



稀缺品牌 OTC 龙头，渠道价值厚积薄发

2022 年 06 月 20 日

► **中国医药健康引领者，业绩长期稳定增长。** 华润三九定位于华润集团旗下的自我诊疗+中药平台，与东阿阿胶、江中药业等协同打造华润旗下中医药平台。

“十四五”期间在中医药相关政策的加持下，有望迎来重要转折点。华润三九也通过诸多优质中医药资源的并购整合，进一步增强中医药板块产业集中度，改善产业集中度低的困境，积极发挥中医药在治未病和康复慢病中的重要作用。

► **CHC 领域的“可口可乐”，品牌和渠道价值稀缺，贡献稳定现金流。** 华润三九致力于成为大众医药健康产业的引领者，CHC (Consumer Health Care) 健康消费品业务包含 OTC、专业品牌、大健康和康复慢病业务线，目前公司已成为国内 OTC 领域品牌+渠道的龙头企业，不仅拥有较高的品牌辨识度，而且产品终端药店覆盖率高，已覆盖全国超过 40 万家药店，999 感冒灵颗粒现为终端零售药店引流产品。同时公司在品牌打造、渠道管理等方面均有优势。强大的品牌、渠道、销售网络，有利于公司持续提升新老产品的终端触达率和市占率。公司通过与海内外优质企业合作，积极拓展中药和大健康产品线，利用强大的渠道销售能力赋能新产品，产品盈利形成的现金流反哺公司产品线拓展。

► **中药价值创造者，配方颗粒进入发展新时代。** 中医药政策支持布局已久，近期国家级政策集中释放。2022 年 3 月国务院办公厅印发《“十四五”中医药发展规划》，目标到 2025 年中医药振兴发展取得积极成效。公司处方药业务中配方颗粒近年来增速较快，公司可生产 600 余种单味配方颗粒品种，在广东、安徽、四川等地已经建成配方颗粒生产基地，并打造全产业链的运营模式，加快国家标准与地方标准的申报工作。随着配方颗粒试点结束，配方颗粒市场空间有望进一步打开，公司作为最早的 6 家试点企业之一，具有先发优势。

► **激励方案设置多维考核标准，彰显公司发展信心。** 2021 年底发布股权激励，公司层面考核指标包含成长类、回报类和经营质量类，分别选取了扣非归母净利润的复合增长率、扣非后净资产收益率和总资产收益率这三项指标。公司盈利层面，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。

► **投资建议：** 公司核心产品销量的稳步提升，产品线不断丰富，预计 2022-2024 年公司业务营业收入达到 177.8/206.4/237.4 亿元。我们选取 6 家中药 OTC 企业作为可比公司，2022/2023/2024 年 PE 均值为 19/16/14 倍。公司作为国内 CHC 龙头企业，品牌优势明显，随着产品结构优化升级，2022-2024 年 EPS 分别为 2.47/2.86/3.32 元/股，PE 分别为 17/14/12 倍，估值水平与可比公司 PE 均值相当，考虑到公司具有明显的平台和品牌价值，未来业绩具有成长性，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：** 产品销售不及预期；政策性风险；监管风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	15,320	17,781	20,639	23,735
增长率 (%)	12.3	16.1	16.1	15.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,047	2,436	2,827	3,281
增长率 (%)	28.1	19.0	16.0	16.1
每股收益 (元)	2.07	2.47	2.86	3.32
PE	20	17	14	12
PB	2.6	2.3	2.0	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 6 月 17 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

41.21 元



分析师：周超泽

执业证号：S0100521110005

邮箱：zhouchaoze@mszq.com

分析师：许睿

执业证号：S0100521110007

电话：021-80508867

邮箱：xurui@mszq.com

研究助理：宋丽莹

执业证号：S0100121120015

邮箱：songliying@mszq.com

目录

1 中国医药健康引领者，业绩长期稳定增长	3
1.1 国内大健康龙头企业，核心定位中国医药健康引领者	3
1.2 厚积薄发，公司业绩稳定增长	5
2 CHC 领域的“可口可乐”，品牌和渠道价值稀缺，贡献稳定现金流	7
2.1 品牌的力量：CHC 领域的“可口可乐”，深耕多年终迎开花结果	7
2.2 渠道的力量：线上线下双渠道供应链发展良好，数字化转型提升效率	20
2.3 平台的力量：与国内外优质资源进行深度合作，产品线和技术双提升	21
3 中药价值创造者，配方颗粒进入发展新时代	27
3.1 中医药利好政策集中释放，行业高质量快速发展	27
3.2 配方颗粒行业龙头企业，持续挖掘中药饮片市场潜力	28
4 激励方案设置多维考核标准，彰显公司发展信心	32
5 盈利预测与投资建议	34
5.1 盈利预测假设与业务拆分	34
5.2 估值分析	35
6 风险提示	36
插图目录	38
表格目录	38

1 中国医药健康引领者，业绩长期稳定增长

1.1 国内大健康龙头企业，核心定位中国医药健康引领者

华润三九定位华润集团旗下自我诊疗+中药平台，增强中医药板块产业集中度。华润三九定位于华润集团旗下的自我诊疗+中药平台，与东阿阿胶、江中药业等协同打造华润旗下中医药平台。“十四五”期间在中医药相关政策的加持下，有望迎来重要转折点。华润三九也通过诸多优质中医药资源的并购整合，进一步增强中医药板块产业集中度，改善产业集中度低的困境，积极发挥中医药在治未病和康复慢病中的重要作用。

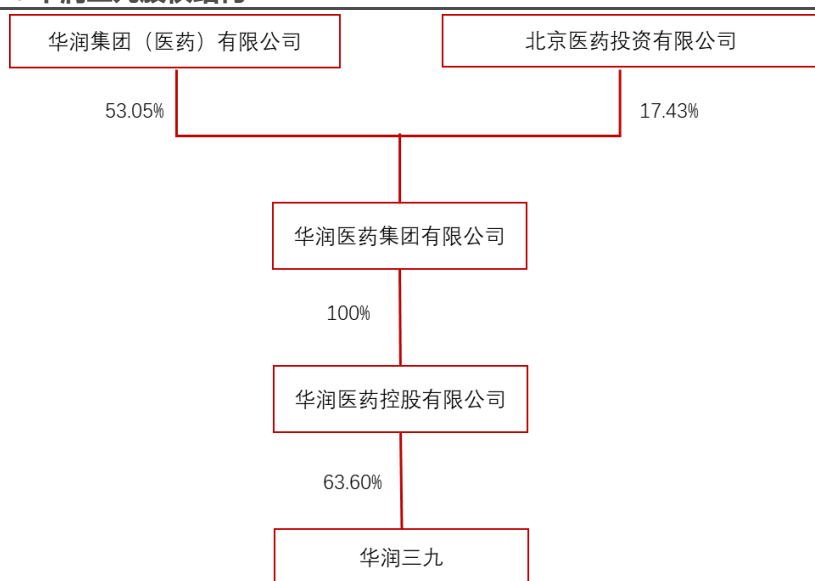
图 1：华润三九旗下两大事业群和部分子公司业务



资源来源：华润医药官网，民生证券研究院

国资委控股，股权结构稳定。中国华润有限公司是国务院国资委下属的国有控股企业集团，旗下上市公司华润医药集团通过全资子公司华润医药控股有限公司，拥有华润三九 63.6%的股权，中国华润有限公司为公司实控人，股权结构稳定。

图 2：华润三九股权结构

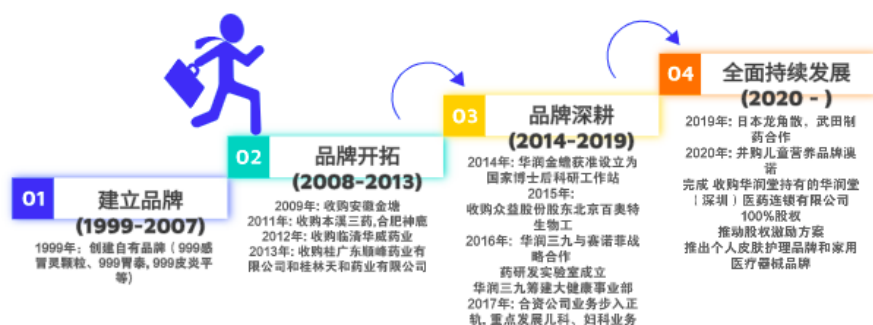


资源来源：wind，民生证券研究院（截至 2022 年 6 月 17 日）

国内大健康龙头企业厚积薄发，近 40 年发展历经四个重要阶段。公司前身是深圳南方制药厂，成立于 1985 年，近 40 年发展以来，公司厚积薄发，持续深耕

业务，重视品牌的力量，完成自有品牌的建设、开拓，近年来继续拓展产品线，加强与国内外厂商的深度合作，公司正式步入全面持续发展期。华润三九打造了“999”及多个专业系列品牌，在消费者和医药行业中均享有较高的认可度，连续多年上榜 WPP 集团发布的“最有价值中国品牌榜 100 强”榜单，也连续多年在中国非处方药协会发布的非处方药企业综合排名中位列榜首。

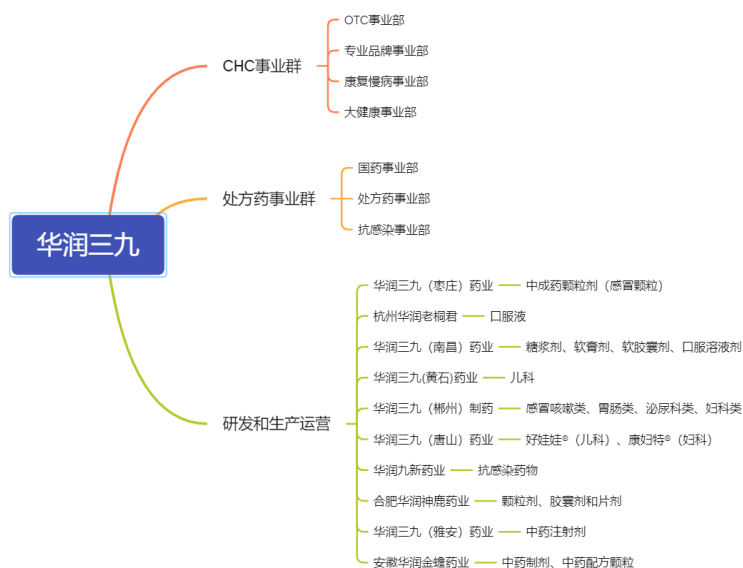
图 3：公司发展四个阶段



资源来源：公司年报，民生证券研究院

华润三九子公司众多，业务覆盖面广。公司主营业务包括 CHC（Consumer Health Care）健康消费品业务和处方药业务，并设置两大对应事业群，同时公司拥有多个研发中心和药品生产、销售子公司，涉及中药颗粒剂、中药饮片、中药配方颗粒、中药材、中成药等的研究开发、经营生产等业务。同时公司积极并购优质资产，2022 年 5 月公司发布公告拟向华立医药、华立集团现金购买昆药集团 28% 的股权，发挥昆药集团和三九业务协同效应。

图 4：华润三九旗下两大事业群和部分子公司业务

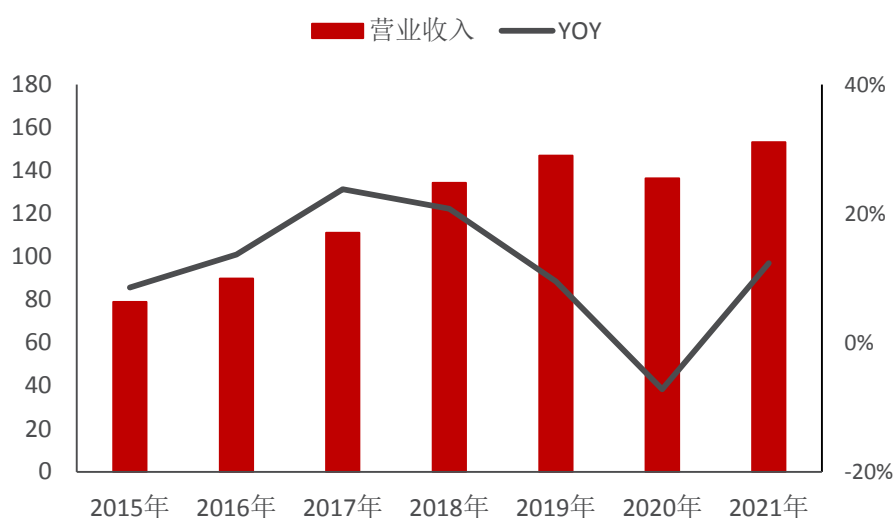


资源来源：公司官网，民生证券研究院

1.2 厚积薄发，公司业绩稳定增长

营业收入恢复至疫情前增长曲线，整体稳步向好。2015-2019 年公司营收持续增长，由 2015 年的 79 亿元增长至 2019 年的 147 亿元，年复合增速达到 17%。2020 年公司营收出现小幅下滑，实现营收 136.37 亿元，增速-7.82%，主要由于受到疫情影响，医药门诊量下滑，处方药销售量下降；CHC 业务端，感冒药在零售药店端销售受限。2021 年营业收入恢复到 2019 年增长曲线，实现营收 153 亿元，增速达 12.19%。

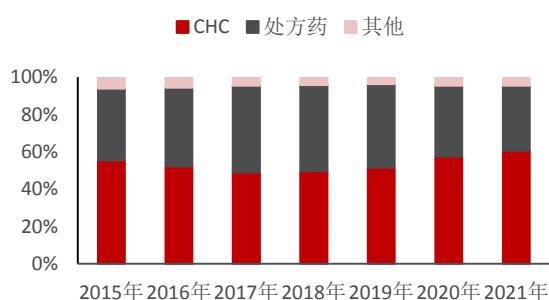
图 5：华润三九营业总收入（亿元）及增长率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

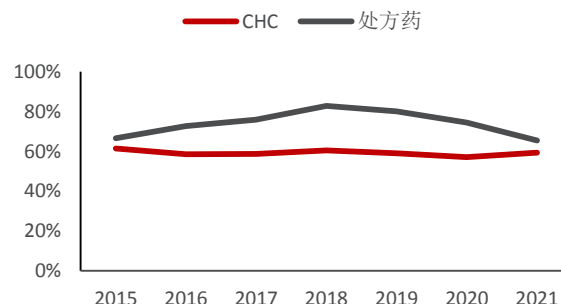
CHC 业务占比逐步提升至六成以上。公司医药行业营收占总营收 94%以上。其中 CHC 业务是公司营业收入的主要来源，销售收入逐年提高，由 2015 年的 44 亿元增长至 2021 年的 93 亿元。CHC 业务占总营收的比重大约维持在 50%，2020 年起比例逐步提高至 57%。2021 年 CHC 业务占比继续提高至 60.55%。同时，2016-2021 年 CHC 业务的毛利率小幅提高，由原先的 58.61%提高至 59.34%，成本管控能力较强。

图 6：华润三九业务比重分布



资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：华润三九业务毛利率



资料来源：wind，民生证券研究院

CHC 业务品牌认可度高，处方药产品线丰富。目前 CHC 业务覆盖了感冒、儿科、肠胃、骨科等近十个品类，并积极向预防、康复等方向延伸，品牌影响力位居国内市场前列。处方药业务聚焦心脑血管、消化、儿科等核心治疗领域。

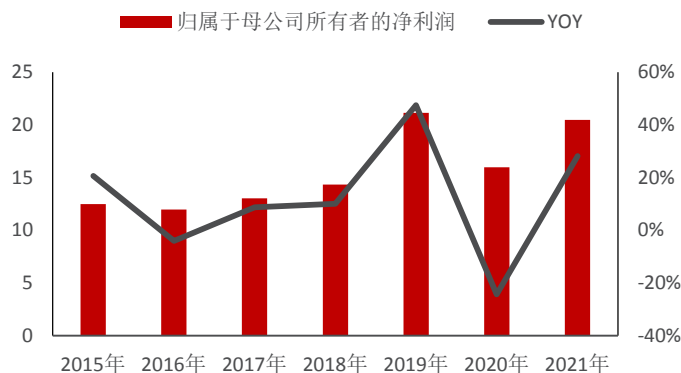
图 8：华润三九产品线



资料来源：公司官网，民生证券研究院

归母净利润稳中有升，整体盈利状况恢复。2016-2019 年公司归母净利润逐年上升，由 2016 年的 12 亿元增长至 2019 年的 21 亿元，年均复合增速达到 21%。2020 年受到疫情影响，全年公司实现归母净利润 16 亿元，同比增长-23.9%，扣非归母净利润 13 亿元，同比增加 11%。随着疫情影响逐步消除，2021 年公司 CHC 业务发展态势良好，处方药业务低基数下温和恢复，实现归母净利润 20 亿元，同比增长 28%，实现扣非归母净利润 19 亿元，同比增长 39%，盈利状况初步恢复至疫情前水准，整体盈利表现较好。

图 9：华润三九归母净利润（亿元）及增长率

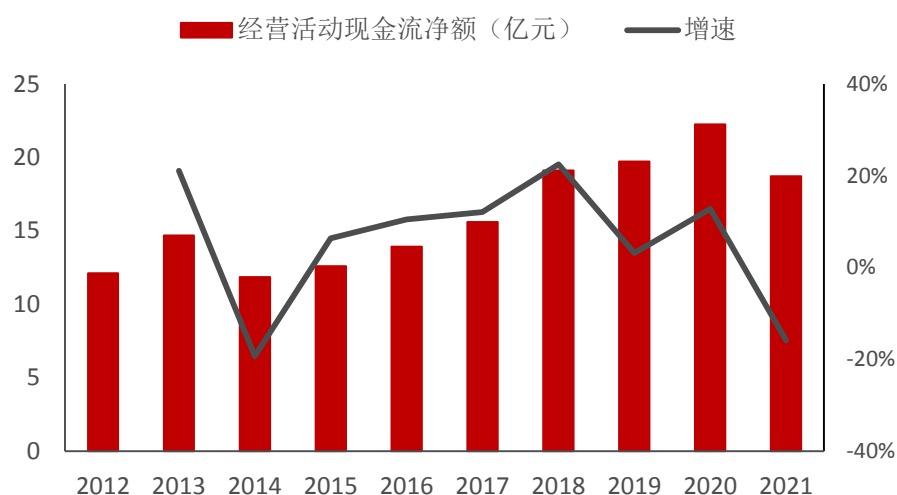


资料来源：wind，民生证券研究院

2 CHC 领域的“可口可乐”，品牌和渠道价值稀缺，贡献稳定现金流

华润三九致力于成为大众医药健康产业的引领者。CHC 业务包含 OTC、专业品牌、大健康和康复慢病四条业务线，目前公司已成为国内 OTC 领域品牌+渠道的龙头企业，不仅拥有较高的品牌辨识度，而且产品终端药店覆盖率高，已覆盖全国超过 40 万家药店，999 感冒灵颗粒现为终端零售药店引流产品。同时公司在品牌打造、渠道管理等方面均有优势。强大的品牌、渠道、销售网络，有利于公司持续提升新老产品的终端触达率和市占率。公司通过与海外巨头合作、并购国内优质企业，积极拓展和快速补充中药和大健康产品线，同时利用强大的渠道销售能力赋能新产品快速放量，产品盈利形成的现金流反哺公司产品线拓展。

图 10：华润三九现金流

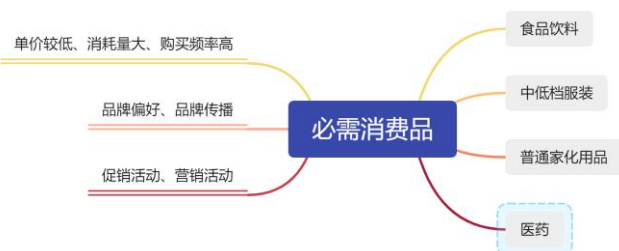


资料来源：wind，民生证券研究院整理

2.1 品牌的力量：CHC 领域的“可口可乐”，深耕多年终迎开花结果

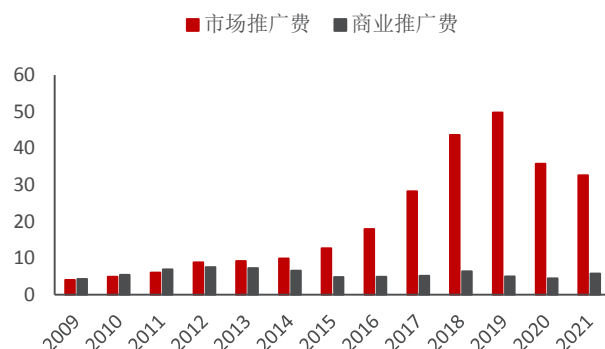
品牌是 CHC 商业竞争的基本单位和生命线，公司持续加强品牌营销投入。医药属于生活必需消费品，尤其是 CHC 产品，其消费品属性明显，具有单价较低、消耗量大、购买频率较高的特点。消费者在选购相应的产品时候，具有较为明显的品牌偏好，叠加 CHC 产品电商化、数字化营销趋势，这一特点更为明显。此外，消费者还会较为关注必需消费品的促销活动，具有较为显著的价格敏感性。公司重视产品品牌建设，持续加强市场推广费用，2015 年后市场推广费用迅速增长，2021 年已达到 30 亿元体量。

图 11：必需消费品特征



资料来源：民生证券研究院整理

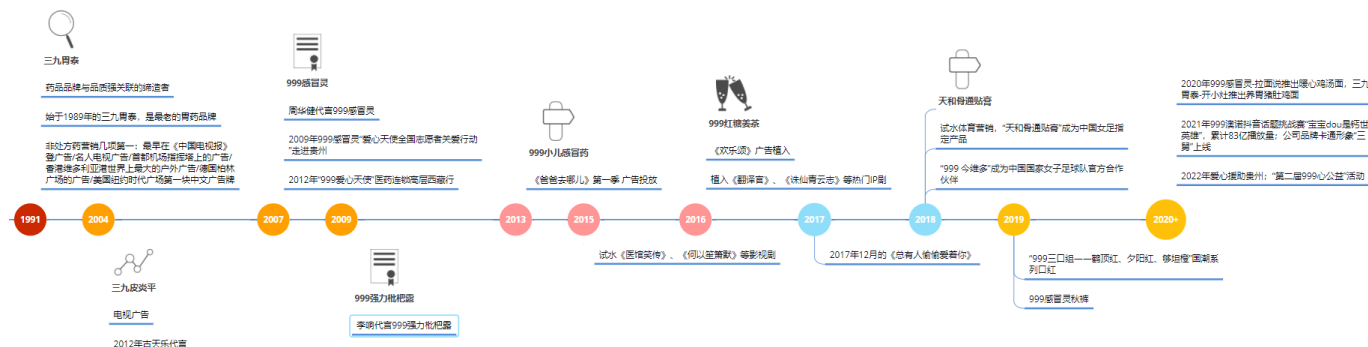
图 12：公司市场推广费用和商业推广费用（亿元）



资料来源：公司年报，民生证券研究院

CHC 领域的“可口可乐”——三九品牌发展脉络，与时俱进抓住品牌营销契机。公司注重品牌发展和产品营销，是最早将进行医药消费品广告营销的企业之一，20 世纪 90 年代以“三九胃泰”为代表的产品营销，不仅引领国内药品品牌与品质建立强关联的趋势，还率先实现国产非处方药海内外平台营销的几项标志性事件。此后公司在产品营销中持续发力，先后把握住电视广告、明星代言、综艺广告投放、热播剧广告投放、新媒体营销等多个关键产品营销的关键节点和模式，陆续打响三九皮炎平、999 感冒灵、999 小儿感冒药、999 红糖姜茶等多个 CHC 产品的全国知名度。

图 13：华润三九 CHC 品牌营销历程



资料来源：《三九的品牌与产品市场策略》，民生证券研究院

CHC 业务开花结果，OTC 表现突出。公司 CHC 业务包含 OTC、专业品牌、大健康、康复慢病四大板块，目前公司已成为国内 OTC 领域龙头企业，不仅先发入局积淀深厚，而且拥有较高的品牌辨识度。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。2021 年 4 月，中国非处方药物协会发布《2020 年度中国非处方药企业及产品榜》中，华润三九是我国 OTC 生产企业综合排名榜首，修正药业、太极集团分别位列第二、三名。

表 1：2020 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

资料来源：中国非处方药物协会，民生证券研究院

品牌价值稀缺：OTC 品牌价值突出，消费者辨识度高。"999"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”，公司连续多年上榜 WPP 集团发布的最有价值中国品牌榜榜单。在《2020 年最有价值中国品牌 100 强》排行榜中，医疗保健领域共有 3 家企业入围，其中华润三九位列榜单第 89 位，品牌价值 10.85 亿美元。华润三九具有高品牌价值稀缺性、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 2：医疗保健品类上榜企业排名

排名	品牌
56	云南白药
76	北京同仁堂
89	华润三九

资料来源：《2020 年 BrandZ 最具价值中国品牌榜单》，民生证券研究院

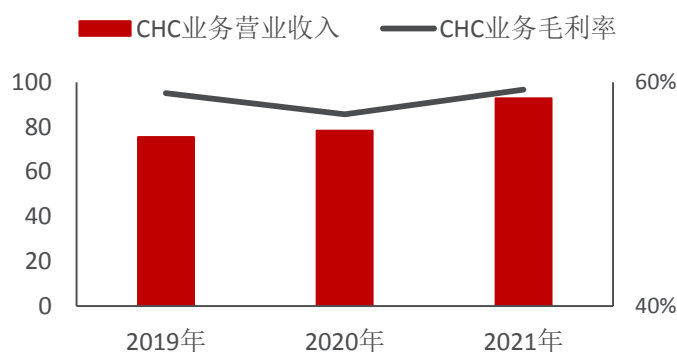
品牌带动产品：旗下多个产品市场认可度高，有望带来长期增长动力。历经多年发展积淀，华润三九推出的“999”系列品牌在消费者和医药行业中均享有较高的认可度。“999”系列感冒药、胃药、皮肤药等产品终端销售亮眼，另有天和牌系列骨科产品在终端销量在相关品类中居于领先地位。三九旗下各品牌认可度高，具有稀缺性，有望在医药新零售时代趋势下进一步提高市占率，具备长期增长潜力。

表 3：医疗保健品类上榜商品名

商品名（商标名）	药品通用名	生产企业
康斯贝	肠炎宁片/颗粒/糖浆	康恩贝
修正	肺宁颗粒	长隆
999	感冒灵颗粒/胶囊	华润三九
山水	藿香正气口服液	太极
江中	健胃消食片	华润江中
都乐	金嗓子喉片	金嗓子
以岭	花清瘟胶囊	以岭
马应龙	马应龙麝香痔疮膏/栓	马应龙
朗迪、精朗迪	碳酸钙 D3 片(II)/颗粒	振东
迪巧	维 D 钙咀嚼片	百洋
斯达舒、修正	维 U 颠茄铝胶囊 II	修正药业
修正	消糜栓	通药制药
奇正	消痛贴膏	奇正藏药
天士力	养血清脑丸/颗粒	天士力
云南白药	云南白药气雾剂/膏/创可贴/酊	云南白药

资料来源：中国非处方药物协会，民生证券研究院

全方面覆盖 CHC 业务，持续收益潜力大。 IQVIA 最新发布数据显示，中国医药行业整体市场规模预计约 1.5 万亿元，同比增长 2.5%。CHC 领域的消费升级、处方外流、数字化和品牌整合趋势带来更多增长机会，“十四五”规划下，公司将重点发展 CHC 板块，预期营收与利润的提升空间较大。2020 年公司 CHC 业务实现营业收入 78.34 亿元，毛利率 57.13%；2021 年 CHC 业务实现营业收入 92.76 亿元，同比增长 17.72%，毛利率 59.34%。公司 CHC 业务产品线丰富，覆盖感冒、皮肤、胃肠、止咳、骨科、儿科、膳食营养补充剂等近 10 个品类，其中感冒药、皮肤药、胃肠药是核心；保肝护肝领域产品易善复未来具备较大发展潜力。

图 14：公司 CHC 业务营收（亿元）及毛利率


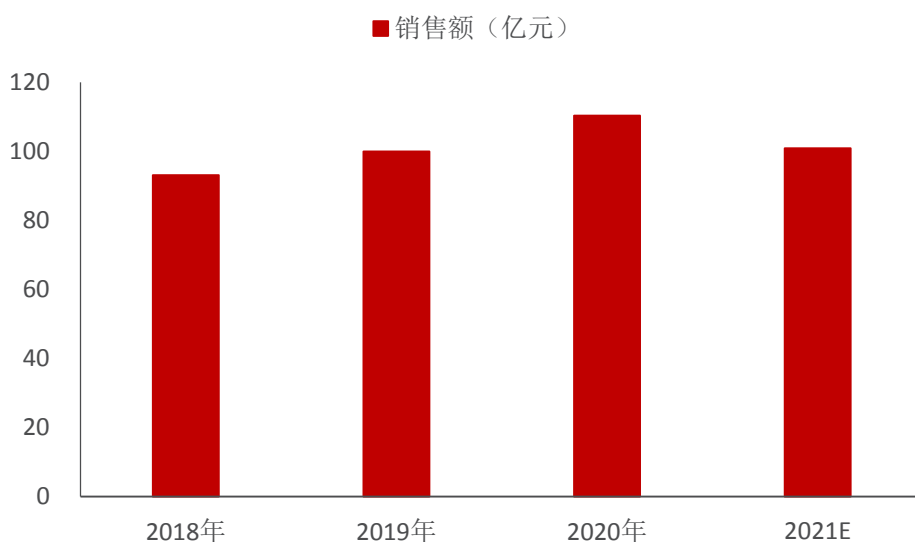
资料来源：wind，民生证券研究院

2.1.1 “999”感冒药仍稳居第一，强者恒强趋势稳固

感冒中成药为实体药店畅销品种，市场规模较为稳定。近年来，感冒药中成药已成为实体药店中成药市场畅销品类，2020 年中国城市实体药店终端感冒中成药

销售额达 110.34 亿元，较 2019 年增加了 10.40 亿元，同比增长 10.4%，由于疫情管控，预计 2021 年中国城市实体药店终端感冒中成药销售额约为 100.95 亿元，出现小幅下滑。

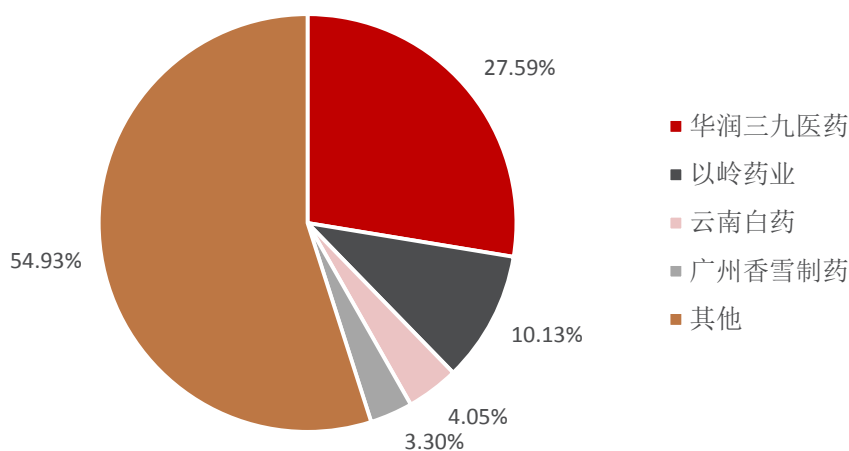
图 15：2018-2021 年中国城市实体药店感冒中成药销售情况统计



资料来源：米内网，中商情报网，民生证券研究院

华润三九感冒药品牌竞争力强，市占率领先。米内网数据显示，2021 年感冒类中成药零售市场中，华润三九市占率约 28%，市场竞争力强劲。中国非处方药物协会 2021 年对于感冒咳嗽类中成药产品的综合排名中，前 20 名产品华润三九产品占据 4 种且排名靠前，品牌优势明显。

图 16：2021 年中国感冒中成药市场竞争格局



资料来源：米内网，中商情报网，民生证券研究院

表 4：2021 中国非处方药综合排名（中成药感冒咳嗽类）

2021 中国非处方药综合排名（中成药）			
排名	商标名	产品通用名	企业名称
1	999	感冒灵颗粒/胶囊	华润三九医药股份有限公司
2	999	复方感冒灵颗粒	华润三九医药股份有限公司
3	白云山	小柴胡颗粒	广州白云山光华制药股份有限公司
4	仁和	感冒灵颗粒	仁和(集团)发展有限公司
5	白云山星群	夏桑菊颗粒	广州白云山星群(药业)股份有限公司
6	999	感冒清热颗粒	华润三九医药股份有限公司
7	同仁堂	感冒清热颗粒	北京同仁堂科技发展股份有限公司
8	百灵鸟	风寒感冒颗粒	贵州百灵企业集团制药股份有限公司
9	瑞阳	葛根汤颗粒	瑞阳制药股份有限公司
10	启达力	荆防颗粒	鲁南制药集团股份有限公司
11	宁宁	正柴胡饮颗粒	精华制药集团股份有限公司
12	乐家老铺	羚羊感冒口服液	南京同仁堂药业有限责任公司
13	999	小柴胡颗粒	华润三九医药股份有限公司
14	本草纲目	桑菊感冒颗粒	李时珍医药集团有限公司
15	云丰	伤风停胶囊	云南白药集团股份有限公司

资料来源：中国非处方药物协会，民生证券研究院

感冒药系列产品线丰富，市场地位稳定。公司感冒药系列产品线丰富，围绕市场头部大单品感冒灵颗粒/胶囊，感冒类系列还包括 999 感冒灵颗粒、999 板蓝根颗粒、999 感冒清热颗粒以及 999 小儿感冒颗粒，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，感冒类核心药品有望保持销售领先地位。

图 17：华润三九感冒用药产品线

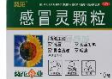


资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司感冒中成药药效优良，价格优势明显。市场中感冒类用药竞品较多，在众

多竞品中,公司的感冒药产品质量有保障,适用于治疗风寒、风热感冒,药效优良;公司感冒类产品日均价格更低,竞争优势更强。同时,因为感冒类中成药产品药效相似,在相同药效的情况下,公司的产品被选择可能性更高。

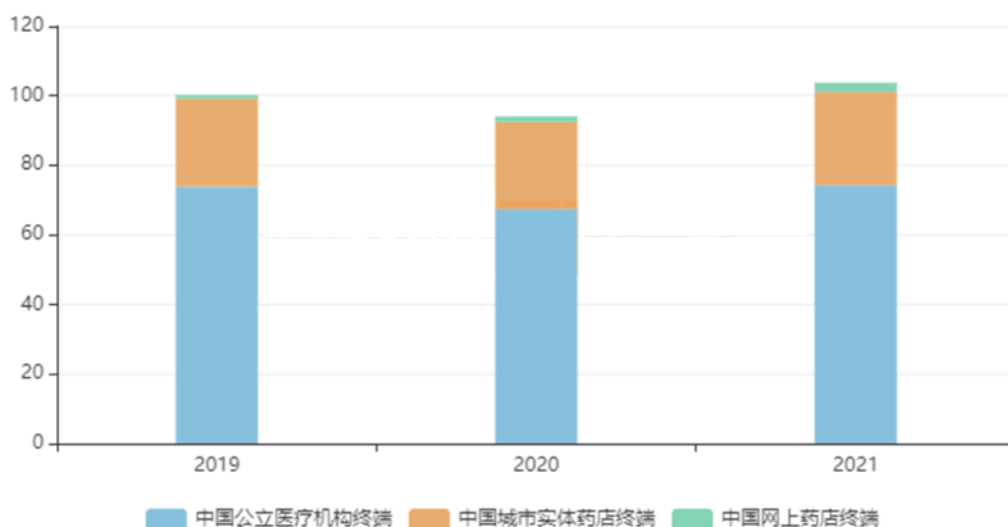
表 5：华润三九 OTC 感冒类主打产品及竞品对比

产品名称	产品图片	规格	用法	单价	日均价格	对比产品	产品图片	规格	用法	单价	日均价格
999 感冒灵颗粒		10g*9 袋	一次 10g, 一日三次	12 元/盒	4 元	葵花药业感冒灵颗粒		10g*10 袋	一次 10g, 一日三次	18 元/盒	5.4 元
999 板蓝根颗粒		10g*20 袋	一次 5-10g, 一日 3-4 次	18 元/盒	1.35~3.6 元	江中制药板蓝根颗粒		5g*10 袋	一次 5~10 克, 一日 3~4 次	9 元/盒	2.7~7.2 元
999 感冒清热颗粒		12g*18 袋	一次 1 袋, 一日 2 次	23 元/盒	2.56 元	葵花药业感冒清热颗粒		12g*6 袋	一次 1 袋, 一日 2 次	20 元/盒	6.67 元
999 小儿感冒颗粒		6g*10 袋	根据儿童年龄用量不同	24 元/盒	1.5~7.5 元	葵花药业小儿感冒颗粒		6g*10 袋	根据儿童年龄用量不同	23 元/盒	4.6~18.4 元

资料来源：京东，民生证券研究院

2.1.2 “999”胃药底蕴深厚，精准锁定长期市场

胃病发病率逐年提高，胃病中成药市场逐步打开。随着近几年人们饮食不规律导致的胃病率上升，中成药治疗胃病简单便捷，温和有效，逐渐受到患者青睐。米内网数据显示，2021 年中国公立医疗机构终端、城市实体药店终端、网上药店终端中成药胃药（胃炎、溃疡）合计市场规模超过 100 亿元。

图 18：近三年中成药胃药（胃炎、溃疡）的市场规模（亿元）


资料来源：米内网，民生证券研究院

胃病中成药行业竞争激烈，公司实体药店市占率领先。胃药销售终端主要包括公立医疗机构、实体药店和网上药店。其中，2021 年中国公立医疗机构终端中成药胃药市场规模超过 74 亿元，增速超过 10%。TOP3 企业由扬子江江苏制药、四川好医生攀西药业和湖南科伦制药占领高位，合计市场份额超过 40%，气滞胃痛颗粒和三九胃泰颗粒分居第六和第八，增速均超过 5%。实体药店终端来看，2021 年中国城市实体药店终端中成药胃药市场规模接近 27 亿元，增速在 7.24%，略低于公立医疗机构终端的增速。华润三九市场份额超过 10%，居于榜首，四川好医生攀西药业和扬子江江苏制药位列二、三，TOP3 企业合计市场份额接近 30%。

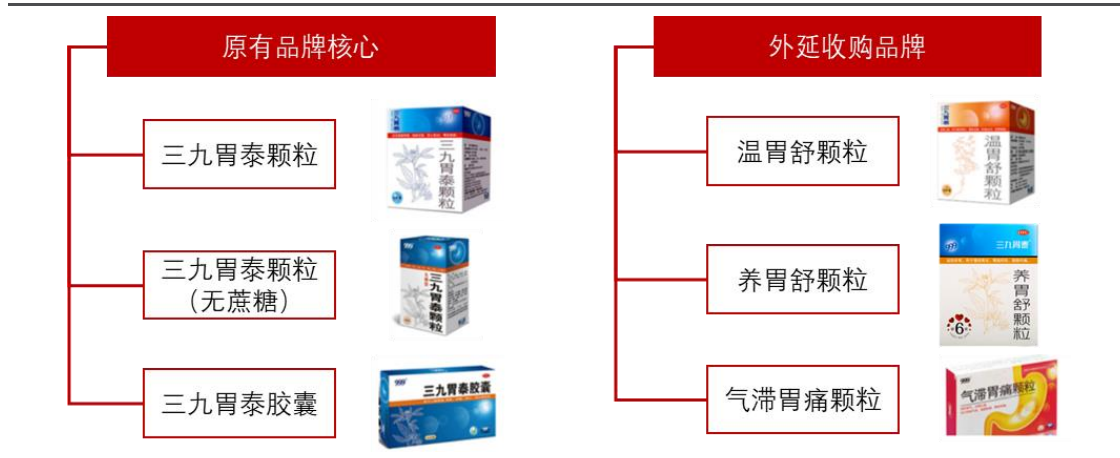
表 6：2021 年中国公立医疗机构终端中成药胃药（胃炎、溃疡）TOP10 品牌

排名	产品	企业	销售额（亿元）	增长率
1	康复新液	四川好医生	9+	15.10%
2	康复新液	湖南科伦制药	8+	3.50%
3	胃苏颗粒	扬子江	7+	1.60%
4	荜铃胃痛颗粒	扬子江	4+	64.00%
5	康复新液	内蒙古京新药业	3+	14.19%
6	气滞胃痛颗粒	辽宁华润本溪	3+	5.57%
7	摩罗丹（浓缩丸）	邯郸制药	2+	40.80%
8	三九胃泰颗粒	华润三九医药	2+	5.31%
9	康复新液	昆明赛诺制药	2+	4.77%
10	元胡止痛滴丸	甘肃陇神戎发药业	2+	10.50%

资料来源：米内网，民生证券研究院

胃药外延收购，持续推进核心产品升级。公司胃肠用药布局中，通过外延收购在原有核心独家品种“三九胃泰”系列品种上，收购了辽宁华润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。通过品种拓展和升级策略，公司的胃肠用药系列有望持续扩大在细分领域的领先地位。

图 19：华润三九 OTC 肠胃用药产品线



资料来源：公司官网，民生证券研究院

公司胃药用于调养慢性胃炎，价格优势明显。公司的胃药中成药主要功效在于调养慢性胃炎、滋胃养胃，满足国内人群慢性胃病发病上升的趋势下对胃药的需求。从产品的日均价格来看，公司的胃药产品日均价格比其他胃药中成药更低，意味着产品的低价竞争优势更强，被消费者选择的可能性更高。

表 7：华润三九 OTC 胃药类主打产品及竞品对比

产品名称	产品图片	规格	用法	单价	日均价格	对比产品	产品图片	规格	用法	单价	日均价格
三九胃泰颗粒		20g*6 袋	一次 1 袋，一日 2 次	16 元/盒	5.33	四川好医生 康复新液		100 毫升	一次 10 毫升，一日 3 次	49 元/瓶	14.7
温胃舒颗粒		10g*6 袋	一次 1-2 袋，一日 2 次	25 元/盒	8.33~16.67	扬子江胃苏颗粒		15g*3 袋	一次 1 袋，一日 3 次	12 元/盒	12
养胃舒颗粒		10g*6 袋	一次 1-2 袋，一日 2 次	22 元/盒	7.33~14.67	邯郸制药摩罗丹		16 丸 *9 袋	一次 16 丸，一日三次	35 元/盒	11.67
气滞胃痛颗粒		5g*9 袋	一次 5 克，一日 3 次	19 元/盒	6.33	甘肃陇神元 胡止痛滴丸		30 丸 *6 袋	一次 20-30 丸，一日 3 次	24 元/盒	8~12

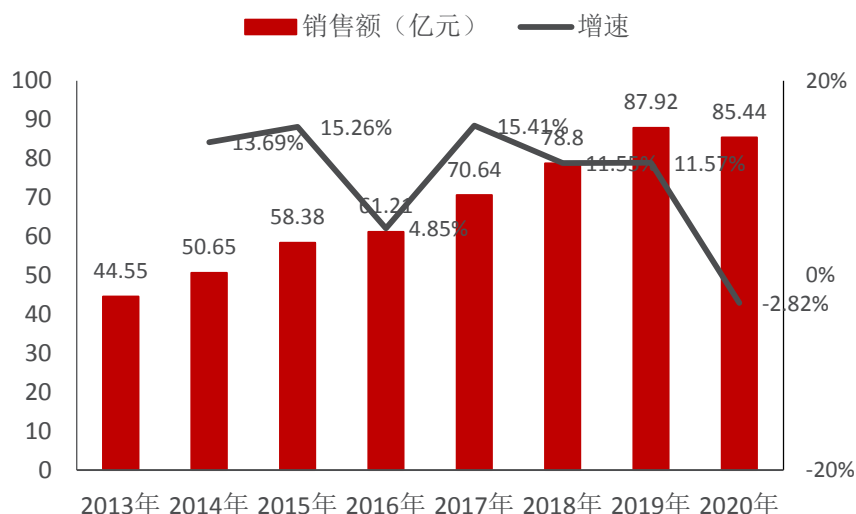
资料来源：京东，民生证券研究院

2.1.3 “999”皮肤类产品占据榜单前列，品牌战略取得显著成果

皮肤病用药市场需求日益增长，市场参与者众多。米内网数据显示，2013-2019 年公立医院终端化学药皮肤药市场规模逐年增长，受新冠肺炎疫情影响，2020 年我国公立医疗机构市场皮肤科用药的销售总额约 85.44 亿元，同比下滑 2.83%。皮肤病药物市场规模相对较小，但参与者较多，竞争激烈，新产品推出周

期短，新产品上市后通常会对原有竞争格局产生较大的影响。

图 20：2013-2020 年中国公立医疗终端化学药皮肤科用药销售额



资料来源：米内网，民生证券研究院

公司外用皮肤药竞争力强。中国非处方药物协会公布的数据显示，2020 年莫匹罗星软膏、复方醋酸地塞米松乳膏、硝酸咪康唑乳膏排名行业前三，其中排名第二的复方醋酸地塞米松乳膏为公司核心产品皮炎平，华润三九共四种产品入围前二十名，其他产品还包括 999 糠酸莫米松凝胶、999 曲安奈德益康唑乳膏和顺峰康霜曲咪新乳膏。

表 8：中国非处方药皮肤类产品综合排名

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	中美天津史克制药
2	皮炎平	复方醋酸地塞米松乳膏	华润三九医药
3	达克宁	硝酸咪康唑乳膏	强生
4	蔓迪	米诺地尔酊	浙江万晟药业
5	唯达宁	硝酸益康唑喷雾剂	辽宁新高制药
6	金达克宁	酮康唑乳膏	强生
7	派瑞松	曲安奈德益康唑乳膏	强生
8	希尔生	二硫化硒洗剂	江苏迪赛诺制药
9	艾洛松	糠酸莫米松乳膏	拜耳医药
10	达霏欣	米诺地尔搽剂	山西振东安特生物制药
11	皮炎平	糠酸莫米松凝胶	华润三九医药
12	扶严宁	醋酸曲安奈德益康唑乳膏	扬子江药业
13	本草纲目	盐酸特比萘芬喷雾剂	厦门美商医药
14	达克宁	盐酸特比萘芬喷雾剂	强生
15	999	曲安奈德益康唑乳膏	华润三九医药
16	顺丰康霜	曲咪新乳膏	华润三九医药
17	兰美抒	盐酸特比萘芬乳膏	中美天津史克制药
18	本草纲目	米诺地尔酊	厦门美商医药
19	本草纲目	复方苯甲酸酊	厦门美商医药
20	E 豆	盐酸克林霉素凝胶	金日制药

资料来源：中国非处方药物协会，民生证券研究院

皮炎类产品表现优异，市占率较高。999 皮炎平（复方醋酸地塞米松乳膏、糠酸莫米松凝胶）在国内药品市场上具有较高的知名度。2016 年上半年复方醋酸地塞米松乳膏和糠酸莫米松凝胶的市场份额分别为 2.5%、2.1%，均为皮肤病用药零售市场的前十产品。2019 年米内网中国城市零售药店终端软膏剂市场份额统计中，公司的复方醋酸地塞米松乳膏位列第一名，销售额为 4.36 亿元。

图 21：华润三九皮肤类产品



资料来源：公司官网，民生证券研究院

皮肤药价格优势明显，细分市场稳固。从产品的日均价格来看，公司的产品日均价格比其他皮肤类药更低，低价竞争优势更强，公司的产品被选择可能性更高。同时，在慢性湿疹的细分市场上，公司的皮肤药表现良好，999 皮炎平糠酸莫米松凝胶取得较快增长，顺峰系列产品逐步完善产品布局，重点发力线下市场，并逐渐布局线上市场。

表 9：华润三九 OTC 皮肤药类主打产品及竞品对比

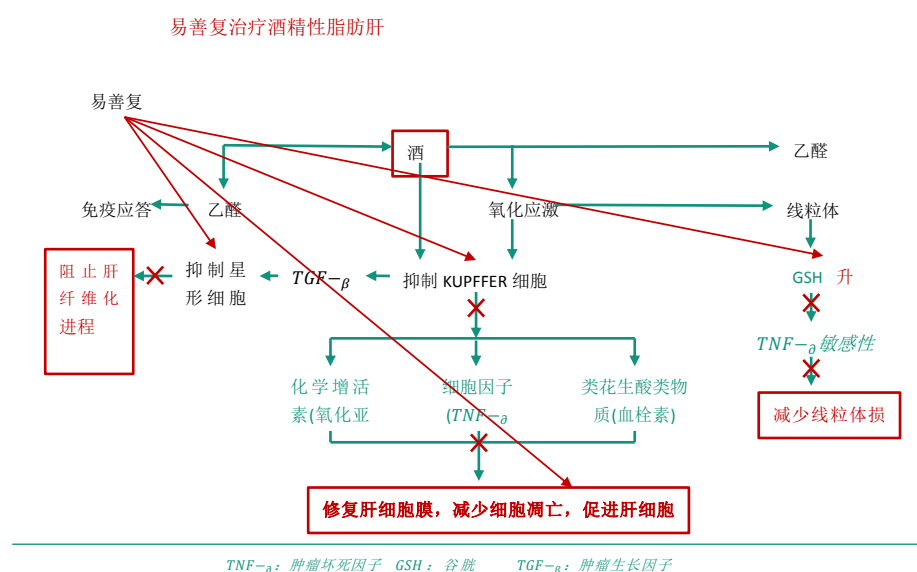
产品名称	产品图片	规格	用法	单价	对比产品	产品图片	规格	用法	单价
999 复方醋酸地塞米松乳膏		20g	少量，一日两次	13 元/盒	百多邦莫匹罗星软膏		10g	少量，一日三次	26 元/盒
999 糠酸莫米松凝胶		10g	少量，一日一次	15 元/盒	达克宁硝酸咪康唑乳膏		20g	少量，一日两次	25 元/盒
999 曲安奈德益康唑乳膏		20g	少量，一日两次	16 元/盒	派瑞松曲安奈德益康唑乳膏		10g	少量，一日两次	18 元/盒
顺峰康王		10g	少量，一日两次	10 元/盒	艾洛松糠酸莫米松乳膏		5g	少量，一日一次	19 元/盒

资料来源：京东，民生证券研究院

2.1.4 肝胆易善复步入正轨，市场竞争力增强

肝胆用药重点产品易善复，保肝护肝效果良好。易善复是多烯磷脂酰胆碱胶囊，适应症为辅助改善药物、毒物、化学物质和酒精引起的中毒性肝损伤，以及脂肪肝和肝炎患者的食欲不振、右上腹压迫感等病症。12 岁以上的儿童、青少年和成年人开始时每日 3 次，每次 2 粒（456 毫克）。

图 22：易善复作用原理图



资料来源：J Lab Clin Med，《非酒精性脂肪性肝病和酒精性肝病诊疗指南解读》，民生证券研究院

携手赛诺菲，布局易善复国内零售终端市场。易善复于 1953 年在德国上市，1994 年赛诺菲将其引入中国，2017 年华润三九与赛诺菲合作，正式代理易善复，并共同成立合资公司，华润三九占 70% 股份。华润三九独家代理易善复，正式开启易善复进军零售终端的新篇章。2018 年，赛诺菲和华润三九举行全球研讨会，就双方在全球品牌影响力及洞察方面的优势进行互补赋能，深度洞察肝脏健康消费者，构建易善复产品服务体验。2020 年 8 月 14 日，在三九和赛诺菲的共同努力下易善复成为西普会临床评价最佳的品牌。

图 23：赛诺菲易善复产品



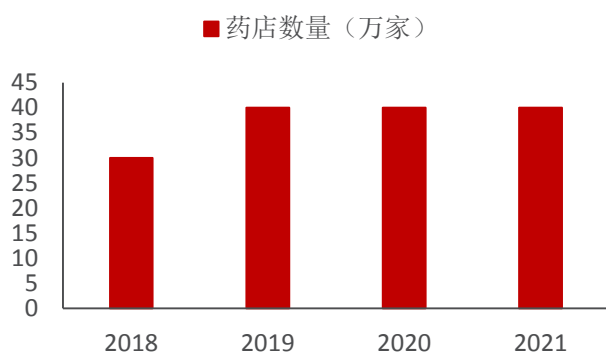
资料来源：京东，民生证券研究院

易善复零售渠道销售额逐年提升。线下零售终端来看，公司通过专业化动销模式推动易善复等核心品种的良性增长。线上渠道来看，京东和阿里平台分别开设了易善复旗舰店，易善复“618”电商大促活动连续蝉联 OTC 肝胆品类第一品牌。

2.2 渠道的力量：线上线双渠道供应链发展良好，数字化转型提升效率

公司线上线下业务全面创新优化，覆盖全国超过 40 万家药店。强大的渠道体系管理和终端覆盖是公司的核心优势之一。公司拥有成熟的销售体系，与全国最优质的经销商和连锁终端广泛合作，覆盖超过 40 万家药店；并积极探索创新营销模式，与京东大药房、阿里健康大药房等大型平台公司展开业务合作，同时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”的新型产业价值链，探索专业营销模式。

图 24：终端药店覆盖数量



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图 25：线上销售渠道旗舰店



资料来源：京东，民生证券研究院

与时俱进成立数字化中心，新零售渠道变革中“三步走”。伴随着消费者购药不断向线上迁移，公司成立数字化中心并制定三步走数字化战略，取得初步成效：

一是数字化改造传统业务提高效率,二是布局新的数字渠道,三是探索迎合新一代消费人群数字化新商业模式。与 B2C、O2O 等平台开展业务合作,2021 年“双十一”中公司产品占据多个细分品类第一。

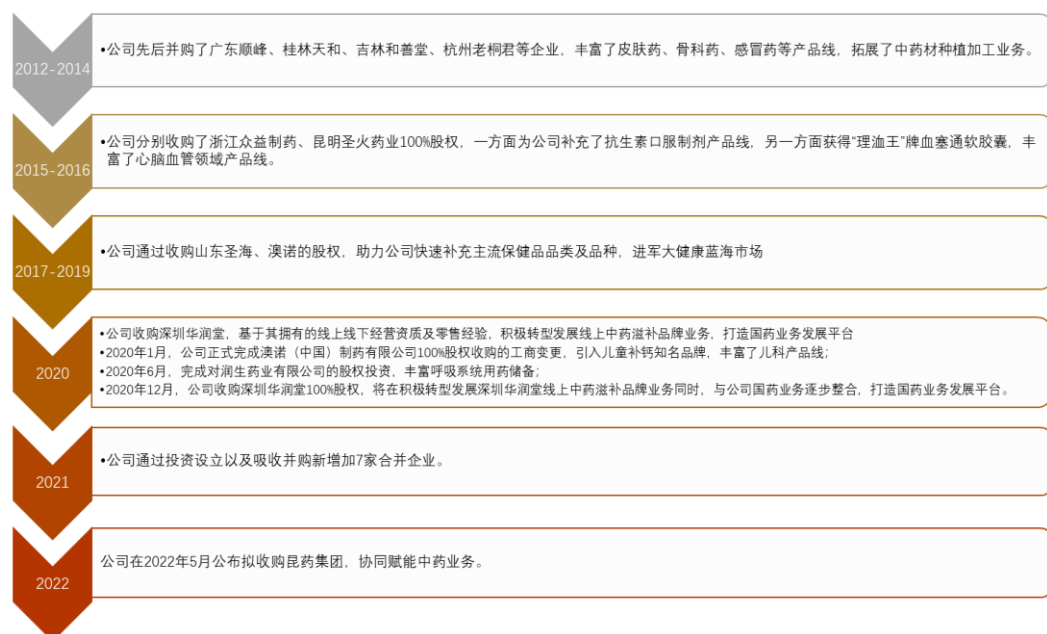
图 26：医疗产业互联网指数



资料来源：2019-2020 年中国产业互联网发展指数报告，华润集团智慧医疗白皮书，民生证券研究院

2.3 平台的力量：与国内外优质资源进行深度合作，产品线和技术双提升

公司优化外延式并购，持续推动产品线扩张。公司愿景是成为“大众医药健康产业引领者”。近年来，华润三九不断进行外延式并购，强化终端覆盖、进一步提升产品线，增加公司实力。

图 27：华润三九产品线拓展时间线


资料来源：公司年报，民生证券研究院

积极拓展产品线，增加 CHC 业务硬实力。2015 年以来，公司积极并购多家制药企业，补充产品包括口服心脑血管药物血塞通软胶囊钙剂、维生素类产品等。通过并购丰富公司产品线，同时借助三九强大的产品销售渠道，赋能产品销售。

表 10：2015 年-2020 年华润三九主要并购项目

年份	并购标的	投资金额 (亿元)	业务领域	并购目的
2015	浙江众益制药	13	口服抗生素品种充阿奇霉素肠溶胶囊、红霉素肠溶胶囊, 以及具有一定市场潜力的西地碘含片、地氯雷他定片、镁加铝咀嚼片、汉防己甲素片等产品。	丰富公司抗感染品类, 与华润三九产品具有协同效应, 可补充消化系统、呼吸系统等多个领域的品种。
2016	昆明圣火药业	18.9	以生产、销售口服心脑血管药物为主, 主要产品包括血塞通软胶囊和黄藤素软胶囊。	收购后可快速补充心脑血管领域口服剂型产品, 且可与公司参附注射液等品种形成互补, 充分整合心脑血管领域资源; 圣火药业集团可成为公司软胶囊生产基地。
2017	金复康药业	-	主要业务在抗肿瘤领域, 拥有益血生胶囊、金复康口服液两个独家产品。	与公司现有肿瘤领域品种形成互补, 进一步丰富公司肿瘤产品线。
2017	山东圣海	3.79	国内实力领先的保健品 OEM 加工商和品牌运作商, 旗下拥有益普利生等自主品牌, 产品涵盖软/硬胶囊、颗粒剂、压片糖果、袋泡茶、营养软糖等多种剂型。	符合华润三九发展大健康事业的战略需求; 可令公司快速进入主流保健品市场, 补充市场主流的保健品品类及品种; 同时可结合公司自我诊疗业务的优势, 在零售市场发挥良好的协同效应。
2019	澳诺(中国)制药	14.2	核心产品为葡萄糖酸钙锌口服溶液、维生素 C 咀嚼片、参芝石斛颗粒, 其中“澳诺”、“金辛金巧特”是儿童补钙知名品牌, 产品及品牌连续位列零售市场钙补充剂第二位, 钙补充剂药品市场第一位。	可以帮公司完善自我诊疗(CHC)品类布局, 发挥良好的协同效应, 快速打造儿童健康领导品牌及大品种, 并有利于实现领域、人群等方面的拓展。
2020	深圳华润堂	1.9	在中药滋补和健康保健领域深耕多年, 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。	公司可基于深圳华润堂拥有的中药滋补保健品的基础及线上线下经营资质及零售运营经验, 积极转型发展深圳华润堂线上中药滋补品牌业务。同时, 与公司国药业务逐步整合, 将深圳华润堂打造成为国药业务发展平台。

资料来源：公司年报，民生证券研究院

接轨国际药企，共同拓展中国市场。公司在不断推进国内并购的同时，也凭借其优秀的国内渠道掌控能力，把目光放在国际化药企的品种合作上，与赛诺菲制药、诺和诺德、龙角散等国际知名药企合作，合作推广销售相关产品，包括易善复、诺泽、龙角散等多个知名品牌产品。

图 28：华润三九与国际药企合作进行推广的部分产品



诺泽重组人生长激素注射液



龙角散免水润颗粒产品

资料来源：公司公告，民生证券研究院

多款并购及合作推广产品受关注，有望成长为国内医药市场大单品。近年来公司引入的多个新品种受到市场关注，如易善复、澳诺葡萄糖酸钙锌口服溶液、诺泽，在公司强大营销能力赋能下，有望成为国内医药市场畅销产品。

1) 与赛诺菲双强联手，共同推进国内护肝保健品养疗合一新篇章。易善复此前主要在医院端销售，2017 年初华润三九启动易善复经销，借由公司强大的 OTC 销售平台拓展零售终端销售，易善复品牌实力也被更多中国消费者认同，逐步成为中国医药零售市场炙手可热的主打产品。

图 29：华润三九与赛诺菲(易善复)时间线

2016	•达成战略合作协议
2017	•易善复独家代理，拓展零售终端
2018	•构建产品及服务体验
2020	•从肝脏治疗扩展至肝脏健康管理

资料来源：公司年报，民生证券研究院

2) 联手澳诺，全方位赋能新业务。2020 年并购澳诺制药，旗下葡萄糖酸钙锌口服溶液是补钙领军产品，液体钙锌吸收率高，适合儿童、孕妇及老年人，具备良好的市场规模和成长性。通过三九销售平台赋能，进一步提高澳诺产品的销售情况和品牌力度，2021 年“双十一”期间澳诺获得“小儿维矿类行业品牌榜单 TOP1”。

图 30：澳诺葡萄糖酸锌口服液包装（左：并购前，右：并购后）



资料来源：公司官网，民生证券研究院

3）与诺和诺德团队共同拓展生长激素市场。华润三九与诺和诺德共同推广重组人生长激素注射液诺泽，产品为预填充注射笔，使用方便，注射时痛感较轻，可室温保存，优势突出，具有较好的发展潜力。华润三九建立了专线队伍，提高对患者的服务，已顺利完成第一个合约年的销售目标。

图 31：诺泽 15mg Norditropin NordiFlex®（重组人生长激素注射液）



资料来源：公司官网，民生证券研究院

4）拟收购国内优质中药标的昆药集团，加强三七资源和精品国药布局。2022 年 5 月华立医药和华立集团拟将持有的昆药集团 27.56%和 0.44%的股份转让给华润三九，转让价格 13.67 元/股，共计 29.02 亿元，转让后华润三九成为控股股东。昆药集团和三九在业务上有非常强的协同效应，品牌打造方面，未来双方可以相互赋能，有助于进一步把“昆中药 1381”和“昆药”两个品牌打造成有全国影响力的品牌，帮助华润三九补充传统国药品牌。此外，可以整合双方的资源，在三七领域全产业链发展。再次，利用三九在管理、渠道、产业方面的资源，为昆药集团进一步赋能，提升昆药的竞争优势。

图 32：昆药集团业务布局



资料来源：昆药集团官网，昆药集团年报，民生证券研究院

3 中药价值创造者，配方颗粒进入发展新时代

3.1 中医药利好政策集中释放，行业高质量快速发展

中医药政策支持布局已久，近期国家级政策集中释放。2016年2月，国务院发布了《中医药发展战略规划纲要（2016-2030）》，是国家出台支持中医药发展政策的关键文件，奠定了支持中医药发展的总基调，同年发布《中医药发展“十三五”规划》、《中国的中医药》、《中华人民共和国中医药法》等重要文件，将中医药发展上升为国家战略。2022年3月国务院办公厅印发《“十四五”中医药发展规划》，目标到2025年，中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，中医药振兴发展取得积极成效，在健康中国建设中的独特优势得到充分发挥。

图 33：国务院印发中医药“十四五”规划

国务院办公厅关于印发“十四五” 中医药发展规划的通知

国办发〔2022〕5号

各省、自治区、直辖市人民政府，国务院各部委、各直属机构：

《“十四五”中医药发展规划》已经国务院同意，现印发给你们，请认真贯彻执行。

国务院办公厅

2022年3月3日

（此件公开发布）

“十四五”中医药发展规划

为贯彻落实党中央、国务院关于中医药工作的决策部署，明确“十四五”时期中医药发展目标任务和重点措施，依据《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，制定本规划。

资料来源：政府官网，民生证券研究院

分项细化审评标准，细则落地推动行业高质量快速发展。在国家级文件的指导下，分管部门/地方政策相继出台，具体内容涉及中医药研发/审批标准、配方颗粒使用规范、医保支持中医药发展、中药材全过程管理/溯源、鼓励民营中医诊所等方面。这表明政策端不仅明确了审评标准，还对行业提出高标准发展要求，以预防行业乱象，推动产业高标准快速发展。

1) 支付端鼓励中医药发展，医保制定适合中医药的政策：2021年12月30日国家医保局和国家中医药管理局联合颁布《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》，从定点医疗机构纳入、加强中医药服务价格管理、扩大中药和医疗服务项目纳入、完善中医支付政策等多个角度大力支持中医药发展。

2) 修订中医药研发/审批标准，支持中医药创新发展：2020年9月药监局发

布《中药注册分类及申报资料要求》，修订中药注册分类，鼓励和支持中医药创新药的发展，因此 2021 年多个中药 1 类创新药获批。2022 年 1 月《基于“三结合”注册审评证据体系下的沟通交流技术指导原则(征求意见稿)》，继续细化符合中医药的审评原则。

3) 配方颗粒使用规范：2021 年 2 月颁布《关于结束中医药颗粒试点工作公告》，标志着中药配方颗粒正式放开至全部医疗机构，市场进一步扩容。2021 年 4 月颁布第一批中药配方颗粒国家标准（160 个），逐步对配方颗粒建立明确的药物学标准。继 2021 年广东省、湖北省牵头进行中成药集采，2022 年山东省牵头进行中药饮片、配方颗粒、中成药集采工作，中药集采降价幅度普遍较为温和，同时提高对高质量产品的需求量。

4) 鼓励民营中医诊所：2019 年《关于在医疗联合体建设中切实加强中医药工作的通知》鼓励县级中医医院牵头组织紧密型医疗卫生共同体、公立中医医院牵头组建城市医联体。2020 年起多地发布省级“十四五”中医规划纲要，明确提出鼓励民营中医发展。同时今年 3 月 1 号医师多点执业正式落地，给非常依赖于医师个人诊断能力的中医药诊疗带来较大便利。

5) 中药材全过程管理/溯源：继国家级“十四五”规划推进道地中药材生产基地、中药质量追溯体系建设后，2022 年 3 月多部门联合颁布《中药材生产质量管理规范》，对中药材的生产全过程管理提出了要求，从根源上促进中医药高质量发展。

图 34：2020-2022 年中医药政策多维度利好行业发展



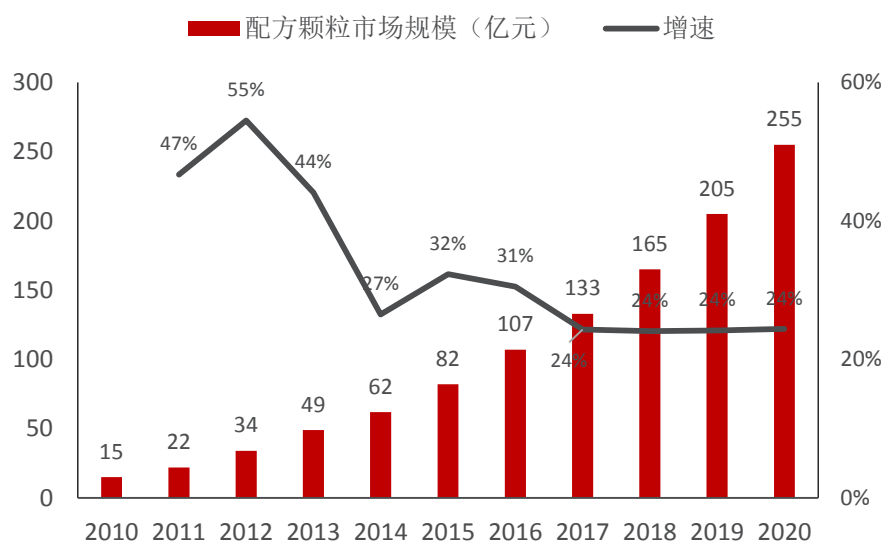
资料来源：政府官网，民生证券研究院

3.2 配方颗粒行业龙头企业，持续挖掘中药饮片市场潜力

配方颗粒市场规模扩张，行业前景可期。中药配方颗粒以中药饮片为原料，经多种工序精制而成的颗粒剂，又称为中药免煎颗粒，相较于传统饮片有方便携带、

储存等众多优点。2021 年 11 月卫健委与医药管理局联合发布《关于规范医疗机构中药配方颗粒临床使用的通知》，实行长达 27 年的中药配方颗粒试点结束，二级以上医疗机构使用限制放开，销售渠道将扩大至全国各级医疗机构。根据中药配方颗粒网数据，2020 年中药配方颗粒市场规模 255 亿元，2010-2020 年复合增速 32.75%。我们预计配方颗粒市场将进一步扩容，充分发挥配方颗粒质量稳定、使用方便、组方便捷的优势。

图 35：2010-2020 年中药配方颗粒市场规模及增速



资料来源：中药配方颗粒网，民生证券研究院

长期战略定位配方颗粒市场领导者、中药价值创造者，布局配方颗粒全周期。

华润三九配方颗粒业务已进行 20 余年，目前居于国内配方颗粒市场领先地位，长期定位配方颗粒市场领导者、中药价值创造者：原料端整合上下游产业链，建立原材料质量、供应量优势；技术上积极布局建立中药配方的国家标准、全球标准，形成技术壁垒，并积极拓展生产线，保持产能优势；需求端开拓配方颗粒的国内外市场。

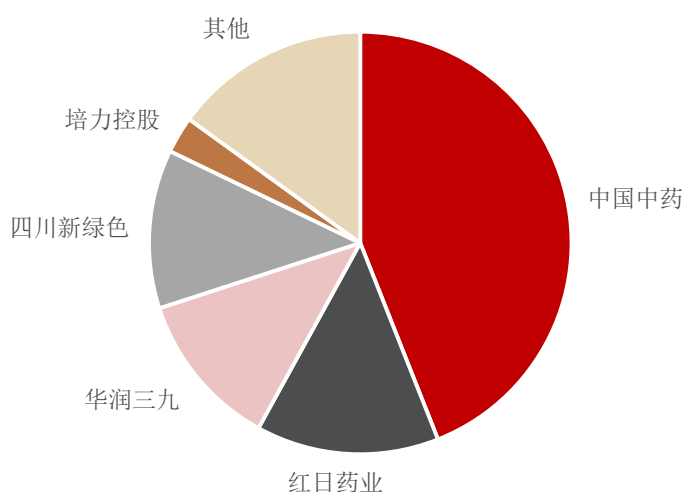
表 11：华润三九配方颗粒营销策略分析

营销策略		市场背景描述	目标市场及特点	战略举措
短期战略定位	挑战者与追随者策略	三九不是产品的原研单位,在已有 2 个厂家培育产品市场数年之后进入该产品领域,全速抢夺市场。	二甲以上医院,重点是二甲以上中医院三级综合性医院。多数医院对产品不太了解,但对新型饮片有一定的市场需求。	1、完善产品质量、品种以及生产工艺。2、建立中药配方颗粒专业的学术队伍,向医院进行宣传与推广。
中期战略定位	领导者与挑战者策略	国内中药配方颗粒市场份额领先,成为行业领先者,技术上建立国家产品质量标准	占领大型三级中医院与综合性医院,利用这些区域性核心医院,进一步渗透下级医院市场,包括第三终端市场	1、通过与高端医院的专家资源合作,开发形成产品的临床方案与临床经验。2、通过已经建立学术队伍,自上而下的向 2 级以下医院推广临床方案与经验。
长期战略定位	领导者策略	保持市场份额的领先优势,通过纵向一体化战略,形成规模 and 成本优势。技术上建立中药配方颗粒的全球标准。	保持和占领高端医院资源,建立学术资源优势,全面覆盖二级医院。	1、整合上下游产业链,建立原料质量和产量优势。2、技术上通过建立中药配方的全球标准,形成技术壁垒。

资料来源：云南大学，民生证券研究院

目前公司配方颗粒市占率较高，2022 年逐步完成新国标产品生产和备案。国内中药配方颗粒行业首批试点生产企业是广东一方、江阴天江、华润三九、红日药业、四川新绿色、培力药业。当前行业的竞争格局较为有序，主要原因为配方颗粒业务对企业全产业链能力等要求较高，从药材采购到饮片加工、制剂生产均有较严格的要求。2018 年公司配方颗粒的市占率约为 12%，位列行业前列。随着 2021 年 196 个配方颗粒新国标的实施，2022 年公司逐步完成配方颗粒相关标准切换工作。

图 36：2018 年中药配方颗粒市场竞争格局



资料来源：行业经济研究网，民生证券研究院

原质原味中药配方颗粒，迈向工业 4.0 时代。999 中药配方颗粒定位于原质原味，优选道地药材，产业链全程可溯源，以传统汤剂为基础建立“标准煎剂”，通过指纹或特征图谱指导、跟踪工艺全过程。目前公司可生产 600 余种单味配方

颗粒品种，在广东、安徽、四川等已经建成配方颗粒生产基地，投产建设中的基地包括浙江、云南、重庆等，未来有望持续扩大中药材规范化基地建设，打造全产业链能力，并加快国家标准与地方标准的申报工作。此外，公司的“中药配方颗粒智能制造新模式应用”项目验收通过，是工信部、财政部联合开展的智能制造示范项目，有助于推进中药配方颗粒的生产制造水平向“智能化”转变。

图 37：华润三九中药配方颗粒



资料来源：中药配方颗粒网，民生证券研究院

4 激励方案设置多维考核标准，彰显公司发展信心

公司全面推动实施股权激励方案，创建企业利益共同体。2022 年 5 月 24 日公司公告，完成向 2021 年限制性股票激励计划的 267 名激励对象首次授予限制性股票 824 万股，授予价格为 14.84 元/股。激励对象包括中高层管理人员和核心的业务和技术人员，考核目标为 2022-2024 年扣非归母净利润增速等多项指标。

表 12：华润三九股权激励具体方案

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占本计划公告日股本总额的比例
1	邱华伟	董事长	19.1	0.02%
2	麦毅	副总裁	15.2	0.02%
3	周辉	副总裁	13.1	0.01%
4	王雁飞	副总裁	12.8	0.01%
5	郭霆	副总裁	12.9	0.01%
6	梁征	财务总监	12.7	0.01%
7	王亮	副总裁	9.9	0.01%
中层及核心骨干（260 人）			738.3	0.74%
首期合计授予（267 人）			824	0.84%
预留授予			134.7	0.14%
合计			958.7	0.98%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

（注：以上百分比计算结果四舍五入，保留三位小数，部分合计数与各项细数直接相加之和在尾数上如有差异，是由于四舍五入所造成）

股权激励设置多重考核目标，涉及个人和公司考核指标。个人层面，个人当年绩效评估结果划分为 A、B、C 和 D 四个档次，考核若为 A/B 可解除全部限售份额，若为 C 则可解除 80% 份额。公司层面考核指标包含成长类、回报类和经营质量类，分别选取了扣非归母净利润的复合增长率、扣非后净资产收益率和总资产收益率这三项指标。公司盈利层面，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。

表 13：华润三九股权激励方案具体考核绩效

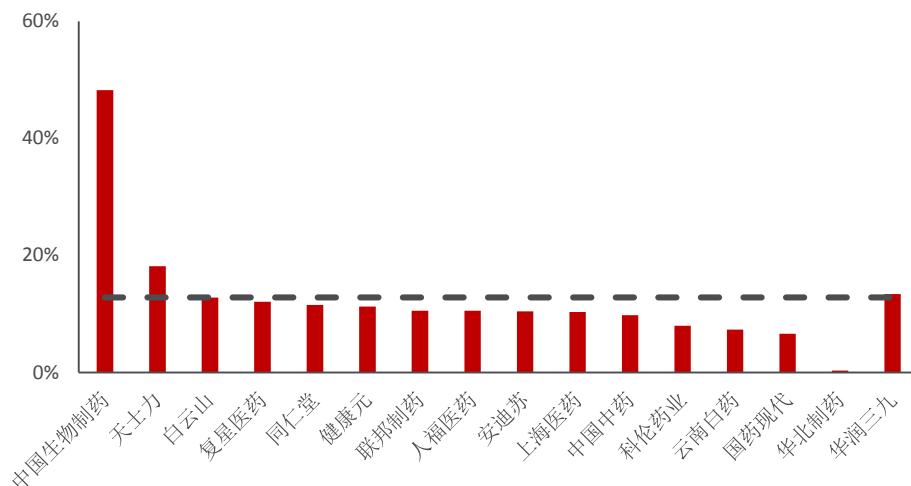
具体绩效考核	2022	2023	2024	备注
归母扣非净资产收益率（不低于）	10.15%	10.16%	10.17%	且不低于对标企业 75 分位水平
归母扣非净利润年复合增长率（不低于）	10.00%	10.00%	10.00%	且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平
总资产周转率（不低于）	6.90%	7.00%	7.20%	-

资料来源：公司公告，民生证券研究院

考核 ROE 不低于对标企业 75 分位水平，充分彰显公司长期稳健经营信心。

股权激励方案中，公司选择 15 家企业作为对标企业，包含云南白药、科伦药业、人福医药、同仁堂、复星医药、安迪苏、白云山、健康元、国药现代、天士力、华北制药、上海医药、中国中药、中国生物制药、联邦制药。考核 ROE 需达到对标企业的 75 分位，参考 2021 年年报数据，15 家对标公司 ROE 的 75 分位约为 13%。2020-2021 年华润三九的 ROE 水平处于对标公司第 3 名，达到 75 分位要求，若 2022-2024 年完成考核目标，公司则需长期保持稳健的经营水平。

图 38：华润三九与对标公司 ROE



资料来源：wind，民生证券研究院

(注：净资产收益率 ROE 算法：扣除非经常损益后归属母公司股东的净利润/期末归属母公司股东的权益 *100%)

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

我们对公司业务的未来预测如下：随着核心产品销量的稳步提升，以及产品线的不断丰富，预计 2022-2024 年公司业务营业收入达到 177.8/206.4/237.4 亿元，同比增速分别为 16.07%/16.07%/15.00%。主要由于 OTC 产品价格自主可控，且公司渠道和品牌优势显著，预期 CHC 业务营业收入达到 109.5/131.3/156.3 亿元，同比增速分别为 18.00%/20.00%/19.00%；由于处方药价格受医保、集采等限制，预期处方药业务营业收入达到 60.7/66.8/72.1 亿元，同比增速分别为 14.00%/10.00%/8.00%；其他业务营业收入达到 0.7/0.8/0.9 亿元，同比增速分别为 10.00%/8.00%/8.00%。考虑到公司产线较为成熟，产品生产端具有较好的规模优势，预期未来毛利率保持稳定。考虑到公司管理效率较好，产品营销策略、研发策略将延续公司长期发展战略规划，预期未来销售费用率、管理费用率、研发费用率保持稳定。

表 14：华润三九盈利预测

项目/年度	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	13,427.75	14,701.92	13,637.25	15,320.00	17,312.68	19,623.70	22,308.21
增长率（%）	20.75%	9.49%	-7.24%	12.34%	16.07%	16.07%	15.00%
CHC（百万元）	6,665.21	7,555.64	7,833.76	9,275.86	10,945.51	13,134.62	15,630.20
增长率（%）	22.76%	13.36%	3.68%	18.41%	18.00%	20.00%	19.00%
处方药（百万元）	6,196.15	6,590.23	5,181.96	5,350.36	6,072.66	6,679.92	7,214.32
增长率（%）	19.76%	6.36%	-21.37%	3.25%	14.00%	10.00%	8.00%
其他（百万元）	566.39	556.05	621.53	693.78	763.16	824.21	890.15
增长率（%）	9.59%	-1.83%	11.78%	11.62%	10.00%	8.00%	8.00%

资料来源：wind，民生证券研究院预测

5.2 估值分析

我们选取6家中药OTC公司济川药业、江中药业、云南白药、健民集团、羚锐制药、以岭药业作为可比公司，2022/2023/2024年PE均值为19/16/14倍。公司作为国内CHC龙头企业，品牌优势明显，随着产品结构优化升级，2022-2024年EPS分别为2.47/2.86/3.32元/股，PE分别为17/14/12倍，估值水平与可比公司PE均值相当，考虑到公司具有明显的平台和品牌价值，未来业绩具有成长性，首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 15：华润三九与可比公司盈利预测

证券代码	证券简称	收盘价(元)	EPS (元)				PE			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
600566.SH	济川药业	27.50	1.94	2.21	2.47	2.85	14	12	11	10
600750.SH	江中药业	14.70	0.80	0.86	0.93	1.02	18	17	16	14
000538.SZ	云南白药	58.30	2.21	2.38	2.73	3.03	26	24	21	19
600976.SH	健民集团	50.75	2.13	2.63	3.29	4.04	24	19	15	13
600285.SH	羚锐制药	12.55	0.65	0.80	0.96	1.12	19	16	13	11
002603.SZ	以岭药业	22.90	0.80	1.00	1.21	1.43	28	23	19	16
可比公司均值							22	19	16	14
000999.SZ	华润三九	41.21	2.09	2.47	2.86	3.32	20	17	14	12

资料来源：wind，民生证券研究院预测（注：股价为 2022 年 6 月 17 日收盘价，可比公司 EPS 采用万得一致预期）

6 风险提示

1) 产品销售不及预期。行业内部价格战力度加大，产品放量低于预期。公司核心产品感冒药受到疫情管控影响较大，疫情反复导致终端销售下滑。

2) 政策性风险。医药相关政策的变动增加产品销售渠道、产品销量、产品价格的不确定性，进而增加业绩变动风险。

3) 监管风险。医药监管政策的变动，处方药等产品推广和销售的不确定性。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	15,320	17,781	20,639	23,735
营业成本	6,171	7,057	8,043	9,130
营业税金及附加	204	249	289	332
销售费用	5,021	5,708	6,831	7,999
管理费用	945	1,156	1,342	1,543
研发费用	560	658	764	875
EBIT	2,429	2,954	3,370	3,856
财务费用	-39	-61	-100	-146
资产减值损失	-256	-247	-248	-248
投资收益	34	36	41	47
营业利润	2,457	3,059	3,563	4,146
营业外收支	-28	-40	-60	-80
利润总额	2,429	3,019	3,503	4,066
所得税	348	543	631	732
净利润	2,081	2,476	2,873	3,334
归属于母公司净利润	2,047	2,436	2,827	3,281
EBITDA	2,949	3,484	3,909	4,399

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	3,065	4,281	5,802	7,586
应收账款及票据	3,050	3,399	4,174	4,705
预付款项	280	286	330	386
存货	2,308	2,900	3,526	4,252
其他流动资产	3,774	4,490	5,245	6,302
流动资产合计	12,478	15,356	19,076	23,232
长期股权投资	15	15	15	15
固定资产	3,705	3,800	3,834	3,837
无形资产	2,295	2,429	2,631	2,780
非流动资产合计	11,830	12,066	12,317	12,497
资产合计	24,308	27,422	31,393	35,729
短期借款	60	40	30	25
应付账款及票据	1,416	1,557	1,792	2,048
其他流动负债	6,300	6,961	8,154	9,274
流动负债合计	7,775	8,558	9,976	11,347
长期借款	8	13	16	19
其他长期负债	812	842	872	902
非流动负债合计	820	855	888	921
负债合计	8,595	9,413	10,864	12,268
股本	979	987	987	987
少数股东权益	430	470	516	569
股东权益合计	15,713	18,009	20,529	23,462
负债和股东权益合计	24,308	27,422	31,393	35,729

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	12.34	16.07	16.07	15.00
EBIT 增长率	15.27	21.59	14.11	14.41
净利润增长率	28.13	19.01	16.04	16.07
盈利能力 (%)				
毛利率	59.72	60.31	61.03	61.53
净利润率	13.58	13.92	13.92	14.05
总资产收益率 ROA	8.42	8.88	9.00	9.18
净资产收益率 ROE	13.39	13.89	14.12	14.33
偿债能力				
流动比率	1.60	1.79	1.91	2.05
速动比率	1.27	1.42	1.53	1.64
现金比率	0.39	0.50	0.58	0.67
资产负债率 (%)	35.36	34.33	34.61	34.34
经营效率				
应收账款周转天数	72.44	70.00	74.00	72.50
存货周转天数	136.55	150.00	160.00	170.00
总资产周转率	0.63	0.65	0.66	0.66
每股指标 (元)				
每股收益	2.07	2.47	2.86	3.32
每股净资产	15.92	18.24	20.80	23.77
每股经营现金流	1.89	2.84	3.26	3.72
每股股利	0.00	0.51	0.56	0.61
估值分析				
PE	20	17	14	12
PB	2.6	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	12.82	10.51	8.99	7.59
股息收益率 (%)	0.00	1.23	1.35	1.47

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	2,081	2,476	2,873	3,334
折旧和摊销	520	531	539	543
营运资金变动	-858	-476	-489	-512
经营活动现金流	1,871	2,806	3,214	3,672
资本开支	-866	-849	-892	-845
投资	-991	-402	-302	-502
投资活动现金流	-1,791	-1,220	-1,157	-1,305
股权募资	33	122	0	0
债务募资	39	17	25	30
筹资活动现金流	-653	-368	-534	-580
现金净流量	-575	1,215	1,521	1,785

插图目录

图 1：华润三九旗下两大事业群和部分子公司业务	3
图 2：华润三九股权结构	3
图 3：公司发展四个阶段	4
图 4：华润三九旗下两大事业群和部分子公司业务	4
图 5：华润三九营业总收入（亿元）及增长率（%）	5
图 6：华润三九业务比重分布	5
图 7：华润三九业务毛利率	5
图 8：华润三九产品线	6
图 9：华润三九归母净利润（亿元）及增长率	6
图 10：华润三九现金流	7
图 11：必需消费品特征	8
图 12：公司市场推广费用和商业推广费用（亿元）	8
图 13：华润三九 CHC 品牌营销历程	8
图 14：公司 CHC 业务营收（亿元）及毛利率	10
图 15：2018-2021 年中国城市实体药店感冒中成药销售情况统计	11
图 16：2021 年中国感冒中成药市场竞争格局	11
图 17：华润三九感冒用药产品线	12
图 18：近三年中成药胃药（胃炎、溃疡）的市场规模（亿元）	14
图 19：华润三九 OTC 肠胃用药产品线	15
图 20：2013-2020 年中国公立医疗终端化学药皮肤科用药销售额	16
图 21：华润三九皮肤类产品	18
图 22：易善复作用原理图	19
图 23：赛诺菲易善复产品	20
图 24：终端药店覆盖数量	20
图 25：线上销售渠道旗舰店	20
图 26：医疗产业互联网指数	21
图 27：华润三九产品线拓展时间线	22
图 28：华润三九与国际药企合作进行推广的部分产品	24
图 29：华润三九与赛诺菲(易善复)时间线	24
图 30：澳诺葡萄糖酸锌口服液包装（左：并购前，右：并购后）	25
图 31：诺泽 15mg Norditropin NordiFlex®（重组人生长激素注射液）	25
图 32：昆药集团业务布局	26
图 33：国务院印发中医药“十四五”规划	27
图 34：2020-2022 年中医药政策多维度利好行业发展	28
图 35：2010-2020 年中药配方颗粒市场规模及增速	29
图 36：2018 年中药配方颗粒市场竞争格局	30
图 37：华润三九中药配方颗粒	31
图 38：华润三九与对标公司 ROE	33

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：2020 年度中国非处方药生产企业综合排名前十企业	9
表 2：医疗保健品类上榜企业排名	9
表 3：医疗保健品类上榜商品名	10
表 4：2021 中国非处方药综合排名（中成药）	12
表 5：华润三九 OTC 感冒类主打产品及竞品对比	13
表 6：2021 年中国公立医疗机构终端中成药胃药（胃炎、溃疡）TOP10 品牌	14
表 7：华润三九 OTC 胃药类主打产品及竞品对比	15
表 8：中国非处方药皮肤类产品综合排名	17

表 9：华润三九 OTC 皮肤药类主打产品及竞品对比.....	19
表 10：2015 年-2020 年华润三九主要并购项目	23
表 11：华润三九配方颗粒营销策略分析	30
表 12：华润三九股权激励具体方案.....	32
表 13：华润三九股权激励方案具体考核绩效.....	32
表 14：华润三九盈利预测	34
表 15：华润三九与可比公司盈利预测	35
公司财务报表数据预测汇总.....	37

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001