

业绩平稳增长，看好长期发展

投资要点

- **事件:** 公司 2017 年营业收入、扣非净利润分别约为 111.2 亿元、11.2 亿元，同比增长分别约为 23.8%、5.1%；2017Q4 营业收入、扣非净利润分别约为 36.4 亿元、2.2 亿元，同比增长分别约为 29%、-17%。
- **自我诊疗业务增长稳定，处方药业务压力较大。** 公司 2017 年营业收入约为 111.2 亿元，同比增速约为 23.8%，收入增速较快原因主要为并表因素以及销售调整。分板块来看，自我诊疗业务板块营业收入 54.3 亿元，同比增长 15.8%，其中感冒品类增长良好，重点培育的儿科品类增长较快，其余如皮肤品类、胃药品类增长较为平稳；处方药业务板块营业收入 51.7 亿元，同比增长 36.3%。由于期间内公司进行处方药业务转型，扩大自营业务比重和进行终端下沉，使得收入增速加快。如果剔除并表以及处方药销售调整部分影响，我们估算公司 2017 年全年内生性收入增速约为 10%-15%，其中处方药业务收入增速约为 5%左右。2017Q4 收入约为 36.4 亿元，同比增长约为 29%，单季度增速加快受处方药业务销售调整以及并表因素影响仍较明显，我们预计其对收入同比影响或将贯穿 2018 年上半年。且随着销售调整完成，公司收入增长将逐渐平稳，预计 2018 年全年约为 15%。公司 2017 年扣非后净利润约为 11.2 亿元，同比增长约 5.1%，净利润增速低于收入增速约 18.7 个百分点，略低于预期。分析其主要原因是：1) 处方药业务转型导致销售费用大幅提升，其增速约为 44.8% 远高于收入增速；2) 剔除销售调整影响，公司毛利率约为 60% 左右，原因为受收入结构变化整体有下滑趋势。从单季度来看，2017Q4 扣非净利润分别约为 2.2 亿元，同比增长约为 -17%，销售费用大幅增长约为 75.4%。剔除影响后的单季度毛利率低于 60%，收入结构变化影响仍在继续。我们认为公司 2018 年业绩增速或将低于收入增速，预计整体约为 15%。
- **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) 与国际巨头加强 OTC 领域合作，巩固龙头地位。公司与赛诺菲签署《在中国合作开展消费者保健业务框架协议》，致力于共同开拓中国健康消费品市场，不仅丰富了公司产品线，也有利于公司学习和复制国外巨头成功经验；3) 为华润旗下处方中药平台，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，后续注射剂型占中药处方药比例有望降到 50% 以下。血塞通软胶囊和黄藤素软胶囊等品种丰富处方中药产品线；4) 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。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.53 元、1.76 元、2.03 元（原预测 2018-2019 年 EPS 分别为 1.72 元、1.96 元，调整的主要原因为毛利率及销售费用率变化），对应 PE 分别为 17 倍、15 倍、13 倍。我们认为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:** 产品降价风险，产品销售或不达预期风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	11119.92	12731.18	14583.12	16711.95
增长率	23.81%	14.49%	14.55%	14.60%
归属母公司净利润 (百万元)	1301.69	1494.32	1718.43	1984.99
增长率	8.67%	14.80%	15.00%	15.51%
每股收益 EPS (元)	1.33	1.53	1.76	2.03
净资产收益率 ROE	13.10%	13.06%	13.06%	13.11%
PE	20	17	15	13
PB	2.54	2.21	1.92	1.67

数据来源: Wind, 西南证券

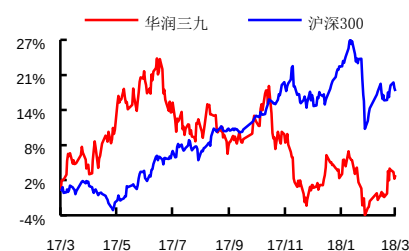
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513110001
 电话: 021-68413530
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn

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

分析师: 张肖星
 执业证号: S1250517080003
 电话: 021-68415020
 邮箱: zxxing@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)	24.45-31.78
总市值(亿元)	257.25
总资产(亿元)	161.95
每股净资产(元)	0.00

相关研究

1. 华润三九 (000999): 品牌 OTC 龙头，核心产品颇具提价属性 (2017-07-07)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	11119.92	12731.18	14583.12	16711.95	净利润	1326.48	1522.77	1751.15	2022.79
营业成本	3907.74	4510.40	5518.95	6300.10	折旧与摊销	341.53	210.95	226.88	235.98
营业税金及附加	193.91	201.23	233.88	270.94	财务费用	24.62	-6.43	-12.97	-20.91
销售费用	4750.17	5219.78	5687.42	6517.66	资产减值损失	16.32	15.00	15.00	15.00
管理费用	920.71	1082.15	1166.65	1336.96	经营营运资本变动	244.73	162.11	204.38	17.45
财务费用	24.62	-6.43	-12.97	-20.91	其他	-393.28	-20.83	-32.07	-30.49
资产减值损失	16.32	15.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	1560.39	1883.58	2152.37	2239.82
投资收益	16.89	15.00	15.00	15.00	资本支出	-831.90	-130.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	279.84	15.00	15.00	15.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-552.06	-115.00	-115.00	-115.00
营业利润	1510.51	1724.06	1989.20	2307.20	短期借款	10.12	-30.00	0.00	0.00
其他非经营损益	7.79	68.33	70.28	69.45	长期借款	-0.23	0.00	0.00	0.00
利润总额	1518.31	1792.38	2059.48	2376.66	股权融资	79.68	0.00	0.00	0.00
所得税	191.83	269.61	308.32	353.86	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1326.48	1522.77	1751.15	2022.79	其他	-298.17	-482.17	12.97	20.91
少数股东损益	24.79	28.46	32.73	37.80	筹资活动现金流净额	-208.60	-512.17	12.97	20.91
归属母公司股东净利润	1301.69	1494.32	1718.43	1984.99	现金流量净额	795.97	1256.40	2050.35	2145.73
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	1708.38	2964.78	5015.13	7160.86	成长能力				
应收和预付款项	4003.53	4406.88	5125.95	5871.43	销售收入增长率	23.81%	14.49%	14.55%	14.60%
存货	1105.16	1266.43	1553.73	1775.15	营业利润增长率	16.76%	14.14%	15.38%	15.99%
其他流动资产	26.57	30.42	34.85	39.94	净利润增长率	9.83%	14.80%	15.00%	15.51%
长期股权投资	5.38	5.38	5.38	5.38	EBITDA 增长率	16.29%	2.77%	14.23%	14.49%
投资性房地产	9.74	9.74	9.74	9.74	获利能力				
固定资产和在建工程	3555.30	3519.34	3467.46	3406.47	毛利率	64.86%	64.57%	62.16%	62.30%
无形资产和开发支出	5514.93	5476.72	5438.51	5400.30	三费率	51.22%	49.45%	46.91%	46.87%
其他非流动资产	266.47	259.68	252.90	246.11	净利率	11.93%	11.96%	12.01%	12.10%
资产总计	16195.46	17939.39	20903.65	23915.38	ROE	13.10%	13.06%	13.06%	13.11%
短期借款	30.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.19%	8.49%	8.38%	8.46%
应付和预收款项	2396.00	2738.12	3285.76	3759.28	ROIC	14.19%	14.89%	17.31%	20.06%
长期借款	0.23	0.23	0.23	0.23	EBITDA/销售收入	16.88%	15.15%	15.11%	15.09%
其他负债	3644.55	3542.13	4207.59	4723.01	营运能力				
负债合计	6070.78	6280.47	7493.58	8482.52	总资产周转率	0.75	0.75	0.75	0.75
股本	978.90	978.90	978.90	978.90	固定资产周转率	3.58	3.73	4.08	4.67
资本公积	1180.76	1180.76	1180.76	1180.76	应收账款周转率	7.01	6.80	6.98	6.89
留存收益	7690.31	9184.63	10903.06	12888.05	存货周转率	3.86	3.79	3.89	3.77
归属母公司股东权益	9838.51	11344.29	13062.72	15047.70	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.83%	—	—	—
少数股东权益	286.17	314.63	347.35	385.16	资本结构				
股东权益合计	10124.68	11658.92	13410.07	15432.86	资产负债率	37.48%	35.01%	35.85%	35.47%
负债和股东权益合计	16195.46	17939.39	20903.65	23915.38	带息债务/总负债	0.50%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.24	1.52	1.69	1.88
					速动比率	1.04	1.30	1.47	1.65
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	1.33	1.53	1.76	2.03
					每股净资产	10.34	11.91	13.70	15.77
					每股经营现金	1.59	1.92	2.20	2.29
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1876.66	1928.57	2203.10	2522.28					
PE	19.76	17.22	14.97	12.96					
PB	2.54	2.21	1.92	1.67					
PS	2.31	2.02	1.76	1.54					
EV/EBITDA	12.96	11.68	9.30	7.27					
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	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyhg@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn