

## 中药 OTC 引领者，拥抱趋势，变革求新

买入(首次)

——华润三九（000999）首次覆盖

2022 年 04 月 21 日

## 报告关键要素：

公司是中药 OTC 行业龙头，核心业务 CHC 自我诊疗和处方药聚焦优势领域，依托“999”品牌效应通过外延整合、终端渠道优化、品牌-创新双轮驱动、积极探索智能制造增效降本等，不断拓展市场边界，提高核心业务优势。在国家高度重视中医药发展，陆续落地配套政策的基调下，作为行业领导者，公司未来有望实现持续增长。

## 投资要点：

公司的愿景是“成为大众医药健康产业的引领者”，业务聚焦 CHC 健康消费品和处方药。在消费端，CHC 健康消费品业务覆盖感冒、胃肠、皮肤、肝胆、儿科、骨科、妇科等品类，并积极向健康管理、康复慢病管理产品延伸；医疗端，产品覆盖心脑血管、肿瘤、消化系统、骨科、儿科、抗感染等治疗领域。2021 年公司营业收入和归母净利润分别是 153.2 亿元和 20.47 亿元，增速分别为 12.34% 和 28.13%。其中，CHC 业务 2021 年在公司总营收中占比提升至 60.55%，自 2019 年以来已成为公司收入增长引擎。

**CHC 业务：**品牌是核心驱动力，渠道把握和产品升级拓宽全品类市场边界。品牌强化+渠道拓展是品牌 OTC、专业品牌业务线产品如“感冒灵颗粒”“三九胃泰”、皮肤品牌“天和”、儿科品牌“澳诺”、保肝产品“易善复”等长期增长的驱动力，同时肠胃用药和骨科用药还通过品种升级或技术升级提高产品竞争力。慢病康复领域的血塞通软胶囊上游产品三七系列保健品有望成为该领域增长点；大健康消费尚处于探索阶段，目前线上业务占比 5% 以内，随着线上业务布局增加，大健康领域有长期发展机遇。

**处方药：**中药配方颗粒+专科线+抗感染，产品创新迭代，未来有望获得恢复性增长。中药配方颗粒试点结束后，受益于需求端扩张和医保端支持，行业有望迎来扩容。公司作为老六家试点企业之一，具备先发优势，同时积极建设智能制造，提高降本增效的能力，具备成本优势，未来有望在市场扩容中形成竞争优势。专科线和抗感染方面，公司重视战略引

## 基础数据

总股本 (百万股)	978.90
流通 A 股 (百万股)	978.40
收盘价 (元)	36.71
总市值 (亿元)	359.35
流通 A 股市值 (亿元)	359.17

## 个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

## 相关研究

**分析师：**黄婧婧  
**执业证书编号：**S0270522030001  
**电话：**18221003557  
**邮箱：**huangjj@wlzq.com.cn

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15319.99	17225.54	19527.08	22303.18
增长比率(%)	12	12	13	14
净利润(百万元)	2046.87	2375.47	2774.33	3158.36
增长比率(%)	28	16	17	14
每股收益(元)	2.09	2.43	2.83	3.23
市盈率(倍)	17.56	15.13	12.95	11.38
市净率(倍)	2.35	2.02	1.74	1.50

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

入和创新转型，重组人生长激素产品“诺泽”、示踪用盐酸米托蒽醌注射液（复他舒®）以及第五代头孢抗生素均有望带动处方药业务实现恢复性增长。

**盈利预测与投资建议：**公司是OTC龙头企业，且处方药业务包含中药配方颗粒等，预计2022/2023/2024年收入为172.26亿元/195.27亿元/223.03亿元，对应归母净利润23.75亿元/27.74亿元/31.58亿元，对应EPS为2.43元/股，2.83元/股，3.23元/股，对应PE为15.1/13.0/11.4（对应2022年4月20日收盘价36.71元）。基于公司的品牌优势、终端渠道网络扩张以及产品的创新迭代，未来有望在新老产品带动下实现持续增长，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险因素：**市场竞争加剧风险，集采降价风险，研发进度不及预期风险、并购整合风险、原材料价格波动风险。

## 正文目录

1 老牌国企焕发新活力 .....	5
1.1 华润集团旗下 OTC 品牌药平台，非处方药行业龙头 .....	5
1.2 聚焦 CHC 健康消费品和处方药 .....	6
1.3 CHC 逐步成为业绩增长引擎，销售费用率逐年下降 .....	7
2 品牌和渠道是 CHC 长期增长驱动力，智能制造和创新赋能处方药 .....	10
2.1 优化资源配置，强化品牌优势 .....	10
2.2 传统渠道下沉+“互联网+”布局，推动销售网络扩张 .....	12
2.3 创新+数据+技术，促进降本增效 .....	14
3 研发投入占比逐年提高，品牌+创新双轮驱动 .....	14
4 CHC：品牌是核心驱动力，渠道把握和产品升级拓宽市场边界 .....	16
4.1 品牌 OTC：业务占比最大，增长持续可期 .....	17
4.2 专业品牌：技术升级和渠道终端拓展为增长驱动力 .....	21
4.3 慢病康复：完善产业链布局完善，新品成增长点 .....	23
4.4 大健康：有长期发展机遇，重点关注线上需求 .....	24
5 处方药：产品创新迭代，未来有望实现恢复性增长 .....	24
5.1 中药配方颗粒：积极应对行业变化，具备竞争优势 .....	25
5.2 专科线：调整产品结构，强化现有产品优势 .....	28
5.3 抗感染：政策影响已到底部，有望在新品带动下重获增长 .....	30
6 盈利预测与估值 .....	31
7 风险提示 .....	32

图表 1：华润三九是华润集团旗下 OTC 品牌药平台 .....	5
图表 2：华润三九股权结构（数据截止 2021 年 12 月 31 日） .....	6
图表 3：华润三九子公司情况（数据截至 2021 年 12 月 31 日） .....	6
图表 4：华润三九业务结构 .....	7
图表 5：华润三九 CHC 健康消费品和处方药覆盖疾病领域 .....	7
图表 6：华润三九 2012-2021 年营业收入和增速 .....	8
图表 7：华润三九 2012-2021 年归母净利润和增速 .....	8
图表 8：华润三九 2012-2021 年经营活动产生的现金流量净额和增速 .....	8
图表 9：华润三九 2012-2021 年经营性现金净流量净额与净利润/总营收比例 .....	8
图表 10：华润三九 CHC 健康消费品和处方药销售额和增速 .....	9
图表 11：华润三九销售、管理和财务费用率变化 .....	9
图表 12：华润三九销售毛利率和各产品毛利率 .....	10
图表 13：华润三九净资产收益率(摊薄)和销售净利率 .....	10
图表 14：华润三九近五年资产周转率 .....	10
图表 15：华润三九并购整合历史 .....	11
图表 16：华润三九与跨国企业战略合作历史 .....	11
图表 17：三九商道 KA 平台销售额（亿元）和复合增长率 .....	13
图表 18：2020 年 KA 平台四个事业部业绩（亿元） .....	13
图表 19：华润三九电商渠道建设 .....	13
图表 20：华润三九研发投入和占比 .....	14
图表 21：华润三九创新项目(数据截止 2021 年 12 月 31 日) .....	15
图表 22：2015-2020 年中国妇科用药市场规模和增速 .....	16

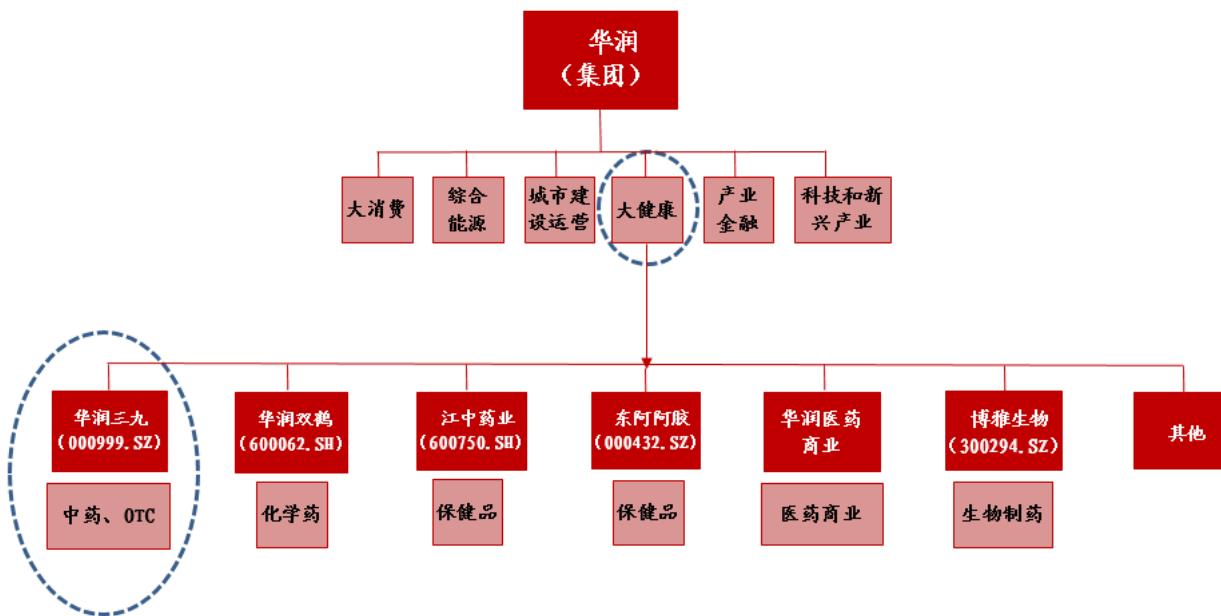
图表 23: 2021E 重点城市实体药店妇科中成药亚类格局 .....	16
图表 24: 近 5 年报产/临床在审的妇科中成药 (数据截止 2022 年 3 月 30 日) .....	16
图表 25: 华润三九“感冒灵颗粒”在中成药感冒药中居首位 (2020 年数据) .....	17
图表 26: 华润三九“感冒灵颗粒”销售额和增速 .....	17
图表 27: 华润三九 OTC 感冒用药布局 .....	18
图表 28: “三九胃泰颗粒”在中成药感冒药排名领先 (2020 年数据) .....	18
图表 29: “三九胃泰颗粒”销售额和增速 .....	19
图表 30: 华润三九 OTC 肠胃用药产品线 .....	19
图表 31: 2020 年中国化学类 OTC 皮肤用药品牌 top15 .....	20
图表 32: “999 皮炎平”复方醋酸地塞米松乳膏销售额和增速 .....	20
图表 33: “999 皮炎平”糠酸莫米松凝胶销售额和增速 .....	20
图表 34: “999 皮炎平”曲安奈德益康唑乳膏销售额和增速 .....	21
图表 35: “顺峰”销售额和增速 .....	21
图表 36: 华润三九 OTC 皮肤用药产品线 .....	21
图表 37: “天和”品牌线上销售额和增速 .....	22
图表 38: 2020-2021 年“澳诺”电商销售额和增速 .....	23
图表 39: “澳诺”未来成长性来源 .....	23
图表 40: “易善复”电商平台销售额和增速 .....	23
图表 41: “康妇特”电商平台销售额和增速 .....	23
图表 42: 华润圣火血塞通软胶囊销售额和增速 .....	24
图表 43: 华润圣火血塞通软胶囊零售端市占率 .....	24
图表 44: 华润三九大健康领域布局 .....	24
图表 45: 华润三九处方药收入和增速 .....	25
图表 46: 《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》重点内容 .....	25
图表 47: 中国医院结构 .....	26
图表 48: 中国医疗机构结构 .....	26
图表 49: 近 5 年配方颗粒市场规模和增速 .....	27
图表 50: 华润三九配方颗粒规模和增速测算 .....	27
图表 51: 近 5 年中药配方颗粒竞争格局 .....	27
图表 52: 华润三九专科线业务着重产品价值挖掘 .....	28
图表 53: 重组人生长激素产品“诺泽”样本医院销售额和增速 .....	29
图表 54: 重组人生长激素产品“诺泽”样本医院市占率 .....	29
图表 55: 华润三九中成药带量采购入选情况 .....	29
图表 56: 华润三九中药注射剂产品占营业收入比重 .....	30
图表 57: 2017-2021 年华润九新样本医院销售额结构 (单位: 万元) .....	30
图表 58: 中国抗生素药物销售结构 .....	31
图表 59: 各代头孢的抗菌谱 .....	31
图表 60: 华润三九主营业务盈利预测 (亿元) .....	32

## 1 老牌国企焕发新活力

### 1.1 华润集团旗下 OTC 品牌药平台，非处方药行业龙头

1983年华润集团成立后，因应外贸体制改革的形势，企业逐渐从综合性贸易公司转型为以实业为核心的多元化控股企业集团，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6大领域。华润集团大健康领域成员包括华润医药（03320.HK）、华润医药商业、华润三九（000999.SZ）、华润双鹤（600062.SH）、华润江中（600750.SH）、华润健康等。其中，华润三九是集团整合中药OTC资源的平台，是华润医药板块核心资产之一，肩负着央企发展的重任。

图表1：华润三九是华润集团旗下 OTC 品牌药平台



资料来源：集团官网，公司官网，万联证券研究所

**公司股权集中，架构稳定。**控股股东是华润医药控股（中央国有控股），截止2021年12月31日持股比例达63.6%，第二大股东是香港中央结算公司，2021年12月31日持股比例为8.59%。公司旗下子公司各尽其职，发挥自身优势，在中成药、化学药、大健康等各领域不断丰富产品线。公司高级管理人员具有丰富的行业经验，新任总裁赵炳祥先生是在三九成长起来的，曾任职营销部门、雅安三九总经理等，之后出任华润医药副总裁，对公司的战略、业务和企业文化比较了解。

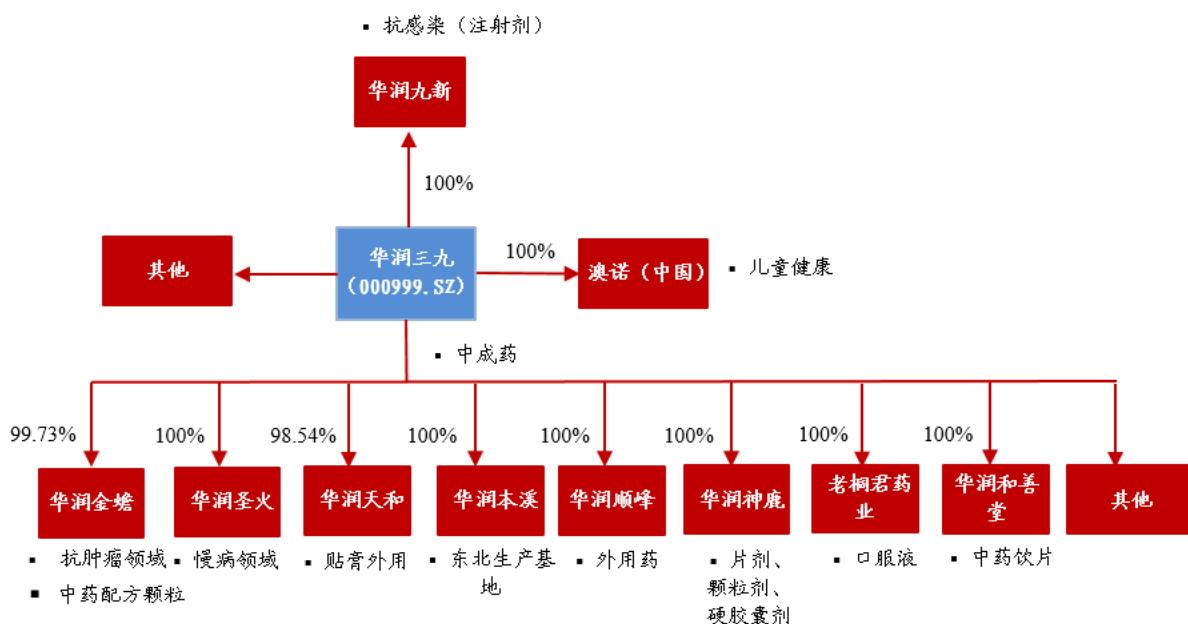
**公司实力获得行业认可，品牌优势明显。**公司在“2020年度中国医药工业中药企业百强榜单”中蝉联第3，上榜BrandZ™2020最具价值中国品牌100强，连续多年位列中国非处方药协会发布的“非处方药生产企业综合排名”榜首，且多个产品位居排行榜前列，其中，999感冒灵颗粒/胶囊连续十年荣获感冒咳嗽类（中成药）第一名，入选“2021年度中国非处方药黄金单品名单”。

