

## 华润三九(000999.SZ)

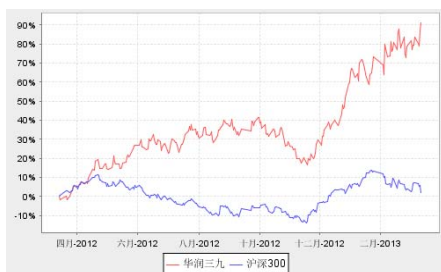
### OTC 领先、中药处方药突破的新国企典范

**评级: 买入**      **前次:**  
**目标价(元): 38.68-40.98**  
 联系人                      分析师  
**袁倩倩 CFA**                      胡德军  
 生物医药小组                      S0740511070005  
 021-20315202                      生物医药小组  
 qiuqq@r.qlzq.com.cn  
 2013年3月29日

#### 基本状况

总股本(百万股)	978.90
流通股本(百万股)	355.24
市价(元)	32.32
市值(百万元)	31638.05
流通市值(百万元)	11481.52

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	5,525.2	6,891.1	8,657.4	10,752.	13,099.
营业收入增速	26.58%	24.72%	25.63%	24.20%	21.83%
净利润增长率	-6.81%	33.35%	27.20%	26.20%	24.69%
摊薄每股收益(元)	0.78	1.04	1.32	1.66	2.07
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	22.27	22.88	23.97	19.00	15.24
PEG	—	0.69	0.88	0.73	0.62
每股净资产(元)	4.64	5.42	6.48	7.90	9.74
每股现金流量(元)	0.98	1.24	1.49	2.21	2.72
净资产收益率	16.73%	19.10%	20.33%	21.04%	21.29%
市净率	3.73	4.37	4.87	4.00	3.24
总股本(百万元)	978.90	978.90	978.90	978.90	978.90

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- 新型国有医药企业典范:** 华润入主后, 华润三九明确战略目标: 致力于成为 OTC 市场的引领者、中药处方药市场的创新者。公司形成以“营销管理集中”为核心的“运营中心管理模式”, 并在此基础上形成整合新品种的强大能力。在激励机制上, 华润对公司管理层实行和业绩挂钩的中长期激励计划。我们看到华润三九正在成长为战略明确、运营高效、激励到位的新型国有药企典范。
- OTC 强化领先优势:** 在品牌和渠道优势基础上通过品类规划提高增速。公司 OTC 业务的核心品类包括感冒、皮肤、胃肠用药领域, 并重点关注止咳、止痛、妇科、骨科等品类, 竞争力来自品牌和渠道。公司品牌策略是“1+N”, “1”是主品牌“999”, 覆盖自我诊疗领域的“家庭全系列用药”, “N”是专业品牌。公司的 OTC 渠道覆盖 20 多万零售药店(核心终端近 7 万家), 全国药店覆盖率达到约 50%。在品牌和渠道优势的基础上, 公司通过品类规划, 在原有优势品类不断增加细分新品种, 挖掘细分领域的潜力, 从而获取更大的利润空间。品牌和渠道优势结合品类规划, 公司 OTC 业务过去 5 年复合增长率 19.4%, 实现超越 OTC 子行业平均水平的增长, 2012 年占公司的收入和毛利分别为 54%、58%。
- 中药处方药快速突破:** 产能瓶颈突破推动中药配方颗粒快速增长, 医保目录突破、基药放量和学术推广推动中药注射剂高增长。中药配方颗粒市场容量大, 政策壁垒高, 处在爆发式增长阶段。2012 年 10 月淮北基地建成投产, 产能翻番, 解决产能瓶颈, 公司中药配方颗粒 2012 年增长约 50%, 未来高增长有望持续。公司的中药注射剂产品集中在肿瘤、心脑血管等治疗领域, 其中参附注射液和华蟾素注射液是独家品种, 舒血宁注射液是优质优价品种, 受益于医保目录突破、基药放量、学术推广等因素, 公司中药注射剂 2012 年增长超过 50%。独特品种溢价和处方药营销能力加强, 公司处方药业务过去 5 年复合增长率 37.4%, 2012 年在收入和毛利占比分别为 33%、36%, 占比逐步提高。
- 或有惊喜:** 外延式扩张获取新品种, 基药提升老品种空间。外延式收购是公司的重要增长模式之一, 近年来通过并购补充多个品种, 如气滞胃痛、温胃舒、养胃舒、顺峰的皮肤用药、天和的骨科贴膏等。未

请务必阅读正文之后的重要声明部分

来会在 OTC 重点品类及处方药中抗肿瘤, 心脑血管, 呼吸道等领域积极寻找标的。华润三九有多个独家处方药和 OTC 品种进入国家基药目录或地方基药增补目录, 对于提升老品种的销售空间和提高增速非常有利。

- **我们对华润三九的核心观点:** 公司的起家业务 OTC 领先优势将继续强化, 在品牌和渠道优势基础上通过品类规划提高增速; 中药配方颗粒产能瓶颈突破, 中药注射剂得益于医保目录突破、基药放量和学术推广, 中药处方药整体进入高速增长阶段; 公司的并购能力和基药放量可能为投资者带来惊喜。
- **盈利预测和投资建议:** 我们预计公司 2013-2015 年收入分别为 86.6、107.5、131.0 亿元, 增速为 25.6%、24.2%、21.8%; 净利润为 12.9、16.3、20.3 亿元, 增速为 27.2%、26.2%、24.7%, 2013-2015 年对应 EPS 为 1.32、1.66、2.07 元。我们看好公司两大核心业务 OTC 和中药处方药超越行业平均的增长, 综合相对估值和绝对估值结果, 华润三九的合理估值区间 **38.68-40.98 元**, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险因素:** 如果新并购的企业业绩大幅低于预期, 可能带来商誉减值; 政府对 OTC 子行业广告等行为的监管, 中药配方颗粒子行业政策壁垒的变化, 中药注射剂安全性再评价等都是需要关注的潜在政策风险。在华润的战略体系下, 公司的抗生素业务、医疗服务业务和公司的战略定位不符合, 资产结构梳理的时间表和方式有不确定性。

## 内容目录

新型国有医药企业典范: 战略明确、运营高效、激励到位 .....	- 5 -
OTC 强化领先优势: 兼具品牌和渠道优势, 品类规划提高增速 .....	- 7 -
OTC 增长稳健, 竞争力来自品牌力和渠道掌控能力 .....	- 7 -
品牌优势: 形成主品牌“999”涵盖“家庭全系列用药”, 拓展专业品牌 .....	- 8 -
渠道优势: 商业网络覆盖全国 50% 的药店, 终端控制能力强 .....	- 10 -
品类规划: 在原有优势品类不断增加细分新品种, 提高增速和利润空间 .....	- 10 -
处方药快速突破: 中药配方颗粒和中药注射剂增长超过 50% .....	- 11 -
中药配方颗粒: 市场空间广阔, 产能瓶颈突破, 增长有望提速 .....	- 12 -
中药注射剂: 心血管和抗肿瘤领域形成重磅品种, 医保和学术推广突破 .....	- 14 -
抗生素: 五水头孢唑林独家, 品质助推销售回升 .....	- 17 -
或有惊喜: 外延式扩张获取新品种, 基药提升老品种空间 .....	- 18 -
外延式扩张: 在重点领域获取新品种的重要手段 .....	- 18 -
基药放量期待: 多个独家品种进入国家或地方基药目录 .....	- 19 -
盈利预测、估值和投资建议 .....	- 20 -
盈利预测 .....	- 20 -
绝对估值法: 40.98 元 .....	- 21 -
PE 相对估值法: 37.33-38.68 元 .....	- 21 -
投资建议 .....	- 21 -
风险因素 .....	- 22 -
附录 .....	- 23 -
华润三九股权结构图 .....	- 23 -
三九主要子公司的单体净利润 .....	- 23 -
华润医药股权结构图 .....	- 24 -

## 图表目录

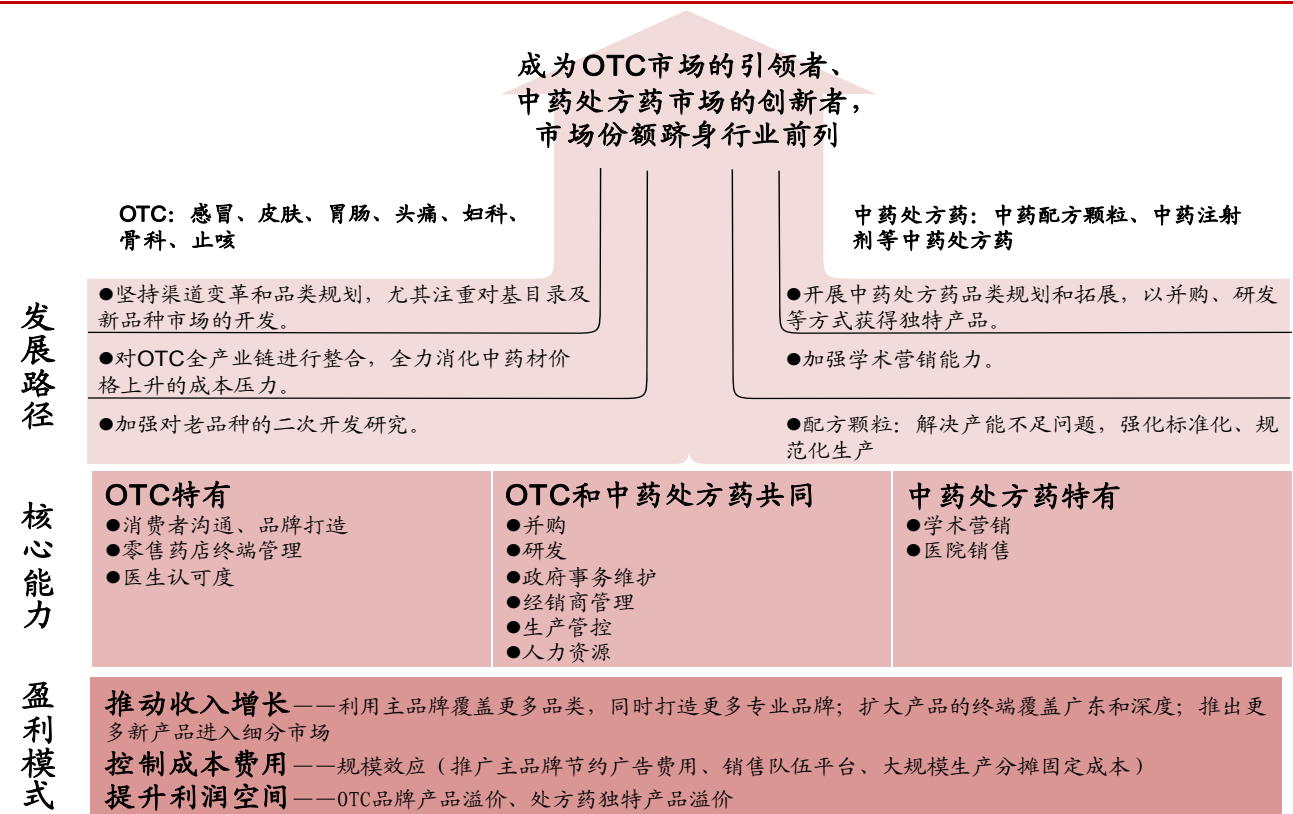
图表 1: 华润三九的战略目标、核心能力、发展路径和盈利模式 .....	- 5 -
图表 2: 华润三九的营销中心结构 .....	- 6 -
图表 3: 华润三九的收入按子行业细分(百万元) .....	- 6 -
图表 4: 华润三九 OTC 业务按品类细分(百万元) .....	- 6 -
图表 5: 华润三九处方药业务按品类细分(百万元) .....	- 6 -
图表 6: 华润三九的主要 OTC、处方药品种 .....	- 7 -
图表 7: 我国 OTC 药品市场规模和增速 .....	- 8 -
图表 8: 华润三九 07 年重组以来 OTC 业务的增长 .....	- 8 -
图表 9: 我国 OTC 药品分类概况 .....	- 8 -
图表 10: 我国 OTC 药物各大品类市场份额 .....	- 8 -
图表 11: 华润三九“1+N”的品牌结构 .....	- 9 -
图表 12: 感冒药 OTC 前 10 名品牌药的市场份额 .....	- 9 -
图表 13: 皮肤用药 OTC 前 10 名品牌药的市场份额 .....	- 9 -
图表 14: 胃肠用药 OTC 前 10 名品牌药的市场份额 .....	- 10 -
图表 15: 华润三九的品类规划范例 .....	- 11 -
图表 16: 华润三九的主要 OTC、处方药品种 .....	- 12 -
图表 17: 中药配方颗粒和中药饮片在药房、临床、患者方面的对比 .....	- 12 -
图表 18: 我国中药配方颗粒市场格局 .....	- 13 -
图表 19: 我国中药饮片收入规模和增长 .....	- 13 -
图表 20: 我国中药饮片利润总额和增长 .....	- 13 -
图表 21: 我国中药配方颗粒市场规模和增长 .....	- 13 -
图表 22: 我国六家配方颗粒企业销售规模(百万元) .....	- 13 -
图表 23: 6 家中药配方颗粒试点企业的优势销售区域 .....	- 14 -
图表 24: 2010 年 9 个样本城市医院中药注射剂按疾病类别分布 .....	- 15 -
图表 25: 华润三九主要中药注射剂品种的竞争格局、功效、价格和销售规模 .....	- 15 -
图表 26: 华润三九主要中药注射剂品种进入医保目录和基药目录的情况 .....	- 15 -
图表 27: 我国心脑血管中成药的销售规模和增长 .....	- 16 -
图表 28: 参附注射液样本医院采购金额和增长 .....	- 16 -
图表 29: 参附、舒血宁、参麦注射液和心脑血管中药注射剂 TOP5 品种对比 .....	- 16 -
图表 30: 我国抗肿瘤药的销售规模和增长 .....	- 17 -
图表 31: 华蟾素注射液样本医院采购金额和增长 .....	- 17 -
图表 32: 华蟾素和抗肿瘤中药注射剂 TOP5 品种对比 .....	- 17 -
图表 33: 按年度样品医院五水头孢唑林采购金额 .....	- 18 -

图表 34: 按季度样品医院五水头孢唑林采购金额 .....	- 18 -
图表 35: 近年来华润三九的主要并购项目 .....	- 18 -
图表 36: 收购顺峰和天和的案例 .....	- 19 -
图表 37: 华润三九进入国家或地方基药目录的独家品种 .....	- 19 -
图表 38: 华润三九销售收入预测表(百万元) .....	- 20 -
图表 39: 华润三九期间费用率及所得税率假定 .....	- 20 -
图表 40: 华润三九 DCF 估值为 40.98 元 .....	- 21 -
图表 41: 华润三九 PE 相对估值结果: 37.33-38.68 元 .....	- 21 -
图表 42: 华润三九财务报表摘要 .....	- 22 -
图表 43: 华润三九股权结构图 .....	- 23 -
图表 44: 华润三九的主要子公司单体净利润(百万元) .....	- 23 -
图表 45: 华润医药股权结构图 .....	- 24 -

## 新型国有医药企业典范：战略明确、运营高效、激励到位

- 华润三九前身为深圳南方制药厂，创建于1985年，2000年在深交所上市，2007年12月底重组进入华润集团。重组以来，公司卸下历史包袱，核心业务OTC和中药处方药都实现超越行业平均的增长。
- OTC业务是公司起家的业务，核心品类包括感冒、皮肤、胃肠用药领域，并重点关注止咳、止痛、妇科、骨科等品类，竞争力来自品牌和渠道。品牌是OTC业务最重要的资产，公司品牌策略是“1+N”，“1”是主品牌“999”，主要覆盖自我诊疗领域，“N”是专业品牌。公司的OTC渠道覆盖20多万家零售药店(核心终端近7万家)，全国药店覆盖率约50%。
- 中药处方药主要包括中药配方颗粒和中药注射剂，是中药现代化的两个重要方向。中药配方颗粒市场容量大，政策壁垒高，处在爆发式增长阶段。2012年10月淮北基地建成投产，产能翻番，解决产能瓶颈，公司中药配方颗粒2012年增长约50%，未来高增长有望持续。公司的中药注射剂集中在肿瘤、心脑血管等治疗领域，其中参附和华蟾素是独家品种，舒血宁是优质优价品种，受益于医保目录突破、基药放量、学术推广等因素，公司中药注射剂2012年增长超过50%。
- 在华润的战略框架下，公司从规模、市场地位和核心竞争力三个层面，提出明确的战略目标，致力于成为OTC市场的引领者、中药处方药市场的创新者。在运营上，公司将进一步完善“运营中心管理模式”，打造营销、生产、物流、研发、资金管理和品牌管理高度集中的运营体系。在激励机制上，华润对公司管理层实行和业绩挂钩的中长期激励计划。
- 华润三九正在成长为新国企的典范：战略明确、运营高效、激励到位。

图表 1: 华润三九的战略目标、核心能力、发展路径和盈利模式



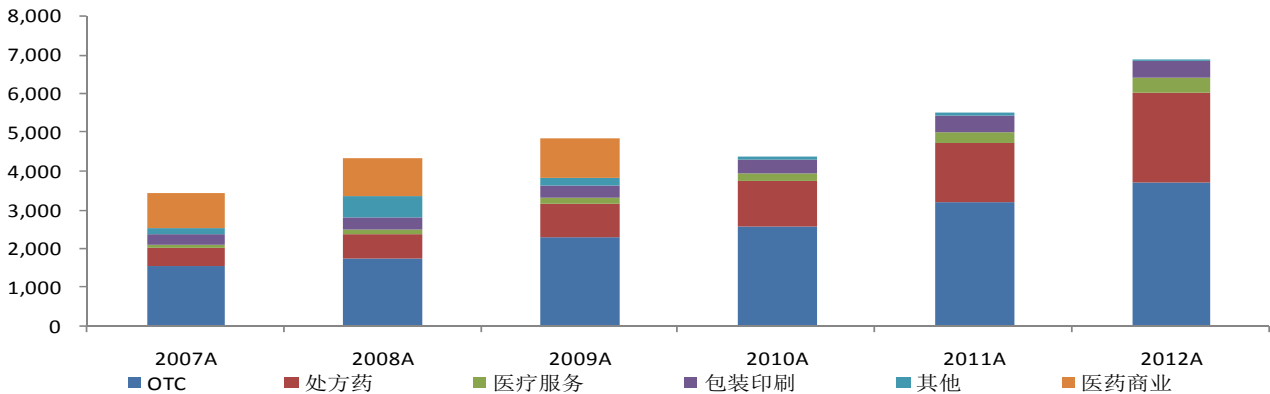
来源：齐鲁证券研究所

- 公司“运营中心管理模式”的关键是营销管理的集中，并且在此基础上形成整合新品种的能力。公司的营销中心设有 OTC、处方药、中药配方颗粒三个事业部，各事业部根据业务需要在全国设立多个营销业务片区，实行产品营销策划与销售渠道拓展相结合的矩阵式管理体系。

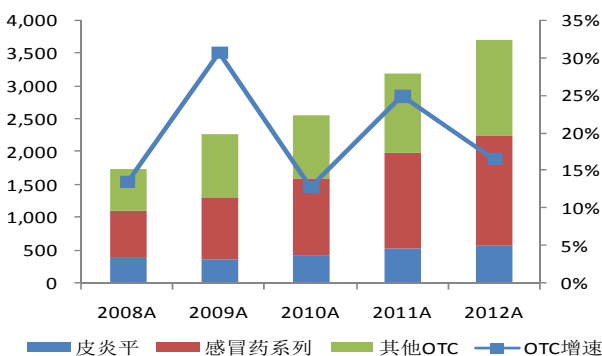
**图表 2: 华润三九的营销中心结构**

领域	销售体系	渠道和终端
营销中心	<b>OTC 事业部: 1900 多人,</b> 包括: 商务管理、市场管理、销售管理、销售区域等职能线。	<ul style="list-style-type: none"> <li>● OTC 渠道现阶段实行两级经销商制度, 全国一级经销商有 50 多家, 二级经销商 600 多家。</li> <li>● 对经销商采用精细化管理, 每年制定考核指标进行考核。</li> <li>● 覆盖终端 20 多万家, 其中核心终端约 7 万家, 有专人维护渠道和终端, 终端覆盖在持续扩张。</li> </ul>
	<b>处方药事业部: 800 多人(含中药处方药、抗生素团队),</b> 包括: 商务管理、市场管理、销售管理、学术管理、药政事务、销售区域等职能线。 <b>中药配方颗粒销售团队: 200 多人,</b> 包括: 商务管理、市场管理、销售管理、学术管理、药政事务、销售区域。	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 处方自营模式销售占比 30% 左右, 代理模式近 70%, 分为中药处方药、北京北贸、抗生素等业务单元, 覆盖 3000 家二级以上的医院, 医院覆盖率将进一步提高。</li> <li>● 中药处方的自营队伍主要运作参附注射液和华蟾素注射液, 做学术推广。</li> <li>● 北京北贸主要做专科用药, 舒血宁注射液为代理模式。</li> <li>● 抗生素以代理模式为主。</li> <li>● 中药配方颗粒销售以自营为主, 代理大约 10%, 覆盖全国各省市自治区, 其中广东和山东是优势销售区域。</li> </ul>

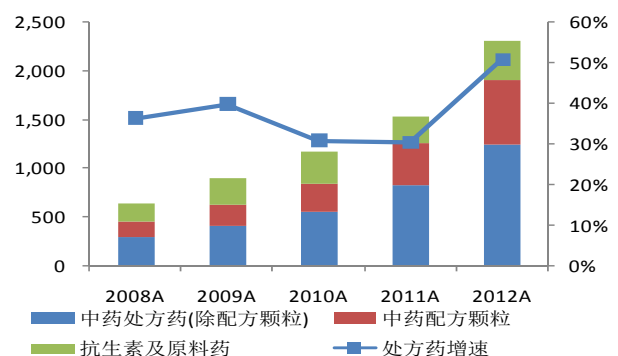
来源: 齐鲁证券研究所

**图表 3: 华润三九的收入按子行业细分(百万元)**


来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

**图表 4: 华润三九 OTC 业务按品类细分(百万元)**


来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

**图表 5: 华润三九处方药业务按品类细分(百万元)**


来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

## OTC 强化领先优势：兼具品牌和渠道优势，品类规划提高增速

- OTC 业务是公司起家的业务，竞争优势在于品牌和渠道，核心品类包括感冒、皮肤、胃肠用药领域，并重点关注止咳、止痛、妇科、骨科等品类，未来将通过研发和并购在重点领域补充新的品牌和品种。

图表 6：华润三九的主要 OTC、处方药品种

品类	品种	竞争格局	医保	功效	12 收入 (亿元)E	12 年增速 E	
O T C	感冒止咳类	999 感冒灵	多家	国家乙类	中药复方，缓解感冒症状	约 14	约 15%
		小儿感冒颗粒	多家	山东地方乙类	缓解小儿感冒症状	约 1	>20%
		强力枇杷露	多家	国家乙类	止咳祛痰	约 2	>20%
		小儿止咳糖浆	多家	四川、云南地方乙类	小儿止咳祛痰	约 0.3	>20%
		复方氨酚烷胺	多家	国家乙类	缓解感冒症状	约 0.4	约 20%
		小儿氨酚黄那敏颗粒	多家	江苏、湖北、河北、四川、云南地方乙类	缓解小儿感冒症状	>1	>20%
	皮肤类	复方醋酸地塞米松乳膏 (红色装皮炎平)	多家	安徽地方乙类	用于皮炎和湿疹	>5	个位数
		糠酸莫米松凝胶 (绿色装皮炎平)	多家	黑龙江地方乙类	湿疹、神经性皮炎、可用于脸部		
		盐酸特比萘芬乳膏 (999 优诺平)	多家	国家乙类	各种癣及念珠菌病	约 0.6	约 10%
		联苯苄唑乳膏、曲安奈德益康唑乳膏等	多家	国家乙类	用于真菌感染		
		顺峰康王 (酮康他索乳膏)	独家	未进入医保	用于皮肤浅表真菌感染	新并表	>20%
		顺峰康霜 (曲咪新乳膏)	多家	广东、安徽地方乙类	用于皮炎、湿疹	新并表	>20%
	胃肠类	三九胃泰	独家	颗粒剂为国家甲类 胶囊剂为国家乙类	消炎止痛、理气健胃，用于浅表性及糜烂性胃炎	约 4	个位数*
		气滞胃痛颗粒	独家	国家甲类	舒肝和胃，用于慢性胃炎和胃脘疼痛	>1	约 30%
		温胃舒	独家	国家乙类	治疗胃寒，用于慢性胃炎，胃脘凉痛	>1	约 20%
		养胃舒	独家	国家乙类	治疗胃热，用于胃炎所引起的胃脘灼热胀痛		
	骨科	天和骨通贴膏	独家	国家乙类	祛风散寒，消肿止痛	新并表	新并表
		天和追风膏	独家	国家乙类	温经通络，祛风除湿	新并表	新并表
		壮骨关节丸	独家	国家乙类	舒筋活络，理气止痛		
	其他	正天丸	独家	国家甲类	疏风活血，通络止痛	<2 个亿	个位数*
		抗宫炎片	8 家	国家乙类	清热，化痰，止带		

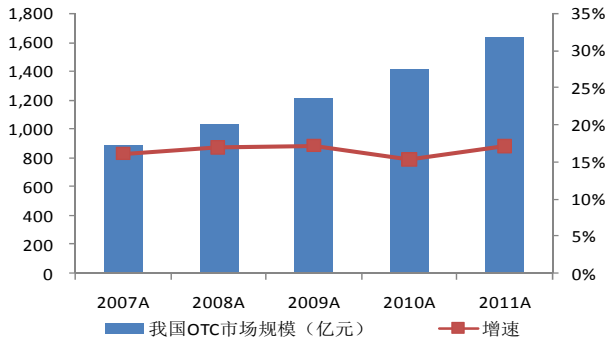
来源：国家药监局网站，各药品说明书，齐鲁证券研究所预测。备注：\*整体增速个位数，但在基层医疗机构的增速较快超过 20%。

## OTC 增长稳健，竞争力来自品牌力和渠道掌控能力

- OTC 行业增长稳健：从 OTC 子行业来看，OTC 药品的销售渠道 60%

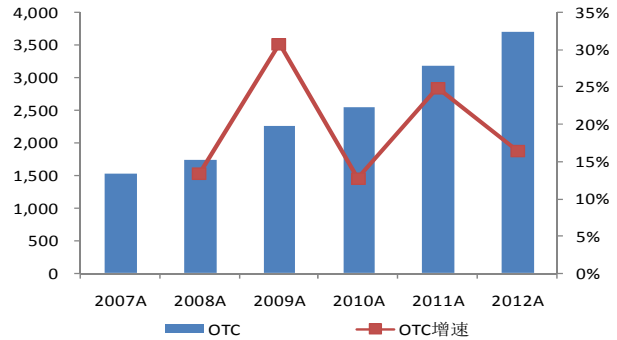
在零售药店，40%在医院终端。医改后，基层医疗机构取消药品加成，分流了部分人群，受到基药市场影响，近年 OTC 增长放缓。由于 OTC 有利于节约医疗资源，并且购买和使用便利，随着自我药疗的观念的普及和保健意识的提高，未来仍有发展的空间，预计将保持 15%左右的稳健增长。在行业稳健增长的基础上，华润三九在品牌、渠道、品类规划的核心竞争力推动公司取得高于行业平均的增速。

图表 7: 我国 OTC 药品市场规模和增速



来源: SFDA 南方所, 齐鲁证券研究所

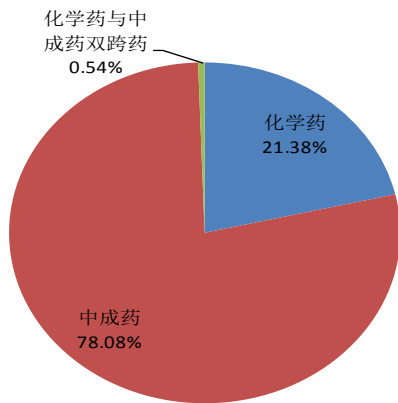
图表 8: 华润三九 07 年重组以来 OTC 业务的增长



来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

- 从我国 OTC 市场的大类结构来看，华润三九的 OTC 业务的核心品类和重点关注品类都位于前 10 大品类。

图表 9: 我国 OTC 药品分类概况



来源: SFDA 南方所, 齐鲁证券研究所

图表 10: 我国 OTC 药物各大品类市场份额

大类	市场份额
感冒、咳嗽及过敏药	30.1%
生活方式调理药	18.2%
维生素、矿物质及滋补药	13.1%
解热镇痛药	10.8%
胃肠消化药	10.4%
妇科用药	8.8%
皮肤药	5.4%
其他用药	3.2%
总计	100%

来源: SFD 南方所, 齐鲁证券研究所

- OTC 市场的核心竞争力主要表现为 2 个方面：品牌和渠道。OTC 企业通过品牌打开市场，扩大营业收入，提高市场份额，并以此粘合经销商，加强对渠道的控制。在此基础上，品牌产品获得一定品牌溢价，从而有助于保持较高毛利率，为 OTC 企业和经销商都带来更大的利润空间，进而提高经销商推广该产品的热情，从而巩固 OTC 企业对渠道的控制能力。分析华润三九的运营，我们看到公司在品牌和渠道上的核心竞争力，以及在此基础上的品类规划能力。

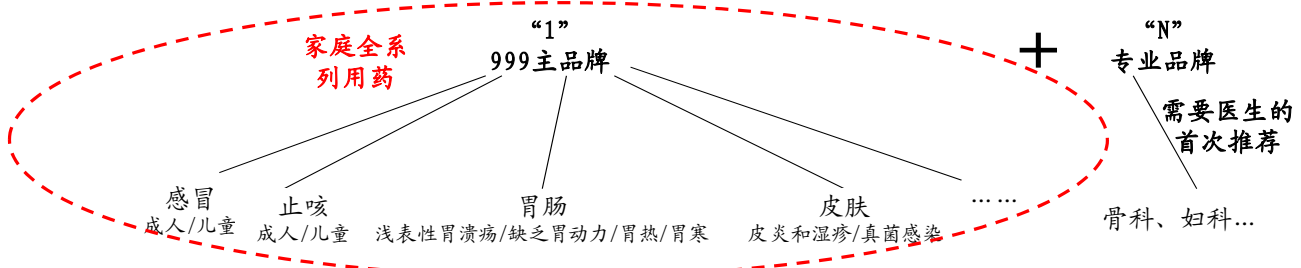
品牌优势：形成主品牌“999”涵盖“家庭全系列用药”，拓展专业品牌

- OTC 业务中品牌是最重要的资产，是支撑企业在 OTC 高度同质化的竞争中脱颖而出的核心竞争力之一。品牌 OTC 药物在终端提及率高，对品牌的信任有助于转化为强势购买力。



- **公司品牌策略 “1+N”**：“1”是主品牌“999”，是中国驰名商标，公司确定 999 品牌“为爱专注、为家守护”的全系列家庭用药品牌形象，自我诊疗领域如感冒、皮肤用药等，999 都能覆盖到。通过主品牌更多、更快地覆盖新的领域，主品牌效应有助于提高广告费用的利用率。“N”是专业品牌，比如：在妇科、骨科领域中打造新的专科品牌。

图表 11: 华润三九 “1+N” 的品牌结构



来源：齐鲁证券研究所

- **产品优势明显，进而提升到公司品牌优势**：公司的感冒、胃肠、皮肤三大核心品类都拥有在全国 OTC 市场份额前 10 的品种，“999”品牌下多个优势 OTC 品种构成家庭全系列用药，并上升到公司整体品牌优势。

图表 12: 感冒药 OTC 前 10 名品牌药的市场份额

排名	品名	生产厂家	2009 市场份额	2010 市场份额	2011 市场份额
1	泰诺感冒片	强生制药	6.24%	6.21%	5.67%
2	新康泰克胶囊	中美史克	4.44%	4.55%	4.58%
3	白加黑感冒片	拜耳医药	3.42%	3.89%	4.28%
4	999 感冒灵颗粒	华润三九	1.98%	2.88%	3.28%
5	日夜百服宁	中美施贵宝	3.53%	2.44%	2.08%
6	太龙牌双黄连口服液	太龙药业	-	1.77%	1.97%
7	三精牌双黄连口服液	三精制药	2.98%	2.25%	1.86%
8	抗病毒口服液	香雪制药	3.27%	1.85%	1.85%
9	感康片	吴太集团	-	1.82%	1.69%
10	新康泰克片	中美史克	-	1.60%	1.58%

来源：SFDA 南方所，齐鲁证券研究所

图表 13: 皮肤用药 OTC 前 10 名品牌药的市场份额

排名	品名	生产厂家	2009 市场份额	2010 市场份额	2011 市场份额
1	金达克宁	西安杨森制药	-	2.44%	7.12%
2	达克宁乳膏	西安杨森制药	10.23%	7.53%	5.61%
3	派瑞松软膏	西安杨森制药	3.61%	4.49%	5.56%
4	999 皮炎平软膏	华润三九	4.60%	4.98%	4.72%
5	百多邦软膏	中美史克	4.12%	5.14%	4.66%
6	采乐洗剂	西安杨森制药	2.69%	3.05%	2.97%
7	康王洗剂	昆明滇虹制药	1.53%	1.78%	2.46%
8	湿毒清胶囊	广西玉林制药	1.87%	1.89%	1.75%
9	艾洛松软膏	先灵葆雅	2.56%	2.67%	1.71%
10	曲安奈德益康唑乳膏	恒瑞医药	-	-	1.50%

来源：SFDA 南方所，齐鲁证券研究所

**图表 14: 胃肠用药 OTC 前 10 名品牌药的市场份额**

排名	品名	生产厂家	2009 市场份额	2010 市场份额	2011 市场份额
1	达喜片	拜耳医药	6.15%	5.20%	4.43%
2	吗叮啉片	西安杨森制药	5.37%	4.25%	3.43%
3	江中牌健胃消食片	江中制药	4.97%	4.04%	3.25%
4	耐信(埃索美拉唑肠溶片)	阿斯利康制药	1.75%	2.96%	3.19%
5	洛赛克片	阿斯利康制药	-	2.92%	3.10%
6	藿香正气口服液	太极集团	-	-	2.60%
7	碧生源常润茶	北京澳特舒尔	-	2.22%	2.06%
8	妈咪爱散	北京韩美药品	2.21%	1.90%	1.98%
9	斯达舒胶囊	修正药业	3.33%	2.99%	1.96%
10	999 胃泰颗粒	华润三九	2.17%	1.97%	1.76%

来源: SFDA 南方所, 齐鲁证券研究所

#### 渠道优势: 商业网络覆盖全国 50% 的药店, 终端控制能力强

- 华润三九具有强大的渠道优势: 公司商业网络覆盖全国, 现有的合作伙伴基本涵盖了国内最优质的医药商业资源。
- 公司 OTC 渠道现阶段实行两级经销商制度, 全国 VIP 客户有 50 多家, 二级经销商 600 多家。对经销商采用精细化管理, 每年制定考核指标进行考核。
- 一级经销商数量 50 多家, 覆盖终端 20 多万家, 其中核心终端近 7 万家, 有专人维护渠道和终端, 跟踪安全库存, 严控窜货, 基本不会出现窜货的现象。SFDA 南方所的数据显示, 截止 2011 年底, 我国共有 40.9 万家药店。据此计算, 华润三九的终端覆盖面达到全国药店总数的约 50%。
- 从控股股东华润医药的业务板块来看, 华润北医是我国第三大医药分销商, 对华润三九的渠道网络能力有助益。

#### 品类规划: 在原有优势品类不断增加细分新品种, 提高增速和利润空间

- 公司具有较强的细分市场产品品牌运作经验, “999”品牌知名度高, 目标客户接受度高, 是感冒药、皮肤药、胃肠药市场的领导品牌, 而且公司覆盖全国 20 万家零售药店(核心终端近 7 万家)的渠道优势明显。在品牌和渠道优势的基础上, 公司通过品类规划, 在原有优势品类不断增加细分新品种, 挖掘细分领域的潜力, 从而获取更大的利润空间。
- 公司在感冒、皮肤、胃肠等大的品类中做品类规划, 确定细分领域, 关注那些有需求又缺乏强势品牌的领域, 补充品种, 通过现有品牌带动新品销售。初期更多是依靠渠道推广新产品, 在终端有了一定认知度后, 逐渐加大消费者沟通力度, 达到一定规模的品种可以进行全国性投放。在核心品类中已引入多个品种, 如感冒品类中除 999 感冒灵外, 引入了小儿感冒、化药感冒药等, 未来还将通过研发和并购在重点领域补充新的品牌和品种。

- 感冒类，感冒灵单品 2012 年规模约 14 亿，近几年的增速比较平稳；相对于感冒药市场而言，感冒灵的占有率还比较低，还有进一步扩大的空间；公司近年来重点做感冒品类规划，小儿感冒产品增速较快。
- 皮肤类，皮炎平单品 2012 年的销售规模超过 5 亿。公司皮肤药新品主要是百安的品种和顺峰的品种。公司重点做皮炎湿疹、抗真菌两个治疗领域。皮炎湿疹类产品包括包括红色装以及绿色装皮炎平，抗真菌产品包括优诺平以及顺峰的主要品种。2012 年新并入的顺峰全年收入在 2 亿以上，顺峰原来没有 OTC 销售队伍，营销、生产整合比较顺利，2012 年的增长主要靠渠道整合，增速超过 20%，2013 年开始运作品牌。
- 胃肠类，三九胃泰销售收入 4 个亿左右，增长平稳，作为基药独家品种在基层医疗机构增长较快，2012 年公司重点推气滞胃痛颗粒、温胃舒，养胃舒，是未来胃肠类药品重要的增长点。其中气滞胃痛颗粒主要定位于改善胃动力，其 2011 年规模 1.2 亿左右，2012 年增速 30% 左右。温胃舒适用于胃寒患者，养胃舒适用于养胃，这两个产品 2011 年不到 1 亿的规模，2012 年增速约 20%。

图表 15: 华润三九的品类规划范例

品类	原有优势品种		品类规划新品		切入点
	三九开始推广时间	品种	三九开始推广时间	品种	
感冒	1996 年前	999 感冒灵	2006 年	小儿感冒颗粒	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 细分成人感冒和儿童感冒；</li> <li>● 细分中药复方和化学药</li> </ul>
			2006 年	小儿氨酚黄那敏颗粒	
			2007 年	复方氨酚烷胺	
止咳	2006 年	强力枇杷露	2006 年	小儿止咳糖浆	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 细分成人止咳和儿童止咳</li> </ul>
皮肤类	1996 年前	复方醋酸地塞米松乳膏(红色装皮炎平)	2009 年	糠酸莫米松凝胶(绿色装皮炎平)	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 细分皮炎和湿疹、神经性皮炎、癣及念珠菌病、真菌感染等各种皮肤疾病</li> </ul>
			2009 年	盐酸特比萘芬乳膏(999 优诺平)	
			2009 年	联苯苄唑乳膏	
			2009 年	曲安奈德益康唑乳膏	
			2012 年	顺峰康王(酮康他索乳膏)	
			2012 年	顺峰康霜(曲咪新乳膏)	
胃肠类	1996 年前	三九胃泰	2011 年	气滞胃痛颗粒	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 细分浅表性及糜烂性胃炎、缺乏胃动力、胃寒、胃热</li> </ul>
			2011 年	温胃舒	
			2012 年	养胃舒	

来源：齐鲁证券研究所

### 处方药快速突破：中药配方颗粒和中药注射剂增长超过 50%

- 中药处方药主要包括中药配方颗粒和中药注射剂，是中药现代化的两个重要方向。中药配方颗粒市场容量大，政策壁垒高，处在爆发式增长阶段。华润三九中药配方颗粒的增长在 2011 年受制于产能瓶颈，2012 年 10 月淮北基地建成投产，产能翻番，未来增长有望提速。公司的中药注射剂在肿瘤、心脑血管等治疗领域形成重磅品种，其中参附注射液和华蟾素注射液是独家品种，舒血宁注射液是优质优价品种，受益于医保突

破、基药放量和学术推广的积累，公司的主要中药注射剂品种增长迅速。

图表 16: 华润三九的主要 OTC、处方药品种

品类	品种	竞争格局	医保	功效	12 收入 (亿元)E	12 年 增速 E
处方药	参附注射液	独家	国家甲类，限二级以上医院急救和抢救	抗休克，气虚所致惊悸、哮喘	约 5	超过 50%
	参麦注射液	7 家	国家甲类，限二级以上医院急救和抢救	抗休克、心律失常、强心、调节免疫和抗炎	约 2	
	舒血宁注射液	9 家	国家乙类	用于缺血性心脑血管疾病、冠心病、心绞痛等	约 1	
	华蟾素注射液	独家	国家甲类，限癌症疼痛	解毒、消毒、止痛	约 1	
	中药配方颗粒 530 多种单味	6 家	北京、重庆、深圳地方医保	可供临床各科中医师配方使用，随证处方	> 6	
	抗生素	五水头孢唑林	独家	12 省市地方医保乙类	抗感染	约 4

来源：国家药监局网站，各药品说明书，齐鲁证券研究所预测

### 中药配方颗粒：市场空间广阔，产能瓶颈突破，增长有望提速

- 单味中药配方颗粒是在传统中医理论指导下，用符合炮制规范的传统中药饮片为原料，经现代制药技术提取、浓缩、分离、干燥、制粒、包装等过程制成的中药产品。日本、韩国、台湾地区在 70 年代便开始研制颗粒剂，并以中药配方颗粒产品赢得国际市场。我国药监局于 2001 年正式命名中药配方颗粒，到 2010 年已完成 600 余味中药配方颗粒的生产规范。从下表的对比可见，中药配方颗粒比传统中药饮片更好地满足药房、临床治疗、患者的利益诉求。

图表 17: 中药配方颗粒和中药饮片在药房、临床、患者方面的对比

	传统中药饮片	中药配方颗粒
对于药房	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 体积大，可能受霉菌虫蛀影响。</li> <li>● 不同品种、等级、产地、规格的中药材质量参差不齐。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 体积小、密封良好，降低药房的损耗率。</li> <li>● 经过严格的质量检验，质量可控。</li> <li>● 利于规范药房的现代管理。</li> <li>● 提高药房整体收入，增加收益。</li> </ul>
对于临床治疗	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 非标准化，不稳定。</li> <li>● 保持中医辨证施治的特色，随证处方。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 标准化，稳定性高。</li> <li>● 保持中医辨证施治的特色，随证处方。</li> </ul>
对于患者	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 携带储存不便。</li> <li>● 费时费事，操作繁琐。</li> <li>● 家庭煎煮药材利用度低。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 便于携带。</li> <li>● 即冲即服，使用方便。</li> <li>● 浓缩提取物，利用度高。</li> </ul>

来源：齐鲁证券研究所

- 高政策壁垒将延续：国家食品药品监督管理局批准 6 家中药配方颗粒生产企业，公司的全资子公司——华润三九现代中药是其中之一。目前中药配方颗粒的行业标准正在研究中，我们判断在国标出台之前，中药配方颗粒行业不会放开（安徽济人和吉林敦东旗下的力源药业仅获得省内的试点资格），高政策壁垒将延续。

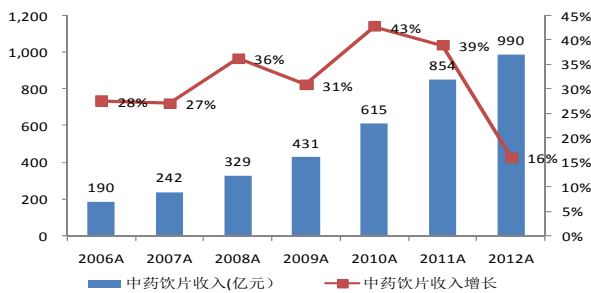
图表 18: 我国中药配方颗粒市场格局

公司名称	配方颗粒种类	2012 年市场份额	产能
江阴天江药业(上海家化参股%)	700 多种单味, 200 多种复方	约 54%	NA
广东一方制药(江阴天江全资子公司)	590 种单味		
华润三九现代中药(华润三九全资子公司)	530 多种单味	约 20%	原 300 吨, 新建 300 吨 12 年 10 月投产
北京康仁堂(红日药业全资子公司)	400 多种单味	约 16%	原 100 吨, 新建 300 吨 13 年 5 月投产
培力集团	750 多种	约 10%	NA
四川新绿色药业	400 多种单味		NA

来源: 各公司公告和公司网站, 齐鲁证券研究所

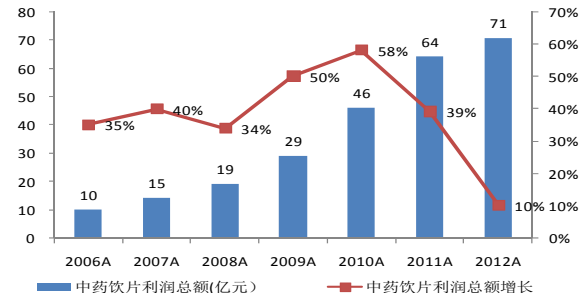
- **医保支持逐步扩大:** 北京、重庆和深圳分别于 2009 年 4 月、2010 年 5 月、2011 年 4 月将中药配方颗粒纳入医保报销范围。部分省市在考虑将中药配方颗粒纳入医保范围。
- **从中药饮片整体的规模和增长来看, 无论是替代传统中药饮片还是争取新增量, 中药配方颗粒都具备广阔的市场空间:** 2012 年中药饮片已经达到 990 亿销售规模, 并且保持 16% 的增速; 中药配方颗粒 2012 年的市场规模约 32.2 亿, 尚不到中药饮片市场的 1/30。

图表 19: 我国中药饮片收入规模和增长



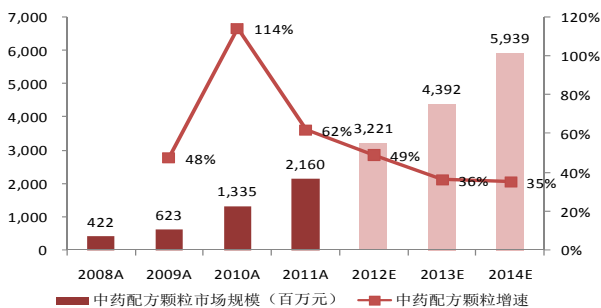
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 20: 我国中药饮片利润总额和增长



