业务收入约66.7亿元, 同比增长约14.2%。其中感冒品类、“易善复”等快速增长; 儿科、骨科品类实现较好增长; 皮肤、胃药品类增速平稳。处方药业务收入约为62亿元, 同比增长约30%, 配方颗粒业务增长较快, 中药注射剂产品增长低于预期, 目前收入约占营业收入的7%, 为持续下降趋势后。2018年公司扣非净利润约为12.5亿元, 同比增长11.5%, 低于收入增速约9.3个百分点, 主要原因为期间费用率增加所致。2018年公司期间费用约为56%, 提升约4.8个百分点。其中销售费用约为64.5亿元, 同比增长约为36.2%, 为加强自我诊疗(CHC)市场推广以及处方药业务模式变化导致。2018Q4营业收入、扣非后净利润分别约为39.8亿元、2.3亿元, 同比增速分别约为9.5%、3.9%, 业绩增速有放缓趋势, 其中管理费用增速约为24%远超收入增速, 主要是单季度由于企业年金提取4000万所致。公司预告2019Q1净利润约为10.3亿元至11.8亿元, 同比增速约为143.6%至179%。其中包含深圳市三九医院有限公司82.89%股权, 产生约6.8亿元(税后)资产处置收益, 如果剔除该部分影响, 2019Q1净利润增速约为-10.5%至27.9%。考虑2018Q1受流感因素影响基数较高, 我们估计公司业绩内生增速在10%左右。
- **品牌OTC龙头, 看好长期发展。** 1) OTC产品线丰富, 其中999品牌多次位居国内中药口碑前列, 且公司产品渠道多样, 覆盖区域遍布全国。在OTC药品价格放开之后, 三九胃泰、感冒灵、强力枇杷露等部分核心产品价格上涨预期强烈, 盈利水平有望继续得到提升; 2) 公司为华润旗下处方中成药OTC平台, 内生外延做大做强。公司处方药板块产品丰富, 口服剂型比例持续扩大, 中药注射剂型收入占比降至7%, 风险持续释放。且血塞通软胶囊和黄藤素软胶囊等品种也丰富处方中药产品线, 增强竞争力; 3) 公司为中药配方颗粒首批全国试点生产企业, 先发优势强者恒强, 2018年实现了快速增长; 4) 开展保健品业务。“999今维多”膳食营养补充剂产品陆续推出, 覆盖约3万家药店终端, 同时布局电商平台, 前景看好。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2019-2021年EPS分别为2.19元、1.71元、1.95元, 对应PE分别为12倍、16倍、14倍(原预测为2019-2020年为1.76元、2.03元, 调整的原因为2019年约6.8亿资产处置收益, 且预计开发保健品业务对销售费用率会加大)。公司具有品牌价值大、品种丰富、渠道多样等优势, 依托华润集团大股东的全方位资源支持, 看好公司在品牌中药领域的后续发展, 当前估值较低, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品销售或不达预期, 市场拓展或不达预期。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13427.75	15397.49	17661.50	20264.09
增长率	20.75%	14.67%	14.70%	14.74%
归属母公司净利润(百万元)	1432.08	2141.12	1674.39	1905.46
增长率	10.02%	49.51%	-21.80%	13.80%
每股收益EPS(元)	1.46	2.19	1.71	1.95
净资产收益率ROE	13.21%	16.48%	11.41%	11.50%
PE	18	12	16	14
PB	2.34	1.95	1.73	1.53

数据来源: Wind, 西南证券

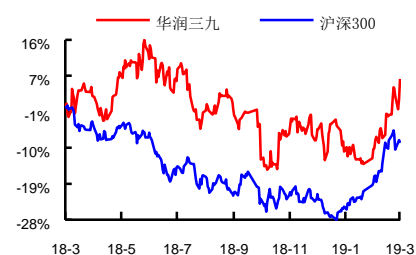
### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广  
执业证号: S1250513110001  
电话: 021-58351962  
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林  
执业证号: S1250516100001  
电话: 023-67909731  
邮箱: ctl@swsc.com.cn

分析师: 何治力  
执业证号: S1250515090002  
电话: 023-67898264  
邮箱: hzl@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	9.79
流通A股(亿股)	9.78
52周内股价区间(元)	21.73-30.3
总市值(亿元)	261.46
总资产(亿元)	180.30
每股净资产(元)	11.06

