

**证券研究报告—动态报告**

医药保健

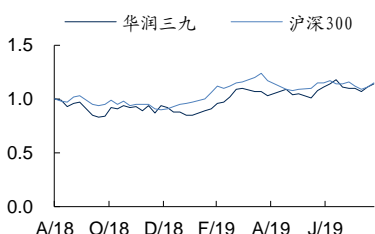
制药与生物

**华润三九(000999)**
**买入**

2019 年中报点评

(维持评级)

2019 年 08 月 26 日

**一年该股与沪深 300 走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	979/978
总市值/流通(百万元)	28,946/28,931
上证综指/深圳成指	2,897/9,363
12 个月最高/最低(元)	31.41/20.72

**相关研究报告:**

《华润三九-000999-2018 年年报点评: 中药瑰宝, 长长久久》——2019-03-21  
 《华润三九-000999-重大事件快评: 三季度高销售费用影响利润, 整体增长符合预期》——2017-10-30  
 《华润三九-000999-2016 年中报点评: Q2 提速, 内生+外延保障持续成长能力》——2016-08-15  
 《华润三九-000999-重大事件快评: 拟收购圣火药业, 产品线得到重要补充, 维持买入评级》——2016-07-28  
 《华润三九-000999-2013 年 3 季报点评: 保持效益型稳健增长》——2013-10-29

**证券分析师: 谢长雁**

电话: 0755-22940793  
 E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517100003

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

# 品牌中药龙头, 业绩略超预期

**● 品牌 OTC、中药配方颗粒高速增长, 业绩略超预期**

2019 年上半年营收 71.67 亿元 (+10.73%), 归母净利润 17.22 亿元 (+108.39%), 扣非归母净利润 9.77 亿元 (+26.37%)。前三季度预计实现归母净利润 18.35~20.58 亿元 (+64.95%~85.00%)。公司上半年业绩略超预期, 主要原因在于品牌 OTC、中药配方颗粒等高速增长, 部分业务费用投放进度相对较慢, 亦受益于今年 4 月 1 日开始执行的减税降费政策。非经常性损益主要来自公司 2019Q1 出售了深圳市三九医院有限公司 82.89% 股权, 交易对价 9.26 亿元, 带来的 (税后) 资产处置收益约 6.8 亿元。

**● 自我诊疗业务加强品牌建设, 处方药业务主动转型**

自我诊疗业务 (CHC) 收入 67.97 亿元 (+10.60%), 感冒、肠胃品类增长较快, 皮肤品类表现平稳, “易善复” 在医院和零售均保持良好的增长态势。公司积极进行产品升级与新产品开发, 上市了精氨酸布洛芬颗粒, 氯雷他定糖浆, 蒲地蓝消炎片, 银菊清咽颗粒, 铝碳酸镁片等多个产品。处方药业务收入 31.02 (9.01%), 公司主动寻求业务转型, 中药配方颗粒业务快速增长, 中药注射剂止跌, 实现小幅增长, 其占营业收入比重已降至约 6%。

**● 持续研发投入, 推动产品力提升**

2019 年上半年公司研发投入 1.89 亿元, 在研新产品 32 项, 其中创新药 3 项, 已开展近 10 个仿制药一致性评价, 阿奇霉素片已通过一致性评价现场核查。上半年公司共获得生产批件 2 项, 其中铝碳酸镁咀嚼片于 2019 年 2 月获批生产, 视同通过一致性评价, 为该品种首家通过企业。

**● 风险提示: 处方药降价风险; 原材料价格波动风险**
**● 投资建议: OTC 增长稳健, 处方药转型顺利, 维持 “买入” 评级。**

公司自我诊疗业务增长稳健, 积极加强品牌建设, 处方药业务转型顺利, 中药注射剂占比已降至 6%, 公司积极加强新产品研发和一致性评价工作, 推动产品力提升。预计 2019~2020 年公司净利润为 22.37/19.60/23.24 亿, 对应当前 PE 为 12.9/14.8/12.5x, 继续维持 “买入” 评级。

**盈利预测和财务指标**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11,120	13,428	15,066	16,799	18,613
(+/-%)	23.8%	20.8%	12.2%	11.5%	10.8%
净利润(百万元)	1302	1432	2237	1960	2324
(+/-%)	8.7%	10.0%	56.2%	-12.4%	18.6%
摊薄每股收益(元)	1.33	1.46	2.29	2.00	2.37
EBIT Margin	12.1%	14.0%	12.5%	13.4%	14.2%
净资产收益率(ROE)	13.2%	13.2%	18.1%	14.2%	15.1%
市盈率(PE)	22.2	20.2	12.9	14.8	12.5
EV/EBITDA	21.0	16.1	15.8	13.8	12.1
市净率(PB)	2.94	2.67	2.34	2.10	1.88

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

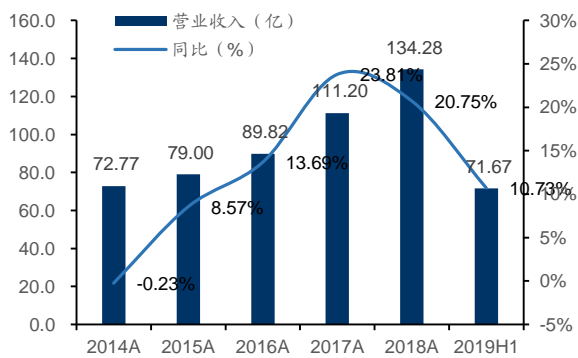
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

### 品牌 OTC、中药配方颗粒高增长，业绩略超预期

2019 年上半年营收 71.67 亿元(+10.73%)，归母净利润 17.22 亿元(+108.39%)，扣非归母净利润 9.77 亿元(+26.37%)。其中二季度营收 36.85 亿元(+19.17%)，扣非归母净利润 5.41 亿元(+41.85%)。前三季度预计实现归母净利润 18.35~20.58 亿元(+64.95%~85.00%)。

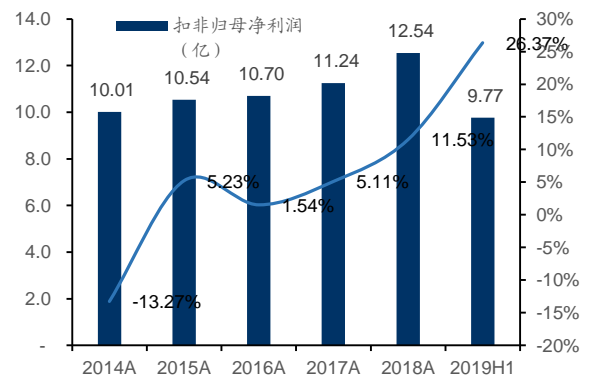
公司上半年业绩略超预期，主要原因在于品牌 OTC、中药配方颗粒等高速增长，部分业务费用投放进度相对较慢，亦受益于今年 4 月 1 日开始执行的减税降费政策。非经常性损益主要来自公司 2019Q1 出售了深圳市三九医院有限公司 82.89% 股权，交易对价 9.26 亿元，带来的(税后)资产处置收益约 6.8 亿元。

图 1：华润三九营业收入及增速（单位：亿元、%）



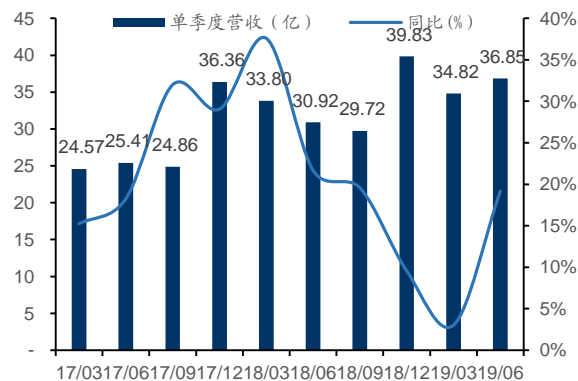
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：华润三九扣非归母净利润及增速（单位：亿元、%）



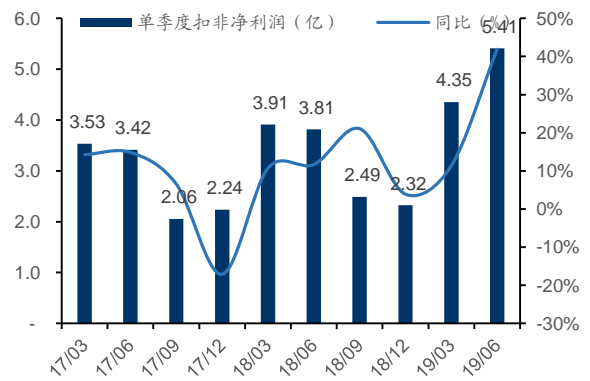
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 3：华润三九单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：华润三九单季度扣非净利润及增速（单位：亿元、%）



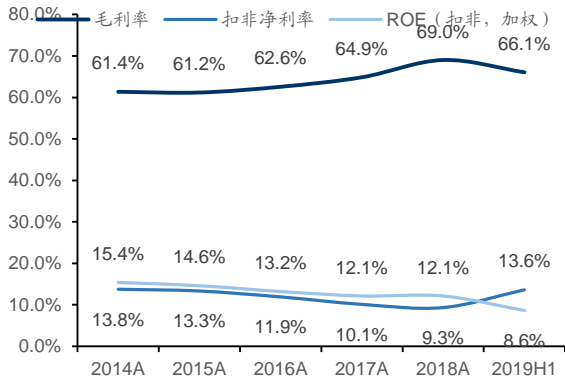
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率小幅下降，原因在于 OTC 业务占比提升且处方药业务毛利率下降。2019 年上半年公司整体毛利率为 66.06% (-1.37pp)，主要原因在于毛利率相对较低的自我诊疗业务占比提升，自我诊疗业务毛利率 61.15% (+1.09pp)，占总收入之比达到 51.56% (+0.57pp)。处方药业务毛利率出现下滑，77.23% (-5.43pp)，主要与产品结构调整有关。公司过去数年处方药（18 年主要是抗感染用药）低开转高开导致毛利率与销售费用率持续同步提升，随着中药注射剂占比降低，二者在 19 年上半年同步下降。

销售费用率有所降低，与部分费用投放速度暂时放缓有关。2019 上半年销售

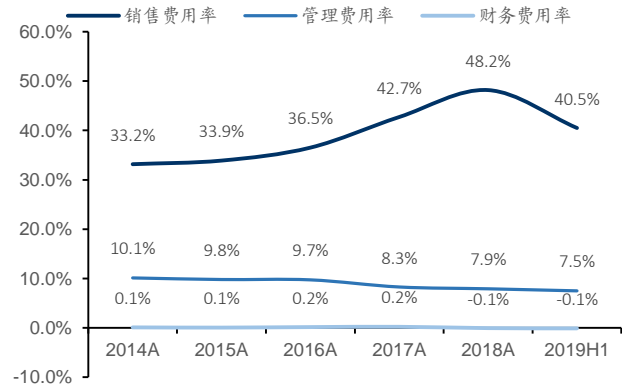
费用率下降到 40.49% (-3.43pp)，与费用投放节奏有关。管理费用率 7.50% (+0.38pp)，基本保持稳定。财务费用率-0.10% (-0.16pp) 由正转负，主要由于本期利息支出减少。受销售费用率降低影响，公司扣非净利率水平也提升到 13.6%。

图 5：华润三九毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

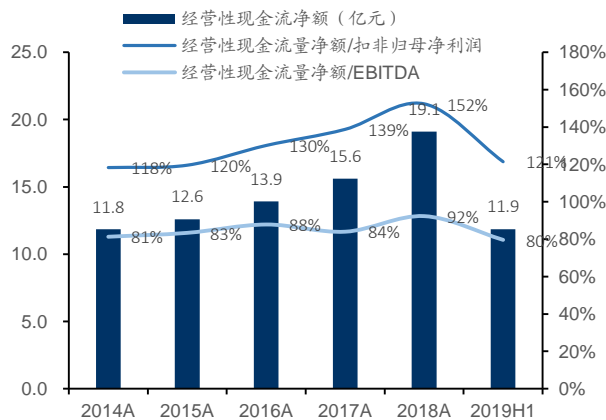
图 6：华润三九三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

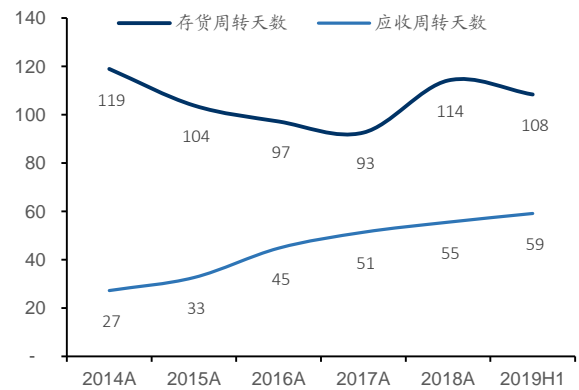
经营性现金流保持同步增长，应收及存货周转率保持稳健。2019 上半年经营性现金流净额 11.86 亿元 (+9.27%)。公司现金流质量一直较好，经营性现金流净额与 EBITDA 始终保持基本匹配。应收周转率近年来因为处方药财务模式变动持续下降，但实际上终端库存大致仍为 2-3 个月，保持了较为稳健的状态。陆股通自由流通股比例及周换手率情况近两个月基本保持稳定。

图 7：华润三九经营性现金流情况



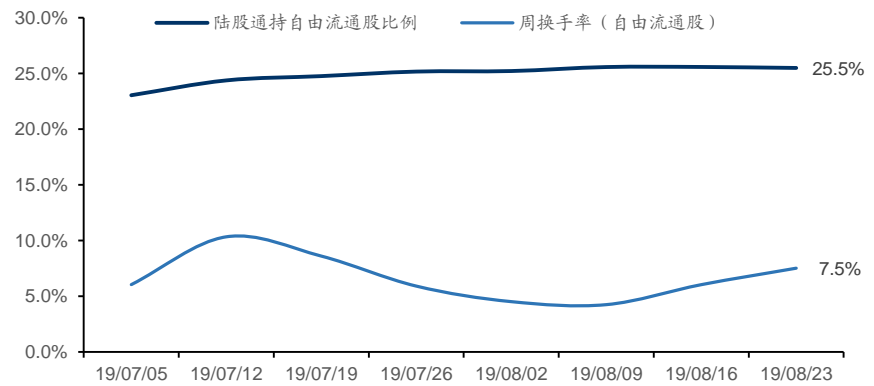
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：华润三九主要流动资产周转情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 华润三九陆股通持股比例及周换手率情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 中药注射剂占比持续降低, OTC 及配方颗粒保持增长

公司自我诊疗业务保持稳健增长。2019 上半年收入 67.97 亿元 (+10.60%), 感冒、胃肠品类增长较快, 皮肤品类表现平稳, “易善复” 在医院和零售均保持良好的增长态势。公司积极进行产品升级与新产品开发, 上市了精氨酸布洛芬颗粒, 氯雷他定糖浆, 蒲地蓝消炎片, 银菊清咽颗粒, 铝碳酸镁片等多个产品。大健康业务方面, 公司积极打造针对不同目标群体的品牌产品, 包括定位于基础膳食营养补充剂的“999 今维多”系列, 主打功能性产品的“三九益普利生”系列, 目标群体定位为年轻人的“9YOUNG”新品牌。康复慢病板块围绕理洩王牌血塞通软胶囊, 逐步拓宽产品线, 血塞通软胶囊保持增长, 三七粉实现上市。

处方药板块主动转型, 中药注射剂占比持续降低。2019 上半年处方药业务收入 31.02 (9.01%), 公司主动寻求业务转型, 中药配方颗粒业务快速增长, 中药注射剂止跌, 实现小幅增长, 其营业收入占比已降至约 6%。心脑血管板块, 参附注射液积极转型自营推广模式, 加强了循证研究和学术推广促进合理用药。消化领域以易善复的学术推广能力为核心, 多渠道进行学术品牌营销。肿瘤领域, 以华蟾素片、金复康口服液为基础, 加强自营建设和终端开发提升产品品牌与销量。

### 投资建议: OTC 增长稳健, 处方药转型顺利, 维持“买入”评级

公司自我诊疗业务增长稳健, 积极加强品牌建设, 处方药业务转型顺利, 中药注射剂占比已降至 6%, 公司积极加强新产品研发和一致性评价工作, 推动产品力提升。预计 2019~2020 年公司净利润为 22.37/19.60/23.24 亿, 对应当前 PE 为 12.9/14.8/12.5x, 继续维持“买入”评级。

表 1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 190823	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				17A	18E	19E	20E	17A	18E	19E	20E			
000538	云南白药	77.86	995	2.59	2.98	3.38	3.75	30.1	26.1	23.1	20.8	16.7	2.0	无评级
600332	白云山	38.00	618	2.12	1.83	2.07	2.29	18.0	20.8	18.4	16.6	15.9	7.8	买入
600436	片仔癀	100.75	608	1.89	2.45	3.13	3.94	53.2	41.0	32.2	25.6	22.8	1.5	未评级
000999	华润三九	29.57	289	1.46	2.29	2.00	2.37	20.2	12.9	14.8	12.5	13.2	0.7	买入
600535	天士力	17.18	260	1.02	1.15	1.29	1.48	16.8	15.0	13.3	11.6	14.7	1.1	买入
002223	鱼跃医疗	22.44	225	0.73	0.89	1.07	1.28	30.9	25.2	21.0	17.5	13.3	1.2	买入
000423	东阿阿胶	32.40	212	3.19	3.08	3.28	3.72	10.2	10.5	9.9	8.7	18.4	2.0	未评级

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 除鱼跃医疗、白云山、华润三九外均为 Wind 一致预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	2476	3902	5270	6916	营业收入	13428	15066	16799	18613
应收款项	4180	4690	5229	5794	营业成本	4160	4972	5476	5993
存货净额	1533	1830	2019	2214	营业税金及附加	218	253	286	316
其他流动资产	387	452	504	558	销售费用	6469	6750	7459	8190
<b>流动资产合计</b>	<b>8576</b>	<b>10874</b>	<b>13022</b>	<b>15482</b>	管理费用	707	1204	1334	1470
固定资产	3526	3552	3585	3590	财务费用	(7)	(78)	(113)	(151)
无形资产及其他	1843	1770	1696	1622	投资收益	19	746	22	22
投资性房地产	4051	4051	4051	4051	资产减值及公允价值变动	(15)	(27)	(27)	(27)
长期股权投资	33	39	56	73	其他收入	(182)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>18030</b>	<b>20286</b>	<b>22410</b>	<b>24818</b>	营业利润	1703	2685	2353	2790
短期借款及交易性金融负债	35	35	35	35	营业外净收支	15	0	0	0
应付款项	1042	1203	1327	1455	<b>利润总额</b>	<b>1719</b>	<b>2685</b>	<b>2353</b>	<b>2790</b>
其他流动负债	5240	5741	6345	6969	所得税费用	244	381	334	396
<b>流动负债合计</b>	<b>6317</b>	<b>6979</b>	<b>7707</b>	<b>8459</b>	少数股东损益	43	67	59	69
长期借款及应付债券	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1432</b>	<b>2237</b>	<b>1960</b>	<b>2324</b>
其他长期负债	545	545	546	547					
<b>长期负债合计</b>	<b>545</b>	<b>545</b>	<b>546</b>	<b>547</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>6861</b>	<b>7524</b>	<b>8253</b>	<b>9007</b>	净利润	1432	2237	1960	2324
少数股东权益	341	368	391	419	资产减值准备	(2)	1	0	(0)
股东权益	10828	12394	13766	15393	折旧摊销	350	420	454	482
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>18030</b>	<b>20286</b>	<b>22410</b>	<b>24818</b>	公允价值变动损失	15	27	27	27
					财务费用	(7)	(78)	(113)	(151)
关键财务与估值指标					营运资本变动	149	(208)	(51)	(60)
					其它	30	26	23	28
每股收益	1.46	2.29	2.00	2.37	<b>经营活动现金流</b>	<b>1974</b>	<b>2503</b>	<b>2413</b>	<b>2800</b>
每股红利	0.50	0.69	0.60	0.71	资本开支	(440)	(400)	(440)	(440)
每股净资产	11.06	12.66	14.06	15.72	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	15%	15%	17%	20%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(468)</b>	<b>(406)</b>	<b>(457)</b>	<b>(457)</b>
ROE	13%	18%	14%	15%	权益性融资	25	0	0	0
毛利率	69%	67%	67%	68%	负债净变化	(0)	0	0	0
EBIT Margin	14%	13%	13%	14%	支付股利、利息	(491)	(671)	(588)	(697)
EBITDA Margin	17%	15%	16%	17%	其它融资现金流	220	0	0	0
收入增长	21%	12%	12%	11%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(738)</b>	<b>(671)</b>	<b>(588)</b>	<b>(697)</b>
净利润增长率	10%	56%	-12%	19%	<b>现金净变动</b>	<b>768</b>	<b>1426</b>	<b>1368</b>	<b>1646</b>
资产负债率	40%	39%	39%	38%	货币资金的期初余额	1708	2476	3902	5270
息率	1.7%	2.3%	2.0%	2.4%	货币资金的期末余额	2476	3902	5270	6916
P/E	20.2	12.9	14.8	12.5	企业自由现金流	1667	1432	1888	2250
P/B	2.7	2.3	2.1	1.9	权益自由现金流	1887	1499	1985	2380
EV/EBITDA	16.1	15.8	13.8	12.1					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032