

CHC 和处方药齐头并进，持续成长前景可期

投资要点

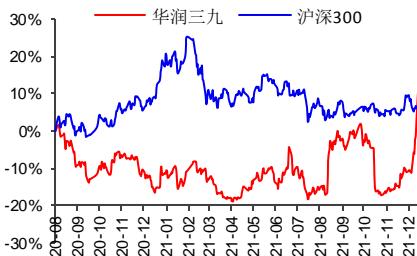
- 投资逻辑：**1) 2021年公司发布股权激励，多维度股权激励考核方案激发增长动能；2) 公司三九品牌认知度高，未来仍具一定提价空间，同时CHC业务持续拓展市场边界，近几年复合增速保持在10%以上，长期空间广阔；3) 处方药业务探索转型，其中中药配方颗粒收入达到30亿体量，有望继续加速增长，成为新增长点。
- 多维度股权激励考核方案激发增长动能。**2021年12月2日，公司公告2021年限制性股票激励计划（草案），拟向对象授予978.9万股，占计划公告时公司总股本的1.0%。本次股权激励业绩考核目标为：1) 2022-2024年归母扣非净资产收益率不低于10.15%/10.16%/10.17%，且不低于对标企业75分位水平；2) 以2020年为基准，2022-2024年归母扣非净利润年复合增长率均不低于10.0%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平；3) 2022-2024年总资产周转率不低于0.69/0.70/0.72，多维度股权激励考核方案激发增长动能。
- 三九品牌认知度高，CHC业务持续拓展市场边界。**公司CHC业务产品覆盖领域广，涵盖了感冒药、胃肠道用药、皮肤病用药、止咳化痰药等，公司“999”系列品牌价值具备稀缺性，市场认可度高，未来随着产品线持续扩张、终端布局加速完善、营销模式推陈出新，“999”系列明星品牌仍具有提价潜力，利润快速增长具有较大确定性。有别于传统OTC对药品的局限，CHC涵盖业务范围更加广阔，目前公司持续向大健康领域拓展，未来成长空间广阔。
- 处方药业务探索转型，中药配方颗粒有望成为新增长点。**公司处方药业务不断调整产品结构，中药注射剂占比逐年下降，抗感染和其他专科药品占比也持续下降。公司大力发展中药配方颗粒业务，已经成为中药配方颗粒龙头企业，2020年在中药配方颗粒市场市占率超过10%，可以生产600余种单味配方颗粒品种。配方颗粒业务市场空间较大，配方颗粒业务需要全产业链能力，行业监管较严，进入壁垒较高，公司作为先发企业，在产品布局和产品质量上具有较大优势，未来有望领跑行业。
- 盈利预测。**预计2021-2023年公司归母净利润复合增速有望达到22%，2021年，公司发布股权激励，未来业绩增速确定性强。公司CHC业务产品覆盖领域广阔，品牌力强，有望保持较快增长，同时，中药配方颗粒有望成为新增长点，长期成长空间广阔。
- 风险提示：**原材料价格或大幅波动，提价不及预期，研发不及预期风险。

西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxy@swsc.com.cn

分析师：马云涛
执业证号：S1250520090001
电话：021-68416017
邮箱：myt@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)	23.55-39.57
总市值(亿元)	363.86
总资产(亿元)	226.22
每股净资产(元)	15.30

相关研究

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13637.26	15565.79	17492.33	19263.06
增长率	-7.24%	14.14%	12.38%	10.12%
归属母公司净利润(百万元)	1597.49	2000.08	2441.55	2902.91
增长率	-24.38%	25.20%	22.07%	18.90%
每股收益EPS(元)	1.63	2.04	2.49	2.97
净资产收益率ROE	11.51%	13.11%	14.09%	14.69%
PE	23	18	15	13
PB	2.59	2.30	2.03	1.78

数据来源：Wind, 西南证券

目 录

1 华润集团旗下 CHC 和处方药龙头	1
1.1 大型国有控股医药平台，中国医药健康产业引领者	1
1.2 内生+外延双轮驱动，助力公司业绩高速增长	4
2 OTC 明星企业，品牌价值极具稀缺性	9
2.1 品牌：三九品牌认知度高，业绩持续稳健增长	9
2.2 产品：品类丰富，CHC 业务持续拓展市场边界	11
3 处方药业务探索转型，中药配方颗粒有望成为新增长点	17
3.1 专科线业务：持续强化专科品类，开拓慢病专病市场	17
3.2 中药配方颗粒业务：剂型替代或将成为趋势，行业龙头增长动力强劲	18
4 中药行业利好政策不断，新零售时代加速价值变现	19
4.1 行业利好政策密集出台，中药消费品有望业绩爆发	19
4.2 成熟终端布局+创新营销模式，品牌价值变现加速	19
4.3 产品边界持续延伸，探索大健康蓝海市场未来可期	20
5 盈利预测与估值	22
5.1 盈利预测	22
5.2 相对估值	23
6 风险提示	23

图 目 录

图 1: 华润集团发展简史	1
图 2: 华润医药集团股权结构	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两大战略路径	3
图 6: 华润三九股权结构	4
图 7: 华润三九网群布局全国	5
图 8: 公司近年营业收入增长趋势 (2016-2021Q1-3)	6
图 9: 公司近年归母净利润增长趋势 (2016-2021Q1-3)	6
图 10: 公司产品收入结构 (2016-2021H1)	7
图 11: 公司产品毛利结构 (2016-2021H1)	7
图 12: 公司近年期间费率变化趋势 (2016-2021Q1-3)	7
图 13: 公司近年盈利能力变化趋势 (2016-2021H1)	7
图 14: 华润三九“999”明星产品处于市场领先地位	10
图 15: 2016-2021年三九感冒灵终端平均零售价变化趋势	11
图 16: 2016-2021年三九胃泰终端平均零售价变化趋势	11
图 17: 2020年中国OTC市场销售品类结构分布	12
图 18: 公司近年非处方药业务收入 (亿元) 及增速(2012-2021H1)	12
图 19: 2015-2020年中国OTC感冒药市场规模 (亿元)	14
图 20: 2019年中国感冒药零售终端市场格局	14
图 21: 2020年中国感冒咳嗽类OTC (中成药) 产品综合排名	14
图 22: 2021年中国城市实体药店终端感冒中成药厂家市场格局	14
图 23: 2014-2020年中国OTC胃肠用药市场规模 (亿元)	15
图 24: 2019年中国胃肠疾病用药类别占比	15
图 25: 2020年度中国消化类OTC (中成药) 产品综合排名	15
图 26: 公司胃肠消化类主打品牌	15
图 27: 2014-2020年中国OTC皮肤用药市场规模 (亿元)	16
图 28: 2020年中国皮肤病用药类别占比	16
图 29: 2020年度中国皮肤科类OTC (化学药) 产品综合排名	16
图 30: 公司皮肤用药系列产品	16
图 31: 公司近年处方药业务收入 (亿元) 及增速(2012-2021H1)	17
图 32: 2015-2019年重点城市公立医院中药注射剂销售情况	17
图 33: 2020年中药配方颗粒市场竞争格局	18
图 34: 公司持续开展品牌创新，积极尝试跨界营销模式	20
图 35: 2013-2023E中国保健品行业市场规模 (亿元)	21
图 36: 2019年中国保健品市场竞争格局	21
图 37: 公司“999今维多”膳食营养补充剂系列	21

表 目 录

表 1：华润三九重要并购事件.....	4
表 2：华润三九主要子公司情况	5
表 3：华润三九 2021 年限制性股票激励计划涉及对象	8
表 4：2020 年度中国非处方药生产企业综合排名前十企业	9
表 5：BrandZ™ 2020 年最有价值中国品牌 100 强医疗保健领域上榜企业.....	9
表 6：2020 年度中国非处方药黄金品种名单	10
表 7：公司 OTC 及大健康主要产品	12
表 8：分业务收入及毛利率	22
表 9：可比公司估值	23
附表：财务预测与估值	24

1 华润集团旗下 CHC 和处方药龙头

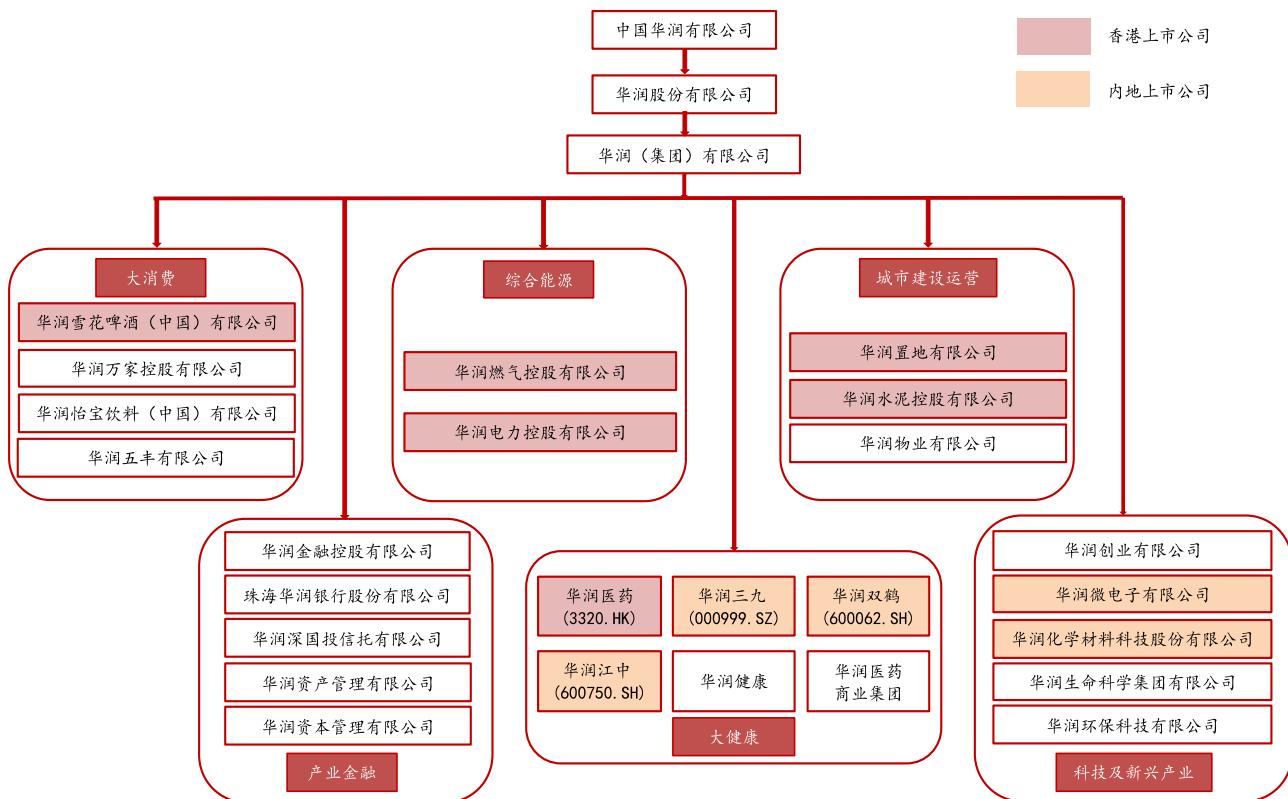
1.1 大型国有控股医药平台，中国医药健康产业引领者

华润三九是华润医药集团旗下的中药及 OTC 平台，以 CHC 自我诊疗和 RX 处方药为主营核心业务领域。CHC 自我诊疗业务覆盖了感冒、儿科、皮肤、胃肠、骨科等近 10 个品类，并积极向健康管理、康复慢病管理产品延伸；公司的处方药业务聚焦肿瘤、心脑血管、消化系统、骨科、儿科等核心治疗领域，位居国内市场前列。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”等多个专业系列品牌。

