

品牌 OTC 龙头，核心产品颇具提价属性

投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 作为华润旗下 OTC 和处方中药平台，品种丰富，内生增长有支撑，外延发展有支持；2) 在 OTC 领域，连续 4 年列中国 OTC 生产企业综合排名第一，999 品牌知名度高，对终端价格具一定掌控力；3) 处方药领域，产品覆盖心脑血管、肿瘤等大领域，核心品种参附、华蟾素等市场表现优秀，口服剂型比例有望超过注射剂型；4) 作为中药配方颗粒试点企业，坐享制度红利。
- **品牌 OTC 龙头，看好长期发展。** 1) OTC 产品线上，999 品牌多次位居国内中药口碑前列，产品渠道多样，覆盖区域遍布全国；2) 我国 OTC 市场空间广阔，2015 年国内 OTC 市场规模约为 2400 亿元，约占整个药品市场的 17%，近 5 年复合增长率为 11.7%；3) OTC 药品价格放开之后，公司三九胃泰、感冒灵、强力枇杷露等部分核心产品价格上涨，利润水平得到提升。
- **国际巨头加强 OTC 领域合作，巩固龙头地位。** 1) 公司 2016 年与赛诺菲签署《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；2) 赛诺菲在全球范围拥有众多 OTC 及健康产品，在中国市场拥有儿童用药品牌“好娃娃”，拥有妇科用药品牌“康妇特”以及其全球非处方药旗舰产品“易善复”，与公司在多个业务领域存在良好合作的基础；3) 与世界巨头合作不仅丰富了公司产品线，也有利于公司学习国外巨头成功经验。
- **华润旗下处方中药平台，内生外延做大做强。** 1) 处方药领域，公司产品覆盖心脑血管、肿瘤、消化系统、骨科、儿科等，核心品种参附注射液、参麦注射液等市场表现优秀；2) 持续转型顺利，华蟾素等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；3) 收购昆明圣火，获得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) 血塞通软胶囊、新泰林、归芍调经片等产品有望在本次医保目录调整中成为受益品种。
- **中药配方颗粒首批全国试点生产企业，先发优势强者恒强。** 1) 可生产 600 种单味配方颗粒品种，市场占比约 13%，居行业前列；2) 渠道覆盖全国 20 多个省份，近 2000 家医院和医疗机构；3) 金蟾二期在建，建成后产能提升 60%，且具备 GAP 中药材基地，致力全产业链建设。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司未来三年归母净利润复合增速为 17%，对应 PE 分别为 20 倍、17 倍、15 倍。我们认为公司品种丰富、渠道多样，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，维持“买入”评级。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	8981.72	10345.80	11507.70	13027.86
增长率	13.69%	15.19%	11.23%	13.21%
归属母公司净利润 (百万元)	1197.84	1482.19	1685.67	1922.67
增长率	-4.11%	23.74%	13.73%	14.06%
每股收益 EPS (元)	1.22	1.51	1.72	1.96
净资产收益率 ROE	13.85%	14.82%	14.64%	14.52%
PE	24	20	17	15
PB	3.51	3.04	2.64	2.29

数据来源: Wind, 西南证券

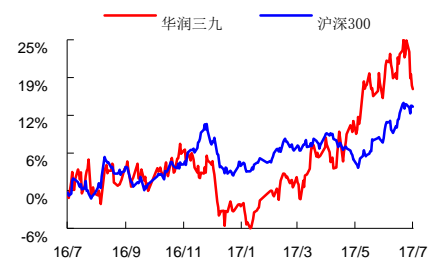
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 施跃
执业证号: S1250515080001
电话: 021-68413878
邮箱: syue@swsc.com.cn

联系人: 周平
电话: 023-67791327
邮箱: zp@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)	23.99-31.78
总市值(亿元)	291.12
总资产(亿元)	139.42
每股净资产(元)	9.18

相关研究

1. 华润三九 (000999): 业绩略低于预期，产品结构调整是重点 (2017-03-09)
2. 华润三九 (000999): 牵手赛诺菲，巩固 OTC 龙头地位 (2016-12-04)
3. 华润三九 (000999): 收购圣火药业，丰富产品线布局 (2016-07-27)

投资要件

关键假设

- 1、假设公司非处方药条线稳定增长，凭借独家品种及高市场占有率的优势，有涨价预期，参考市场上其他 OTC 品种及公司历史涨价幅度，预计公司重点品种的涨价幅度在 8% 左右。
- 2、假设公司在处方药条线上持续转型顺利，华蟾素等口服剂型比例持续扩大，后期注射剂占中药处方药比例下降到 50% 以下。
- 3、预计公司中药配方颗粒金蟾二期 2017 年顺利建成，建成后产能提升 60%。
- 4、预计受医保控费影响毛利率略有下滑，期间费用率保持稳定。

我们区别于市场的观点

1、市场普遍认为公司作为传统白马，增长乏力，市值偏大，我们认为公司依托华润平台，在医药行业洗牌背景下，后续内生外延将得到集团有力支持，具备持续做大做强的基础。当前对应 2017 年 20 倍 PE，在可比公司中具备估值优势；

2、市场普遍认为在医保控费的大背景下，公司药品价格承压，我们认为公司作为“OTC+中药处方药”见长的公司，对消费终端、医院终端的把控能力都较强，相比单纯的 OTC 或单纯的处方药企业更具有价格敏感性 & 价格掌控优势；

3、市场普遍认为中药处方药处于夕阳状态，我们发现公司在积极调整结构，持续降低注射剂比例，其中华蟾素口服剂型已经超过 50%，通过收购昆明圣火，获得血塞通软胶囊和黄藤素软胶囊等品种，非注射剂比重不断加大，有利于提估值，且公司后续仍有并购预期。

股价上涨的催化因素

- 1、公司 OTC 品种或持续提价；
- 2、公司业绩或超预期。

估值和目标价格

预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.51 元、1.72 元、1.96 元，对应 PE 分别为 20 倍、17 倍、15 倍。公司品种丰富、渠道多样，我们看好公司在品牌中药领域的后续发展，维持“买入”评级。

投资风险

中药注射剂或进一步受政策打压以及或有的药品降价风险；收购整合进度以及在建项目完工达产进度或不及预期风险。

目 录

1 华润医药集团旗下中药处方药和 OTC 平台	1
1.1 背靠华润系，股东实力强劲.....	1
1.2 华润三九伴随华润系发展壮大.....	2
1.3 内生+外延双轮驱动.....	3
2 OTC 王者，遇上行业发展新时代	7
2.1 OTC 药物遇黄金发展机遇.....	7
2.2 OTC 业务是招标降价的避风港.....	10
2.3 公司产品价格强势，价格逐年上涨.....	10
2.4 公司 OTC 产品线齐全.....	11
2.5 牵手赛诺菲，巩固 OTC 龙头地位.....	16
2.6 营销优势助力产品放量.....	16
3 处方药业务，注射剂占比逐步缩小	17
3.1 处方药产品线注重调结构.....	18
3.2 注射转口服，抗肿瘤条线表现突出.....	20
3.3 领跑心血管用药第二集团.....	22
3.4 抗感染新泰林与公司原有抗生素业务形成协同.....	26
3.5 中药配方颗粒先发优势明显，强者恒强.....	28
3.6 圣火药业补充口服产品线，协同效应明显.....	28
4 盈利预测与估值	30
4.1 盈利预测基本假设.....	30
4.2 绝对估值.....	31
4.3 相对估值.....	32
5 风险提示	33

图 目 录

图 1: 华润系主要业务单元.....	1
图 2: 华润医药股权结构.....	2
图 3: 华润系旗下主要医药资产定位及基本情况.....	2
图 4: 华润三九历史沿革.....	3
图 5: 华润三九专注自我诊疗和中药处方药.....	3
图 6: 公司股权结构.....	3
图 7: 公司营业收入增长趋势.....	4
图 8: 公司净利润增长趋势.....	4
图 9: 公司产品收入结构.....	5
图 10: 公司产品毛利结构.....	5
图 11: 公司期间费用率变化趋势.....	5
图 12: 公司盈利能力变化趋势.....	5
图 13: 2000-2015 年我国 OTC 市场规模(亿元).....	9
图 14: 中美 OTC 市场比较.....	9
图 15: 2004-2016 年我国处方药转换为非处方药数量.....	9
图 16: 转换品种中中成药占比约七成.....	9
图 17: 2015 年以来典型 OTC 产品价格变化.....	10
图 18: 部分处方药招标价格下降.....	10
图 19: 三九胃泰价格变化趋势.....	11
图 20: 强力枇杷露价格变化趋势.....	11
图 21: 三九感冒灵价格变化趋势.....	11
图 22: 三九正天丸价格变化趋势.....	11
图 23: 2007-2015 年我国感冒药销售情况.....	12
图 24: 999 感冒灵颗粒.....	12
图 25: 2007-2016 年我国胃肠药市场总量销售情况.....	14
图 26: 2007-2016 年我国胃肠药零售市场销售情况.....	14
图 27: 2008-2016 年我国皮肤外用市场销售情况.....	15
图 28: 复方醋酸地塞米松乳膏竞争格局.....	15
图 29: 2007-2016 年华润三九骨通贴膏样本医院销售情况.....	15
图 30: 桂林华润天和骨通贴膏.....	15
图 31: 2009-2016 年公司处方药销售情况.....	17
图 32: 2011-2016 年处方药毛利率及营收占比情况.....	17
图 33: 全球处方药市场规模及预测.....	17
图 34: 国内处方药市场规模及预测.....	17
图 35: 国内处方药大三销售渠道占比.....	18
图 36: 2015 年国内各类处方药销售额占比.....	18
图 37: 全球肿瘤药市场规模及增速.....	20
图 38: 我国肿瘤药市场规模及增速.....	20
图 39: 抗肿瘤药分类市场占比（按金额）.....	21

图 40: 抗肿瘤药分类市场占比（按数量）	21
图 41: 中国城市公立医院 2015 抗肿瘤中成药市场份额	21
图 42: 2010-2015 年华蟾素系列产品重点医院销售情况	21
图 43: 我国心脑血管市场总量销售情况	23
图 44: 各类药物市场规模	23
图 45: 中国居民心血管病死亡率变化	23
图 46: 中国城市居民主要疾病死因构成	23
图 47: 各品类心血管系统用药市场份额（TOP10）	24
图 48: 《中国心血管病报告 2015》心脑血管病药品数据	24
图 49: 2013-2016 年中药注射剂品种 TOP10 销售额（亿元）	25
图 50: 中国城市公立医院参麦注射液竞争格局	25
图 51: 中国城市公立医院参麦注射液前十企业份额格局	25
图 52: 中国城市公立医院参麦注射液前十企业份额格局	25
图 53: 全国重点城市医院抗感染类药物销售情况	26
图 54: 中国重点城市样本医院抗感染临床用药分类比重	26
图 55: 全国试点中药配方颗粒生产企业情况	28
图 56: 中药配方颗粒市场格局	28
图 57: 2013-2015 年圣火药业营收情况	29
图 58: 2013-2015 年圣火药业净利润情况	29
图 59: “理洩王”血塞通 PDB 重点医院销售情况	29
图 60: PDB 重点医院中圣火医药血塞通软胶囊销售占比	29

表 目 录

表 1: 公司并购历史.....	4
表 2: 主要子公司情况.....	6
表 3: 2015 年度中国非处方药生产企业综合统计排名.....	7
表 4: 处方药与非处方药的区别.....	7
表 5: 市场品类划分.....	8
表 6: 公司 OTC 及大健康主要产品.....	12
表 7: 各类型感冒药代表药品情况.....	13
表 8: 华润三九感冒药部分代表品种.....	13
表 9: 2016 年中国 10 大胃肠药排名.....	14
表 10: 2016 年中国 10 大著名膏药排名.....	16
表 11: 公司处方药产品线.....	19
表 12: 公司主要抗肿瘤中成药情况.....	22
表 13: 2015 年以来华蟾素注射液中标情况.....	22
表 14: 心血管系统药物销售额排名.....	24
表 15: 2015 年全身性抗感染药市场 TOP10 企业.....	26
表 16: 全身性抗感染用药 TOP10 品牌.....	27
表 17: 近期注射用五水头孢唑林钠中标情况.....	27
表 18: 分业务收入及毛利率.....	30
表 19: 绝对估值假设条件.....	31
表 20: FCFE 估值结果.....	31
表 21: FCFE 估值敏感性分析.....	32
表 22: 可比上市公司估值.....	32
附表: 财务预测与估值.....	34

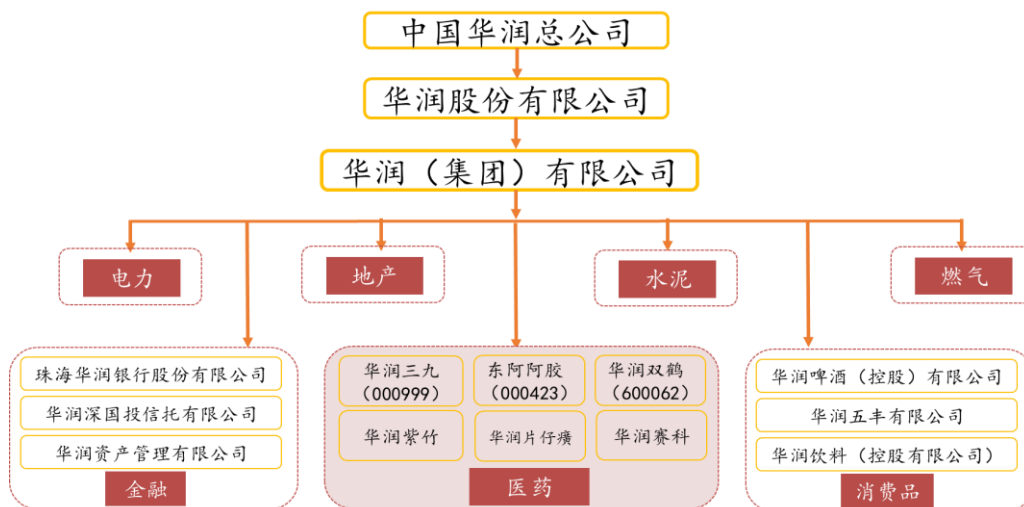
1 华润医药集团旗下中药处方药和 OTC 平台

华润三九是华润医药集团旗下的中药处方药和 OTC 平台。在中药处方药领域，公司聚焦心脑血管和抗肿瘤两大治疗领域的注射剂，同时还覆盖了中药配方颗粒、抗感染等业务板块。在 OTC 领域，公司集中资源发展核心品类，打造了 999 “感冒药家族”、“胃药家族”、“皮肤药家族”。

1.1 背靠华润系，股东实力强劲

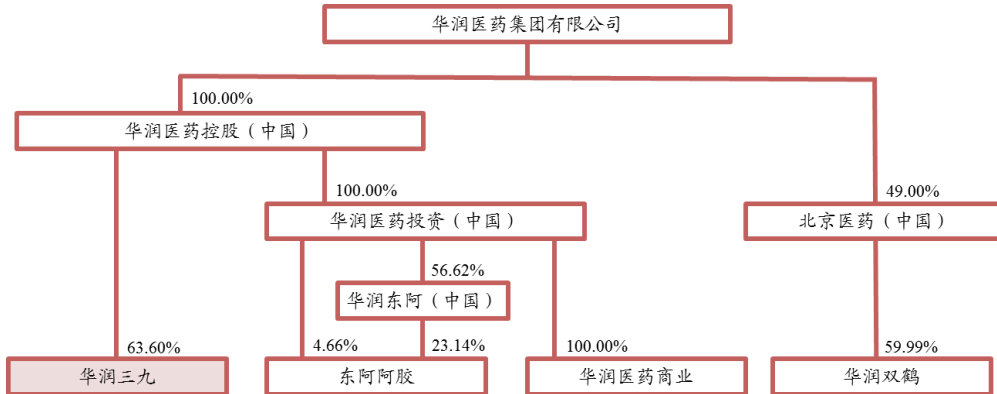
华润（集团）有限公司是一家在香港注册和运营的多元化控股企业集团，其前身是 1938 年于香港成立的“联和行”，1948 年改组更名为华润公司，1952 年隶属关系由中共中央办公厅变为中央贸易部（现为商务部）。1983 年，改组成立华润（集团）有限公司。1999 年 12 月，与外经贸部脱钩，列为中央管理。2003 年归属国务院国有资产监督管理委员会直接管理，被列为国有重点骨干企业。主营业务包括日用消费品制造与分销、地产及相关行业、基础设施及公用事业三块领域，旗下共有 20 家一级利润中心，在内地和香港拥有多家上市公司。2016 年 7 月 20 日，《财富》发布的最新世界 500 强排行榜中，中国华润总公司名列第 91 位。

图 1：华润系主要业务单元



数据来源：公司公告，西南证券整理

华润医药集团有限公司是集医药、保健产品研发、制造和流通为一体的企业集团，是华润（集团）有限公司旗下战略业务单元，华润医药旗下拥有华润医药商业集团有限公司、华润三九医药股份有限公司、华润双鹤药业股份有限公司、东阿阿胶股份有限公司、华润紫竹药业有限公司等企业；其中华润三九（000999）、华润双鹤（600062）和东阿阿胶（000423）为国内 A 股上市公司。

图 2：华润医药股权结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

各上市平台侧重在不同领域，华润三九以自我诊疗、中药处方药为主，东阿阿胶、片仔癀为保健品平台，华润医药为流通行业领军企业，华润双鹤是化学药唯一发展平台。

图 3：华润系旗下主要医药资产定位及基本情况

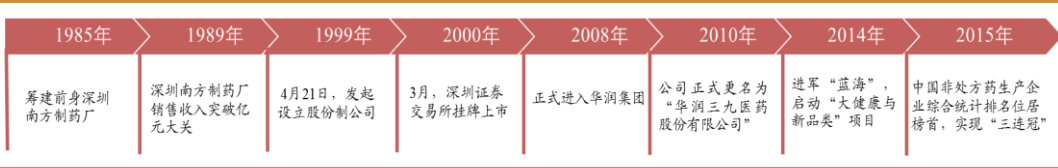
华润三九	东阿阿胶	华润医药商业	华润双鹤
<ul style="list-style-type: none"> 自我诊疗：以消费者为核心，顺应和洞察消费者自我诊疗需求的转化和升级趋势，以持续不断的产品和服务创新，满足消费者需求，构建强大的品牌线，成为引领者。 中药处方药：利用现代科技改造升级传统的天然药物，使其更安全有效、质量更稳定、使用更方便、更好地满足现代人的这了需求。 	<ul style="list-style-type: none"> 定位：华润医药保健品平台，滋补养生生活引领者 产品：聚焦阿胶主业，做大阿胶品类，实施主导向的单焦点多品牌发展战略；延伸产业链条；推进产品标准化、市场国际化和资源全球化进程 	<ul style="list-style-type: none"> 目标：成为销售过千亿元的中国医药流通行业领军企业 进一步实现全国布局，重点区域打造龙头优势；优化业务结构，拓展经营领域，实现全产品线营销格局；形成医药供应链整体解决方案，打造核心竞争能力；打造专业化、规模化、一体化的现代物流体系。 	<ul style="list-style-type: none"> 定位：华润医药旗下化学药的唯一发展平台 外延式扩张，保证业绩快速增长。 新GMP对无菌制剂企业硬件和软件要求的大幅度提高，大输液行业的集中度将得到提升，龙头企业未来几年面临成长的机遇

数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 华润三九伴随华润系发展壮大

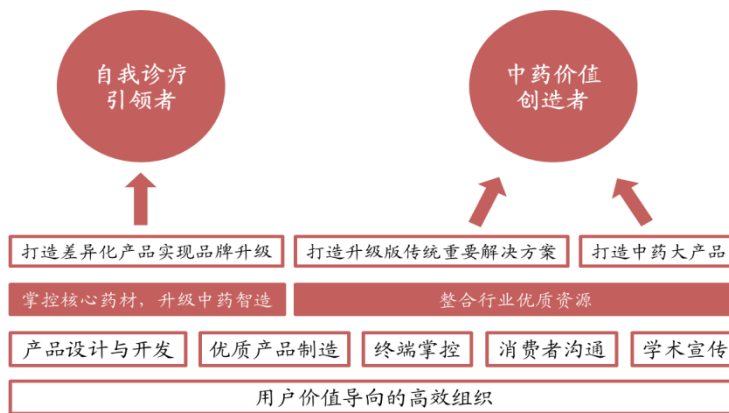
在华润集团的第二个战略发展期，医药等产业从无到有、迅速崛起，2007 年取得三九医药 63.60% 股权，后更名为华润三九，不断发展壮大。

华润三九前身为 1985 年成立的深圳南方制药厂，1999 年股改并于 2000 年在深交所挂牌上市，2008 年正式进入华润集团，2010 年更名为华润三九，逐步奠定了在 OTC 和中药处方药两大领域的领先地位，确立了专注“自我诊疗”和“中药处方药”两大方向战略路径。

图 4：华润三九历史沿革


数据来源：公司公告，西南证券整理

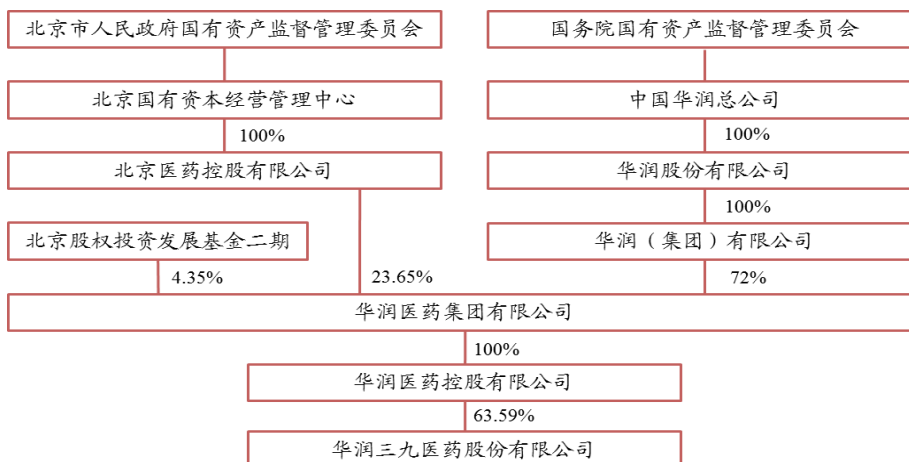
华润三九专注于自我诊疗和中药处方药两大方向，其中自我诊疗以消费者为核心，以持续不断的产品和服务创新，构建 OTC、大健康品牌线，从而满足消费者需求。中药处方药则以现代科技改造升级传统天然药物，使其更安全有效、质量稳定、使用方便。

图 5：华润三九专注自我诊疗和中药处方药


数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 内生+外延双轮驱动

华润三九实际控制人为国务院国资委，通过中国华润总公司等持有华润医药集团 72% 的股份，华润医药集团通过华润医药控股持有上市公司 63.60% 的股份。

图 6：公司股权结构


数据来源：公司公告，西南证券整理

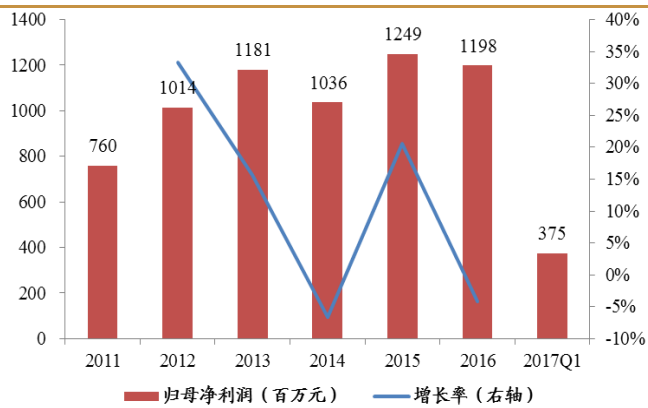
公司聚焦中药处方药和 OTC 领域，通过持续外延并购扩张产品线。2012 年通过收购广东顺峰药业，主导产品“顺峰康王”丰富了皮肤类产品线；2013 年通过收购桂林天和，获得骨通贴膏产品，丰富了骨科 OTC 产品线；2013 年通过收购山东华威药业，丰富了感冒类用药、胃肠道用药品种；2015 年收购浙江众益和北京百奥特，浙江众益核心品种有阿奇霉素肠溶胶囊、红霉素肠溶胶囊、镁加铝咀嚼片等，以及在研重点品种氨酚羟考酮；2016 年收购昆明圣火，获得“理洩王”血栓通软胶囊，丰富了心脑血管领域口服剂型产品。

表 1：公司并购历史

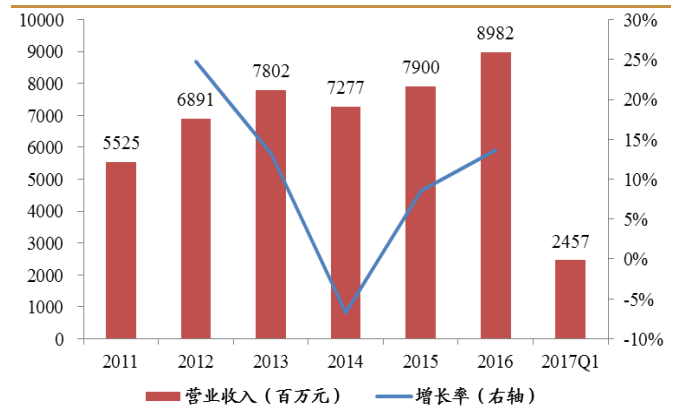
时间	收购标的	产品线延伸	交易金额 (百万元)	完成进度
2016.7	昆明圣火药业的 100% 股权	丰富心脑血管领域口服剂型产品	1890	已完成
2015.8	雅安雨禾的 90% 股权	提高雅安三九的持股比例	--	已完成
2015.8	浙江众益股份的 62.9 股权+北京百奥特的 100% 股权	丰富氨酚羟考酮等潜力品种	1300	已完成
2013.6	山东华威药业的 100% 股权	丰富感冒类用药、胃肠道用药品种	81	已完成
2013.1	桂林天和药业的 97.18% 股权	丰富骨科 OTC 产品线	583	已完成
2012.2	广东顺峰药业的 100% 股权	丰富皮肤类产品线	600	已完成

数据来源：百度，西南证券整理

在内生+外延双轮驱动下，公司业绩持续增长。2016 年全年公司实现收入 89.82 亿元 (+13.69%)，实现归母净利润 11.98 亿元 (-4.11%)，归母净利润下滑 4.11%，主要原因系 2015 年四季度出售广东脑科医院获得 1.28 亿元投资收益导致基数较高，剔除后归母净利润同比增 6.77%。2017 年一季度公司实现收入 24.57 亿元 (+15.24%)、实现归母净利润 3.75 亿元 (+19.95%)，收入利润提升明显。

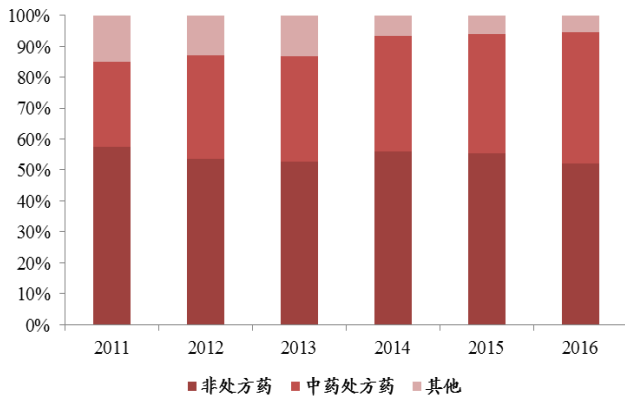
图 7：公司营业收入增长趋势


数据来源：wind，西南证券整理

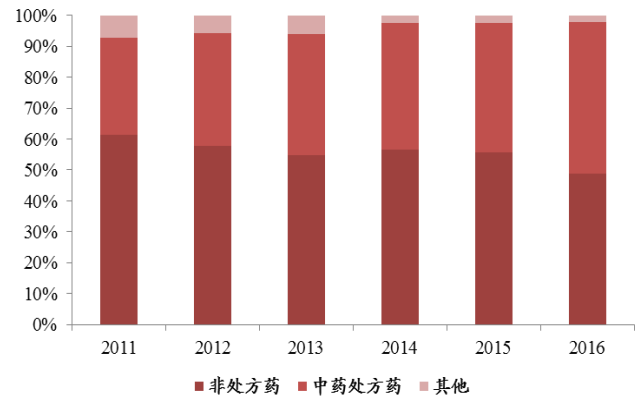
图 8：公司净利润增长趋势


数据来源：wind，西南证券整理

公司聚焦于医药行业发展，医药产品收入和毛利占比逐步提升，2016 年医药行业收入和毛利占比分别为 94% 和 98%。其中处方药（含抗生素）的收入和毛利占比提升十分明显，2016 年收入和毛利占比分别达到 42% 和 49%。

图 9: 公司产品收入结构


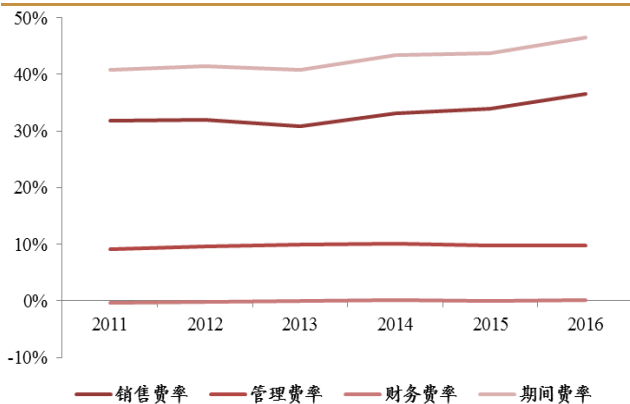
数据来源: wind, 西南证券整理

图 10: 公司产品毛利结构


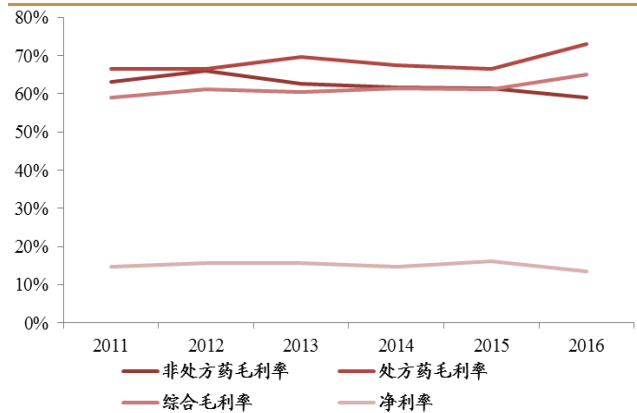
数据来源: wind, 西南证券整理

从 2016 年期间费用率来看, 管理费率 and 财务费率基本维持稳定, 销售费率由于公司加大了在 OTC 领域的营销支出以及合并众益导致从 34% 提升至 37%。

2016 年非处方药的毛利率由于产品结构的变化, 出现先升后降, 目前维持在 60% 左右。中药处方药得益于公司认真研究各地招标政策, 拟定差异化的区域竞争策略, 毛利率持续提升, 2016 年大幅度提升 6 个百分点至 73%。随着中药处方药的收入占比和毛利率持续提升, 公司综合毛利率也显著提升至 65%。但由于期间费率提升, 净利率略有下降, 至 13%。

图 11: 公司期间费用率变化趋势


数据来源: wind, 西南证券整理

图 12: 公司盈利能力变化趋势


数据来源: wind, 西南证券整理

截止 2016 年度, 公司合并财务报表范围包括 42 家子公司, 公司及其子公司主要从事医药产品的研发、生产、销售及相关健康服务。主要产品包括: 999 感冒灵、999 皮炎平、参附注射液、注射用头孢、免煎中药、三九胃泰颗粒、正天丸等。