图表2:华润三九股权结构 (数据截止 2021 年 12 月 31 日 )



资料来源: Wind, 公司公告, 万联证券研究所

图表3:华润三九子公司情况 (数据截至 2021 年 12 月 31 日 )

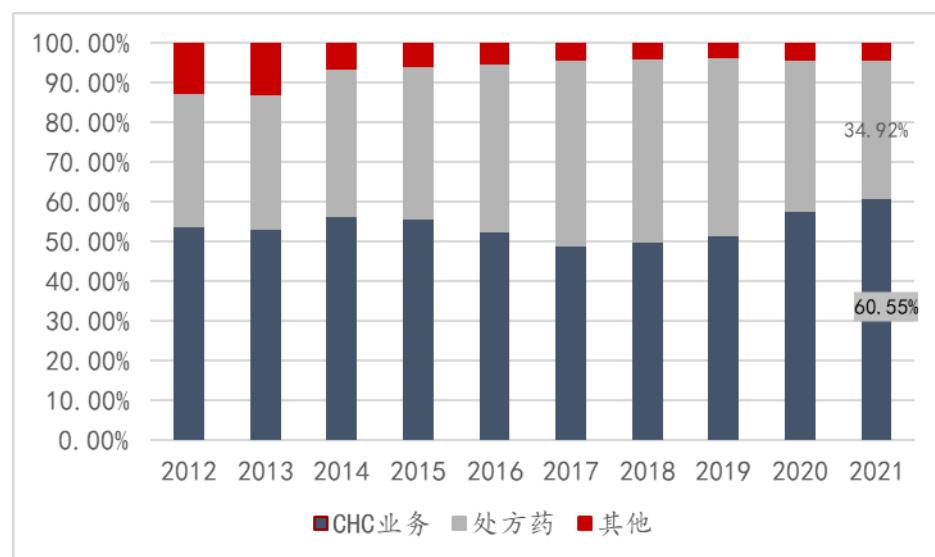


资料来源: 公司官网, 同花顺iFind, 万联证券研究所

## 1.2 聚焦 CHC 健康消费品和处方药

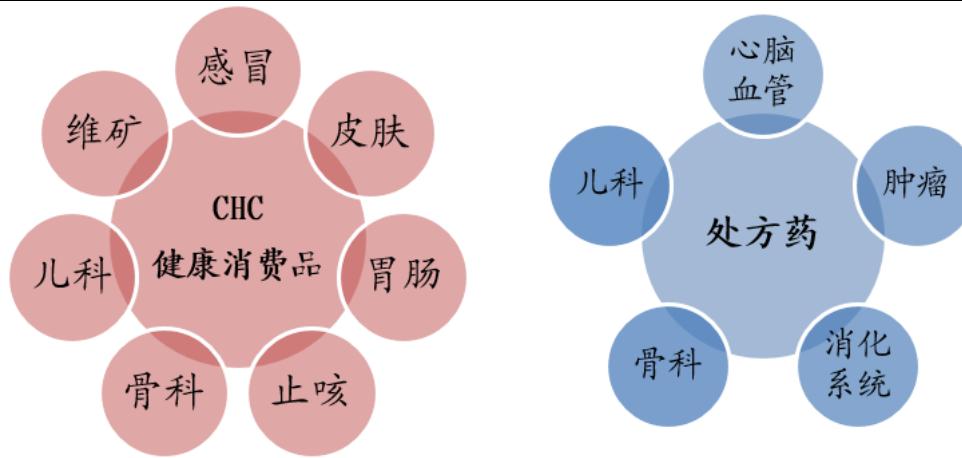
公司核心业务定位于CHC健康消费品(非处方药)和处方药, 近年公司逐步提高非处方药比重, 2021年销售额占比提高至60.55%。CHC健康消费品覆盖了感冒、皮肤、胃肠、止咳、骨科、儿科等近10个品类, 并向健康管理、康复慢病管理产品延伸; 处方药覆盖心脑血管、肿瘤、消化系统、骨科、儿科等治疗领域, 在中药处方药行业享有较高声誉。

图表4:华润三九业务结构



资料来源: Wind, 公司公告, 万联证券研究所

图表5:华润三九 CHC 健康消费品和处方药覆盖疾病领域



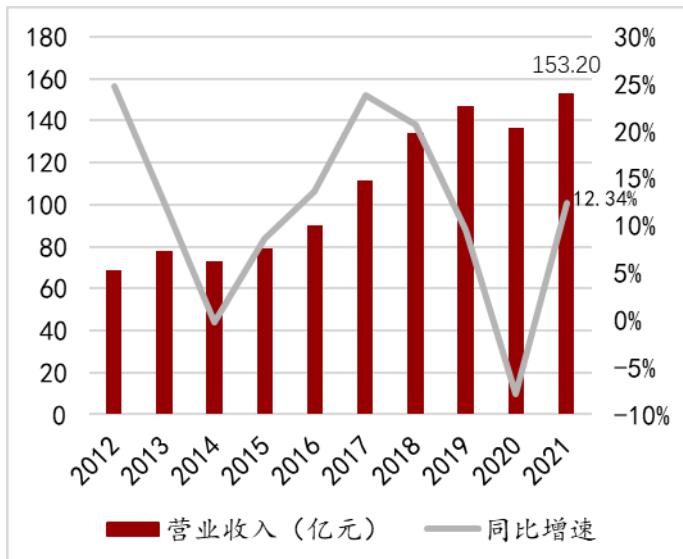
资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

### 1.3 CHC 逐步成为业绩增长引擎, 销售费用率逐年下降

- ▶ 业绩增速回归至两位数, 经营性现金流基本保持稳健

2021年公司营业收入和归母净利润增速扭负为正, 增速分别为12.34%和28.13%。2020年之前公司业绩稳步增长, 2020年是医药行业转型升级加速的一年, 疫情导致医院门诊量、处方量明显下滑, 处方药在医疗机构的销售推广受到限制, 各地对零售药店销售感冒、止咳产品的限制, 公司OTC品类销量下降, 总营业收入和归母净利润分别出现了-7.82%和-23.89%的负增长。2021年公司业绩受疫情和外部影响逐渐消除, 营业收入和归母净利润增速均恢复至两位数。经营活动产生的现金流量净额2021年增速为负, 但总体基本保持稳健。

图表6:华润三九 2012-2021 年营业收入和增速



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表7:华润三九 2012-2021 年归母净利润和增速



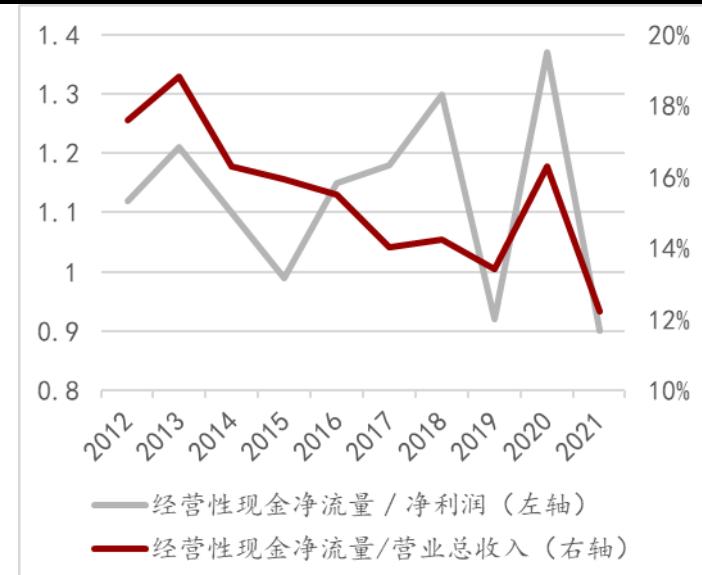
资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表8:华润三九 2012-2021 年经营活动产生的现金流量净额和增速



资料来源: Wind, 万联证券研究所

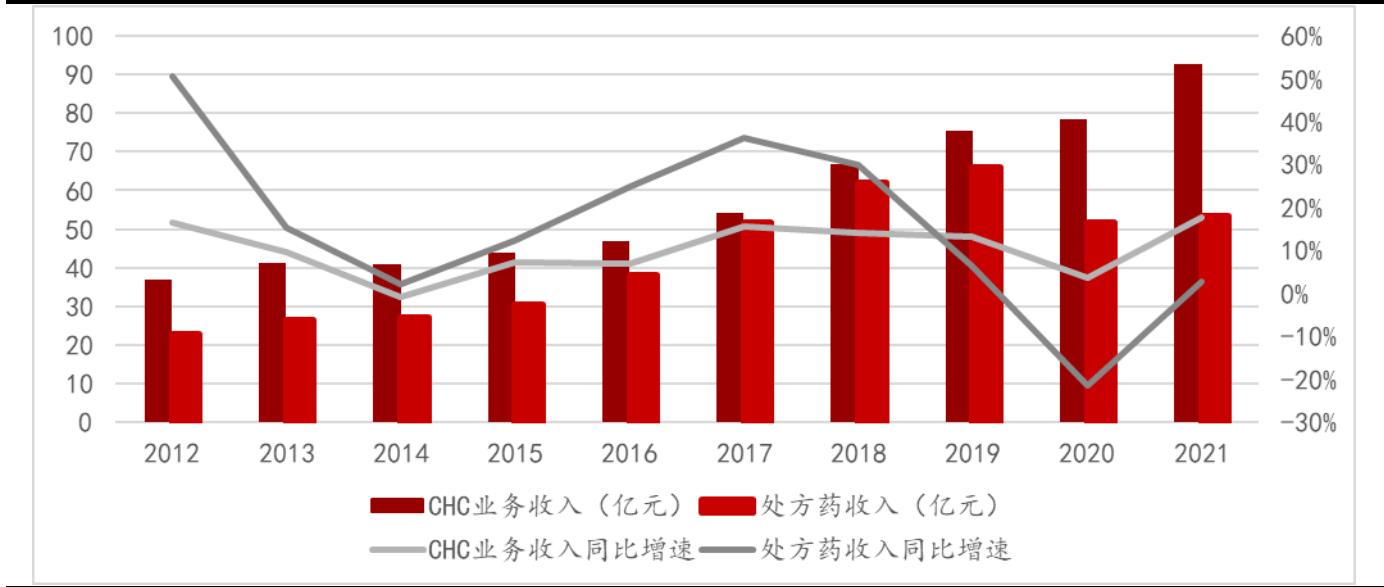
图表9:华润三九 2012-2021 年经营性现金净流量净额与净利润/总营收比例



资料来源: Wind, 万联证券研究所

2019年以来，非处方药是公司收入的增长引擎，收入增速超过处方药。2021年，CHC 实现92.76亿元的营业收入和17.72%的增速，处方药扭转2020年负增速的局面，实现53.5亿元的营业收入和2.76%的增速，处方药增速较慢主要是因为抗感染业务受限抗和集采影响拖累业绩所致。

图表10:华润三九 CHC 健康消费品和处方药销售额和增速

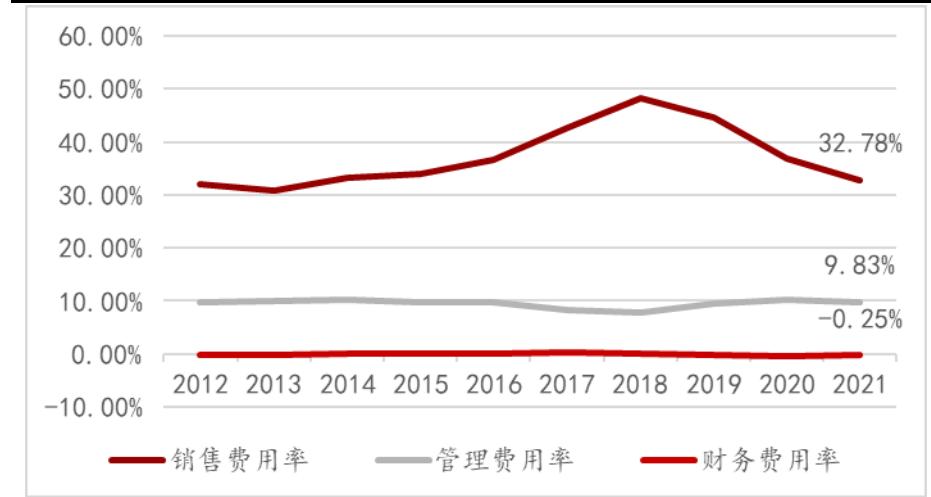


资料来源：公司公告，万联证券研究所

#### ► 销售费用率逐年下降，营销费用投放效率提升

公司对费用管理越来越精细化，随着营收规模扩大，公司调整营销策略，加大线上业务投入。自2018年以来销售费用率逐年下降，2021年降低至32.78%。此外，集采推进也会带来费用率的下降；管理费用率相对平稳，这几年一直维持在10%左右；财务费用率2021年依旧为负数。

图表11：华润三九销售、管理和财务费用率变化



资料来源：Wind，万联证券研究所

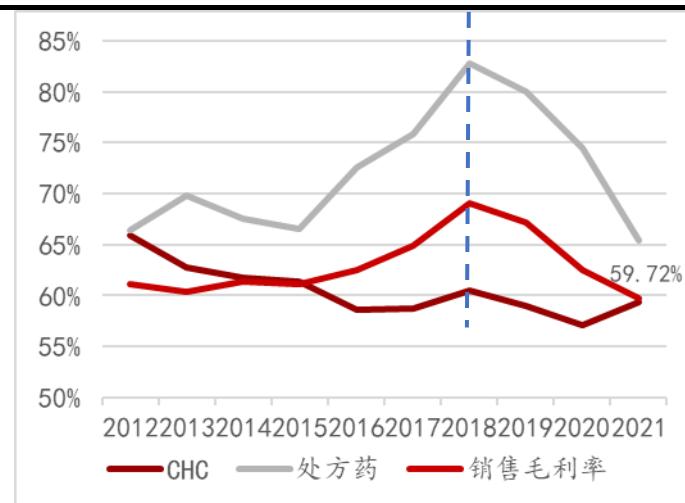
#### ► 销售毛利率基本保持稳定，净资产收益率和销售净利率稳中有升

公司销售毛利率一直维持在60%左右的高水平，说明公司产品具有竞争优势。销售毛利率从2018年开始有所下滑，主要因为毛利率较低的非处方药占比逐年提升、抗感染业务集采后销售额和毛利率下滑、国药业务中补充了部分饮片业务，饮片业务毛利率相对较低等所致。值得注意的是，CHC业务毛利率2021年结束了两年的下降趋势，主要受益于公司非处方药产品竞争力提升，部分产品提价。未来随着公司CHC业务竞争力持续提升，原材料议价能力提升，毛利率有望进一步提高。同时，新上市的产品毛利率会相对高一些。综合以上，预计毛利率基本可保持稳定。

公司净资产收益率和销售净利率近年来较波动，2021年分别为13.39%和13.58%。2021

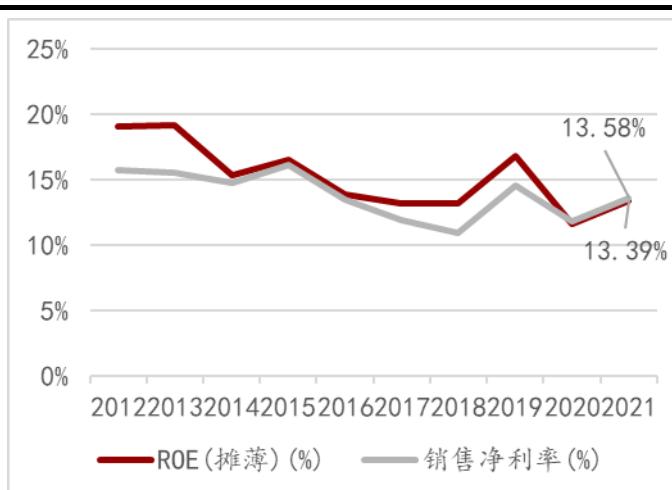
年销售净利率提升主要是因为销售费用率下降明显，净资产收益率提升主要受益于销售净利率和资产周转率的提升。

图表12：华润三九销售毛利率和各产品毛利率



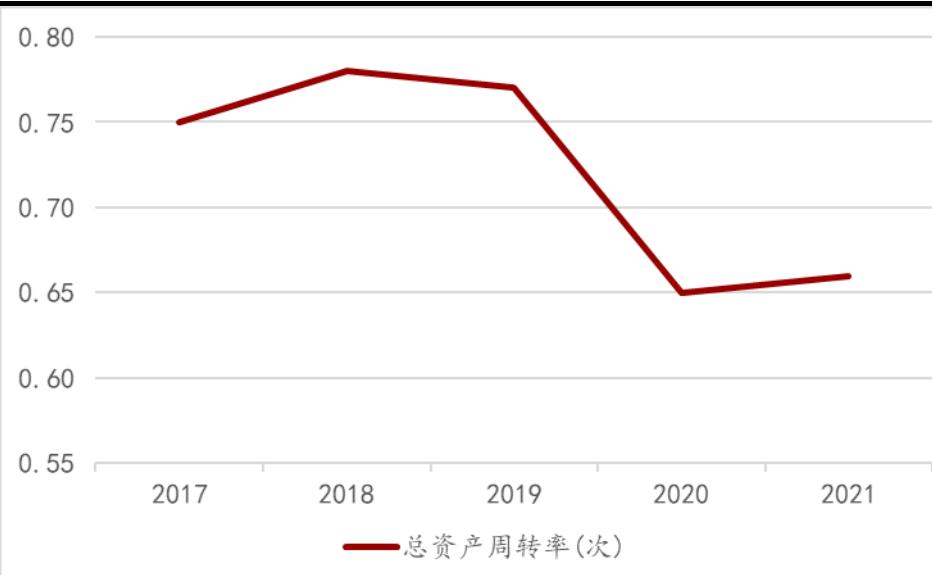
资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表13：华润三九净资产收益率(摊薄)和销售净利率



资料来源：Wind, 万联证券研究所

图表14：华润三九近五年资产周转率



资料来源：Wind, 万联证券研究所

## 2 品牌和渠道是 CHC 长期增长驱动力，智能制造和创新赋能处方药

### 2.1 优化资源配置，强化品牌优势

通过“1+N”战略补充品牌，扩充细分市场。公司“1+N”品牌策略取得了较好成果，在“999”品牌的基础上，陆续补充了“天和”、“顺峰”、“好娃娃”、“易善复”、“康妇特”、“澳诺”、“诺泽”、“龙角散”、“Alinamin”、“Nature's Care pro”等深受消费者认可的药品品牌。在品类方面，基本的感冒、皮肤、胃肠用药品类虽未增加，但通过并购获得了抗真菌、抗肿瘤、心脑血管、抗感染等细分市场。

丰富大健康领域布局。公司收购山东圣海65%的股权，助力公司快速补充主流保健品品类，构建大健康业务发展基础；收购澳诺制药100%股权，进一步丰富了儿童健康

领域产品布局。在与赛诺菲合作的基础上，将其澳洲优质维矿品牌——Nature's Own通过跨境电商引入中国市场，为消费者更加多元化的健康生活方式提供支持。

**拓展中药材种植加工业务，补充国药产品线**，公司2014年收购华润和善堂，华润和善堂是一家生产中药饮片的公司，拥有人参GAP种植基地、中药饮片GMP车间、食品生产车间，拥有国内先进的人参种植、中药饮片生产加工、食品开发及生产、技术和设备。2020年，公司收购华润堂（深圳）100%股权，深圳华润堂主要从事内地市场的线下门店零售业务，产品涵盖滋补品、保健品、药品、中药饮片、健康食品、个人护理等多个领域，其中以中药滋补品为主。

图表15：华润三九并购整合历史

时间	并购企业	拓展领域	业务/产品
2012年	顺峰药业	抗真菌类	顺峰康王、顺峰康霜（抗真菌类细分市场的品牌产品）
2013年	桂林天和	骨科	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
	临清华威	中成药	健脑补肾丸、消食健胃片、健胃消食片、新复方大青叶片、阿胶益寿口服液、鼻炎糖浆、六味地黄丸等。
2014年	吉林和善堂	中药饮片	中药材种植加工
	杭州老桐君	口服液	抗病毒口服液、小儿咳喘灵口服液、阳春玉液、葡萄糖酸钙口服溶液、葡萄糖酸锌口服溶液等
2015年	浙江众益	抗感染	阿奇霉素肠溶胶囊（佳美舒）、红霉素肠溶胶囊（美红）、镁加铝咀嚼片（唯佳美）、奥沙拉秦钠胶囊（帕斯坦）、西地碘含片（众益今典）、汉防己甲素片及地氯雷他定片等。
2016年	圣火药业	心脑血管	“理洫王”牌血塞通软胶囊等口服剂型产品，（收购之前华润三九在心脑血管领域品种以注射剂为主）
2017年	山东圣海	大健康	保健品
	金复康药业	肿瘤	益血生胶囊、金复康口服液
2019年	澳诺制药	儿科	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）
2020年	深圳华润堂	国药业务	中药滋补品

资料来源：公司官网、万联证券研究所

图表16：华润三九与跨国企业战略合作历史

时间	合作企业	品牌	产品群/产品功能	推广区域
2016年12月	赛诺菲	好娃娃®	小儿氨酚烷胺颗粒、健儿消食口服液、小儿咳喘灵口服液、蒙脱石颗粒等；	中国
			易善复® 辅助改善中毒性肝损伤、脂肪肝	

		康妇特®	复方莪术油栓、硝呋太尔等	
2017年9月	瑞士Basilea	-	头孢比罗酯 (第五代头孢抗生素)	中国内地、 香港、澳门
2019 年	8月	澳大利亚 Nature's Care 保健品公司	Nature's Care pro	保健品 中国
	5月	武田制药	Alinamin	维生素B族产品(缓解疲劳)
	2020年7月	诺和诺德	诺泽®	重组人生长激素注射液 中国
2020年12月		Oncocutics, Inc.	-	脑胶质瘤创新药产品“ONC201” (目前处临床阶段) 大中华区 (中国大陆、香港、 澳门、台湾)
2021年3月		日本株式会社	龙角散®	治疗咽喉疾病 中国
2021年11月		香港京都养生 堂	-	止咳、外用药油类产品，半夏枇杷 膏、舒筋健络油等 中国

资料来源：公司官网，公司官方公众号，万联证券研究所

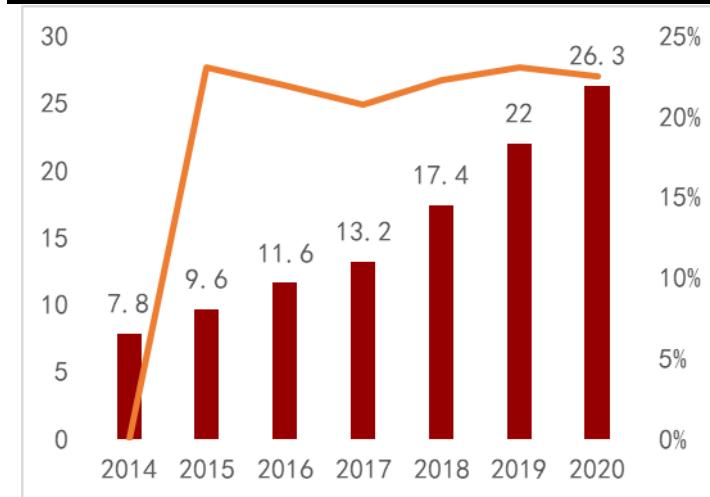
## 2.2 传统渠道下沉+“互联网+”布局，推动销售网络扩张

### ► 传统渠道：渠道下沉，并借助数字化精准终端资源

公司搭建了成熟的三九商道客户体系，不断扩大终端的覆盖，与全国最优质的经销商和连锁终端广泛合作，覆盖了全国超过40万家药店。2018年10月23日，公司携手赛诺菲举办了“完美药店”中国发布仪式。“完美药店”是一个旨在协同终端发掘市场价值最大化，以精准的客户需求分析、优化的商品视觉体系、系统的资源定制服务营造消费者完美体验的服务体系。截至2021年12月底，“999完美药店”项目覆盖26个城市，服务超过5000家核心连锁终端，进一步推动渠道下沉和广泛覆盖。

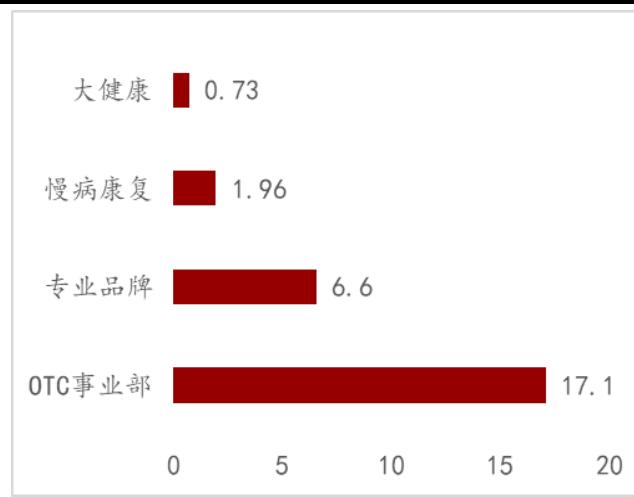
三九商道KA平台带动OTC品牌业务发展。作为三九商道在零售终端的延伸与发展，三九商道KA平台加强并完善针对零售市场院边店、社区店、专业店、电商店的产品和服务的差异化布局，自2014年成立以来保持稳定增长，从2014年7.8亿到2020年的26.3亿，复合增长率达到20%以上。2020年OTC事业部、专业品牌、慢病康复和大健康领域销售额分别是17.1亿、6.6亿、1.96亿和0.73亿。

图表17:三九商道 KA 平台销售额 (亿元) 和复合增长率



资料来源：公司官方公众号，万联证券研究所

图表18: 2020 年 KA 平台四个事业部业绩 (亿元)



资料来源：公司官方公众号，万联证券研究所

**数字化转型助力终端销售。**近日，公司与零售渠道合作伙伴海王星辰携手共建新型营销合作关系，探索基于零售渠道数字化的顾客全生命周期服务之道和终端营销新模式。海王星辰作为行业领先的药店连锁，在渠道销售、会员数据等方面深耕多年，公司在品牌、医药产品、营销等方面具有优势，取双方所长，以护肝黄金单品“易善复”为切入点，打通海王星辰用户数据与易善复产品进行数字化关联和匹配，实现既向顾客提供优质“健康管理服务”，同时又为终端门店赋能，提供营销组合拳，助力终端销售。除用户数据，双方还通过整合微信公众号、小程序、营销云系统、企业微信号、线下门店触点等资源，借助数字化标签建立精准的护肝用户池。

#### ► 互联网+：加快电商渠道的建设，构建“互联网+医+药”的新型产业链价值

公司积极探索创新营销模式，1) 布局B2C新零售渠道，与京东大药房、阿里健康大药房等大型平台公司开展了业务合作，在各主流电商平台持续构建感冒咳嗽、儿科、肝胆、维矿等品类的品牌优势地位；2) 布局O2O平台，与美团、饿了么等平台有良好合作；3) 和传统药店客户共建线上线下赋能系统：老百姓、益丰、一心堂、大参林、海王星辰等都是公司合作紧密的客户；4) 构建互联网医疗，如与平安好医生等建立战略合作，构建“互联网+医+药”的新型产业链价值，探索专业品牌营销模式。目前线上业务在公司CHC业务中占比约4%，未来随着公司不断布局线上业务，线上业务份额有望持续提升。

图表19: 华润三九电商渠道建设



资料来源：公司官方公众号，万联证券研究所

### 2.3 创新+数据+技术，促进降本增效

在当前医药市场“控费降价”的大环境下，医药企业的数智化转型对于优化产业链尤为重要。公司的多个生产基地持续推进智能制造建设工作，1) 总部观澜基地、子公司华润金蟾均入选e-works“智能制造标杆工厂”，实现自动化与信息化深度融合，升级生产装备，进一步保障产品品质，提升生产效率；2) 雅安三九建立高效一体化的全产业链计划管理体系，完成GAP药材种植、中药提取等全产业链生产过程自动化建设，推进卓越运营9S管理可视化；3) 枣庄三九通过打造中成药制剂数字化车间，提升枣庄三九产品研发、生产、质量管理的智能化水平，大幅提升产品的市场竞争力；4) 本溪三药通过建设科技部课题项目“中药口服制剂先进制药与信息化技术融合示范研究”，初步构建智能制造从产品研发到市场推广全价值链的价值创造体系；5) 国药事业部基于云架构探索云协同制造新模式已初见成效，计划、生产、仓储物流、运营各环节协同能力得到有效提升。

公司2020年成立了深蓝实验室，负责统筹公司整体智能制造工作，推动智能制造技术创新工作。深蓝实验室智能空间与智造空间将通过整合内外部智能制造资源，打造项目孵化器；通过鼓励创新推动业务流程创新、制造模式创新、解决生产过程的共性问题，推动技术创新，建设创新协同平台。深蓝实验室目前已成为中医药行业数字化领先的实验室。

## 3 研发投入占比逐年提高，品牌+创新双轮驱动

近年公司研发投入占营收比重稳步提升，2021年研发投入6.31亿元，占营业收入4.12%。截止2021年12月31日，公司在研项目71项，包括1类化药2项，1类中药2项，2类化药2项，其他新品65项，主要围绕肿瘤、骨科、皮肤、呼吸、抗感染等战略领域，仿创结合进行产品布局，同时经典名方研发等创新领域也有积极进展。

图表20：华润三九研发投入和占比



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表21:华润三九创新项目(数据截止 2021 年 12 月 31 日)

药物类型/ 创新类型	产品名称	注册分类	进展	适应症
中成药	DZQE	新药1类	临床前	改善女性更年期症状
	解郁胶囊	新药5类	1期临床	轻、中度抑郁症（肝郁脾虚证）
	金不换骨通胶囊	新药6.1类	2期临床	膝骨关节炎、寒湿阻络兼血瘀证
化学药	桃红四物颗粒	新药3.1类	申请上市	妇女血虚有淤血的月经不调
	QBH196片	新药1类	1期临床	晚期恶性实体瘤
	ONC201	进口1类	申请上市	H3K27M突变型胶质瘤
产品力提升	示踪用盐酸米托蒽醌注射液（商品名：复他舒®）	新药2类	获批上市	国内首个批准用于甲状腺手术区域引流淋巴结的示踪产品
	注射用头孢比罗酯钠（第五代头孢抗生素）	化药5.1类	获批上市	医院获得性肺炎（不包括和呼吸机相关的肺炎）以及社区获得性肺炎
	围绕感冒灵、参附、气滞胃痛、血塞通、华蟾素等核心品种，加强药材资源、生产工艺、质量标准、临床循证医学等研究工作，提升现有已上市品种的工艺、质量水平，打造循证医学证据链			
仿制药注册	富马酸喹硫平缓释片、注射用头孢唑林钠等获得药品注册证书			
一致性评价开展	注射用头孢他啶、佐匹克隆片等通过仿制药质量和疗效一致性评价			
中医药的传承、创新、发展	重点关注中药经典名方、院内制剂、配方颗粒等的研究。 2021年在研经典名方20余首，向国家中药管理局申报的古代经典名方信息考证研究共30余项，并完成了首个经典名方颗粒项目的注册申报			

资料来源：米内网，公司公告，万联证券研究所

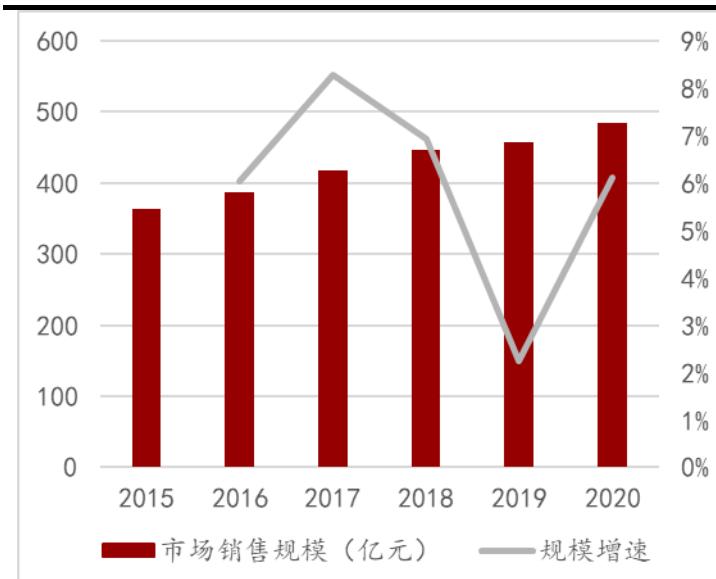
说明：标黄部分代表处于上市申请阶段或已拿到注册证书的新药

**化学药新药有望带动处方药迎来恢复性增长。**2020年12月公司获得抗肿瘤创新药品“ONC201”在大中华区的独家开发、生产及商业化权益，该品种针对H3K27M突变型胶质瘤，目前在推进国内注册申报；二类新药“示踪用盐酸米托蒽醌注射液”（商品名：复他舒®）获批，该产品适用于甲状腺手术区域引流淋巴结的示踪，有助于公司进一步丰富肿瘤管线、优化产品结构；另外，公司子公司通过许可引入的产品注射用头孢比罗酯钠已获得药品注册证书，是国内首个批准注册的第五代头孢抗生素，有利于公司调整在抗感染领域的產品结构、提升在抗感染治疗领域产品的竞争力。

**妇科中药新药将上市，发力百亿市场。**女性人口数量逐年增长、竞争压力增加等因素推动了妇科用药市场的增长，2020年规模达485亿元，实现6.13%的增速。妇科中成药主要以天然动植物为原料，具有妇科治疗效果显著、相对安全的特点，注重对女性生理特征的总体把握，符合我国女性妇科疾病的用药习惯。根据米内网数据，预计2021

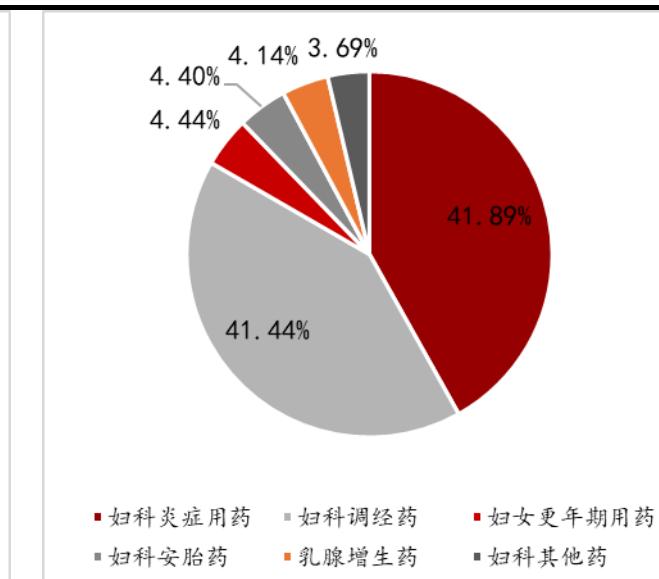
年妇科炎症用药和妇科调经药是最畅销两大亚类，合计市场份额超过80%，其中，妇科调经药占比41.44%。公司目前申请上市的桃红四物颗粒是近5年首款报产的妇科调经中药新药，有望发力妇科调经药百亿市场。

图表22:2015-2020 年中国妇科用药市场规模和增速



资料来源：中康CHIS系统、中商产业研究院、万联证券研究所

图表23:2021E 重点城市实体药店妇科中成药亚类格局



资料来源：米内网、万联证券研究所

图表24:近5年报产/临床在审的妇科中成药（数据截止2022年3月30日）

药品	企业	注册分类	审评结果	治疗亚类
桃红四物颗粒	华润三九	新药3.1类	(提交上市申请)	妇科调经药
滋肾育胎丸	白云山	新药2.3类	批准临床(默示许可)	妇科安胎药
广防风胶囊	上海药港生物	新药1.3类	批准临床(默示许可)	妇年期用药
宫颈炎康凝胶	江西百神昌诺药业	新药1.1类	批准临床(默示许可)	妇科炎症用药
抑乳调经颗粒	南方医科大学南方医院 /广州三益生物医药	新药6类	批准临床(默示许可)	妇科其它用药
香胡当芎行调胶囊	武汉恒信源药业	新药6.1类	批准临床(默示许可)	妇科其它用药
芪苓温肾消囊颗粒	天士力	新药6类	批准临床(默示许可)	妇科其它用药
加味没竭片	上海中医药大学附属岳 阳中西结合医院/上海 中医药大学/上海中医 大源创科技	新药6类	批准临床	妇科调经药
三元乳癖消凝胶贴 膏	山西丰源药业	新药6类	批准临床	乳腺增生药

资料来源：米内网、万联证券研究所

#### 4 CHC：品牌是核心驱动力，渠道把握和产品升级拓宽市场 边界

CHC业务涵盖品牌OTC、专业品牌、大健康、慢病康复四条业务线，其中，品牌OTC占比最大。CHC业务依托999及多个专业品牌，以家庭常见疾病治疗及健康管理为出发点，近年来从OTC逐渐扩展到自我诊疗，现在转为消费者健康。聚焦OTC大品种领

域，覆盖了感冒、皮肤、胃肠、止咳、骨科、儿科、膳食营养补充剂等近10个品类。

#### 4.1 品牌 OTC：业务占比最大，增长持续可期

##### ► 感冒用药：品牌+渠道，是长期增长的驱动因素

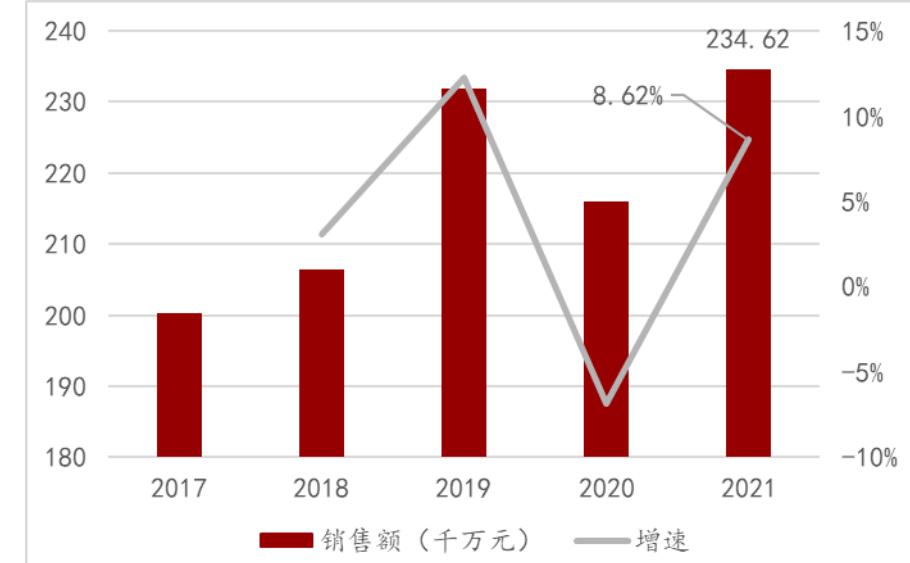
公司感冒咳嗽领域核心药品“感冒灵颗粒”在市场销售领先，2021年实现234.62千万元销售额和8.62%的增速。公司感冒咳嗽药产品线丰富，围绕单品王“感冒灵”系列还分别开发了小柴胡颗粒、板蓝根颗粒和感冒清热颗粒等多个品种，覆盖人群包括成人和儿童。随着公司线上销售布局，品牌优势不断强化，感冒咳嗽核心药品有望保持销售领先地位。

图表25：华润三九“感冒灵颗粒”在中成药感冒药中居首位（2020年数据）

排名	中成药	生产厂家	2020年 份额	排名	中成药	生产厂家	2020年 份额
1	感冒灵颗粒	华润三九	6.60%	6	补肺丸	甘肃西峰制药	1.90%
2	连花清瘟胶囊	以岭药业	5%	7	急支糖浆	太极集团	1.80%
3	京都念慈菴蜜炼川贝枇杷膏	京都念慈菴总厂	3.70%	8	双黄连口服液	三精制药	1.60%
4	板蓝根颗粒	白云山和记黄埔中药	2.90%	9	双黄连口服液	河南太龙药业	1.60%
5	铁皮枫斗颗粒	浙江天皇药业	1.90%	10	抗病毒口服液	广州香雪制药	1.50%

资料来源：米内网，万联证券研究所

图表26：华润三九“感冒灵颗粒”销售额和增速



资料来源：中康开思，万联证券研究所

图表27: 华润三九 OTC 感冒用药布局



资料来源：公司官网，万联证券研究所

#### ► 肠胃用药：通过品种升级策略提高产品竞争力

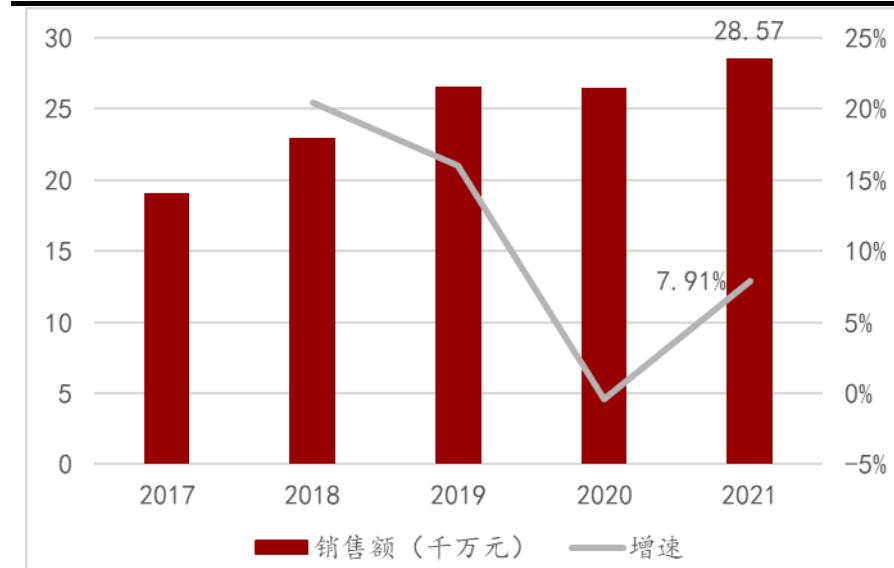
公司肠胃用药布局中，通过外延收购实现品种升级，在原有核心独家品种“三九胃泰”系列品种上，收购了本溪三药的气滞胃痛颗粒（独家）、合肥神鹿的养胃舒颗粒和温胃舒颗粒。核心品种“三九胃泰颗粒”在国内OTC肠胃用药中排名领先，2021年实现28.57千万元销售额和7.91%的增速。通过品种升级策略，公司肠胃用药将持续扩大在细分领域的领先地位。

图表28：“三九胃泰颗粒”在中成药感冒药排名领先（2020年数据）

排名	中成药	生产厂家	2020年 份额	排名	中成药	生产厂家	2020年 份额
1	健胃消食片	江中药业	17.1%	6	排毒养颜胶囊	云南盘龙云海药业	2.0%
2	肠炎宁片	康恩贝	10.2%	7	新复方芦荟胶囊	河北万邦复临药业	1.9%
3	<b>三九胃泰颗粒</b>	<b>华润三九</b>	<b>3.9%</b>	8	小儿七星茶颗粒	广州王老吉药业	1.8%
4	丁桂儿脐贴	亚宝药业	3.6%	9	四磨汤口服液	湖南汉森制药	1.5%
5	康复新液	四川好医生攀西药业	2.8%	10	胃康灵胶囊	葵花药业	1.5%

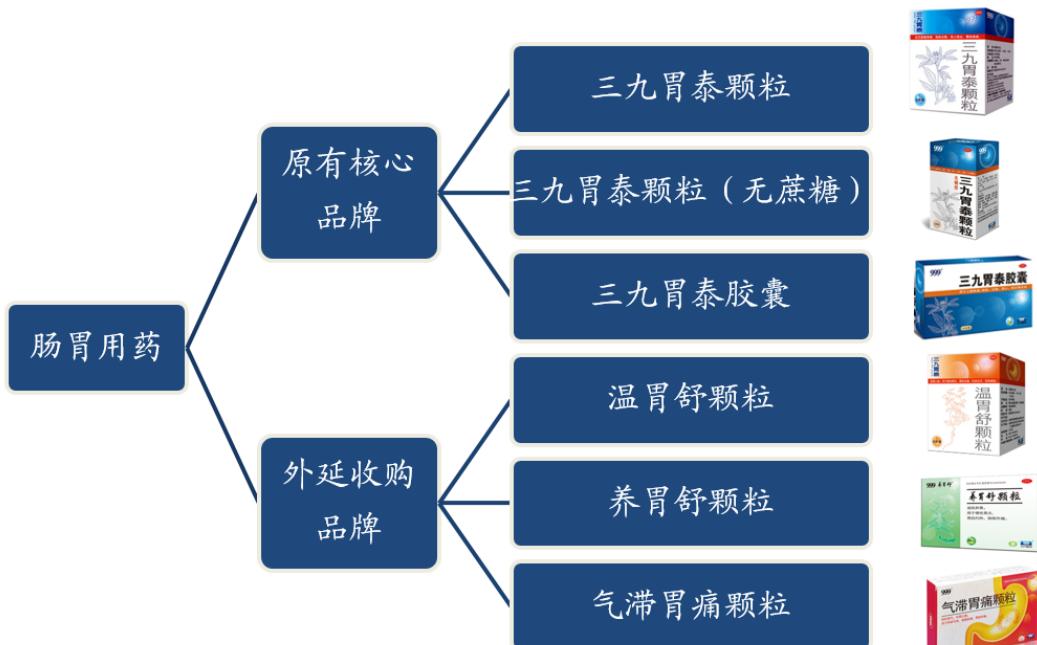
资料来源：米内网，万联证券研究所

图表29：“三九胃泰颗粒”销售额和增速



资料来源：中康开思，万联证券研究所

图表30：华润三九OTC肠胃用药产品线



资料来源：公司官网，万联证券研究所

#### ► 皮肤用药：完善产品布局，拓宽品类边界

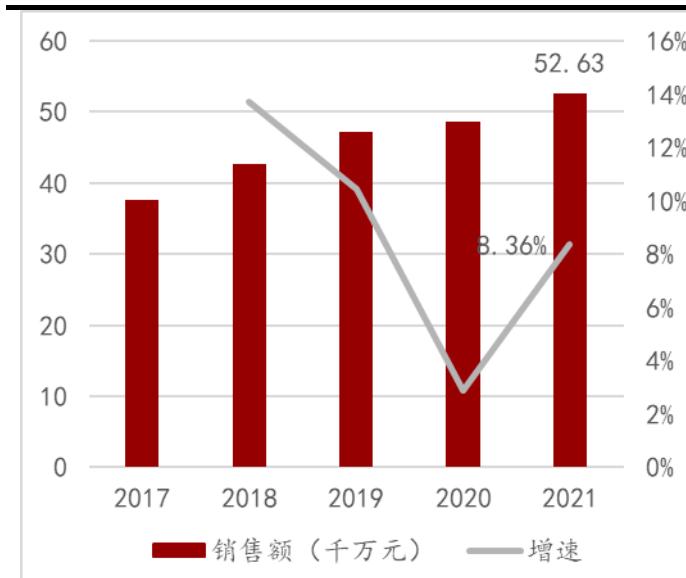
OTC皮肤药中化学药品牌集中度较高，前十五名中公司占据4个席位，为细分领域第一名。“999皮炎平”是公司著名品牌，产品主要包括复方醋酸地塞米松乳膏、糠酸莫米松凝胶、曲安奈德益康唑乳膏和二硫化硒洗剂。二硫化硒洗剂为2021年公司皮肤药重点品种、国内准独家产品。公司通过收购华润顺峰获得“顺峰康王”、曲咪新乳膏、“顺峰宝宝”、维E维胺酯乳膏和复方地塞米松乳膏等40多个产品，品种齐全，产品质量在全国皮肤科、OTC市场具有良好声誉和品牌形象。其中，复方醋酸地塞米松乳膏、糠酸莫米松凝胶、曲安奈德益康唑乳膏和曲咪新乳膏进入化学类OTC皮肤用药最受欢迎品牌top15。随着公司皮肤用药布局完善，新品和老品有望共同带动业绩增长。

图表31:2020年中国化学类OTC皮肤用药品牌top15

排名	商品名	药品通用名	企业名环
1	百多邦	莫匹罗星软膏	中美天津史克
2	999皮炎平	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	强生非处方药业务(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	强生非处方药业务(西安杨森)
6	蔓迪	米诺地尔酊	万晟药业
7	亮甲	复方聚维酮碘搽剂	哈尔滨快好药业
8	派瑞松	曲安奈德益康唑乳膏	强生非处方药业务(西安杨森)
9	希尔生	二硫化硒洗剂	迪赛诺制药
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
14	999皮炎平	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

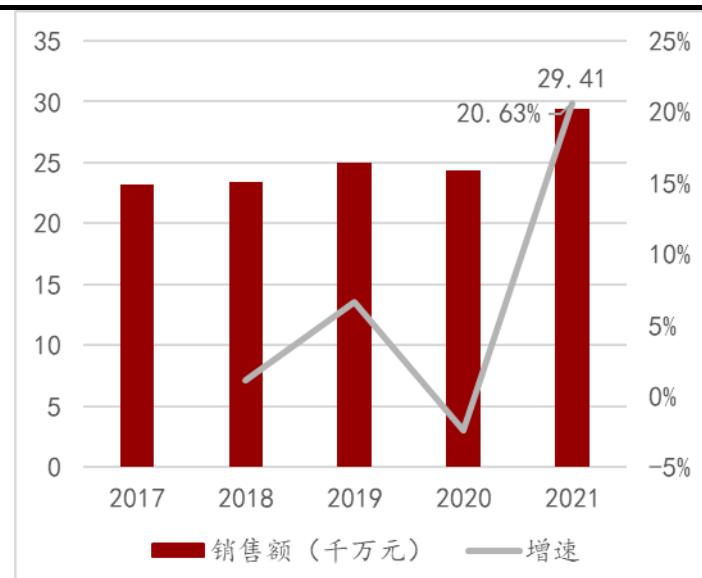
资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

图表32：“999皮炎平”复方醋酸地塞米松乳膏销售额和增速



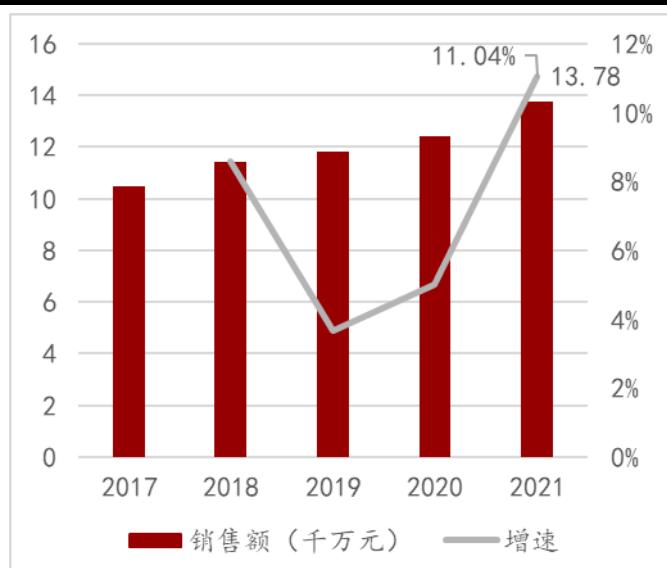
资料来源：中康开思，万联证券研究所

图表33：“999皮炎平”糠酸莫米松凝胶销售额和增速



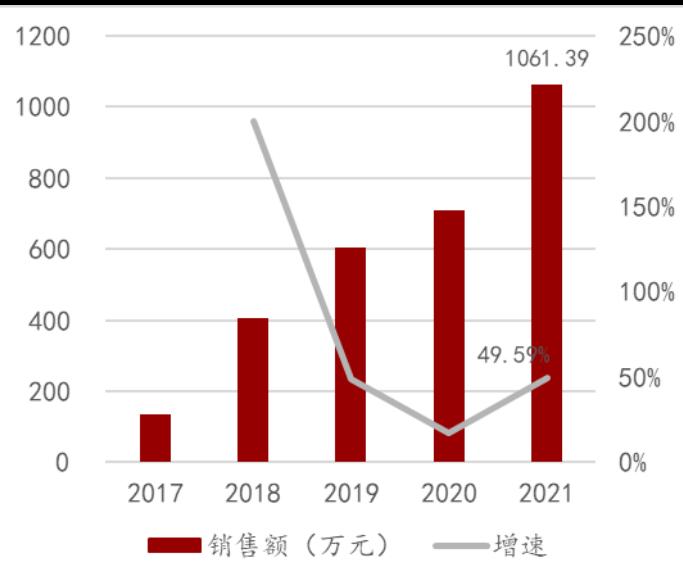
资料来源：中康开思，万联证券研究所

图表34：“999 皮炎平”曲安奈德益康唑乳膏销售额和增速



资料来源：中康开思，万联证券研究所

图表35：“顺峰”销售额和增速



资料来源：萝卜投研，万联证券研究所

说明：销售额数据来源包括京东和天猫淘宝

图表36：华润三九 OTC 皮肤用药产品线



资料来源：公司官网，万联证券研究所

#### 4.2 专业品牌：技术升级和渠道终端拓展为增长驱动力

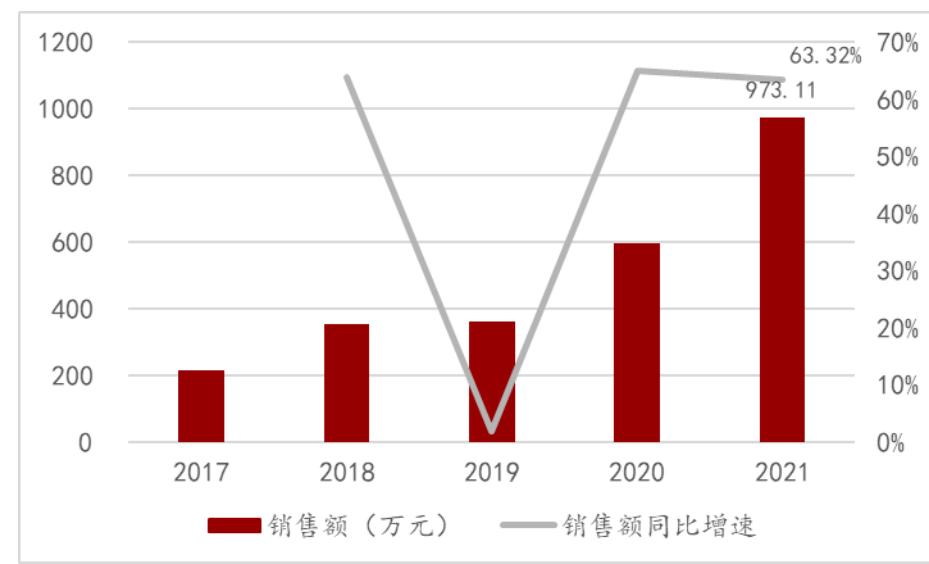
2021年专业品牌业务增速最快，主要是因为儿科品类2020年受疫情影响，小儿感冒药下滑明显，基数较低。2017年2月17日，三九赛诺菲（深圳）健康产业有限公司正式

成立，致力打造儿科、妇科、肝胆等多品类平台，不断引入优质产品，完善品类结构。

#### ► 骨科用药：核心品种技术升级，有望保持高增速

2013年，桂林华润天和药业并入公司，骨通贴膏（含聚异丁烯型）、天和追风膏（含热可塑橡胶型）、麝香壮骨膏、伤湿止痛膏等“天和”品牌产品被公司收入囊中。从京东和天猫淘宝销售额数据看，“天和”牌产品2020年和2021年销售增速均在60%以上，核心品种天和骨通贴膏（PIB）、天和追风膏（热可塑橡胶型）实现产品升级，有效提升撕贴便捷性、部位可适性，改善了消费者用药体验，并实现999双氯芬酸钠凝胶上市，拓展贴膏与外用凝胶联合用药，进一步丰富产品组合。在骨科产品技术升级和线上线下渠道拓展下，未来有望保持高增长。

图表37：“天和”品牌线上销售额和增速



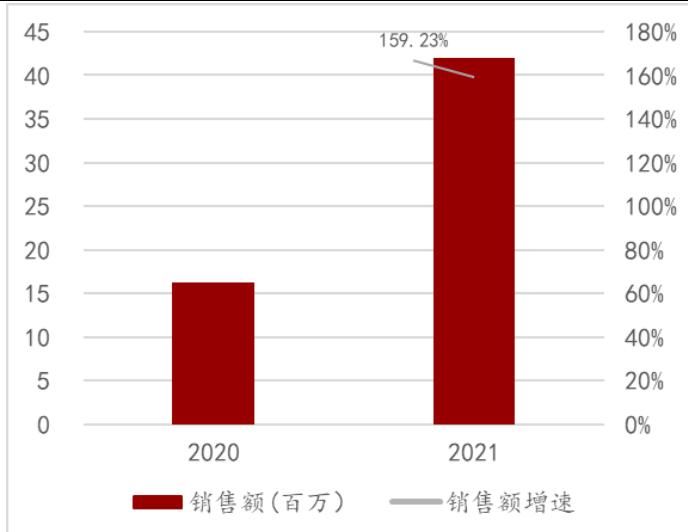
资料来源：萝卜投研，万联证券研究所

说明：销售额数据来源包括京东和天猫淘宝

#### ► 儿科用药：核心品种具有较好成长性

公司2019年并购澳诺制药，引入“澳诺”葡萄糖酸钙锌口服溶液，“澳诺”是儿童健康领域非常好的品牌，公司也围绕澳诺品牌，考虑引入更多的儿童健康领域产品。过去两年澳诺业务实现较快的增长，京东和苏宁电商销售总额2021年实现159%的增速，未来仍具有较好的成长性，主要来源于：1) 品牌方面，原有产品更多是渠道品牌而不是消费者品牌。公司有非常强的品牌打造能力，这两年陆续进行了产品升级和品牌升级的工作；2) 澳诺原有代理模式下只重点做几个区域，而公司是全国布局业务，未来澳诺会覆盖更多的市场，带来更多增量，同时公司和大型连锁药店都有很好的合作关系，也有助于澳诺业务从中小终端拓展更广的终端覆盖；3) 之前澳诺没有做线上业务，去年公司开始尝试澳诺线上业务销售，有利于澳诺放量。专业品牌其他产品还包括“好娃娃”品牌、小儿氨酚烷胺颗粒、小儿化痰止咳颗粒、健儿消食口服液、小儿咳喘灵口服液等。

图表38: 2020-2021年“澳诺”电商销售额和增速



资料来源: 萝卜投研, 魔镜, 万联证券研究所

说明: 销售额数据来源包括京东和天猫淘宝

图表39: “澳诺”未来成长性来源

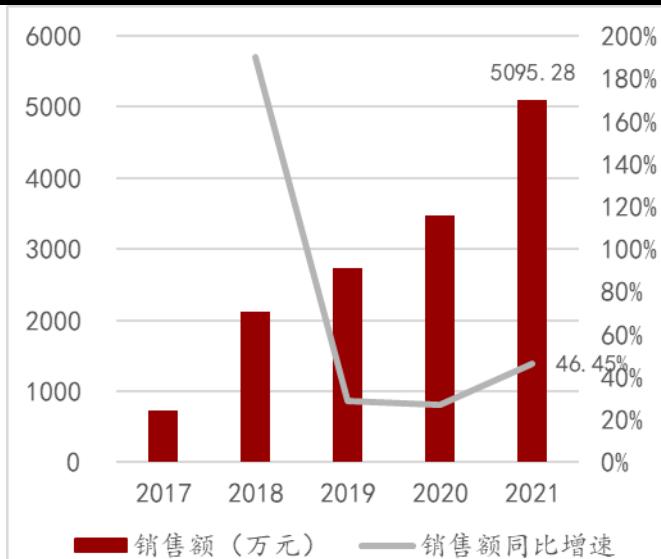


资料来源: 公司公告, 万联证券研究所

#### ► 消化肝病用药/妇科用药

公司保肝产品“易善复”在医院及零售双渠道销售, 2021年京东和天猫淘宝渠道销售总额达5095万元, 实现46.45%的增速。妇科领域核心产品“康妇特”2021年实现2.86%的增速。随着线上销售占比提升和线下渠道下沉, 核心品种成长可期。

