

## 华润三九（000999）

# 中药 OTC 龙头，强大的“品牌+渠道”优势拥抱变化

买入（首次）

2023 年 09 月 26 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	18,079	26,881	29,959	33,265
同比	16%	49%	11%	11%
归属母公司净利润（百万元）	2,449	2,953	3,431	3,978
同比	19%	21%	16%	16%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	2.48	2.99	3.47	4.03
P/E（现价&最新股本摊薄）	19.91	16.51	14.21	12.26

关键词：#行业整合

### 投资要点

■ **“自我诊断+处方药”平台型公司，股权激励彰显业绩信心，“内生+外延”巩固龙头地位。**公司主营核心业务定位于 CHC 健康消费品和处方药领域，通过内生+外延完善产品矩阵，覆盖感冒、肠胃、皮肤、骨科、儿科等领域，深化健康产业布局。基于对未来发展的信心，公司制定股权激励计划，以 2020 年为基准，2022-2024 年扣非归母净利润的年复合增速不低于 10%且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平，股权激励的实施对推动公司实现“十四五”营业收入翻番的发展目标方面起到积极作用。

■ **核心 CHC 业务稳健增长，“品牌+渠道+产品”筑就华润三九护城河。**2022 年公司 CHC 健康消费品业务实现营业收入 113.84 亿元，同比增长 22.73%。2023 年上半年，公司紧抓行业机遇，CHC 业务实现营收 68.19 亿元，同比增长 23.19%。公司具有较强的品牌运作能力，“999”主品牌在消费者和医药行业中均享有较高的认可度，2022 年拥有年销售额过亿元的品种 28 个。“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”等深受消费者认可的药品品牌，儿科用药、骨科用药及皮肤用药有望较快增长。公司收购昆药集团后进一步补充原有业务版图，未来探索将“昆中药 1381”打造为精品国药品牌，进一步提高品牌影响力。公司渠道管理和终端覆盖能力强大，截至 2023 年 H1，公司覆盖全国超过 40 万家药店，同时通过线上渠道布局迎合 CHC 行业销售趋势。丰富的产品叠加强大的品牌效应及渠道布局，我们预计，未来 CHC 业务有望保持稳定增长。

■ **处方药板块：积极拥抱行业变化，业绩有望反弹。**中药配方颗粒行业扩容，新国标的实施实则提升了中药配方颗粒的门槛，公司基于本身已有产品、成熟的销售网络及全产业链的生产模式，先发优势明显。专科业务增长势头良好，公司持续挖掘现有品种价值，加大创新研发，丰富产品管线。抗感染业务受政策影响探底，有望实现恢复性增长。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2023-2025 年归母净利润分别 29.53、34.31、39.78 亿元，对应当前市值的 P/E 估值分别为 17X、14X、12X。考虑到公司作为中药 OTC 的龙头企业，品牌+渠道+产品优势显著，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**市场推广或不及预期；医药行业政策不确定性风险；并购整合不及预期风险等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	49.35
一年最低/最高价	35.77/68.96
市净率(倍)	2.72
流通 A 股市值(百万元)	48,283.81
总市值(百万元)	48,766.88

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	18.17
资产负债率(%，LF)	40.89
总股本(百万股)	988.18
流通 A 股(百万股)	978.40

### 相关研究

《华润三九(000999)：自我诊疗增长迅速，净利率稳步回升，公司业绩增速到达拐点向上的时期》

2018-08-23

《华润三九(000999)：【东吴医药】华润三九 2018 年一季报点评：两票制等行业因素导致处方药销售费用大幅上升的影响减弱，公司业绩增长稳步恢复》

2018-05-02

## 内容目录

<b>1. “自我诊疗+处方药”平台，国内 OTC 龙头 .....</b>	<b>5</b>
1.1. 持续并购丰富产品线，深化健康产业布局 .....	7
1.2. 业绩稳定增长，业务结构持续优化 .....	8
1.3. 股权激励带来增长动力，彰显未来发展信心 .....	10
<b>2. CHC 板块：三九品牌深入人心，产品+渠道拓宽，品牌影响力升级 .....</b>	<b>10</b>
2.1. 三九品牌优势显著，核心产品竞争力强 .....	10
2.2. 持续进行产品拓展，“1+N”战略加深品牌护城河 .....	15
2.3. 线上+线下渠道拓宽，数字营销+品牌年轻化带动影响力升级 .....	18
<b>3. 处方药板块：积极拥抱行业变化，业务结构持续优化 .....</b>	<b>20</b>
3.1. 行业扩容下龙头企业优势明显，配方颗粒有望保持良性增长 .....	20
3.2. 专科药物持续挖掘现有品种价值，丰富产品管线 .....	23
3.3. 抗感染业务政策影响探底，有望恢复增长 .....	23
<b>4. 盈利预测与投资评级 .....</b>	<b>24</b>
4.1. 关键假设 .....	24
4.2. 盈利预测与投资评级 .....	25
<b>5. 风险提示 .....</b>	<b>25</b>

## 图表目录

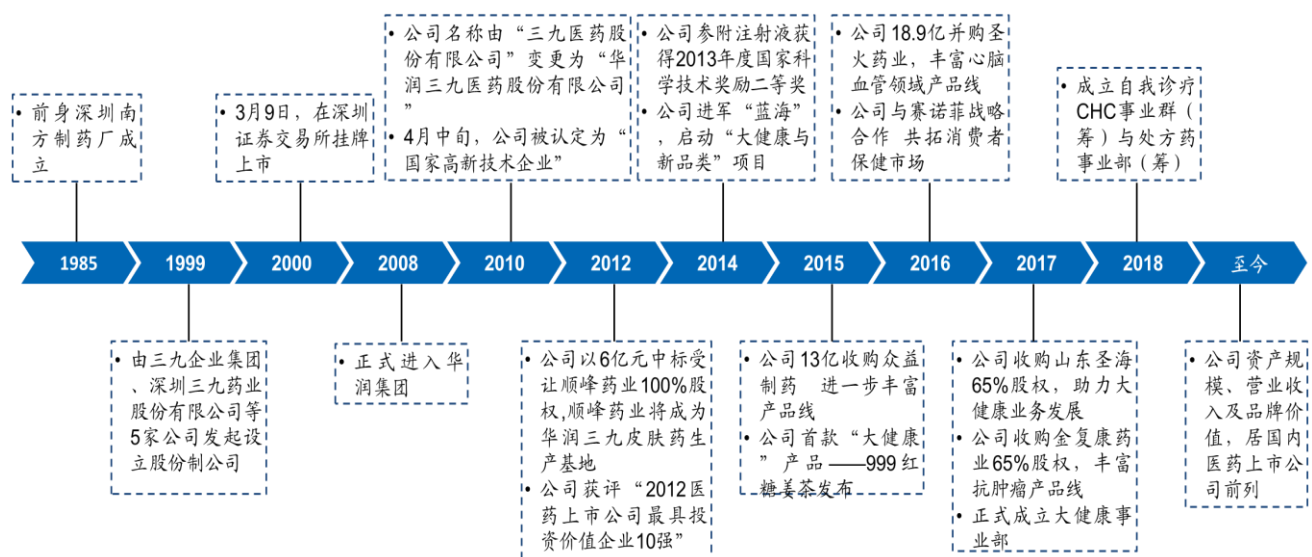
图 1:	华润三九发展历程.....	5
图 2:	华润三九股权结构（截至 2023 年 H1）.....	5
图 3:	华润三九组织架构.....	6
图 4:	华润三九营业收入及增速.....	8
图 5:	华润三九归母净利润及增速.....	8
图 6:	华润三九各产品营收占比.....	9
图 7:	华润三九各产品毛利占比.....	9
图 8:	华润三九销售净利率与各产品毛利率.....	9
图 9:	华润三九费用率.....	9
图 10:	中国零售端 OTC 感冒药市场规模及增速.....	12
图 11:	2021 年中国感冒中成药市场竞争格局.....	12
图 12:	公司感冒系列产品.....	12
图 13:	公司成人感冒产品零售渠道销量（亿元）.....	13
图 14:	金标&传统装三九感冒灵对比.....	13
图 15:	中国 OTC 肠胃用药市场规模及增速.....	13
图 16:	公司肠胃用药系列产品.....	13
图 17:	三九肠胃用药全国药店零售情况（亿元）.....	14
图 18:	三九胃泰颗粒零售价格逐年提升（元/盒）.....	14
图 19:	零售端 OTC 皮肤用药市场规模及增速.....	15
图 20:	华润三九皮肤产品.....	15
图 21:	2021 年中国 OTC 药物皮肤类化学药排名 TOP20.....	15
图 22:	公司皮肤类产品零售渠道销量（亿元）.....	15
图 23:	公司儿童感冒产品零售渠道销量（亿元）.....	16
图 24:	“澳诺”葡萄糖酸钙锌口服液全国零售渠道销售额（亿元）及增长情况.....	16
图 25:	公司骨科用药产品种类.....	16
图 26:	“易善复”全国药店零售终端销售额（亿元）及增速.....	17
图 27:	“易善复”全国样本医院终端销售额（亿元）及增速.....	17
图 28:	大健康系列产品.....	18
图 29:	渠道及终端建设：夯实平台基础，拓展新渠道覆盖.....	19
图 30:	公司多样的跨界合作及数字营销.....	20
图 31:	二级以上医院仅占医疗卫生机构总数的 2.28%（截至 2021 年底）.....	21
图 32:	2017-2021 年中国中药配方颗粒市场规模及增速.....	21
表 1:	华润三九部分并购公司（截至 2022 年 12 月）.....	7
表 2:	华润三九 2021 年限制性股票激励计划考核目标及条件.....	10
表 3:	2022 年度中国非处方药生产企业综合排名 TOP10.....	11
表 4:	2021 年度中国非处方药感冒咳嗽类产品综合排名（中成药）TOP15.....	11
表 5:	公司国药产品布局.....	22
表 6:	公司部分药材的基地种植情况.....	22
表 7:	公司部分专科产品情况.....	23
表 8:	营业收入拆分（亿元）及预测（考虑昆药并表的情况下）.....	24

表 9: 可比公司估值（收盘日期为 2023 年 9 月 25 日） .....25

## 1. “自我诊疗+处方药”平台，国内 OTC 龙头

近四十年发展成就中国医药健康知名品牌。华润三九医药股份有限公司（简称“华润三九”）是大型国有控股医药上市公司，前身是 1985 年成立的深圳南方制药厂，2000 年 3 月 9 日，在深圳证券交易所挂牌上市，2010 年，公司名称由“三九医药股份有限公司”变更为“华润三九医药股份有限公司”。公司主要从事医药产品的研发、生产、销售及相关健康服务，主营核心业务定位于 CHC(Consumer Healthcare)健康消费品和处方药领域，2022 年拥有年销售额过亿元的品种 28 个，“999”品牌在消费者和医药行业均享有较高的认可度。

图1：华润三九发展历程

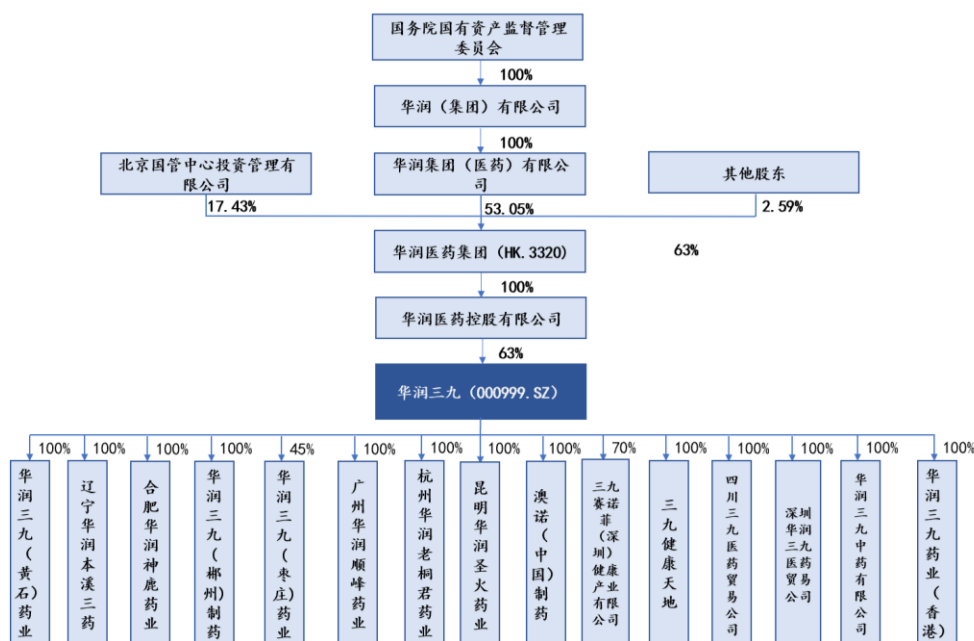


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**背靠国资委，股权集中，结构稳定。**公司实际控制人为中国华润有限公司。中国华润有限公司隶属国资委，截至 2023H1，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，持有华润三九 63% 的股权。现任董事长邱华伟先生毕业于复旦大学遗传与遗传工程专业，曾任深圳市三九医药贸易有限公司董事长，华润三九医药股份有限公司高级副总裁、总裁，华润江中制药集团有限责任公司董事。邱先生现同时担任中国非处方药物协会执行会长、中国农村卫生协会副会长以及世界中医药学会联合会中药新药创制专业委员会理事会常务理事。我们认为公司高集中度的股权结构和拥有资深专业背景的管理层，有利于公司持续稳定地发展。

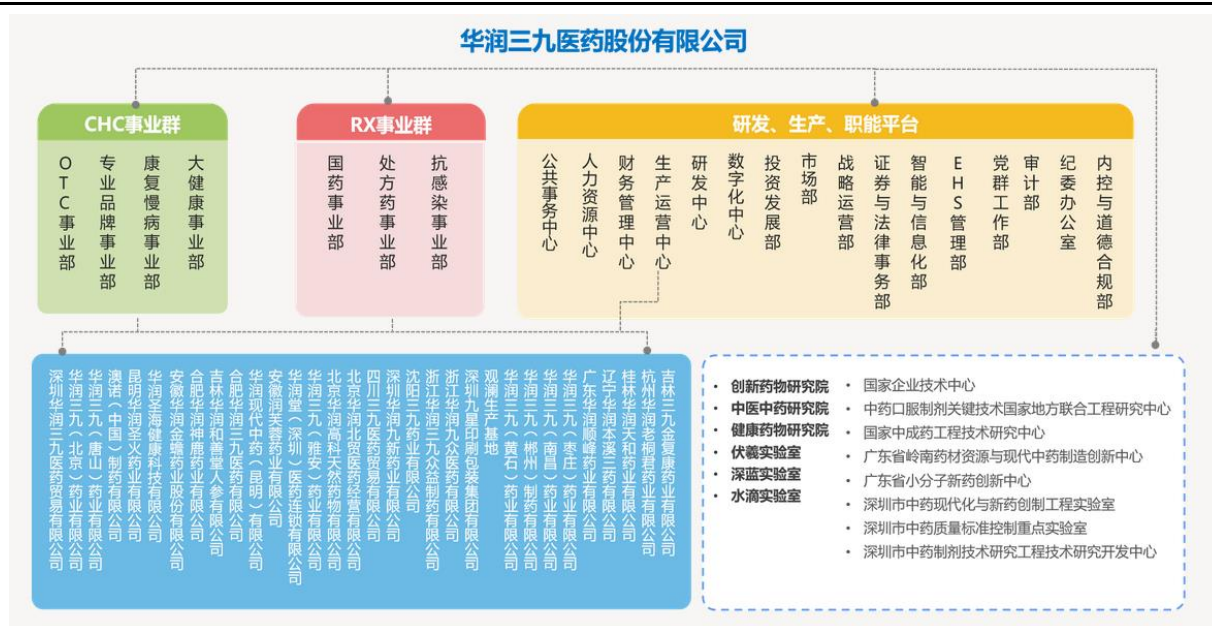
图2：华润三九股权结构（截至 2023 年 H1）





公司组织架构清晰，各部门职能明确。公司下设 CHC 事业群和 RX 事业群，并配有多个研发、生产、职能平台。CHC 健康消费品业务覆盖了感冒、皮肤、胃肠、止咳、骨科、儿科等近 10 个品类，并积极向健康管理、康复慢病管理产品延伸，其核心产品在感冒、胃肠、皮肤、儿科、维矿、止咳和骨科用药等领域占据了较高的市场份额；处方药业务则聚焦肿瘤、心脑血管、消化系统、骨科、儿科等治疗领域，拥有参附注射液、999 理洙王牌血塞通软胶囊、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，并在产品管线中逐步补充了有较高临床价值的化药产品，公司多个产品位居国内市场前列。

图3: 华润三九组织架构



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 1.1. 持续并购丰富产品线，深化健康产业布局

自 2008 年公司正式进入华润集团后，就聚焦 CHC 和处方药两大主营业务，先后完成收购安徽金蟾生化、本溪三药、合肥神鹿、双鹤高科、广东顺峰、桂林天和、临清华威、浙江众益、昆明圣火、山东圣海、澳诺制药、深圳华润堂等公司，将公司产品线向抗肿瘤中药注射液、胃肠、止咳、皮肤、骨科、心脑血管、保健品、儿童用药等领域不断扩展。我们认为，公司通过整合行业优质资源，将不断提升实力和品牌影响力，在深化健康产业布局的同时，进一步实现业绩增长。

表1：华润三九部分并购公司（截至 2022 年 12 月）

时间	并购公司	获得股权	并购价格 (亿元)	主要产品
2009	金蟾生化	83.68%	1.66	抗肿瘤品种华蟾素注射液、华蟾素片等
	本溪三药	100%	1.72	气滞胃痛颗粒
2011	合肥神鹿	100%	1.35	温胃舒、养胃舒
	双鹤高科	100%	0.88	舒血宁注射液、茵栀黄口服液
2012	广东顺峰	100%	6	顺峰康王（酮康他索乳膏）、顺峰康霜（曲咪新乳膏）
2013	桂林天和	97.18%	5.83	天和牌骨通贴膏、天和牌 PIB 骨通贴膏、天和追风膏等
2015	浙江众益	100%	13	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）、汉防己甲素片及地氯雷他定片等
2016	昆明圣火	100%	18.9	血塞通软胶囊、黄藤素软胶囊
2017	山东圣海	65%	3.79	益普利生等
2019	澳诺制药	100%	14.2	葡萄糖酸钙锌口服溶液、维生素 C 咀嚼片、参芝石斛颗粒
2020	深圳华润堂	100%	1.90	中药滋补品的零售
2022	昆药集团	28%	29.02	血塞通系列、“昆中药 1381”精品国药系列等

数据来源：公司年报，公司公告，东吴证券研究所

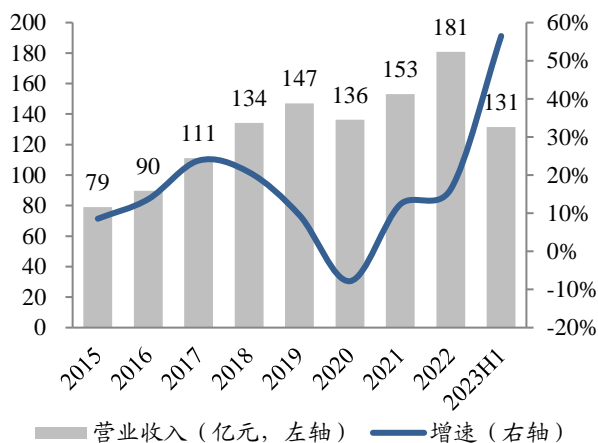
2022 年 12 月公司公告披露，昆药集团 28%股份已过户至华润三九名下，2023 年 1 月，公司并购昆药集团完成平稳交接。由于达到实际控制，昆药集团成为华润三九的控股子公司。昆药集团是国家重点高新技术企业、中国医药工业百强企业，目前形成以天然植物药、精品国药、创新药“三大平台”为主的业务格局，产品涵盖心脑血管、骨科、抗疟疾及脾胃类、感冒呼吸类、妇科（身心）类等治疗领域，核心产品包括昆药血塞通系列；青蒿、三七、天麻为主的植物药系列产品；以及“昆中药”品牌下的精品国药产品。2022 年，昆药集团实现收入 82.82 亿元，同比增长 0.35%，实现扣非后归母净利润 2.51 亿元，同比下降 10.17%，如剔除 2022 年公司资产和信用减值损失大增的影响，2022 年扣非净利润略有增长。并购完成后，华润三九将协同昆药集团打造“昆中药 1381”精品国药品牌。同时，昆药集团丰富的三七产品将助力华润三九在三七领域全产业链发展，

并且昆药血塞通系列产品和华润圣火药业的血塞通产品协同，将巩固华润三九在血塞通软胶囊产品的市场份额。此次并购符合华润三九深耕大健康业务的战略，有助其巩固国内 OTC 的龙头地位。

## 1.2. 业绩稳定增长，业务结构持续优化

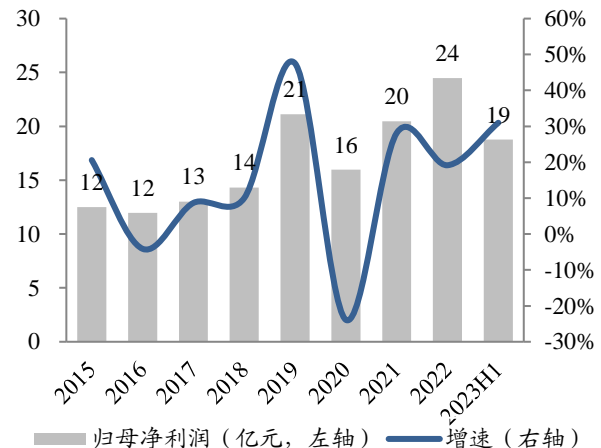
公司 2015-2019 年业绩持续增长，期间营收 CAGR 为 16.80%，归母净利润 CAGR 为 14.03%。2020 年受疫情影响，医院门诊量、处方量下滑，处方药销售受限；同时，各地对零售药店销售感冒、止咳产品的限制也导致相关品类销量有所下降。公司 2020 年归母净利润同比下滑 23.89%，但剔除 2019 年出售子公司三九医院股权取得税后投资收益约 6.8 亿元的影响后，扣非归母净利润同比增长 11.01%，体现出较强的业绩韧性。公司自 2021 年收入、利润恢复双增长。2023 年上半年，公司实现营收 131.46 亿元，同比增长 56.48%，归母净利润 18.77 亿元，同比增长 30.99%，内生业务保持良好势头，昆药并表贡献新动能。

图4：华润三九营业收入及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：华润三九归母净利润及增速



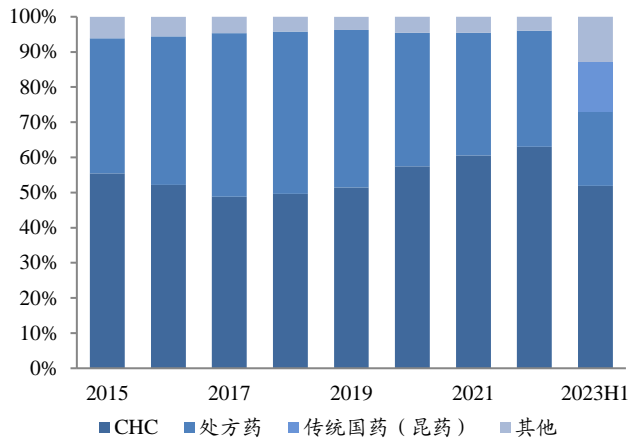
数据来源：Wind，东吴证券研究所

**核心业务助力发展，业务结构不断优化。**CHC 健康消费品业务作为公司的核心业务，2022 年营收占比达到 62.97%，毛利占比达到 66.11%。公司 CHC 业务在品牌 OTC 业务、专业品牌业务、大健康业务、康复慢病业务四条管线上多向发力。目前品牌 OTC 业务占比最高，感冒为最大品类且保持较快增长；专业品牌业务增速亮眼，易善复等产品销售实现较好增长；康复慢病事业部保持稳定，核心品种血塞通软胶囊整体增长平稳；大健康业务过去几年仍处于探索期，线上业务增长较快，陆续上市许多新品牌、新产品。公司处方药业务中抗感染产品受限抗、集采等政策影响出现明显下滑，因此近年来处方药营收和毛利占比逐步下降，2022 年营收占比为 33.05%，毛利占比为 32.32%。处方药业务作为公司发展业务，近年来积极应对行业变化，不断丰富管线，调整产品结构，不



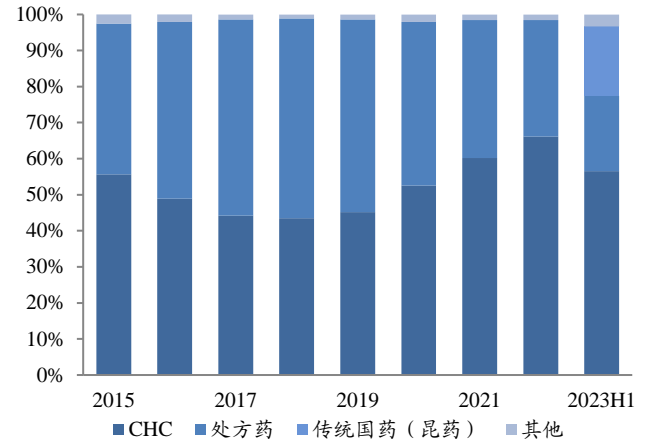
断丰富中药加西药品种发展，重点研发心脑血管，肿瘤，呼吸，消化，妇儿等领域的产品。2023H1，传统国药（昆药）因并表带来收入贡献 18.60 亿元，毛利贡献 13.24 亿元，为公司带来新的增长动力。

图6：华润三九各产品营收占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

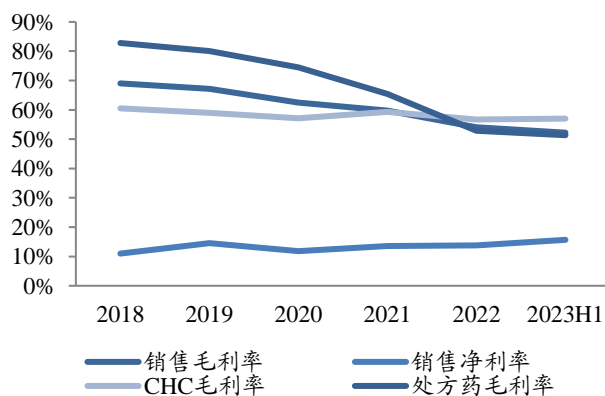
图7：华润三九各产品毛利占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

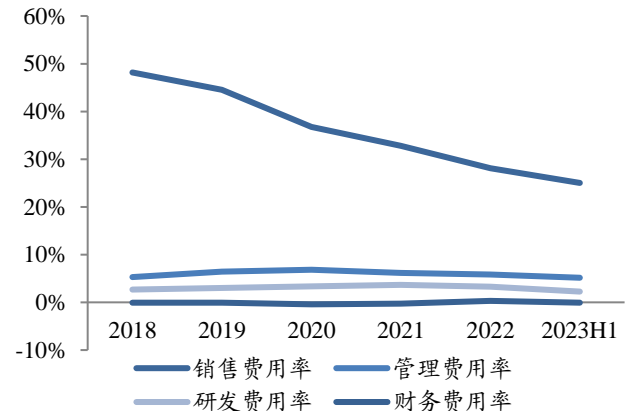
**费用率逐渐下降，盈利能力有望进一步提升。**2023H1，公司销售净利率提升为15.67%。受处方药产品营收占比下降及其毛利率降低的影响，2018年以来公司毛利率呈下降态势。2020年处方药产品营收占比下降较多，公司毛利率降幅较大。2018年以来，公司销售费用率下降明显，由2018年的48.17%下降至2023年H1的25.02%，一方面是公司积极应对国家及省级集采，进入集采目录的产品虽然毛利率有所下滑，但其销售费用率也相应下降；另一方面，公司CHC业务中核心品类随着营收规模扩大，其营销费用投放效率有所提升。此外，公司也在主动进行费用管理，对每条业务线都有相应的管理要求，费用投放和收入相匹配，也有望带来费用率的下降。公司业务结构在优化中趋稳，费用率稳中下降，盈利能力有望进一步提升。

图8：华润三九销售净利率与各产品毛利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：华润三九费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

### 1.3. 股权激励带来增长动力，彰显未来发展信心

股权激励计划全面展开，激发核心团队驱动企业发展。公司 2021 年限制性股票激励计划首次授予的激励对象包含 7 位高管和 260 位中层及核心骨干，根据股权激励考核目标，公司 2022-2024 年的扣非归母净利润为 16.15/17.77/19.55 亿元，年复合增速 10% 且不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平。股权激励的实施有助于保留核心骨干人才，激发核心团队和核心员工的奋斗精神，对推动公司实现“十四五”营业收入翻番的发展目标方面起到积极作用。

表2：华润三九 2021 年限制性股票激励计划考核目标及条件

解除限售期	考核年度	归母扣非净资产收益率	归母扣非净利润年复合增长率（以 2020 年为基准）	总资产周转率	对标企业
第一个解除限售期	2022	不低于 10.15%，且不低于对标企业 75 分位水平	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	不低于 0.69	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
第二个解除限售期	2023	不低于 10.16%，且不低于对标企业 75 分位水平	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	不低于 0.70	
第三个解除限售期	2024	不低于 10.17%，且不低于对标企业 75 分位水平	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	不低于 0.72	

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. CHC 板块：三九品牌深入人心，产品+渠道拓宽，品牌影响力升级

公司致力于成为大众医疗健康产业的引领者，聚焦核心品类，通过多渠道销售，提高品牌影响力，为 CHC 业务赋能。CHC 业务包含 OTC、专业品牌、大健康 and 康复慢病四条业务线，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，结合行业发展机会，满足中国家庭从预防、保健、治疗、康复，全周期、多层次的健康需求。同时，公司善于品牌打造、渠道开拓管理，为多个产品的销售提供强有力支持；产品线的丰富和强大的销售能力也反过来进一步强化品牌优势。

### 2.1. 三九品牌优势显著，核心产品竞争力强

作为 OTC 领域的龙头企业，公司具有较强的品牌运作能力，品牌辨识度高。“999”主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”。截至 2022 年，公司已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，并在 2022 年 7 月发布的“2021 年度中国医药工业中药企业百强榜单”中蝉联第 3。根据 BrandZ™ 发布的“2020 年最有价值中国品牌 100 强”

榜单，医疗保健领域仅云南白药、北京同仁堂和华润三九上榜，华润三九的品牌价值达 10.85 亿元。品牌的高价值体现三九品牌的高辨识度和高消费者认可度，有助于公司产品份额的进一步提升。

表3：2022 年度中国非处方药生产企业综合排名 TOP10

排名	企业名称	排名	企业名称
1	华润三九医药股份有限公司	2	太极集团有限公司
3	扬子江药业集团有限公司	4	修正药业集团股份有限公司
5	强生中国个人健康护理	6	云南白药集团股份有限公司
7	李时珍医药集团有限公司	8	石家庄以岭药业股份有限公司
9	浙江康恩贝制药股份有限公司	10	东阿阿胶股份有限公司

数据来源：中国非处方药物协会，东吴证券研究所

“999”主品牌系列产品销售成绩亮眼，有望持续带来业绩。CHC 健康消费品业务方面，品牌 OTC 产品占比最大，其中感冒、胃肠、皮肤等品类销售业绩亮眼。公司不断强化核心业务和“999”品牌影响力，持续拓展品牌 OTC 的产品种类，巩固感冒、胃肠、皮肤等品类优势。品牌稀缺性叠加产品的高认可度，未来有望量价齐升，为业绩的长期增长打下基础。

（1）感冒用药：三九感冒药产品丰富，品牌竞争力强，市场地位稳固。感冒药在我国非处方药市场中占比较大，远高于其他类别的非处方药。根据中康开思数据，除 2021 年外，我国零售终端市场 OTC 感冒药的市场规模整体呈增长趋势，2022 年市场规模达 415.2 亿元，同比增长 48%。根据米内网数据显示，2021 年感冒类中成药零售市场中，华润三九市占率约 28%，远高于其他厂商。华润三九感冒药品牌竞争力强，根据中国非处方药物协会统计，2022 年度对于感冒咳嗽类中成药产品的综合排名中，华润三九有四款产品位于 TOP15 之列，其中，“999”感冒灵颗粒/胶囊位居前二，品牌优势明显。

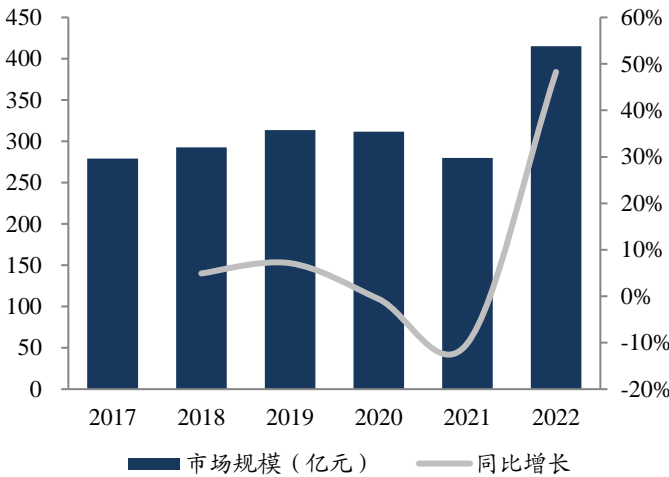
表4：2021 年度中国非处方药感冒咳嗽类产品综合排名（中成药）TOP15

排名	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	启达力	荆防颗粒	鲁南制药集团股份有限公司
4	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
5	999	感冒清热颗粒	华润三九医药股份有限公司
6	瑞阳	葛根汤颗粒	瑞阳制药股份有限公司
7	太极、独圣、美舒通	夏桑菊颗粒	太极集团四川绵阳制药有限公司
8	乐家老铺	羚羊感冒口服液	南京同仁堂药业有限责任公司
9	云丰	伤风停胶囊	云南白药集团股份有限公司
10	仁和可立克	感冒灵颗粒	仁和（集团）发展有限公司

11	维威	夏桑菊颗粒	海南葫芦娃药业集团股份有限公司
12	宁宁	正柴胡饮颗粒	精华制药集团股份有限公司
13	999	小柴胡颗粒	华润三九医药股份有限公司
14	太极、独圣、剑门	小柴胡颗粒	太极集团四川绵阳制药有限公司
15	云丰+云健	风寒感冒颗粒	云南白药集团股份有限公司

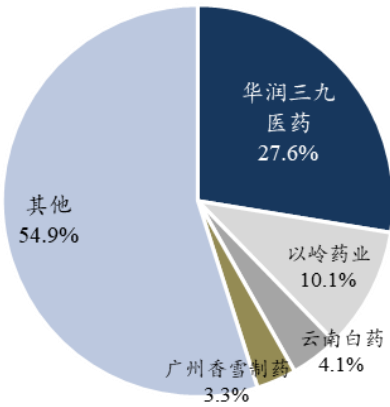
数据来源：中国非处方药物协会，东吴证券研究所

图10：中国零售端 OTC 感冒药市场规模及增速



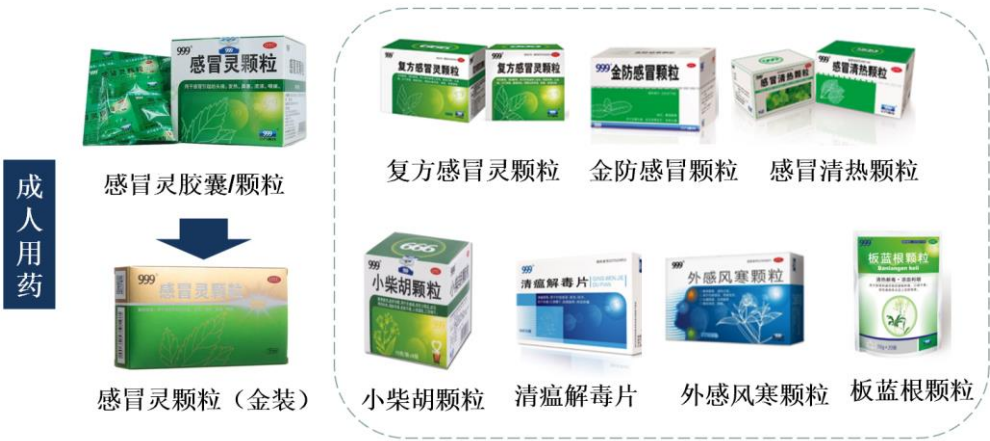
数据来源：中康开思，东吴证券研究所

图11：2021 年中国感冒中成药市场竞争格局



数据来源：米内网，东吴证券研究所

图12：公司感冒系列产品

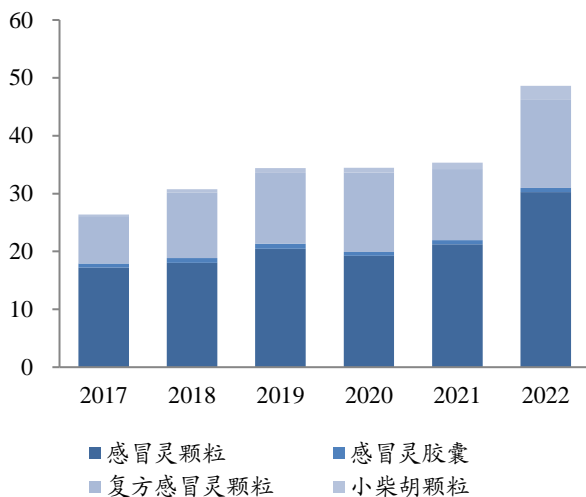


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

感冒药消费属性明显，消费者倾向于选择知名度高，有较大影响力的品牌产品，同

时也会受到广告等外部因素的影响，因此，**感冒药品牌更易呈现强者恒强的市场竞争格局**。三九感冒药系列产品丰富，除头部大单品“999”感冒灵颗粒/胶囊外，还推出复方感冒灵颗粒、板蓝根颗粒、感冒清热颗粒等多款产品。可靠的品牌及优秀的产品间形成良好的循环，品牌效应有望提高产品销量和市占率，当市占率达到一定范围内，反过来巩固品牌优势，也可带动价格在一定范围内的增长。2020 年，因疫情影响，公司感冒用药销量有所下降，2022 年大幅回升。价格方面，三九感冒灵颗粒保持小幅提价策略，升级为金装版感冒灵后，每日消费金额有所上升。未来公司感冒用药有望实现量价齐升。