### 相关研究

1. 华润三九(000999): 半年业绩增长稳定, 产品结构逐渐优化 (2018-08-23)
2. 华润三九(000999): 业绩平稳增长, 看好长期发展 (2018-03-15)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	13427.75	15397.49	17661.50	20264.09	净利润	1474.87	2205.10	1724.42	1962.40
营业成本	4160.36	4730.34	5488.86	6322.52	折旧与摊销	376.25	208.01	219.21	226.89
营业税金及附加	217.96	249.13	289.18	333.60	财务费用	-7.04	-11.57	-19.11	-26.20
销售费用	6468.61	7544.77	8477.52	9726.77	资产减值损失	14.76	15.00	15.00	15.00
管理费用	706.62	1231.80	1412.92	1621.13	经营营运资本变动	330.67	-437.26	-23.37	-32.52
财务费用	-7.04	-11.57	-19.11	-26.20	其他	-278.27	-957.43	-29.75	-29.43
资产减值损失	14.76	15.00	15.00	15.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1911.25</b>	<b>1021.85</b>	<b>1886.40</b>	<b>2116.15</b>
投资收益	19.24	940.78	15.00	15.00	资本支出	-288.80	-130.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	-0.25	-0.25	-0.25	-0.25	其他	-601.93	940.53	14.75	14.75
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-890.73</b>	<b>810.53</b>	<b>-115.25</b>	<b>-115.25</b>
<b>营业利润</b>	<b>1703.48</b>	<b>2578.55</b>	<b>2011.87</b>	<b>2286.03</b>	短期借款	5.00	-35.00	0.00	0.00
其他非经营损益	15.40	6.23	6.64	7.12	长期借款	-0.23	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>1718.88</b>	<b>2584.78</b>	<b>2018.51</b>	<b>2293.15</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	244.01	379.67	294.09	330.75	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1474.87	2205.10	1724.42	1962.40	其他	-437.42	20.30	19.11	26.20
少数股东损益	42.79	63.98	50.03	56.94	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-432.64</b>	<b>-14.70</b>	<b>19.11</b>	<b>26.20</b>
归属母公司股东净利润	1432.08	2141.12	1674.39	1905.46	<b>现金流量净额</b>	<b>587.53</b>	<b>1817.68</b>	<b>1790.26</b>	<b>2027.09</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	2476.37	4294.04	6084.30	8111.39	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	4317.60	4863.96	5610.65	6439.90	销售收入增长率	20.75%	14.67%	14.70%	14.74%
存货	1533.42	1747.47	2029.79	2339.76	营业利润增长率	12.77%	51.37%	-21.98%	13.63%
其他流动资产	249.10	62.42	71.59	82.14	净利润增长率	11.19%	49.51%	-21.80%	13.80%
长期股权投资	33.06	33.06	33.06	33.06	EBITDA 增长率	10.40%	33.88%	-20.29%	12.42%
投资性房地产	11.29	11.29	11.29	11.29	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	3525.97	3492.46	3447.75	3395.36	毛利率	69.02%	69.28%	68.92%	68.80%
无形资产和开发支出	5582.81	5545.66	5508.51	5471.36	三费率	53.38%	56.92%	55.89%	55.87%
其他非流动资产	300.31	292.96	285.61	278.26	净利率	10.98%	14.32%	9.76%	9.68%
<b>资产总计</b>	<b>18029.93</b>	<b>20343.31</b>	<b>23082.55</b>	<b>26162.52</b>	ROE	13.21%	16.48%	11.41%	11.50%
短期借款	35.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.18%	10.84%	7.47%	7.50%
应付和预收款项	1983.83	2323.44	2682.02	3078.36	ROIC	14.82%	21.72%	16.29%	18.19%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.44%	18.02%	12.52%	12.27%
其他负债	4842.61	4637.32	5293.55	6014.78	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>6861.44</b>	<b>6960.76</b>	<b>7975.57</b>	<b>9093.14</b>	总资产周转率	0.78	0.80	0.81	0.82
股本	978.90	978.90	978.90	978.90	固定资产周转率	4.12	4.64	5.22	6.02
资本公积	1180.76	1180.76	1180.76	1180.76	应收账款周转率	6.49	6.32	6.40	6.37
留存收益	8677.01	10818.13	12492.52	14397.99	存货周转率	3.12	2.86	2.89	2.88
归属母公司股东权益	10827.72	12977.79	14652.18	16557.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.71%	—	—	—
少数股东权益	340.78	404.76	454.79	511.73	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>11168.50</b>	<b>13382.55</b>	<b>15106.98</b>	<b>17069.38</b>	资产负债率	38.06%	34.22%	34.55%	34.76%
负债和股东权益合计	18029.93	20343.31	23082.55	26162.52	带息债务/总负债	0.51%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.36	1.71	1.86	1.99
					速动比率	1.12	1.44	1.58	1.71
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	1.46	2.19	1.71	1.95
					每股净资产	11.41	13.67	15.43	17.44
					每股经营现金	1.95	1.04	1.93	2.16
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	2072.70	2774.99	2211.97	2486.72					
PE	18.26	12.21	15.62	13.72					
PB	2.34	1.95	1.73	1.53					
PS	1.95	1.70	1.48	1.29					
EV/EBITDA	11.31	7.78	8.95	7.15					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn