

华润三九 (000999.SZ)

自我诊疗引领者，中药价值创造者

优于大市

核心观点

双终端协同，业绩稳健。公司背靠华润集团，以CHC健康消费品和处方药为核心业务，定位消费者端和医疗端，双终端协同，通过内生创新和外延并购，不断锻长补短，丰富产品线，提升产品力，扩大影响力，致力于成为自我诊疗引领者和中药价值创造者。

CHC核心业务优势明显。“1+N”品牌战略成效显著：OTC业务方面，公司占据龙头地位，产品定位感冒、消化、皮肤领域的家庭常备药；专品业务方面，在“999”品牌的基础上，陆续补充了“天和”“好娃娃”“易善复”“康妇特”“澳诺”“昆中药1381”等深受消费者认可的药品品牌；康复慢病业务方面，抓住慢病市场需求释放的机遇，聚焦心脑血管领域，构建慢病管理平台，并通过收购昆药集团拓展三七产业链，持续丰富慢病领域产品管线；大健康业务方面，顺应消费升级和互联网发展趋势，重点布局线上市场，业务拓展迅速。

医疗端业务有望迎来恢复。近年来，在疫情和医保控费、集采、限抗、配方颗粒试点结束等政策影响下，医疗端业务承压。公司积极应对：处方药方面，引入史达德系列产品，强化公司呼吸管线建设，同时不断加强现有产品的循证研究，提升产品学术价值和竞争力；国药业务方面，构建全产业链竞争优势，完善覆盖药材种植、饮片/配方颗粒生产、销售流通的全过程溯源体系，积极应对配方颗粒业务多地区集中带量采购工作。随着公司不断适应环境变化，积极调整发展战略，医疗端业务有望逐步恢复。

收购昆药集团28.01%股权，业务整合焕发新活力。公司战略性融合昆药，共同确立了将昆药集团打造成为“银发健康引领者、精品国药领先者、慢病管理领导者”的战略目标。昆药集团将依托“KPC·1951”“777”“昆中药1381”三大事业部，进一步赋能品牌打造，推出“777”品牌，全力打造三七产业链标杆。2024年6月7日晚，昆药集团公告拟收购华润圣火（华润三九全资子公司）51%股权，三七业务整合持续推进。

盈利预测与估值：随着公司双终端协同战略的不断推进，叠加昆药和圣火融合带来的优质资源整合，我们认为公司未来3年业绩有望继续保持稳健增长，维持盈利预测，预计2024-2026年归母净利润33.12/39.42/45.67亿元，同比增长16.11%/19.02%/15.83%。综合绝对估值与相对估值，基于审慎性原则，我们认为公司合理市值区间为596-662亿元，合理股价为46.36-50.38元，较当前股价有5%-17%溢价空间。

风险提示：集采超预期；研发进度低于预期；中药材价格波动。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,079	24,739	27,279	30,021	32,888
(+/-%)	18.0%	36.8%	10.3%	10.1%	9.5%
净利润(百万元)	2449	2853	3312	3942	4567
(+/-%)	19.6%	16.5%	16.1%	19.0%	15.8%
每股收益(元)	2.48	2.89	3.35	3.99	4.62
EBIT Margin	15.7%	14.9%	16.2%	17.4%	18.5%
净资产收益率(ROE)	14.4%	15.0%	15.7%	16.7%	17.3%
市盈率(PE)	20.9	18.0	15.5	13.0	11.2
EV/EBITDA	18.4	15.3	13.1	11.4	10.1
市净率(PB)	3.01	2.70	2.43	2.17	1.94

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

医药生物·中药II

证券分析师：彭思宇

0755-81982723

pengsiyu@guosen.com.cn

S0980521060003

证券分析师：张佳博

021-60375487

zhangjiabo@guosen.com.cn

S0980523050001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	46.36 - 50.38元
收盘价	43.99元
总市值/流通市值	56511/56096百万元
52周最高价/最低价	65.84/40.38元
近3个月日均成交额	370.40百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华润三九(000999.SZ)——2023年年报点评-业绩稳健，融合昆药进一步赋能品牌打造》——2024-03-30
- 《华润三九(000999.SZ)——2023年中报点评-收入、利润双双强势增长，昆药并表贡献新动能》——2023-09-10
- 《华润三九(000999.SZ)——2022年年报点评-CHC业务表现优秀，“创新+品牌”推动高质量发展》——2023-04-03
- 《华润三九(000999.SZ)——2022年三季报点评-单三季度归母净利润同比增长38.12%，感冒药恢复良好》——2022-11-02
- 《华润三九(000999.SZ)——处方药恢复，CHC核心优势持续》——2022-08-28

内容目录

公司概况：大众医药健康领先企业	5
发展历程：改革开放医药先行者，新时代健康中国主力军	5
股权架构：背靠国资委，央企大平台	5
公司业务：双终端协同，业绩稳健	6
“内涵外延”锻长补短，“创新+品牌”双轮驱动	9
股权激励增添发展新动能	10
CHC：核心业务优势明显，发展前景广阔	13
驱动因素：健康需求、处方外流、数字化	13
OTC 业务：“999”品牌国内驰名，OTC 龙头地位稳固	15
专业品牌业务：“1+N”品牌策略成效显著	18
大健康业务：线上市场迎来发展良机	20
RX：持续强化循证研究，推进中药标准化	22
处方药业务：强化循证研究，调整产品结构	22
国药业务：标准化持续推进，构建全产业链竞争优势	24
收购昆药：协同发展，三七业务焕发新活力	28
战略性并表昆药，营收提升显著	28
整合业务，成立三大事业部	29
777 事业部：聚焦心脑血管，构建慢病管理平台	30
财务分析	33
盈利预测	35
假设前提	35
未来 3 年业绩预测	35
盈利预测的敏感性分析	36
估值与投资建议	37
绝对估值：596-691 亿元	37
相对估值：596-662 亿元	38
投资建议	38
风险提示	39
附表：财务预测与估值	41

图表目录

图 1: 华润三九发展历程	5
图 2: 华润三九股权结构图	6
图 3: 华润集团业务布局及主要公司	6
图 4: 华润三九战略框架	7
图 5: 华润三九组织架构	7
图 6: 华润三九营收和归母净利润情况	8
图 7: 华润三九医药业务营收情况 (亿元)	8
图 8: 华润三九 2023 年业务构成情况	8
图 9: 华润三九研发支出及增速	9
图 10: 华润三九研发人员数量及占比情况	9
图 11: 中国 65 岁及以上人口数量及占比	13
图 12: 中国人平均预期寿命	13
图 13: 中国医疗卫生机构诊疗人次	13
图 14: 中国居民人均医疗保健支出情况	13
图 15: 国内药品销售情况	14
图 16: 国内公立医院药品销售情况	14
图 17: 国内零售药店药品销售情况	14
图 18: 国内网上药店药品销售情况	14
图 19: CHC 业务营收情况 (亿元, %)	15
图 20: CHC 业务毛利情况	15
图 21: 2023H1 中国城市实体药店终端感冒 TOP20 厂家格局	17
图 22: 999 皮炎平零售渠道市场销售情况	18
图 23: 处方药业务营收情况	22
图 24: 处方药业务毛利情况	22
图 25: 999 中药配方颗粒与中药饮片	26
图 26: 华润三九营收情况	28
图 27: 2023 年昆药业务收入占华润三九总营收比重	28
图 28: 昆药集团营收情况	29
图 29: 昆药集团血塞通部分产品销量情况	29
图 30: 中国城市各病因死亡人数占总死亡人数比例	30
图 31: 中国心脑血管及相关慢病人群数量	30
图 32: “理洫王”牌血塞通软胶囊 (左图) vs “络泰”牌血塞通软胶囊 (右图)	32
图 33: 华润三九营收情况	33
图 34: 华润三九归母净利润情况	33
图 35: 华润三九利润率情况	33
图 36: 华润三九费用率情况	33
图 37: 华润三九分业务收入情况 (单位: 亿元)	34

图 38: 华润三九 2023 年分业务收入占比情况 (单位: %)	34
图 39: 华润三九经营活动产生的现金流量净额变化情况	34
表 1: 华润三九在研项目及专利获得情况	9
表 2: 华润三九 2023 年重点研究项目进展情况	10
表 3: 华润三九 2010 年至今收购和国际合作事件梳理	10
表 4: 华润三九 2021 股权激励计划激励对象	11
表 5: 华润三九 2021 股权激励计划考核指标和解除限售时间	11
表 6: 华润三九 2021 股权激励计划个人层面考核指标和解除限售比例	12
表 7: 2023 年度中国非处方药生产企业综合统计排名	15
表 8: OTC 业务部分核心产品情况	15
表 9: 2023H1 中国城市实体药店终端感冒中成药品牌 TOP20	16
表 10: 2023 年中国城市实体药店终端中成药胃药 (胃炎、溃疡) TOP20 品牌	17
表 11: 专业品牌业务部分核心产品情况	18
表 12: “天和”品牌产品情况	19
表 13: “易善复” “好娃娃” “康妇特”品牌产品情况	20
表 14: “澳诺”品牌产品情况	20
表 15: 大健康业务主要产品	20
表 16: 处方药业务部分核心产品情况	22
表 17: 华润三九与史达德合作品牌及该品牌热门产品情况	1
表 18: 2016-2023 年中医药政策梳理	24
表 19: 昆药集团三大事业部聚焦重点	29
表 20: “昆中药”品牌产品情况	30
表 21: 2016-2023 年慢病相关政策梳理	1
表 22: 昆药集团三七系列产品	32
表 23: 华润三九业务拆分 (亿元, 百分比除外)	35
表 24: 未来 3 年盈利预测表	36
表 25: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	36
表 26: 公司盈利预测假设条件 (%)	37
表 27: 资本成本假设	37
表 28: 华润三九 FCFF 估值表	37
表 29: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (港元)	38
表 30: 可比公司估值表	38

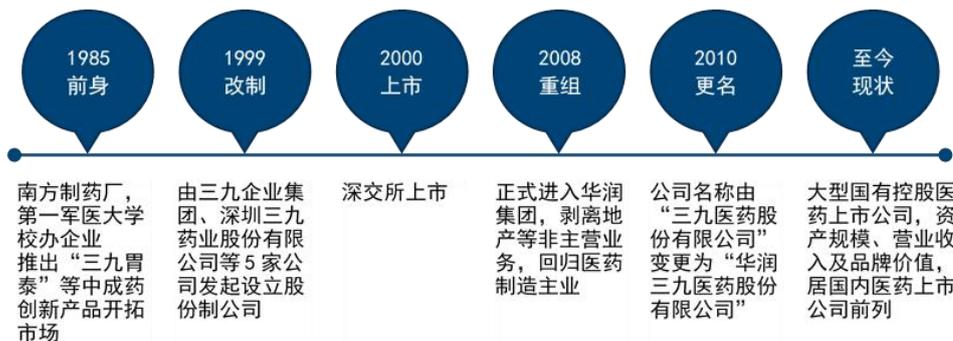
公司概况：大众医药健康领先企业

发展历程：改革开放医药先行者，新时代健康中国主力军

校办企业起家，2008 年纳入华润系。1985 年，公司前身南方制药厂从第一军医大学校办企业发端，携“三九胃泰”等一系列中成药创新产品拓展市场，在改革开放的浪潮下，跻身中医药创新发展排头兵。经历改制上市、管理混乱和债务危机后，2008 年正式被央企巨头华润集团重组，成为集团大健康板块的重要企业。

回归医药工业主业，院内外双轨并进。经历重组后，公司确立了清晰的发展战略。自 2008 年起，先后剥离了地产、食品、医药分销、零售等非主营业务，在集团主导下，先后收购了南昌、淮北、顺德等地的医药企业，整合了北京医药天然药事业部四家企业，逐步清理非主业，回归医药制造主业，制订了自我诊疗业务（CHC 事业群）、处方药业务（RX 事业群）双轨发展战略，致力于成为大众医药健康产业引领者。

图1：华润三九发展历程



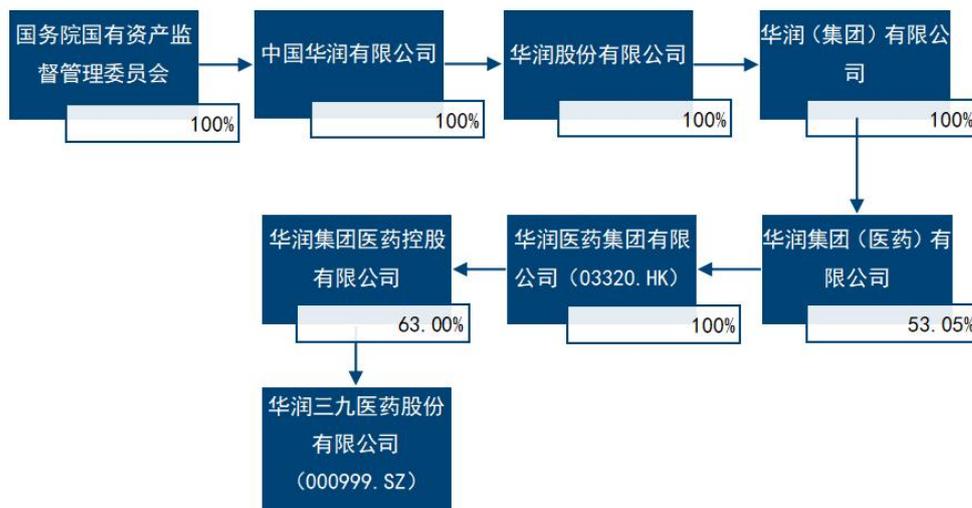
资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

股权架构：背靠国资委，央企大平台

国资委控股，股权结构集中。中国华润有限公司是国资委监管的大型国有控股集团企业，旗下华润医药集团有限公司为港股上市公司（03320.HK），截至 2024 年 3 月 31 日，其全资子公司华润医药控股有限公司拥有华润三九 63.00% 的股权。

背靠华润集团，底蕴深厚，平台广阔。华润的前身是于 1938 年在香港成立的“联和行”，2003 年开始归属国务院国资委直接监管，被列为国有重点骨干企业。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，实体企业近 2000 家，位列 2023 年《财富》世界 500 强第 74 位，下属企业中有 8 家香港上市企业和 9 家内地上市企业。