图13：公司成人感冒产品零售渠道销量（亿元）



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

图14：金标&amp;传统装三九感冒灵对比

	每盒单价（元/盒）	每日消费（元/天）
金标	33.5	11.2
传统装	14.9	5

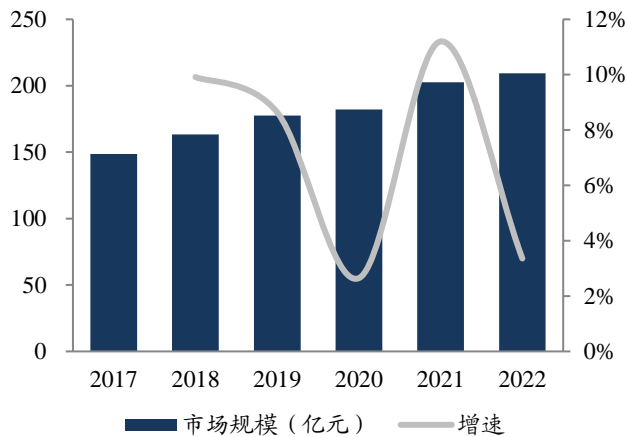
数据来源：阿里健康淘宝旗舰店，东吴证券研究所  
注：价格随市场存在一定范围内的波动

**（2）肠胃用药：通过品牌升级策略，巩固三九胃泰养胃舒颗粒在细分领域的领先地位。**根据数据显示，我国居民消化系统患病率提升，肠胃消化系统疾病成为北上广深排名第一的高发性疾病。2017-2022 年，我国零售端 OTC 胃肠用药市场规模呈现逐年增长的趋势，2022 年市场规模约 209 亿元。市场上肠胃疾病用药产品多样，三九胃泰通过外延收购实现品牌升级，在核心品种“三九胃泰”系列品种上，收购合肥神鹿获得温胃舒和养胃舒两大产品以及本溪三药的气滞胃痛颗粒（独家），提升品牌地位。在 2021 年中国消化类非处方药产品影响力 TOP20 中，核心产品三九胃泰颗粒/胶囊位列第六，气滞胃痛颗粒、温胃舒颗粒/胶囊、养胃舒颗粒/胶囊均位列前 20。公司多个肠胃用药产品均实现较快增长，在核心产品三九胃泰的带动下，二线产品有望持续放量。

图15：中国 OTC 肠胃用药市场规模及增速

图16：公司肠胃用药系列产品





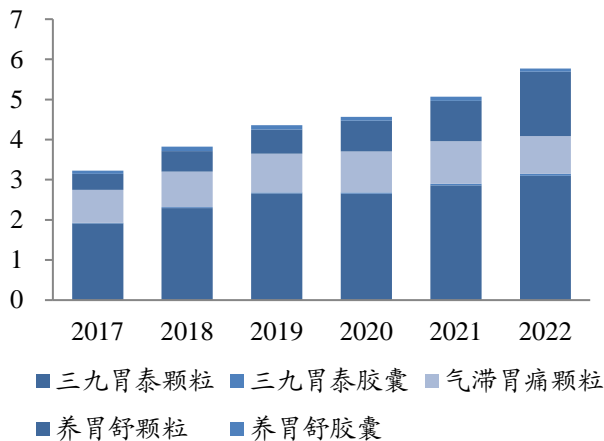
数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所



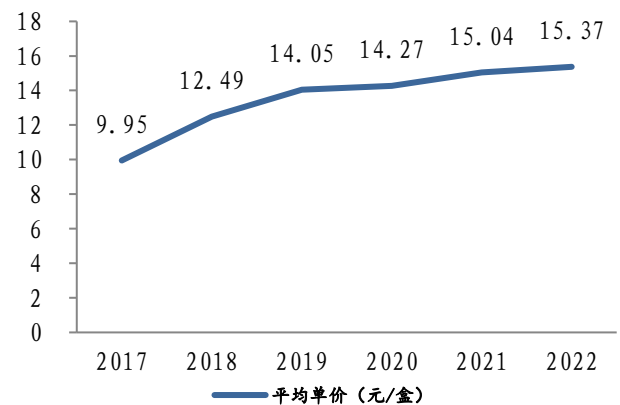
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图17: 三九肠胃用药全国药店零售情况 (亿元)

图18: 三九胃泰颗粒零售价格逐年提升 (元/盒)



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

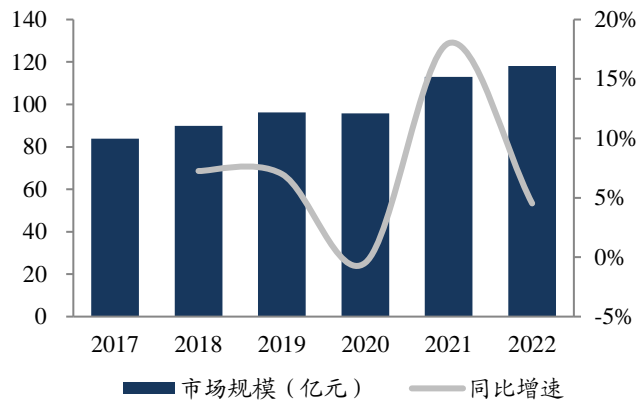


数据来源：中康开思，东吴证券研究所

**(3) 皮肤用药：** 产品布局多样，三九系列产品表现优秀。在药品销售增长整体放缓的市场大环境下，皮肤科用药总体仍然呈现出很强的市场需求。皮肤病患者对于皮肤病的治疗更偏向于自我诊疗及用药，因此零售市场 OTC 类药品在市场上占主要地位，2022 年的占比高达 69%。国内主要的皮肤科用药有皮肤病用皮质激素制剂、创伤和溃疡治疗药物、皮肤科用抗生素和化疗药、抗菌剂和消毒剂、皮肤科用抗真菌药物等，皮肤用药产品多样，强生、华润三九为 OTC 皮肤药企业龙头。华润三九产品适用于多种适应症，“999 皮炎平”核心产品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，前三款产品均位于 2021 年中国化学类 OTC 皮肤用药品牌前 15 名。另外，公司以皮炎用药为核心，拓展布局抗生素和皮肤健康领域，通过收购华润顺峰获得外用软膏，如“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，

其中，曲咪新乳膏销量位于化学类 OTC 皮肤用药销量前列。“999 皮炎平”品牌效应强大，有望对其他皮肤用药形成较好的引流作用，带动新产品持续放量。

图19：零售端 OTC 皮肤用药市场规模及增速



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

图20：华润三九皮肤产品



数据来源：公司官网，健客网，东吴证券研究所

图21：2021 年中国 OTC 药物皮肤类化学药排名 TOP20

排名	商标名	药品通用名	企业名称
1	达克宁	硝酸咪康唑乳膏/散	强生非处方药业务(西安杨森)
2	曼迪	米诺地尔酊	浙江万晟药业有限公司
3	皮炎平	复方醋酸地塞米松乳膏	华润三九医药股份有限公司
4	达露欣	米诺地尔搽剂	山西振东安特生物制药有限公司
5	金达克宁	酮康唑乳膏	强生非处方药业务(西安杨森)
6	唯达宁	硝酸益康唑喷雾剂	辽宁新高制药有限公司
7	派瑞松	曲安奈德益康唑乳膏	强生非处方药业务(西安杨森)
8	希尔生	二硫化硒洗剂	江苏迪赛诺制药有限公司
9	达克宁	盐酸特比萘芬喷雾剂	强生非处方药业务(西安杨森)
10	邦迪	苯扎氯铵贴	强生非处方药业务(西安杨森)
11	尤卓尔	丁酸氢化可的松乳膏	天津金耀药业有限公司
12	艾洛松	糠酸莫米松乳膏	拜耳医药(上海)有限公司
13	皮炎平	糠酸莫米松凝胶	华润三九医药股份有限公司
14	刺喷宁	盐酸特比萘芬喷雾剂	厦门美商医药有限公司
15	扶严宁	醋酸曲安奈德益康唑乳膏	扬子江药业集团有限公司
16	亦发	米诺地尔酊	厦门美商医药有限公司
17	西施兰夏露	乌洛托品溶液	西施兰(南阳)药业股份有限公司
18	999	曲安奈德益康唑乳膏	华润三九医药股份有限公司
19	洁宁	盐酸布替萘芬乳膏/搽剂/喷雾剂	普南制药集团股份有限公司
20	顺峰康霜	曲咪新乳膏	华润三九医药股份有限公司

数据来源：中国非处方药物协会，东吴证券研究所

图22：公司皮肤类产品零售渠道销量（亿元）



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

## 2.2. 持续进行产品拓展，“1+N”战略加深品牌护城河

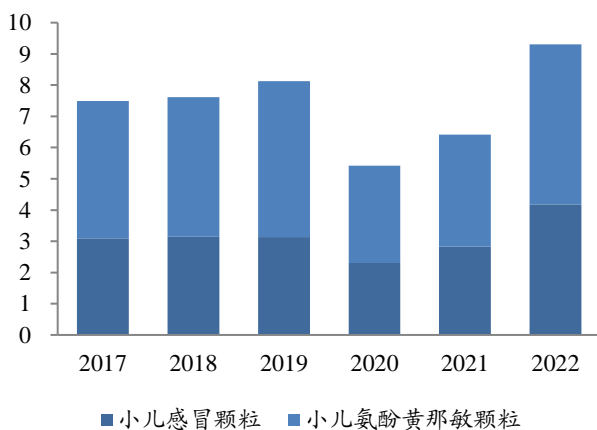
公司具有较强的品牌运作能力，拓展市场边界，丰富品类和产品组合，提升品牌传播效率。公司“1+N”品牌策略取得了较好成果，在“999”品牌的基础上，陆续补充了“天和”、“顺峰”、“好娃娃”、“易善复”、“康妇特”、“澳诺”等深受消费者认可的药品品牌，并将其分别打造为骨科贴膏、皮肤用药、儿童用药、护肝用药、妇科用药、补钙用药等领域的专业品牌，为长期的业务发展奠定了坚实的基础。