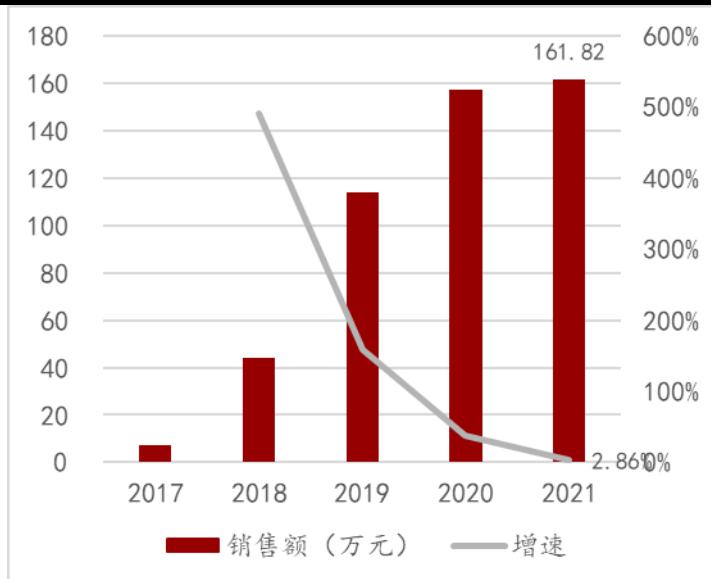
图表40: “易善复”电商平台销售额和增速



资料来源: 萝卜投研, 万联证券研究所

说明: 销售额数据口径包括京东和天猫淘宝

图表41: “康妇特”电商平台销售额和增速



资料来源: 萝卜投研, 万联证券研究所

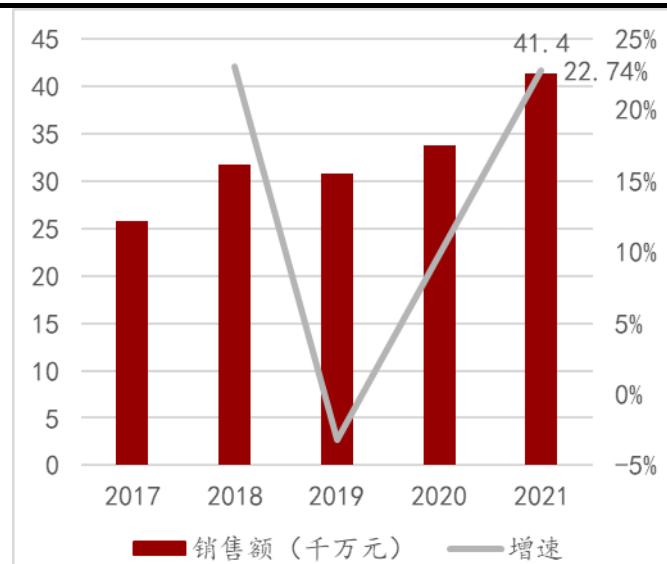
说明: 销售额数据口径包括京东和天猫淘宝

### 4.3 慢病康复: 完善产业链布局完善, 新品成增长点

公司慢病康复领域布局主要依托华润圣火在心脑血管领域布局, 核心品种为血塞通软胶囊和黄藤素软胶囊, 其中血塞通软胶囊医疗和零售渠道同时运作, 目前零售渠道占比比较高, 2021年零售端实现41.4千万元的销售额和22.74%的增速。2021年三七系列新品上市, 随着公司未来对产品线拓宽, 三七系列保健品推广, 以及院外推广力度加大, 预计业务未来能够保持良好增长。2021年湖北、广东、山东分别牵头组织开展中成药省际联盟带量采购, 公司血塞通软胶囊均参与了报价, 最终均为中标, 但对产品销售额影响有限, 原因有两个, 首先, 血塞通软胶囊主要在零售渠道销售, 具有一定

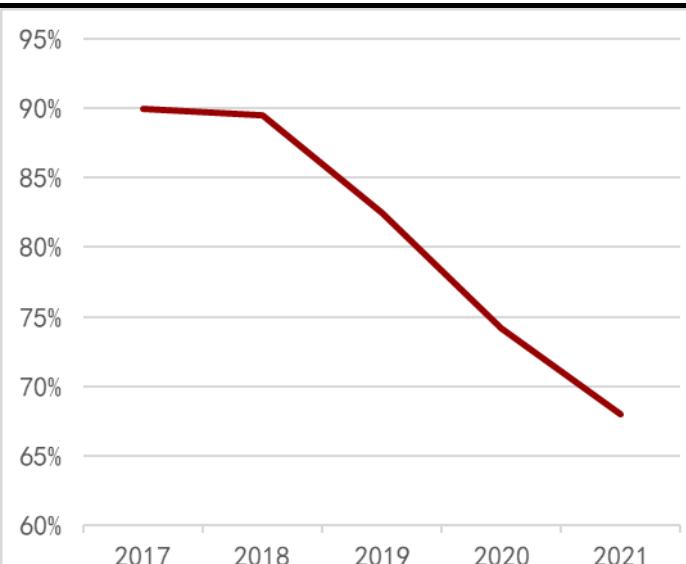
集采免疫性，其次，血塞通软胶囊竞争格局较好，仅有华润圣火和昆药集团两个厂家生产，虽然公司零售端市占率有所下滑，但依旧维持在50%以上。

图表42：华润圣火血塞通软胶囊销售额和增速



资料来源：中康开思，万联证券研究所

图表43：华润圣火血塞通软胶囊零售端市占率

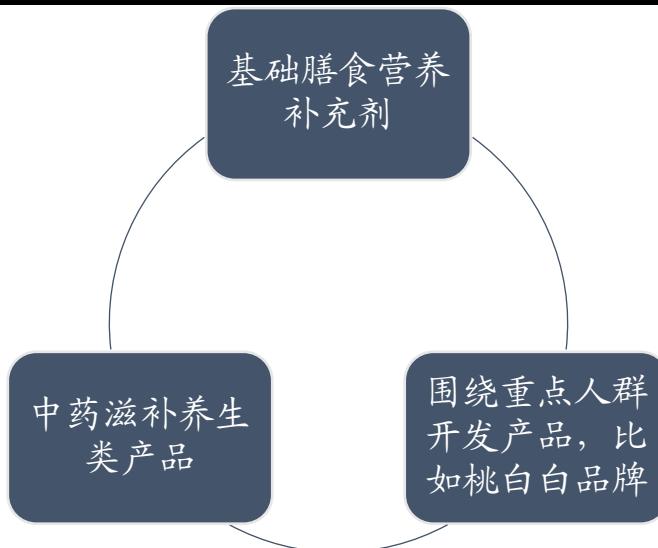


资料来源：中康开思，万联证券研究所

#### 4.4 大健康：有长期发展机遇，重点关注线上需求

在OTC业务升级后，公司定义了大健康市场，大健康业务方面过去几年仍处于探索期，公司不断对产品结构和业务团队进行调整，目前业务模式逐步清晰，产品方向包括“今维多”品牌下的基础营养类产品，围绕女性健康、老龄人群布局的产品以及中药传统滋补养生以及个护领域的产品。大健康业务目前业务营收占比5%以内，2021年线上业务增长较快，陆续上市许多新品牌、新产品，目前产品仍在不断迭代的过程，未来有望形成规模化的大健康产业。

图表44：华润三九大健康领域布局



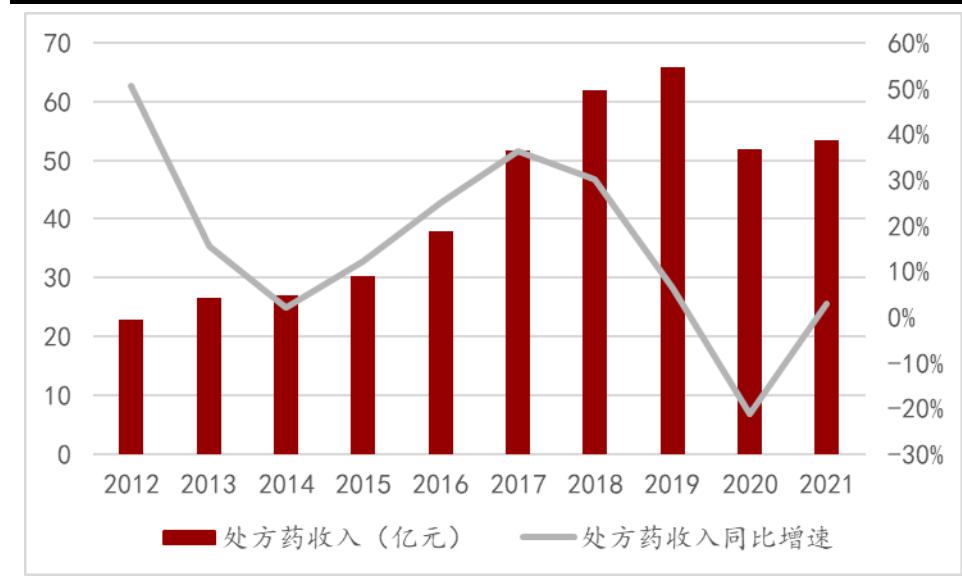
资料来源：公司公告，万联证券研究所

#### 5 处方药：产品创新迭代，未来有望实现恢复性增长

公司处方药业务包含中药配方颗粒、专科线（中药处方药和化药处方药）、抗感染药物等，在心脑血管、骨科、消化、肿瘤等领域不断提升产品力。2021年处方药规模达

53.5亿元，增速2.76%，扭转2020年负增速的局面。

图表45：华润三九处方药收入和增速



资料来源：公司公告，万联证券研究所

## 5.1 中药配方颗粒：积极应对行业变化，具备竞争优势

2021年2月10日，国家药监局、国家中医药局、国家卫健委、国家医保局联合发布《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》，政策规定今后所有中药企业都可以生产中药配方颗粒，实行备案制，不再需要申请批准；生产企业不得外购中药饮片，应当自行炮制；跨省销售需要报备使用地省级药监局；中药配方颗粒仅允许在医疗机构销售；支持中药配方颗粒纳入当地医保；要求生产全过程监督管理等，并于11月开始施行。

图表46：《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》重点内容

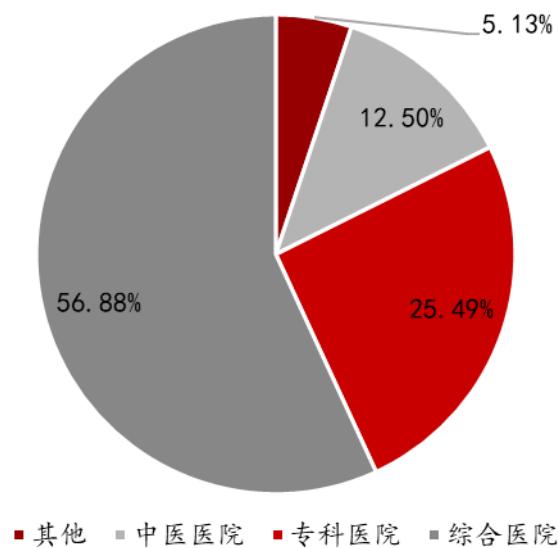


- 行业：需求扩增+医保落地，带动产业扩容
- 需求端：终端放开，需求扩张

2021年11月16日，国家中医药管理局发布了《关于规范医疗机构中药配方颗粒临床使用的通知》，做出了能开具中药饮片处方的医师和乡村医生方可开具中药配方颗粒处方等规定。中药配方颗粒以往只能在二级及以上中医医院（综合医院）销售，根据《中国统计年鉴（2021年）》，2020年，我国卫生机构102万家，基层医疗卫生机构97万家，医院3.54万家。其中，综合医院20133家、专科医院9021家、中医医院4426家，中医医

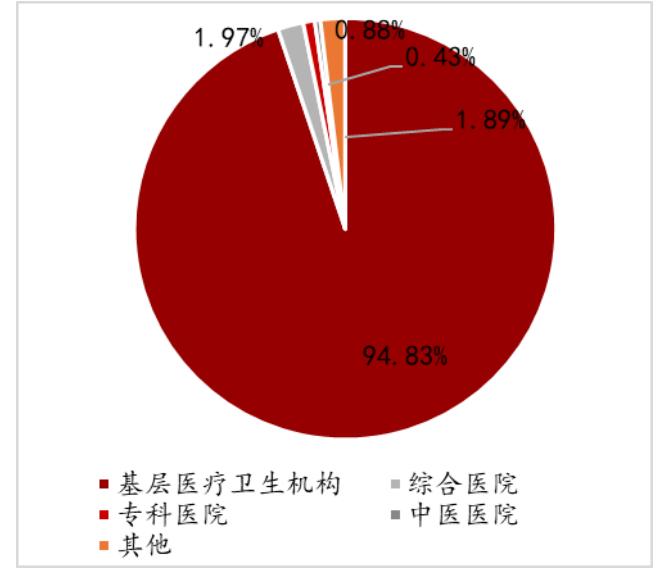
院在医院中占比12.5%，在所有医疗机构中占比0.43%。政策放开后医疗机构覆盖数量增加，有望带动配方颗粒市场扩容。

图表47：中国医院结构



资料来源：《中国统计年鉴（2021）》，万联证券研究所

图表48：中国医疗机构结构



资料来源：《中国统计年鉴（2021）》，万联证券研究所

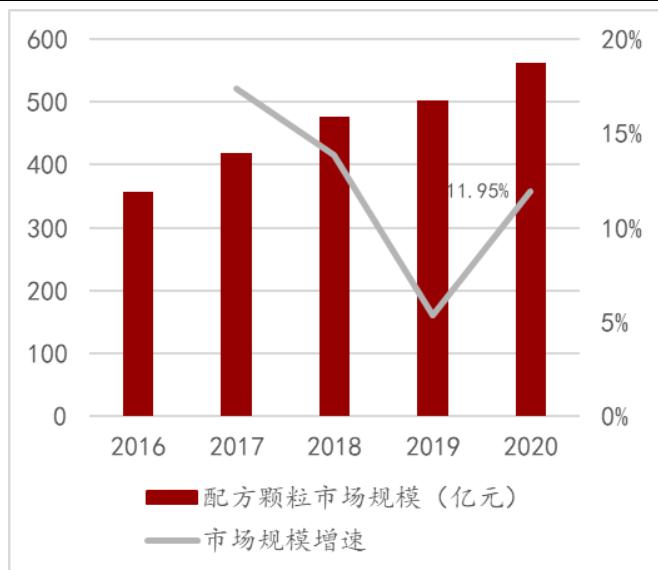
#### ► 支付端：各省陆续将配方颗粒纳入当地医保支付

《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》中说明中药配方颗粒只能在医疗机构销售，因此医保支付的放开对中药配方颗粒未来的发展至关重要；2020年12月30日，国家医保局、国家中医药管理局发布了《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，提出按规定将符合条件的中药饮片、中成药、医疗机构中药制剂等纳入医保药品目录，2021年底各省陆续出台医保准入支持政策。

#### ► 华润三九：全产业链布局，具备先发优势和成本优势

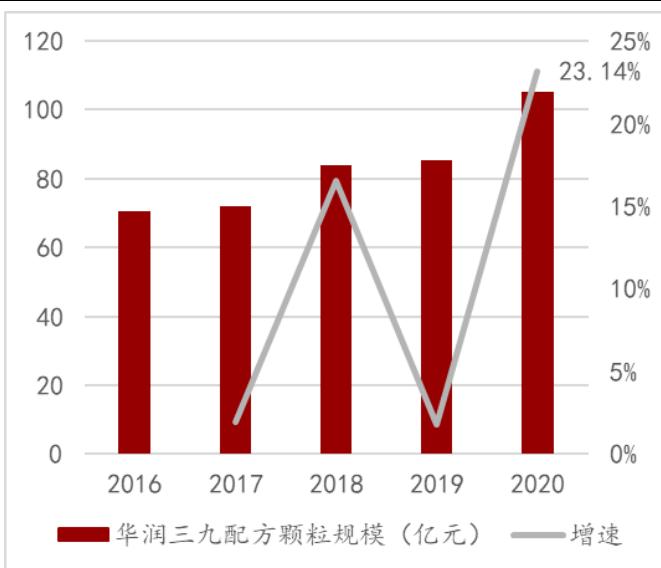
公司不断完善全产业链管理能力，建立了覆盖药材种植、中药饮片、配方颗粒生产全过程的溯源体系，加速颁布国家标准和地方标准品种的生产落地，开展智能制造升级，营销推广方面不断巩固核心市场，加快拓展基层医疗市场，利用终端协同增加饮片业务布局。我们对公司配方颗粒业务规模和增速估算，2021年实现23.14%的增速，是市场平均增速的2倍多。

图表49:近5年配方颗粒市场规模和增速



资料来源：米内网，中商产业研究院，前瞻产业研究院，万联证券研究所

图表50: 华润三九配方颗粒规模和增速测算

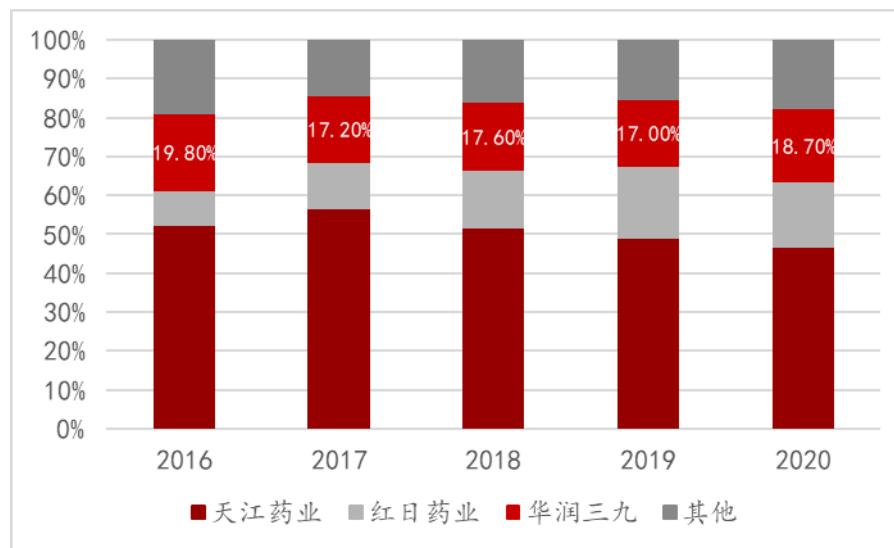


资料来源：米内网，中商产业研究院，前瞻产业研究院，万联证券研究所

#### ▪ 先发优势：老六家试点厂商有先发优势

之前国内中药配方颗粒行业处于试点生产的状态，全国仅有包括华润三九、北京唐仁堂等6家企业获得试点资质，长期以来，国内中药配方颗粒市场被这六大企业所垄断。试点结束后，这六家企业具备先发优势，强者恒强。**1) 配方颗粒：**公司可生产600余种单味配方颗粒品种，在浙江、云南、重庆、江西在新建配方颗粒的产能，未来几年公司固定资产资本性支出主要在配方颗粒业务。**2) 中药饮片：**2018年9月28日，公司“本草悟”中药饮片上市，进一步整合行业优质资源，驱动产业链价值共生。为了进一步拓展饮片业务，丰富国药业务布局，公司于2020年12月签署协议收购安徽润芙蓉药业有限公司60%股权，补充饮片业务产能。

图表51: 近5年中药配方颗粒竞争格局



资料来源：赛柏蓝，万联证券研究所

#### ▪ 成本优势：智能制造提高生产效率

2021年国家药监局陆续批准颁布第一批160个和第二批36个中药配方颗粒国家标准。

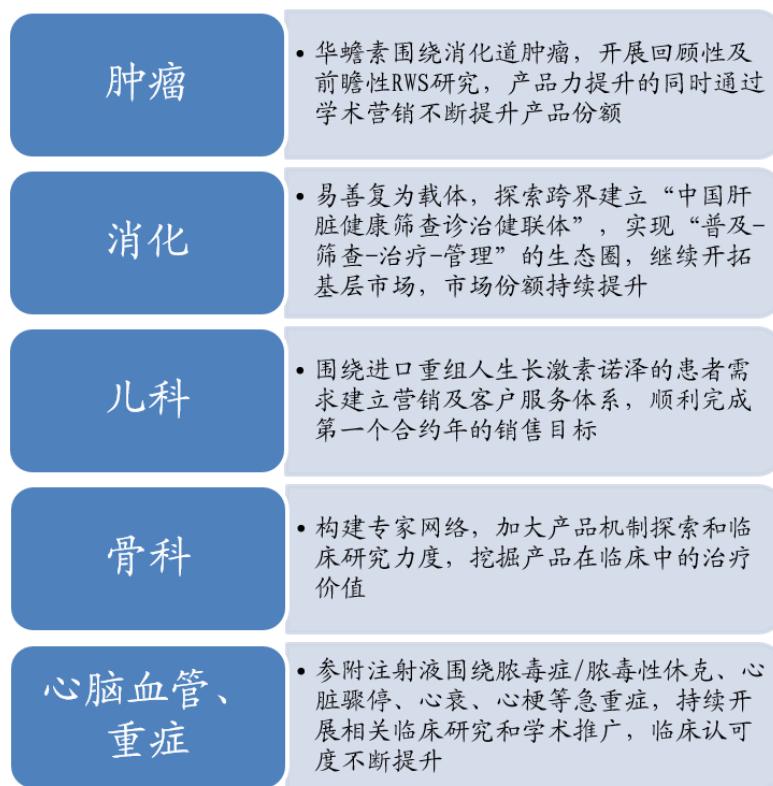
实施新国标的中药配方颗粒品种生产成本将大幅上涨，公司数字化和智能化改革赋予公司提高效率降低成本的能力。“十三五”期间，公司中药配方颗粒所属的国药事业部在智能制造项目的推进下，观澜车间生产效率提高了60%，整个产业链的运营成本降低了26%。此外，通过与工业协同SaaS服务商黑湖科技合作，公司实现了从单个工厂，到集团多工厂，再到产业链上下游的全面数字化协同。除了探索中药配方颗粒的智能化生产，公司还搭建了配方颗粒工业云平台，并向产业链上下游拓展，构建了中药配方颗粒分布式工厂协同制造的新模式。2020年，公司总生产效率提升20%，制造成本下降了15%。

长期看，在国家高度支持中医药事业发展主基调下，中药配方颗粒市场未来放量可期。公司又是中药配方颗粒行业具备全产业优势能力的企业，有望从行业发展中受益。

## 5.2 专科线：调整产品结构，强化现有产品优势

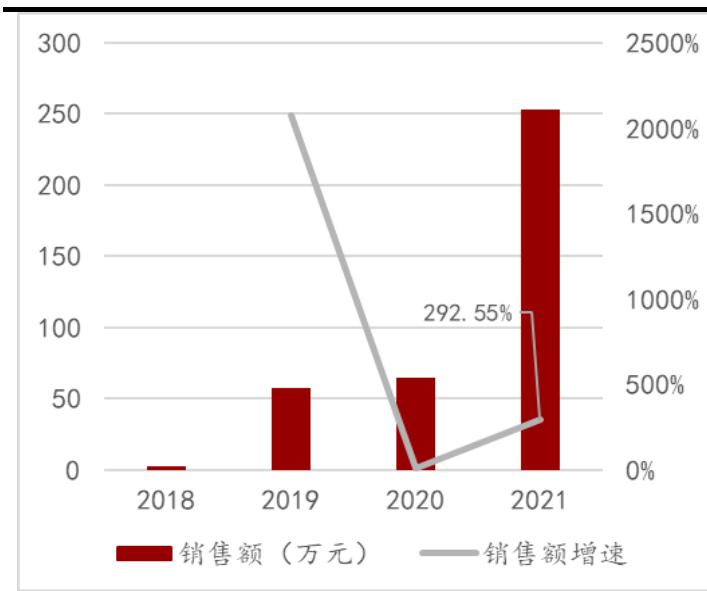
公司处方药专科业务集中在一些专科优势的领域，着重产品价值挖掘，主要围绕心脑血管（急重症）、消化肝病、肿瘤、骨科、儿科等方向，产品包括双渠道销售的“易善复”、“天和”等，抗肿瘤领域的华蟾素（肝癌领域）、鸦胆子油软胶囊（消化道肿瘤及肺癌）、和诺和诺德合作的重组人生长激素产品“诺泽”等。目前国内市场重组人生长激素只有诺和诺德和长春高新两家。从近几年销售额增速和市占率看，“诺泽”呈现高速增长的态势。

图表52:华润三九专科线业务着重产品价值挖掘



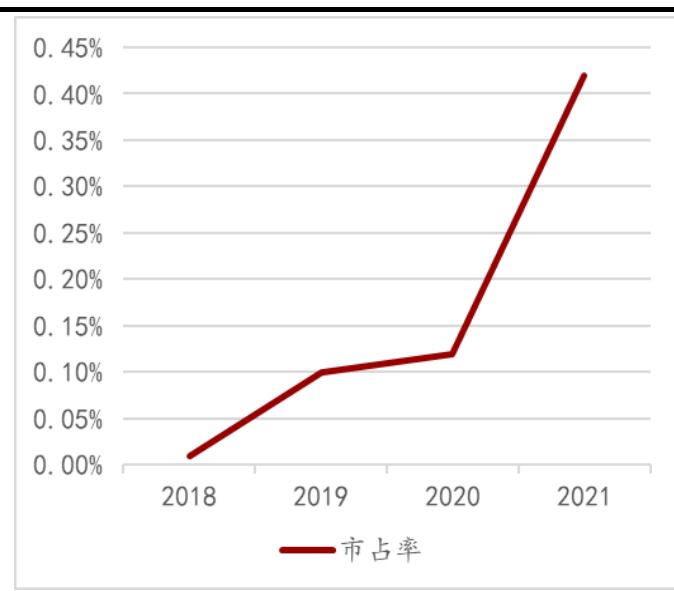
资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表53:重组人生长激素产品“诺泽”样本医院销售额和增速



资料来源: wind医药库, 万联证券研究所

图表54:重组人生长激素产品“诺泽”样本医院市占率



资料来源: wind医药库, 万联证券研究所

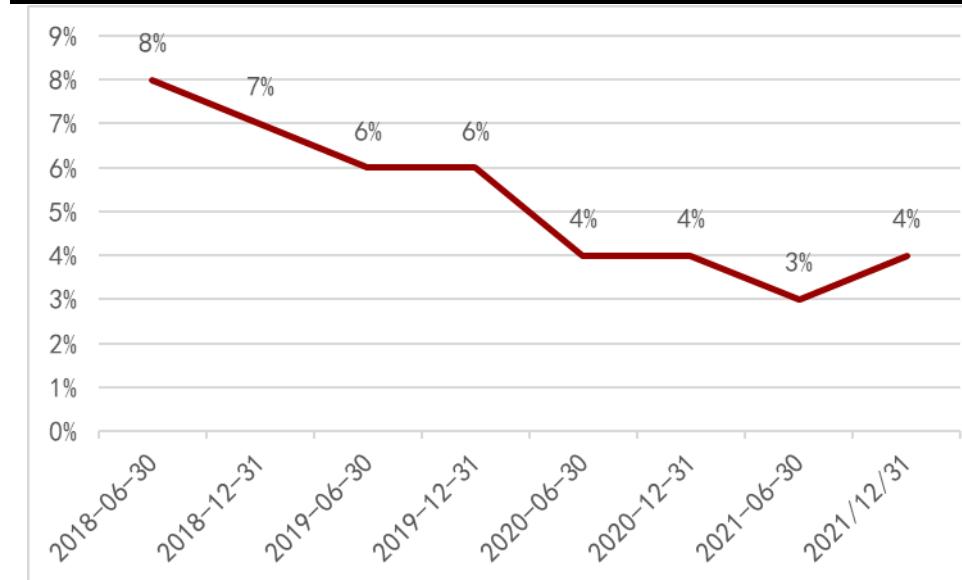
2021年中成药集采已在湖北、广东开展。湖北集采中公司有四个品种参与了报价，包括三个注射液和一个口服液，只有生脉注射液中选。经过几年的产品结构优化，截止2021年12月31日，中药注射剂在公司营业收入中的占比已逐步下降至约4%。口服产品主要是零售市场，所以未中选对公司影响有限；广东中成药集采中，公司生脉注射液、血塞通软胶囊拟备选，复方丹参片、鸦胆子油软胶囊、益母草颗粒、参附注射液拟中选。中选品种虽然价格降低，但量会增加，总体能保持一定盈利能力；未中选品种因为营收占比小或主要依靠零售端，所以集采总体对公司影响较小。

图表55:华润三九中成药带量采购入选情况

是否纳入集采	公司是否中标	对业绩影响
生脉注射液	湖北集采	√
鸦胆子油软胶囊	广东集采	√
参附注射液	广东集采	√
益母草颗粒	广东集采	√
复方丹参片	广东集采	√
血塞通软胶囊	湖北集采	-
生脉注射液	广东集采	拟备选
参麦注射液	湖北集采	-
舒血宁注射液	湖北集采	-
血塞通软胶囊	广东集采	拟备选

资料来源: 湖北医保局, 广东药品交易中心, 万联证券研究所

图表56:华润三九中药注射剂产品占营业收入比重

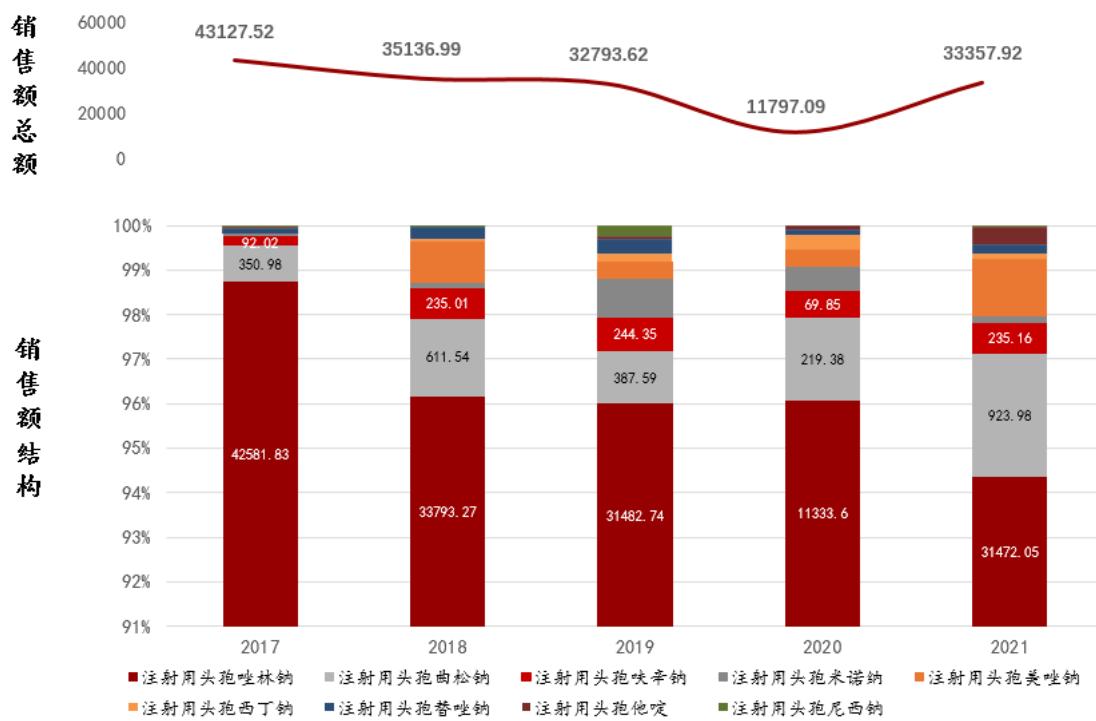


资料来源：萝卜投研，公司公告，万联证券研究所

### 5.3 抗感染：政策影响已到底部，有望在新品带动下重获增长

公司化学处方药主要集中在抗感染领域。2021年华润九新总销售额33357.92万元，其中，注射用头孢唑林钠在销售占比近5年占比维持在90%以上。公司抗感染业务受限抗、集采等政策的影响，2021年仅占公司总销售额的6%。注射用头孢唑林钠和注射用头孢他啶在第五次国采中中标，预计后续签订采购合同并实施将进一步扩大销售，提升市场竞争力，有利于降低药品集中采购等政策对公司抗感染业务的影响。

图表57:2017-2021年华润九新样本医院销售额结构（单位：万元）

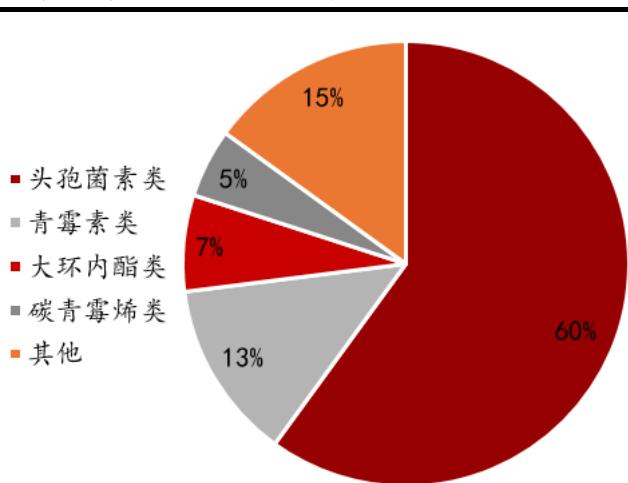


资料来源：wind医药库，万联证券研究所

产品结构基本调整到位，在新产品复他舒、注射用头孢比罗酯钠的带动下，将进一步恢复业务增长。1) 2021年6月，二类新药“示踪用盐酸米托蒽醌注射液”(商品名：复他舒®)获批上市，该产品适用于甲状腺手术区域引流淋巴结的示踪，有助于公司进

一步丰富产品管线、优化产品结构。2)公司子公司通过许可引入的注射用头孢比罗酯钠(赛比普®)已获得药品注册证书,是国内首个批准注册的第五代头孢抗生素,由于药物注册审评制度的变化以及新冠疫情等因素,赛比普®拖延至2021年在国内上市。头孢菌素类抗生素是目前广泛使用的一种抗生素,是一类广谱半合成抗生素,近几年一直稳居我国抗生素用药市场第一位。第五代头孢抗生素赛比普®在抗革兰氏阳性菌、阴性菌特别是抗MRSA方面均表现出色,具有高临床价值和广阔的市场前景。

图表58:中国抗生素药物销售结构



资料来源:观研天下,万联证券研究所

图表59:各代头孢的抗菌谱

MRSA	Gram阳性菌	Gram阴性菌	假单胞菌	厌氧菌
	第一代头孢			
	第二代头孢			头孢西 丁/头孢 替坦
		第三代头孢	头孢他啶 /头孢哌 酮	
	第四代头孢			
	第五代头孢			

资料来源:丁香园,万联证券研究所

## 6 盈利预测与估值

### ► 盈利预测

**CHC业务:** “感冒灵颗粒”、“三九胃泰”系列、999皮炎平在OTC细分领域销售额领先地位稳定,“天和”品牌产品在品种升级情况下有望保持高增速,儿科品牌“澳诺”未来有望在多个驱动力下实现高增长,易善复在零售端和医疗端均表现优异,慢病康复领域的血塞通软胶囊主要依靠零售端,集采影响有限。公司通过战略引入新产品,构建“互联网+医+药”等不断提升CHC业务竞争力,预计2022-2024年实现同比增速18%、18.28%、18.56%。

**处方药业务:** 公司处方药业务包含中药配方颗粒、专科线、抗感染药物等,在心脑血管、骨科、消化、肿瘤等领域不断提升产品力。随着中药配方颗粒试点结束,需求端扩增和医保落地带动产业扩容,作为六家试点企业之一,公司具备先发优势,同时智能制造等建设降本增效。专科线聚焦优势领域,重组人生长激素产品诺泽®有望不断提升市占率,创新产品示踪用盐酸米托蒽醌注射液(复他舒®)以及引入的第五代头孢抗生素未来有望带动处方药业务实现增长,预计2022-2024年实现同比增速3.76%、4.76%、5.76%。

**其他业务:** 公司其他业务包括提供劳务、运输服务、租赁等,2021年占总营收的4.53%。营业收入增速方面,过去几年波动较大,我们用5%的增速来预测2022-2014年的营业收入。

**毛利率:** 随着未来公司非处方药产品竞争力提升,毛利率提升;随着处方药新产品上市以及配方颗粒放量,处方药业务占比有望提高,也有助于提高公司销售毛利率。预计2022-2024年CHC业务毛利率分别为61%,62%,63%,处方药业务毛利率分别为67%,68%,69%,其他业务毛利率过去几年在25%上下波动,我们预计2022-2014年毛利率均为25%。

**费用率：**未来公司将逐步提高线上销售比重，销售费用率将逐渐降低；随着公司智能制造等建设完善，公司管理效率将提高，管理费用率将逐步降低；研发转型力度加大会使研发费用率提高。

#### ► 估值

公司是OTC龙头企业，且处方药业务包含中药配方颗粒等，预计2022/2023/2024年收入为172.26亿元/195.27亿元/223.03亿元，对应归母净利润23.75亿元/27.74亿元/31.58亿元，对应EPS为2.43元/股，2.83元/股，3.23元/股，对应PE为15.1/13.0/11.4（对应2022年4月20日收盘价36.71元）。基于公司的品牌优势、终端渠道网络扩张以及产品的创新迭代，未来有望在新产品带动下实现持续增长，首次覆盖给予“买入”评级。

图表60：华润三九主营业务盈利预测（亿元）

		2021A	2022E	2023E	2024E
	<b>营业收入</b>	153.20	172.26	195.27	223.03
	<b>营业收入增速</b>	12.34%	12.44%	13.36%	14.22%
	<b>营业成本</b>	61.71	66.47	73.54	81.88
	<b>营业成本增速</b>	20.53%	7.72%	10.64%	11.34%
	<b>毛利率</b>	59.72%	61.41%	62.34%	63.29%
<b>CHC</b>	<b>营业收入</b>	92.76	109.46	129.47	153.49
	<b>营业收入增速</b>	17.72%	18.00%	18.28%	18.56%
	<b>营业成本</b>	37.71	42.69	49.20	56.79
	<b>营业成本增速</b>	11.95%	13.20%	15.25%	15.44%
	<b>毛利率</b>	59.34%	61%	62.00%	63%
<b>处方药</b>	<b>营业收入</b>	53.5	55.51	58.15	61.50
	<b>营业收入增速</b>	2.76%	3.76%	4.76%	5.76%
	<b>营业成本</b>	18.49	18.32	18.61	19.07
	<b>营业成本增速</b>	39.20%	-1%	2%	2%
	<b>毛利率</b>	65.45%	67%	68%	69%
<b>其他</b>	<b>营业收入</b>	6.94	7.29	7.65	8.03
	<b>营业收入增速</b>	11.76%	5%	5%	5%
	<b>营业成本</b>	5.51	5.47	5.74	6.03
	<b>营业成本增速</b>	24.94%	-0.81%	5.00%	5.00%
	<b>毛利率</b>	20.61%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：公司公告，万联证券研究所

## 7 风险提示

市场竞争加剧风险，集采降价风险，研发进度不及预期风险、并购整合风险、原材料价格波动风险。

**利润表 (百万元)**

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>15320</b>	<b>17226</b>	<b>19527</b>	<b>22303</b>
%同比增速	12%	12%	13%	14%
<b>营业成本</b>	<b>6171</b>	<b>6647</b>	<b>7354</b>	<b>8188</b>
<b>毛利</b>	<b>9149</b>	<b>10578</b>	<b>12173</b>	<b>14115</b>
%营业收入	60%	61%	62%	63%
<b>税金及附加</b>	<b>204</b>	<b>258</b>	<b>293</b>	<b>335</b>
%营业收入	1%	2%	2%	2%
<b>销售费用</b>	<b>5021</b>	<b>5512</b>	<b>6053</b>	<b>6691</b>
%营业收入	33%	32%	31%	30%
<b>管理费用</b>	<b>945</b>	<b>1034</b>	<b>1172</b>	<b>1338</b>
%营业收入	6%	6%	6%	6%
<b>研发费用</b>	<b>560</b>	<b>775</b>	<b>1172</b>	<b>1784</b>
%营业收入	4%	5%	6%	8%
<b>财务费用</b>	<b>-39</b>	<b>-34</b>	<b>-49</b>	<b>-61</b>
%营业收入	0%	0%	0%	0%
<b>资产减值损失</b>	<b>-256</b>	<b>-225</b>	<b>-240</b>	<b>-233</b>
<b>信用减值损失</b>	<b>-12</b>	<b>-18</b>	<b>-15</b>	<b>-17</b>
<b>其他收益</b>	<b>230</b>	<b>224</b>	<b>293</b>	<b>290</b>
<b>投资收益</b>	<b>34</b>	<b>34</b>	<b>39</b>	<b>45</b>
<b>净敞口套期收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>5</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>资产处置收益</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>营业利润</b>	<b>2457</b>	<b>3048</b>	<b>3609</b>	<b>4113</b>
%营业收入	16%	18%	18%	18%
<b>营业外收支</b>	<b>-28</b>	<b>-30</b>	<b>-40</b>	<b>-50</b>
<b>利润总额</b>	<b>2429</b>	<b>3018</b>	<b>3569</b>	<b>4063</b>
%营业收入	16%	18%	18%	18%
<b>所得税费用</b>	<b>348</b>	<b>604</b>	<b>749</b>	<b>853</b>
<b>净利润</b>	<b>2081</b>	<b>2414</b>	<b>2819</b>	<b>3210</b>
%营业收入	14%	14%	14%	14%
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2047</b>	<b>2375</b>	<b>2774</b>	<b>3158</b>
%同比增速	28%	16%	17%	14%
<b>少数股东损益</b>	<b>34</b>	<b>39</b>	<b>45</b>	<b>51</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>2.09</b>	<b>2.43</b>	<b>2.83</b>	<b>3.23</b>

**基本指标**

	2021A	2022E	2023E	2024E
EPS	2.09	2.43	2.83	3.23
BVPS	15.61	18.16	21.08	24.40
PE	17.56	15.13	12.95	11.38
PEG	0.62	0.94	0.77	0.82
PB	2.35	2.02	1.74	1.50
EV/EBITDA	10.40	8.80	7.34	6.11
ROE	13%	13%	13%	13%
ROIC	13%	13%	13%	13%

**资产负债表 (百万元)**

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>货币资金</b>	<b>3065</b>	<b>5164</b>	<b>6469</b>	<b>8264</b>
<b>交易性金融资产</b>	<b>1219</b>	<b>1828</b>	<b>2642</b>	<b>3354</b>
<b>应收票据及应收账款</b>	<b>3050</b>	<b>3488</b>	<b>3978</b>	<b>4517</b>
<b>存货</b>	<b>2308</b>	<b>2221</b>	<b>2470</b>	<b>2797</b>
<b>预付款项</b>	<b>280</b>	<b>277</b>	<b>310</b>	<b>348</b>
<b>合同资产</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>2556</b>	<b>2806</b>	<b>3118</b>	<b>3539</b>
<b>流动资产合计</b>	<b>12478</b>	<b>15784</b>	<b>18988</b>	<b>22818</b>
<b>长期股权投资</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>	<b>15</b>
<b>固定资产</b>	<b>3705</b>	<b>4008</b>	<b>4365</b>	<b>4773</b>
<b>在建工程</b>	<b>407</b>	<b>507</b>	<b>607</b>	<b>707</b>
<b>无形资产</b>	<b>2295</b>	<b>2529</b>	<b>2764</b>	<b>2999</b>
<b>商誉</b>	<b>4060</b>	<b>4281</b>	<b>4414</b>	<b>4576</b>
<b>递延所得税资产</b>	<b>241</b>	<b>241</b>	<b>241</b>	<b>241</b>
<b>其他非流动资产</b>	<b>1106</b>	<b>762</b>	<b>619</b>	<b>376</b>
<b>资产总计</b>	<b>24308</b>	<b>28128</b>	<b>32013</b>	<b>36507</b>
<b>短期借款</b>	<b>60</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>应付票据及应付账款</b>	<b>1416</b>	<b>1484</b>	<b>1651</b>	<b>1841</b>
<b>预收账款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>合同负债</b>	<b>1475</b>	<b>1400</b>	<b>1595</b>	<b>1789</b>
<b>应付职工薪酬</b>	<b>911</b>	<b>1011</b>	<b>1111</b>	<b>1235</b>
<b>应交税费</b>	<b>374</b>	<b>434</b>	<b>497</b>	<b>562</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>3599</b>	<b>4689</b>	<b>5074</b>	<b>5625</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>7775</b>	<b>9018</b>	<b>9928</b>	<b>11052</b>
<b>长期借款</b>	<b>8</b>	<b>12</b>	<b>18</b>	<b>23</b>
<b>应付债券</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>递延所得税负债</b>	<b>199</b>	<b>199</b>	<b>199</b>	<b>199</b>
<b>其他非流动负债</b>	<b>613</b>	<b>657</b>	<b>724</b>	<b>779</b>
<b>负债合计</b>	<b>8595</b>	<b>9886</b>	<b>10869</b>	<b>12053</b>
<b>归属于母公司的所有者权益</b>	<b>15283</b>	<b>17773</b>	<b>20630</b>	<b>23888</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>430</b>	<b>469</b>	<b>514</b>	<b>565</b>
<b>股东权益</b>	<b>15713</b>	<b>18242</b>	<b>21144</b>	<b>24453</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>24308</b>	<b>28128</b>	<b>32013</b>	<b>36507</b>

**现金流量表 (百万元)**

	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1871</b>	<b>3751</b>	<b>3303</b>	<b>3739</b>
<b>投资</b>	<b>-991</b>	<b>-224</b>	<b>-625</b>	<b>-424</b>
<b>资本性支出</b>	<b>-866</b>	<b>-1435</b>	<b>-1470</b>	<b>-1605</b>
<b>其他</b>	<b>67</b>	<b>25</b>	<b>34</b>	<b>38</b>
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1791</b>	<b>-1634</b>	<b>-2061</b>	<b>-1992</b>
<b>债权融资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>股权融资</b>	<b>33</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>银行贷款增加(减少)</b>	<b>68</b>	<b>-56</b>	<b>6</b>	<b>5</b>
<b>筹资成本</b>	<b>-525</b>	<b>-7</b>	<b>-9</b>	<b>-12</b>
<b>其他</b>	<b>-230</b>	<b>44</b>	<b>67</b>	<b>55</b>
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-653</b>	<b>-19</b>	<b>63</b>	<b>48</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-575</b>	<b>2099</b>	<b>1305</b>	<b>1795</b>

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。  
基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。

## 免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦  
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳福田区深南大道 2007 号金地中心  
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场