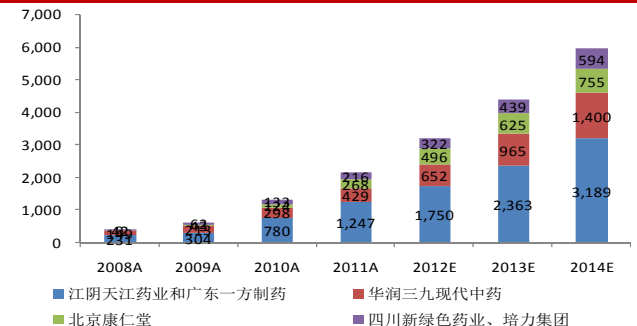
来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 21: 我国中药配方颗粒市场规模和增长



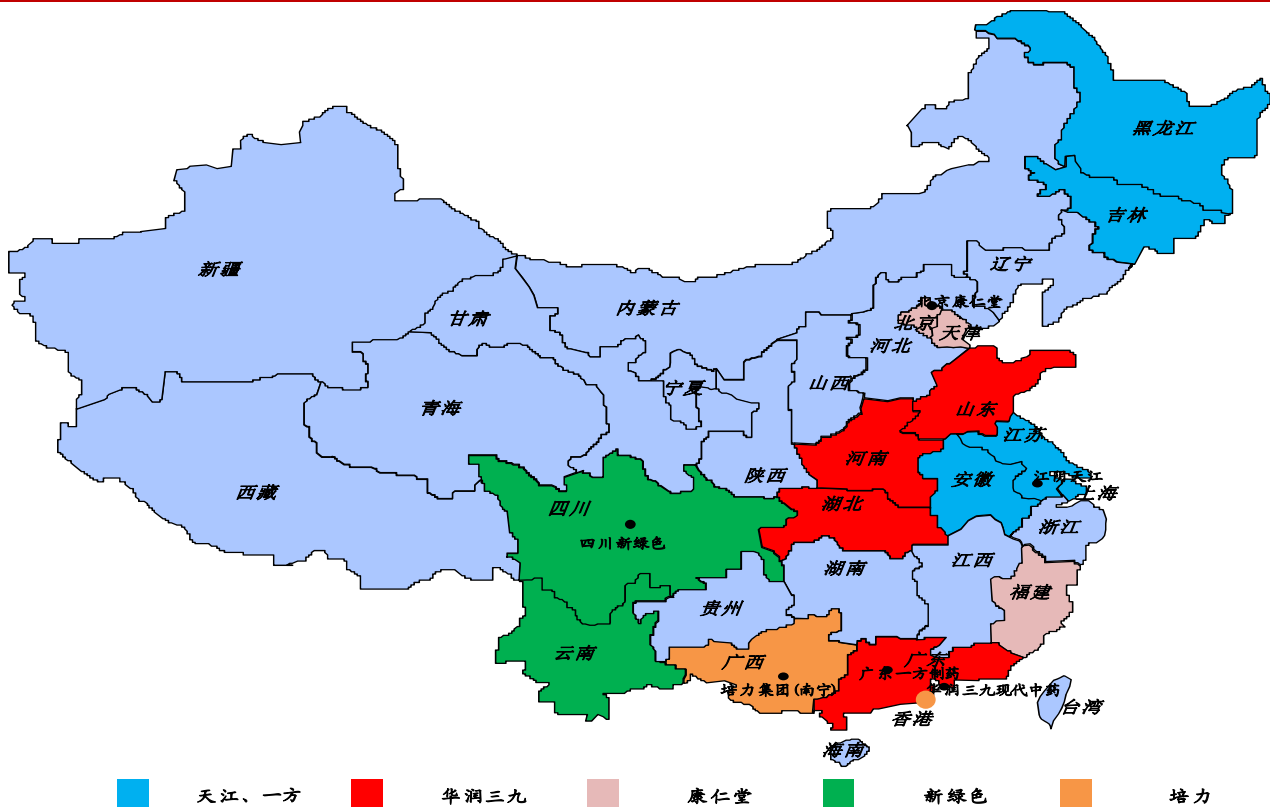
来源: 各公司公告和公司网站, 齐鲁证券研究所

图表 22: 我国六家配方颗粒企业销售规模(百万元)



来源: 各公司公告和公司网站, 齐鲁证券研究所

- **华润三九的中药配方颗粒业务:** 已覆盖全国 20 多个省市(其中广东、河南、湖北、山东是优势销售区域), 营销队伍以自营为主, 代理约占 10%。2010 年以来受产能限制, 增速略低于行业领先企业, 2012 年 10 月 300 吨新产能投产, 增速有望加快。

**图表 23: 6 家中药配方颗粒试点企业的优势销售区域**


来源：各公司公告和公司网站，齐鲁证券研究所

### 中药注射剂：心血管和抗肿瘤领域形成重磅品种，医保和学术推广突破

- 中药注射剂在公司的中药处方药的销售收入中占比较大，主要有参附注射液（独家）、参麦注射液、舒血宁注射液和华蟾素注射液（独家）等品种，分别用于心血管和肿瘤。
- 中药注射剂是中药现代化重要的创新方向之一，我们把中药注射剂的优势总结为 4 点：
  - **疗效明显：**中药注射剂具有中药多靶点的特点，作为现代剂型,还具有起效快、生物利用度高的优势。
  - **政策壁垒高：**中药注射剂的审批难度非常大，除了补充申请，SFDA 在 2007 年和 2008 年没有批准新的中药注射剂。
  - **技术壁垒高：**为了保证中药注射剂的安全、可控，中药注射剂的技术壁垒也越来越高，从趋势上看将要求：建立药材的 GAP 基地，统一药材的处理工艺；中药提取分离生产的全流程控制，针剂生产过程的全自动控制；使用超滤、反渗透、大孔树脂吸附等设备和工艺；使用指纹图谱等技术控制质量。
  - **定价能力强：**由于成本、技术、疗效和政策壁垒等原因，注射剂的定价普遍高于同组方的口服剂型。
- **心脑血管疾病和肿瘤是中药注射剂的主要应用领域：**南方医药经济研究所数据显示，中药注射剂在 9 个样本城市的医院终端有 300 多个品种，其中心脑血管疾病和肿瘤的品种数量占据 80% 以上。

**图表 24: 2010 年 9 个样本城市医院中药注射剂按疾病类别分布**

心脑血管疾病用药	59.71%
肿瘤疾病用药	24.17%
呼吸系统疾病用药	11.34%
其他用药	4.78%
总计	100%

来源: SFDA 南方所, 齐鲁证券研究所

- 公司中药注射剂的销售自营模式占比 30%左右, 其余为代理模式。中药处方药自营队伍, 主要运作参附注射液和华蟾素注射液, 做学术推广。业务覆盖 3000 家二级以上的医院, 未来还会有进一步提升的空间。

**图表 25: 华润三九主要中药注射剂品种的竞争格局、功效、价格和销售规模**

品种	竞争格局	治疗领域	功效	中标价	2012 收入 (亿元)E
参附注射液	独家, 国家保密品种	心脑血管	回阳救逆, 益气固脱。主要用于阳气暴脱的厥脱症(感染性、失血性、失液性休克等); 也可用于阳虚(气虚)所致的惊悸、怔忡、喘咳、胃疼、泄泻、痹症等。	20.13 元/10ml 支, 94.24 元 /50ml 瓶	约 5 亿元
参麦注射液	7 家	心脑血管	益气固脱, 养阴生津, 生脉。用于治疗气阴两虚型之休克、冠心病、病毒性心肌炎、慢性肺心病、粒细胞减少症。	6.3 元/5 ml 支	约 2 亿
舒血宁注射液	9 家, 双鹤高科为优质优价	心脑血管	扩张血管, 改善微循环。用于缺血性心脑血管疾病, 冠心病, 心绞痛, 脑栓塞, 脑血管痉挛等。	15.4 元/5 ml 支	约 1
华蟾素注射液	独家	肿瘤	解毒, 消肿, 止痛。用于中、晚期肿瘤, 慢性乙型肝炎等症。	21.3 元/5ml 支, 40.8 元/10ml 支	约 1

来源: 国家药监局网站, 各药品说明书, 中标价以最近一期湖北省药品集采为例, 齐鲁证券研究所预测

- 公司的中药处方药 2012 年增长较快, 我们分析主要得益于医保目录突破、基药放量、和学术推广 3 个方面:
  - 医保目录突破: 独家品种参附注射液在 2009 版国家医保有“限二级以上医院急救和抢救”的限制, 在 2010 版地方医保中, 5 个省市取消了限制, 2 个省市放宽限制为“限急症重症或住院病人用药”。

**图表 26: 华润三九主要中药注射剂品种进入医保目录和基药目录的情况**

品种	2009 版国家医保	2010 版地方医保	2009 版国家基药	2010 版地方基药增补
参附注射液	国家甲类, 限二级以上医院急救和抢救	福建、广西、吉林、上海、新疆 5 个省市取消限制, 陕西、浙江 2 个省限急症重症或住院病人用药		海南省、河北省、河南省、江西省、内蒙古自治区、陕西省、四川省、云南省 8 个省增补基药
参麦注射液	国家甲类, 限二级以上医院急重症抢救	福建、吉林、广东、上海 4 个省市取消限制, 陕西、甘肃、浙江、广西 4 个省限急症重症或住院	国家基药目录	
舒血宁注射液	国家乙类			四川、河北、广西、辽宁 4 个省增补基药
华蟾素注射液	国家甲类, 限癌症疼痛	上海取消限制		安徽、河南、海南、江西 4 个省增补基药

来源: 国家和各省医保目录, 国家和各省基药目录, 齐鲁证券研究所

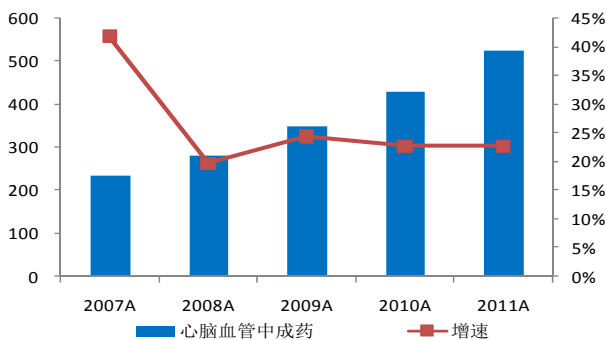
- 基药放量: 独家品种参附注射液是 8 个省的基药增补品种, 华蟾素

是 4 个省基药增补品种，参麦注射液是国家基药品种，舒血宁是 4 个省的基药补充品种，分享基药放量。

- **学术推广：**公司针对重点品种开展“参附-金箭计划”、“华蟾素-率骥计划”等项目，加大推广力度。同时，公司坚持开展相关产品的基础学术研究，积极组织和参与各目标领域的全国性、省级学术会议和活动。华蟾素基础研究取得进展：“华蟾素注射液临床研究”是国家科技部“国际科技合作项目”，得到美国国立卫生研究院的课题资助，目前一期临床已经结束，II 期临床研究正按计划如期进行。

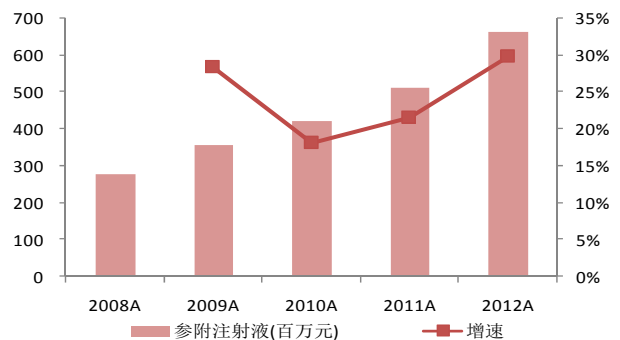
- 我国心脑血管中成药市场规模 2011 年近 500 亿元，增长稳健。考虑到基药增补品种放量因素，估计参附注射液 2012 年的增长可能超过 50%。

**图表 27：我国心脑血管中成药的销售规模和增长**



来源：SFDA 南方所，齐鲁证券研究所

**图表 28：参附注射液样本医院采购金额和增长**



来源：IMS (按医院进货价统计)，齐鲁证券研究所

- 对比心脑血管中药注射剂 TOP5 品种，参附作为独家品种空间较大。

**图表 29：参附、舒血宁、参麦注射液和心脑血管中药注射剂 TOP5 品种对比**

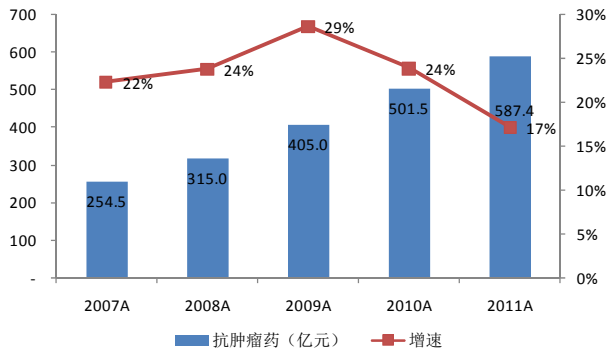
产品	竞争格局	组方	功能主治	09 版医保	12 年样本医院采购金额
舒血宁注射液	神威、双鹤高科等 9 家	银杏叶	扩张血管，改善微循环。用于缺血性心脑血管疾病，冠心病，心绞痛，脑栓塞等。	国家乙类	合计 32.5 亿元
丹红注射液	步长(独家)	丹参、红花	活血化瘀，通脉舒络。用于瘀血闭阻所致的胸痹及中风；冠心病、心绞痛、心肌梗塞，瘀血型肺心病，缺血性脑病、脑血栓。	国家乙类，限心脑血管病发作期	23.3 亿元
注射用血栓通	梧州制药(独家)	三七	可扩张血管，改善血液循环。用于各种血管性和出血性疾病、脑血管病、眼底病等。	国家甲类	20.1 亿元
疏血通注射液	牡丹江友搏(独家)	水蛭、地龙	活血化瘀、通经活络，用于瘀血阻络所致的缺血性中风病中经络 急性期。	国家乙类	19.3 亿元
醒脑静注射液	山禾等 3 家	麝香、栀子、郁金、冰片	开窍醒脑，凉血行气、活血化瘀、清热解毒。主治：急性脑出血、脑梗塞等各种病因引起的意识障碍，老年痴呆 心绞痛等。	国家乙类，限神志障碍	14.0 亿元
参附注射液	雅安三九(独家)	红参、附片	回阳救逆，益气固脱。主要用于阳气暴脱的厥脱症；也可用于阳虚(气虚)所致的惊悸、怔忡、喘咳、胃疼、泄泻、痹症等。	国家甲类，限二级以上医院急救抢救	6.6 亿元
参麦注射液	雅安三九等 7 家	红参、麦冬	益气固脱，养阴生津，生脉。用于治疗气阴两虚型之休克、冠心病、病毒性心肌炎、慢性肺心病、粒细胞减少症。	国家甲类，限二级上医院急重症抢救	合计 18.1 亿元

来源：IMS (按医院进货价统计)，齐鲁证券研究所



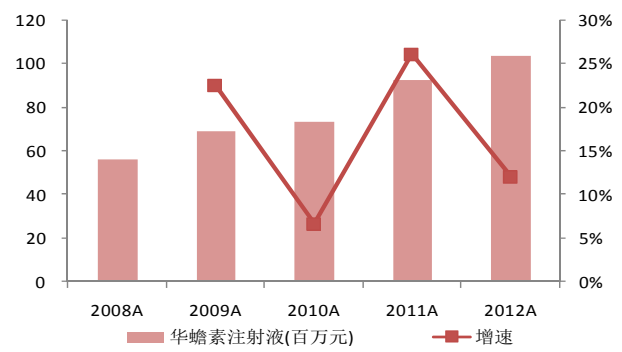
■ 我国抗肿瘤药市场规模 2011 年达到 587 亿元，稳健增长。考虑到基药增补品种放量的因素，我们估计华蟾素 2012 年增长可能超过 40%。

图表 30: 我国抗肿瘤药的销售规模和增长



来源: SFDA 南方所, 齐鲁证券研究所

图表 31: 华蟾素注射液样本医院采购金额和增长



来源: IMS(按医院进货价统计), 齐鲁证券研究所

■ 华蟾素作为抗肿瘤用药用于减轻患者的疼痛，提高其生存质量。对比抗肿瘤中药注射剂的TOP5品种，华蟾素的基数还很小。

图表 32: 华蟾素和抗肿瘤中药注射剂 TOP5 品种对比

产品	竞争格局	组方	功能主治	09 版医保	12 年样本医院采购金额
康艾注射液	长白山制药(独家)	黄芪、人参、苦参素	益气扶正，增强机体免疫功能。用于原发性肝癌、肺癌、直肠癌、恶性淋巴瘤、妇科恶性肿瘤；各种原因引起的白细胞低下及减少症。慢性乙型肝炎的治疗	国家医保乙类，限中晚期肿瘤	11.4 亿元
艾迪注射液	益佰制药(独家)	人参、黄芪、刺五加、斑蝥	清热解毒，消瘀散结。用于治疗原发性肝癌、肺癌等恶性淋巴瘤及妇科恶性肿瘤等	国家医保乙类，限中晚期癌症	9.2 亿元
参芪扶正注射液	丽珠集团(独家)	党参、黄芪	益气扶正。用于气虚证肺癌、胃癌辅助治疗。与化疗合用有助于提高疗效、保护血象。提高气虚患者免疫功能、改善气虚症状及生存质量	国家医保乙类	7.8 亿元
复方苦参注射液	振东制药(独家)	苦参、白土苓	清热利湿，凉血解毒，散结止痛，用于治疗肿瘤疼痛及出血	国家医保乙类，限中晚期肿瘤	7.5 亿元
康莱特注射液	康莱特药业(独家)	薏苡仁油	非小细胞肺癌；肝癌；放化疗增效；中晚期止痛	国家医保乙类，限中晚期肿瘤	2.4 亿元
华蟾素注射液	安徽金蟾(独家)	干蟾皮	解毒，消肿，止痛。用于中、晚期肿瘤，慢性乙型肝炎等症。	国家甲类，限癌症疼痛	1.0 亿元

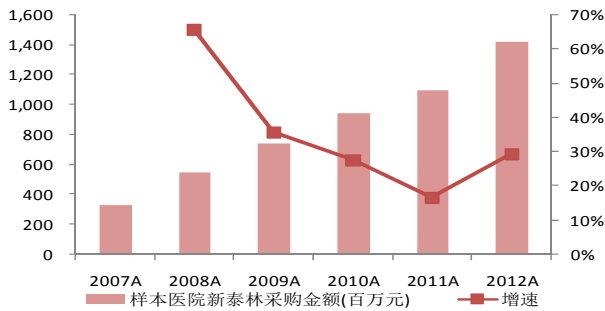
来源: IMS (按医院进货价统计), 齐鲁证券研究所

### 抗生素: 五水头孢唑林独家, 品质助推销售回升

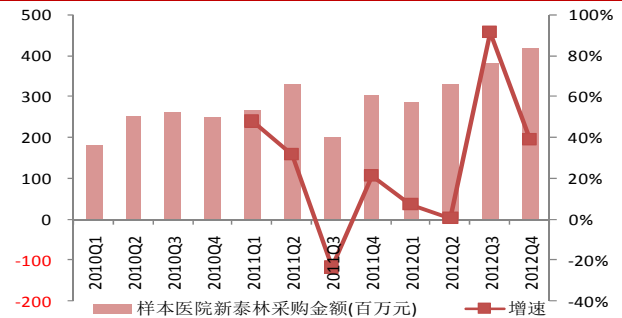
- 公司抗生素业务由全资子公司华润九新运营，主要产品是独家品种五水头孢唑林钠(五水结构使头孢唑林钠更加稳定)，营销模式为代理制。公司的抗生素业务从2012下半年逐渐开始好转，预计2013年将增长平稳。
- 2012年7月，华润九新收到头孢无菌原料药欧盟 GMP 证书，成为全国首家无菌制剂及无菌原料药全线通过欧盟 GMP 认证的企业，不仅提升

了华润九新品牌的知名度，标志着华润九新的药品生产管理与质量管理体系在接轨国际水准上又迈出重要一步。

- 抗生素业务和公司的战略不太吻合，因此公司没有投入太大的资源。

**图表 33: 按年度样品医院五水头孢唑林采购金额**


来源: IMS (按医院进货价统计), 齐鲁证券研究所

**图表 34: 按季度样品医院五水头孢唑林采购金额**


来源: IMS (按医院进货价统计), 齐鲁证券研究所

## 或有惊喜: 外延式扩张获取新品种, 基药提升老品种空间

### 外延式扩张: 在重点领域获取新品种的重要手段

- 外延式收购是公司重要的增长模式之一, 近年完成多项并购, 通过并购补充多个品种, 如气滞胃痛、温胃舒、养胃舒、顺峰的皮肤用药、天和的骨科贴膏等。未来会在 OTC 重点品类及处方药中抗肿瘤, 心脑血管, 呼吸道等领域积极寻找标的。

**图表 35: 近年来华润三九的主要并购项目**

合并报表时间	并购项目	主要品种
2009 年 4 月	100%, 黄石三九	雷公藤片 (独家)、泰脂安胶囊 (独家), 以及感冒退热颗粒、金防感冒颗粒、乌鸡白凤丸等 OTC 感冒、妇科品种
2009 年 4、8 月	83.68%, 安徽金蟾生化	华蟾素注射液 (独家)、华蟾素片 (独家) 等中药品种
2009 年 10 月	100%, 上海百安	复方酮康唑软膏、阿昔洛韦乳膏等 OTC 皮肤类品种
2011 年 10 月	100%, 北京双鹤高科	舒血宁注射液 (优质优价), 茵栀黄口服液 (独家) 等中药处方药品种
2011 年 10 月	100%, 北京北贺	药品销售
2011 年 10 月	100%, 本溪三药	气滞胃痛颗粒 (独家), 乙肝清热解毒颗粒 (独家) 等中药品种
2011 年 10 月	100%, 合肥神鹿	胃温舒 (独家)、养胃舒 (独家) 等 OTC 胃肠类品种
2012 年 3 月	100%, 顺峰药业	酮康他索乳膏 (独家)、曲咪新乳膏等 OTC 类皮肤类品种
2013 年 2 月	97.18%, 天和药业	天和牌骨通贴膏、天和牌 PIB 骨通贴膏、天和追风膏等 OTC 骨科品种

来源: 齐鲁证券研究所

- 从对顺峰和天和的并购两个案例来看, 华润三九的并购一方面注重品种的独特性以及和现有产品的协同性, 另一方面充分考虑了渠道的整合。以华润三九强势的运营中心为基础, 收购完成后, 顺峰和天和成为华润三九的生产工厂, 公司全面整合并购标的品种和营销, 通过公司的渠道优势推动放量, 并进一步进行品牌的规划和设计。

**图表 36: 收购顺峰和天和的案例**

并购标的	品种	渠道
顺峰药业	顺峰康王在皮肤外用药市场占有率排名第六, 顺峰康王(酮康他索乳膏)、顺峰康霜(曲咪新乳膏)是抗真菌类细分市场的品牌产品。	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 收购前, 通过佛山市顺德区顺峰药品营销有限公司总经销, 未建立自己的营销网络。</li> <li>● 收购以后, 整合进入华润三九的营销渠道。</li> </ul>
天和药业	天和药业是中国最大外用贴膏专业生产企业, 拥有天和牌骨通贴膏、天和牌PIB骨通贴膏、天和追风膏等知名品种, 以及麝香壮骨膏、精制狗皮膏、关节止痛膏、伤湿止痛膏等一系列贴膏产品。	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 天和原先 100 多人的销售团队只有 2 个人做 OTC, 其他都做医院销售。</li> <li>● 收购以后, 整合进入华润三九的营销渠道。</li> </ul>

来源: 齐鲁证券研究所

**基药放量期待: 多个独家品种进入国家或地方基药目录**

- 华润三九有多个独家的处方药和 OTC 品种进入国家基药目录或地方基药增补目录, 对于提升老品种的销售空间和提高增速非常有利。
- 注射剂独家品种进入基药目录(地方增补)有助于快速放量: 参附注射液 2012 年增速高于 50%, 华蟾素增速高于 40%, 均受益于基药放量。
- OTC 独家品种进入基药目录潜力待逐步挖掘: 公司进入国家基药目录的独家品种三九胃泰和正天丸 2012 年整体个位数增长, 但是在基层医疗机构的增速都高于 20%, 目前基层医疗机构的销售在整体销售中只占约 10%, 可挖掘空间较大。
- 政策风险减除: 近期, 国务院办公厅发布《关于巩固完善基本药物制度和基层运行新机制的意见》, 我们注意到地方增补目录仍然有空间, 这对进入 2010 版各省地方基药增补目录的独家品种减除了政策风险。

**图表 37: 华润三九进入国家或地方基药目录的独家品种**

大类	品种	竞争格局	09 版国家医保	09 版国家基药	10 版地方基药增补	12 版国家基药
处方药	参附注射液	独家	国家甲类, 限二级以上医院急救和抢救	-	海南、河北、河南、江西、内蒙古、陕西、四川、云南 8 个省	-
	华蟾素注射液	独家	国家甲类, 限癌症疼痛	-	安徽、河南、海南、江西 4 个省	-
	茵栀黄口服液	独家	国家甲类	进入		进入
	尕痹胶囊	独家	国家甲类	-		进入
OTC	三九胃泰颗粒/胶囊	独家	颗粒国家甲类 胶囊国家乙类	颗粒进入		胶囊/颗粒都进入
	气滞胃痛颗粒	独家	国家甲类	进入		进入
	温胃舒颗粒	独家	国家乙类	-	河南、陕西、山西、江苏、甘肃 5 个省	
	养胃舒颗粒	独家	国家乙类	-	河南、辽宁、吉林 3 个省	
	正天丸	独家	国家甲类	进入		进入
	壮骨关节丸	独家	国家乙类	-	宁夏、福建、河南、河北、江西、吉林、山西、广东、甘肃 9 个省	
	天和追风膏	独家	国家乙类	-	宁夏、河北、广西、山西 4 个省	

来源: 齐鲁证券研究所

## 盈利预测、估值和投资建议

### 盈利预测

- 我们预计公司 2013-2015 年收入分别为 86.6、107.5、131.0 亿元，增速为 25.6%、24.2%、21.8%；净利润为 12.9、16.3、20.3 亿元，增速为 27.2%、26.2%、24.7%，2013-2015 年对应 EPS 为 1.32、1.66、2.07 元。

**图表 38: 华润三九销售收入预测表(百万元)**

项 目	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>OTC药品</b>						
销售收入	2,543.73	3,176.77	3,698.76	4,490.49	5,272.24	6,193.24
增长率 (YOY)	12.73%	24.89%	16.43%	21.41%	17.41%	17.47%
占总销售额比重	58.57%	57.69%	53.85%	52.21%	49.38%	47.63%
占主营业务利润比重	64.56%	61.70%	58.07%	55.90%	52.53%	50.44%
<b>处方药</b>						
其中: a. 中药处方药(除配方颗粒)	550.39	823.28	1,248.17	1,747.44	2,411.47	3,134.92
b. 中药配方颗粒	298.02	429.16	652.32	965.44	1,399.89	1,889.85
c. 抗生素和原料药	320.45	272.38	394.95	400.00	448.00	501.76
销售收入小计	1,168.86	1,524.82	2,295.45	3,112.88	4,259.36	5,526.52
增长率 (YOY)	30.85%	30.45%	50.54%	35.61%	36.83%	29.75%
占总销售额比重	26.91%	27.69%	33.42%	36.19%	39.90%	42.51%
占主营业务利润比重	28.54%	31.25%	36.29%	39.10%	42.89%	45.42%
<b>医疗服务</b>						
销售收入	203.17	294.25	393.09	471.71	566.05	650.96
增长率 (YOY)	27.56%	44.83%	33.59%	20.00%	20.00%	15.00%
占总销售额比重	4.68%	5.34%	5.72%	5.48%	5.30%	5.01%
占主营业务利润比重	1.94%	2.27%	2.26%	2.14%	2.05%	1.89%
<b>包装印刷</b>						
销售收入	343.49	410.92	432.86	476.15	523.76	576.14
增长率 (YOY)	10.19%	19.63%	5.34%	10.00%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	7.91%	7.46%	6.30%	5.54%	4.91%	4.43%
占主营业务利润比重	4.02%	3.63%	3.08%	2.60%	2.30%	2.06%
<b>其他</b>						
销售收入	83.86	99.72	48.71	50.00	55.00	55.00
增长率 (YOY)	-53.25%	18.91%	-51.15%	2.65%	10.00%	0.00%
占总销售额比重	1.93%	1.81%	0.71%	0.58%	0.52%	0.42%
占主营业务利润比重	0.93%	1.15%	0.30%	0.25%	0.22%	0.18%
销售收入小计	4343.11	5506.48	6868.88	8601.23	10676.42	13001.86
销售成本小计	1676.52	2259.42	2667.42	3299.54	4062.68	4910.48
毛利	2666.59	3247.06	4201.45	5301.70	6613.73	8091.39
平均毛利率	61.40%	58.97%	61.17%	61.64%	61.95%	62.23%

来源: 齐鲁证券研究所

- 对期间费用和所得税率假定如下表:

**图表 39: 华润三九期间费用率及所得税率假定**

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业费用	-1,356	-1,759	-2,199	-2,753	-3,419	-4,166
% 销售收入	31.1%	31.8%	31.9%	31.8%	31.8%	31.8%
管理费用	-386	-507	-667	-831	-1,021	-1,218
% 销售收入	8.8%	9.2%	9.7%	9.6%	9.5%	9.3%
财务费用	15	16	13	3	3	21
% 销售收入	-0.3%	-0.3%	-0.2%	0.0%	0.0%	-0.2%
所得税	-175	-133	-202	-259	-327	-408
所得税率	16.9%	14.0%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%
少数股东损益	43	55	67	102	129	161
少数股东损益占比	5.0%	6.7%	6.2%	7.3%	7.3%	7.3%

来源: 齐鲁证券研究所

**绝对估值法：40.98 元**

- 假定无风险利率 3.25%、风险溢价8.5%、BETA 为1.00，2013-2015 年显性期增长率详见销售收入预测表，2016-2025 年的半显性期假定收入增速从19%下降到5%，TV=2%，DCF 绝对估值显示公司价值为40.98元。

**图表 40：华润三九 DCF 估值为 40.98 元**

每股价值	<b>40.98</b>	TV增长率	<b>2.0%</b>
隐含P/E	31.10	Ke	10.00%
企业值	40,114.54	债务	105.35
		投资	1,378.70
股票价值	40,114.54	少数股东权益	266.32

$$PV(FCFE) = \sum_{t=1}^{n=10} \frac{FCFE_t}{(1+K_e)^t} + \frac{FCFE_n \times (1+TV)}{(1+K_e)^n \times (K_e - TV)}$$

来源：齐鲁证券研究所

**PE 相对估值法：37.33-38.68 元**

- 公司未来三年的净利润复合增长率 26%，参考可比公司平均值，根据我们对 2013-2014 年业绩的预测，公司的合理估值区间是 37.33-38.68。

**图表 41：华润三九 PE 相对估值结果：37.33-38.68 元**

公司名称	股票代码	收盘价	总市值	12EPS	13EPS	14EPS	12PE	13PE	14PE
可比公司平均							<b>37.33</b>	<b>28.28</b>	<b>21.68</b>
华润三九	000999.SZ	32.32	316.38	1.04	1.32	2.07	31.20	24.48	15.61
天士力	600535.SH	69.42	358.50	1.49	1.94	2.51	46.60	35.84	27.62
丽珠集团	000513.SZ	45.90	135.74	1.49	1.89	2.29	30.73	24.29	20.08
益佰制药	600594.SZ	29.21	105.36	0.92	1.15	1.40	31.62	25.45	20.88
红日药业	300026.SZ	43.00	107.21	0.93	1.44	1.92	46.39	29.85	22.34
云南白药	000538.SZ	85.40	592.90	2.28	2.87	3.63	37.47	29.78	23.54

来源：其他公司数据采用万得一致预期，齐鲁证券研究所

**投资建议**

- **我们对华润三九的核心观点：**公司的起家业务 OTC 领先优势将继续强化，在品牌和渠道优势基础上通过品类规划提高增速；中药配方颗粒产能瓶颈突破，中药注射剂得益于医保目录突破、基药放量和学术推广，中药处方药整体进入高速增长阶段；公司的并购能力和基药放量可能为投资者带来惊喜。
- **盈利预测和投资建议：**我们预计公司 2013-2015 年收入分别为 86.6、107.5、131.0 亿元，增速为 25.6%、24.2%、21.8%；净利润为 12.9、16.3、20.3 亿元，增速为 27.2%、26.2%、24.7%，2013-2015 年对应 EPS 为 1.32、1.66、2.07 元。我们看好公司两大核心业务 OTC 和中药

处方药超越行业平均的增长，综合相对估值和绝对估值结果，华润三九的合理估值区间 **38.68-40.98** 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险因素

- **并购的风险**: 如果新并购的企业业绩大幅低于预期，可能带来商誉减值。
- **政策的风险**: 政府对 OTC 子行业广告等行为的监管，中药配方颗粒子行业政策壁垒的变化，中药注射剂安全性再评价等都是需要关注的潜在政策风险。
- **资产结构梳理的不确定性**: 在华润的战略体系下，公司的抗生素业务、医疗服务业务和公司的战略定位不吻合，资产结构的梳理的时间表和方式有不确定性。

图表 42: 华润三九财务报表摘要

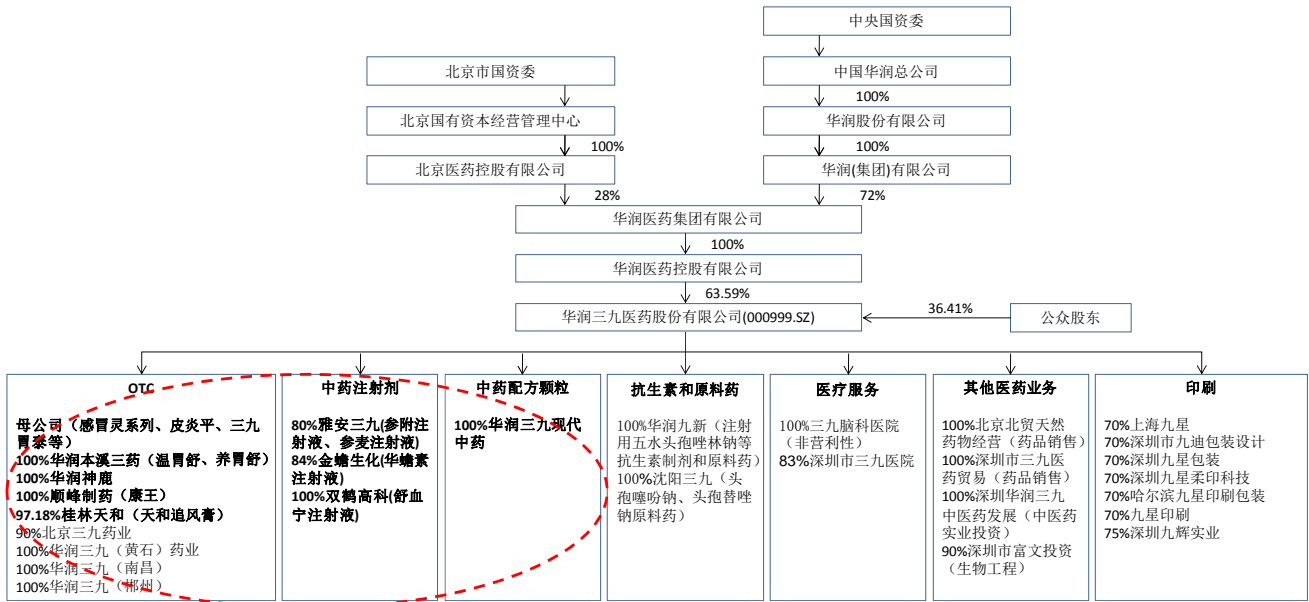
损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业总收入</b>	<b>4,365</b>	<b>5,525</b>	<b>6,891</b>	<b>8,657</b>	<b>10,753</b>	<b>13,100</b>	货币资金	1,783	2,023	1,346	2,700	3,650	5,050
增长率	-10.05%	26.6%	24.7%	25.6%	24.2%	21.8%	应收账款	1,256	1,371	1,769	2,633	3,270	3,984
营业成本	-1,686	-2,267	-2,678	-3,318	-4,088	-4,943	存货	530	684	824	945	1,165	1,408
% 销售收入	38.6%	41.0%	38.9%	38.3%	38.0%	37.7%	其他流动资产	119	70	199	241	292	348
毛利	2,679	3,258	4,213	5,339	6,664	8,156	流动资产	3,689	4,146	4,138	6,520	8,377	10,790
% 销售收入	61.4%	59.0%	61.1%	61.7%	62.0%	62.3%	% 总资产	56.0%	54.6%	48.0%	57.7%	62.1%	67.1%
营业税金及附加	-21	-71	-90	-113	-141	-172	长期投资	36	33	33	33	33	33
% 销售收入	0.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	固定资产	1,552	1,978	2,437	2,840	3,004	3,147
营业费用	-1,356	-1,759	-2,199	-2,753	-3,419	-4,166	% 总资产	23.5%	26.0%	28.3%	25.1%	22.3%	19.6%
% 销售收入	31.1%	31.8%	31.9%	31.8%	31.8%	31.8%	无形资产	1,262	1,336	1,810	1,717	1,887	1,924
管理费用	-386	-507	-667	-831	-1,021	-1,218	非流动资产	2,901	3,453	4,475	4,784	5,119	5,299
% 销售收入	8.8%	9.2%	9.7%	9.6%	9.5%	9.3%	% 总资产	44.0%	45.4%	52.0%	42.3%	37.9%	32.9%
息税前利润 (EBIT)	917	921	1,257	1,642	2,083	2,601	<b>资产总计</b>	<b>6,590</b>	<b>7,599</b>	<b>8,612</b>	<b>11,304</b>	<b>13,496</b>	<b>16,089</b>
% 销售收入	21.0%	16.7%	18.2%	19.0%	19.4%	19.9%	短期借款	103	61	79	716	635	416
财务费用	15	16	13	3	3	21	应付款项	1,367	2,199	2,075	2,606	3,219	3,900
% 销售收入	-0.3%	-0.3%	-0.2%	0.0%	0.0%	-0.2%	其他流动负债	331	375	536	921	1,059	1,235
资产减值损失	4	-12	-8	-14	-23	-44	流动负债	1,792	2,636	2,690	4,243	4,914	5,551
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	5	4	26	26	26	26
投资收益	27	2	1	1	1	1	其他长期负债	62	109	320	320	320	320
% 税前利润	2.6%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>1,859</b>	<b>2,748</b>	<b>3,036</b>	<b>4,590</b>	<b>5,260</b>	<b>5,898</b>
营业利润	963	927	1,262	1,632	2,064	2,579	<b>普通股股东权益</b>	<b>4,481</b>	<b>4,545</b>	<b>5,310</b>	<b>6,345</b>	<b>7,738</b>	<b>9,533</b>
营业利润率	22.1%	16.8%	18.3%	18.8%	19.2%	19.7%	少数股东权益	251	306	266	369	498	659
营业外收支	71	21	21	20	20	20	<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,590</b>	<b>7,599</b>	<b>8,612</b>	<b>11,304</b>	<b>13,496</b>	<b>16,089</b>
税前利润	1,034	948	1,283	1,652	2,084	2,599	比率分析						
利润率	23.7%	17.2%	18.6%	19.1%	19.4%	19.8%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-175	-133	-202	-259	-327	-408	<b>每股指标</b>						
所得税率	16.9%	14.0%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%	每股收益(元)	0.834	0.777	1.036	1.318	1.663	2.073
净利润	859	815	1,081	1,392	1,757	2,191	每股净资产(元)	4.577	4.643	5.424	6.482	7.905	9.738
少数股东损益	43	55	67	102	129	161	每股经营现金净流(元)	0.867	0.975	1.238	1.491	2.213	2.722
归属于母公司的净利润	816	760	1,014	1,290	1,628	2,030	每股股利(元)	0.000	0.000	0.260	0.260	0.240	0.240
净利率	18.7%	13.8%	14.7%	14.9%	15.1%	15.5%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	18.21%	16.73%	19.10%	20.33%	21.04%	21.29%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	12.38%	10.01%	11.77%	11.41%	12.06%	12.61%
净利润	859	815	1,081	1,392	1,757	2,191	投入资本收益率	25.11%	27.50%	24.39%	29.06%	33.43%	39.22%
少数股东损益	0	0	0	102	129	161	<b>增长率</b>						
非现金支出	119	151	243	450	561	674	营业总收入增长率	-10.05%	26.58%	24.72%	25.63%	24.20%	21.83%
非经营收益	-83	3	70	-4	7	1	EBIT增长率	1.59%	0.39%	36.47%	30.64%	26.88%	24.87%
营运资金变动	-47	-14	-182	-379	-159	-201	净利润增长率	15.01%	-6.81%	33.35%	27.20%	26.20%	24.69%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>848</b>	<b>955</b>	<b>1,212</b>	<b>1,562</b>	<b>2,296</b>	<b>2,826</b>	总资产增长率	17.03%	15.30%	13.34%	31.25%	19.39%	19.21%
资本开支	86	398	502	726	853	789	<b>资产管理能力</b>						
投资	32	-5	-1,136	0	0	0	应收账款周转天数	66.1	51.2	42.8	42.8	42.8	42.8
其他	38	18	96	1	1	1	存货周转天数	104.1	98.9	104.0	104.0	104.0	104.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-16</b>	<b>-385</b>	<b>-1,542</b>	<b>-725</b>	<b>-852</b>	<b>-788</b>	应付账款周转天数	105.2	93.0	83.1	83.1	83.1	83.1
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	99.2	86.0	90.4	94.9	87.3	78.0
债权募资	7	-29	-60	637	-81	-219	<b>偿债能力</b>						
其他	-266	-317	-262	-18	-283	-257	净负债/股东权益	-35.39%	-40.35%	-22.25%	-29.15%	-36.29%	-45.21%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-259</b>	<b>-346</b>	<b>-322</b>	<b>619</b>	<b>-364</b>	<b>-476</b>	EBIT利息保障倍数	-63.0	-58.7	-100.0	-546.2	-611.9	-122.9
<b>现金净流量</b>	<b>573</b>	<b>224</b>	<b>-652</b>	<b>1,456</b>	<b>1,079</b>	<b>1,561</b>	资产负债率	28.21%	36.17%	35.26%	40.61%	38.98%	36.66%

来源: 齐鲁证券研究所

附录

华润三九股权结构图

图表 43: 华润三九股权结构图



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

三九主要子公司的单体净利润

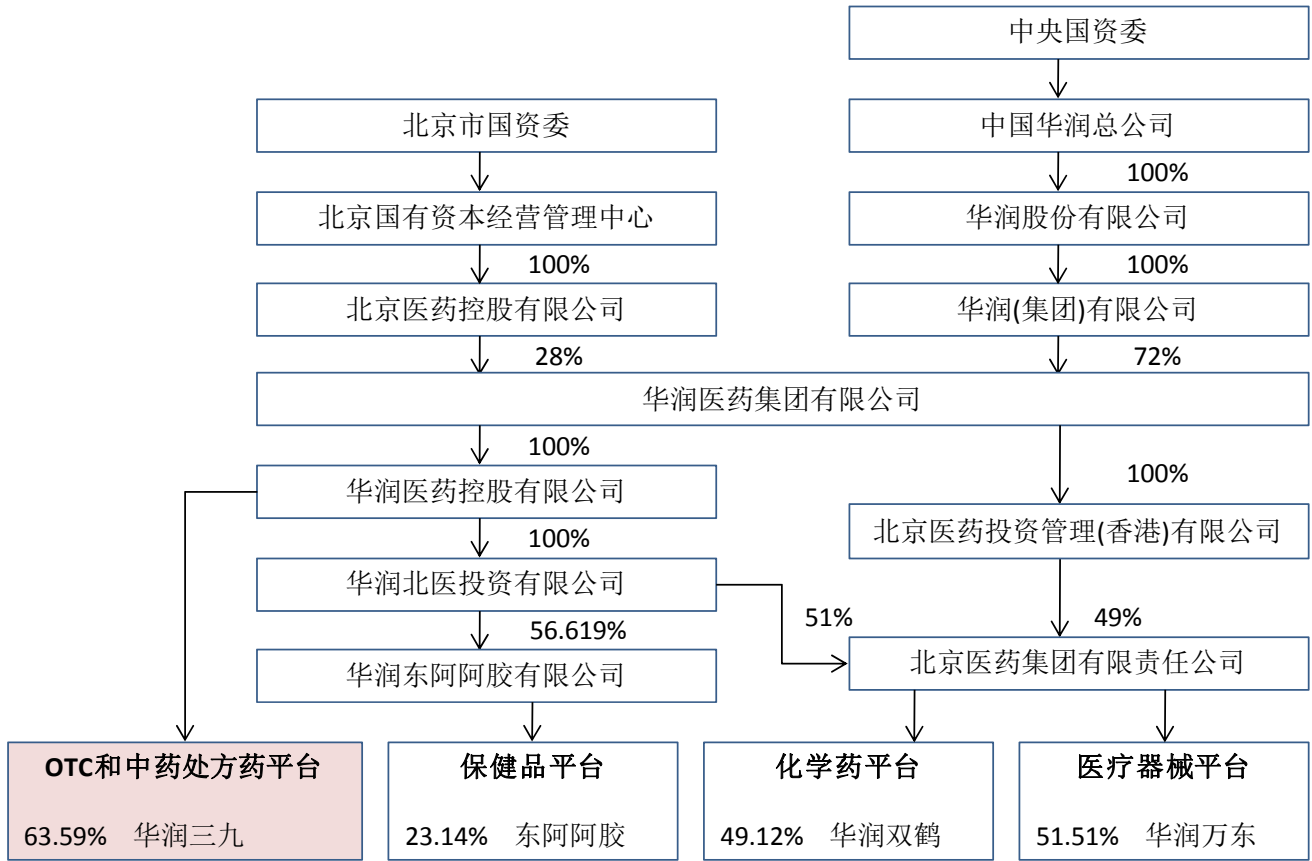
图表 44: 华润三九的主要子公司单体净利润(百万元)

公司名称	股权比例	主要产品或服务	2011年净利润	2012年净利润	2012年营业收入
深圳华润九新药业有限公司	100%	制药(五水头孢唑林等抗生素)	64.47	118.24	376.37
雅安三九药业有限公司	80%	制药(参附、参麦等中药注射剂)	132.81	177.97	598.43
深圳华润三九医药贸易有限公司	100%	药品销售	68.37	90.22	4,618.38
深圳九星印刷包装集团有限公司	70%	印刷包装	35.02	34.48	554.59
广东三九脑科医院	100%	医疗机构	43.71	58.29	401.94

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

华润医药股权结构图

图表 45: 华润医药股权结构图



来源: 各公司公告, 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上



重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。