1.1.1 央企股东全方位赋能，大健康产业底蕴深厚

华润（集团）有限公司于香港注册运营，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 年归属国务院国资直接监管，被列为国有重点骨干企业。1983 年华润集团成立，逐渐转型成为以实业为核心的多元化控股企业集团。主营业务涵盖大消费、综合能源、城市建设运营、大健康、产业金融、科技及新兴产业六大领域，下设 25 个业务单元，一家直属机构，实体企业近 2000 家，在内地和香港拥有多家上市公司。在 2021 年《财富》杂志公布的最新全球 500 强排行榜中，华润集团名列第 69 位。

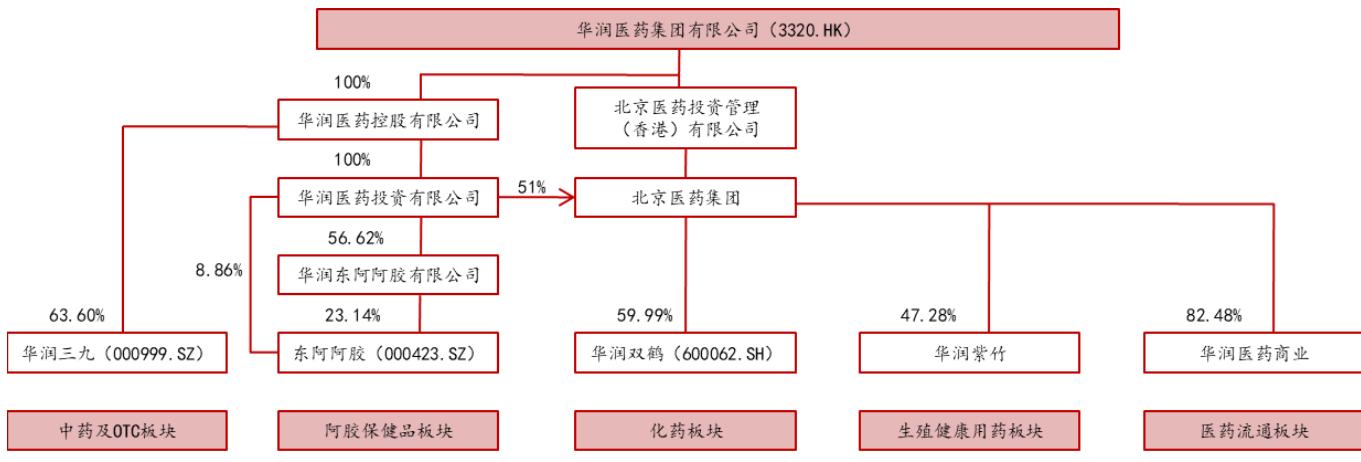
图 1：华润集团发展简史



数据来源：公司官网，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、生产、分销及零售为一体的企业集团，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、华润江中制药集团有限责任公司、东阿阿胶股份有限公司、博雅生物、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)、东阿阿胶(000423)、博雅生物(300294)为国内A股上市公司。

图 2：华润医药集团股权结构



数据来源：公司官网，西南证券整理

华润医药制造业务涵盖研发、生产及销售医药产品，产品组合包括化学药、中药、生物药、营养保健品等广泛治疗领域，是国内第一大非处方药制造商。旗下各上市平台侧重在不同领域，全面覆盖大健康产业：华润三九——自我诊疗+中药处方药为特色的药品平台；东阿阿胶——以阿胶为主业的保健品平台；华润医药——全国医药流通领军企业；华润双鹤——积极布局普仿药、输液、差异化药和创新药四大业务平台；江中药业——中医药传承与创新的引领者，集中成药、保健食品、功能食品研制、生产及销售于一体的大型制药企业；华润健康——拥有 179 家医疗机构、14 家三级医院，床位数超过 25000 张的综合医院管理平台。

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	博雅生物
<ul style="list-style-type: none"> ●自我诊断：以消费者为核心，顺应和洞察消费者自我诊断需求的转化化和升级趋势，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医疗需求 	<ul style="list-style-type: none"> ●定位：华润医药保健品平台，滋补养生乐活引领者 ●产品：聚焦阿胶主业，做大阿胶品类，实施主业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，实现全产品营销格局；形成医药供应链整体解决方案，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 	<ul style="list-style-type: none"> ●定位：华润医药旗下以血制品业务为主，集生化药、原料药为一体的综合性医疗产业集团。 ●2021年11月22日，博雅生物定增顺利发行，华润医药入主完成。 ●以市场为导向，构建以血液制品为核心，专注医药工业发展战略，致力于成为世界及血液制品企业

数据来源：公司官网，西南证券整理

1.1.2 深耕制药领域多年，助力集团医药产业强势崛起

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年华润集团取得三九医药63.60%股权，后更名为华润三九，不断发展壮大。

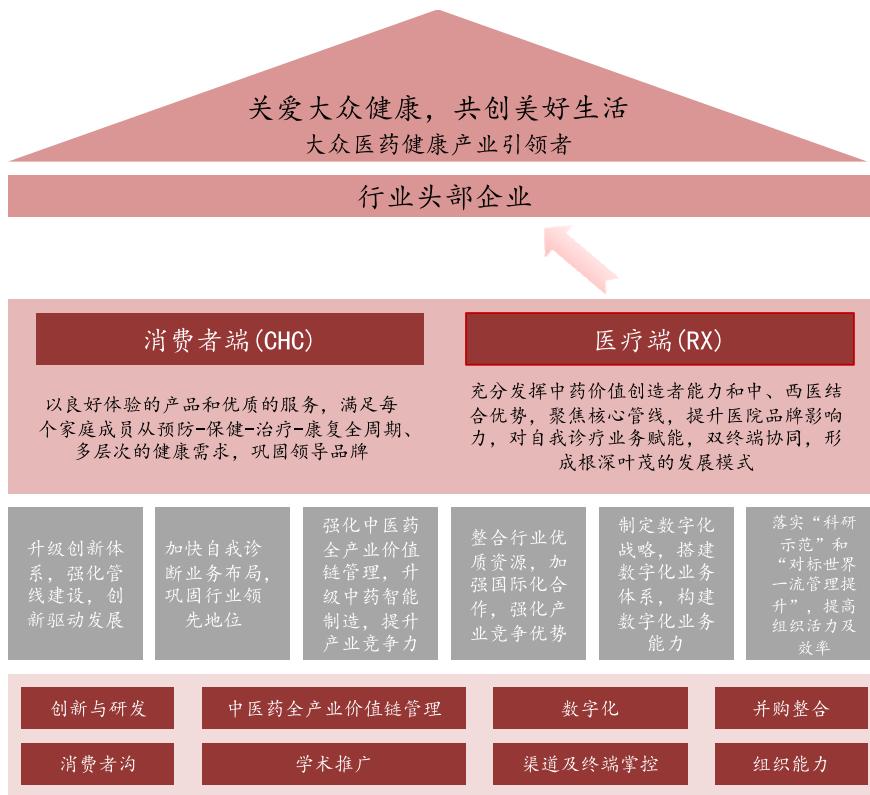
图4：华润三九历史沿革



数据来源：公司官网，西南证券整理

华润三九前身为于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，经过多年发展，公司逐步奠定了在OTC和中药处方药领域的龙头地位，确立了自我诊疗和中药处方药两大战略路径。2017年，华润三九迈入“百亿平台”，充分发挥核心竞争优势，取势中医药、消费升级、行业整合等发展机遇，全力推进“洞察消费者需求，创新和升级产品”等系列战略举措，打造中国医药健康第一品牌。

图5：华润三九专注自我诊疗和中药处方药两大战略路径



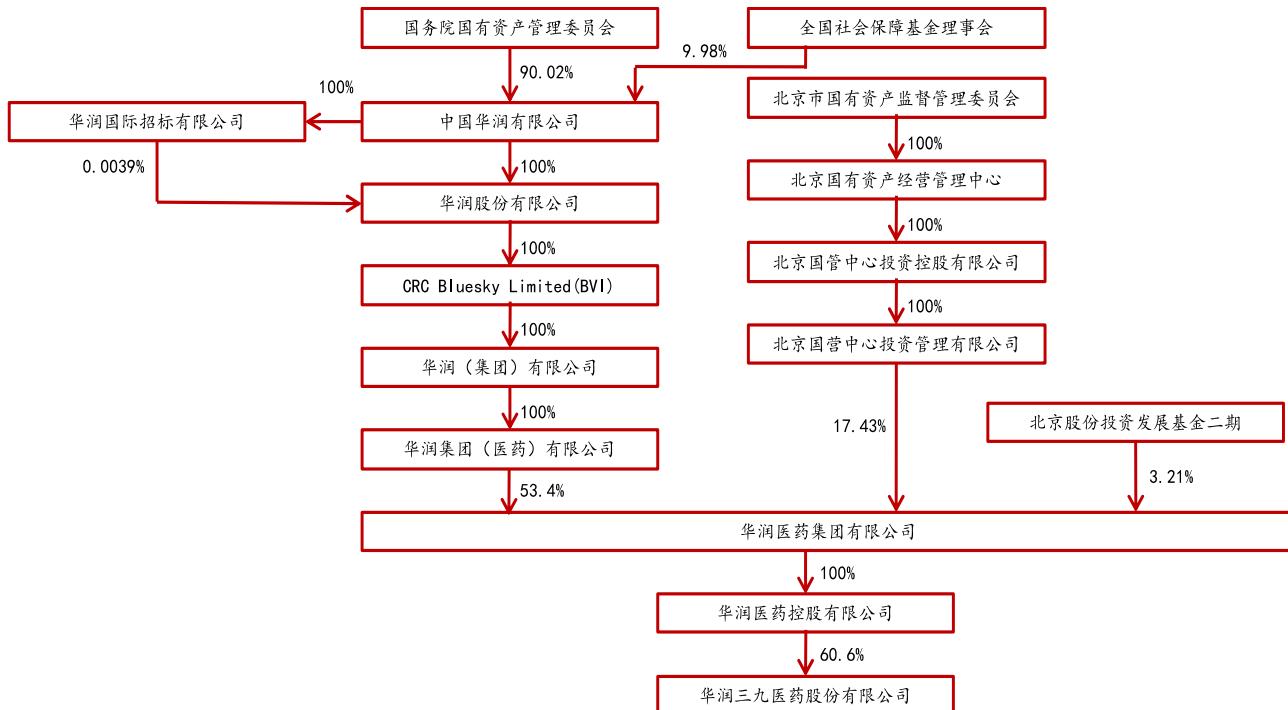
数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 内生+外延双轮驱动，助力公司业绩高速增长

1.2.1 内生外延并举战略，推动产品线快速扩张

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 53.4% 的股份，华润医药集团通过华润医药控股持有上市公司 63.6% 的股份。

图 6：华润三九股权结构



数据来源：公司年报，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 年收购桂林天和，获得骨通贴膏产品，丰富了骨科 OTC 产品线；2015 年收购浙江众益，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“理洫王”血塞通软胶囊，丰富了心脑血管领域口服剂型产品；2020 年 1 月收购澳诺制药，引入儿童补钙知名品牌，丰富了儿科产品线；6 月完成对润生药业的股权投资，丰富呼吸系统用药储备；12 月收购深圳华润堂，积极转型发展线上中药滋补品牌业务，同时与公司国药业务逐步整合，打造国药业务发展平台。公司与武田制药等日本 OTC 市场领先品牌的合作也在持续推进中，双方将结合产品、技术及市场优势，共同拓展中国市场。

表 1：华润三九重要并购事件

并购时间	并购标的	交易总价（百万元）	所得股权	核心产品
2020.12	深圳华润堂	190	100%	滋补品、保健品、药品、中药饮片、健康食品、个人护理等多领域，以中药滋补品为主
2019.11	澳诺制药	1424	100%	葡萄糖酸钙锌口服溶液、维生素 C 咀嚼片、参芝石斛颗粒，“澳诺”、“金辛金丐特”是儿童补钙知名品牌

并购时间	并购标的	交易总价(百万元)	所得股权	核心产品
2017.09	山东圣海	379.4	65%	保健品 OEM 加工商, 国食健字号批文超 80 个, 生产线 30 余条, 涵盖软胶囊、硬胶囊、片剂等剂型
2016.07	圣火药业	1890	100%	血塞通软胶囊、黄藤素软胶囊
2015.08	浙江众益	1300	62.9%+100%	阿奇霉素肠溶胶囊
2014.12	杭州老桐君	23.67	100%	小儿退热口服液、抗病毒口服液
2013.08	临清华威	80.74	100%	健脑补肾丸、外感风寒颗粒
2013.02	天和药业	583	97.18%	天和骨通贴膏、追风膏
2012.03	顺峰药业	600	100%	顺峰康王、顺丰康霜
2011.10	本溪三药/合肥神鹿/高科	172/144/87.8	100%	气滞胃痛颗粒/养胃舒、温胃舒/舒血宁注射液、茵栀黄口服液
2009.08	金蟾生化	166	83.70%	华蟾素系列产品

数据来源：公司公告，公司年报，西南证券整理

截止 2021H1，公司合并财务报表范围包括 56 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、三九胃泰、999 小儿感冒、999 抗病毒口服液、好娃娃产品、气滞胃痛颗粒、天和骨通贴膏等。

图 7：华润三九网群布局全国



数据来源：公司官网，西南证券整理

表 2：华润三九主要子公司情况

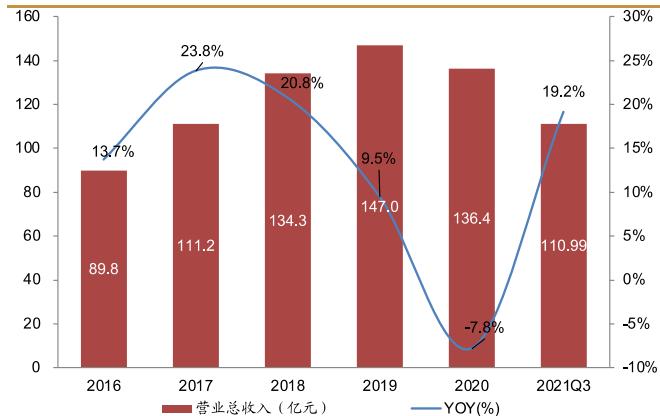
子公司	主要品类	主要产品	持股比例
老桐君	呼吸道系统、泌尿系统、胃肠道系统、造血功能系统、妇科等	银黄口服液、抗病毒口服液、生脉饮、速效止血胶囊等	100%
华润九新	抗生素	注射用五水头孢唑啉钠、注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠等抗生素	100%
华润高科	呼吸道系统、心血管药、抗肿瘤药等	茵栀黄口服液、舒血宁注射液、可愈糖浆、北京蜂王浆等	100%

子公司	主要品类	主要产品	持股比例
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%
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、抗菌痫灵片、补脾安神合剂 5 个独家品种	100%
华润顺峰	抗生素、皮肤科；药护产品、功能性化妆品、保健食品、饮料等	“顺峰康王”系列、“顺峰宝宝”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%
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	尪痹胶囊、骨友灵搽剂、乙肝清热解毒颗粒等	100%
华润金蟾	抗肿瘤药	华蟾素系列	99.46%
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%
南昌三九	呼吸系统、抗肿瘤药、皮肤等	999 强力枇杷露、鸭胆子油软胶囊、盐酸氯溴索口服溶液、硝酸咪康唑乳膏等	59.60%
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%
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	
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、板材代理和销售等	
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、酊剂类外用药品及医疗器械产品	

数据来源：公司公告，西南证券整理

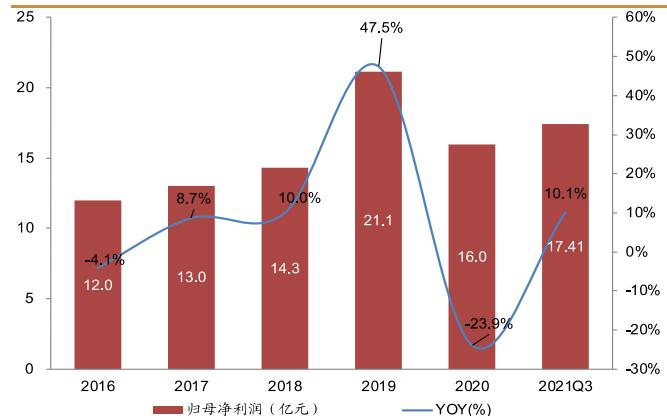
在内生+外延双轮驱动下，公司收入结构持续优化，业绩稳定增长。2020 年全年公司实现营业收入 136.4 亿元 (-7.8%)，归母净利润 16 亿元 (-23.9%)，扣非归母净利润 13.4 亿元 (+11%)。收入和归母净利润受疫情影响较大，处方药受医药门诊量下滑影响，感冒药零售药店端销售受限，剔除 2019 年度出售子公司三九医院股权取得投资收益约 6.8 亿元（税后），扣非归母净利润保持同比增长约 12%。随着疫情影响逐步消除，公司业绩稳健恢复动力十足。2021Q1-3，公司自我诊疗业务发展态势良好，处方药业务低基数下温和恢复，实现收入 111 亿元 (+19.2%)，实现归母净利润 17.4 亿元 (+10.1%)，实现扣非归母净利润 16.2 亿元 (+18.1%)。

图 8：公司近年营业收入增长趋势（2016-2021Q1-3）



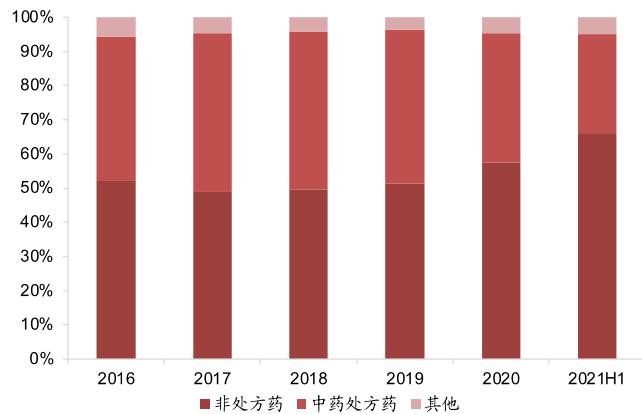
数据来源：wind，西南证券整理

图 9：公司近年归母净利润增长趋势（2016-2021Q1-3）

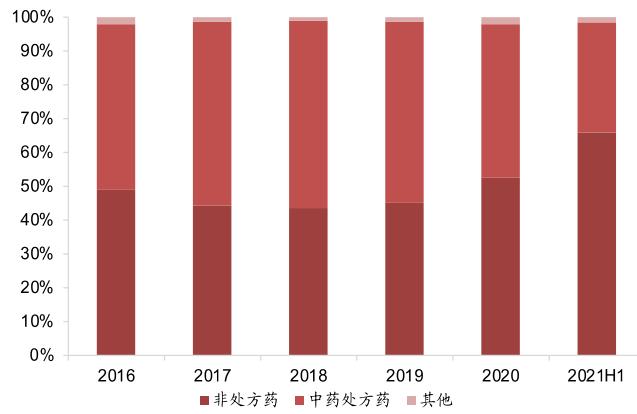


数据来源：wind，西南证券整理

公司聚焦医药行业发展，近年医药产品收入和毛利占比分别稳定保持在 95%、97%以上，2020 年医药行业收入和毛利占比分别为 95% 和 98%。其中非处方药的收入和毛利占比提升十分明显，2020 年收入和毛利占比分别达到 57% 和 53%。2021 年上半年自我诊疗板块持续发力，非处方药贡献的收入和毛利占比均提升至 66%。

图 10：公司产品收入结构 (2016-2021H1)


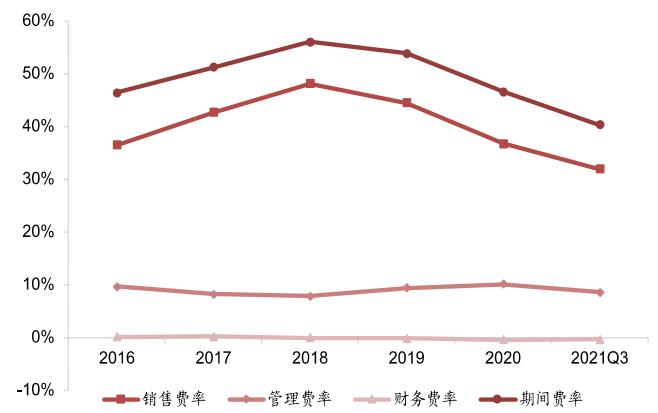
数据来源: wind, 西南证券整理

图 11：公司产品毛利结构 (2016-2021H1)