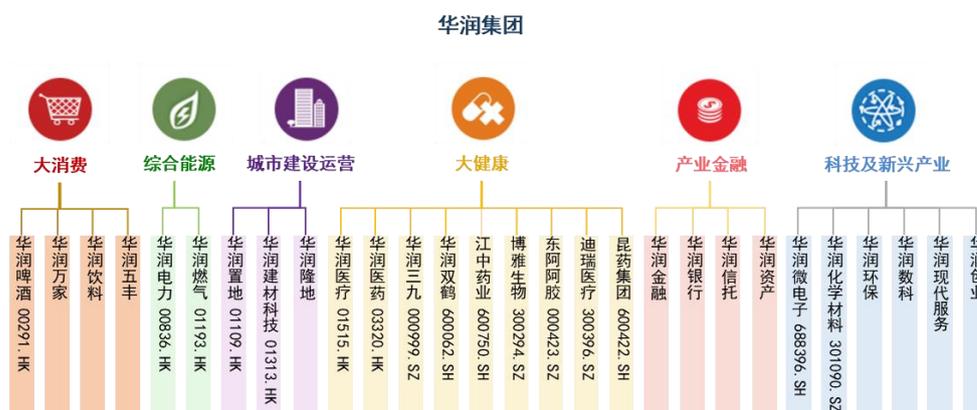
图2：华润三九股权结构图



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

华润集团大健康板块布局多元，华润三九为其重要组成。大健康板块是华润集团下属上市公司最多的板块，共有9家上市企业，包括7家A股上市公司与2家港股上市公司，其中：华润医疗是集团医疗健康主平台，拥有庞大的医疗机构网络；华润三九定位CHC健康消费品和处方药领域；华润双鹤积极布局普仿药、输液、差异化药和创新药四大业务平台；江中药业主要从事中成药、保健食品的研发、生产和销售，有“江中”“初元”两个中国驰名商标；东阿阿胶深耕阿胶产业；博雅生物打造以血液制品业务为主，集生化药、化学药、原料药等为一体的综合性医药平台；迪瑞医疗是国内领先的医疗检验仪器及配套试纸试剂制造商；昆药集团以自主天然植物药为主，业务涵盖中药、化学药和医药流通领域。在集团的战略引领和赋能下，华润三九有望持续成长，不断提升经营效益和盈利水平。

图3：华润集团业务布局及主要公司



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

公司业务：双终端协同，业绩稳健

双轨发展战略，院外端、医疗端齐发力。公司制定了自我诊疗（CHC）和处方药（RX）双轨发展战略，下设 CHC 事业群、RX 事业群和产业链事业群，并配有多个研发、生产、职能平台。CHC 业务从消费者端发力，布局 OTC、专业品牌、大健康（圣海）三个事业部，产品涵盖感冒、胃肠、皮肤、肝胆、儿科、骨科、妇科等多个品类，并积极向健康管理、康复慢病管理产品延伸，满足消费者从预防-保健-治疗-康复全周期、多层次的健康需求；处方药业务定位医疗端，下设国药、处方药、创新业务三个事业部，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，充分发挥中药价值创造能力和中西医结合优势，在中药处方药行业享有较高声誉，聚焦核心管线，并逐步补充了有较高临床价值的化药产品，提升医院影响力，对 CHC 业务赋能，双终端协同，形成根深叶茂的发展模式。

图4：华润三九战略框架



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图5：华润三九组织架构



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

收入、利润稳健增长。公司 2017-2023 年业绩整体呈现快速增长态势，2018-2023

年营收复合年增长率 14.26%，归母净利润复合年增长率 13.97%。其中，2020 年业绩增速略有下滑，主要受到新冠肺炎疫情和集采等政策影响；2021 年，公司持续进行创新转型，积极应对行业政策变化，恢复快速增长。2024 年一季度，公司业绩继续保持稳健增长，营业收入 72.94 亿元，同比增长 14.82%；归母净利润 13.64 亿元，同比增长 18.49%。

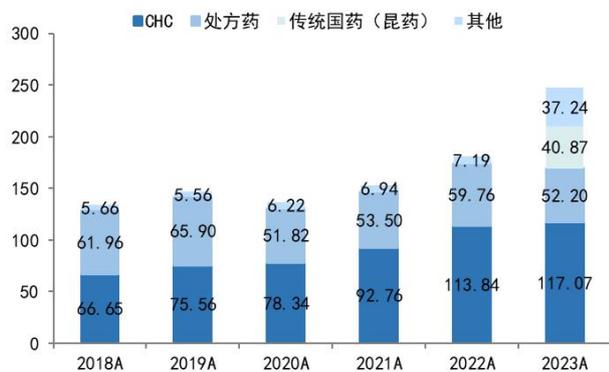
图6：华润三九营收和归母净利润情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

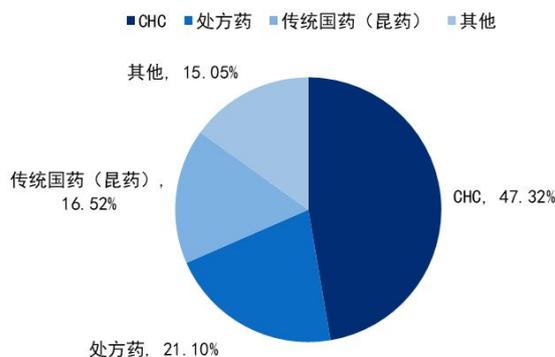
CHC 业务持续增长。CHC 是公司核心业务，2023 年 CHC 业务收入 117.07 亿元，占营业收入比重为 47.32%。2018 年至今，公司 CHC 业务的营收持续增长，剔除昆药并表影响，其营收占比不断提升。一方面，公司加大对健康消费品的研发投入，丰富产品线，着力提升品牌产品力，促进品牌和产品在消费者端的渗透；另一方面，在医保控费、配方颗粒标准转换、集采、限抗政策等多重影响下，处方药三大事业部均受到不同程度的影响，但在多业务、双终端的战略布局下，公司整体业绩仍保持稳健。

图7：华润三九医药业务营收情况（亿元）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图8：华润三九 2023 年业务构成情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

“内涵外延”锻长补短，“创新+品牌”双轮驱动

持续创新研发，提升品牌竞争力。2023年，公司研发投入8.89亿元，同比增加20.72%；研发人员数量增加至778人，占总员工的比例提升至3.83%。充足的研发投入有力支撑了公司的产品研发及产品力提升。在产品研发方面，公司2023年开展新品研究112项，包括1类化药4项，1类中药4项，2类化药5项，其他新品99项；在产品力提升方面，公司围绕感冒灵、血塞通、天和骨通贴膏、气滞胃痛颗粒、华蟾素、尅痹胶囊、天麻素、蒿甲醚等多个品种开展药材资源、工艺优化、质量提升、循证研究等工作，全面提高产品品质，持续提升产品竞争力，并且持续推进已上市化药品种开展质量和疗效一致性评价研究。此外，公司积极推动技术创新与保护，获得发明专利授权71项，实用新型专利64项。

图9：华润三九研发支出及增速



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图10：华润三九研发人员数量及占比情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

表1：华润三九在研项目及专利获得情况

	2020	2021	2022	2023
在研项目(项)	57	71	77	112
其中：1类化药	2	2	2	4
1类中药	0	2	2	4
2类化药	2	2	3	5
其他新品	53	65	70	99
获得发明专利(项)	25	40	34	71
获得实用新型专利(项)	47	42	56	64

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2: 华润三九 2023 年重点研究项目进展情况

研发项目	注册分类	适应症或功能主治	研究（注册）阶段及进展
QBH-196	化药 1 类	抗肿瘤	临床 I 期
ONG201	化药 1 类	H3K27M 突变型胶质瘤	临床 I 期。于 2023 年 7 月获得《药物临床试验批准通知书》
“示踪用盐酸米托蒽醌注射液” (复他舒®)	化药 2.4 类	胃癌根治术患者淋巴示踪	临床 III 期
盐酸氨溴索口服冻干片	化药 2.2 类	祛痰	于 2023 年 11 月获得《药物临床试验批准通知书》
尪痹胶囊	中药 2.3 类	膝骨关节炎	于 2023 年 12 月获得《药物临床试验批准通知书》
KYAZ01-2011-020 (昆药集团)	中药/天然药物 1 类	急性缺血性脑卒中	临床 II 期
KYAH01-2016-079 (昆药集团)	化药 1 类	实体瘤	临床 I 期
KYAH02-2020-149 (昆药集团)	改良型新药	痛风	IND 申报
经典名方	中药 3 类	呼吸、心脑血管、消化等治疗领域	目前在研经典名方三十余首，已提交上市申请 4 首

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

推进外延式战略，不断丰富产品线。一方面，公司持续关注优质标的并购机会，不断丰富业务领域，引入“顺峰”“天和”“澳诺”“昆中药 1381”等品牌以及华蟾素、银杏叶提取物注射液、温胃舒胶囊等知名产品。另一方面，积极开展外部合作，与赛诺菲、诺和诺德、龙角散、史达德等国际知名企业合作，引入“易善复”“好娃娃”“康妇特”“诺泽”“龙角散”等肝胆、儿科、妇科、咽喉领域品牌，共同拓展中国市场。通过并购和国际合作，公司不断扩充业务领域，丰富产品线，多品牌协同，实现强者恒强。

表3: 华润三九 2010 年至今收购和国际合作事件梳理

时间	公司	业务/品牌/产品	所属产业群
收购			
2010	华润金蟾	承载华润三九中药抗肿瘤药和中药配方颗粒两大核心产品的生产任务；代表产品华蟾素系列	RX
2012	华润本溪三药	脾胃、痹症、乙肝、感冒四大系列中成药；代表产品有气滞胃痛颗粒、尪痹颗粒/胶囊、瘀血痹片等	RX
2012	华润神鹿	温胃舒颗粒（胶囊）、养胃舒颗粒（胶囊）、益胆片、儿泻停颗粒、银菊清咽颗粒等产品	RX
2012	华润高科	舒血宁注射液、茵栀黄口服液	RX
2012	华润北贸	负责本溪三药、华润神鹿、华润高科的销售工作	RX
2012	华润顺峰	“顺峰”品牌，生产外用用药为主，公司皮肤药生产基地，主要产品顺峰康王、顺峰康霜	CHC
2013	华润天和	骨科领域拥有系列化的产品和领先的品牌，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	CHC
2014	和善堂	参规范化种植、人参饮片加工、人参系列大健康产品开发	RX
2015	浙江众益	主要产品包括阿奇霉素肠溶胶囊、红霉素肠溶胶囊、镁加铝咀嚼片	RX
2016	圣火药业	“理血王”牌血塞通软胶囊，补充心脑血管领域口服剂型产品	CHC
2017	华润圣海	拥有“三九益普利生”等品牌，集研发、生产、OEM、ODM 及销售于一体的专业膳食营养补充剂生产企业	CHC
2020	澳诺制药	核心产品为葡萄糖酸钙锌口服溶液、维生素 C 咀嚼片，“澳诺”“金辛金巧特”是儿童补钙知名品牌	CHC
2020	深圳华润堂	内地市场的线下门店零售业务	RX
2020	安徽润芙蓉	中药饮片加工销售	RX
2022	昆药集团	拥有品牌“昆中药 1381”以及核心植物资源三七、青蒿等，致力于将昆药集团打造为三七产业链龙头企业	产业链
国际合作			
2016	赛诺菲中国	“易善复”“好娃娃”“康妇特”等肝胆、儿科、妇科品类的品牌	
2020	诺和诺德	共同推广重组人生长激素注射液-诺泽，丰富儿科产品线	
2021	龙角散	日本咽喉类产品领军品牌“龙角散”	
2023	史达德	史达德旗下感冒及止咳药物，包括史达功、瑞可、息柯宁、格力特等	

资料来源：公司官网、公司公告，国信证券经济研究所整理

股权激励增添发展新动能

全面推行股权激励计划，绑定员工与公司利益。2021年12月，公司发布2021年限制性股票激励计划草案，并于2022年5月向267名激励对象以14.84元/股的授予价格首次授予限制性股票合计824万股，激励对象涉及多名高管及核心技术人员，通过推出股权激励计划，将个人利益与公司利益绑定，激发员工积极性。

表4: 华润三九 2021 股权激励计划激励对象

序号	姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总量的比例	占本激励计划公告日股本总额的比例
1	邱华伟	总裁	19.1	1.992%	0.020%
2	麦毅	副总裁	15.2	1.585%	0.016%
3	周辉	副总裁	13.1	1.366%	0.013%
4	王雁飞	副总裁	12.8	1.335%	0.013%
4	郭霆	副总裁	12.9	1.346%	0.013%
6	梁征	财务总监	12.7	1.325%	0.013%
7	王亮	副总裁	9.9	1.033%	0.010%
	中层及核心骨干 (260 人)		728.3	75.967%	0.744%
	首期合计授予 (267 人)		824	85.950%	0.842%
	预留授予		134.7	14.050%	0.138%
	合计		958.7	100%	0.98%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

考核指标全面，完成情况良好。本次股权激励计划设置多层次考核指标，公司层面，包括扣非净利润增速、扣非净资产收益率、总资产周转率等指标，并选取中国中药、白云山、云南白药、人福医药等15家企业作为对标；个人层面，激励对象的绩效评估结果划分为A、B、C和D四个档次。指标细化、目标明确，股权激励计划的可操作性强，增强对员工的吸引力，体现了对公司长期稳健增长的信心和决心。目前，公司已顺利成就第一个解锁期的解除限售条件，符合解除限售条件的激励对象共计254名，可解除限售的限制性股票数量合计为2,630,270股，占公司总股本的0.27%。