(1) 儿科用药：市场潜力大，竞争分散。根据国家统计局的数据，2019 年 0-15 岁少儿人口 24977 万人，约占全国总人口的 17.9%，而儿童用药市场规模仅占医药行业的

5%左右,市场容量还远远未达到饱和。随着二胎、三胎政策开放,儿童人口数量持续增加,儿童药物市场需求也将随之增加。根据数据研究,2022年我国儿童用药市场规模为2000亿元,儿童药品市场增速始终高于药品整体市场增速;根据儿童疾病谱及就诊趋势,我们预计我国儿童用药具有较大的增长空间。

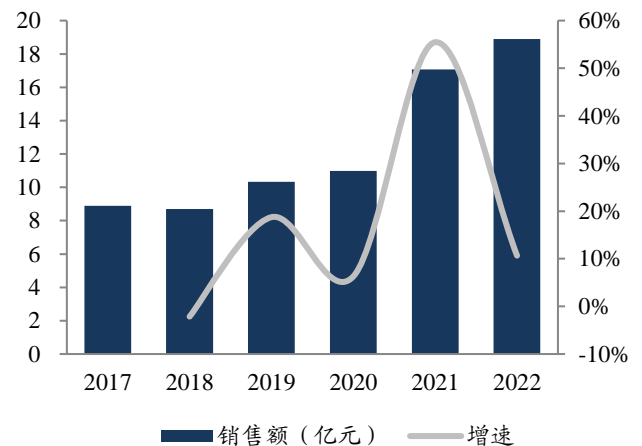
公司不断丰富儿童用药的产品类型。除核心品牌“999”儿童感冒用药外,公司与赛诺菲合资打造“好娃娃”儿童品牌,“999”儿科品牌产品与“好娃娃”产品系列有效整合,通过全新品牌定位,打造有效的市场区隔,细分市场为消费者提供多样性选择。顺峰品牌也推出“顺峰宝宝”儿童皮肤用药,补充儿童药品类型。公司2020年收购澳诺(中国)制药有限公司,并拥有“澳诺”、“金辛金巧特”儿童补钙知名品牌,核心产品为葡萄糖酸钙锌口服溶液,此外推出维生素D滴剂产品,在维矿领域和儿童用药领域提升品类地位。当前儿童用药市场集中度不高,2020年销售份额TOP10的企业合计占比不超过总份额的30%。华润三九儿科品牌多样化,各品牌产品互相补充,有望在儿童用药领域进一步打开市场。

图23: 公司儿童感冒产品零售渠道销量(亿元)



数据来源: 中康开思, 东吴证券研究所

图24: “澳诺”葡萄糖酸钙锌口服溶液全国零售渠道销售额(亿元)及增长情况



数据来源: 中康开思, 东吴证券研究所

**(2) 骨科用药:** 骨科品种通过收购天和药业获得补充, 包括骨通贴膏、麝香壮骨膏、伤湿止痛膏、关节止痛膏、天和追风膏、精致狗皮膏等。骨科品类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。公司围绕瘀血痹片等进行产品价值挖掘, 持续提升产品竞争力。

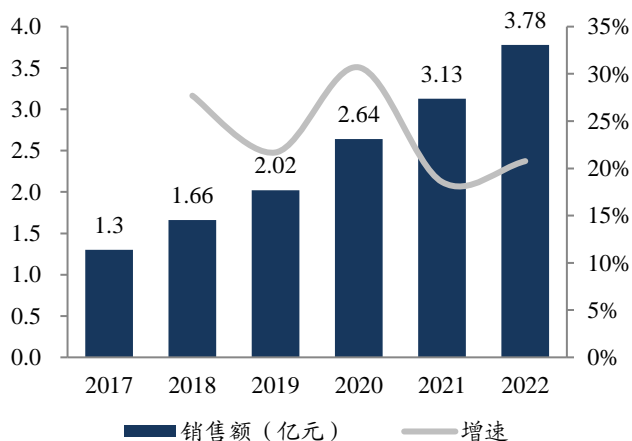
图25: 公司骨科用药产品种类



数据来源：公司官网，健客网，东吴证券研究所

**(3) 肝胆用药：**2017年，公司携手赛诺菲，承接护肝品牌“易善复”在国内的推广与销售，出色的产品叠加优质的品牌效应和强大的渠道能力，“易善复”多烯磷脂酰胆碱的销量逐年提升，出色的业绩表现在于：一是布局零售市场与头部连锁药店开展“共建新型合作伙伴关系”数字化项目，为客户提供“健康管理服务”，提高用户粘性，同时较早地布局线上渠道，在2022年电商平台中，“易善复”位居肝胆用药市场份额首位；二是品牌重新定位，扩大品牌用户，产品长期在医院作为肝病治疗辅助药物，之后目标用户扩大到慢病患者，品牌定位转向“肝脏日常保健”市场。随着亚健康人数增加及护肝意识增强，品牌用户范围将逐渐扩大，产品使用场景增多，同时公司多维度、高频次、全渠道扩大品牌传播声量，未来销量有望持续增长。

图26：“易善复”全国药店零售终端销售额（亿元）及增速



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

图27：“易善复”全国样本医院终端销售额（亿元）及增速



数据来源：中康开思，东吴证券研究所



**(4) 大健康业务：**持续迭代产品，线上线下双渠道发力。基于对大健康行业及消费者需求的研究，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。公司以老年人群、运动人群、女性人群的健康管理需求为切入点，形成丰富的产品组合，重视线上渠道的开展，积极布局抖音、快手等社交电商，拓宽营销场景，发展态势良好。

图28：大健康系列产品



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**(5) 康复慢病业务：**中国老龄化进程下，银发市场增长快速，疾病谱向心脑血管、糖尿病和慢性阻塞性肺疾病上集中，康复、慢病管理等多个环节存在较大的未满足空间，全病程的解决方案将进一步驱动 CHC 市场的增长。公司聚焦心脑血管等慢病康复领域，继续加强 999 理洙王牌血塞通软胶囊在脑卒中、冠心病等适应症上的学术研究与应用，以高价值的产品和服务，协助患者有效进行慢病管理，构建慢病管理平台。此外，公司深入贯彻“心脑血管慢病”+“三七全株深度开发”产品策略，引入降脂降糖保健品等慢病产品，持续丰富产品管线。

### 2.3. 线上+线下渠道拓宽，数字营销+品牌年轻化带动影响力升级

**强大的渠道体系管理和终端覆盖是公司的核心优势之一。**公司销售团队成熟，建立了覆盖全国的渠道商业体系。截至 2022 年底，公司覆盖全国超过 40 万家药店。公司优化传统渠道和终端结构，“999 完美药店”终端门店服务项目，与连锁慢病及患者服务系统充分合作，提升消费者体验和产品品牌满意度，“999 完美药店”已服务超过 6000 家核心连锁终端，覆盖全国 21 个中心城市。

**新渠道拓展方面，线上渠道布局符合 CHC 行业销售渠道发展趋势。**根据 IQVIA 数据，2020 年，线上医药电商销售额占总体销售额的 8%，虽然占比远小于线下零售药店



及医院，但是增速远快于线下销售渠道增速。在拥有合理覆盖、快速流通、有效销售的销售渠道基础上，公司积极探索新环境下的营销模式，与京东大药房等大型平台公司开展了业务合作，同时赋能线下连锁终端客户，并与京东健康等建立战略合作，构建“互联网+医+药”的新型产业价值链。线上渠道开拓取得较好的结果，“999”感冒灵、“999”强力枇杷露、“999”感冒清热颗粒增长较快，在 O2O 等新零售渠道处于领先地位。2022 年，618 和双 11 电商大促活动中，“999”获得家庭常备感冒用药 TOP 2、肝胆 OTC 类目 TOP 1（易善复）、儿科 OTC 用药 TOP 3，小儿维矿品类 TOP 1 的地位。经历过疫情对消费习惯的改变，消费者/患者的购药需求从传统渠道向医药电商等线上渠道加速发展，同时，消费者更倾向于线上购买品牌力更强的产品。公司对线上渠道的拓展有利于精准实现对患者的服务，更高效地提高品牌传播，进一步打开线上产品销量。

图29：渠道及终端建设：夯实平台基础，拓展新渠道覆盖



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**公司持续探索创新营销模式，保持品牌年轻化、时尚化、更健康。**作为 30 多年的品牌，公司最初通过明星代言和广告等，影响了一大批消费者。为保持同年轻消费者的沟通，公司的营销方式紧随话题潮流，例如，公司与蕉内品牌跨界合作的“不感冒”保暖套装、多个热门剧集中的“999”感冒灵等产品的广告植入，产生了良好的社会传播力。公司还打造由真实故事改编的短片《种春天》，向消费者情感层面进行渗透和考究，在引起大众内心共鸣情绪的同时，进一步赋予品牌暖心形象。另外，公司积极布局数字化业务，设立数字化中心，基于现有数据及市场分析，积极完善数字化渠道布局，建立电商自营团队，运营能力已覆盖商务、电商运营、设计、客服、推广等多方面。公司产品如“999”感冒灵和三九胃泰等围绕抖音等平台整合营销，与当红高流量 KOL 合作，

打造多种产品使用场景与联想角度，打造高热话题，扩大在细分领域的领先地位。公司品牌卡通形象-暖心治愈所所长“三舅”上线，全方位呈现“999”品牌温暖调性。年轻化的品牌营销提高三九品牌在年轻消费者中的影响力，进一步推动品牌发展和业务增长。

图30: 公司多样的跨界合作及数字营销



围绕复工复产主题，联合连锁药店和 O2O 平台，三方协力解决买药困难问题



999<sup>®</sup> 澳诺<sup>®</sup>

999澳诺登陆央视CCTV1  
进行品牌宣传

“澳诺钙，用心爱”的补钙理念传播累计覆盖5.9亿人次

数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

### 3. 处方药板块：积极拥抱行业变化，业务结构持续优化

华润三九处方药业务主要分为三条线：中药配方颗粒、专科及抗感染业务。2022 年实现营业收入 59.76 亿元，保持稳定增长。其中，抗感染业务在新品的持续带动下，业务实现恢复性增长。配方颗粒业务受国标切换及省标推进速度的影响，首次出现负增长，饮片业务快速增长，对国药业务营收贡献较大。公司处方药方面已覆盖全国千家等级医院，数万家基层机构，并积极探索互联网医疗市场，未来公司一方面将推进渠道开拓和结构优化，另一方面将坚持以临床需求为导向，着重产品价值发掘和学术营销，我们认为处方药板块的不利因素正逐步消化，未来有望恢复较快的增长。

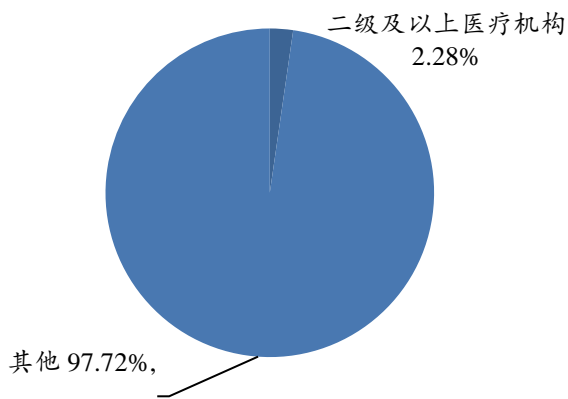
### 3.1. 行业扩容下龙头企业优势明显，配方颗粒有望保持良性增长

政策推动行业变化，供给和需求均有望提升，中药配方颗粒行业空间较大。2021年2月，国家药监局等四部门联合发布《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》，于2021

年 11 月起施行；此后，多批中药配方颗粒国标先后批准颁布，更多的药企获得了开展中药配方颗粒业务的入场券。此外，试点工作结束后，中药配方颗粒在原部分省份限制的使用范围由仅在二级及以上（中）医院拓展至全部医疗机构，中药配方颗粒空间大幅扩容。截止 2021 年 12 月，我国共有一级医院 12649 家，二级医院 10848 家，二级及以上医院占医院总数的 64.25%，仅占我国医疗卫生机构总数的 2.28%；如果把标准驱严至二级及以上中医院，试点阶段能够使用中药配方颗粒的医疗机构占比更小，试点结束意味着中药配方颗粒大规模解锁需求终端。

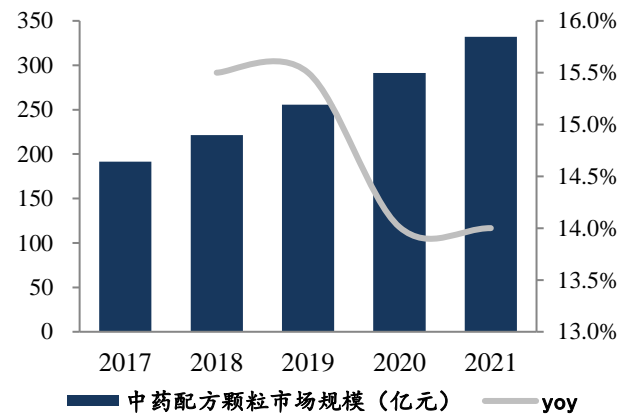
2021 年，我国中药配方颗粒市场规模为 332.2 亿元，同比增长 14%。试点工作结束后，供（生产企业）需（医疗机构）限制放开将进一步提升市场潜力，新国标切换对收入增速压制逐渐减弱。

图31：二级以上医院仅占医疗卫生机构总数的 2.28%  
(截至 2021 年底)



数据来源：国家卫计委，东吴证券研究所

图32：2017-2021 年中国中药配方颗粒市场规模及增速



数据来源：观研天下，东吴证券研究所

**新国标实施利好领军龙头：**一方面，现阶段，生产中药配方颗粒的中药生产企业条件放宽至取得《药品生产许可证》，且具有中药饮片和颗粒剂生产范围；中药配方颗粒品种实施备案管理，不实施批准文号管理，行业和产品准入放宽，竞争有加剧可能。但是，产品标准由企业标准统一为国家药品标准（国家药品标准没有规定的，应当符合省级药品监督管理部门指定的标准），**新国标下产品成本大幅上升，实则抬高进入门槛、加速行业淘汰，利好高标准、低成本的领军龙头。**另一方面，中药配方颗粒产业链较长，产业链上游包括中药材种植和加工行业，中游包括中药配方颗粒生产与流通行业，下游为销售渠道和消费终端，包括医疗机构、线上医疗平台等销售渠道和消费者，具有全产业链布局的企业具有更大优势。国内龙头企业基于本身已有产品和成熟的销售网络，已实现全产业链生产模式，先发优势明显，行业集中度有望继续保持较高水平。

作为首批中药配方颗粒国家级试点老六家之一，华润三九在产品格局、产能配置、质量标准、销售渠道等方面具备先发优势，在中药配方颗粒领域位列第三，仅次于中国



中药和红日药业。

- **产品格局:** 公司作为中药配方颗粒的试点企业之一,产品种类丰富,可生产 600 余种单位配方颗粒品种,供应袋装颗粒、瓶装散装颗粒、大包装颗粒等形态,可满足临床诊疗、院内制剂、保健应用等多种需求。此外,华润三九打造“本草悟”与“雅之极”系列中药饮片,多方位满足患者的消费需求。

表5: 公司国药产品布局

产品类型	产品品牌	特点
中药配方颗粒	999	<ul style="list-style-type: none"> <li>原质原味,优选道地药材,古法炮制,净化水为溶媒,以传统汤剂为基础建立“标准煎剂”</li> <li>通过标准煎剂的指纹或特征图谱指导、跟踪工艺全过程</li> <li>中高端系列</li> </ul>
	本草悟	<ul style="list-style-type: none"> <li>目前有 650 种常用品种,分为公斤装和小包装两种规格</li> </ul>
中药饮片		<ul style="list-style-type: none"> <li>片型均匀,质量稳定,可全品种供应</li> <li>高端精致系列,主营四川道地品种</li> </ul>
	雅之极	<ul style="list-style-type: none"> <li>主要为小包装规格</li> <li>可根据客户需求单独定制</li> </ul>

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

- **全产业链追溯:** 新国标及省标下,配方颗粒业务对企业全产业链能力要求比较高,从药材采购到饮片加工、制剂生产均有较严格的监管,符合标准的企业相对较少、竞争格局良好。公司拥有自建 GAP 种植基地,基地建设处于国内领先水平。公司共建了超过 30 个药材规范化种植基地,种植面积超过 4 万亩。为保证药材质量,公司构建了药材指纹图谱库、多基原药材明确基原,对不同产地、不同批次药材进行相似度评价。华润三九建覆盖药材种植、中药饮片、配方颗粒全过程的溯源体系,从源头建立药材资源优势,试点中积累的全产业链追溯能力和高质量高标准筑成显著先发优势。

表6: 公司部分药材的基地种植情况

基地	基地位置	建设时间	规模亩	产量吨	GAP 认证通过时间
鱼腥草	雅安市雨城区	1998	100	200 (鲜)	2003 年 11 月; 2005 年 5 月
麦冬	绵阳市三台县	1998	2000	600	2004 年 10 月; 2010 年 11 月
附子	江油市	2000	1200	600	-
红花	新疆伊犁清水镇	2007	15000	180	-
川牛膝	延安市天全县	2000	200	80	-
人参	吉林省白山市	2011	200	30	-

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

- **智能高标生产:** 智能制造能力是公司重点打造的核心优势之一,三个生产单元承接的工信部智能制造项目“中药配方颗粒智能制造新模式应用”、“参附、参麦、生脉、红花注射液全产业链数字化制造技术建设”、“中成药制剂数字化车间新模式应用”以及本溪三药承接的国家科技部重大专项“重大新药创制”项

目“中药口服制剂先进制药与信息化技术融合示范研究”均一次验收通过。“999”单味中药配方颗粒现代智能化中药房调配系统可替代手工抓药、精确称量、合理调配、规范封装，对中药配方颗粒的产业化起到了积极作用。另外，公司加速已颁布国家标准和地方标准品种的生产落地工作，截止 2022 年，公司已在广东、安徽、四川建立产能，并正在浙江、云南、重庆等地新建配方颗粒的产能，切换新国标后生产跟进能力强劲。

- **市场营销推广：**公司巩固核心市场，加快基层医疗市场、饮片市场拓展，探索开发系列中药大健康产品。公司处方药业务已覆盖全国数千家等级医院，数万家基层医疗机构，并积极探索互联网医疗市场。在三九强大的品牌和渠道优势下，结合有效的市场营销策略，中药配方颗粒的市场有望进一步打开。

### 3.2. 专科药物持续挖掘现有品种价值，丰富产品管线

华润三九以循证证据打造为抓手，挖掘现有品种的临床价值，并注重学术营销，打造产品第二生命曲线。同时，通过内部研发立项和外部多元化合作的方式，不断丰富核心管线、调整产品结构。

表7：公司部分专科产品情况

产品应用领域	代表产品	进展
心脑血管、重症	参附注射液	围绕脓毒症/脓毒性休克、心脏骤停、心衰、心梗等急重症，持续开展相关临床研究和学术推广，临床认可度不断提升
肿瘤	华蟾素	围绕消化道肿瘤，开展回顾性及前瞻性 RWS 研究，在产品力提升的同时，通过学术营销不断提升产品份额
骨科	瘀血痹	通过深化骨内科示范中心项目，持续构建专家网络，在产品机制探索和临床研究上加大研究力度，进一步挖掘产品在临床中的治疗价值
消化	易善复	探索跨界建立“中国肝脏健康筛查诊治健联体”，实现“普及-筛查-治疗-管理”的生态圈，继续开拓基层市场，在口服保肝市场份额持续提升
儿科	进口重组人生长激素诺泽	围绕患者需求建立营销及客户服务体系，对医患双驱模式进行持续探索，患者管理数量稳步增加，业务进入良性发展阶段