表 2：主要子公司情况

子公司	主要产品	主要产品	持股比例
老桐君	呼吸道系统、泌尿系统、胃肠道系统、造血功能系统、妇科等	银黄口服液、抗病毒口服液、生脉饮、速效止血胶囊等	100%
三九医院	医疗机构	医院	82.89%
华润九新	抗生素	注射用五水头孢唑啉钠、注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠等抗生素	100%
北京三九	保健食品、儿科用药、抗生素等	新生代北京人参蜂王浆、头孢拉定胶囊、小儿氨酚黄那敏颗粒、复方氨酚烷胺胶囊等	90%
华润高科	呼吸道系统、心血管药，抗肿瘤药等	茵栀黄口服、舒血宁注射液、可愈糖浆、北京蜂王浆等	100%
华润金蟾	抗肿瘤药	华蟾素系列	99.46%
枣庄三九	呼吸道系统、妇科、其他	999 感冒灵颗粒、999 板蓝根颗粒、999 小儿感冒颗粒、益母草颗粒等中成药制剂	45%
华润神鹿	呼吸道系统、胃肠道系统、儿科药等	儿泻停颗粒、银菊清咽颗粒、益胆片、养胃舒颗粒等	100%
临清三九	儿科、呼吸系统、保健品等	阿胶益寿系列、健脑补肾系列、小儿止泻片、抗骨质增生丸、调经至宝丸等	100%
雅安三九	儿科、呼吸系统等	小儿止咳糖浆、生脉注射液、红花注射液、参麦注射液、参附注射液等	
南昌三九	呼吸系统、抗肿瘤药、皮肤等	999 强力枇杷露、鹅胆子油软胶囊、盐酸氨溴索口服溶液、硝酸咪康唑乳膏等	59.60%
黄石三九	儿科、妇科、胃肠道系统等	雷公藤片、泰脂安胶囊、儿科类中药，古方丸剂及咽炎片、金防感冒颗粒、银杏叶胶囊等	100%
郴州三九	呼吸道系统、心血管、儿科、妇科、胃肠道系统等	归芍调经片、痔宁片、冰连清咽喷雾剂、抗菌痢灵片、补脾安神合剂 5 个独家品种；痔宁片、冰连清咽喷雾剂等	100%
九星印刷	印刷包装	中高档折叠纸盒、标签生产及印刷设备、物资、版材代理和销售等	
华润顶峰	抗生素、皮肤科；药护产品、功能性化妆品、保健食品、饮料等	“顶峰康王”系列、“顶峰宝宝”系列、利福平乳膏、维 E 维胺酯乳膏、咪康唑氯倍他索乳膏、复方地塞米松乳膏等	100%
华润天和	外用药及医疗器械产品	天和追风膏、消痔软膏、固本腰肾贴等贴膏、软膏、擦剂、酞剂类外用药品及医疗器械产品	
和善堂	人参种植、加工，人参系列产品开发	人参片、人参须、人参花等人参系列大健康产品	100%
本溪三药	呼吸系统、胃肠道系统等	尕痹胶囊、骨友灵搽剂、乙肝清热解毒颗粒等	100%

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司 2016 年已经实现了 18 个过亿品种，主要包括三九胃泰、999 感冒灵、999 皮炎平、999 小儿氨酚、999 正天丸、999 强力枇杷露、气滞胃痛颗粒、999 参附注射液、999 参麦注射液、红花注射液、舒血宁注射液、华蟾素、999 新泰林（注射用五水头孢唑啉钠）、999 中药配方颗粒等。其中感冒类产品 2016 年销售额超过 18 亿元，为公司当前最大品类。中药配方颗粒、心脑血管系列、胃药系列、皮肤系列、抗感染系列等产品收入规模在 5-10 亿之间。公司未来将专注于“自我诊疗”和“中药处方药”两大方向，其中“自我诊疗”以消费者为核心，构建 OTC、大健康品牌线。“中药处方药”则以现代科技改造升级传统天然药物，以医疗机构为核心，满足患者需求。

2 OTC 王者，遇上行业发展新时代

公司超过 50% 的药品属于 OTC 非处方药，其中 50% 以上的销售收入来源于药店及连锁药店销售终端，通过此终端销售的药品在定价上具有相对的弹性，公司在 OTC 领域的品牌优势使得公司具备了相当的产品定价优势。

OTC 行业面临整合的机会，目前整个行业集中度较低，小厂商和小品牌较多，随着药品行业监管的加强，如新版 GMP、一致性评价、飞检等，对小厂商的盈利模式造成冲击。公司作为行业龙头企业，有望在行业整合过程中进一步提升优势地位。同时，在消费升级的大背景下，公司正在培育营养保健品业务，预计将成为未来业务的重要增长点。公司通过新产品补充、品牌整合，不断为消费者提供更丰富、体验更好的产品。

中国非处方药协会公布 2016 年度中国非处方药生产企业综合统计排名，华润三九位列第一，加上此前的 2015、2014 年、2013 年，已连续四年位居中国非处方药生产企业综合排名第一位，行业龙头地位突出。

表 3：2015 年度中国非处方药生产企业综合统计排名

排名	企业名称
1	华润三九医药股份有限公司
2	修正药业集团股份有限公司
3	东阿阿胶股份有限公司
4	扬子江药业集团有限公司
5	云南白药集团股份有限公司
6	拜耳医药保健有限公司
7	仁和（集团）发展有限公司
8	西安杨森制药有限公司
9	辉瑞制药有限公司健康药物部
10	江中药业股份有限公司

数据来源：非处方药协会，西南证券整理

2.1 OTC 药物遇黄金发展机遇

OTC 是英文 Over The Counter 的缩写，国际上通称为非处方药。非处方药是相对处方药（Rx）而言，是指那些不需要医生处方，消费者可直接从药店或药房购买的药物。消费者可凭借自己所掌握的医药知识，借助药品标签，对轻微短期病症进行自我药疗，在药剂师指导下有选择地购买药品，并按规定的方法使用。

表 4：处方药与非处方药的区别

分类标准	处方药	非处方药
疾病类型	病情较重，需要医生确诊	常见轻微疾病
疾病诊断者	医生	患者自我诊断与治疗
取药凭据	医生处方	无需医生处方
取药地点	医生药房，药店	甲类：药店、药房
		乙类：药店、药房、零售商业企业

分类标准	处方药	非处方药
剂量	较大	较小；剂量有限定
安全性	一定毒副作用或潜在影响	相对安全，不良反应发生率低
服药天数	长，医嘱指导	短；有限定
品牌保护方式	新药保护，专利保护期	品牌
宣传对象	医生	消费者
广告	专业性医药报刊	经审批在大众传播媒介
专用标识	无	甲类：椭圆形红底白字
		乙类：椭圆形绿底白字

数据来源：OTC 协会，CFDA，西南证券整理

OTC 品种按照市场品类划分可以分为化学药品和中成药两个大类：其中化学药 OTC 大类下又可以划分出感冒抗过敏类、止咳化痰类、解热镇痛类、维生素与矿物质类、消化类、皮肤类等 11 小类；中成药 OTC 大类下又可以划分为感冒咳嗽类、消化类、虚证类、补益类等 12 小类。

表 5：市场品类划分

大类	适应症	大类	功能主治		
化学药品	感冒抗过敏类	中成药	感冒类		
	止咳化痰类		暑湿类		
	解热镇痛类		咳嗽类		
	维生素与矿物质类		其他感冒咳嗽类药		
	消化类		抗酸药与胃黏膜保护剂	消化类	伤食类
			助消化药		胃胀类
			胃肠促动力药		胃痛类
			胃肠解痉药		食滞类
			止泻药		其他消化类药
			缓泻药		虚证类
			驱虫药	补益类	
			肠道菌群调节药	头痛失眠类	
	其他消化类药	骨伤类			
	皮肤外用类	皮肤科类			
	眼科类	肛肠类	便秘类		
	耳鼻喉类		泄泻类		
	儿科类		痔疮类		
	妇科类		其他肛肠类药		
	生活方式类	体重调节类	咽喉类		
		戒烟类	五官科类		
计划生育类		儿科类			
其他生活方式类药		妇科类			

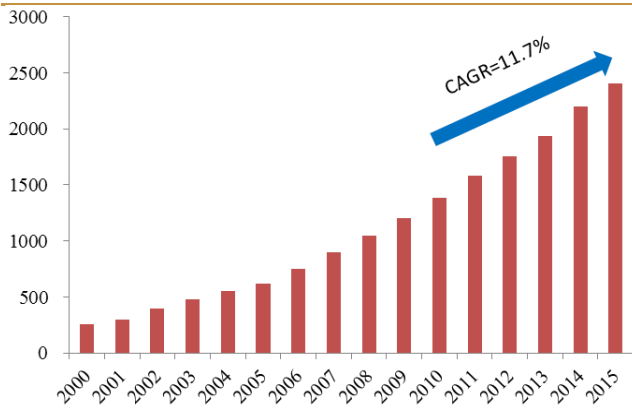
数据来源：OTC 协会，西南证券整理

我国 OTC 市场空间广阔。2015 年国内 OTC 市场规模约为 2400 亿元，约占整个药品市场的 17%。根据南方所的数据，OTC 市场在 2010 年至 2015 年间一直保持较高的增长率，年复合增长率为 11.7%。

与发达国家相比，我国 OTC 市场仍有很大差距，主要表现在：

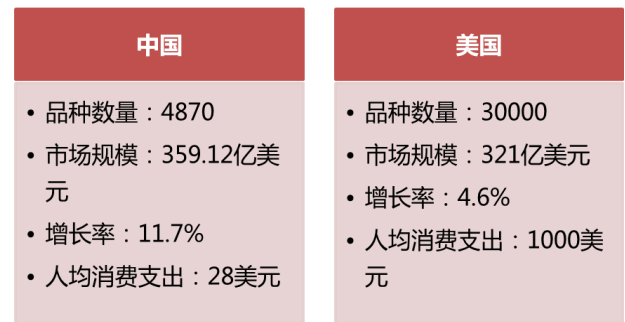
- OTC 品种数量远低于发达国家。美国的 OTC 产品数目超过 3 万个，而我国的 OTC 产品只有 4870 个；
- 人均 OTC 费用支出远低于发达国家。美国 2015 年 OTC 人均消费为 1000 美元，而我国的 OTC 人均消费仅为约 28 美元。
- 我国 OTC 市场仍处于快速发展期，而美国 OTC 市场已十分成熟，增速缓慢。这与全球 OTC 市场发展的趋势也是相吻合的，全球 OTC 市场的增长主要来源于发展中国家等新兴市场。我们认为，我国 OTC 市场存在 5 倍以上的发展空间，前景广阔。

图 13：2000-2015 年我国 OTC 市场规模(亿元)



数据来源：南方所，西南证券整理

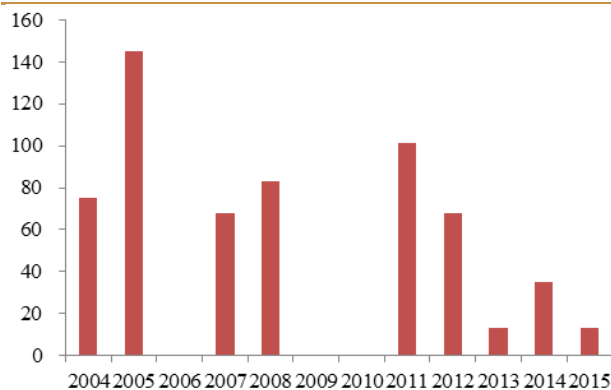
图 14：中美 OTC 市场比较



数据来源：CFDA, FDA, 西南证券整理

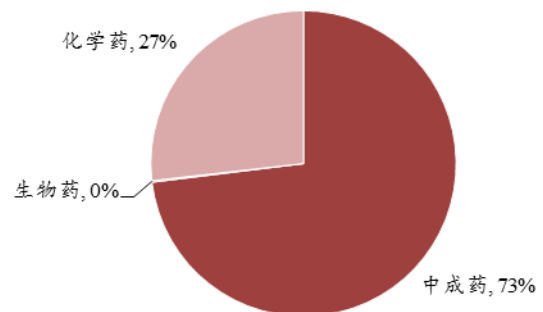
政策利好驱动 OTC 行业发展。2012 年我国重启了处方药与非处方药的转换工作。截止 2016 年，有超过 600 个处方药转换为非处方药。安全性是限制处方药与非处方药转换的关键。由于处方药转换为 OTC 后，药品价格明显下降，预计未来的政策制定将利好 OTC 药品的发展，处方药与非处方药的转换工作有助于实现政府和企业的双赢。

图 15：2004-2016 年我国处方药转换为非处方药数量



数据来源：CFDA，西南证券整理

图 16：转换品种中中成药占比约七成



数据来源：CFDA，西南证券整理

自我诊疗意识提高带来 OTC 市场增量。随着健康知识水平和保健意识的提高，遇到常见病症时，消费者不再去医院治疗，而是优先选择到药店购药，社会上逐步形成了“小病进药店，大病上医院”的新型医药消费模式。

老龄化增加 OTC 需求。德勤的生命科学与医疗健康报告(Life Sciences and Health Care in China)显示，OTC 药品的主要消费人群是老年人，占消费者总数的 40%-50%。而我国正逐步进入老龄化社会，老年人口数量逐渐增加，截止 2014 年底，我国 65 岁及以上的老人达到 1.38 亿，占总人口的 10%。我国老年人口持续增加也带动了一些与年龄相关的慢性疾病的发病率上升，如心血管疾病、呼吸系统疾病等。

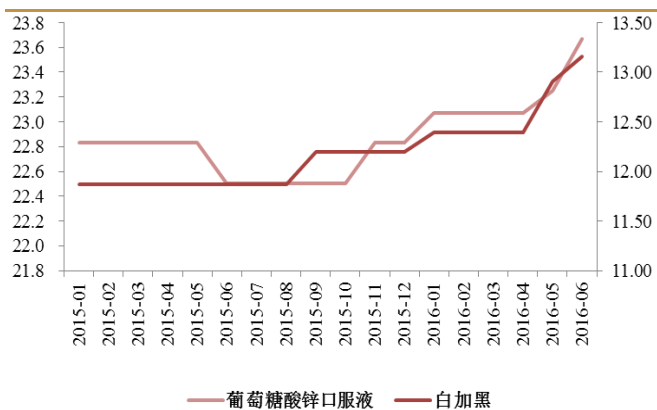
2.2 OTC 业务是招标降价的避风港

药品招标降价成常态，行业利润缩水。2015 年国家卫计委出台了《关于落实完善公立医院药品集中采购工作指导意见的通知》，6 月，国家卫计委发布《关于落实完善公立医院药品集中采购工作指导意见的通知》。在国家政策指引下，药品招标降价已成常态，2015 年大部分品种的降幅在 5%至 20%之间，行业利润缩水。

OTC 不经过药品招标环节，价格弹性大。2015 年国家发改委发布的《关于印发推进药品价格改革意见的通知》文件中，提出取消麻醉药品和第一类精神药品以外的药品政府价格管制。这意味着绝大多数药品的价格将交由市场调节，由其供求关系、质量高低决定价格，同时还需要考虑医保支付部门的议价等因素。对于 OTC 产品来说，不需要经过药品招标环节，价格变动对利润影响更为快速和直接。

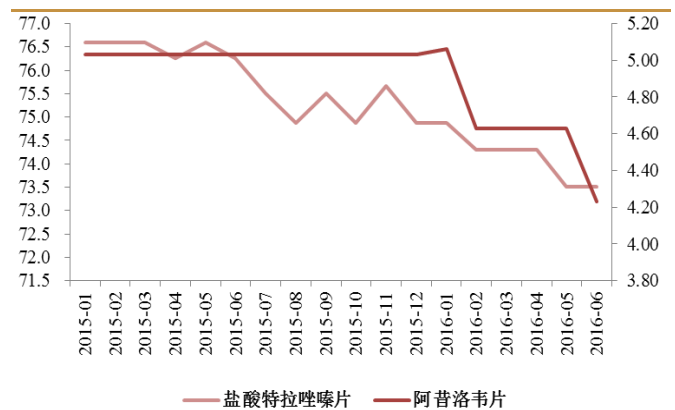
我们认为，部分化药企业从维护价格以及产品生命周期的角度，将会加大力度逐渐推 OTC 市场。中成药中 OTC 占比较大，中成药企业主推 OTC 市场可保留提价预期并且可通过 OTC 渠道迅速打开知名度。

图 17: 2015 年以来典型 OTC 产品价格变化



数据来源：物价局，西南证券整理

图 18: 部分处方药招标价格下降



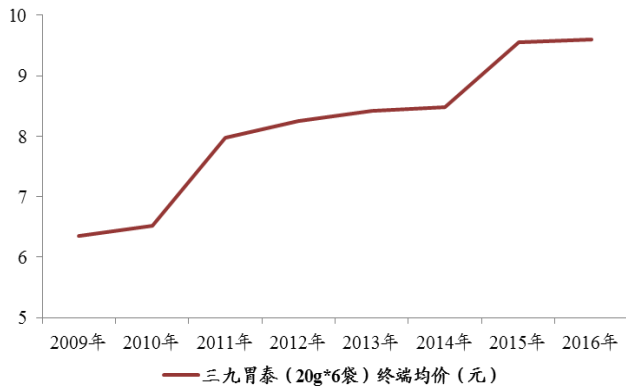
数据来源：物价局，西南证券整理

2.3 公司产品价格强势，价格逐年上涨

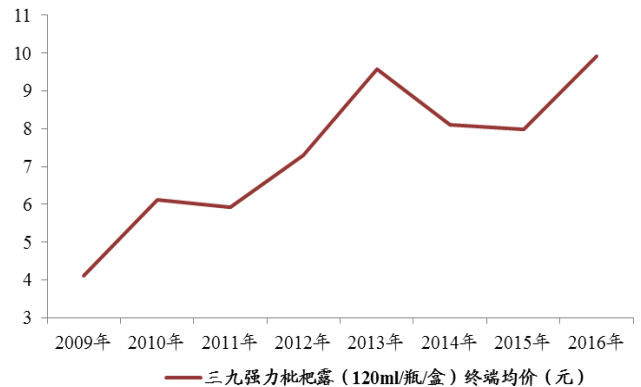
OTC 药品价格自 2015 年放开之后，根据品牌的定位，消费者的接受程度，以及相关品类竞争的状况，公司陆续进行了一些产品价格的小幅调整，如三九胃泰、感冒灵、强力枇杷

露等。通过对互联网终端渠道的平均取样，发现自 2009 年以来，三九胃泰、三九感冒灵、三九正天丸等产品的价格上涨幅度都在 50% 左右，强力枇杷露的价格上涨幅度在 100% 以上。

三九胃泰 (20g*6 袋) 终端均价从 2009 年的 6.35 元提升至 2016 年的 9.60 元，提价幅度为 51%；强力枇杷露 (120ml/瓶/盒) 终端均价从 2009 年的 4.10 元提升至 2016 年的 9.92 元，提价幅度为 142%。

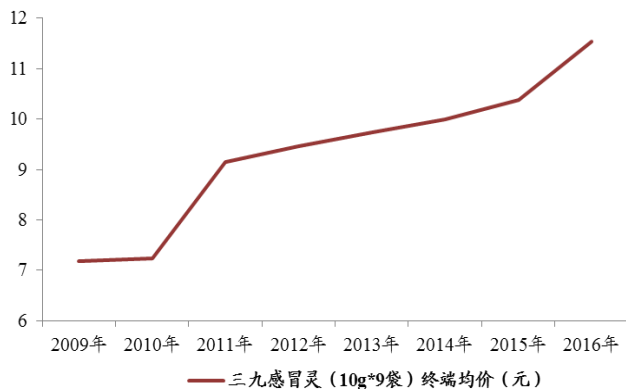
图 19: 三九胃泰价格变化趋势


数据来源：药品价格 315 网，西南证券整理

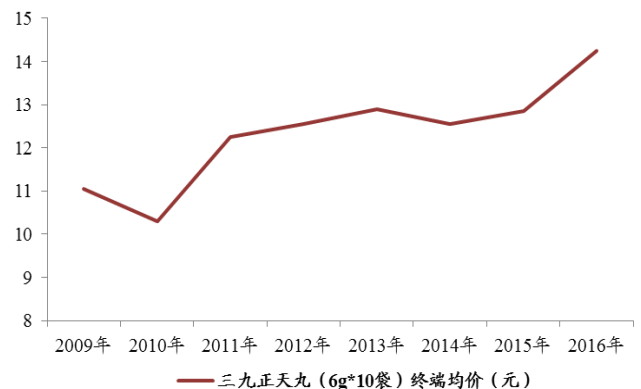
图 20: 强力枇杷露价格变化趋势


数据来源：药品价格 315 网，西南证券整理

三九感冒灵 (10g*9 袋) 终端均价从 2009 年的 7.18 元提升至 2016 年的 11.53 元，提价幅度为 61%；三九正天丸 (6g*10 袋) 终端均价从 2009 年的 11.05 元提升至 2016 年的 14.24 元，提价幅度为 29%。

图 21: 三九感冒灵价格变化趋势


数据来源：药品价格 315 网，西南证券整理

图 22: 三九正天丸价格变化趋势


数据来源：药品价格 315 网，西南证券整理

我们认为公司多个 OTC 品种符合国家低价药政策，且国家对首研品种等高质量药品实行优质优价，进行差异化政府定价，仍存在价格上浮空间，部分产品存在提价预期。

2.4 公司 OTC 产品线齐全

公司 2015 年全年自我诊疗业务实现营业收入 43.80 亿元，同比增长 7.33%，其中感冒品类、胃肠用药品类、皮肤药品类均实现了稳步增长。

公司产品覆盖领域广，产品线丰富，自我诊疗业务覆盖了感冒、皮肤、胃肠、止咳、骨科、儿科等近 10 个品类。

表 6：公司 OTC 及大健康主要产品

分类	产品名	医保目录
感冒药家族	999 感冒灵胶囊	乙类
	999 感冒灵颗粒	甲类
	抗病毒口服液（2015.1 上市）	乙类
皮肤药家族	999 皮炎平	
胃药家族	三九胃泰颗粒	甲类/独家品种
	三九胃泰胶囊	乙类
	气滞胃痛颗粒	甲类
止咳	强力枇杷露	乙类
	三九咽炎片	
骨科	骨通贴膏	乙类
	壮骨关节丸	乙类
儿科	小儿氨酚黄那敏颗粒	
	999 小儿感冒颗粒	
头痛	999 正天丸	甲类/独家品种
大健康	红糖姜茶、薄荷糖、养卫宝等	

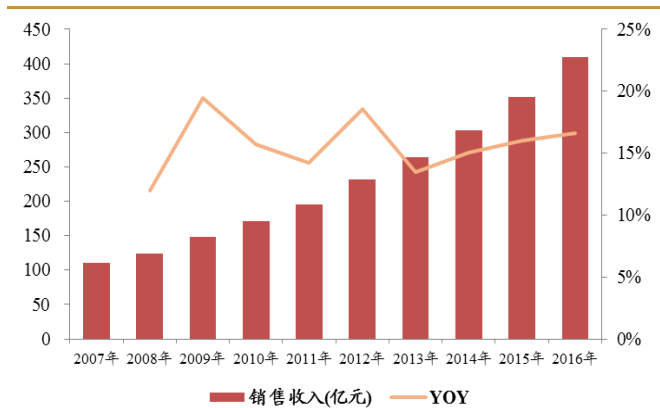
数据来源：公司公告，西南证券整理

2.4.1 核心品种感冒灵平稳快速增长

感冒是一种常见疾病，主要由上呼吸道感染引起。据统计，我国每年大约有 75% 的人至少得一次感冒，感冒药需求是为刚需。

近几年我国感冒药市场规模逐年增加，自 2010 年以来，感冒药销售收入几乎翻了两番，目前约占药品零售总额的 15%。

图 23：2007-2015 年我国感冒药销售情况



数据来源：百度文库，西南证券整理

图 24：999 感冒灵颗粒



数据来源：公司官网，西南证券整理

现在国内市场上抗感冒药呈现出品种多、药名多，剂型多的特征，我国感冒药大致可以分为以下四种：

抗病毒类：该类药物针对某一种或某一类病毒进行治疗，主要包括康必得、银得菲、泰诺、快克、感诺、氨咖黄敏胶囊、感冒通、白加黑等。

抗过敏类：该类药物一般含有扑尔敏、苯海拉明、息斯敏、敏迪等成分，如感康、新康泰克胶囊、氨咖黄敏胶囊、小儿速效感冒颗粒、感冒清片、VC 银翘片等。

解热镇痛类：该类药物具有解热、镇痛药理作用，同时还有显著抗炎、抗风湿作用。主要有阿司匹林、复方阿司匹林、扑热息痛、泰诺林等。

中成药：该类药以中草药为原料，并通过制剂加工，制成各种不同剂型的中药制品。主要包括小柴胡颗粒、藿香正气水、双黄连口服液、六味地黄丸、人参健脾丸等。

表 7：各类型感冒药代表药品情况

感冒药类型	药品名称	功效	规格	平均市场价格 (元)	生产商
抗病毒类	快克	用于治疗普通感冒或流行性感冒引起的发热、头痛、鼻塞、咽痛等症状	10 粒/盒	8.8	海南亚洲制药有限公司
	康必得	用于儿童普通感冒或流行性感冒引起的鼻塞、流涕、发热、头痛、咳嗽多痰等症状	24 片/盒	12	河北恒力集团制药股份有限公司
抗过敏类	氨咖黄敏胶囊	用于缓解普通感冒及流行性感冒引起的发热、头痛、四肢酸痛、打喷嚏流鼻涕、鼻塞、咽痛等症状	12 粒/盒	8.9	广州白云山光华制药股份有限公司
	VC 银翘片	辛凉解表、清热解毒，用于流行性感冒引起的发热头痛、咳嗽、口干、咽喉疼痛	24 片/盒	9	贵州百灵企业集团制药股份有限公司
解热镇痛类	阿司匹林肠溶片	镇痛、解热，消炎、抗风湿，可用于治疗类风湿性关节炎	30 片/盒	13.6	德国拜耳公司
	泰诺林	缓解轻至中度疼痛，以及感冒引起的发热	18 片/盒	19.8	上海强生制药有限公司
中成药	小柴胡颗粒	为和解剂，具有解表散热，疏肝和胃之功效	10 袋/盒	13.9	广州白云山光华制药股份有限公司
	藿香正气水	解表化湿、理气和中、用于治疗感冒、头痛、脘腹胀痛、呕吐泄泻、胃肠型感冒	10 支/盒	12.8	北京同仁堂科技发展股份有限公司制药厂

数据来源：百度文库,西南证券整理

公司感冒药家族为最大销售品类，2015 年贡献收入约为 18 亿元，其中 999 感冒灵是公司核心品种，包括 999 感冒灵颗粒和 999 感冒灵胶囊，是公司销售收入最大品种，另有抗病毒口服液、板蓝根颗粒等品种。

表 8：华润三九感冒药部分代表品种

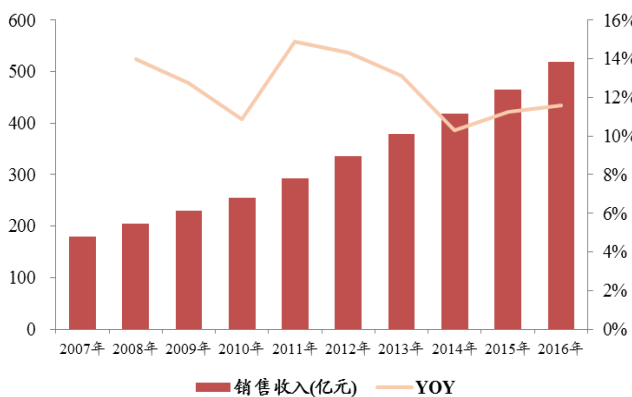
药品名称	功效	规格	平均市场价格 (元)
感冒灵颗粒	缓解儿童流行性引起的发热 四肢酸痛 打喷嚏症状	9 袋/盒	11
板蓝根颗粒	清热解毒、凉血利咽、用于肺胃热盛所致的咽喉肿痛、口咽干燥。	20 袋/盒	14.5

数据来源：西南证券整理

2.4.2 核心品种三九胃泰排行榜第二

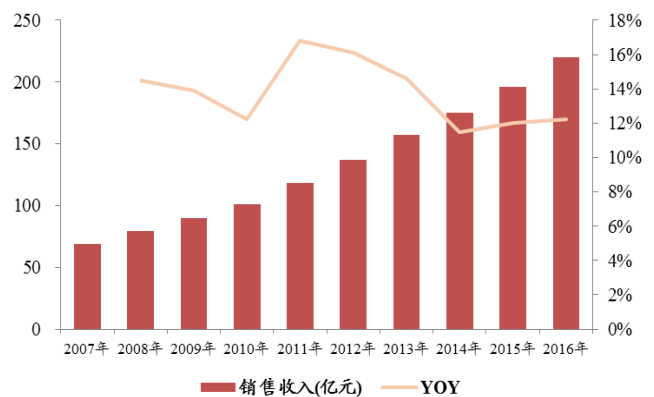
随着人们生活节奏的加快,胃肠道疾病患者逐年增多,由此推动了胃肠道药品用量逐年增加。目前国内胃肠病患者将近 1.2 亿,其中老人占 70%,这使得国内胃肠药市场规模逐年增加。根据中商产业研究院大数据库显示,2007 年以来我国胃肠药市场总量逐年增加,基本大于 10%。2015 年我国胃肠药市场总销量为 465 亿,其中零售市场占 196 亿,医院终端占 269 亿,我国胃肠药零售市场销售趋势基本和总量市场一致,都是逐年递增。

图 25: 2007-2016 年我国胃肠药市场总量销售情况



数据来源: 中商产业研究院, 西南证券整理

图 26: 2007-2016 年我国胃肠药零售市场销售情况



数据来源: 中商产业研究院, 西南证券整理

胃肠药市场前景广阔,很多知名药企都争相研发生产胃肠药,各品牌间竞争激烈。公司胃药家族 2015 年贡献收入超过 7 亿元,主要包括三九胃泰、气滞胃痛颗粒。在 2016 年中国 10 大胃肠药品排行榜中,三九胃泰排名第二,显示了强大的市场竞争力。

表 9: 2016 年中国 10 大胃肠药排名

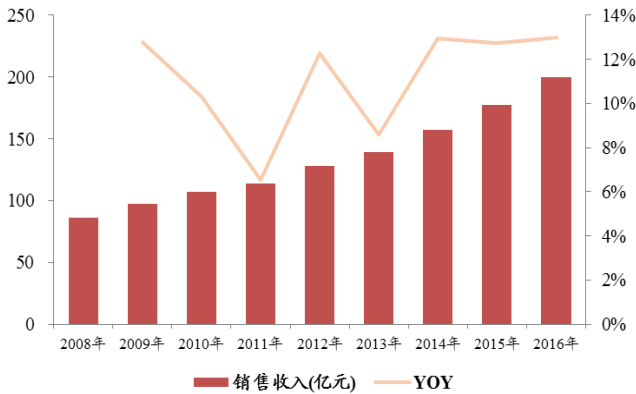
排名	药品名	生产企业	排名	药品名	生产企业
1	吗丁啉	西安杨森制药有限公司	6	葵花胃康灵	黑龙江葵花药业集团有限公司
2	三九胃泰	华润三九医药股份有限公司	7	丽珠得乐	丽珠医药集团股份有限公司
3	达喜	拜耳医药保健有限公司	8	胃必治	哈药三精制药有限公司
4	江中健胃消食片	江西江中制药集团	9	洛赛克	阿斯利康制药有限公司
5	斯达舒	修正药业集团	10	摩罗丹	邯郸制药股份有限公司

数据来源: 博思网, 西南证券整理

2.4.3 皮肤用药皮炎平市场份额第一

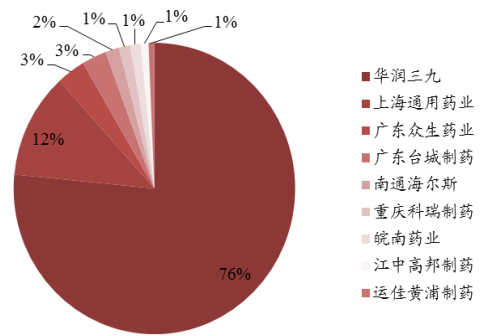
皮肤病是发生在皮肤和皮肤附属器官疾病的总称,种类繁多。在我国,皮肤病发病率高,是一种常见病、多发病。随着社会的发展,控制皮肤病的药物逐年增加,而皮肤病用药一般以外用药为主,自 2008 年以来,皮肤病外用药市场规模逐年递增。

图 27: 2008-2016 年我国皮肤外用市场销售情况



数据来源: 中商产业研究院, 西南证券整理

图 28: 复方醋酸地塞米松乳膏竞争格局



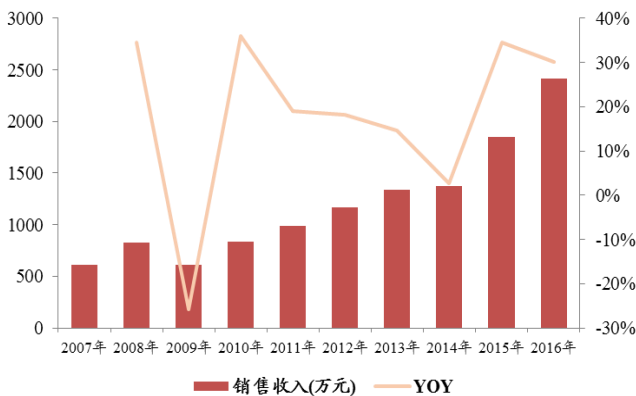
数据来源: PDB, 西南证券整理

公司 2015 年皮肤用药实现销售收入约 7 亿元, 皮肤用药的明星产品三九平炎平在复方醋酸地塞米松乳膏中, 无论是销售金额还是销售量都位居第一, 龙头优势明显, 有望长期保持 10% 以上收入增速。

2.4.4 骨科用药天和骨通贴膏市场地位前十

公司骨科重点品种天和骨通贴膏由华润三九旗下桂林华润天和药业生产, 针对骨质增生、风湿关节炎病痛、跌打损伤等各种慢性、急性骨病, 具有祛风散寒, 活血通络, 消肿止痛, 全面治疗的功效。天和骨通贴膏在国内重点医院中的销售额, 除了 2009 年, 其他年份呈现逐年增长趋势, 2016 年公司骨科用药实现销售收入超过 5 亿元, 其中样本医院销售收入为 2411 万元, 增速超过 30%, 样本医院收入规模逐年上升, 成为骨科用药中的重要品种。

图 29: 2007-2016 年华润三九骨通贴膏样本医院销售情况



数据来源: PDB, 西南证券整理

图 30: 桂林华润天和骨通贴膏



数据来源: 百度图片, 西南证券整理

天和骨通贴膏在 2016 年中国 10 大著名膏药类排名中位列第七, 显示了一定的市场地位, 后期公司将开展创新营销, 进一步提高品牌知名度、提升市场地位。

表 10：2016 年中国 10 大著名膏药排名

排名	药品名	生产企业	排名	药品名	生产企业
1	马明仁膏药	陕西问生堂生物科技有限公司	6	奇正消痛贴膏	西藏奇正藏药股份有限公司
2	羚锐通络祛痛膏	河南羚锐制药股份有限公司	7	天和膏药	桂林天和药业股份有限公司
3	一正膏	镇江唐老一正斋药业有限公司	8	福安堂傅式膏药	福安堂药业有限公司
4	云南白药膏	云南白药集团	9	心意牌膏药	贵州心意药业有限责任公司
5	苗老爹膏药	贵州苗老爹医药器械有限公司	10	杜清、杜记独角膏	铁岭市杜记膏药厂

数据来源：天天排行网,西南证券整理

2.5 牵手赛诺菲，巩固 OTC 龙头地位

公司于 2016 年 12 月 2 日发布公告，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。

双方成立专注于儿科及妇科非处方产品合资企业，公司持股 70%，赛诺菲持股 30%，儿科、妇科和肝病用药是公司重点发展品类，与赛诺菲的合作，符合公司战略发展方向和品类发展规划；赛诺菲“好娃娃”和公司现有儿科品牌进行整合，在品牌定位上为细分消费者提供多样性选择；妇科领域，可补充复方莪术油栓等妇科用药产品；在肝病用药领域，公司代理“易善复”产品在零售和医药渠道推广；赛诺菲授权公司关联方作为独家分销商，在中国境内推广易善复产品，并享有其他产品的“优先谈判权”，包括令特适等其他在抗过敏、消化系统健康、咳嗽感冒等领域品牌；渠道方面，赛诺菲与公司现有渠道、终端资源相互补充，进行整合互补，产生协同效应，进一步提升销售规模和终端覆盖。

赛诺菲选择与华润三九合作，看重了在市场多年的精心经营，具备了非常强的商业能力和终端推广能力，选择华润合作，装进更多品牌产品是双赢的结果。

2.6 营销优势助力产品放量

公司具有较强的品牌运作能力，重视消费者研究和媒介创新。近年来运作“1+N”品牌策略取得了初步成果，在“999”品牌的基础上，通过并购新增“天和”、“顺峰”等深受消费者认可的药品品牌，并将其分别打造为骨科贴膏、皮肤用药的专业品牌，为长期的业务发展奠定了坚实的基础。

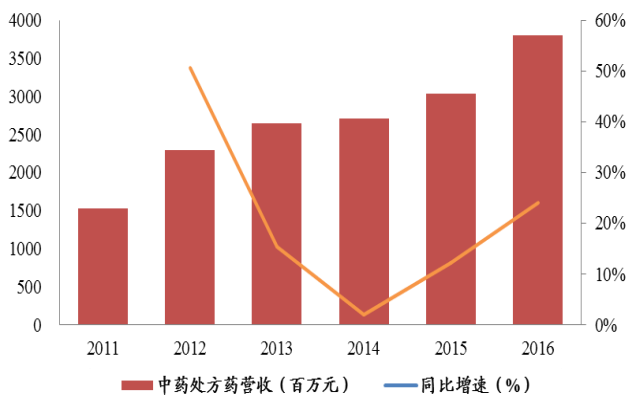
“999”品牌在消费者和医药行业中均享有较高的认可度，“999”商标多次被国家权威机构评为“中国最高认知率商标”、“中国最有价值品牌”。公司已经连续三年在中国非处方药协会发布的非处方药企业综合排名中名列第一，同时也连续多年上榜 WPP 发布的最有价值中国品牌榜单，在《2015 年最有价值中国品牌 100 强》排行榜中，公司位列榜单第 57 位。

在终端覆盖方面，进一步推动渠道下沉和更广覆盖，聚焦与连锁客户的战略合作，提升直控终端占比，销售效率得到有效提升。公司积极推进与电商的业务合作，加快电商渠道的建设，通过天猫等优质电商平台进行品牌形象推广与消费者沟通，2015 年 9 月 9 日“999 官方旗舰店”在天猫正式上线。同时，公司加快基药市场开发，根据各省基药招标进度制定有针对性的竞争策略，开拓新的业务增长点。

3 处方药业务，注射剂占比逐步缩小

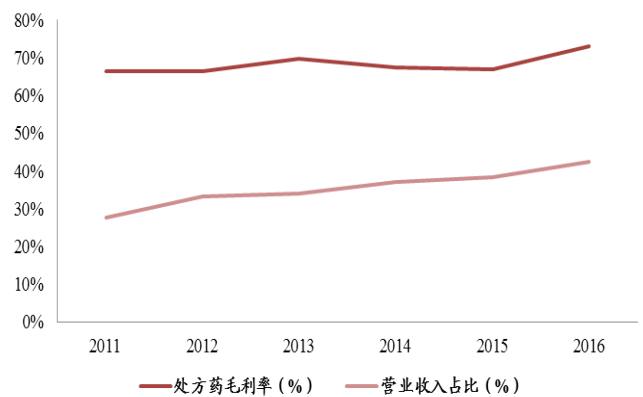
公司 2016 年处方药业务实现营业收入 37.95 亿元，同比增长 25%，近年来受政策影响，招标过程中面临较大的降价压力，增速维持在 10% 上下。处方药是公司的核心业务之一，营业收入从 2011 年 15 亿元增至 2016 年的 37.95 亿元，占公司总营收的 42%，期间复合增速达 19%，近五年产品毛利率保持稳定，维持在 65% 左右。2016 年营收增速达 25%，毛利率达 73%，主要受浙江众益并表影响，若剔除并表因素，预计增长 2%。2016 年以参附注射液为代表的中药注射剂板块销售有所下滑，但公司积极调整结构，通过注射剂转口服剂型，外延并购丰富心脑血管领域口服制剂产品线增厚公司业绩。此外，中药配方颗粒稳健增长，政策放开后市场扩容将极大提升公司业绩，有望成为公司未来主要增长动力。

图 31：2009-2016 年公司处方药销售情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

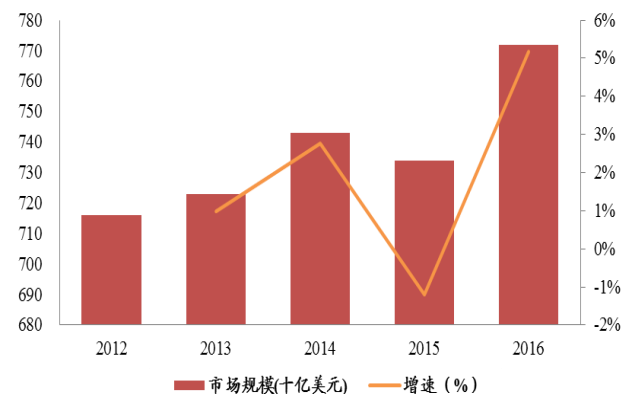
图 32：2011-2016 年处方药毛利率及营收占比情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

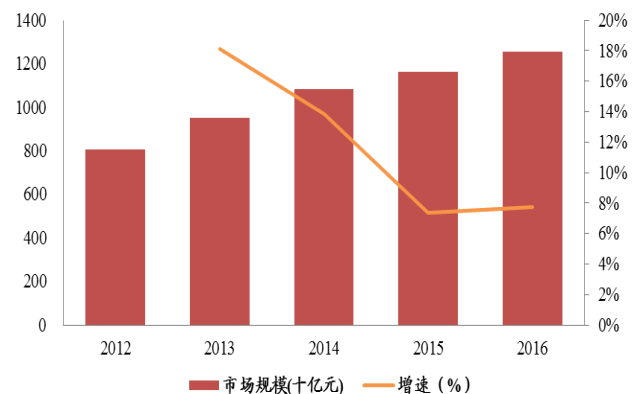
近年来全球处方药市场发展趋于稳健，2016 年全球处方药市场规模 7720 亿美元。国内处方药市场保持快速发展势头，2012 年我国处方药市场规模 8000 亿元，2016 年达到 1.25 万亿元（占医药市场总规模约 85%），同比增加 7.8%，期间复合增速 13%，近年来在医保控费大环境下，处方药市场增速略有降低。

图 33：全球处方药市场规模及预测



数据来源：医药网，西南证券整理

图 34：国内处方药市场规模及预测

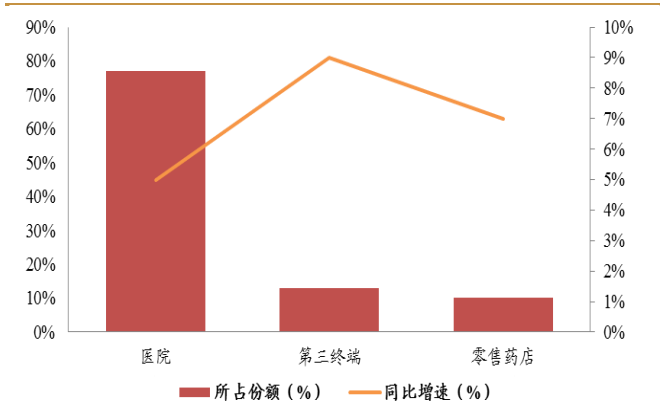


数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

从销售渠道看，医院为处方药销售的最主要渠道，市场份额约为 77%，其次为第三终端，占比 13%，该渠道为 2015 年增速最快渠道，零售药店占比 10%，份额最低，其增速略有降低，主要原因为医保控费导致医院处方药总量减少。

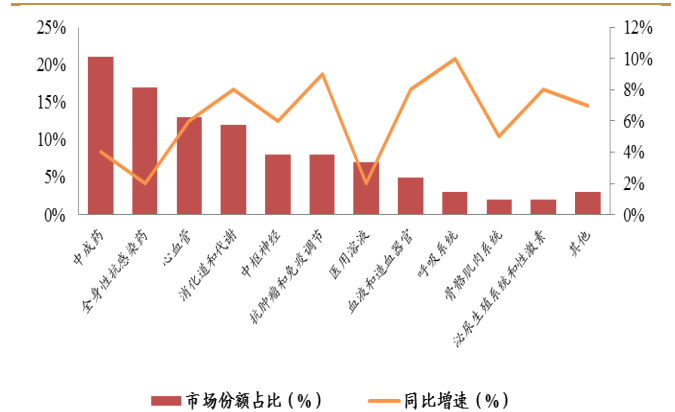
从处方药种类看，中成药为最大品种，占比超 20%，其次为全身性抗感染用药。从增速上看，慢性病驱动的消化系统用药、心血管系统用药增速较快，受限抗令的影响，全身性抗感染药增速缓慢。

图 35：国内处方药大三销售渠道占比



数据来源：QuintilesIMS，西南证券整理

图 36：2015 年国内各类处方药销售额占比



数据来源：QuintilesIMS，西南证券整理

我们认为在处方药面临严峻的政策环境和招标形式下，具备以下三种核心竞争力的处方药企业将脱颖而出，获得快速发展机遇：

产品质量过硬，在慢性病用药领域产品线丰富；在中成药领域，具备整合整个中药产业链，打造处方药大品种能力；医院渠道资源为王，医院覆盖数量多，范围广，同时具备强的高端医院学术推广能力和基层医院拓展能力。

我们认为公司具备上述核心竞争力，将在未来激烈的市场竞争中取得核心竞争优势，有利于公司收入和利润的提升。

3.1 处方药产品线注重调结构

公司当前处方药业务主要由中药处方药、中药配方颗粒和抗生素三大部分构成，其中中药处方药包含参附注射液、参麦注射液、华蟾素注射液及口服剂型、专科线口服用药等多个种类。中药注射剂目前主要是受政策环境影响，招标过程中面临较大的降价压力，部分省份的辅助用药目录出台，造成产品在临床的使用上受到一定限制，未来结构和效率的调整将是重点。公司近两年已在积极调整业务结构，中药处方药转向以口服剂型为主，带动整体业务的增长，如华蟾素口服剂型的销售额已超过注射液，专科线领域茵栀黄口服液、气滞胃痛颗粒等都实现了较快的增长。收购圣火有利于加快产品结构调整。

我们认为公司已经从战略高度重视中药注射剂所面临的行业挑战，同时也将战略重点调整为梳理产品线，调整产品结构，公司将在长期竞争中巩固龙头地位。

表 11：公司处方药产品线

类别	药品名称	剂型	用途	类型	获批时间或进程	医保	批文家数
心血管	舒血宁	注射液	缺血性心脑血管疾病,冠心病,心绞痛,脑栓塞,脑血管痉挛等。	中药		国乙类	多
	银杏叶酊剂	酊剂	活血化瘀通络	中药	2006		独家
	血塞通软胶囊	胶囊剂	脑路瘀堵, 中风偏瘫, 心脉阻, 脑痹心痛	中药	2013	医保工伤用药	
	红花注射液	注射液	治疗闭塞性脑血管疾病, 冠心病, 脉管炎	中药	2005	医保工伤用药	多
	银杏叶胶囊	胶囊					
	通脉颗粒	颗粒剂					
	生脉注射液	注射液	心悸、气短、四肢厥冷、汗出、脉欲绝及心肌梗塞、心源性休克、感染性休克等	中药	2008	医保工伤用药	多
	参麦注射液	注射液	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	中药	2008	工伤医保甲类双跨	多
	参附注射液	注射液	阳气暴脱的厥脱症（感染性、失血性、失液性休克等）；阳虚（气虚）所致的惊悸、怔忡、喘咳、胃疼、泄泻、痹症等	中药	2008	医保工伤用药	多
	泰脂安胶囊	胶囊					
抗肿瘤药	华蟾素注射液	注射液	用于中、晚期肿瘤, 慢性乙型肝炎等症	中药	2009	医保	独家
	华蟾素片	片剂	用于中、晚期肿瘤, 慢性乙型肝炎等症	中药	2015	非医保	独家
	华蟾素口服液	口服液	用于邪毒壅聚所致的中、晚期肿瘤, 慢性乙型肝炎等症	中药		医保	独家
	鸦胆子油软胶囊	胶囊	肺癌, 肺癌脑转移, 消化道肿瘤及肝癌的辅助治疗	中药 9	2005	医保工伤用药	10
骨科药	抗骨质增生丸	丸剂	增生性脊椎炎(肥大性胸椎、腰椎炎), 颈椎综合症, 骨刺等骨质增生症。	中药		医保工伤用药	多
	雷公藤片	片剂	类风湿性关节炎	中药		医保工伤用药	多
儿科药	小儿止泻片	片剂					
	稚儿灵颗粒	颗粒	小儿厌食, 面黄体弱, 夜寝不宁, 睡后盗汗等症	中药			4
	幼泻宁颗粒	颗粒	小儿脾失健运消化不良引起的腹泻	中药			
	茵栀黄口服液	口服液	为祛湿剂, 具有清热解毒, 利湿退黄	中药	2008	国甲类	独家
抗生素	注射用五水头孢唑林钠	注射剂	抗生素	化药	2005	医保工伤用药	多
	注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠	注射剂	抗生素		2005	国乙类	多
	注射用头孢呋辛钠	注射剂	抗生素		2002	国甲类	多
	注射用头孢他啶	注射剂	抗生素			国乙类	多
	头孢米诺钠	注射剂	抗生素		2006	工伤医保乙类双跨	多
	头孢西丁钠	注射剂	抗生素		2006	医保工伤用药	多
	阿奇霉素肠溶胶囊	胶囊剂	抗生素	化药 5	2006	国甲类	多

类别	药品名称	剂型	用途	类型	获批时间或进程	医保	批文家数
其他	渡洛捷	片剂	前列腺增生引起的排尿困难	中药	2006	医保工伤用药	多
	天麻丸	丸剂					
	小金丸	丸剂					
	冰连清咽喷雾剂	喷雾剂	清热解毒, 消肿止痛。	中药	2011	非医保	2
	肾石通颗粒	颗粒剂					
	注射用盐酸罗哌卡因	注射剂					
	尅痹胶囊	胶囊					
	瘀血痹片	片剂					
	乙肝清热解毒颗粒	颗粒剂					
	盐酸非索非那定	片剂					
盐酸氨溴索	口服液						

数据来源: 西南证券整理

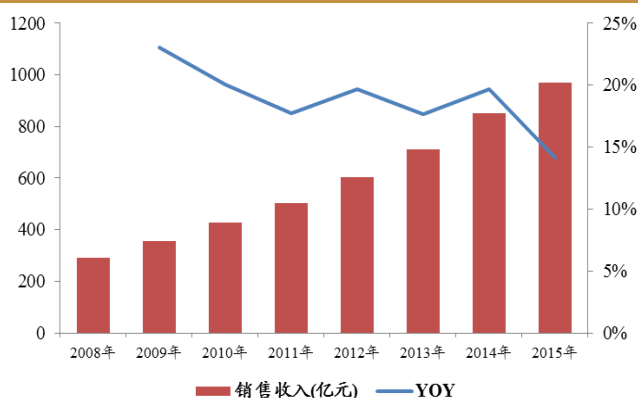
3.2 注射转口服, 抗肿瘤条线表现突出

近年来中药注射液行业发展陷入困境, 行业发展阻力较大, 据中国产业信息网数据, 2015年国内中药注射剂市场规模 882 亿元, 同比增速 1.4%, 低于中成药板块增速 6 个百分点。公司深入了解行业现状, 积极进行战略调整, 抗肿瘤条线积极转型, 具体产品华蟾素注射液向口服等剂型发展成为公司新的增长动力。

3.2.1 抗肿瘤药的市场规模大, 增长趋势明显

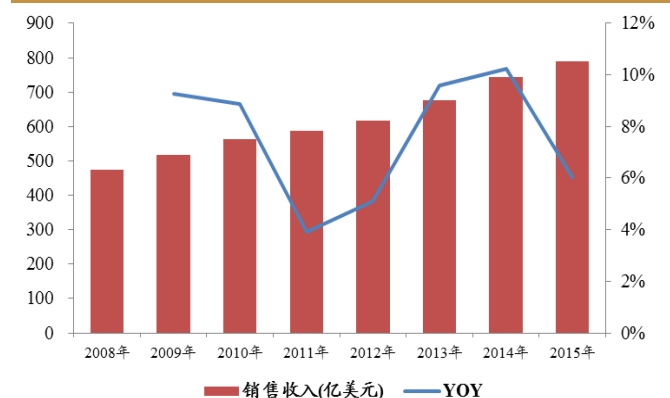
抗肿瘤药又称抗癌药, 主要指直接杀灭肿瘤细胞而起作用的药物。由于人口老龄化的加速、环境污染以及不健康的生活方式等, 每年癌症患者的数量都在增加。抗肿瘤药品是目前全球用药的第一大治疗领域, 2015 年全球抗肿瘤药的销售规模高达 789 亿美元, 占全球药品销售规模的 8.27%。近几年, 我国抗肿瘤药物的市场规模也在逐步增长, 由 2008 年的 289.86 亿元增加到 2015 年的 970.01 亿元, 增长率高达 234.65%。

图 37: 全球肿瘤药市场规模及增速



数据来源: 中商情报网, 西南证券整理

图 38: 我国肿瘤药市场规模及增速

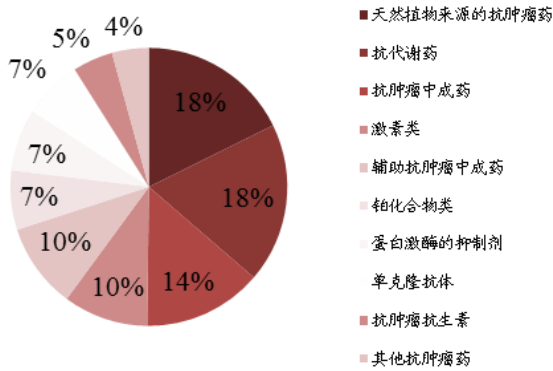


数据来源: 中商情报网, 西南证券整理

3.2.2 抗肿瘤药分类及市场占比

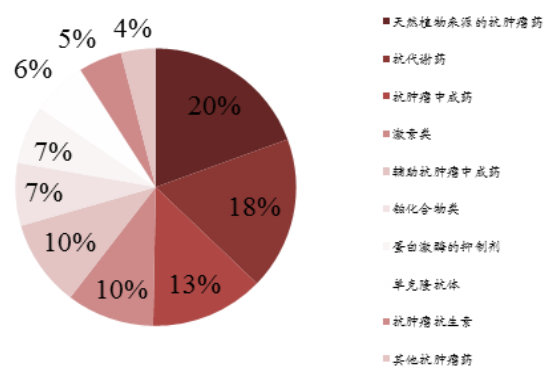
我国抗肿瘤药分类中，天然植物来源的抗肿瘤药物占据 18% 的市场份额，其次是抗代谢类、抗肿瘤中成药、激素类以及辅助抗肿瘤中成药。

图 39：抗肿瘤药分类市场占比（按金额）



数据来源：健康网，西南证券整理

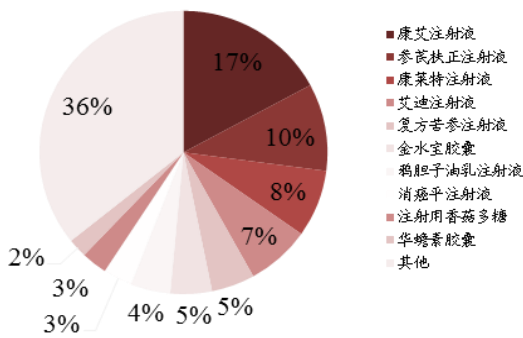
图 40：抗肿瘤药分类市场占比（按数量）



数据来源：健康网，西南证券整理

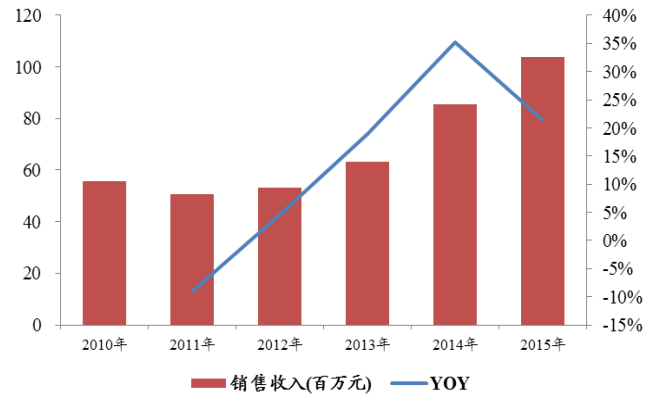
根据“2015 年全国药店周第 10 届中国制药工业百强年会”，标点信息 PICO 发布的《2015 年度中国医药市场发展蓝皮书》，抗肿瘤中成药市场在抗肿瘤市场占据重要地位，公司华蟾素为抗肿瘤中成药大类。

图 41：中国城市公立医院 2015 抗肿瘤中成药市场份额



数据来源：米内网，西南证券整理

图 42：2010-2015 年华蟾素系列产品重点医院销售情况



数据来源：PDB，西南证券整理

抗肿瘤中成药是公司核心产品之一，主要包括华蟾素注射液、华蟾素片、华蟾素口服液、鸦胆子油软胶囊等。2015 年该类药物市场销售额大于 2 亿，近几年虽然中药注射液行业发展遇到瓶颈，但公司的注射液产品具有良好的口碑，预计短期调整后，长期有望成为行业的收益者。

华蟾素系列产品可以解毒，消肿，止痛，主要用于中、晚期肿瘤，慢性乙型肝炎等症。近年来该产品市场销售份额逐年增加，产品占 2015 年抗肿瘤中成药市场份额为 2.17%。

表 12：公司主要抗肿瘤中成药情况

药品名称	剂型	用途	类型	获批时间或进程	医保	批文家数
华蟾素注射液	注射液	用于中、晚期肿瘤，慢性乙型肝炎等症	中药	2009	医保	独家
华蟾素片	片剂	用于中、晚期肿瘤，慢性乙型肝炎等症	中药	2015	非医保	独家
华蟾素口服液	口服液	用于邪毒壅聚所致的中、晚期肿瘤，慢性乙型肝炎等症	中药		医保	独家

数据来源：药智网，西南证券整理

华蟾素产品有注射剂、片剂以及口服液，主要用于肿瘤以及慢性病的治疗，该品种整体保持稳健增长。2015 年以来，中标情况良好，我们认为随着口服制剂替代注射剂以及新中标地区渠道的开拓，华蟾素有望整体持续稳健增长。

表 13：2015 年以来华蟾素注射液中标情况

地区	时间	规格	单位	价格
上海	2015.09	10ml	支/瓶	40
福建	2015.12	10ml	盒	176.43
湖北	2016.01	5ml	盒	213.02
天津	2016.03	10ml	支	35.29
广东	2016.07	10ml	支	38.14
四川	2016.08	10ml	支	40.52
重庆	2016.08	5ml	支	21.89
广东	2016.08	5ml	支	19.61
山东	2016.09	5ml	支	20.8
湖北	2016.09	5ml	盒	176.45
		10ml	盒	195
广东	2016.09	5ml	支	19.61
		10ml	支	38.14
四川	2016.10	5ml	支	20.1
		10ml	支	40.52
重庆	2016.11	10ml	支	41.81
		5ml	支	21.89

数据来源：药智网，西南证券整理

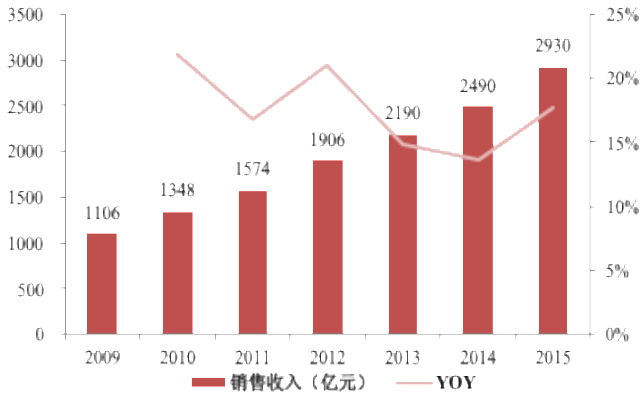
3.3 领跑心血管用药第二集团

心脑血管疾病是心血管疾病和脑血管疾病的统称，其具有高患病率、高致残率、高复发率和高死亡率特点。随着居民生活水平的不断提高，缺乏健康的生活方式，心脑血管病的发病人数持续增加，并呈现年轻化趋势。研究显示，中国心血管和脑血管病的死亡率高于欧美日等发达国家，2015 年城市居民死亡率位居中国第一。由于其高复发性与长期用药性的特点，加之庞大的病患基数，市场空间巨大，未来需求可期。

3.3.1 心血管用药市场规模大，增长趋势加快

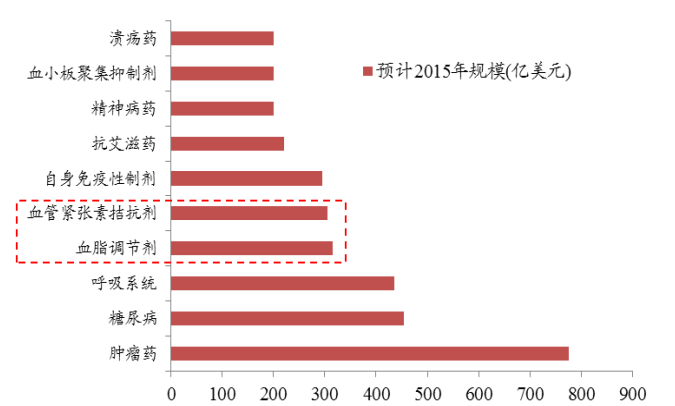
在我国，心脑血管药物具有较大的市场份额。2009年至2015年，心脑血管药物销售收入由1106亿元增长至2930亿元，复合增长率达到17.6%，呈现出快速增长态势。

图 43：我国心脑血管市场总量销售情况



数据来源：2015 中国卫生和计划生育统计年鉴，西南证券整理

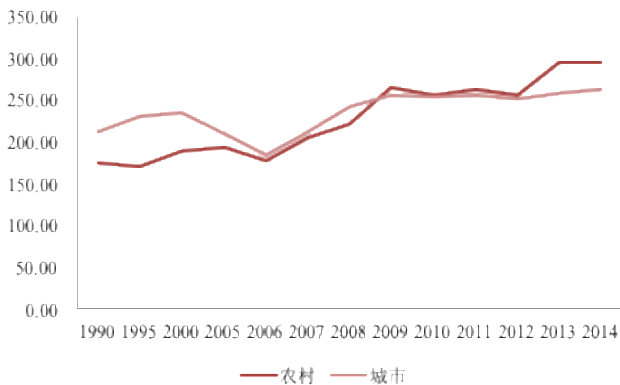
图 44：各类药物市场规模



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

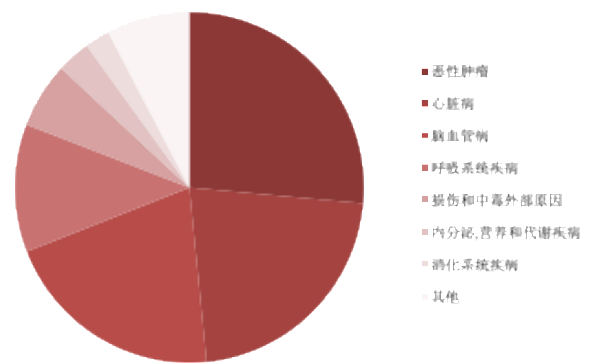
据世界卫生组织数据，全球每年心脏病致死1700多万人。在中国，每5例死亡中就有2例死于心血管疾病，成为中国城市居民主要疾病死因。自1990年以来，心血管病死亡率不断上升。随着医疗水平和人们诊疗意识的提高，2009年以后，城市居民死亡率得到有效控制，农村死亡率高于城市。

图 45：中国居民心血管病死亡率变化



数据来源：2015 中国卫生和计划生育统计年鉴，西南证券整理

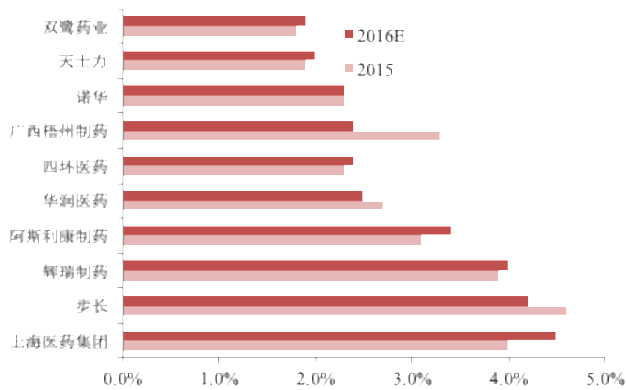
图 46：中国城市居民主要疾病死因构成



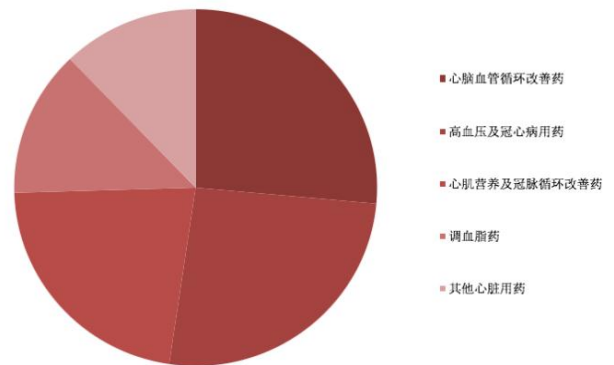
数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

3.3.2 领跑心血管用药第二集团

上海医药集团、步长集团和辉瑞制药长期占据中国心血管系统用药市场的领先地位。阿斯利康和华润医药领跑第二集团。

图 47: 各品类心血管系统用药市场份额 (TOP10)


数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

图 48: 《中国心血管病报告 2015》心脑血管病药品数据


数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

随着技术的发展、人们医疗意识的增加, 心血管系统药物市场日趋成熟, 销售额稳步增长。2015 年已有 15 个药物踏入 30 亿元俱乐部, 其中广西梧州制药生产的注射用血栓通销售额超过 80 亿元。

表 14: 心血管系统药物销售额排名

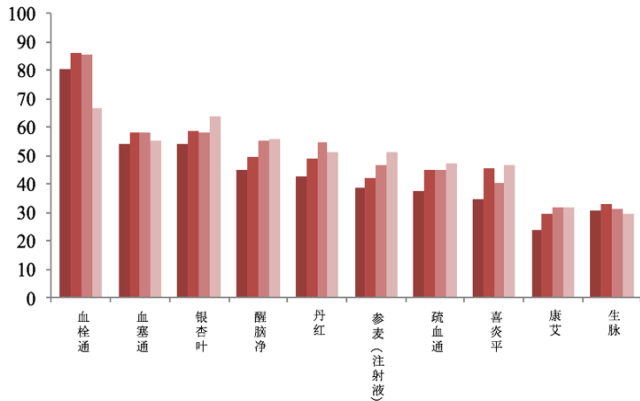
排名	心血管系统药物	生产企业	2015 年销售额 (亿元)
1	注射用血栓通	广西梧州制药	80.35
2	阿托伐他汀钙片	辉瑞制药	56.47
3	丹红注射液	步长制药	54.68
4	注射用复合辅酶	北京双鹭药业	46.25
5	疏通通注射液	牡丹江友博	45.19
6	苯胺酸氯氯地平片	辉瑞制药	38.77
7	脑心通胶囊	步长制药	38.43
8	马来酸桂哌齐特注射液	北京四环制药	38.03
9	硝苯地平控释片	拜耳医药保健	37.77
10	前列地尔注射液	北京泰德制药	36.25
11	丹参川芎嗪注射液	康恩贝	36.14
12	复方丹参滴丸	天士力	34.47
13	缬沙坦胶囊	诺华	33.43
14	丹参酮 II A 磺酸钠注射液	上海医药集团	32.25
15	苯磺酸左旋氨氯地平片	施惠达药业集团 (吉林)	30.75

数据来源: CMH, 西南证券整理

3.3.3 参麦注射液销售额稳步上涨

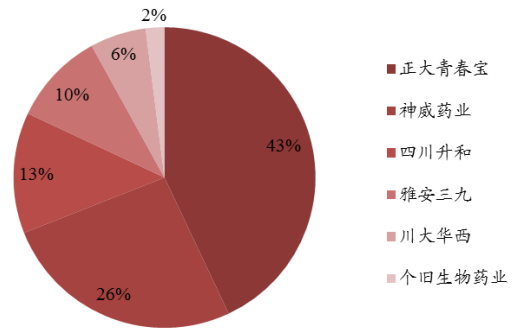
由于医保控费、医院调整药占比、规范临床路径变化等一系列原因, 2013 年以来, 心血管系统疾病主要中药注射剂主要品种销售额均产生一定波动。但其中华润三九产品参麦注射液销售额呈现稳步上涨趋势, 2013 年至 2015 年, 销售额从 38.47 亿元增加到 46.92 亿元, 同比增长 11.69%, 2016 年市场规模超过 50 亿元。

图 49：2013-2016 年中药注射剂品种 TOP10 销售额（亿元）



数据来源：米内网，西南证券整理

图 50：中国城市公立医院参麦注射液竞争格局

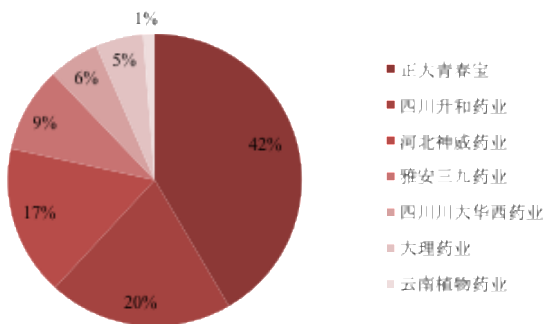


数据来源：米内网，西南证券整理

参麦注射液和参附注射液，均被列入国家医保目录（甲类）。参麦注射液是进入国家医保甲类的老品种，同时也是《国家基本药物目录（2012 版）》产品。根据防治必需、安全有效、价格合理、使用方便、中西药并重、基本保障、临床首选的原则，基药目录为公众提供了价格合理、有足够保障、可公平获得的药品。入选基药目录使得参麦注射液基层市场需求被快速拉大，2013 年以来，在中药注射剂整体增幅较小的情况下，参麦注射剂销售额上升明显。

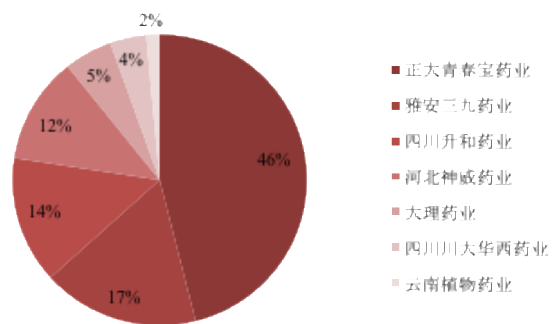
从竞争格局上看，上海医药旗下的正大青春宝长期占据份额第一，是当之无愧的龙头。雅安三九药业处于不断上升状态。在中国城市公立医院前十份额企业中，2013 年到 2015 年市场份额从 10%增长到 17%，从市场第四跃居第二。

图 51：中国城市公立医院参麦注射液前十企业份额格局



数据来源：米内网，西南证券整理

图 52：中国城市公立医院参麦注射液前十企业份额格局



数据来源：米内网，西南证券整理

2013 年，雅安三九《参附注射液品质控制与产业化关键技术应用》项目获 2013 年度国家科学技术进步奖二等奖，是中药注射剂行业唯一获得二等奖的项目。2015 年，《基于活性成分中药质量控制新技术及在药材和红花注射液等中的应用》再次获得二等奖。鱼腥草、麦冬、附子、红花 4 个基地先后通过国家 GAP 认证，很好发挥了帮助企业聚焦产品力、提升市场竞争力的作用，取得良好成效。

3.4 抗感染新泰林与公司原有抗生素业务形成协同

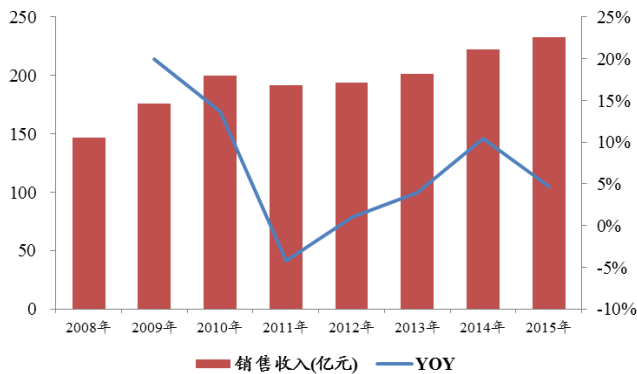
感染类疾病是指当病原微生物或条件致病性微生物侵入宿主后, 进行生长繁殖, 并释放毒素, 或导致机体内微生态平衡失调的病理生理性疾病。抗感染药物是指具有杀灭或抑制各种病原微生物作用, 通过口服、肌肉注射、静脉注射等方式应用的药物。

抗感染业务通过并购浙江众益, 补充了包括阿奇霉素肠溶胶囊在内的优质口服抗生素品种, 并丰富了消化系统、呼吸系统等多个品类的产品线。同时, 浙江众益在基层医疗市场覆盖较广, 有较好的市场基础, 可与公司原有抗生素业务形成协同。

3.4.1 抗感染药市场规模及分类

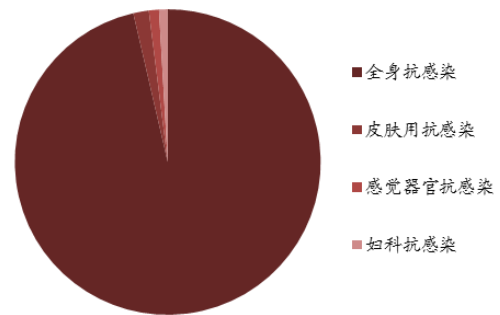
抗感染药品种丰富, 种类繁多, 主要分为全身抗感染药、皮肤用抗感染药、感觉器官抗感染药、妇科抗感染药。全身性抗感染药占市场总量为 96.38%, 几乎占据了整个抗感染药市场。

图 53: 全国重点城市医院抗感染类药物销售情况



数据来源: 中国报告网, 西南证券整理

图 54: 中国重点城市样本医院抗感染临床用药分类比重



数据来源: 西南证券整理

3.4.2 全身性抗感染药市场位列前十

据中康 CMH 监测数据显示, 2015 年全身性抗感染药市场前十企业规模为 596.8 亿元, 同比增长 10.4%, 前十企业合计份额为 29.8%。

表 15: 2015 年全身性抗感染药市场 TOP10 企业

排名	企业名称	市场占比
1	广州白云山	4.5%
2	哈药集团	4.3%
3	国药集团	3.4%
4	山东罗欣药业	3.1%
5	辉瑞制药	3.5%
6	扬子江药业	2.2%
7	华润医药	2.5%
8	华北制药股份	2.5%
9	瑞阳制药	2.1%
10	正大天晴	1.8%

数据来源: 中康 CMH, 西南证券整理

据中康 CMH 监测数据显示，2015 年全身性抗感染用药 TOP10 品牌总规模为 275.9 亿元，较 2014 年增长 4.7%，top10 合计份额为 11.4%，可见全身性抗感染用药品牌众多，市场尤为分散。

表 16：全身性抗感染用药 TOP10 品牌

排名	品牌	市场占比
1	注射用头孢硫脒（广药白云山）	1.8%
2	注射用五水头孢唑林钠（华润）	1.4%
3	恩替卡韦片（百时美施贵宝）	1.4%
4	注射用头孢唑肟钠（山东罗欣药业）	1%
5	注射用盐酸头孢替安（哈药集团）	1%
6	注射用头孢他啶（含碳酸钠）（海灵化学制药）	1.2%
7	恩替卡韦分散片（正大天晴）	0.9%
8	注射用亚胺培南西司他丁钠（默沙东）	0.9%
9	盐酸莫西沙星氯化钠注射液（拜耳医药保健）	0.8%
10	拉米夫定片（葛兰素史克）	1%

数据来源：中康 CMH，西南证券整理

3.4.3 五水头孢唑林钠（新泰林）增长良好

抗感染药一直是华润三九的核心产品之一，2016 年公司抗感染药销售额超过 7 亿元。抗感染业务中，新泰林通过调整营销策略实现良好增长；众益制药业务整合进展顺利，完成产品分线管理，协同拓展产品销售渠道，实现业务在医院、基层医疗机构协同运作，助力阿奇霉素肠溶胶囊、红霉素肠溶胶囊等产品的增长。受 2016 年度众益制药合并报表影响，抗感染业务实现了快速增长。

抗感染业务将努力实现新泰林销量的稳定，借助各地招标工作的陆续推进，重点开拓基层医疗市场，实现阿奇霉素肠溶胶囊等口服抗生素产品的快速增长。

表 17：近期注射用五水头孢唑林钠中标情况

地点	时间	规格	剂型	单位	中标价（元）
四川	2016-12-02	1.0g	注射剂	支	43.47
重庆	2016-11-28	1.0g	溶媒结晶	支	45.34
山东	2016-09-20	1.0g	注射用无菌粉末	支	43.65
湖北	2016-09-01	1.0g	粉针剂	瓶	42.6
上海	2016-07-01	1.0g	注射剂	瓶	42.58
广西	2015-04-09	0.5g	注射剂	支	26.67
海南	2014-10-31	1.0g	溶媒结晶粉针剂	支	46.26
吉林	2014-05-26	1.0g	溶媒结晶粉针剂	支	44.7

数据来源：药智网，西南证券整理

3.5 中药配方颗粒先发优势明显，强者恒强

中药配方颗粒是公司处方药的核心业务之一，具有良好的发展潜力。公司致力于打造“原质原味”的配方颗粒产品系列，重视从药材资源到产品的全产业链建设，持续开展基础研究和临床项目，提升产品数量，并以现有 GAP 种植基地为基础，开展道地药材研究，扩大种植基地，不断提升产品力。在市场推广中，以智能化中药房为依托，强化与终端的深度合作。报告期内，配方颗粒业务实现了超过 40% 的快速增长。此外，淮北基地二期建设项目已动工，将有效补充配方颗粒产能，满足未来销售需求。

配方颗粒方面公司有约 600 个单味品种，业务覆盖全国 20 多个省份，其中销量较大的省份包括广东、河南、山东等地。公司未来将聚焦加强药材种植基地建设以及药材种源研究，并通过智能化中药房为客户提供更加优质的服务，把握行业机遇，以产业链的整体能力促进业务实现快速增长。配方颗粒行业未来将逐渐放开，公司看好配方颗粒对于传统饮片的替代，预计放开后市场扩容将带来更大的增长空间。同时，在配方颗粒业务领域公司已经累积了一定的先发优势，包括在中药材种源研究、种植基地建设、业务规模、医院客户资源等多个方面，未来业务有望保持良好的增长。

国内中药颗粒市场只有中国中药（天江药业）、华润三九（安徽金蟾）、红日药业（康仁堂）、南宁培力药业和四川新绿色药业五家企业，其中公司中药配方颗粒产品规模超 15 亿元，市场份额占比约 13%，位居行业前列。

图 55：全国试点中药配方颗粒生产企业情况

中药复方颗粒	可产配方颗粒种类	销售地区	15 年销售规模
中国中药	600	全国	约 39 亿元
华润三九	600	全国	15.9 亿元
红日药业	>500	京津	约 14 亿元
新绿色		西南	
培力控股	677	港澳、京津、东北	约 4 亿元

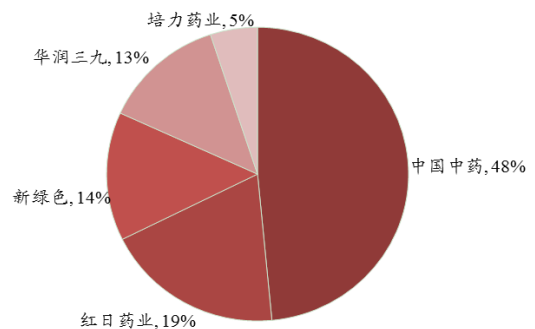
数据来源：各公司公告，西南证券整理

我们认为公司为最早中药配方颗粒试点生产企业之一，先发优势明显，政策放开后中药配方颗粒有望明显增厚公司业绩：1) 全产业链建设，具备 GAP 中药材基地，致力打造“原质原味”的配方颗粒；2) 产品种类 600 多个，居行业前列；3) 渠道覆盖全国近 2000 家医院和医疗机构。

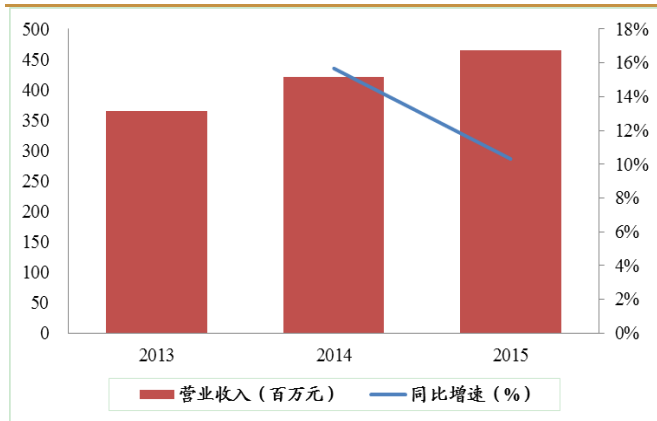
3.6 圣火药业补充口服产品线，协同效应明显

公司 18.9 亿元收购圣火药业 100% 股权，圣火医药从美国引进的软胶囊生产线，软胶囊生产技术居国内领先水平。2015 年圣火医药实现营业收入 4.65 亿元，净利润 9753 万元，近年来利润增速明显高于营收增速，主要原因是营业成本的大幅降低，2016 年承诺净利润为 1 亿元。

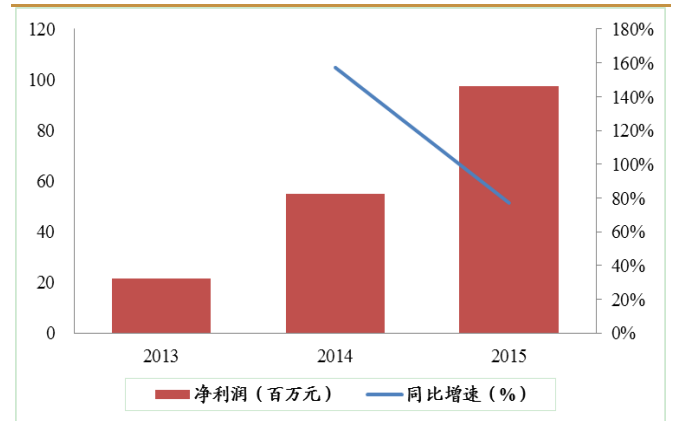
图 56：中药配方颗粒市场格局



数据来源：各公司公告，西南证券整理

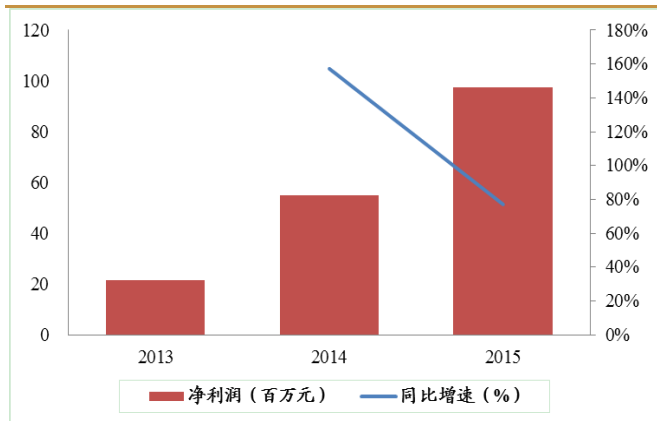
图 57: 2013-2015 年圣火药业营收情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

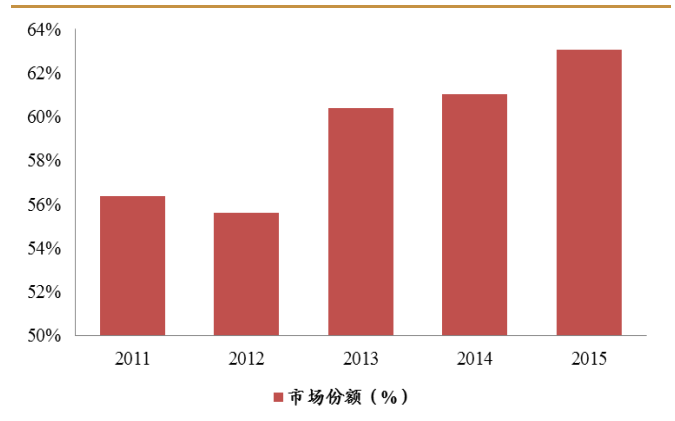
图 58: 2013-2015 年圣火药业净利润情况


数据来源: 公司公告, 西南证券整理

圣火药业软胶囊主要品种“理洩王”牌血塞通软胶囊为国家中药保护、优质优价产品,且国内仅有昆药集团有同类批文,2014 年销售规模达 4 亿元,市场占有率居同类产品前列。据 PDB 样本医院数据分析,2015 年公司血塞通软胶囊销售占比居行业首位。

图 59: “理洩王”血塞通 PDB 重点医院销售情况


数据来源: PDB, 西南证券整理

图 60: PDB 重点医院中圣火医药血塞通软胶囊销售占比


数据来源: PDB, 西南证券整理

我们认为公司收购圣火药业意义主要有三点: 1) 完善产品线, 并购前心脑血管产品以注射剂为主, 剂型单一, 政策影响导致营收下滑, 并购后, 心血管软胶囊制剂将补齐公司口服制剂短板, 同时整合心血管资源; 2) 圣火药业主打产品“理洩王”牌血塞通软胶囊, 活性成分为三七总皂苷, 药理机制明确, 疗效显著, 具有良好的市场基础, 公司未来有望凭借自身优势逐步向三七产业链上下游拓展, 借助三九终端优势和品牌开发经验开发大健康产品; 3) 圣火医药具有国内领先的软胶囊生产线, 公司其他产品有望借助该产品线开发其他品种的口服剂型。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测基本假设

关键假设：

1) 假设公司非处方药条线稳定增长，凭借独家品种及高市场占有率的优势，有涨价预期，参考市场上其他 OTC 品种及公司历史涨价幅度，预计公司重点品种的涨价幅度在 8% 左右；

2) 假设公司在处方药条线上持续转型顺利，华蟾素等口服剂型比例持续扩大，后期注射剂比例下降到 50% 以下；

3) 预计公司中药配方颗粒金蟾二期 2017 年顺利建成，建成后产能提升 60%；

4) 预计受医保控费影响毛利率略有下滑，期间费用率保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 18：分业务收入及毛利率

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
合计				
营业收入	8,981.72	10,345.8	11,507.7	13,027.9
yoy	13.69%	15.19%	11.23%	13.21%
营业成本	3,362.27	3,902.9	4,273.9	4,792.5
毛利率	62.57%	62.28%	62.86%	63.21%
非处方药				
收入	4,689.45	5,017.71	5,469.31	6,070.93
yoy	7.06%	7.00%	9.00%	11.00%
成本	1,941.01	1,956.91	2,105.68	2,337.31
毛利率	58.61%	61.00%	61.50%	61.50%
中药处方药				
收入	3,795.07	4,288.43	4,931.69	5,770.08
yoy	24.97%	13.00%	15.00%	17.00%
成本	1,039.19	1,458.07	1,664.45	1,932.98
毛利率	72.62%	66.00%	66.25%	66.50%
包装印刷				
收入	453.46	457.99	462.57	467.20
yoy	13.55%	1.00%	1.00%	1.00%
成本	362.77	366.40	370.06	373.76
毛利率	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
海外贸易				
收入	18.48	19.03	19.61	20.19
yoy	-46.61%	3.00%	3.00%	3.00%

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
成本	14.23	14.66	15.10	15.55
毛利率	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%
昆明圣火 (16年 Q4 并表)				
收入	511.48	562.63	624.52	699.46
yoy	10.00%	10.00%	11.00%	12.00%
成本	98.53	106.90	118.66	132.90
毛利率	80.74%	81.00%	81.00%	81.00%

数据来源：公司公告，西南证券

4.2 绝对估值

关键假设如下：

- 1) 永续期增长率为 2%；
- 2) 无杠杆 β 系数选用 Wind 数据 0.91；
- 3) 税率：保持 25% 稳定税率。

表 19：绝对估值假设条件

估值假设	数值
过渡期年数	5
永续期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.50%
市场组合报酬率 Rm	11.02%
有效税率 Tx	25.00%
过渡期增长率	15.00%
β 系数	0.91
债务资本成本 Kd	5.60%
债务资本比重 Wd	2.02%
股权资本成本 Ke	10.42%
WACC	10.29%

数据来源：wind，西南证券

表 20：FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
FCFF	235.78
EBIT	1723.17
EBIT* (1-所得税税率)	1445.37
折旧与摊销	285.82
营运资金的净变动	206.60
核心企业价值	17992.91

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)
净债务价值	(132.88)
股票价值	18125.79
每股价值	18.52

数据来源: wind, 西南证券

表 21: FCFF 估值敏感性分析

WACC	9.29%	9.79%	10.29%	10.79%	11.29%
2.0%	19.61	18.15	16.88	15.75	14.74
2.5%	20.68	19.06	17.64	16.41	15.31
3.0%	21.92	20.09	18.52	17.15	15.95
3.5%	23.37	21.29	19.52	18.00	16.67
4.0%	25.10	22.69	20.68	18.97	17.49

数据来源: wind, 西南证券

从绝对估值看, 公司每股内在价值约 18.52 元。

4.3 相对估值

我们选取行业内可比的东阿阿胶、天士力、云南白药等 9 家公司, 上述 9 家公司 wind 一致预期对应 2017-2019 年 PE 均值分别为 27 倍、23 倍、19 倍。预计 2017 年公司 EPS 为 1.51 元, 对应价值为 $1.51 \times 26.88 = 40.59$ 元。

表 22: 可比上市公司估值

公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
		2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
云南白药	90.60	3.26	3.76	4.34	28.81	24.97	21.62
天士力	39.82	1.40	1.67	1.97	28.42	23.88	20.24
马应龙	21.74	0.69	0.77	0.85	31.71	28.10	25.50
以岭药业	17.35	0.56	0.68	0.82	31.08	25.64	21.21
羚锐制药	11.03	0.38	0.51	0.66	29.13	21.76	16.60
康缘药业	16.54	0.71	0.84	0.99	23.28	19.74	16.65
益佰制药	15.18	0.65	0.79	0.95	23.38	19.21	15.95
上海凯宝	7.35	0.29	0.31	0.34	25.58	23.85	21.78
东阿阿胶	68.58	3.34	3.91	4.55	20.54	17.54	15.08
均值					26.88	22.74	19.40

数据来源: Wind, 西南证券。股价以 7 月 6 日收盘价计算

综合上述分析, 华润三九对应 2017 年目标价为 40.59 元, 维持“买入”评级。

5 风险提示

1) 药品推广进度或不达预期

公司产品销售以 OTC 渠道为主，营销人员积极性受激励政策影响较大，或由于激励不到位造成推广进度不达预期；

2) 并购整合进度或低于预期

公司进行了多次收购，由于存在跨地区文化差异，或产生较大管理费用，并购整合进度或低于预期；

3) 产品提价后销量或下降的风险

公司 OTC 产品虽然品牌优势较强，但由于竞争也较为激烈，产品一旦提交，或导致销量下降；

4) 原材料价格上涨的风险

公司部分品种原材料价格长期处于高位，若继续上涨将对公司毛利率造成一定压力；

5) 中药注射剂或有更严厉政策打压出台，若公司口服剂型不能及时放量，或对公司收入构成一定压力。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	8981.72	10345.80	11507.70	13027.86	净利润	1207.76	1494.46	1699.63	1938.59
营业成本	3362.27	3902.93	4273.94	4792.49	折旧与摊销	305.73	285.82	304.94	315.00
营业税金及附加	150.69	152.48	171.53	195.65	财务费用	14.29	21.92	19.97	16.90
销售费用	3279.53	3526.50	3953.73	4504.22	资产减值损失	36.93	36.00	36.00	36.00
管理费用	873.65	1019.72	1133.96	1281.81	经营营运资本变动	544.12	206.60	-129.23	-94.85
财务费用	14.29	21.92	19.97	16.90	其他	-716.68	-47.61	-51.08	-51.53
资产减值损失	36.93	36.00	36.00	36.00	经营活动现金流净额	1392.14	1997.18	1880.24	2160.11
投资收益	29.36	15.00	15.00	15.00	资本支出	-1773.74	-1702.00	-1130.00	-1130.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	549.50	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	-1224.24	-1687.00	-1115.00	-1115.00
营业利润	1293.73	1701.25	1933.56	2215.79	短期借款	19.88	-19.88	0.00	0.00
其他非经营损益	159.47	80.45	94.75	100.00	长期借款	-0.23	0.00	0.00	0.00
利润总额	1453.20	1781.69	2028.31	2315.80	股权融资	-7.28	0.00	0.00	0.00
所得税	245.44	287.23	328.67	377.20	支付股利	-146.84	-140.80	-174.22	-198.14
净利润	1207.76	1494.46	1699.63	1938.59	其他	-89.76	-11.94	-19.97	-16.90
少数股东损益	9.92	12.27	13.96	15.92	筹资活动现金流净额	-224.22	-172.61	-194.19	-215.03
归属母公司股东净利润	1197.84	1482.19	1685.67	1922.67	现金流量净额	-54.33	137.57	571.06	830.08
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	910.82	1048.39	1619.45	2449.53	成长能力				
应收和预付款项	2859.29	3037.15	3447.35	3915.91	销售收入增长率	13.69%	15.19%	11.23%	13.21%
存货	904.79	1049.33	1150.91	1293.31	营业利润增长率	-10.32%	31.50%	13.66%	14.60%
其他流动资产	407.56	469.45	522.17	591.15	净利润增长率	-5.25%	23.74%	13.73%	14.06%
长期股权投资	5.71	5.71	5.71	5.71	EBITDA 增长率	-5.32%	24.49%	12.42%	12.81%
投资性房地产	15.06	15.06	15.06	15.06	获利能力				
固定资产和在建工程	3272.32	3275.03	3146.61	3008.14	毛利率	62.57%	62.28%	62.86%	63.21%
无形资产和开发支出	4979.29	6398.13	7356.96	8315.79	三费率	46.40%	44.15%	44.38%	44.54%
其他非流动资产	196.90	191.54	186.18	180.82	净利率	13.45%	14.45%	14.77%	14.88%
资产总计	13551.75	15489.79	17450.42	19775.43	ROE	13.85%	14.82%	14.64%	14.52%
短期借款	19.88	0.00	0.00	0.00	ROA	8.91%	9.65%	9.74%	9.80%
应付和预收款项	1883.46	2174.87	2402.25	2696.33	ROIC	12.88%	14.84%	14.95%	15.55%
长期借款	0.45	0.45	0.45	0.45	EBITDA/销售收入	17.97%	19.42%	19.63%	19.56%
其他负债	2926.60	3229.24	3437.07	3727.55	营运能力				
负债合计	4830.39	5404.56	5839.77	6424.33	总资产周转率	0.70	0.71	0.70	0.70
股本	978.90	978.90	978.90	978.90	固定资产周转率	3.17	3.33	3.53	4.07
资本公积	1101.08	1101.08	1101.08	1101.08	应收账款周转率	8.04	7.85	8.22	8.07
留存收益	6545.25	7886.64	9398.10	11122.64	存货周转率	3.62	3.93	3.82	3.86
归属母公司股东权益	8615.02	9966.62	11478.08	13202.61	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	98.80%	—	—	—
少数股东权益	106.33	118.61	132.57	148.49	资本结构				
股东权益合计	8721.36	10085.23	11610.64	13351.10	资产负债率	35.64%	34.89%	33.46%	32.49%
负债和股东权益合计	13551.75	15489.79	17450.42	19775.43	带息债务/总负债	10.76%	9.25%	8.56%	7.78%
					流动比率	1.34	1.29	1.41	1.53
					速动比率	1.10	1.04	1.17	1.29
					股利支付率	12.26%	9.50%	10.34%	10.31%
					每股指标				
					每股收益	1.22	1.51	1.72	1.96
					每股净资产	8.91	10.30	11.86	13.64
					每股经营现金	1.42	2.04	1.92	2.21
					每股股利	0.15	0.14	0.18	0.20
业绩和估值指标									
EBITDA	1613.75	2008.99	2258.47	2547.70					
PE	24.30	19.64	17.27	15.14					
PB	3.34	2.89	2.51	2.18					
PS	3.24	2.81	2.53	2.23					
EV/EBITDA	17.68	14.12	12.31	10.59					
股息率	0.50%	0.48%	0.60%	0.68%					

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。

本报告仅供本公司客户使用，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 15 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
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@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
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@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