表5: 华润三九 2021 股权激励计划考核指标和解除限售时间

解除限售期	业绩考核目标	解除限售期时间	可解除限售期数量占限制性股票数量比例
第一个解除限售期	2022年归母扣非净资产收益率不低于10.15%，且不低于对标企业75分位水平；以2020年为基准，2022年归母扣非净利润年复合增长率不低于10.0%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平；2022年总资产周转率不低于0.69	自授予限制性股票完成登记之日起24个月后的首个交易日起至授予限制性股票完成登记之日起36个月内的最后一个交易日当日止	1/3
第二个解除限售期	2023年归母扣非净资产收益率不低于10.16%，且不低于对标企业75分位水平；以2020年为基准，2023年归母扣非净利润年复合增长率不低于10.0%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平；2023年总资产周转率不低于0.70	自授予限制性股票完成登记之日起36个月后的首个交易日起至授予限制性股票完成登记之日起48个月内的最后一个交易日当日止	1/3
第三个解除限售期	2024年归母扣非净资产收益率不低于10.17%，且不低于对标企业75分位水平；以2020年为基准，2024年归母扣非净利润年复合增长率不低于10.0%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位水平；2024年总资产周转率不低于0.72	自授予限制性股票完成登记之日起48个月后的首个交易日起至授予限制性股票完成登记之日起60个月内的最后一个交易日当日止	1/3
对标企业 (15 个)			
云南白药(000538.SZ)、科伦药业(002422.SZ)、人福医药(600079.SH)、同仁堂(600085.SH)、复星医药(600196.SH)、安迪苏(600299.SH)、白云山(600332.SH)、健康元(600380.SH)、国药现代(600420.SH)、天士力(600535.SH)、华北制药(600812.SH)、上海医药(601607.SH)、中国中药(0570.HK)、中国生物制药(1177.HK)、联邦制药(3933.HK)			

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表6: 华润三九 2021 股权激励计划个人层面考核指标和解除限售比例

考核结果	A	B	C	D
解除限售比例	100%	100%	80%	0%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

CHC：核心业务优势明显，发展前景广阔

驱动因素：健康需求、处方外流、数字化

消费升级与健康需求驱动自我诊疗业务发展。随着人民生活水平的提高、医疗条件的改善，中国人均寿命逐年延长，人口结构发生变化，老龄化程度不断加深，截至2023年底，我国65岁及以上人口为2.17亿人，占全国人口的15.4%。经济发展与人口结构的变化下，消费者的健康需求日益增加，在医疗保健方面的支出逐年提高，根据国家统计局数据，2023年居民医疗保健支出占总消费支出的比例为9.2%，创历史新高。长期来看，在老龄化、消费升级、二胎政策实施的大背景下，群众对生命健康的重视程度将与日俱增，多样化健康需求将日渐旺盛，尤其是高龄、儿童和女性人群的消费潜力将持续释放，驱动自我诊疗市场长足发展。

图11：中国65岁及以上人口数量及占比



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图12：中国人平均预期寿命



资料来源：世界银行、Wind，国信证券经济研究所整理

图13：中国医疗卫生机构诊疗人次



资料来源：国家统计局、Wind，国信证券经济研究所整理

图14：中国居民人均医疗保健支出情况



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

处方外流和数字化为自我诊疗市场带来机遇。从需求端看，在我国消费水平不断升级、国民保健意识不断增强的大背景下，消费者健康需求日益旺盛，医药健康产业迎来新的发展时期，药品销售规模不断扩大。从供给端看，一方面，处方药外流增加患者购药选择，院外市场有望迎来扩容；另一方面，销售渠道的数字化

升级帮助企业更好地触达消费者，自 2018 年国务院发布《关于促进“互联网+医疗健康”发展的意见》以来，中医馆、线上线下医疗平台、健康管理 app 等“互联网+”产品层出不穷，成为企业与消费者建立连接的新入口，增加产品和品牌在消费者群体的传播度和渗透率，网上药店药品销售额高速增长，2023 年网上药店终端药品销售额达 663 亿元，2018-2023 年 CAGR 高达 45.5%。随着互联网技术发展及处方药外流政策放开，医药互联网经济将加速改变行业格局和产业链条，给自我诊疗市场带来新的增长机会。

图15: 国内药品销售情况



资料来源：米内网，国信证券经济研究所整理
注：三大终端为公立医院终端、零售药店终端、公立基层医疗终端。

图16: 国内公立医院药品销售情况



资料来源：米内网，国信证券经济研究所整理

图17: 国内零售药店药品销售情况



资料来源：米内网，国信证券经济研究所整理

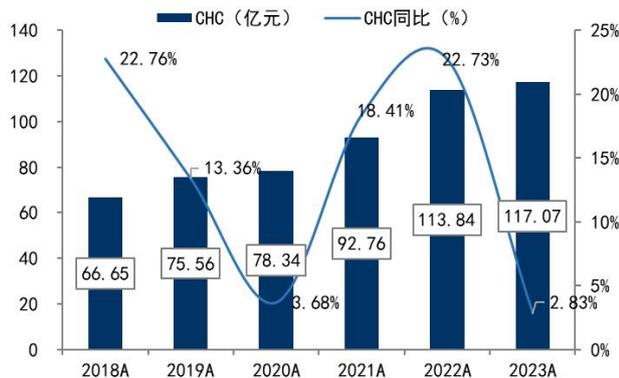
图18: 国内网上药店药品销售情况



资料来源：米内网，国信证券经济研究所整理

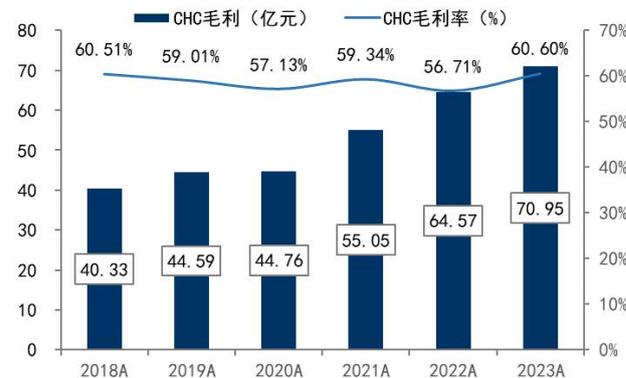
公司 CHC 业务实现良好增长。CHC 作为公司核心业务，在政策和需求驱动下，近年来持续成长，品牌优势明显，收入从 2018 年的 66.65 亿元快速增长至 2023 年的 117.07 亿元，2018-2023 年复合年均增长率达 13.66%。

图19: CHC 业务营收情况 (亿元, %)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: CHC 业务毛利情况



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

OTC 业务: “999” 品牌国内驰名, OTC 龙头地位稳固

依托“999”品牌, 覆盖感冒、胃肠、骨科、皮肤用药。公司是国内 OTC 龙头, 中成药起家, 研发生产经验丰富, 品牌积淀深厚, 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, 并成为凯度 2023 年最具价值中国品牌百强榜单中的三家医药品牌之一。“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”, 拥有“999 感冒灵”、“三九胃泰”、“999 皮炎平”等多个经得住市场考验、获得消费者认可的产品, 各产品销量常年稳居各细分市场前列。

表7: 2023 年度中国非处方药生产企业综合统计排名

排名	企业名称
1	华润三九医药股份有限公司
2	太极集团有限公司
3	修正药业集团股份有限公司
4	赫力昂(中国)有限公司
5	石家庄以岭药业股份有限公司
6	科赴中国
7	云南白药集团股份有限公司
8	浙江康恩贝制药股份有限公司
9	仁和(集团)发展有限公司
10	天士力医药集团股份有限公司

资料来源: 中国非处方药协会, 国信证券经济研究所整理

表8: OTC 业务部分核心产品情况

品牌	药品名称	药品类别	细分类别	医保情况	是否基药	国产厂家数	细分市场排名
感冒清热类							
999	感冒灵胶囊	中成药	感冒咳嗽类	非医保	否	23	1
999	复方感冒灵颗粒	中成药	感冒咳嗽类	乙类	否	6	2
999	感冒灵颗粒	中成药	感冒咳嗽类	非医保	否	31	1
999	感冒清热颗粒	中成药	感冒咳嗽类	甲类	是	130	7
999	小柴胡颗粒	中成药	感冒咳嗽类	甲类	否	92	15
999	金防感冒颗粒	中成药	感冒咳嗽类	非医保	否	6	
999	清瘟解毒片	中成药	感冒咳嗽类	乙类	否	10	

999	外感风寒颗粒	中成药	感冒咳嗽类	非医保	否	1 (*东阿阿胶)	
999	板蓝根颗粒	中成药	清热解毒类	甲类	是	673	14
999	抗病毒口服液	中成药	感冒抗病毒类	乙类	否	22	8
胃肠消化类							
999	三九胃泰颗粒	中成药	消化类	甲类	是	1 (*华润三九)	4
999	三九胃泰胶囊	中成药	消化类	甲类	是	1 (*华润三九)	4
999	气滞胃痛颗粒	中成药	消化类	甲类	是	1 (*华润本溪三药)	5
三九胃泰	养胃舒颗粒	中成药	消化类	乙类	否	1 (*华润神鹿)	10
三九胃泰	温胃舒颗粒	中成药	消化类	乙类	否	1 (*华润神鹿)	17
皮肤外用类							
999 皮炎平	复方醋酸地塞米松乳膏	化学药	皮肤科类	非医保	否	96	4
皮炎平	糠酸莫米松凝胶	化学药	皮肤科类	乙类	否	3	11
皮炎平	曲安奈德益康唑乳膏	化学药	皮肤科类	乙类	是	13	17
顺峰康霜	曲咪新乳膏	化学药	皮肤科类	非医保	否	63	19
999 选平	硝酸咪康唑乳膏	化学药	皮肤科类	甲类	是	59	
999 优诺平	盐酸特比萘芬乳膏	化学药	皮肤科类	乙类	否	30	
顺峰康王	酮康他索乳膏	化学药	皮肤科类	非医保	否	1 (*华润顺峰)	

资料来源：公司官网、药融云、中国非处方药协会，国信证券经济研究所整理

注：*代表独家品种；细分市场排名来自中国非处方药协会公布的非处方药企业及产品品牌 2023 年度统计调研结果。

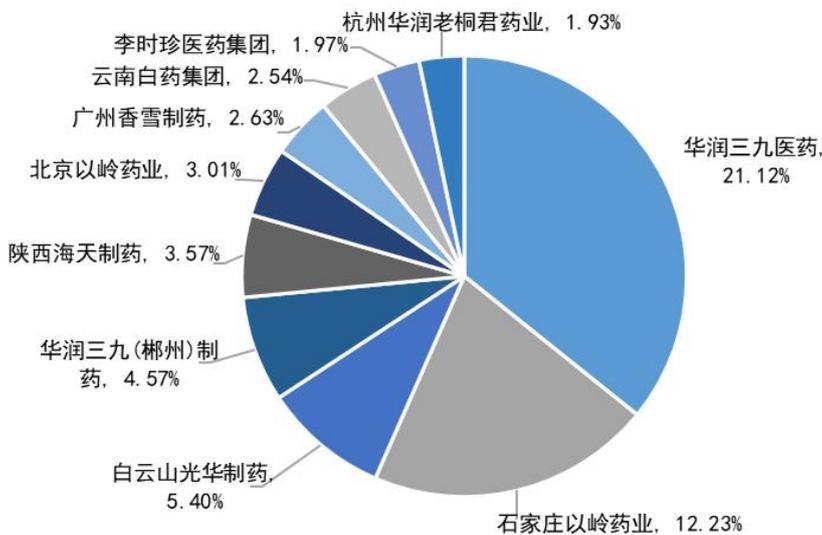
感冒用药：感冒类中成药市场领军者。感冒用药一直是零售中成药市场的畅销品类。根据米内网数据，2023 年上半年中国城市实体药店终端感冒中成药销售额超过 55 亿元，同比增长 21.38%。公司感冒清热类的产品种类繁多，以中成药为主，2023 年度中国非处方药感冒咳嗽类中成药产品综合统计排名中，“999 感冒灵”和“999 复方感冒灵”位居中成药感冒咳嗽类的前两名。从销量看，公司共有 5 个产品上榜 2023H1 中国城市实体药店终端感冒中成药销量 TOP20，分别是感冒灵颗粒（华润三九）、复方感冒灵颗粒（郴州三九）、抗病毒口服液（老桐君）、感冒灵颗粒（三九枣庄）、小柴胡颗粒（华润三九）。实体药店感冒中成药 TOP20 厂家中，华润三九医药再次蝉联第一，以高达 21.12% 的市场份额领先。

表9：2023H1 中国城市实体药店终端感冒中成药品牌 TOP20

排名	产品名称	企业简称	销售额(亿元)	增长率
1	感冒灵颗粒	华润三九医药	10.91	61.43%
2	连花清瘟胶囊	石家庄以岭药业	6.75	-9.12%
3	小柴胡颗粒	白云山光华制药	2.98	83.88%
4	复方感冒灵颗粒	华润三九(郴州)制药	2.52	-11.35%
5	连花清瘟颗粒	北京以岭药业	1.66	-10.45%
6	四季抗病毒合剂	陕西海天制药	1.61	90.56%
7	抗病毒口服液	广州香雪制药	1.42	14.62%
8	桑菊感冒颗粒	李时珍医药集团	1.08	16.45%
9	抗病毒口服液	杭州华润老桐君药业	1.07	68.33%
10	抗病毒颗粒	四川光大制药	1.01	87.36%
11	双黄连口服液	哈药三精制药	0.92	16.41%
12	感冒灵颗粒	华润三九(枣庄)药业	0.86	131.25%
13	夏桑菊颗粒	白云山星群(药业)	0.81	-3.45%
14	双黄连口服液	河南太龙药业	0.74	-18.00%
15	小柴胡颗粒	华润三九医药	0.59	46.77%
16	复方感冒灵颗粒	广西宝瑞坦制药	0.47	-9.00%
17	伤风停胶囊	云南白药集团	0.47	-10.71%
18	荆防颗粒	山东新时代药业	0.44	480.82%
19	金莲清热颗粒	宁夏启元国药	0.41	-14.96%
20	感冒清热颗粒	北京同仁堂科技制药	0.37	10.98%

资料来源：米内网，国信证券经济研究所整理

图21: 2023H1 中国城市实体药店终端感冒 TOP20 厂家格局



资料来源: 米内网, 国信证券经济研究所整理

胃肠用药: 独家品种较多, “三九胃泰” 领先。2022 年 4 月 29 日, CDE 发布《中药新药用于慢性胃炎的临床疗效评价指导原则》以及《中药新药用于胃食管反流病的临床疗效评价指导原则》征求意见稿, 推动中医药在胃病领域的创新应用。公司的三九胃泰颗粒/胶囊、温胃舒颗粒、养胃舒颗粒、气滞胃痛颗粒均为独家产品。“三九胃泰”品牌影响力深远, 公司持续推动“三九胃泰”品牌年轻化, 围绕腾讯、抖音、小红书、知乎等多平台整合营销, 扩大在细分领域的领先地位。2023 年度中国非处方药产品综合统计排名中, “三九胃泰”位居中成药消化类第 4 名。从销量上看, 公司 2015-2023 年在中国城市实体药店终端中成药胃药中一直保持领军地位, 近三年的市场份额均在 17% 以上。2023 年, 三九胃泰颗粒和养胃舒颗粒销售额分别为 2.7 亿元、1.2 亿元, 温胃舒颗粒和气滞胃痛颗粒分别位列 TOP14、TOP17 品牌。