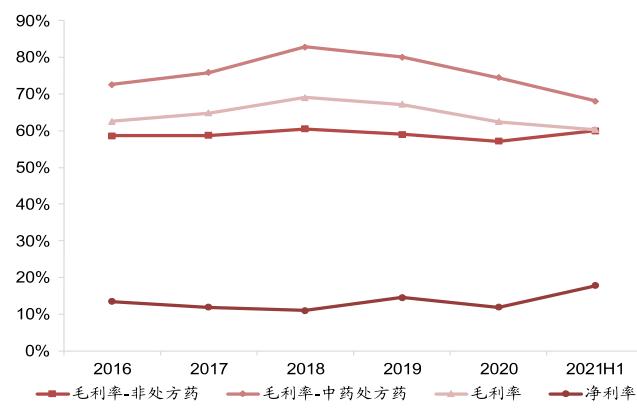
数据来源: wind, 西南证券整理

2021年上半年，公司自我诊疗业务实现营业收入 51.3 亿元，同比增长 38.9%，毛利率 60.0%，同比增加 1.9pp，主要由于：1) 2020 年同期受疫情影响感冒发病率下降，及终端药店感冒用药下架政策导致低基数叠加 2021H1 用药需求回升，感冒用药实现较快增长；2) 公司产品线不断延伸，品牌建设持续推进，皮肤、胃肠用药增长显著；3) 公司推出止咳糖浆、藿香正气合剂等新品，并引入日本知名 OTC 龙角散系列产品，产品组合不断丰富。

处方药业务方面，公司实现营业收入 22.4 亿元，同比增长 18.2%，毛利率 68.1%，同比下降 7.7pp。其中，专科线和中药配方颗粒业务在 2020 年同期低基数下取得较快增长；抗感染业务受限抗、集采政策等影响下滑幅度较大；配方颗粒收入得益于替代饮片与持续入院取得快速增长，增长势头有望延续。经过几年的产品结构优化，中药注射剂在营业收入中的占比已逐步下降至约 3%，处方药业务持续改善。

图 12：公司近年期间费率变化趋势 (2016-2021Q1-3)


数据来源: wind, 西南证券整理

图 13：公司近年盈利能力变化趋势 (2016-2021H1)


数据来源: wind, 西南证券整理

截至 2020 年，公司拥有 21 个销售额过亿元品种，主要包括 999 感冒灵、999 皮炎平、三九胃泰、999 小儿感冒药、999 抗病毒口服液、气滞胃痛颗粒、天和骨通贴膏等。其中感冒类产品在 2020 年中国城市零售药店终端销售额达到 20.4 亿元，是国内唯一一个突破 20 亿的中成感冒药，为公司当前最大品类；三九胃泰则长期是国内胃药中成药销售冠军。

1.2.2 多维度业绩考核目标，彰显公司未来发展信心

股权激励激发增长动能。2021 年 12 月 2 日，公司公告 2021 年限制性股票激励计划（草案），拟向对象授予 978.9 万股，占计划公告时公司总股本的 1.0%。其中计划首次授予 886.9 万股，占计划公告时公司总股本的 0.906%；预留授予 90.2 万股，占计划公告时公司总股本的 0.094%。本激励计划首次授予价格为 14.84 元/股，涉及对象 284 人，包括公司公告本激励计划草案时在公司（含下属企业）任职的董事、高级管理人员、中层管理人员、核心技术人员以及董事会认定需要激励的其他员工。央企实施股权激励方案需要满足治理结构健全、监督机构完善、管理制度规范、经营业绩稳健、配套机制完备等严格的前提条件，股权激励方案落地反映了华润三九持续稳健的基本面。

此次股权激励的解锁条件同样值得关注。本次股权激励业绩考核目标为：1) 2022-2024 年归母扣非净资产收益率不低于 10.15%/10.16%/10.17%，且不低于对标企业 75 分位水平；2) 以 2020 年为基准，2022-2024 年归母扣非净利润年复合增长率均不低于 10.0%，且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平；3) 2022-2024 年总资产周转率不低于 0.69/0.70/0.72。

表 3：华润三九 2021 年限制性股票激励计划涉及对象

姓名	职务	授予限制性股票数量（万股）	占本激励计划公告日股本总额比例
邱华伟	总裁	19.1	0.02%
白晓松	副总裁	15.2	0.02%
麦毅	副总裁	15.2	0.02%
周辉	副总裁	13.1	0.01%
郭霆	副总裁	12.9	0.01%
王雁飞	副总裁	12.8	0.01%
梁征	财务总监	12.7	0.01%
中层及核心骨干（277 人）		785.9	0.80%
首期合计授予（284 人）		886.9	0.91%
预留授予		92	0.09%
合计		978.9	1.00%

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司在归母扣非净资产收益率、归母扣非净利润年复合增长率以及总资产周转率三项指标都设置了相应的业绩考核要求，并且在归母扣非净资产收益率、归母扣非净利润年复合增长率两项指标中加入了与同行业平均水平或对标企业 75 分位水平的对比，既有基本的增速要求又有同业的业绩挑战。多维度的股权激励业绩考核目标有望持续激发核心员工积极性，释放长期增长动能，彰显公司对未来发展的坚定信心。

2 OTC 明星企业，品牌价值极具稀缺性

2.1 品牌：三九品牌认知度高，业绩持续稳健增长

2.1.1 三九品牌深入人心，核心产品持续造利

华润三九布局 OTC 领域多年，消费者辨识度极高。作为 OTC 领域的龙头企业，华润三九先发入局积淀深厚，拥有极高的品牌辨识度。公司连续多年位列中国非处方药协会发布的非处方药生产企业综合排名榜首，在 2020 年度中国医药工业中药企业百强榜单中蝉联第 3。在 BrandZ™ 发布的“2020 年最有价值中国品牌 100 强”榜单中，医疗保健领域共有三家企业入围，合计品牌价值达到亿美元，其中华润三九位列榜单第 89 位，品牌价值 10.85 亿美元，同比增长 13%。我们认为，高品牌稀缺性、高消费者辨识度的优质企业有望延续品牌认可优势，品牌内在价值或将凸显，行业集中度有望进一步提升。

表 4：2020 年度中国非处方药生产企业综合排名前十企业

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
3	太极集团有限公司
4	扬子江药业集团有限公司
5	东阿阿胶股份有限公司
6	广州白云山医药集团股份有限公司
7	云南白药集团股份有限公司
8	强生非处方药业务
9	天士力控股集团有限公司
10	浙江康恩贝制药股份有限公司

数据来源：中国非处方药物协会，西南证券整理

表 5：BrandZ™ 2020 年最有价值中国品牌 100 强医疗保健领域上榜企业

排名	品牌名称	商标	2020 年品牌价值（百万美元）	品牌价值变化（%）
56	云南白药		2946	2%
76	北京同仁堂		1589	-19%
89	华润三九		1085	13%

数据来源：BrandZ，凯度咨询，西南证券整理

公司“999”系列产品市场认可度高，具备品牌价值稀缺性。历经多年发展积淀，华润三九推出的“999”系列专业品牌在消费者和医药行业中均享有较高的认可度，多次被评为“中国最高认知率商标”、“中国最有价值品牌”，具备相当定价权。其中，999感冒灵、999皮炎平、三九胃泰、999小儿感冒、气滞胃痛颗粒、天和骨通贴膏等明星产品在终端销量在相关品类中居于领先地位，品牌价值深入人心，999感冒灵更是入选中国非处方药协会发布的2020年度中国非处方药黄金品种名单。我们认为，“999”系列品牌价值具备稀缺性，市场认可度高，有望在医药新零售时代趋势下进一步提高市占率，具备长期增长潜力。

图 14：华润三九“999”明星产品处于市场领先地位



数据来源：公司官网，西南证券整理

表 6：2020 年度中国非处方药黄金品种名单

商品名（商标名）	药品通用名	生产企业
康恩贝	肠炎宁片/颗粒/糖浆	浙江康恩贝制药股份有限公司
修正	肺宁颗粒	柳河长隆制药有限公司
999	感冒灵颗粒/胶囊	华润三九医药股份有限公司
山水	藿香正气口服液	太极集团重庆涪陵制药厂有限公司
江中	健胃消食片	华润江中制药集团有限责任公司
都乐	金嗓子喉片	广西金嗓子有限责任公司
以岭	连花清瘟胶囊	石家庄以岭药业股份有限公司
马应龙	马应龙麝香痔疮膏/栓	马应龙药业集团股份有限公司
朗迪、精朗迪	碳酸钙 D3 片(II)/颗粒	北京振东康远制药有限公司
迪巧	维 D 钙咀嚼片	青岛百洋医药股份有限公司
斯达舒、修正	维 U 颠茄铝胶囊 II	修正药业集团股份有限公司
修正	消糜栓	通药制药集团股份有限公司
奇正	消痛贴膏	西藏奇正藏药股份有限公司
天士力	养血清脑丸/颗粒	天士力控股集团有限公司
云南白药	云南白药气雾剂/膏/创可贴/酊	云南白药集团股份有限公司

数据来源：中国非处方药物协会，西南证券整理

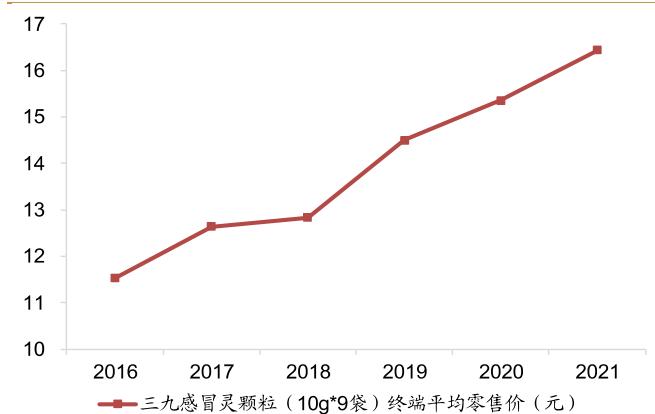
2.1.2 “999” 系列强品牌具备提价潜力，未来有望量价齐升

强品牌产品具备定价权，未来有望实现量价齐升。药品不同于一般消费品，消费者对于产品的安全性、可靠性以及疗效要求极高，对于优质产品的价格包容度较高，因此在 OTC 市场，普通品牌很难通过价格战快速提升市占率。而知名品牌通过品牌的积淀可以使消费者对产品质量产生信赖，只要产品在消费者可接受的定价范围内，便可以通过“马太效应”持

续提高产品销量、市占率与价格，产品销量和市占率的提高又促进了品牌影响力的扩大，适当范围内的提价会进一步巩固消费者对产品质量的信心，形成良性循环，最终保证了品牌的客户粘性，最终形成量价齐升的局面，代表品牌有999、江中、云南白药等。

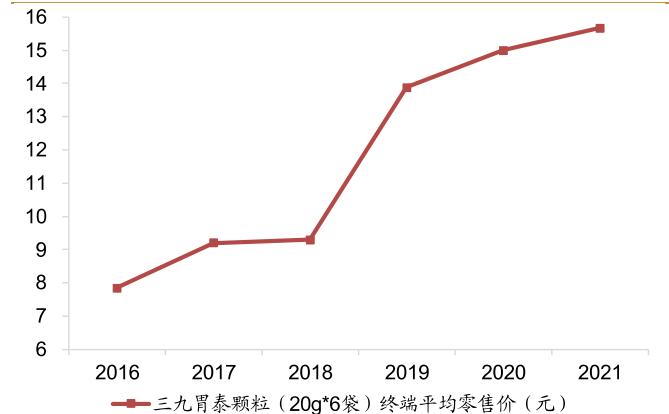
OTC药品价格自2015年放开之后，根据品牌定位、消费者心理价位及相关竞品定价情况，公司陆续对部分产品价格进行了小幅调整，如三九胃泰、感冒灵、强力枇杷露等。通过对互联网终端渠道的平均取样，发现自2016年以来三九感冒灵、三九胃泰等产品价格大幅上涨。三九感冒灵(10g*9袋)终端均价从2016年的11.53元提升至2021年的16.44元，提价幅度为42.6%；三九胃泰(20g*6袋)终端均价从2016年的7.84元提升至2021年的15.67元，提价幅度为99.9%。2021年，华润三九对安宫牛黄丸产品出厂价也进行了小幅上调。

图15：2016-2021年三九感冒灵终端平均零售价变化趋势



数据来源：药品价格315网，西南证券整理

图16：2016-2021年三九胃泰终端平均零售价变化趋势



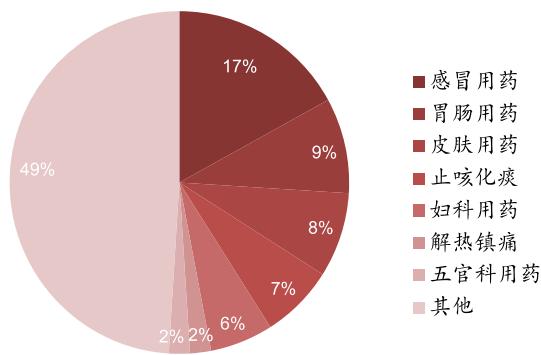
数据来源：药品价格315网，西南证券整理

提价与放量将持续推动公司未来业绩增长。近年来受政策放开、处方药渠道限制、医药分家的影响，OTC市场持续扩容；同时消费升级的拉动效应显现，OTC市场需求端也呈现巨大空间。明星产品的品牌效应凸显，药品提价后终端需求仍旧旺盛。三九感冒灵产品连续多年稳坐感冒药市场第一，价格上涨将成为公司利润爆发增长的核心动力。我们认为，华润三九具有得天独厚的先发优势，随着产品线持续扩张、终端布局加速完善、营销模式推陈出新，未来“999”系列明星品牌仍具有提价潜力，利润快速增长具有较大确定性。

2.2 产品：品类丰富，CHC业务持续拓展市场边界

CHC(Consumer Healthcare)即自我诊疗，2020年华润三九将自我诊疗(CHC)业务正式升级为健康消费品业务，更好地服务中国家庭。有别于传统OTC对药品的局限，CHC涵盖业务范围更加广阔，持续发力拓展市场边界。公司产品覆盖领域广，涵盖了感冒药、胃肠道用药、皮肤病用药、止咳化痰药等。2020年上述类产品占据药品零售OTC约41%的市场份额。

公司CHC业务发展迅速，收入从2012年的36.99亿元增长到2020年的78.34亿元，复合增长率为10%，尤其2021年上半年增速迅猛，实现营收51.29亿元，同比增长39%。我们认为，“999”系列作为公司主打产品具备较高的市场认可度，近年来市场表现亮眼，在医药新零售时代下公司核心产品市占率领先地位将继续保持。

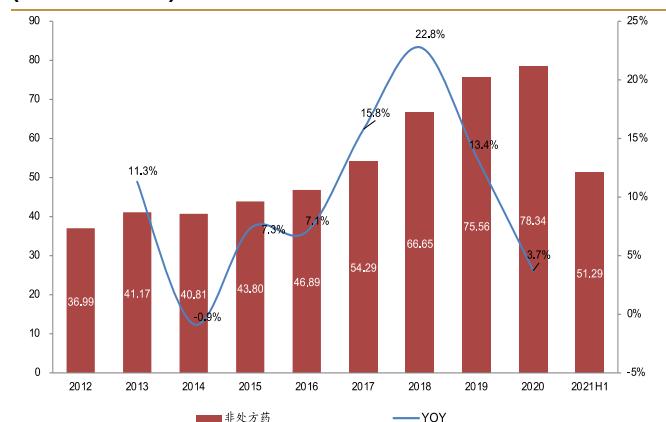
图 17：2020 年中国 OTC 市场销售品类结构分布


数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

表 7：公司 OTC 及大健康主要产品

类别	分类	产品名	医保类别	产品拓展情况
OTC	感冒清热类	感冒灵胶囊	乙类	持续创新升级产品
		复方感冒灵颗粒	乙类	
		板蓝根颗粒	甲类	
		感冒清热颗粒	甲类	
		金防感冒颗粒	/	
		清瘟解毒片	乙类	
		外感风寒颗粒	/	
		小柴胡颗粒	甲类	
		感冒灵颗粒	乙类	
胃肠消化类	三九胃泰颗粒	三九胃泰颗粒	甲类	2019 年通过“三九胃泰”品牌的重新定位和更新； 2021 年重点培养新三九胃泰养胃舒颗粒、温胃舒颗粒等产品
		三九胃泰胶囊	甲类	
		温胃舒颗粒	乙类	
		养胃舒颗粒	乙类	
		气滞胃痛颗粒（有糖型）	甲类	
皮肤外用类	(999 皮炎平) 复方醋酸地塞米松乳膏	(999 皮炎平) 复方醋酸地塞米松乳膏	/	2019 年逐步布局个人护理领域，拓宽品类边界； 2020 年个护领域 999 维柔皮肤健康护理系列产品上市
		(999 皮炎平) 曲安奈德益康唑乳膏	/	
		(999 皮炎平) 糠酸莫米松凝胶	乙类	
		(999 选平) 硝酸咪康唑乳膏	/	
		(999 优诺平) 盐酸特比萘芬乳膏	/	
		顺峰康王	/	
咽喉止咳类	强力枇杷露	强力枇杷露	甲类	2021 年合作引入日本知名品牌龙角散润喉系列产品
		咽炎片	/	
		冰连清咽喷雾剂	/	
		盐酸氨溴索口服溶液	/	
儿童用药类	小儿氨酚黄那敏颗粒	小儿氨酚黄那敏颗粒	/	2017 年合作赛诺菲，打造“999”小儿感冒

请务必阅读正文后的重要声明部分

图 18：公司近年非处方药业务收入（亿元）及增速（2012-2021H1）


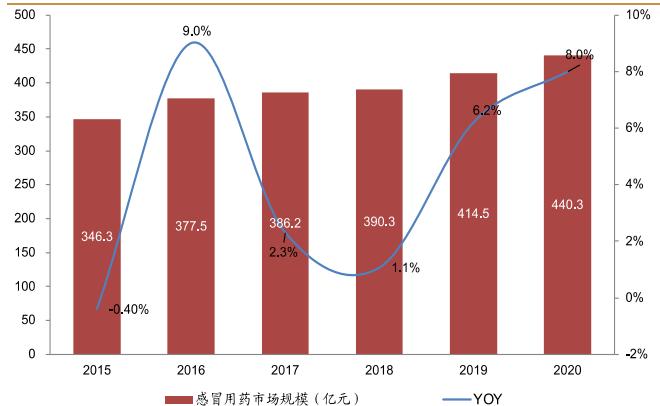
数据来源：wind, 西南证券整理

类别	分类	产品名	医保类别	产品拓展情况
大健康	儿科用药类	退热贴	/	药、“好娃娃”品牌； 2019年底收购儿童补钙知名品牌澳诺
		小儿止咳糖浆	/	
		小儿咳喘灵颗粒	乙类	
		小儿清热止咳口服液	乙类	
		小儿咽扁颗粒	乙类	
		板蓝根颗粒	甲类	
	骨科用药类	骨通贴膏	乙类	2013年收购天和拓展骨科业务； 2019年产品升级，推出全新一代中药贴膏新品—热可塑橡胶膏和追风膏
		骨通贴膏PIB	/	
		天和牌麝香壮骨膏	/	
		伤湿止痛膏	/	
		关节止痛膏	乙类	
		精制狗皮膏	甲类	
	镇痛补益类	正天丸	甲类	/
	肝胆用药	易善复	/	2017年合作赛诺菲，重点运作肝病用药“易善复”，2020年推出“肝保护，易善复”的品牌定位，从肝脏治疗扩展至肝脏健康管理，市场份额显著提升
	营养补充剂类	今维多维生素系列	/	2017年11月正式推出“999今维多”系列第一批维生素、矿物质类新产品；2018年推出“999今维多&三九益普利生”双品牌组合；2019年推出“今维多营养蛋白质粉”、“三九益普利生氨基糖软骨素、9YOUNG胶原蛋白代餐奶昔等潜力产品；2021年推出“桃白白”女性产品子品牌
	中药类保健食品	鲜人参蜜片、破壁灵芝孢子粉等	/	
	儿童维矿类	今维多系列、葡萄糖酸锌口服溶液、钙口服液等	/	
	医疗小器械	防水创可贴、医用退热贴	/	

数据来源：公司官网，西南证券整理

2.2.1 感冒用药：三九感冒灵系列产品持续发力，市占率遥遥领先

感冒作为一种常见的急性上呼吸道病毒感染，由于其普遍性、易发性，及患者应对感冒的随意性，近年来我国感冒药市场规模逐渐扩大。根据智研咨询统计，2015年我国OTC感冒药市场规模约为346.3亿元，2020年将增长至440.3亿元，较2015年增长94亿元，其中感冒药销售占比约为17%，远高于其他类别非处方药。目前市场上感冒药产品多达上百种，竞争十分激烈。2019年感冒药零售市场前五品种销售金额超50亿元，其中感冒灵颗粒零售销售额占比超过10%，远超其他品种。

图 19：2015-2020 年中国 OTC 感冒药市场规模（亿元）


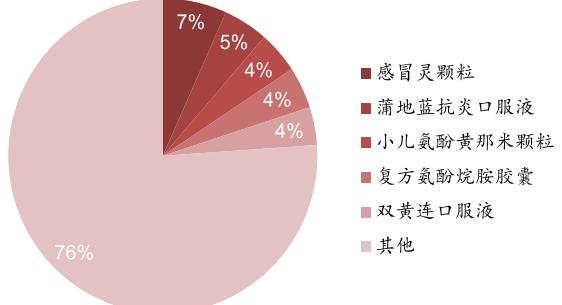
数据来源：智研咨询，西南证券整理

根据中国非处方药物协会统计，2020 年度“999”系列品牌产品在中国感冒咳嗽类非处方药产品综合统计前 20 名中占据五席，其中 999 感冒灵颗粒/胶囊和复方感冒灵颗粒分别稳居销售额第一、第三，保持强者恒强的发展态势。据米内网预计，2021 年感冒灵颗粒在中国城市实体药店终端的销售额将达到 23 亿元，同比增长率约为 12.46%。从厂家格局看，华润三九在实体药店终端感冒中成药企业中多年蝉联第一，预计 2021 年市场份额将继续上升。由于感冒药市场相对分散，“999”系列感冒用药产品市占率仍有较大成长空间。我们预计公司感冒灵系列产品将延续其先发优势持续发力，具备强劲的市场抢占能力。

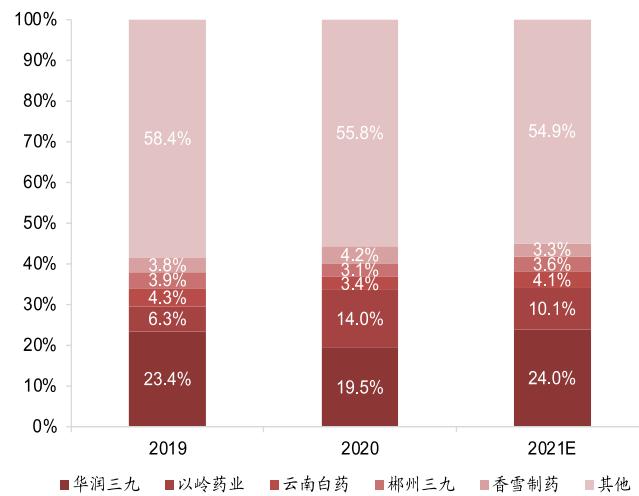
图 21：2020 年中国感冒咳嗽类 OTC（中成药）产品综合排名

排名	商品名（商标名）	药品通用名	企业名称
1	999	感冒灵颗粒/胶囊	华润三九
2	以岭	连花清瘟胶囊	以岭药业
3	999	复方感冒灵颗粒	华润三九
4	白云山	小柴胡颗粒	广州白云山光华制药
5	百灵鸟	维C银翘片	贵州百灵
6	香雪	抗病毒口服液	香雪制药
7	太龙	双黄连口服液	河南太龙药业
8	仁和	感冒灵颗粒	仁和集团
9	同仁堂	感冒清热颗粒	北京同仁堂
10	三精®	双黄连口服液	哈药集团三精制药
11	白云山星群	夏桑菊颗粒	广州白云山星群药业
12	999	感冒清热颗粒	华润三九
13	百灵鸟	金感胶囊	贵州百灵
14	乐家老铺	羚羊感冒口服液	南京同仁堂
15	999	抗病毒口服液	华润三九
16	白云山	复方板蓝根颗粒	广州白云山和记黄埔
17	云丰	伤风停胶囊	云南白药
18	万通	感通片	通化万通
19	百灵鸟	风寒感冒颗粒	贵州百灵
20	999	小柴胡颗粒	华润三九

数据来源：中国非处方药物协会，西南证券整理

图 20：2019 年中国感冒药零售终端市场格局


数据来源：智研咨询，西南证券整理

图 22：2021 年中国城市实体药店终端感冒中成药厂家市场格局


数据来源：米内网，西南证券整理

2.2.2 胃肠消化用药：核心品种三九胃泰实力强劲，市场份额有望持续提升

肠胃疾病是与胃肠道相关疾病的统称，该类疾病常见症状包括恶心、呕吐、腹泻等，还可有发热、失水等严重症状。常见的胃肠消化道疾病包括便秘、胃食道逆流、急性胃炎、胃溃疡、急性肠炎、大肠激躁症等。随着人们生活节奏加快，诸多不健康的饮食及生活习惯导致胃肠道疾病患者逐年增多。据前瞻产业研究院显示，2014-2019 年我国 OTC 胃肠用药市场规模由 184.6 亿元增长至 225.2 亿元，年均复合增长率达 4%。考虑肠胃疾病药物存在持

续性需求，同时由于新版 GMP 导致企业生产成本提升、监管趋严、原料垄断等因素，多种胃肠疾病用药自 2018 年以来价格持续上涨，行业利润可观，市场规模有望实现进一步扩张。

图 23：2014-2020 年中国 OTC 胃肠用药市场规模（亿元）



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

目前市场上肠胃疾病用药产品多达上百种，根据功效不同可分为抗溃疡类、助消化类、胃肠动力类、止泻通便类及其他类。2019 年中国胃肠消化道疾病用药市场中，抗溃疡类份额最高，占比为 49.5%，尚未形成具有绝对优势的霸主品牌；助消化类其次，市场份额占比为 17%；止泻及通便类、胃肠动力类市场占比分别为 13.5%、12.5%，总体行业集中度不高，诸多知名药企均参与肠胃疾病用药生产。

图 25：2020 年度中国消化类 OTC（中成药）产品综合排名

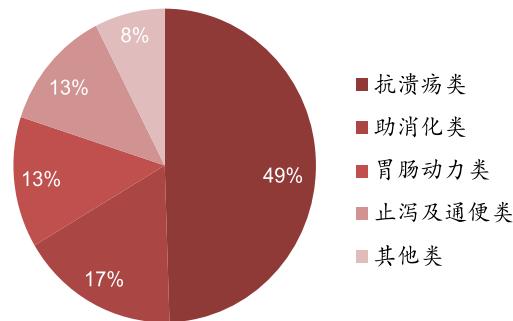
排名	商品名（商标名）	药品通用名	企业名称
1	江中	健胃消食片	华润江中
2	康恩贝	肠炎宁片/颗粒/糖浆	浙江康恩贝
3	卫苏	胃苏颗粒	扬子江药业
4	999	三九胃泰颗粒/胶囊	华润三九
5	漢森	四磨汤口服液	湖南汉森
6	華山牌	摩罗丹	邯郸制药
7	999	气滞胃痛颗粒	华润三九
8	葫芦娃	肠炎宁胶囊	海南葫芦娃药业
9	扬子江	革苓胃痛颗粒	扬子江药业
10	天士力	荆花胃康胶丸	天士力
11	太极	沉香化气片	太极集团
12	昆中药	参苓健脾胃颗粒	昆明中药厂
13	葵花®	胃康灵胶囊/颗粒	葵花药业
14	顺泽	人参健脾片	浙江维康
15	乐家老铺	香砂养胃丸	南京同仁堂
16	仁和	正胃胶囊	仁和集团
17	999	温胃舒颗粒/胶囊	华润三九
18	羚锐	舒腹贴膏	羚锐制药
19	云丰	参苓健脾胃颗粒	云南白药
20	同仁堂	人参健脾丸	北京同仁堂

数据来源：中国非处方药物协会，西南证券整理

在 2020 年中国消化类非处方药产品前 20 名中，公司核心产品三九胃泰排名第四，显示了强大的市场竞争力。此外，“999”气滞胃痛颗粒、温胃舒颗粒/胶囊等产品同样榜上有名，多种产品共同布局胃肠道疾病用药，公司市场份额有望持续提升。

2.2.3 皮肤用药：OTC 药物占据主要市场，三九系列布局多种适应症

图 24：2019 年中国胃肠疾病用药类别占比



数据来源：头豹研究院，西南证券整理

图 26：公司胃肠消化类主打品牌



数据来源：头豹研究院，西南证券整理

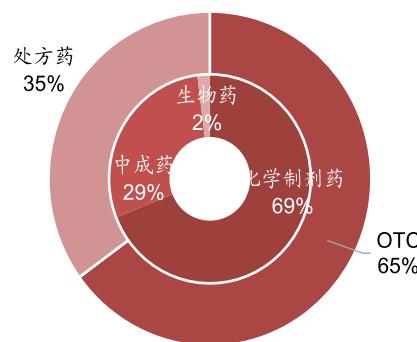
皮肤病是发生在皮肤和皮肤附属器官疾病的总称，不仅种类繁多，多种内脏疾病也可在皮肤上表现。大气污染日益严重，不良生活习惯如熬夜、抽烟和吃辛辣油炸食物等都可导致发病，且皮肤病病情易反复导致治疗时长拖延，皮肤病药物的需求量也将大大增加。据前瞻产业研究院统计，中国 OTC 药物中皮肤用药市场规模从 2014 年的 164.9 亿元增长至 2019 年的 179.7 亿元，年复合增长率约为 2%。预计 2020 年市场规模将达到 188.7 亿元，较 2019 年增长 5%。皮肤病患者对于皮肤病的治疗更偏向于自我诊疗及用药，因此 OTC 类药品在市场上占主要地位，占比高达 65%，处方药相对占比较低。

图 27：2014-2020 年中国 OTC 皮肤用药市场规模（亿元）



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 28：2020 年中国皮肤病用药类别占比



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

皮肤用药零售市场中，强生旗下西安杨森占据绝对龙头地位，华润三九市场份额虽存在一定差距，但仍稳居前列。在 2020 年中国皮肤科类 OTC 产品前 15 名中，公司产品 999 复方醋酸地塞米松乳膏、999 皮炎平、999 曲安奈德益康唑乳膏和顺峰康霜曲咪新乳膏占据四席。我们认为，“999”系列产品凭借其高品牌认可度与价值稀缺性有望在持续扩张的皮肤用药市场中占据更多市场份额，进一步彰显品牌价值。

图 29：2020 年度中国皮肤科类 OTC（化学药）产品综合排名

排名	商品名（商标名）	药品通用名	企业名称
1	百多邦	莫匹罗星软膏	中美天津史克
2	999	复方醋酸地塞米松乳膏	华润三九
3	达克宁	硝酸咪康唑乳膏/散	西安杨森
4	唯达宁	硝酸益康唑喷雾剂	辽宁新高
5	金达克宁	酮康唑乳膏	西安杨森
6	蔓迪	米诺地尔酊	浙江万晟
7	亮甲	复方聚维酮碘搽剂	乐泰药业
8	派瑞松	曲安奈德益康唑乳膏	西安杨森
9	希尔生	二硫化硒洗剂	江苏迪赛诺
10	999皮炎平	糠酸莫米松凝胶	华润三九
11	艾洛松	糠酸莫米松乳膏	拜耳医药
12	扶严宁	醋酸曲安奈德益康唑乳膏	扬子江药业
13	达克宁	盐酸特比萘芬喷雾剂	西安杨森
14	999	曲安奈德益康唑乳膏	华润三九
15	顺峰康霜	曲咪新乳膏	华润三九

数据来源：中国非处方药物协会，西南证券整理

图 30：公司皮肤用药系列产品



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

我们认为，传统“999”系列主打产品具有强大的品牌优势和引流效应，为公司打造多元产品线的发展战略奠定了坚实基础。随着相应适应症市场规模持续扩张，“999”系列产品在完善零售终端布局与塑造优良品牌形象的布局下有望实现量价齐升，加速品牌价值变现。

3 处方药业务探索转型，中药配方颗粒有望成为新增长点

2021年上半年，公司处方药业务整体同比增长18.2%。其中专科线及中药配方颗粒业务营业收入实现较快增长；抗感染业务受限抗、集采等政策影响下降明显，对处方药业务影响较大。