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.3. 抗感染业务政策影响探底，有望恢复增长

受限抗、集采等政策影响，公司抗感染业务于 2022 年、2021 年有较大幅度下滑，至 2021 年抗感染业务营收占比下滑至 6%。为应对外部环境挑战，公司不断调整产品结构，在新品管线引入上取得积极进展，2021 年，2 类新药“示踪用盐酸米托蒽醌注射液”（复他舒®）获得药品注册证书，作为国内首个批准用于甲状腺手术区域引流淋巴结的示



踪产品实现上市销售；2022 年复他舒获批新适应症，用于乳腺癌患者前哨淋巴结的示踪，并于 2023 年 1 月通过谈判首次纳入国家医保目录。销售渠道和终端上，提升自营推广模式占比，积极开拓非公立医院市场。对于已入选集采目录产品，做好供应保障，通过规模化生产不断降低成本，积极应对国家级及省级集采。

公司抗感染业务受政策影响已基本降至底部，产品结构基本调整到位，以及在复他舒、注射用头孢比罗酯钠等产品的带动下，我们预计抗感染业务逐步恢复增长。

## 4. 盈利预测与投资评级

### 4.1. 关键假设

- (1) CHC 业务中，我们预计品牌 OTC 产品有望凭借现有的品牌优势及渠道优势保持 12%以上的稳定增长；骨科、儿科及其他专科业务产品矩阵逐渐丰富，在“1+N”品牌战略的推动下，有望快速增长。综合来看，我们预计 CHC 业务 2023-2025 年收入增速分别为 17%、16%、15%，同时，产品提价有望覆盖成本的上升，预计毛利率保持稳定水平。
- (2) 处方药业务方面，抗感染业务受政策影响探底，其他专科药物的产品结构进一步优化，收入有望稳定增长；国药方面，中药饮片很好地补充了中药配方颗粒过渡阶段对业绩的影响，公司在完成企标到省标、国标的转化后，有望凭借完整的产业链、丰富的产品及强大的销售网络推动中药配方颗粒业务的放量。我们预计处方药业务 2023-2025 年的收入增速为 11%、13%、14%。
- (3) 考虑到昆药集团并表对公司收入的贡献，我们预计 2023-2025 年公司收入为 268.81/299.59/332.65 亿元。

表8: 营业收入拆分（亿元）及预测（考虑昆药并表的情况下）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	153.20	180.79	268.81	299.59	332.65
YoY	12.34%	16.31%	48.68%	11.45%	11.03%
毛利率	60%	54%	51.80%	52.23%	52.45%
<b>CHC 业务</b>	92.76	113.84	132.97	153.66	176.10
YoY	18.41%	22.73%	16.80%	15.56%	14.60%
毛利率	59.35%	56.71%	56.90%	56.90%	56.90%
<b>处方药业务</b>	53.50	59.76	66.44	75.06	85.56
YoY	3 %	12%	11%	13%	14%
毛利率	65.45%	52.83%	51.80%	50.80%	50.00%
<b>传统国药(昆药)</b>			37.69	40.71	43.96
YoY				8%	8%

毛利率			70%	70%	70%
其他业务	6.94	7.19	34.78	35.58	35.97

数据来源：wind，东吴证券研究所

注：昆药集团并表日为 2023 年 1 月 19 日；其他业务中包含零售行业、海外贸易、包装印刷等

4.2. 盈利预测与投资评级

云南白药、同仁堂主业均为品牌中药 OTC，且位于行业前列，同时也是公司股权激励计划的对标企业，故选其作为可比公司，2023-2025 年可比公司 PE 均值为 33/28/24X。

我们预计 2023-2025 年归母净利润分别 29.53、34.31、39.78 亿元，增速分别为 20.60%/16.18%/15.93%，2023-2025 年 P/E 估值分别为 17X、14X、12X。估值水平低于可比公司均值。考虑到公司作为中药 OTC 的龙头企业，品牌+渠道+产品优势显著，首次覆盖，给予“买入”评级。

表9：可比公司估值（收盘日期为 2023 年 9 月 25 日）

公司	代码	市值（亿元）	归母净利润（亿元）				P/E（倍）			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
云南白药	000538.SZ	953.95	30.01	42.27	47.35	52.95	31.79	22.57	20.15	18.02
同仁堂	600085.SH	742.51	14.26	17.50	20.62	24.25	52.08	42.43	36.01	30.62
平均值		848.23	22.13	29.88	33.98	38.60	41.93	32.50	28.08	24.32
华润三九	000999.SZ	487.67	24.49	29.53	34.31	39.78	19.91	16.51	14.21	12.26

数据来源：华润三九数据为东吴证券研究所预测，其余均来自 wind 一致预测。

5. 风险提示

- （1） 市场竞争加剧的风险：行业的快速发展不断吸引新竞争者进入，加剧的市场竞争有可能对公司产生不利影响；
- （2） 医药行业政策不确定性风险：医药行业受政策影响较大，超预期的政策或影响公司业务的开展；
- （3） 并购整合不及预期风险：公司在外延并购过程中，存在并购进度不及预期、同业竞争解决不及预期以及整合后协同效应不及预期的风险。
- （4） 药物研发失败风险：受公司技术水平、实验室条件、原材料供应、客户或委托生产企业生产条件、监管政策变化等多种因素的综合影响，存在研发失败影响业绩的可能；
- （5） 集采降价风险：公司产品种类较多，在集采常态化背景下，产品存在被集采降价以及竞争格局变化的风险；

- (6) 原材料价格波动风险：上游的原料药及中药材价格波动均会影响产品毛利率水平；

华润三九三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>11,988</b>	<b>21,335</b>	<b>24,939</b>	<b>31,964</b>	<b>营业总收入</b>	<b>18,079</b>	<b>26,881</b>	<b>29,959</b>	<b>33,265</b>
货币资金及交易性金融资产	3,150	5,773	11,912	13,341	营业成本(含金融类)	8,313	12,955	14,313	15,819
经营性应收款项	6,019	9,779	9,360	11,901	税金及附加	207	331	368	409
存货	2,499	5,418	3,328	6,339	销售费用	5,077	7,661	8,538	9,447
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,059	1,720	1,887	2,096
其他流动资产	321	366	338	384	研发费用	594	941	1,049	1,164
<b>非流动资产</b>	<b>15,134</b>	<b>15,422</b>	<b>15,691</b>	<b>15,941</b>	财务费用	6	(51)	(105)	(244)
长期股权投资	66	66	66	66	加:其他收益	217	215	204	200
固定资产及使用权资产	3,877	4,164	4,402	4,598	投资净收益	45	54	60	67
在建工程	946	797	677	582	公允价值变动	3	0	0	0
无形资产	2,369	2,509	2,649	2,789	减值损失	(144)	0	0	0
商誉	3,995	3,995	3,995	3,995	资产处置收益	2	0	0	0
长期待摊费用	129	139	149	159	<b>营业利润</b>	<b>2,947</b>	<b>3,593</b>	<b>4,173</b>	<b>4,839</b>
其他非流动资产	3,752	3,752	3,752	3,752	营业外净收支	16	(8)	(8)	(8)
<b>资产总计</b>	<b>27,123</b>	<b>36,757</b>	<b>40,629</b>	<b>47,906</b>	<b>利润总额</b>	<b>2,963</b>	<b>3,585</b>	<b>4,165</b>	<b>4,832</b>
<b>流动负债</b>	<b>8,673</b>	<b>16,246</b>	<b>16,580</b>	<b>19,757</b>	减:所得税	466	574	666	773
短期借款及一年内到期的非流动负债	235	285	335	385	<b>净利润</b>	<b>2,497</b>	<b>3,011</b>	<b>3,499</b>	<b>4,059</b>
经营性应付款项	1,795	3,387	2,338	3,989	减:少数股东损益	48	58	68	81
合同负债	1,012	2,721	3,006	3,322	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,449</b>	<b>2,953</b>	<b>3,431</b>	<b>3,978</b>
其他流动负债	5,630	9,854	10,901	12,061	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.48	2.99	3.47	4.03
非流动负债	917	957	997	1,037	EBIT	3,001	3,488	4,007	4,529
长期借款	50	50	50	50	EBITDA	3,572	3,860	4,399	4,939
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	54.02	51.80	52.23	52.45
租赁负债	106	146	186	226	归母净利率(%)	13.54	10.99	11.45	11.96
其他非流动负债	761	761	761	761	收入增长率(%)	16.31	48.68	11.45	11.03
<b>负债合计</b>	<b>9,589</b>	<b>17,203</b>	<b>17,577</b>	<b>20,794</b>	归母净利润增长率(%)	19.16	20.60	16.18	15.93
归属母公司股东权益	17,010	18,972	22,403	26,381					
少数股东权益	524	582	649	731					
<b>所有者权益合计</b>	<b>17,533</b>	<b>19,554</b>	<b>23,053</b>	<b>27,112</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>27,123</b>	<b>36,757</b>	<b>40,629</b>	<b>47,906</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,006	4,162	6,688	1,977	每股净资产(元)	17.21	19.20	22.67	26.70
投资活动现金流	(2,479)	(714)	(708)	(701)	最新发行在外股份(百万股)	988	988	988	988
筹资活动现金流	(575)	(925)	59	53	ROIC(%)	14.90	15.44	15.42	14.80
现金净增加额	(42)	2,523	6,040	1,329	ROE-摊薄(%)	14.40	15.57	15.31	15.08
折旧和摊销	571	372	391	409	资产负债率(%)	35.36	46.80	43.26	43.41
资本开支	(950)	(658)	(658)	(658)	P/E (现价&最新股本摊薄)	19.91	16.51	14.21	12.26
营运资本变动	(151)	800	2,820	(2,469)	P/B (现价)	2.87	2.57	2.18	1.85

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>