表10: 2023 年中国城市实体药店终端中成药胃药(胃炎、溃疡) TOP20 品牌

排名	产品名称	企业名称	增长率
1	康复新液	四川好医生攀西药业	-7.35%
2	三九胃泰颗粒	华润三九医药	-6.18%
3	和胃整肠丸	李万山药厂	78.58%
4	养胃舒颗粒	合肥华润神鹿药业	47.20%
5	胃康灵胶囊	黑龙江葵花药业	3.09%
6	舒腹贴膏	河南羚锐制药	56.36%
7	胃苏颗粒	扬子江江苏制药	-9.84%
8	革铃胃痛颗粒	扬子江江苏制药	-4.46%
9	摩罗丹(浓缩丸)	邯郸制药	-5.15%
10	复方鲜石斛颗粒	广西维威制药	-14.35%
11	香砂养胃丸	仲景宛西制药	27.39%
12	摩罗丹	邯郸制药	3.58%
13	快胃片	上海医药青岛国风药业	33.52%
14	温胃舒颗粒	合肥华润神鹿药业	6.23%
15	舒肝和胃丸	荣昌制药(淄博)	19.99%
16	胃乐新颗粒	长春白求恩制药	41.45%
17	气滞胃痛颗粒	辽宁华润本溪三药	-0.18%
18	香砂六君丸	仲景宛西制药	29.08%

19	双金胃肠胶囊	陕西摩美得气血和制药	99.39%
20	荆花胃康胶丸	天士力医药集团	4.72%

资料来源：米内网，国信证券经济研究所整理

皮肤用药：化药为主，“999 皮炎平”知名度高。随着生活节奏的加快和外界环境的恶化，我国皮肤病发病率逐年上升，皮肤用药市场规模逐渐扩大。公司皮肤用药以化药为主，通过皮炎平系列化包装设计升级以及数字化平台提升市场表现。从销量上看，中康开思数据显示，999 皮炎平系列在 2023 年全国零售渠道销售规模达 10.43 亿元，同比增长 15.9%。其中，999 皮炎平（糠酸莫米松凝胶）增速最快，同比增长 21%；999 皮炎平（复方醋酸地塞米松乳膏）同比增长 13.4%；999 皮炎平（曲安奈德益康唑乳膏）同比增长 10.6%。另外，公司还通过并购华润顺峰引入“顺峰康王”“顺峰康霜”等具有良好市场声誉和品牌形象的产品，不断丰富公司皮肤科产品线。

图22: 999 皮炎平零售渠道市场销售情况



资料来源：中康开思，国信证券经济研究所整理

专业品牌业务：“1+N”品牌策略成效显著

打造消化、儿科、骨科、妇科、维矿等多领域专业品牌。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”“昆中药 1381”等深受消费者认可的药品品牌，基于专业品种的产品属性和人群精准性，将其分别打造为骨科贴膏、皮肤用药、儿童健康、妇科用药和精品国药等领域的专业品牌，丰富品牌资产，构建专业形象。

表11: 专业品牌业务部分核心产品情况

品牌	药品名称	药品类别	医保情况	是否基药	国产厂家数
消化类					
易善复	多烯磷脂酰胆碱胶囊	化学药	乙类	否	1 (*赛诺菲北京)
速复康	铝碳酸镁咀嚼片	化学药	乙类	否	42
昆中药	参苓健脾胃颗粒	中成药	非医保	否	2
骨科					

天和	骨通贴膏	中成药	乙类	否	1 (*华润天和)
天和	天和追风膏	中成药	乙类	否	1 (*华润天和)
天和	伤湿止痛膏	中成药	非医保	否	33
天和	麝香壮骨膏	中成药	非医保	否	56
天和	关节止痛膏	中成药	乙类	否	31
天和	精制狗皮膏	中成药	甲类	否	16
维矿					
999®澳诺®金辛金巧特	葡萄糖酸钙锌口服溶液	化学药	非医保	否	5
儿科					
999	小儿氨酚黄那敏颗粒	化学药	非医保	否	264
999	小儿感冒颗粒	中成药	乙类	否	88
999	小儿止咳糖浆	中成药	非医保	否	180
999	小儿咽扁颗粒	中成药	乙类	否	26
好娃娃	小儿氨酚烷胺颗粒	化学药	非医保	否	14
好娃娃 畅言停	蒙脱石颗粒	化学药	乙类	否	1 (*唐山三九)
好娃娃	健儿消食口服液	中成药	乙类	是	59
皮肤科					
昆中药	金花消痤丸	中成药	非医保	否	1 (*昆中药)
妇科					
康妇特	复方莪术油栓	化学药	乙类	否	14
康妇特	硝咪太尔制霉菌素阴道软胶囊	化学药	乙类	否	3
昆中药	舒肝颗粒	中成药	乙类	否	1 (*昆中药)

资料来源：公司官网、药融云、中国非处方药协会，国信证券经济研究所整理

注：*代表独家品种。

引入骨科驰名品牌“天和”。2013年公司收购华润天和，助力公司骨科业务蓬勃发展。华润天和是我国最大的外用贴膏生产企业之一，在骨科领域拥有多个优势产品，2023年度中国非处方药产品综合统计排名中，其核心独家品种“天和牌骨通贴膏”位居中成药骨伤科类第6名，为骨质增生细分市场第一品牌。

表12：“天和”品牌产品情况

品牌	药品名称	药品类别	细分类别	细分市场排名
天和	骨通贴膏 (*)	中成药	骨伤科类	6
天和	天和追风膏 (*)	中成药	骨伤科类	15
天和	伤湿止痛膏	中成药	骨伤科类	
天和	麝香壮骨膏	中成药	骨伤科类	
天和	关节止痛膏	中成药	骨伤科类	
天和	精制狗皮膏	中成药	骨伤科类	

资料来源：公司官网、中国非处方药协会，国信证券经济研究所整理

注：*代表独家品种，细分市场排名来自中国非处方药协会公布的非处方药企业及产品品牌2023年度统计调研结果。

与赛诺菲达成战略合作，拓展儿科、妇科、肝病产品线。2016年底，公司与赛诺菲签署了《在中国合作开展消费者保健业务框架协议》，致力于共同开拓中国健康消费品市场，共同发展儿科、妇科品类的业务。儿科方面，引入“好娃娃”品牌下小儿氨酚烷胺颗粒、健儿消食口服液、蒙脱石颗粒等产品；妇科方面，引入“康妇特”品牌下复方莪术油栓、硝咪太尔制霉菌素阴道软胶囊等产品。通过与赛诺菲的合作，进一步丰富公司产品，同时负责赛诺菲全球非处方药旗舰品牌“易善复”在中国市场的经销和推广。2023年度中国非处方药产品综合统计排名中，“易善复”位居化药消化类第2名。

表13：“易善复”“好娃娃”“康妇特”品牌产品情况

品牌	药品名称	药品类别	细分类别	细分市场排名
消化类				
易善复	多烯磷脂酰胆碱胶囊（*）	化学药	消化类	2
儿科				
好娃娃	小儿氨酚烷胺颗粒	化学药	儿科类	
好娃娃 畅言停	蒙脱石颗粒（*）	化学药	止泻药	
好娃娃	健儿消食口服液	中成药	儿科消化类	
妇科				
康妇特	复方莪术油栓	化学药	妇科类	
康妇特	硝咪太尔制霉素阴道软胶囊	化学药	妇科类	5

资料来源：公司官网、中国非处方药协会，国信证券经济研究所整理

注：*代表独家品种，细分市场排名来自中国非处方药协会公布的非处方药企业及产品品牌 2023 年度统计调研结果。

收购“澳诺”，拓展儿科维矿类产品。2020 年公司完成澳诺（中国）股权收购工作，引入儿童补钙知名品牌，丰富了儿科产品线。主要产品“金辛金巧特”葡萄糖酸钙锌口服溶液，是原研的锌钙同补药品，采用浓缩离子化剂型，无刺激，防止流失，加倍促进钙锌吸收，与传统的钙补充剂相比更安全方便，是国内首家使用赖氨酸作为吸收促进剂的钙锌同补产品，也是唯一获得国家专利配方的复合营养药品，适用于婴幼儿、孕妇、老年人等。2023 年度中国非处方药产品综合统计排名中，“澳诺钙”位居化学药矿物质类第 2 名。

表14：“澳诺”品牌产品情况

品牌	药品名称	药品类别	细分类别	细分市场排名
999®澳诺®金辛金巧特	葡萄糖酸钙锌口服溶液	化学药	矿物质类	2

资料来源：公司官网、中国非处方药协会，国信证券经济研究所整理

注：细分市场排名来自中国非处方药协会公布的非处方药企业及产品品牌 2023 年度统计调研结果。

大健康业务：线上市场迎来发展良机

抓住消费者健康需求和消费习惯升级机遇，布局多样化大健康产品。为顺应消费者诊疗习惯改变带来的市场机会，公司向前端预防保健领域延伸，陆续推出红糖姜茶、薄荷糖等多款大健康产品，并于 2016 年上半年上市首个人参健康产品“鲜人参蜜片”，初步构建了大健康产品体系。2017 年初正式设立大健康事业部，并于 9 月收购山东圣海保健品有限公司 65% 的股权，搭建了维生素矿物质等大健康产品的业务发展平台。公司从主流保健品类、核心治疗领域基础上延伸的健康产品、利用中药材资源开发的补益类中药和药食同源的中药材三个方向发展和完善产品线，陆续推出“999 今维多”“三九益普利生”“9 YOUNG BASIC”“桃白白”“轻益点”等品牌，目前公司大健康产品已经涵盖食品、保健品、个护、药妆等领域。

表15：大健康业务主要产品

品牌	主要产品	需求定位
999 今维多	维生素片	补充基础膳食营养元素
三九益普利生	氨糖软骨素、辅酶 Q10 咀嚼片	补充功能性元素
9 YOUNG BASIC	褪黑素片、芦荟胶囊	睡眠、肠道健康

桃白白	胶原蛋白肽口服液、酵素饮、口服玻尿酸	美容养颜
轻益点	益生菌粉	肠道健康
999 护能	医用透明质酸钠修复贴	修复护理
利华御草牌	灵芝孢子油软胶囊	增强免疫力
和善堂	人参片、人参润颜纯露	滋补养颜
本草悟	人参多宝茶、桂圆红枣茶	滋补保健

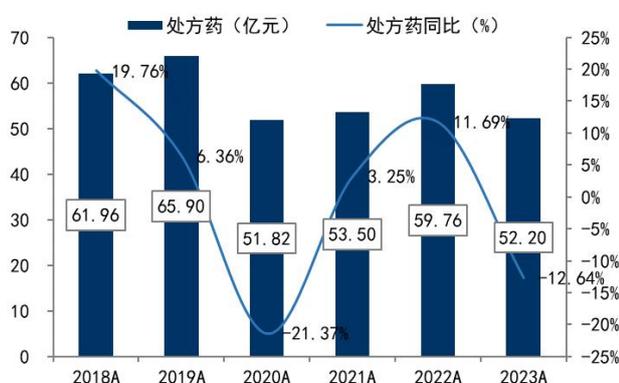
资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

互联网发展黄金期，线上健康市场火热。随着互联网技术的发展、消费者购物习惯的改变、线上电商平台的完善，医药互联网日渐火热，成为企业竞争的重点市场。公司持续优化线下业务和终端客户结构，依托线下优势，赋能全渠道经营。在强化品牌建设的基础上，重点布局线上健康市场，聚焦基础健康、女性健康和家用护理三大领域，提升数字化选品、运营能力，完善线上产品布局，满足消费者多样化的健康需求，除在京东、天猫等电商平台上运营外，还积极布局抖音、快手等社交电商，拓宽营销场景。

RX：持续强化循证研究，推进中药标准化

定位医疗端，设处方药、国药、创新业务三大事业部。RX（处方药）业务是公司发展业务，已覆盖全国数千家等级医院，数万家基层医疗机构，利用中西医结合能力和中药价值挖掘能力，不断优化产品结构，通过在医疗端的渗透，提升品牌在患者群体认可度，对CHC业务赋能。近年来，在疫情和医保控费、集采、限抗、配方颗粒试点结束等政策影响下，处方药整体营收和毛利率有所下滑。2023年公司处方药业务实现营业收入52.20亿元（-12.64%），毛利率52.15%（-0.68pp），主要系中药配方颗粒业务受国标切换及15省（地区）启动联盟集采影响，表现大幅低于预期。未来，随着公司不断适应环境变化，积极调整发展战略，处方药业务有望逐步恢复稳定。

图23：处方药业务营收情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图24：处方药业务毛利情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

处方药业务：强化循证研究，调整产品结构

产品覆盖了肿瘤、心脑血管、消化、骨科、儿科、抗感染等治疗领域。在抗肿瘤领域，拥有华蟾素（片剂、口服、注射剂）、金复康口服液、益血生胶囊、参附注射液等多个独家品种；在心脑血管药领域，拥有参附注射液等多个中药注射剂品种；骨科领域，拥有瘀血痹片、尕痹胶囊、茵栀黄口服液等独家品种；在消化领域，基于易善复产品构建的肝脏慢病生态圈正在逐步建立；儿科领域，公司与诺和诺德中国达成合作，通过合约销售模式共同推广重组人生长激素注射液——诺泽，诺泽是全球生长激素的领导品牌，疗效与安全性得到了医生和患者的广泛认可，是在中国上市的唯一进口水剂型生长激素，依托诺和诺德在生长激素领域的深厚积淀，以及公司广泛覆盖的渠道网络，将实现长期的商业共赢；抗感染领域，公司拥有注射用五水头孢唑林钠等独家品种，且阿奇霉素片、注射用头孢唑林钠、注射用头孢他啶等多个品种已陆续中选国采。

表16：处方药业务部分核心产品情况

药品名称	药品类别	适应症	医保情况	是否基药	国产厂家数
肿瘤用药					
华蟾素片/口服液/注射剂	中成药	中、晚期肿瘤，慢性乙型肝炎等症	甲类	是	1(*华润金蟾)
金复康口服液	中成药	原发性非小细胞肺癌气阴两虚证	乙类	否	1(*三九金复康)
益血生胶囊	中成药	缺铁性贫血、慢性再生障碍性贫血	乙类	否	1(*三九金复康)
鸦胆子油软胶囊	中成药	肺癌，肺癌脑转移，消化道肿瘤及肝癌	乙类	否	4

示踪用盐酸米托蒽醌注射液 (复他舒)	化学药	用于甲状腺手术区域引流淋巴结的示踪	乙类(谈判品种)	否	1 (*华润九创)
心脑血管用药					
参附注射液	中成药	阳气暴脱的厥脱症(感染性、失血性、失液性休克等); 阳虚(气虚)所致的惊悸、怔忡、喘咳、胃疼、泄泻、痹症	甲类	否	1 (*三九雅安)
参麦注射液	中成药	气阴两虚型之休克、冠心病、病毒性心肌炎、慢性肺心病、粒细胞减少症	甲类	是	8
红花注射液	中成药	闭塞性脑血管疾病, 冠心病, 脉管炎	乙类	否	16
生脉注射液	中成药	气阴两亏, 脉虚欲脱的心悸、气短、四肢厥冷、汗出、脉欲绝及心肌梗塞、心源性休克、感染性休克	甲类	否	8
舒血宁注射液	中成药	缺血性心脑血管疾病, 冠心病, 心绞痛, 脑栓塞, 脑血管痉挛	乙类	否	9
骨科用药					
瘀血痹片	中成药	瘀血阻络的痹症	乙类	是	1 (*华润本溪三药)
尪痹胶囊	中成药	肝肾不足, 风湿阻络所致的尪痹	甲类	是	1 (*华润本溪三药)
消化用药					
茵栀黄口服液	中成药	肝胆湿热所致的黄疸	甲类	是	1 (*华润高科)
多烯磷脂酰胆碱胶囊(易善复)	化学药	中毒性肝损伤及脂肪肝和肝炎患者食欲不振, 右上腹压迫感	乙类	否	1 (*赛诺菲北京)
儿科用药					
人生长激素注射液(诺泽)	生物药	儿童生长激素分泌不足所致生长障碍、性腺发育不全(特纳综合征)所致女孩的生长障碍、慢性肾脏疾病引起的青春前期的儿童生长迟缓、Noonan 综合征所致的儿童身材矮小以及成人生长激素缺乏症	乙类	否	5 (国产进口)
儿泻停颗粒	中成药	湿热内蕴型小儿腹泻	乙类	否	1 (*华润神鹿)
抗感染用药					
阿奇霉素片	化学药	敏感细菌所致的感染	甲类	是	71
注射用头孢唑林钠	化学药	敏感细菌所致的感染	甲类	是	76
注射用头孢他啶	化学药	敏感微生物所致的单一或多种感染	乙类	否	89
注射用五水头孢唑林钠(新泰林)	化学药	敏感细菌所致的感染; 也可作为外科手术前的预防用药	非医保	否	1 (*华润九新)
注射用头孢噻肟钠(凯帝龙)	化学药	敏感细菌所致的感染; 也可作为小儿脑膜炎的选用药物	甲类	否	83
阿奇霉素肠溶胶囊(佳美舒)	化学药	链球菌、敏感细菌等引起的感染	甲类	是	2
红霉素肠溶胶囊(美红)	化学药	链球菌、肺炎双球菌等引起的感染。	甲类	是	10

资料来源: 公司官网、药融云, 国信证券经济研究所整理

注: *代表独家品种。

引入史达德系列产品, 强化呼吸管线建设。2023年11月22日, 华润三九与史达德在深圳签署合作协议。根据协议, 华润三九将负责史达德旗下感冒及止咳药物在中国市场的经销和推广, 包括史达功、瑞可、息柯宁、格力特等在市场广受好评的高质量药物。双方将通过合作实现优势互补, 依托史达德品质可靠的产品优势, 以及华润三九的品牌和渠道优势, 共同开拓感冒及止咳药物市场, 并以此为基础构建未来多品类合作平台, 引入更多优质的产品, 不断为中国消费者创造新的价值。

表17: 华润三九与史达德合作品牌及该品牌热门产品情况

品牌	热门产品	药品类别	适应症	医保情况	是否基药	国产厂家数
史达功	右美沙芬愈创甘油醚糖浆	化学药	用于上呼吸道感染（如普通感冒和流行性感冒）、支气管炎等引起的咳嗽、咳痰。	乙类	否	3
瑞可	复方氨酚美沙糖浆	化学药	用于普通感冒或者流行性感冒引起的发热、头痛、四肢酸痛、打喷嚏、流鼻涕、鼻塞、咳嗽、咳痰、咽痛等症状。	乙类	否	1（*史达德）
息柯宁	愈酚甲麻那敏糖浆	化学药	用于因感冒、支气管炎等引起的支气管充血性咳嗽、咯痰。	非医保	否	1（*史达德）
格力特	愈创甘油醚糖浆	化学药	用于呼吸道感染引起的咳嗽、多痰。	非医保	否	1（*史达德）

资料来源：史达德公司官网、药融云，国信证券经济研究所整理

注：*代表独家品种。

重视现有产品的循证研究，持续提升产品学术价值和竞争力。公司持续强化医学引领，从循证医学角度积极开展研究，不断提升产品学术价值和产品竞争力。2023年，公司围绕核心中药产品参附注射液、骨通贴膏发表多篇高水平 SCI 研究论文并进入临床指南；参附注射液、华蟾素、骨通贴膏、瘀血痹片等产品新进入多项指南、专家共识；复他舒®进入国家医保目录，实现快速放量；国内首个原研五代头孢菌素注射用头孢比罗酯钠（赛比普®）正式进入商业化阶段，在多数省份实现挂网销售。

国药业务：标准化持续推进，构建全产业链竞争优势

政策驱动下，中医药行业迎来发展黄金期。国家大力扶持中医药产业发展，近年来通过出台从研发端到支付端的各项政策，一方面鼓励企业以临床价值为导向，推动经典名方的研制和中药新药的研发，挖掘中医药价值，发挥中西医结合能力，促进中医药行业的创新传承和发展，另一方面，通过出台标准、集采等政策，促使中医药行业走向标准化、现代化、产业化，迎来发展黄金期，对于企业既是机遇也是挑战，能适应变化并持续改革创新的企业将推动中医药事业和产业高质量发展，让中医药价值真正惠及群众。

表18: 2016-2023 年中医药政策梳理

时间	文件	部门	要点/意义
2016年2月	《中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）》	国务院	到2030年，中医药治理体系和治理能力现代化水平显著提升，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强。
2016年10月	《“健康中国2030”规划纲要》	国务院	提出一系列振兴中医药发展的任务和举措。
2016年12月	《中华人民共和国中医药法》	第十二届全国人民代表大会常务委员会通过	中医药法第一次从法律层面明确了中医药的重要地位、发展方针和扶持措施，为中医药事业发展提供了法律保障。中医药法针对中医药自身的特点，改革完善了中医医师、诊所和中药等管理制度，有利于保持和发挥中医药特色和优势，促进中医药事业发展。
2019年10月	《中共中央国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》	国务院	是以中共中央和国务院名义发布的第一个中医药文件，到2022年，基本实现县办中医医疗机构全覆盖。加快中医药循证医学中心建设，用3年左右时间，筛选50个中医治疗优势病种和100项适宜技术、100个疗效独特的中药品种，及时向社会发布。到2022年形成并推广50个左右中西医结合诊疗方案。建立综合医院、专科医院中西医结合会诊制度，将中医纳入多学科会诊体系。完善中医药价格和医保政策，分批遴选中医优势明显、治疗路径清晰、费用明确的病种实施按病种付费，合理确定付费标准。
2020年9月	《中药注册分类及申报资料要求》	国家药监局	中药注册分类按照中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂、同名方药进行分类，前三类属于中药新药。
2020年12月	《关于促进中药传承创新发展的实施意见》	国家药监局	是对2019年《关于促进中医药传承创新发展的意见》中药部分的落实，在《发展意见》的基础上提出了中药的“守正创新”，坚持以临床价值为导向的基础上，推动古代经典名方中药复方制剂研制，促进中药创新发展。强化改革中药注册分类，构建“三结合”审评证据体系，完善中药审评审批制度，强化全生命周期管理和监管。
2021年1月	《关于加快中医药特色发	国家医保局	夯实中医药人才基础，提高中药产业发展活力，增强中医药发展动力，完善中西医结

22日	展的若干政策措施》		合制度,实施中医药发展重大工程,提高中医药发展效益,营造中医药发展良好环境,加强中医药知识产权保护,为中医药高质量特色发展保驾护航。
2021年3月11日	《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》	全国人民代表大会	坚持中西医病种和优势互补,大力发展中医药事业。健全中医药服务体系,发挥中医药在疾病预防、治疗、康复中的独特优势。加强中西医结合促进少数民族医药发展。促进中药创新药研发保护和产业发展。牵挂中药质量监管,提升中药质量提升,加强中医药文化传承与创新发展。
2021年12月31日	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	国家医保局、国家中医药管理局	从支付端加大了中医药发展的保障和支持力度,将以更大的力度和更强的决心来全力支持和保障中医药产业的传承创新发展,《意见》从六大方面提出发挥医疗保障制度优势,支持中医药传承创新发展的具体意见。
2022年1月15日	《推进中医药高质量融入共建“一带一路”发展规划(2021-2025年)》	国家中医药管理局推进“一带一路”建设工作领导小组办公室	“十四五”时期,与共建“一带一路”国家合作建设30个高质量中医药海外中心,颁布30项中医药国际标准,打造10个中医药文化海外传播品牌项目,建设50个中医药国际合作基地,建设一批国家中医药服务出口基地,加强中药类产品海外注册服务平台建设,组派中医援外医疗队,鼓励社会力量采用市场化方式探索建设中外友好中医医院。
2022年1月26日	《关于规范医疗机构中医医疗技术命名 加强中医医疗技术临床应用管理的通知》	国家中医药管理局、卫健委	进一步规范中医医疗技术命名,加强中医医疗技术临床应用管理,严格中医医疗技术监管。
2022年2月16日	《关于进一步规范中医医院评审工作的通知》	国家中医药管理局	落实国家“放管服”改革,适应新形势对中医医院评审工作的要求,进一步完善中医医院评审工作组织管理,提高管理效率
2022年3月29日	《关于印发“十四五”中医药发展规划的通知》	国务院办公厅	针对中医药服务体系、人才、传承创新、产业和健康服务业、文化、开放发展、治理能力等方面,提出中医药服务体系进一步健全,中医药特色人才建设加快推进,中医药传承创新能力持续增强,中医药产业和健康服务业高质量发展取得积极成效,中医药文化大力弘扬,中医药开放发展积极推进,中医药治理水平进一步提升等目标。
2022年9月21日	《关于开展健康中国行动中医药健康促进专项活动的通知》	健康中国行动推进办、卫健委、国家中医药管理局	活动时间为3年,发挥中医治未病的独特优势和重要作用,重点围绕全生命周期维护、重点人群健康管理、重大疾病防治,普及中医药健康知识,实施中西医综合防控,在健康中国行动中进一步发挥中医药作用。
2022年10月	《“十四五”中医药人才发展规划》	国家中医药管理局	到2025年,每千人口中医类别执业(助理)医师数从2020年的0.48人提至0.62人;二级以上公立中医医院中医类别执业(助理)医师配置不低于本机构医师总数的60%,100%的社区卫生服务站和80%以上的村卫生室能够提供中医药服务。
2023年1月	《关于印发进一步加强中药科学监管促进中药传承创新发展若干措施的通知》	国家药监局	通知从加强中药材质量管理、强化中药饮片及中药配方颗粒监管、优化医疗机构中药制剂管理、完善中药审评审批机制、重视中药上市后管理、提升中药标准管理水平、加大中药安全监管力度等方面提出35条具体详细举措,有利于中国特色的中药科学监管体系的建设,推进中药产业发展。
2023年1月	《关于加快古代经典名方中药复方制剂沟通交流和申报的有关措施》	国家药监局药审中心	加快按古代经典名方目录管理的中药复方制剂的研发和申报,旨在促进中药传承创新和高质量发展。
2023年2月	《中药注册管理专门规定》	国家药监局	对中药注册分类与上市审批、中药人用经验的合理应用以及中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂、同名同方药等注册分类的研制原则和技术要求进行明确,构建了中医药理论、人用经验和临床试验“三结合”的中药注册审评证据体系,推动中医药产业传承创新发展。
2023年2月	《中医药振兴发展重大工程实施方案》	国务院	统筹部署了中医药健康服务高质量发展工程、中西医协同推进工程、中医药传承创新和现代化工程、中药质量提升及产业促进工程等8项重点工程,安排了26个建设项目,为推动中医药振兴发展提出具体要求。
2023年4月	《“十四五”中医药文化弘扬工程实施方案》	国家中医药管理局、中央宣传部、教育部、商务部、文化和旅游部、国家卫生健康委、国家广电总局、国家文物局	加强中医药文化时代阐释加强中医药典籍保护传承、打造中医药文化传播平台、加大中医药文化活动和产品供给、广泛开展中医药科普等工作,旨在大力弘扬中医药文化,促进中医药文化创造性转化、创新性发展,为中医药振兴发展、健康中国建设注入源源不断的文化动力。
2023年6月	《关于印发〈中药材生产质量管理规范〉监督实施示范建设方案的通知》	国家药监局	适用于中药材生产企业规范生产中药材的全过程管理,有利于推进中药材规范化生产,加强中药材质量控制,促进中药产业高质量发展。

资料来源:中国政府网,国信证券经济研究所整理

优选道地药材,打造“本草悟”精致饮片和“原质原味”999中药配方颗粒。2018年9月,公司正式推出“本草悟”与“雅之极”系列中药饮片,“本草悟”品牌定位为中高端系列,分为公斤装和小包装两种规格,片型均匀,质量稳定;“雅之极”品牌定位为高端精致系列,主营四川道地品种,主要为小包装规格,色泽均匀,洁净度高,外形一致,可根据客户需求单独定制。999中药配方颗粒定位于“原质原味”,在传统中医药理论指导下,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”，通过标准煎剂的指纹或特征图谱指导、跟踪工艺全过程（提取、浓缩、干燥、制粒、包装等），权威质控，保障物质基础、临床疗效与传统汤剂的一致。999 中药配方颗粒与中药饮片从源头做起，掌控核心药材，拥有“国家基本药物所需中药材种子种苗繁育基地”和“岭南中药材种子种苗繁育基地”，构建产业链全程可溯源，有效保障道地药材质量。

图25: 999 中药配方颗粒与中药饮片



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

中药标准化趋势下，公司加强对原材料的质量把控和溯源管理。由于中药材价格的波动性、炮制工艺的多样性，长期以来，我国中药行业缺乏质量标准，甚至出现“劣币驱逐良币”的恶性竞争现象，在国家政策引导下，中药行业将逐步走向标准化。公司积极应对行业新变化，持续推进“中医药全产业链价值管理”，构建全产业链竞争优势，完善覆盖药材种植、饮片/配方颗粒生产、销售流通的全过程溯源体系。

1) 饮片方面：饮片行业随着行业监管加强，逐渐走向“保质、提级、稳供”高质量发展新阶段，公司积极拓展做强黄金单品，提升品牌知名度，高效执行山东联采品种保供，饮片业务实现快速增长。

2) 配方颗粒方面：2021年2月，国家药监局等四部门发布《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》，宣布长达20年的中药配方颗粒试点工作结束，公司积极应对试点结束带来的行业变化，推进配方颗粒新国标品种的生产落地研究、销售备案工作，稳步推进国家标准、地方标准产品的切换工作，目前产品切换工作总体趋势良好，公司已基本实现国标品种全国覆盖。2023年，中药配方颗粒省际联盟集中带量采购带来配方颗粒行业又一次重大变革，推动配方颗粒业务商业模式重构，并进入市场格局调整的窗口期，公司国药业务团队直面问题，重塑业务和组织能力，致力于跑赢新周期。

3) 中药材种植方面：公司积极布局上游药材种植基地，公司持续扩大中药材规范化基地建设，推动前端种植规范化，建立从药材采收、种植、产地加工至仓储的一体化产业模式，从源头建立药材资源优势，同时开展道地药材栽培技术研究，形成种植技术规范，构建全过程溯源体系，从源头保障药材质量。

4) 营销推广方面：以“推学术、强招标、创模式”为关键举措，持续推动核心市场与重点客户业务拓展，开展区域网格化管理，不断拓展多元化的学术推广项目，

积极应对配方颗粒业务多地区集中带量采购工作，实现全品种入围，为扩大市场覆盖奠定基础。

收购昆药：协同发展，三七业务焕发新活力

战略性并表昆药，营收提升显著

收购昆药集团，打造三七产业链龙头企业。昆药集团与华润圣火均为三七产业链的重要载体。2022年，华润三九斥资29.02亿元收购了昆药集团28%的股权，成为其控股股东；2023年1月19日，昆药集团正式并入华润三九财务报表。2023年，昆药集团围绕“四个重塑”的融合工作稳步推进，经过多轮深入的战略研讨，在充分研判中医药振兴发展的国家战略、深刻洞察银发健康消费趋势、综合评估昆药集团自身优势及特色后，确立了将昆药集团打造成为“银发健康产业引领者、精品国药领先者、老龄健康/慢病管理领域领导者”的战略目标，重点聚焦慢病管理和老龄健康领域，深挖三七产业链价值。公司与昆药集团的战略性融合有望进一步强化三七产业链建设，优化业务布局，打造三七产业链龙头企业。

受益于昆药并表，2023年公司营收显著提升。2023年，传统国药（昆药业务）收入40.87亿元，占华润三九总营收比重为16.52%。受益于昆药并表，华润三九2023年营业收入同比增长36.83%。

图26：华润三九营收情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

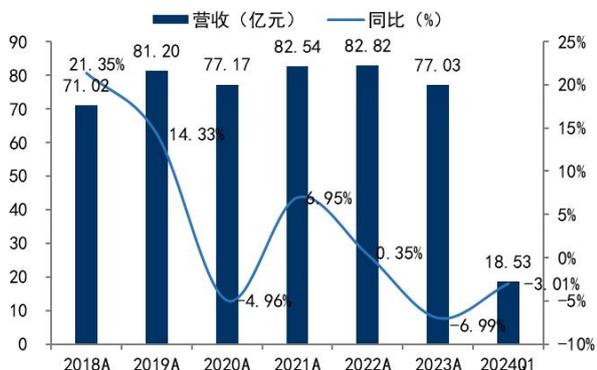
图27：2023年昆药业务收入占华润三九总营收比重



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

昆药集团业绩短期承压，核心产品血塞通增长稳健。昆药集团2023年实现营业收入77.03亿元，同比下降6.99%，主要系商业板块业务结构优化及对外援助业务减少影响。产品方面，昆药集团核心产品血塞通收入保持稳健增长，注射用血塞通（冻干）同比增长22.65%；血塞通口服剂产品同比增长19.44%，其中，血塞通软胶囊同比增长33.04%，血塞通片同比增长15.09%。华润入主后，昆药集团有望借助三九商道，进一步整合商业渠道、优化原有商业模式，持续构建“合理覆盖、快速流通、有效销售”的昆药销售渠道，多途径、多渠道稳步提升终端覆盖，持续提升大单品市场份额，培育高增长潜力产品，业绩有望企稳并回暖。

图28: 昆药集团营收情况



资料来源: 昆药集团公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图29: 昆药集团血塞通部分产品销量情况



资料来源: 昆药集团公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

注: 注射用血塞通(冻干)按 200mg/支换算, 血塞通软胶囊按 100mg/粒换算。

整合业务，成立三大事业部

成立“1381、1951、777”三大事业部，进一步赋能品牌打造。昆药集团成立“1381、1951、777”三个事业部，结合“学术赋能+品牌打造”，依托“KPC·1951”“777”两大事业部，强化渠道拓展与协同，增强产品品牌价值，带动产品实现快速增长、市场占有率稳步提升；依托“昆中药 1381”事业部，重点打造以参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒等为核心的强单品，持续培育具有高增长潜力的产品，并积极挖掘更多底蕴悠久的经典名方产品，形成产品集群丰富且有梯度的产品矩阵。

表19: 昆药集团三大事业部聚焦重点

事业部	聚焦重点
昆中药 1381	推进产品梳理、建立商道、品牌驱动、推广策略，优化产品组合，打造精品国药领先者
KPC1951	深耕心脑血管、肌肉骨骼、神经精神三大核心领地，推动成为老年健康领域严肃治疗的引领者
777	聚焦三七产业链，慢病管理和老龄健康领域，提供专业化解决方案

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

“KPC·1951 事业部”承接“银发健康产业引领者”战略目标。围绕“心脑血管、骨骼肌肉、呼吸系统、神经精神”等核心治疗领域，承接公司成为“银发健康产业引领者”战略目标，通过以“智慧管线、智慧营销、智慧平台、智慧组织”为核心的“四提工程”，持续价值创造、坚守长期主义，打造老年健康领域严肃治疗的引领者。

“昆中药 1381”致力打造精品国药领先者。“昆中药 1381”品牌至今已有 642 年历史，获得吉尼斯世界纪录“Oldest operating pharmaceutical business”（全球最古老的制药企业），并获评中国非物质文化遗产保护单位。依托“昆中药 1381”事业部，重点打造以参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒等为核心的强单品，扩展消化、皮肤用药、妇科用药领域的产品矩阵。2023 年度中国非处方药产品综合统计排名中，参苓健脾胃颗粒位居中成药消化类第 6 名；金花消痤丸位居中成药皮肤科类第 5 名；舒肝颗粒位居中成药妇科调理类第 1 名。

表20：“昆中药”品牌产品情况

品牌	药品名称	药品类别	细分类别	细分市场排名
消化类				
昆中药	参苓健脾胃颗粒	中成药	消化类	6
皮肤科				
昆中药	金花消痤丸(*)	中成药	皮肤科类	5
妇科				
昆中药	舒肝颗粒(*)	中成药	妇科调理类	1

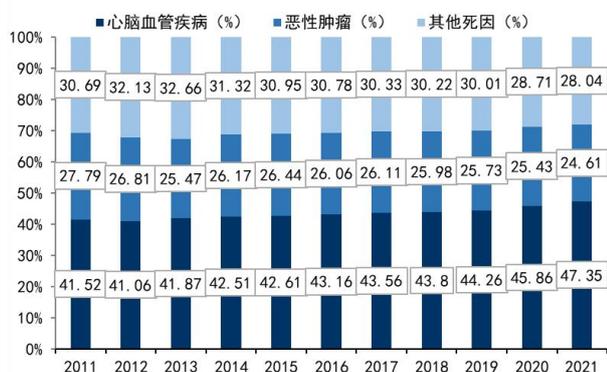
资料来源：昆药集团公司官网、中国非处方药协会，国信证券经济研究所整理

注：*代表独家品种，细分市场排名来自中国非处方药协会公布的非处方药企业及产品品牌 2023 年度统计调研结果。

777 事业部：聚焦心脑血管，构建慢病管理平台

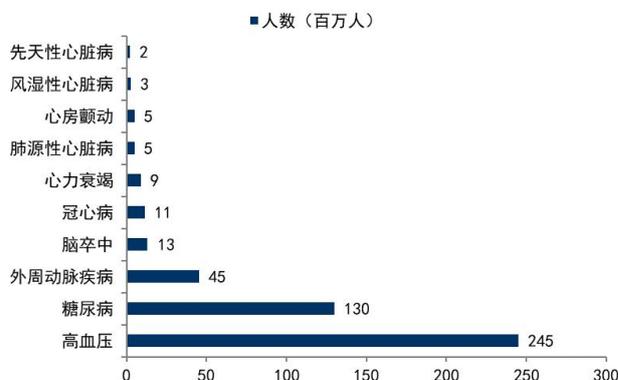
慢病管理市场空间巨大。据国家卫健委测算，预计“十四五”时期，我国 60 岁及以上老年人口总量将突破 3 亿，占比将超过 20%，进入中度老龄化阶段；2035 年左右，60 岁及以上老年人口将突破 4 亿，在总人口中的占比将超过 30%，进入重度老龄化阶段。在人口老龄化、疾病谱变化、老龄疾病年轻化趋势下，慢病人群日益扩大，慢病需求潜力逐步释放，其中心脑血管疾病人群占比最大。根据《中国心血管健康与疾病报告 2022》，我国心血管病人数超 3.3 亿；根据国家统计局数据，2021 年城市居民中因心脑血管疾病死亡的人数占总死亡人数比例高达 47.35%，高于恶性肿瘤。心脑血管疾病严重威胁人民群众身体健康，已成为不容忽视的领域。

图30：中国城市各病因死亡人数占总死亡人数比例



资料来源：国家统计局，国信证券经济研究所整理

图31：中国心脑血管及相关慢病人群数量



资料来源：国家心血管病中心《中国心血管健康与疾病报告 2022》，国信证券经济研究所整理

慢病领域将迎来政策发展机遇期。根据《健康中国行动（2019-2030 年）》，慢病占总疾病负担的 70%以上，已成为我国居民的主要死亡原因和疾病负担。另外，慢病治疗有长期乃至终身复诊、用药的需求，患者需要承受较大的精神压力和经济压力。鉴于我国庞大的慢病人群和治疗需求，为有效防治慢病，降低居民疾病负担，提高居民健康期望寿命，国务院印发了《中国防治慢性病中长期规划（2017—2025）》，坚持预防为主，加强行为和环境危险因素控制，强化慢病早筛查和早发现，切实推动疾病治疗向健康管理的转变，实现由以治病为中心向以健康为中心转变。由此，慢病管理领域迎来政策发展机遇期，相关部门不断出台相关政

策，引导并支持慢病领域发展。

表21：2016—2023年慢病相关政策梳理

时间	文件	部门	内容
2016年10月	《“健康中国2030”规划纲要》	国务院	推动医养结合，为老年人提供治疗期住院、康复期护理、稳定期生活照料、安宁疗护一体化的健康和养老服务，促进慢性病全程防治管理服务同居家、社区、机构养老紧密结合。鼓励社会力量兴办医养结合机构。加强老年常见病、慢性病的健康指导和综合干预，强化老年人健康管理。
2017年2月	《中国防治慢性病中长期规划（2017—2025年）》	国务院	到2025年，慢性病危险因素得到有效控制，实现全人群全生命周期健康管理，力争30—70岁人群因心脑血管疾病、癌症、慢性呼吸系统疾病和糖尿病导致的过早死亡率较2015年降低20%。逐步提高居民健康期望寿命，有效控制慢性病疾病负担。
2019年10月	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	国务院	促进中医药、中华传统体育与现代康复技术融合，发展中国特色康复医学。实施中医药康复服务能力提升工程。依托现有资源布局一批中医康复中心，加强中医医院康复科建设，在其他医院推广中医康复技术。针对心脑血管病、糖尿病等慢性病和伤残等，制定推广一批中医康复方案，推动研发一批中医康复器具。大力开展培训，推动中医康复技术进社区、进家庭、进机构。
2021年4月	《关于建立健全职工基本医疗保险门诊共济保障机制的指导意见》	国务院	逐步扩大由统筹基金支付的门诊慢性病、特殊疾病病种范围，将部分治疗周期长、对健康损害大、费用负担重的疾病门诊费用纳入共济保障。
2021年11月	《关于加强新时代老龄工作的意见》	国务院	加强老年人群重点慢性病的早期筛查、干预及分类指导，开展老年口腔健康、老年营养改善、老年痴呆防治和心理关爱行动。企业和科研机构要加大老年产品的研发制造力度，支持老年产品关键技术成果转化、服务创新，积极开发适合老年人使用的智能化、辅助性以及康复治疗等方面的产品。
2022年5月	《“十四五”国民健康规划》	国务院	加强国家慢性病综合防控示范区建设，到2025年覆盖率达到20%。提高心脑血管疾病、癌症、慢性呼吸系统疾病、糖尿病等重大慢性病综合防治能力，强化预防、早期筛查和综合干预，逐步将符合条件的慢性病早诊早治适宜技术按规定纳入诊疗常规。
2022年7月	《关于进一步推进医养结合发展的指导意见》	国家卫健委等11部门	支持有条件的医疗卫生机构为居家失能（含失智，下同）、慢性病、高龄、残疾等行动不便或确有困难的老年人提供家庭病床、上门巡诊等居家医疗服务；推进中医药进家庭、进社区、进机构；各地要优化医疗资源布局，通过新建、改扩建、转型发展等方式，加强康复医院、护理院（中心、站）和安宁疗护机构建设，支持老年医学科和安宁疗护科发展，支持医疗资源丰富地区的二级及以下医疗卫生机构转型，开展康复、护理以及医养结合服务。
2023年2月	《关于进一步深化改革促进乡村医疗卫生体系健康发展的意见》	国务院	提高县级医院常见病、多发病、慢性病诊疗以及危急重症患者抢救和疑难复杂疾病向上转诊服务能力。支持县级医院设施和服务能力建设，力争常住人口超过5万人或服务半径大的县（市、旗）至少有1所县级医院（包含中医医院）达到二级甲等医院医疗服务能力。全面提升乡镇卫生院防病治病和健康管理能力，鼓励拓展康复医疗、医养结合、安宁疗护等服务功能。
2023年3月	《关于进一步完善医疗卫生服务体系的意见》	国务院	发展急诊科、妇产科、儿科、重症医学科、中医科、精神科、老年医学科、康复医学科、感染性疾病科等学科，提升肿瘤、心脑血管疾病等重大疾病诊疗能力，鼓励依托现有资源建立相关专科专病中心。
2023年5月	《全面提升医疗质量行动计划（2023—2025年）》	国家卫健委、中医药局	加强中医、营养、康复、精神、检验、病理、影像、药学等科室的多学科会诊参与度，充分发挥营养和康复治疗对提升治疗效果的积极作用等。
2023年8月	《基层卫生健康便民惠民服务举措》	国家卫健委	社区卫生服务中心、乡镇卫生院全面实施高血压、糖尿病两慢病长期处方服务，为病情稳定的患者开具4—12周长期处方，并逐步扩大慢性疾病病种覆盖范围；城乡基层医疗卫生机构为首次诊断为或处于2型糖尿病、高脂血症、高血压初期的慢性病患者提供运动健身、饮食营养等非药物处方和戒烟、限酒、“三减（减油、减盐、减糖）”等建议，帮助其通过适量运动、健康饮食等方式控制肥胖等危险因素，恢复并保持健康状态。

资料来源：中国政府网，国信证券经济研究所整理

发布“777”品牌，开启银发健康新篇章。2024年3月27日晚，在华润三九特约2024大健康产业博览会欢迎晚宴暨“产品引领奖”颁奖盛典上，777品牌以一场别开生面的发布仪式，在数千位医药健康行业嘉宾的共同见证下，开启了银发健康战略的新篇章，标志着昆药集团、华润圣火的银发健康产业迈入了全新阶段。公司将重点打造777品牌，构建“三七就是777”的品牌认知，昆药集团“络泰”及华润圣火“理血王”血塞通软胶囊均将使用777品牌传播，以强化消费者认知、共同做大做强三七口服制剂品类。

昆药集团拟收购华润三九持有的华润圣火51%股权。2023年6月7日，华润三九

发布公告称，为优化产业链布局，并解决昆明华润圣火药业有限公司（以下简称“华润圣火”）与公司控股子公司昆药集团的血塞通软胶囊产品存在的同业竞争问题，公司拟向昆药集团转让华润圣火 51% 股权，交易价格为 17.91 亿元。华润圣火是华润三九的全资子公司，其主要生产研发销售血塞通软胶囊（核心产品）、黄藤素软胶囊、磺胺嘧啶银乳膏、三七冻干系列产品及其他普药。公告显示，本次交易作价以评估值为依据，评估基准日为 2023 年 7 月 31 日，最终采用收益法评估结果作为评估结论，确认华润圣火股东全部权益价值评估值 35.12 亿元，较其财务报表净资产账面价值 9.30 亿元增值率为 277.65%。

三七产业链再整合。昆药集团与华润圣火均为三七产业链的重要载体，此次收购将有利于加快公司三七业务产业链的整合和优化，同时解决昆药“络泰”和华润圣火“理洙王”血塞通软胶囊的同业竞争问题，充分利用两个产品优质的资源禀赋，以“学术+品牌”为驱动，发挥“阿疗法”及循证优势，持续构建慢病管理能力。

表22: 昆药集团三七系列产品

品牌	药品名称	药品类别	适应症	是否处方药	医保情况	是否基药	国产厂家数
络泰	血塞通软胶囊	中成药	用于瘀血阻滞所致的缺血性中风病（脑梗塞）中经络恢复期，症见半身不遂、偏身麻木、口舌歪斜，语言蹇涩等。	是	乙类	否	2(华润圣火、昆药集团)
络泰	血塞通注射液	中成药	用于中风偏瘫，瘀血阻络证；动脉粥样硬化性血栓性脑梗塞、脑栓塞、视网膜中央静脉阻塞见瘀血阻络证者。	是	甲类	是	15
络泰	注射用血塞通（冻干）	中成药	用于中风偏瘫、瘀血阻络及脑血管疾病后遗症、胸痹心痛、视网膜中央静脉阻塞属瘀血阻滞证者。	是	甲类	是	2(华润圣火、昆药集团)

资料来源：公司官网、药融云，国信证券经济研究所整理

院内外均衡发展，构建“防、治、养”产品矩阵。未来，公司将不断完善心脑血管领域产品布局，拓展丰富产品管线，构建“防、治、养”产品矩阵；持续打造以“产品+服务”构建慢病闭环管理，健全慢病产品组合，满足预防、保健、治疗、康复全周期健康需求，打造慢病管理全周期服务体系。院内方面，凭借 RCT 临床研究基础和持续加强的学术建设能力，以“理洙王”血塞通软胶囊为打造核心；院外方面，面向有预防和康复需求的人群，以“络泰”血塞通软胶囊为打造重点。

图32：“理洙王”牌血塞通软胶囊（左图）vs “络泰”牌血塞通软胶囊（右图）



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

财务分析

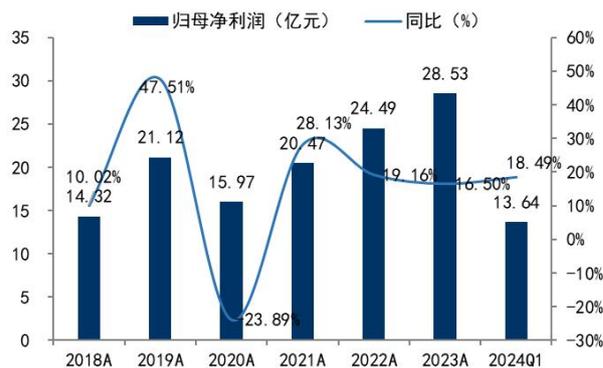
业绩增长稳健。公司 2021-2023 年营业收入分别为 153.20/180.79 亿元，同比增速+12.34%/+18.01%/+36.83%；归母净利润 20.47/24.49/28.53 亿元，同比增速 28.13%/+19.64%/+16.50%。2024 年一季度公司营收 72.94 亿元，同比增长 14.82%；归母净利润 13.64 亿元，同比增长 18.49%。整体来看，公司营收及利润增长较稳健。

图33: 华润三九营收情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

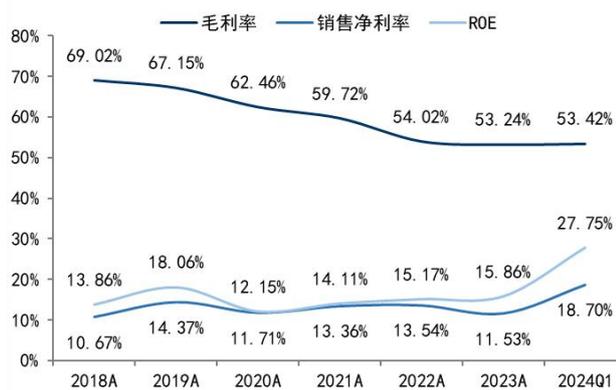
图34: 华润三九归母净利润情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

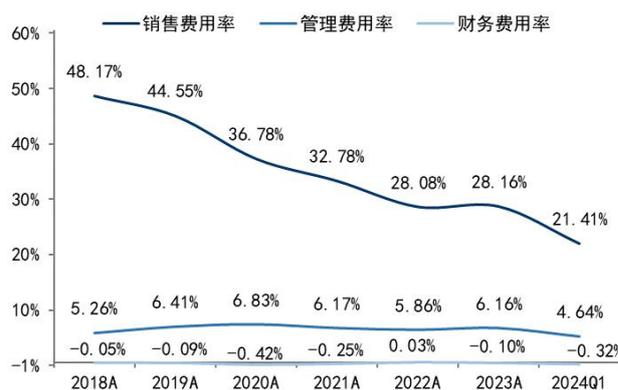
销售费用率下降明显，毛、净利率有所回升。公司具有较强的费用把控能力，2018 年至今销售费用率呈现下降趋势。2023 年公司整体毛利率 53.24%（-0.78pp），净利率 12.83%（-0.98pp），毛、净利率出现下滑主要系昆药并表影响，叠加中药配方颗粒标准切换后成本上涨。随着公司持续加强产业链管理，优化销售费用使用，2024 年一季度毛、净利率水平有所回升。

图35: 华润三九利润率情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图36: 华润三九费用率情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

分业务看，CHC 业务收入持续增长。2023 年公司 CHC 健康消费品业务实现营业收入 117.07 亿元（+2.83%），毛利率 60.60%（+3.89pp）；处方药业务实现营业收入 52.20 亿元（-12.64%），毛利率 52.15%（-0.68pp），主要系中药配方颗粒业务受国标切换及 15 省（地区）启动联盟集采影响，表现大幅低于预期；昆药集团 2023 年实现营业收入 77.03 亿元，同比下降 6.99%，毛利率 72.33%，主要系商业板块业务结构优化及

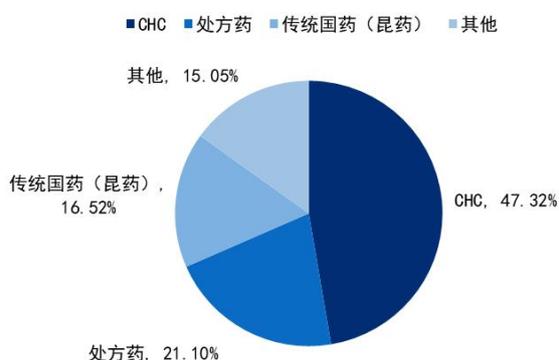
对外援助业务减少影响。剔除昆药并表影响，公司营业收入稳健。

图37: 华润三九分业务收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

图38: 华润三九 2023 年分业务收入占比情况 (单位: %)



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

经营性现金流量较为充足。公司经营活动产生的现金流量净额长期保持正数，除 2021 年外，公司近年来经营性现金流量逐年增长，2023 年达到 41.92 亿元，创历史新高。总体而言，公司的经营性现金流量较为充足，且整体呈现出快速增长的态势，公司的持续经营能力较强。

图39: 华润三九经营活动产生的现金流量净额变化情况



资料来源: 公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

CHC 业务：CHC 是公司核心业务，秉承创新研发的方针和“1+N”的品牌策略，在“999”品牌的基础上，结合数字化、智能化手段，不断推出高质量、体验感好、符合消费者需求的新产品。2023 年，公司 CHC 业务收入同比增加 2.83%，毛利率 60.60%（+3.89pp）。随着高品质产品的推陈出新，叠加公司线上线下全面的渠道布局及品牌影响力的不断巩固，我们认为 CHC 业务有望延续良好增长态势，预计 2024-2026 年，CHC 业务收入增速分别为+9.96%/+11.31%/+10.94%，毛利率分别为 60.70%/60.80%/60.80%，对应的收入为 128.73/143.29/158.97 亿元。

处方药业务：近年来，在医保控费、集采、限抗、配方颗粒试点结束等政策影响下，公司处方药业务有下滑趋势。随着公司不断适应集采政策，调整产品结构，稳步推进国家标准、地方标准产品的切换工作，我们认为医疗端业务有望得到恢复发展，预计 2024-2026 年，处方药业务收入增速分别为+10.86%/+8.40%/+8.29%，毛利率分别为 52.00%/52.30%/52.50%，对应的收入为 57.87/62.74/67.94 亿元。

传统国药（昆药）业务：公司与昆药集团战略性融合，共同确立了将昆药集团打造成为“银发健康产业引领者、精品国药领先者、老龄健康/慢病管理领域领导者”的战略目标。依托华润三九的终端运营管理能力、品牌运作能力和战略规划能力，我们认为昆药业务有望得到较快发展，预计 2024-2026 年，昆药业务收入增速分别为+13.00%/+13.00%/+13.00%，毛利率分别为 73.00%/73.50%/74.00%，对应的收入为 46.18/52.19/58.97 亿元。

表23：华润三九业务拆分（亿元，百分比除外）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	153.20	180.79	247.39	272.79	300.21	328.88
yoy	12.34%	18.01%	36.83%	10.27%	10.05%	9.55%
毛利	91.49	97.66	131.72	146.35	162.91	180.26
毛利率	59.72%	54.02%	53.24%	53.65%	54.26%	54.81%
CHC	92.76	113.84	117.07	128.73	143.29	158.97
yoy	18.41%	22.73%	2.83%	9.96%	11.31%	10.94%
毛利率	59.34%	56.71%	60.60%	60.70%	60.80%	60.80%
处方药	53.50	59.76	52.20	57.87	62.74	67.94
yoy	3.25%	11.69%	-12.64%	10.86%	8.40%	8.29%
毛利率	65.45%	52.83%	52.15%	52.00%	52.30%	52.50%
传统国药（昆药）			40.87	46.18	52.19	58.97
yoy				13.00%	13.00%	13.00%
毛利率			72.33%	73.00%	73.50%	74.00%
其他	6.94	7.19	37.24	40.00	42.00	43.00
yoy	11.62%	3.70%	417.68%	7.40%	5.00%	2.38%
毛利率	20.61%	21.27%	10.71%	11.00%	11.00%	10.00%

资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，预计未来 3 年营收 272.79/300.21/328.88 亿元，同比+10.27%/+10.05%/+9.55%，毛利率 53.65%/54.26%/54.81%，毛利 146.35/162.91/180.26 亿元，同比+11.11%/+11.32%/+10.65%。

未来 3 年业绩预测

表24：未来3年盈利预测表

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	180.79	247.39	272.79	300.21	328.88
营业成本（亿元）	83.13	115.67	126.44	137.30	148.62
销售费用（亿元）	50.77	69.65	75.02	81.06	87.15
管理费用（亿元）	10.59	15.24	16.37	17.71	19.08
研发费用（亿元）	5.94	7.15	7.77	8.56	9.37
财务费用（亿元）	0.06	-0.24	-0.27	-0.30	-0.33
营业利润（亿元）	29.47	37.53	44.99	52.98	60.62
利润总额（亿元）	29.63	37.54	44.95	52.89	60.32
归母净利润（亿元）	24.49	28.53	33.12	39.42	45.67
摊薄 EPS（元）	1.91	2.22	2.58	3.07	3.55
ROE	14.40%	15.04%	15.67%	16.71%	17.28%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件，我们得到公司2024-2026年营业收入分别为272.79/300.21/328.88亿元，归母净利润为33.12/39.42/45.67亿元，增速分别为+16.11%/+19.02%/+15.83%。每股收益分别为2.58/3.07/3.55元。

盈利预测的敏感性分析

考虑如下三种情况对公司经营情况的影响分析，乐观假设与悲观假设在现有预测基础上下浮动10%。

表25：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	18,079	24,739	27,533	30,578	33,790
(+/-%)	18.0%	36.8%	11.3%	11.1%	10.5%
净利润(百万元)	2449	2853	5408	6272	7163
(+/-%)	19.6%	16.5%	89.6%	16.0%	14.2%
每股收益(元)	1.91	2.22	4.21	4.88	5.58
中性预测					
营业收入(百万元)	18,079	24,739	27,279	30,021	32,888
(+/-%)	18.0%	36.8%	10.3%	10.1%	9.5%
净利润(百万元)	2449	2853	3312	3942	4567
(+/-%)	19.6%	16.5%	16.1%	19.0%	15.8%
每股收益(元)	1.91	2.22	2.58	3.07	3.55
悲观预测					
营业收入(百万元)	18,079	24,739	27,025	29,470	32,003
(+/-%)	18.0%	36.8%	9.2%	9.0%	8.6%
净利润(百万元)	2449	2853	1323	1772	2186
(+/-%)	19.6%	16.5%	-53.6%	33.9%	23.3%
每股收益(元)	1.91	2.22	1.03	1.38	1.70

资料来源：国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：596-691 亿元

未来 5 年估值假设条件见下表：

表26：公司盈利预测假设条件（%）

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
营业收入增长率	10.27%	10.05%	9.55%	7.55%	5.55%	3.55%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
营业成本/营业收入	46.35%	45.74%	45.19%	45.09%	45.09%	45.09%	45.09%	45.09%	45.09%	45.09%
管理费用/营业收入	6.00%	5.90%	5.80%	5.70%	5.60%	5.50%	5.40%	5.30%	5.20%	5.10%
销售费用/销售收入	27.50%	27.00%	26.50%	26.45%	26.40%	26.35%	26.30%	26.25%	26.20%	26.15%
营业税及附加/营业收入	1.10%	1.12%	1.12%	1.12%	1.12%	1.12%	1.12%	1.12%	1.12%	1.12%
所得税税率	15.18%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%
股利分配比率	34.63%	37.63%	37.93%	36.73%	37.43%	37.36%	37.17%	37.32%	37.29%	37.26%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表27：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.05	T	15.18%
无风险利率	3.00%	Ka	11.93%
股票风险溢价	8.50%	有杠杆 Beta	1.09
公司股价（元）	43.02	Ke	12.24%
发行在外股数（百万）	1285	E/(D+E)	96.05%
股票市值（E，百万元）	55265	D/(D+E)	3.95%
债务总额（D，百万元）	2273	WACC	11.93%
Kd	5.30%	永续增长率（10年后）	2.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价格区间为 46.36-53.78 元，对应市值区间为 596-691 亿元。

表28：华润三九 FCFF 估值表

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
EBIT（百万元）	4,418.9	5,222.1	6,097.6	6,681.7	7,145.8	7,496.0	7,820.5	8,157.6
所得税税率	15.18%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%
EBIT*(1-所得税税率)（百万元）	3,747.9	4,386.5	5,122.0	5,612.6	6,002.5	6,296.7	6,569.2	6,852.4
折旧与摊销（百万元）	785.9	856.2	913.4	972.0	1,031.0	1,090.2	1,149.2	1,208.2
营运资金的净变动（百万元）	1,069.6	(274.4)	(529.6)	270.4	(85.1)	(21.8)	114.8	11.2
资本性投资（百万元）	(893.2)	(900.7)	(883.7)	(892.5)	(892.3)	(889.5)	(891.4)	(891.1)
FCFF（百万元）	4,710.2	4,067.6	4,622.1	5,962.5	6,056.2	6,475.6	6,941.8	7,180.7
PV(FCFF)（百万元）	4,208.2	3,246.7	3,296.1	3,798.7	3,447.1	3,293.0	3,153.8	2,914.6
核心企业价值（百万元）	59,046.2							
减：净债务（百万元）	(4,826.3)							
股票价值（百万元）	63,872.6							
每股价值（元）	49.72							

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表29: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (港元)

		WACC 变化				
		10.9%	11.4%	11.93%	12.4%	12.9%
永续 增长 率 变 化	49.72					
	3.5%	60.86	57.07	53.73	50.77	48.13
	3.0%	58.80	55.33	52.24	49.49	47.02
	2.5%	56.99	53.78	50.92	48.35	46.03
	2.0%	55.38	52.40	49.72	47.31	45.12
	1.5%	53.94	51.15	48.64	46.36	44.29
	1.0%	52.64	50.03	47.66	45.50	43.54
0.5%	51.47	49.00	46.76	44.72	42.84	

资料来源: 国信证券经济研究所分析 *绝对估值分析时间 2024-07-19

相对估值: 596-662 亿元

公司作为品牌 OTC 领域龙头, 背靠大型央企华润集团, 具有平台、规模、成本优势, 毛利率、净利润率较高, 同时具有较强的品牌运作能力和前瞻性市场布局战略, 我们选择与公司业务相近的太极集团、以岭药业和白云山作为可比公司。**太极集团**主要从事中、西成药的生产和销售, 是全产业链布局的大型企业集团, 2021 年 4 月完成战略重组, 实控人变更为国药集团; **以岭药业**是中药创新领先企业, 以络病理论创新带动中医药产业化, 运用现代高新技术研发科技中药、西药和生物药; **白云山**是大型控股型企业, 专注于医药健康产业, 实现了全产业链覆盖。

以 2024 年 7 月 19 日的股价为基础, 三家可比公司 2024 年平均 PE 为 14.2x, 考虑到公司较高的利润端增速, 我们给予华润三九高于可比公司平均的市盈率水平, 给予公司 2024 年 18-20 倍 PE, 合理市值为 596-662 亿元, 对应目标价 46.36-50.38 元。

表30: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	24/7/19 股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE				ROE	PEG	投资 评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
600129	太极集团	28.07	156	1.48	1.93	2.34	2.80	19.0	14.5	12.0	10.0	24.59	0.6	优于大市
002603	以岭药业	15.67	262	0.81	0.93	1.09	1.28	19.4	16.8	14.3	12.2	12.08	1.0	优于大市
600332	白云山	30.80	501	2.49	2.74	3.01	3.36	12.3	11.2	10.2	9.2	12.11	1.1	无评级
平均								16.9	14.2	12.2	10.5		0.9	
000999	华润三九	43.99	565	2.22	2.58	3.07	3.55	19.8	17.1	14.3	12.4	15.86	1.0	优于大市

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 白云山、以岭药业为 Wind 一致预期。

投资建议

业绩增长稳健, 维持“优于大市”评级。随着公司双终端协同战略的不断推进, 叠加昆药和圣火融合带来的优质资源整合, 我们认为公司未来 3 年业绩有望继续保持稳健增长, 维持盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润 33.12/39.42/45.67 亿元, 同比增长 16.11%/19.02%/15.83%。综合绝对估值与相对估值, 基于审慎性原则, 我们认为公司合理市值区间为 596-662 亿元, 合理股价为 46.36-50.38 元, 较当前股价有 5%-17%溢价空间。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 596-662 亿元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.0%、风险溢价 8.5%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的医药行业企业，如太极集团、白云山、以岭药业等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2024 年平均 PE 作为相对估值的参考，同时考虑公司的快速增长态势，最终给予公司 2024 年 18-20 倍 PE，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入增长 10.27%/10.05%/9.55%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利分别为 53.65%/54.26%/54.81%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

创新研发风险

药品研发周期长、投入大、失败率高，从新药开发到上市期间受政策法规、市场竞争格局等不确定性因素影响较多，随着公司研发投入不断加大，将面临一定的新产品开发失败的风险。

经营风险

行业竞争加剧的风险：公司是最先试点生产配方颗粒的六家企业之一，随着 2021 年国家宣布配方颗粒试点结束，公司面临着更多企业入局的挑战，若公司未来不能持续维持竞争优势，提高自身竞争力，在更加激烈的市场竞争中，公司将面临市场份额下降的风险。

原材料价格波动风险：中药材价格一直受到宏观经济、行业政策、自然灾害、种植端与需求端市场信息不对称等多种因素影响，容易出现较大幅度的波动，从而对中药制剂企业的生产成本产生影响。

并购整合风险：公司并购项目投入大，整合难度高且市场及政策环境不断变化，可能出现未能预见的风险，从而在并购项目的市场潜力和盈利能力预测上出现偏差，或出现整合不利未能实现协同价值，导致投后整合不达预期等风险。

政策风险

药品集中带量采购风险：国家组织的药品带量采购已常态化开展，并鼓励各地研究并探索对未过评品种、中成药、生物制品等开展集中带量采购工作。预计未来中成药集采将持续扩面，医保目录将动态调整，可能对公司营业收入及盈利能力造成一定影响。同时，国家鼓励对已有省份集采、价格竞争充分的品种开展带量价格联动。集采政策尤其是中药配方颗粒集采的实施可能对公司盈利能力造成一定影响。

行业集中整治影响：医药行业受国家政策影响较大。2023 年，国家卫健委联合多个部门开展为期 1 年的全国医药领域腐败问题集中整治工作，短期内对医药企业的学术推广活动和产品进院工作产生一定影响，长期将有助于医药行业的有序健康发展。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3150	6771	9845	12534	15457	营业收入	18079	24739	27279	30021	32888
应收款项	4319	6190	6291	7203	7901	营业成本	8313	11567	12644	13730	14862
存货净额	2499	5112	4685	5073	5844	营业税金及附加	207	275	300	336	368
其他流动资产	2020	2993	3766	3711	4195	销售费用	5077	6965	7502	8106	8715
流动资产合计	11988	22522	26043	29976	34853	管理费用	1059	1524	1637	1771	1908
固定资产	4677	6427	6459	6465	6357	研发费用	594	715	777	856	937
无形资产及其他	2369	3457	3318	3180	3042	财务费用	6	(24)	(27)	(30)	(33)
投资性房地产	8022	7598	7598	7598	7598	投资收益	45	18	32	32	10
长期股权投资	66	144	187	245	305	资产减值及公允价值变动	141	144	(196)	(178)	(220)
资产总计	27123	40148	43606	47465	52155	其他收入	(657)	(841)	(561)	(664)	(796)
短期借款及交易性金融负债	235	1064	470	590	708	营业利润	2947	3753	4499	5298	6062
应付款项	1795	3097	2992	3283	3676	营业外净收支	16	1	(4)	(9)	(30)
其他流动负债	6642	8786	10290	10806	11643	利润总额	2963	3754	4495	5289	6032
流动负债合计	8673	12947	13752	14679	16027	所得税费用	466	581	682	846	965
长期借款及应付债券	50	1803	1803	1803	1803	少数股东损益	48	321	500	500	500
其他长期负债	866	1137	1297	1459	1656	归属于母公司净利润	2449	2853	3312	3942	4567
长期负债合计	917	2940	3100	3262	3459	现金流量表（百万元）					
负债合计	9589	15887	16852	17940	19486	净利润	2449	2853	3312	3942	4567
少数股东权益	524	5295	5622	5933	6244	资产减值准备	(118)	34	12	(1)	(4)
股东权益	17010	18967	21132	23591	26426	折旧摊销	469	696	786	856	913
负债和股东权益总计	27123	40148	43606	47465	52155	公允价值变动损失	(141)	(144)	196	178	220
						财务费用	6	(24)	(27)	(30)	(33)
						营运资本变动	(2553)	(1281)	1130	(277)	(530)
						其它	149	153	315	313	314
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	经营活动现金流	255	2311	5752	5011	5481
每股收益	2.48	2.89	3.35	3.99	4.62	资本开支	0	(2455)	(893)	(901)	(884)
每股红利	0.91	1.20	1.16	1.50	1.75	其它投资现金流	1219	(1456)	0	0	0
每股净资产	17.21	19.19	21.39	23.87	26.74	投资活动现金流	1168	(3990)	(936)	(958)	(943)
ROIC	15%	15%	15%	17%	19%	权益性融资	6	0	0	0	0
ROE	14%	15%	16%	17%	17%	负债净变化	42	1753	0	0	0
毛利率	54%	53%	54%	54%	55%	支付股利、利息	(900)	(1184)	(1147)	(1484)	(1732)
EBIT Margin	16%	15%	16%	17%	19%	其它融资现金流	371	4163	(594)	120	118
EBITDA Margin	18%	18%	19%	20%	21%	融资活动现金流	(1338)	5300	(1741)	(1364)	(1614)
收入增长	18%	37%	10%	10%	10%	现金净变动	85	3621	3074	2689	2924
净利润增长率	20%	17%	16%	19%	16%	货币资金的期初余额	3065	3150	6771	9845	12534
资产负债率	37%	53%	52%	50%	49%	货币资金的期末余额	3150	6771	9845	12534	15457
息率	1.8%	2.3%	2.2%	2.9%	3.4%	企业自由现金流	0	81	4771	4065	4622
P/E	20.9	18.0	15.5	13.0	11.2	权益自由现金流	0	5996	4243	4319	4929
P/B	3.0	2.7	2.4	2.2	1.9						
EV/EBITDA	18.4	15.3	13.1	11.4	10.1						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032