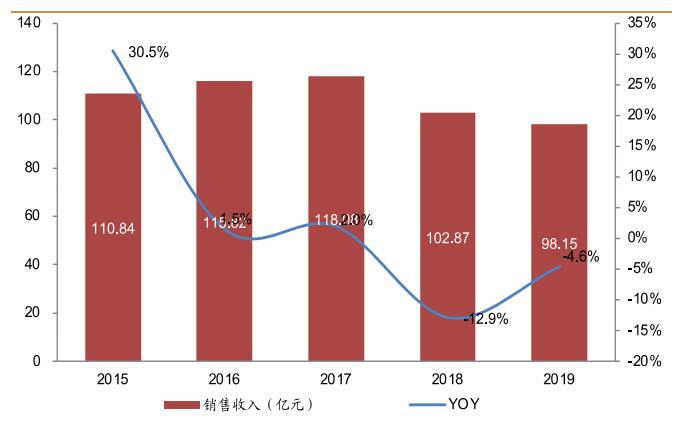
公司不断调整产品结构，中药注射剂在营业收入中的占比逐年下降。受中成药“限方”、修订说明书、医保支付限定范围、重点监控等政策影响，中药注射剂频频受挫，2015-2019年重点城市公立医院终端中药注射剂市场销售收入从110.8亿元降至98.2亿元，增速从30.5%降至-4.6%。公司加速转型，产品结构逐步优化，2021H1中药注射剂在营业收入中的占比已逐步下降至约4%。

图 31：公司近年处方药业务收入（亿元）及增速(2012-2021H1)



数据来源：wind，西南证券整理

图 32：2015-2019 年重点城市公立医院中药注射剂销售情况



数据来源：火石创造，西南证券整理

3.1 专科线业务：持续强化专科品类，开拓慢病专病市场

公司处方药专科线业务围绕公司战略规划，深耕心脑血管、肿瘤、消化系统、骨科、儿科等治疗领域，拥有参附注射液、理洫王牌血塞通软胶囊、华蟾素片剂及注射剂、益血生胶囊、金复康口服液、茵栀黄口服液等多个中药处方药品种。

儿科用药：第七次全国人口普查显示，我国0-14岁人口为25338万人，占总人口比例达18%。伴随三孩政策实施，儿童药市场需求将持续大幅增长。儿童由于生理功能特殊，尤其是肝、肾、神经和内分泌功能发育不全所导致的个体差异使得自身药物代谢动力学和药效学有其特殊规律。现有可供儿童使用的药品品种、剂型及规格极少，有效性与安全性存在不确定性，我国3500多种药品制剂中儿童专用剂型仅占1.7%。

公司在深耕主打成人用药的同时，持续加强针对儿科产品的投入，打造了较为丰富的儿科用药产品线。2019年，公司收购澳诺制药100%股权，进一步丰富其在儿童健康领域产品布局；2020年，公司与诺和诺德共同在中国大陆推广重组人生长激素产品诺泽[®]，基于产品特点和优异品质，探索医患双驱的业务新模式，患者管理数量稳步增加。

骨科用药：随着我国人口老龄化加剧，类风湿关节炎、骨质疏松症和骨性关节炎等骨骼肌肉疾病频发，骨科用药市场越来越受到关注。2016年公司收购桂林天和，拓展在骨科领域的品牌产品线，主要产品包括天和骨通贴膏、天和麝香壮骨膏等。同时，公司通过深化骨

内科示范中心项目，构建专家网络，加大学术推广力度，深度挖掘瘀血痹等产品在临床中的治疗价值，取得了快速增长。

抗感染用药：近几年收到限抗政策及药品集中带量采购政策推进的影响，公司抗感染药物下滑明显。2021年上半年，公司创新产品示踪用盐酸米托蒽醌注射液（复他舒®）获得药品注册证书，注射用头孢唑林钠、注射用头孢他啶中选第五批全国药品集中采购。我们预计，短期内公司抗感染存量业务还将持续承压，考虑新获批的产品中选国家集采、二类新药复他舒及五代头孢上市，公司产品结构有较大调整，抗感染板块业绩有望恢复并实现扭转。我们认为，公司正加速推进抗感染业务转型，有望通过积极整合资源、拓展 CMO 业务合作、加快重点品种仿制药一致性评价工作等举措，推动长期业务结构转型，提升长期发展动能。

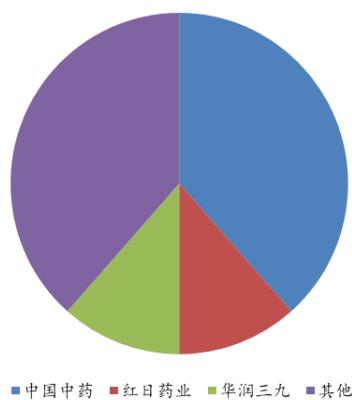
其他专科用药：消化领域，公司以易善复为核心持续开展学术推广和基层市场的开拓，易善复在口服保肝市场份额持续提升；心脑血管领域，公司通过“三七口服制剂药品综合评价（以血塞通软胶囊为例）”项目进一步提升血塞通软胶囊用于心脑血管疾病临床应用的权威性。

我们认为，2021年上半年公司专科处方药收入在低基数下增长迅速，公司在专科管线持续发力，培育深受消费者认可的专科品牌阵营，为扩大公司在慢病专病的市场布局奠定坚实基础，预计全年收入有望温和恢复。

3.2 中药配方颗粒业务：剂型替代或将成为趋势，行业龙头增长动力强劲

中药配方颗粒又称中药免煎颗粒，是以中药饮片为原料，经现代工业提取、浓缩、干燥、制粒等工序精制而成的颗粒剂，供中医临床配方时应用。2001年国家药监局发布《中药配方颗粒管理暂行规定》将中药配方颗粒纳入中药饮片范畴并进行企业研究生产以来，中药配方颗粒市场规模迅速扩大，2020年中药配方颗粒市场规模已经超过250亿元。2021年11月16日，国家卫健委与国家中医药管理局共同发布《关于规范医疗机构中药配方颗粒临床使用的通知》，结束了长达20多年的中药配方颗粒试点，中药配方颗粒销售渠道将从试点期的2000多家中医院扩展到百万家医疗机构，市场空间进一步打开。

图 33：2020 年中药配方颗粒市场竞争格局



数据来源：公司官网，西南证券整理

华润三九是中药配方颗粒龙头企业，在 2020 年主要颗粒型中药企业中销售额排名第三，市占率达 6%。我们认为，配方颗粒业务需要全产业链能力，行业监管较严，进入壁垒较高；新国标带来成本上涨可能降低新厂家进入意愿，短期内中药配方颗粒业务放开对华润三九业绩影响较小。

中药配方颗粒作为公司的重要业务之一，生产 600 余种单味配方颗粒品种。目前公司已施行一系列举措以应对试点结束带来的竞争环境变化：1) 加强药材种植基地建设，保障药材品质；2) 生产数字化升级，提高配方颗粒质量控制水平，加快新国标与地方标准品种生产落地工作；3) 发展多元化产品，加强学术营销体系建设，持续搭建学术交流服务平台，扩大线上线下互联互通；4) 积极扩充产品品类，协同拓展终端与平台合作客户，提升产品竞争力与综合服务能力。我们预计，公司有望延续国家级试点企业先发优势，通过产品升级铸造核心优势品牌，进一步提升中药配方颗粒市场份额。

4 中药行业利好政策不断，新零售时代加速价值变现

4.1 行业利好政策密集出台，中药消费品有望业绩爆发

2021 年以来，国家在推动中药创新、中药国际化、中药质量控制和中医医疗服务方面密集出台利好政策，促进行业稳健快速发展。2021 年一共有 33 个 1 类新药获批上市，其中中成药 6 个。政策端出现明显边际向好信号：

医保目录调整，支付端对中药更加友好。2021 年进行的医保目录谈判中，部分中药产品使用范围取消了使用范围限制（步长制药的丹红注射液；珍宝岛的血塞通胶囊、复方芩兰等产品），支付端对中药更加温和友好。

湖北集采降价相对温和。2021 年 12 月 24 日，湖北 19 省中成药联盟集中带量采购结果出炉，97 家企业、111 个产品中选，中选率达 62%，拟中选价格平均降幅 42.3%，最大降幅为 82.6%。本次集采主要以中药注射剂为主，中成药独家品种降价幅度有限，降价幅度普遍在 10-30%，远低于化药集采降幅。

扩大中医药医保报销范围。2021 年 12 月 30 日医保局出台《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，扩大患者准入和中药报销范围，明确中医药机构可不执行 DRG，扩大医保报销范围：即日起更多经营中药的医院、零售药店、基层诊所、康复中心等纳入“参保对象”，这将直接转化为中药在市场应用上的扩张；同时，中药饮片及配方颗粒医院加成率维持在 25%。

此外，上游中药材迎来涨价、渠道库存清理进入尾声叠加提价预期加快下游存货周转速度、国企混改及股权激励等相继落地，中药消费品迎来发展新机遇，公司作为中药处方药与 OTC 领域龙头，未来有望实现业绩爆发。

4.2 成熟终端布局+创新营销模式，品牌价值变现加速

公司具备成熟的渠道管理体系与完善的终端覆盖机制。作为 OTC 领域的龙头企业，公司抓住医药新零售的新机遇，与国内经销商、零售终端开展深入合作，建设完善线下终端布局。自我诊疗业务于 2019 年已覆盖全国超过 40 万家零售药店；处方药业务已实现全国数千家等级医院、数万家基层医疗机构全覆盖。同时，公司积极探索互联网医疗市场，与京东大

药房、阿里健康大药房等大型平台公司开展业务合作，赋能线下连锁终端客户，并与京东健康、平安好医生等建立战略合作，构建“互联网+医+药”的新型线上产业链价值链，贴近C端，探索专业品牌营销模式。999感冒灵等主要产品O2O渠道的市场占有率遥遥领先；易善复2020年电商平台销量同比显著提升，618、双十一电商大促活动均蝉联OTC肝胆品类第一品牌。

公司积极探索数字化营销新模式，强化品牌形象及影响力。华润三九积极探索数字化转型，逐步构建999品牌数字化资产。在新媒体时代下通过对品牌创新与跨界营销的尝试，公司将创新理念融入营销和品牌建设，进一步强化了999暖心关爱的品牌定位，推出三九皮炎平国潮口红、三九感冒灵秋裤、“不惑帽”“包你健康”衣帽产品等。2020年，公司更与年轻人喜爱的网红品牌推出联名产品，如999感冒灵联合拉面说推出了暖心鸡汤面，三九胃泰联合开小灶推出了养胃猪肚鸡等，进一步加深消费者对三九系列的品牌认知，扩了品牌的粉丝圈，推动了品牌年轻化建设。我们认为，在新媒体时代下探索创新的品牌营销模式，有助于提升品牌认知度，加速“999”系列品牌价值变现。

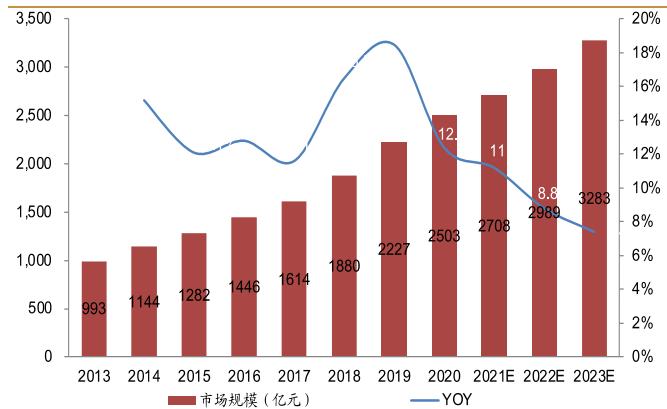
图34：公司持续开展品牌创新，积极尝试跨界营销模式



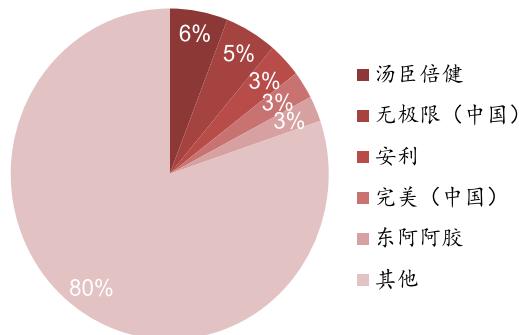
数据来源：公司官网，西南证券整理

4.3 产品边界持续延伸，探索大健康蓝海市场未来可期

受益于消费升级、人民健康意识提升、老龄化趋势延续，保健品消费群体正逐步年轻化，大健康市场扩容潜力巨大。2020年中国保健品行业整体市场规模为2503亿元，2016-2020年复合增速为14.7%，增长速度较快。从竞争格局上看，目前我国保健品行业市占率较高的五家企业仅占19.8%，竞争格局较为分散，且尚未有高端保健品牌龙头。华润三九作为中药处方药与OTC领域龙头，具备强劲的品牌力。

图 35：2013-2023E 中国保健品行业市场规模（亿元）


数据来源：艾媒数据库，西南证券整理

图 36：2019 年中国保健品市场竞争格局


数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

收购山东圣海，构建大健康业务发展基础。2017 年公司收购山东圣海保健品有限公司，正式切入大健康业务，同时在零售市场与公司核心“999”品牌形成协同。我们认为，山东圣海具备较强的生产能力和供应链管理能力，有望为公司快速补充市场主流保健品品类及品种，满足后续产能需求，可作为公司大健康生产基地；同时，山东圣海良好的保健品供应链基础也将助力公司大健康业务快速增长。

精准定位打造健康品牌组合，探索大健康蓝海市场未来可期。公司自 2018 年陆续推出“999 今维多”、“三九益普利生”、“9 YOUNG-BASIC”、“桃白白”等品牌，将 999 品牌优势拓展到膳食营养补充剂领域，积极探索大健康业务增长点。基于不同客户群和品类打造健康品牌组合，“999 今维多”定位于基础膳食营养补充剂系列，“三九益普利生”主打功能性产品系列，“9YOUNG”则定位为针对年轻人的新品牌。我们认为，公司持续延伸产品边界，打造大健康品牌组合，有望精准抢占保健品细分市场，并与核心 OTC 品牌形成良好的协同作用。

图 37：公司“999 今维多”膳食营养补充剂系列


数据来源：公司官网，西南证券整理

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司“999”系列品牌辨识度高，具备价值稀缺性，且公司积极拓展 CHC 产品线，未来有望实现量价齐升。基于 2020 年疫情影响下的低基数 OTC 终端形势，我们预计公司的感冒止咳类产品 2021 年、2022 年和 2023 年销量增速有望分别为 15%、12% 和 10%；皮肤类产品增速有望分别达到 15%、12% 和 8%；胃肠类产品增速有望分别达到 13%、10% 和 8%，最终合计预计 CHC 业务板块 2021 年、2022 年和 2023 年销量增速为 14%、11% 和 8.5%，假设产品价格维持稳定；

假设 2：公司近年不断优化处方药业务，2020 年限抗政策及药品集中带量采购政策导致该业务板块业绩承压，未来有望温和恢复，另外公司中药配方颗粒业务有望成为新增长点，预计中药配方颗粒业务 2021 年、2022 年和 2023 年销量增速分别为 30%、25% 和 20%，假设产品价格维持稳定，最终合计预计公司处方药业务 2021 年、2022 年和 2023 年收入增速为 15.4%、15.2% 和 13%；

表 8：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
非处方药	收入	7833.76	8935.33	9923.44	10769.59
	增速	3.68%	14.06%	11.06%	8.53%
	成本	3358.02	3752.84	4068.61	4307.83
	毛利	4475.75	5182.49	5854.83	6461.75
	毛利率	57.13%	58.00%	59.00%	60.00%
处方药	收入	5181.96	5977.84	6883.64	7773.97
	增速	-21.37%	15.36%	15.15%	12.93%
	成本	1320.86	1912.91	2065.09	2176.71
	毛利	3861.10	4064.93	4818.55	5597.26
	毛利率	74.51%	68.00%	70.00%	72.00%
其他	收入	621.54	652.62	685.25	719.51
	增速	11.78%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	440.74	456.83	479.67	503.66
	毛利	180.79	195.79	205.57	215.85
	毛利率	29.09%	30.00%	30.00%	30.00%
合计	收入	13637.26	15565.79	17492.33	19263.06
	增速	-7.24%	14.14%	12.38%	10.12%
	成本	5119.62	6122.58	6613.38	6988.20
	毛利	8517.64	9443.21	10878.95	12274.86
	毛利率	62.46%	60.67%	62.19%	63.72%

数据来源：Wind，西南证券

5.2 相对估值

我们选取了行业中与华润三九业务最为相近的华东医药、羚锐制药、健民集团和以岭药业四家公司，2021年四家公司的平均PE为25倍，2022年平均PE为20倍。公司发布股权激励，业绩增速确定性强，同时，中药配方颗粒有望成为新增长点，长期成长空间广阔。

表 9：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
000963.SZ	华东医药	37.33	1.61	1.56	1.88	2.27	23	24	20	16
600285.SH	羚锐制药	13.88	0.57	0.71	0.86	1.04	24	20	16	13
600976.SH	健民集团	67.41	0.96	2.10	2.77	3.48	70	32	24	19
002603.SZ	以岭药业	22.64	1.01	0.98	1.22	1.39	22	23	19	16
平均值							35	25	20	16

数据来源: Wind, 西南证券整理

6 风险提示

市场竞争加剧风险，提价不及预期风险，研发进度不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	13637.26	15565.79	17492.33	19263.06	净利润	1617.53	2074.77	2530.10	3008.20
营业成本	5119.62	6122.58	6613.38	6988.20	折旧与摊销	426.72	665.48	681.53	689.00
营业税金及附加	175.57	202.36	227.40	250.42	财务费用	-57.17	3.11	3.50	3.85
销售费用	5015.16	5370.20	6034.85	6645.76	资产减值损失	-204.83	0.00	0.00	0.00
管理费用	931.45	1323.09	1486.85	1637.36	经营营运资本变动	908.06	1267.97	-84.33	-41.44
财务费用	-57.17	3.11	3.50	3.85	其他	-466.32	-97.78	-84.27	-86.35
资产减值损失	-204.83	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	2223.98	3913.55	3046.52	3573.26
投资收益	82.48	80.00	80.00	80.00	资本支出	-1028.85	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	6.87	6.87	6.87	6.87	其他	369.51	86.87	86.87	86.87
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-659.34	46.87	46.87	46.87
营业利润	2070.18	2631.32	3213.22	3824.34	短期借款	-5.00	-25.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-10.76	10.25	8.07	5.66	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	2059.42	2641.57	3221.29	3830.00	股权融资	455.01	0.00	0.00	0.00
所得税	441.89	566.80	691.19	821.80	支付股利	-420.93	-318.31	-398.53	-486.49
净利润	1617.53	2074.77	2530.10	3008.20	其他	-1497.68	-3.99	-3.50	-3.85
少数股东损益	20.04	74.69	88.55	105.29	筹资活动现金流净额	-1468.60	-347.30	-402.03	-490.35
归属母公司股东净利润	1597.49	2000.08	2441.55	2902.91	现金流量净额	90.92	3613.12	2691.37	3129.78
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	3822.21	7435.33	10126.69	13256.47	成长能力				
应收和预付款项	3227.28	3632.26	4138.43	4522.88	销售收入增长率	-7.24%	14.14%	12.38%	10.12%
存货	1761.60	2126.68	2297.39	2429.23	营业利润增长率	-18.16%	27.11%	22.11%	19.02%
其他流动资产	2114.17	299.64	311.95	323.27	净利润增长率	-24.38%	28.27%	21.95%	18.90%
长期股权投资	14.54	14.54	14.54	14.54	EBITDA 增长率	-15.39%	35.26%	18.13%	15.88%
投资性房地产	15.57	15.57	15.57	15.57	获利能力				
固定资产和在建工程	3767.24	3204.72	2626.16	2040.13	毛利率	62.46%	60.67%	62.19%	63.72%
无形资产和开发支出	6691.49	6639.90	6588.31	6536.71	三费率	43.19%	43.02%	43.02%	43.02%
其他非流动资产	596.07	584.69	573.32	561.94	净利润率	11.86%	13.33%	14.46%	15.62%
资产总计	22010.15	23953.32	26692.36	29700.74	ROE	11.51%	13.11%	14.09%	14.69%
短期借款	25.00	0.00	0.00	0.00	ROA	7.35%	8.66%	9.48%	10.13%
应付和预收款项	2296.73	2708.24	2933.42	3128.14	ROIC	14.64%	20.53%	27.88%	34.66%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.89%	21.20%	22.29%	23.45%
其他负债	5629.37	5424.61	5806.90	6098.86	营运能力				
负债合计	7951.10	8132.85	8740.32	9227.00	总资产周转率	0.65	0.68	0.69	0.68
股本	978.90	978.90	978.90	978.90	固定资产周转率	4.07	4.72	6.12	8.33
资本公积	1635.77	1635.77	1635.77	1635.77	应收账款周转率	4.76	5.10	5.23	5.12
留存收益	11117.39	12799.16	14842.17	17258.59	存货周转率	3.13	3.08	2.94	2.91
归属母公司股东权益	13727.09	15413.83	17456.84	19873.26	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.14%	—	—	—
少数股东权益	331.95	406.64	495.19	600.48	资本结构				
股东权益合计	14059.04	15820.47	17952.04	20473.74	资产负债率	36.12%	33.95%	32.74%	31.07%
负债和股东权益合计	22010.15	23953.32	26692.36	29700.74	带息债务/总负债	0.31%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	流动比率	1.50	1.80	2.09	2.40
EBITDA	2439.73	3299.91	3898.24	4517.19	速动比率	1.26	1.52	1.80	2.11
PE	22.78	18.19	14.90	12.53	股利支付率	26.35%	15.91%	16.32%	16.76%
PB	2.59	2.30	2.03	1.78	每股指标				
PS	2.67	2.34	2.08	1.89	每股收益	1.63	2.04	2.49	2.97
EV/EBITDA	13.06	8.55	6.55	4.96	每股净资产	14.36	16.16	18.34	20.92
股息率	1.16%	0.87%	1.10%	1.34%	每股经营现金	2.27	4.00	3.11	3.65
					每股股利	0.43	0.33	0.41	0.50

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

持有：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 指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间

卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下

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

行业评级

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5% 以下

重要声明

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

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

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
广深	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn