

中药大健康龙头，内生外延共舞

——华润三九首次覆盖报告

核心观点

- 中药大健康龙头，综合实力强劲。**华润三九核心业务定位于健康消费品和处方药，2008年重组进入华润集团，经过十余年稳健经营，公司位居2023年度中国OTC生产企业综合统计排名第一。近年来，公司业绩稳健：2020-2023年，归母净利润自16.0亿元增长至28.5亿元，CAGR为21%。公司依托内生外延双轮驱动发展，重视研发创新，管线布局丰富。2023年，公司在研项目共计112项。同时，公司很重视股东回报，近年分红比例不断提升。
- 健康消费品（CHC）稳健增长，处方药（RX）注重创新与产业链运营。**CHC业务营收占比最高，具备丰富的产品线，强大的品牌影响力、卓越的渠道掌控力以及优秀的品类拓展力。2019-2023年，公司CHC业务收入自75.6亿元增长至117.1亿元，CAGR为12%。其中，核心品牌“999”系列产品市场地位领先。RX业务近年来受国标切换及集采等政策影响有所承压，公司通过加强创新研发，注重产业链运营等多种方式积极应对。
- 外延并购促发展，平台价值彰显。**公司经过十余年并购扩张，搭建中药大健康平台型公司，通过打造“1+N”品牌策略，不断开拓业务范围。2023年，公司完成对昆药集团的收购，昆药集团核心产品血塞通在心脑血管领域市占率领先，与原有业务将有效协同，同时通过打造“777”品牌力与精品国药传承，夯实未来增长力；2024年，公司拟收购天士力，后者在心脑血管药物领域布局丰富，主打产品复方丹参滴丸销售额领先，同时拥有在研产品19个。

盈利预测与投资建议

- 我们看好公司中药大健康龙头的领先地位，CHC业务有望保持稳健增长，RX业务逐步企稳，同时外延并购夯实了长期增长潜力，暂不考虑天士力并表影响，预计公司2024-2026年归母净利润分别为33.7/38.4/43.5亿元，对应EPS分别为2.62、2.99和3.39元。我们采用PE估值，参考可比公司平均市盈率，给予公司2025年19倍PE，对应目标价56.81元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 市场竞争加剧风险；兼并整合风险；政策监管风险；原材料价格风险；商誉减值风险等。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,079	24,739	27,617	30,738	33,916
同比增长(%)	16.3%	36.8%	11.6%	11.3%	10.3%
营业利润(百万元)	2,947	3,753	4,477	5,102	5,785
同比增长(%)	19.2%	27.4%	19.3%	14.0%	13.4%
归属母公司净利润(百万元)	2,449	2,853	3,369	3,838	4,351
同比增长(%)	19.2%	16.5%	18.1%	13.9%	13.4%
每股收益(元)	1.91	2.22	2.62	2.99	3.39
毛利率(%)	54.0%	53.2%	52.8%	51.9%	51.1%
净利率(%)	13.5%	11.5%	12.2%	12.5%	12.8%
净资产收益率(%)	15.2%	15.9%	16.9%	17.2%	17.2%
市盈率	22.3	19.1	16.2	14.2	12.5
市净率	3.2	2.9	2.6	2.3	2.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级

买入（首次）

股价（2025年02月21日）	41.61元
目标价格	56.81元
52周最高价/最低价	51.41/35.45元
总股本/流通A股（万股）	128,430/127,566
A股市值（百万元）	53,440
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025年02月24日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-6.56	-5.8	-10.4	1.31
相对表现%	-7.56	-9.6	-10.13	-13.78
沪深300%	1	3.8	-0.27	15.09



证券分析师

伍云飞	wuyunfei1@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524020001
	香港证监会牌照：BRX199
赵博宇	zhaoboyu@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524020003

目 录

一、华润三九：实力雄厚的中药大健康龙头	5
1.1 业绩稳健，内生外延共促增长	7
1.2 股权激励赋能，分红比例提升	9
二、CHC 稳健增长，RX 发力创新与运营	10
2.1 CHC 覆盖广泛，核心品类领先	10
2.2 扩展线上，加强数字化赋能	15
2.3 RX 承压，注重创新与产业链	17
三、外延并购促发展，平台价值彰显	20
3.1 收购昆药：整合三七，传承精品国药	22
3.2 拟并天士力：丰富心脑血管产品布局	25
四、盈利预测和投资建议	28
4.1 盈利预测	28
4.2 投资建议和估值	29
五、风险提示	29

图表目录

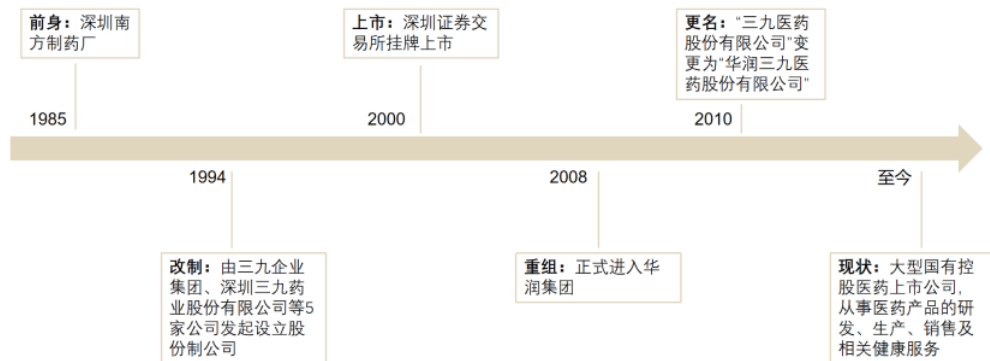
图 1：华润三九历史沿革	5
图 2：华润三九股权架构（截至 2023 年报）	5
图 3：华润三九组织架构	5
图 4：公司营收及同比增长（2019-2024Q1-Q3）	7
图 5：公司归母净利润及同比增长（2019-2024Q1-Q3）	7
图 6：华润三九主营业务收入构成（2019-2023 年）	7
图 7：公司各产品线毛利率变化趋势（2019-2023 年）	7
图 8：公司各项费用率及其变化趋势（2019-2023 年）	8
图 9：公司研发投入及同比（2019-2024H1）	9
图 10：公司研发人员数量及同比（2019-2023 年）	9
图 11：2019-2024H1 公司 CHC 业务营收及变化趋势（亿元）	10
图 12：2019-2023 年 999 感冒灵颗粒零售额（亿元）	13
图 13：2019-2023 年 999 复方感冒灵颗粒零售额（亿元）	13
图 14：2019-2023 年三九胃泰颗粒零售额（亿元）	14
图 15：2019-2023 年皮炎平（复方醋酸地塞米松乳膏）零售额（亿元）	15
图 16：2019-2023 年皮炎平（糠酸莫米松凝胶）零售额（亿元）	15
图 17：2019-2023 年中国实体药店和网上药店零售规模（亿元）	15
图 18：2023 年中国城市药店中西药市场份额	16
图 19：2023 年中国城市药店 OTC/RX 市场份额	16
图 20：2019-2023 年中国实体药店和网上药店销售额占比	16
图 21：2019-2023 年中国网上药店销售情况（亿元）	16
图 22：中国网上药店终端药品各类型销售格局	16
图 23：中国网上药店终端 RX/OTC/双跨品种分布情况	16
图 24：公司流媒体广告投放	17
图 25：公司联动亲子游乐头部品牌 MELAND	17
图 26：2019-2024H1 公司 RX 业务营收及变化趋势（亿元）	18
图 27：山东省际联盟中药配方颗粒集采部分企业拟中选产品平均降价幅度	19
图 28：山东省际联盟中药配方颗粒集采中选降幅分布	20
图 29：山东省际联盟中药配方颗粒集采拟中选数量前十企业	20
图 30：2019-2023 年华润三九销售额过亿品种数量	21
图 31：2019-2024Q1-Q3 昆药集团营收及同比增速	23
图 32：2019-2024Q1-Q3 年昆药集团归母净利润及同比增速	23
图 33：昆药集团历年营收分布情况构成	23
图 34：华润圣火理洸王与昆药络泰牌血塞通软胶囊	24

图 35：2023 年血塞通（通用名）零售终端市场份额.....	24
图 36：2019-2024Q1-Q3 天士力营收及同比.....	26
图 37：2019-2024Q1-Q3 天士力归母净利润及同比.....	26
图 38：天士力历年主营业务分布.....	26
图 39：天士力现有心脑血管产品.....	27
表 1：2023 年度中国 OTC 生产企业综合统计排名 TOP20.....	6
表 2：公司重点研究项目进展情况（截至 2024 年中报）.....	9
表 3：2021 年公司股权激励计划.....	9
表 4：近年来公司权益分派方案.....	10
表 5：华润三九部分 CHC 药物.....	11
表 6：2023 中国城市实体药店终端感冒中成药品牌 TOP20.....	12
表 7：2023 中国城市实体药店终端中成药胃药（胃炎、溃疡）TOP20 产品.....	13
表 8：2024Q1 中国城市实体药店终端中成药胃药前十集团.....	14
表 9：2023 年度 OTC 皮肤科类综合统计排名 TOP20.....	14
表 10：华润三九历年线上销售成果.....	17
表 11：华润三九部分 RX 产品梳理.....	18
表 12：公司中药处方加强循证及标准化成果.....	20
表 13：华润三九并购企业一览.....	21
表 14：公司“1+N”策略涉及品牌.....	21
表 15：公司“1+N”策略收购企业及吸纳产品.....	22
表 16：华润三九与赛诺菲合作相关内容.....	22
表 17：血塞通软胶囊临床应用专家共识推荐意见概要表（强推荐部分）.....	24
表 18：昆药集团精品国药产品梳理.....	25
表 19：2024H1 中国公立医疗机构终端心脑血管疾病中成药品牌 TOP10.....	26
表 20：2024H1 中国城市实体药店终端心脑血管疾病中成药品牌 TOP10.....	27
表 21：天士力心脑血管领域部分在研项目（截至 2024 年中报）.....	28
表 22：可比公司估值表（2025 年 2 月 21 日收盘价）.....	29

一、华润三九：实力雄厚的中药大健康龙头

2008 年华润入主，中药龙头底蕴深厚。华润三九前身为深圳南方制药厂，1994 年改制成为股份制公司，并于 2000 年于深圳交易所挂牌上市，2008 年重组进入华润集团，2010 年更名为“华润三九医药股份有限公司”并发展至今。公司业务主要为医药产品的研发、生产、销售及相关健康服务。

图 1：华润三九历史沿革



数据来源：公司官网，东方证券研究所

国有控股企业，股权结构稳定集中。公司背靠国资，是华润医药集团旗下的重要企业之一，华润医药控股有限公司持股 63%。公司自身拥有多家子公司与事业部，包括：产业链事业部、CHC（健康消费品）事业部与 RX（处方药）事业部等。

图 2：华润三九股权架构（截至 2023 年报）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 3：华润三九组织架构



数据来源：公司官网，东方证券研究所

综合实力强大，OTC 龙头地位突出。公司核心业务定位于健康消费品和处方药，产品线丰富。根据中国非处方药协会统计，公司位居 2023 年度中国 OTC 生产企业综合统计排名首位，为 OTC 领军企业。

表 1：2023 年度中国 OTC 生产企业综合统计排名 TOP20

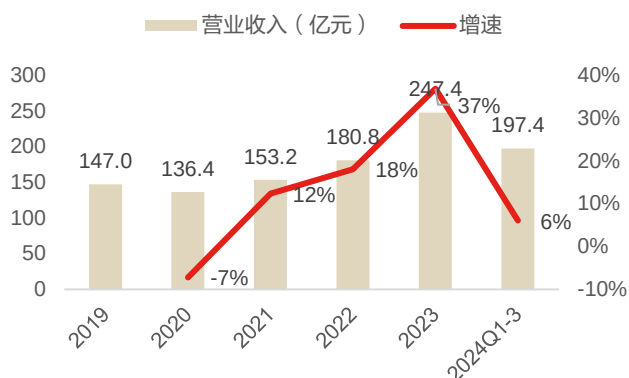
排名	企业名称
1	华润三九医药股份有限公司
2	太极集团有限公司
3	修正药业集团股份有限公司
4	赫力昂(中国)有限公司
5	石家庄以岭药业股份有限公司
6	科赴中国
7	云南白药集团股份有限公司
8	浙江康恩贝制药股份有限公司
9	仁和(集团)发展有限公司
10	天士力医药集团股份有限公司
11	东阿阿胶股份有限公司
12	拜耳医药保健有限公司
13	贵州百灵企业集团制药股份有限公司
14	国药控股星鲨制药(厦门)有限公司
15	江中药业股份有限公司
16	青岛百洋医药股份有限公司
17	九芝堂股份有限公司
18	山东达因海洋生物制药股份有限公司
19	葵花药业集团股份有限公司
20	鲁南制药集团股份有限公司

数据来源：中国非处方药协会，东方证券研究所

1.1 业绩稳健，内生外延共促增长

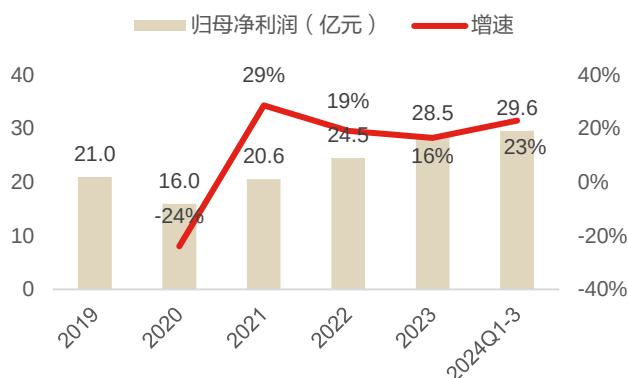
业绩表现长期稳健。2020-2023 年，公司营收自 136.4 亿元增长至 247.4 亿元，CAGR 为 19%；归母净利润自 16.0 亿元增长至 28.5 亿元，CAGR 为 21%。2024 年前三季度，公司实现收入 197.4 亿元（+6%），归母净利润 29.6 亿元（+23%）。

图 4：公司营收及同比增长（2019-2024Q1-Q3）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

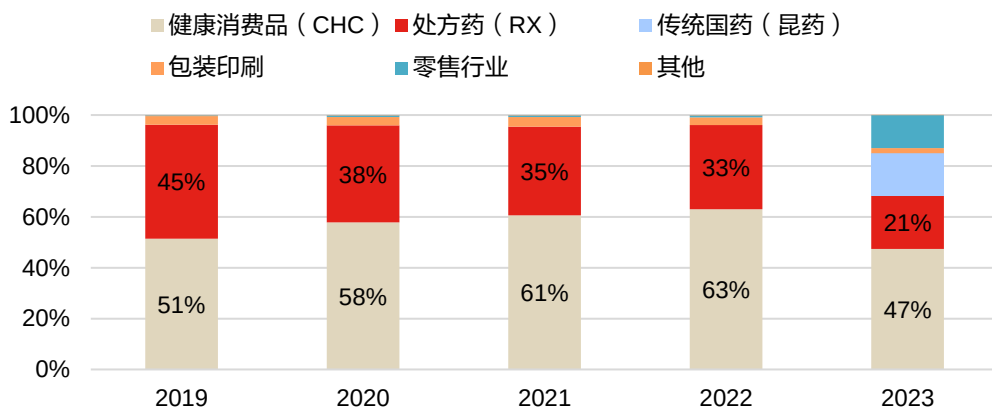
图 5：公司归母净利润及同比增长（2019-2024Q1-Q3）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

内生外延双轮驱动，CHC 业务贡献突出。2019-2022 年，CHC 业务营收占比超 50%且逐年提升。2023 年，昆药集团并表贡献营收占比 17%。相比之下，2019-2023 年，RX 业务营收占比呈逐渐下降趋势。

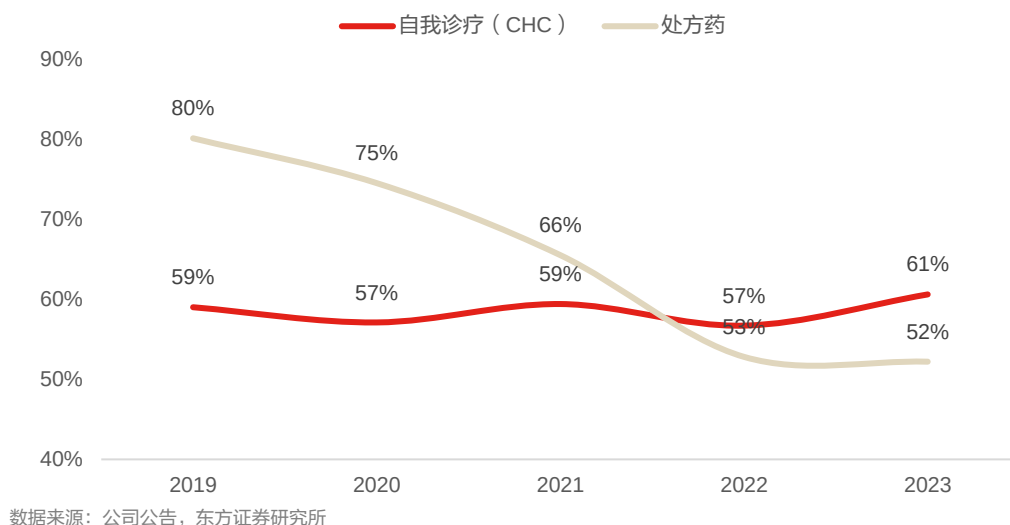
图 6：华润三九主营业务收入构成（2019-2023 年）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

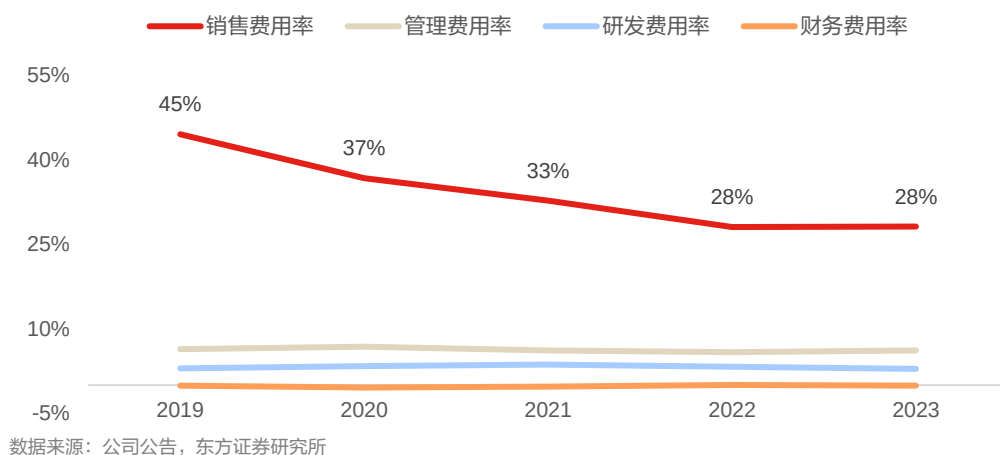
毛利率：CHC 稳定，RX 有所下降。2019-2023 年，公司 CHC 业务毛利率总体保持在 60%左右。RX 业务由于部分产品受限抗、集采等政策影响毛利率由 2019 年的 80%下降至 2023 年的 52%，2022 年下降较多主要受配方颗粒新国标执行使得产品成本上升影响。

图 7：公司各产品线毛利率变化趋势（2019-2023 年）



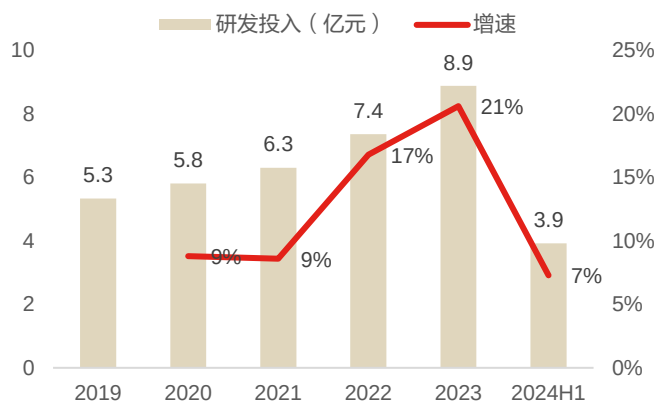
销售费用率不断优化。2019-2023 年，公司销售费用率自 45% 下降至 28%，销售费用率主要受产品结构以及公司推动创新转型、强化费用管控等影响，呈不断优化趋势。管理和研发费用率整体保持稳定。

图 8：公司各项费用率及其变化趋势（2019-2023 年）



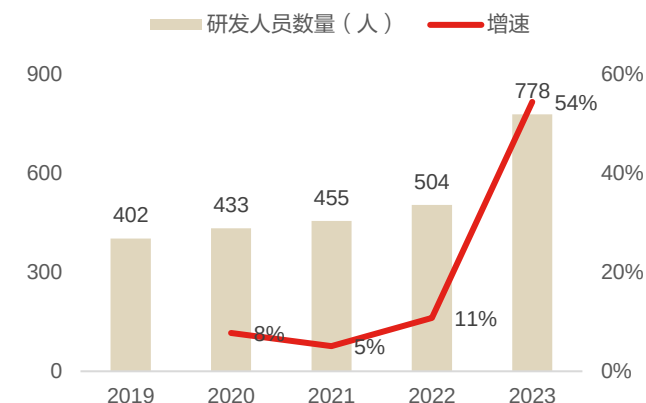
重视研发创新，开支不断加大。2019-2023 年，公司研发投入由 5.3 亿元增长至 8.9 亿元，CAGR 为 14%；同期研发人员数量由 402 人增长至 778 人，CAGR 为 18%。2023 年，公司在研项目共计 112 项，主要围绕抗肿瘤、骨科、皮肤、呼吸、抗感染等治疗领域。

图 9：公司研发投入及同比（2019-2024H1）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 10：公司研发人员数量及同比（2019-2023 年）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：公司重点研究项目进展情况（截至 2024 年中报）

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
CR999C2110L1	化药 2.2 类	祛痰	NDA 受理
CR999K1601L1	化药 2.4 类	胃癌根治术患者淋巴示踪	临床 III 期
CR999C1905L1	化药 1 类	抗肿瘤	临床 I 期
CR999C2016L1	化药 1 类	H3K27M 突变型胶质瘤	临床 I 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）	化药 2 类	家族性地中海热	批准临床
KYAH01-2018-111（昆药集团）	化药 1 类	非酒精性脂肪肝	IND 资料准备中
KYAZ01-2011-020（昆药集团）	中药/天然药物 1 类	缺血性脑卒中	临床 II 期

数据来源：公司公告，东方证券研究所

1.2 股权激励赋能，分红比例提升

股权激励赋能发展，提高员工积极性。2021 年公司发布股权激励计划，首期合计授予 273 人，激励对象为公司中高层核心业务人员，考核期为 2022 年至 2024 年。公司股权激励计划对标企业包括 15 家行业公司，考核目标包括对归母扣非净资产收益率，归母扣非净利润增长，总资产周转率等。

表 3：2021 年公司股权激励计划

解除限售期	归母扣非净资产收益率目标	归母扣非净利润增长目标 (以 2020 年为基准)	总资产周转率目标	可解除销售期数量占比
-------	--------------	------------------------------	----------	------------

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

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	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	三分之一
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	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	三分之一
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	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	三分之一
对标企业名单				

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。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

重视股东回报，分红比例不断提升。公司已连续 9 年进行权益分派回馈股东，2021 年红利分配数量提高至每 10 股派送现金 8.6 元（含税），此后红利分配数量都保持在每 10 股派送现金 10 元（含税）以上。

表 4：近年来公司权益分派方案

年份	分配方案（元/10 股）	合计派送现金人民币（百万）
2019	4.3	420
2020	5	489
2021	8.6	842
2022	10	988
2023	15，转增 3 股	1482
2024Q1-Q3	10	-

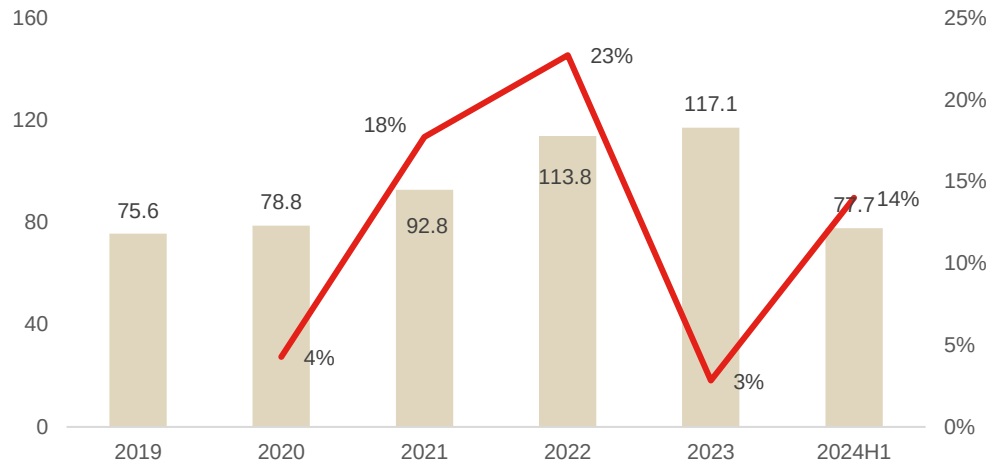
数据来源：公司公告，东方证券研究所

二、CHC 稳健增长，RX 发力创新与运营

2.1 CHC 覆盖广泛，核心品类领先

CHC 业务稳健增长。2019-2023 年，公司 CHC 业务收入自 75.6 亿元增长至 117.1 亿元，CAGR 为 12%。CHC 业务为公司最核心业务，2024H1 占比约 52%，具备丰富的产品线，强大的品牌影响力、卓越的渠道掌控力以及优秀的品类拓展力。

图 11：2019-2024H1 公司 CHC 业务营收及变化趋势（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

CHC 涵盖 OTC 和大健康两部分。OTC 药物覆盖感冒清热、胃肠消化、皮肤外用、咳嗽止咳、儿童用药、骨科用药、镇痛补益等多个领域，其中“999 感冒灵”、“999 皮炎平”、“三九胃泰”等品牌在相关品类中地位领先；大健康类产品覆盖营养补充剂、中药类保健食品、儿童维矿类、医疗小器械等。

表 5：华润三九部分 CHC 药物

覆盖领域		药品名	主治功能
OTC	感冒清热类	感冒灵胶囊	解热镇痛。用于感冒引起的头痛，发热，鼻塞，流涕，咽痛。
		复方感冒灵颗粒	辛凉解表，清热解毒。用于风热感冒之发热，微恶风寒，头身痛，口干而渴，鼻塞涕浊，咽喉红肿疼痛，咳嗽，痰黄粘稠。
		板蓝根颗粒	清热解毒，凉血利咽。用于肺胃热盛所致的咽喉肿痛、口咽干燥；急性扁桃体炎见上述证候者。
		感冒清热颗粒	疏风散寒，解热清热。用于风寒感冒，头痛发热，恶寒身痛，鼻流清涕，咳嗽咽干。
		金防感冒颗粒	祛风解表散寒。用于风寒外感，症见恶寒无汗，发热头痛。
		清瘟解毒片	清瘟解毒。用于时疫感冒，发热，怕冷，无汗头痛，口渴咽干，四肢酸痛，脘脘疼痛。
	胃肠消化类	三九胃泰颗粒	清热燥湿，行气活血，柔肝止痛。用于湿热内蕴、气滞血瘀所致的胃痛，症见脘腹隐痛、饱胀反酸、恶心呕吐、嘈杂纳减；浅表性胃炎见上述证候者。
		三九胃泰胶囊	清热燥湿，行气活血，柔肝止痛，消炎止痛，理气健胃。用于上腹隐痛，饱胀，反酸，恶心，呕吐，纳减，心口嘈杂。
	皮肤外用类	(999 皮炎平) 复方醋酸地塞米松乳膏	用于局限性瘙痒症、神经性皮炎、接触性皮炎、脂溢性皮炎以及慢性湿疹。
		(999 皮炎平) 曲安奈德益康唑乳膏	1.伴有真菌感染或有真菌感染倾向的皮炎、湿疹； 2.由皮肤癣菌、酵母菌霉菌所致的炎症性皮肤真菌病；3.尿布性皮炎； 4.念珠菌性皮炎； 5.甲沟炎； 6.由真菌、细菌所致的皮炎混合感染。
		(999 皮炎平) 糠酸莫米松凝胶	用于湿疹、神经性皮炎、异位性皮炎及皮肤瘙痒症。
	咽喉止咳类	强力枇杷露	养阴敛肺，镇咳祛痰。用于久咳劳嗽，支气管炎等。
	儿童用药类	小儿氨酚黄那敏颗粒	适用于缓解儿童普通感冒及流行性感冒引起的发热、头痛、四肢酸痛、打喷嚏、流鼻涕、鼻塞、咽痛等症状。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

		小儿感冒颗粒	疏风解表，清热解毒。用于小儿风热感冒，症见发热、头胀痛、咳嗽痰黏、咽喉肿痛；流感
	骨科用药类	骨通贴膏	祛风散寒，活血通络，消肿止痛。用于寒湿阻络兼血瘀症之局部关节疼痛、肿胀、麻木重着、屈伸不利或活动受限。
	镇痛补益类	正天丸	疏风活血，养血平肝，通络止痛。用于外感风邪、瘀血阻络、血虚失养、肝阳上亢引起的偏头痛、紧张性头痛、神经性头痛、颈椎病型头痛、经前头痛。
大健康	营养补充剂类	999 针叶樱桃益生菌	
		今维多系列维生素及蛋白质粉	
	中药类保健食品	999 鲜人参蜜片	
		三九康附系列	
		三九灵芝孢子油软胶囊	
		999 西洋参片	
		999 破壁灵芝孢子粉	
	儿童维矿类	999 葡萄糖酸锌口服溶液	
		999 钙口服液（苹果味）	
		今维多咀嚼片系列	
	医疗小器械	999 防水创可贴	
		999 医用退热贴	

数据来源：公司官网，东方证券研究所

感冒清热类：感冒灵颗粒同类市占率第一。根据米内网数据，2023 年中国城市实体药店终端感冒中成药品牌 TOP20 中，公司感冒灵颗粒市场份额占比排名第一，为 22.89%。根据中康开思数据，2023 年公司 999 感冒灵颗粒零售额为 30.8 亿元，2020-2023 年复合增长率为 17%。

表 6：2023 中国城市实体药店终端感冒中成药品牌 TOP20

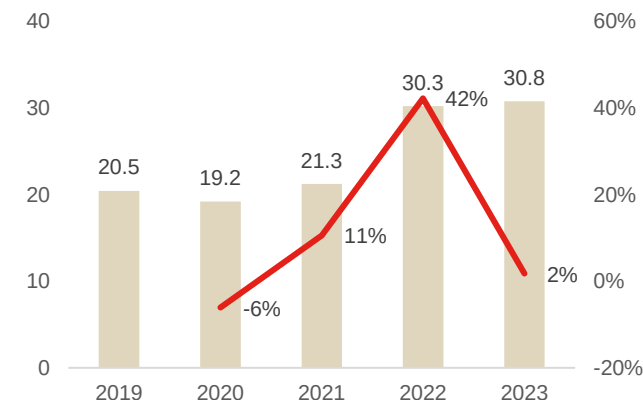
排名	产品名称	市场份额	医保情况	OTC 分类
1	感冒灵颗粒	22.89%	非医保	甲类
2	小柴胡颗粒	10.15%	国家医保(甲)	甲类
3	连花清瘟胶囊	7.98%	国家医保(甲)	甲类
4	抗病毒口服液	7.09%	国家医保(乙)	乙类(双跨)
5	复方感冒灵颗粒	6.24%	国家医保(乙)	甲类(双跨)
6	双黄连口服液	4.34%	国家医保(甲)	甲类(双跨)
7	感冒清热颗粒	3.95%	国家医保(甲)	甲类
8	四季抗病毒合剂	3.64%	国家医保(乙)	甲类(双跨)
9	夏桑菊颗粒	2.78%	非医保	乙类(双跨)
10	连花清瘟颗粒	2.40%	国家医保(甲)	非 OTC
11	桑菊感冒颗粒	2.37%	国家医保(乙)	乙类(双跨)
12	抗病毒颗粒	1.94%	国家医保(乙)	乙类(双跨)
13	风寒感冒颗粒	1.78%	非医保	甲类(双跨)
14	荆防颗粒	1.27%	国家医保(乙)	甲类(双跨)
15	四季感冒片	1.17%	非医保	乙类
16	维 C 银翘片	1.07%	国家医保(乙)	甲类
17	伤风停胶囊	0.84%	非医保	甲类
18	四季抗病毒胶囊	0.76%	非医保	甲类(双跨)

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

19	感冒灵胶囊	0.72%	非医保	甲类
20	金莲清热颗粒	0.62%	国家医保(乙)	甲类

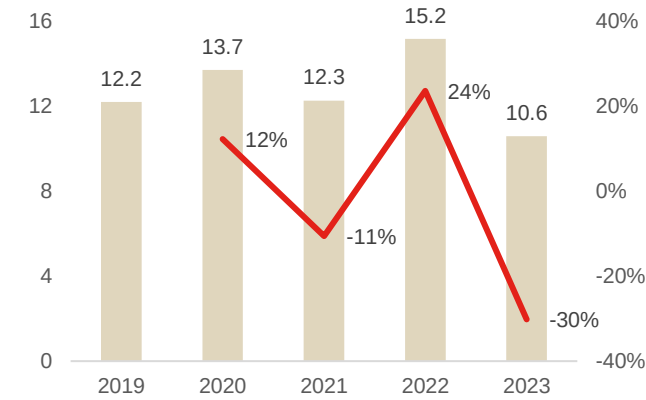
数据来源：米内网，东方证券研究所

图 12：2019-2023 年 999 感冒灵颗粒零售额（亿元）



数据来源：中康开思，东方证券研究所

图 13：2019-2023 年 999 复方感冒灵颗粒零售额（亿元）



数据来源：中康开思，东方证券研究所

胃肠消化类：公司品类位于同行业第一。根据米内网数据，公司三九胃泰颗粒、养胃舒颗粒、温胃舒颗粒和气滞胃痛颗粒等胃肠消化类产品均进入 2023 中国城市实体药店终端中成药胃药（胃炎、溃疡）TOP20。2024Q1，公司为中国城市实体药店终端中成药胃药第一的企业。

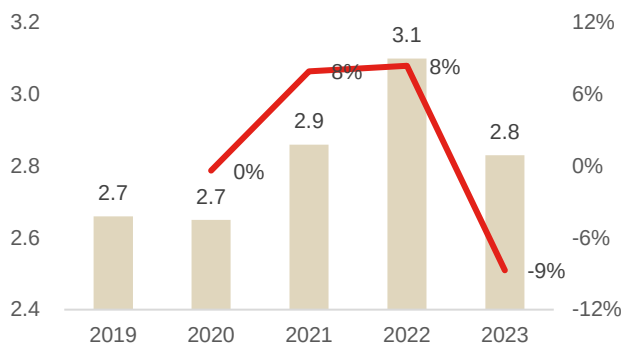
表 7：2023 中国城市实体药店终端中成药胃药（胃炎、溃疡）TOP20 产品

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	荜铃胃痛颗粒	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%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

数据来源：米内网，东方证券研究所

图 14：2019-2023 年三九胃泰颗粒零售额（亿元）



数据来源：中康开思，东方证券研究所

表 8：2024Q1 中国城市实体药店终端中成药胃药前十集团

排名	集团名称	销售增长额	在销品类数
1	华润三九	4.29%	19
2	好医生集团	-10.15%	4
3	扬子江药业	-9.30%	2
4	仲景宛西制药	13.91%	4
5	泰国李万山	-25.60%	1
6	葵花药业	-1.18%	12
7	邯郸制药	15.10%	3
8	羚锐制药	-18.99%	2
9	上海医药青岛国风药业	71.54%	1
10	葫芦娃药业	-19.20%	5

数据来源：米内网，东方证券研究所

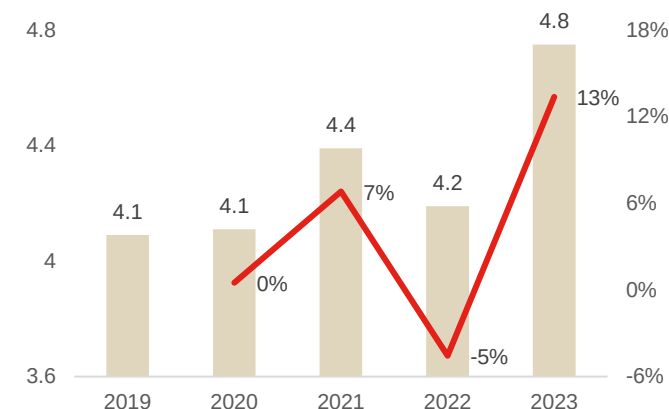
皮肤外用类：999 皮炎平位居行业前列。根据米内网数据，2023 年度 OTC 皮肤科类综合统计排名 TOP20 中，公司 999 皮炎平位居第四。根据中康开思数据，2023 年，皮炎平（复方醋酸地塞米松乳膏）零售额和皮炎平（糠酸莫米松凝胶）零售额分别为 4.8 亿元（+13%）和 4.2 亿元（+21%）。

表 9：2023 年度 OTC 皮肤科类综合统计排名 TOP20

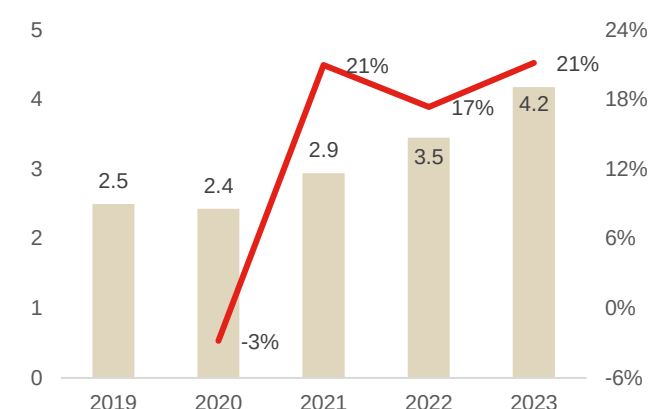
排名	商品名	通用名	企业名称
1	蔓迪	米诺地尔酊	浙江万晟药业有限公司
2	百多邦	莫匹罗星软膏	赫力昂(中国)有限公司
3	达克宁	硝酸咪康唑乳膏/散	科赴中国
4	皮炎平	复方醋酸地塞米松乳膏	华润三九医药股份有限公司
5	达霏欣	米诺地尔搽剂	山西振东安欣生物制药有限公司
6	金达克宁	酮康唑乳膏	科赴中国
7	唯达宁	硝酸益康唑喷雾剂	辽宁新高制药有限公司
8	派瑞松	曲安奈德益康唑乳膏	科赴中国
9	希尔生	二硫化硒洗剂	江苏迪赛诺制药有限公司
10	达克宁	盐酸特比萘芬喷雾剂	科赴中国
11	皮炎平	糠酸莫米松凝胶	华润三九医药股份有限公司
12	亦发	米诺地尔酊	厦门美商医药有限公司
13	尤卓尔	丁酸氢化可的松乳膏	天津金耀药业有限公司
14	艾洛松	糠酸莫米松乳膏	拜耳医药(上海)有限公司
15	邦迪	苯扎氯铵贴	科赴中国
16	康王	酮康唑洗剂	滇虹药业集团股份有限公司
17	皮炎平	曲安奈德益康唑乳膏	华润三九医药股份有限公司
18	剿喷宁	盐酸特比萘芬喷雾剂	厦门美商医药有限公司
19	顺峰康霜	曲咪新乳膏	华润三九医药股份有限公司
20	兰美抒	盐酸特比萘芬乳膏	赫力昂(中国)有限公司

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：米内网，东方证券研究所

图 15：2019-2023 年皮炎平（复方醋酸地塞米松乳膏）零售额（亿元）


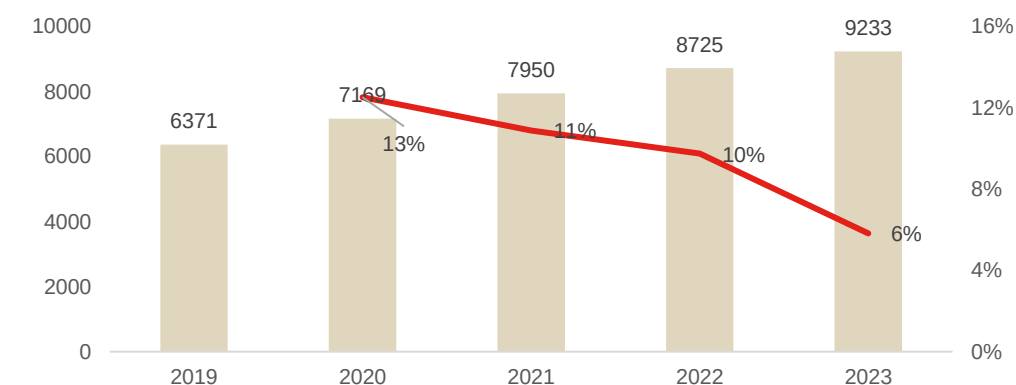
数据来源：中康开思，东方证券研究所

图 16：2019-2023 年皮炎平（糠酸莫米松凝胶）零售额（亿元）


数据来源：中康开思，东方证券研究所

2.2 扩展线上，加强数字化赋能

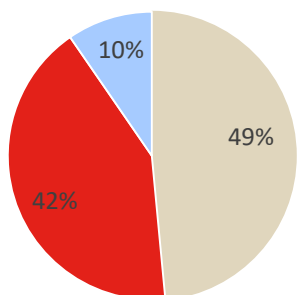
药店零售规模保持增长。2019-2023 年，中国实体药店和网上药店零售规模保持增长趋势，自 6371 亿元增长至 9233 亿元，CAGR 为 10%。2023 年，中成药在城市药店的市场份额为 42%，其余为化学药和生物药；OTC 与 RX 分别占城市药店市场份额 38%和 51%，双跨占 11%。

图 17：2019-2023 年中国实体药店和网上药店零售规模（亿元）


数据来源：米内网，东方证券研究所

图 18：2023 年中国城市药店中西药市场份额

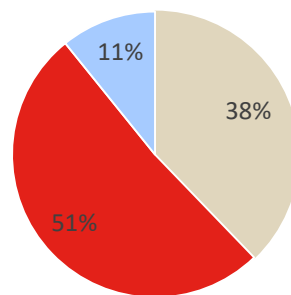
化学药 中成药 生物药



数据来源：米内网，东方证券研究所

图 19：2023 年中国城市药店 OTC/RX 市场份额

OTC RX 双跨

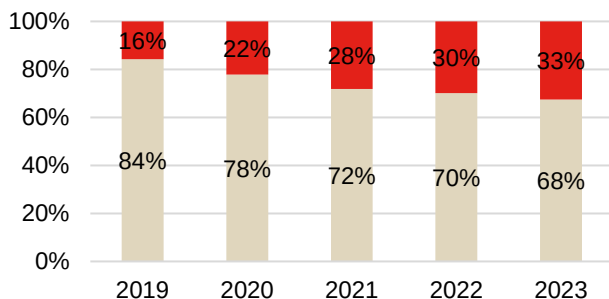


数据来源：米内网，东方证券研究所

网上药店销售额占比提升，线上渠道逐渐打开。2019-2023 年，网上药店销售额占比由 16%增加至 33%，销售额由 1002 亿元增长至 3004 亿元，2022 和 2023 年增速分别为 17%和 15%。在网上药店药品销售格局方面：化学药、生物药、中成药三者格局稳定；2022-2024Q1，OTC 药品占比有所提升。

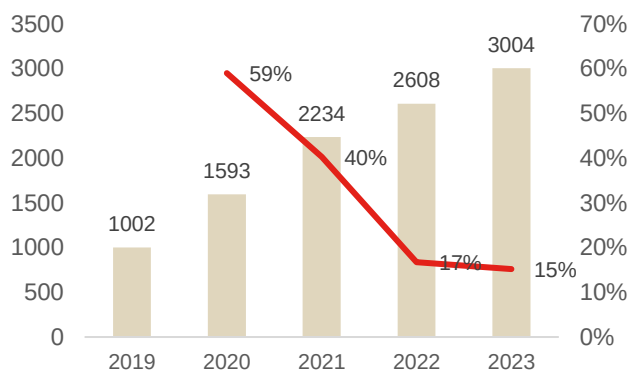
图 20：2019-2023 年中国实体药店和网上药店销售额占比

实体药店 网上药店



数据来源：米内网，东方证券研究所

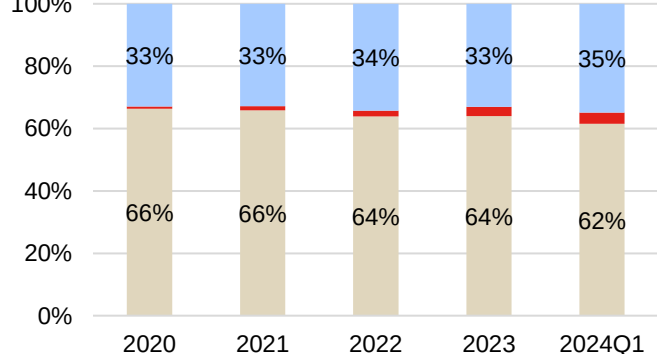
图 21：2019-2023 年中国网上药店销售情况（亿元）



数据来源：米内网，东方证券研究所

图 22：中国网上药店终端药品各类型销售格局

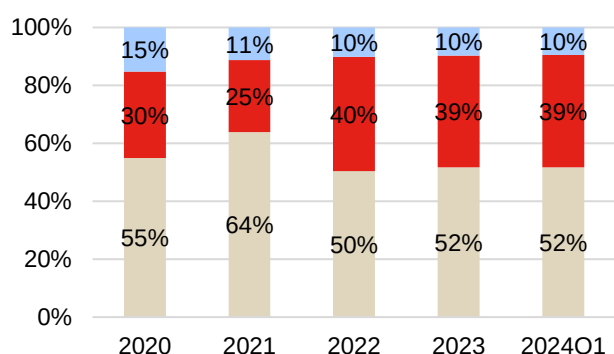
化学药 生物药 中成药



数据来源：米内网，东方证券研究所

图 23：中国网上药店终端 RX/OTC/双跨品种分布情况

RX OTC 双跨



数据来源：米内网，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

加码布局数字化渠道。公司持续优化线上业务平台运营，在阿里、京东等主流电商平台保持传统品类品牌优势并积极布局社交电商，寻找线上业务新增长点。2020-2024 年，999 品牌在家庭常备感冒药、肝胆类、儿科和小儿维矿类均有领先产品。

表 10：华润三九历年线上销售成果

时间	活动及措施	取得成果
2024	618 电商大促	感冒咳嗽类、痔疮类、肝胆用药类、维矿物质类等多个品类保持排名领先。
2023	线上渠道与终端建设	999 感冒用药及易善复占据同类目排名 Top1 位置，小儿感冒药、澳诺、皮炎平在各品类保持领先。
2022	618 及双 11 电商大促	999 获得家庭常备感冒用药 TOP2、肝胆 OTC 类目 TOP1（易善复）、儿科 OTC 用药 TOP3，小儿维矿品类 TOP1 的地位。
2021	双 11 电商大促	公司 OTC 药品销售额超 6000 万，同比增长 100%，大健康的保健食品及器械销售额超 4000 万销售，同比增长 1000%。
2020	618 及双 11 电商大促	易善复获 OTC 肝胆品类第一品牌；澳诺在小儿维矿品类中排名领先。

数据来源：公司公众号，公司公告，东方证券研究所

投放流媒体，精准转化互动人群。公司通过优酷人群标签匹配，实现广告精准投送抗病毒口服液、小儿氨酚黄那敏颗粒、999 皮炎平等产品至精致妈妈、新锐白领、资深白领、都市蓝领、都市银发、小镇中老年六大人群，并与其他头部品牌跨界联动，不断提高产品知名度。

图 24：公司流媒体广告投放



数据来源：优酷娱乐营销，东方证券研究所

图 25：公司联动亲子游乐头部品牌 MELAND



数据来源：公司公众号，东方证券研究所

2.3 RX 承压，注重创新与产业链

处方药业务覆盖抗肿瘤、心脑血管、消化系统、骨科、儿科等多个领域。公司 RX 分为中药核心品种、专科线核心品种、配方颗粒和抗感染等领域，拥有参附注射液、华蟾素片剂及注射剂等多个处方药品种，在医疗端享有较高声誉，公司 RX 业务覆盖全国数千家等级医院，数万家基层医疗机构。

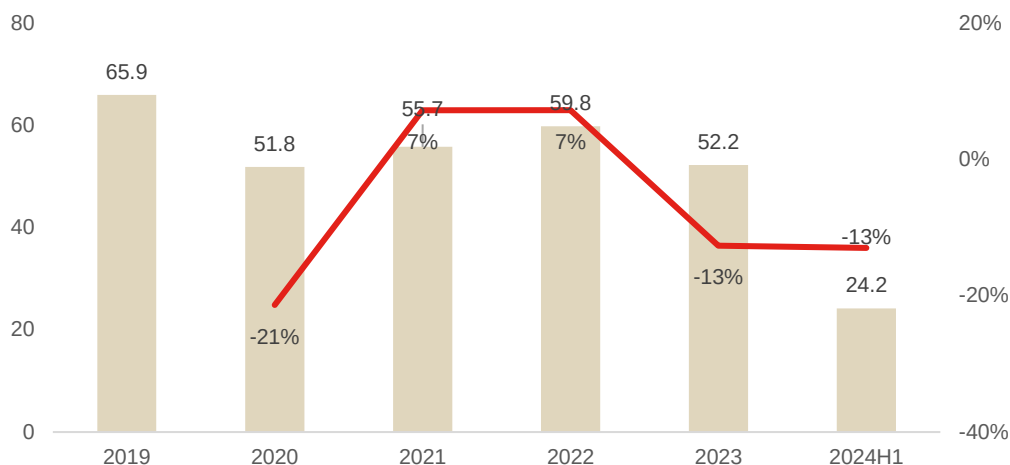
表 11：华润三九部分 RX 产品梳理

品种	药品名	主治功能
中药核心品种	富马酸丙酚替诺福韦片	适于治疗成人和青少年（年龄 12 岁及以上，体重至少为 35kg）慢性乙型肝炎。
	正天丸	疏风活血，养血平肝，通络止痛。用于外感风邪、瘀血阻络、血虚失养、肝阳上亢引起的偏头痛、紧张性头痛、神经性头痛、颈椎病型头痛、经前头痛。
	正天胶囊	疏风活血，养血平肝，通络止痛。用于外感风寒、瘀血阻络、血虚失养、肝阳上亢引起的多种头痛，神经性头痛，颈椎病型头痛，经前头痛。
	咪唑斯汀缓释片	用于缓解季节性和常年性过敏性鼻炎、过敏性结膜炎、荨麻疹和其他过敏反应的症状。
	壮骨关节胶囊	补益肝肾，养血活血，舒经活络，理气止痛。用于肝肾不足、气滞血瘀、经络痹阻所致的退行性骨关节病、腰肌劳损。
	壮骨关节丸	补益肝肾，养血活血，舒筋活络，理气止痛。用于肝肾不足、血瘀气滞、脉络痹阻所致的骨性关节炎、腰肌劳损，症见关节肿胜、疼痛、麻木、活动受限。
	华蟾素系列产品	解毒，消肿，止痛。用于邪毒室聚所致之中、晚期肿瘤，慢性乙型肝炎等症。
	红花注射液	活血化瘀。用于治疗闭塞性脑血管疾病，冠心病，脉管炎。
	参麦注射液	益气固脱，养阴生津，生脉。用于治疗气阴两虚型之休克、冠心病、病毒性心肌炎、慢性肺心病、粒细胞减少症。
	生脉注射液	益气养阴，复脉固脱。用于气阴两亏，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、感染性休克等具有上述证候者。
	参附注射液	回阳救逆，益气固脱。主要用于阳气暴脱的厥脱症（感染性、失血性、失液性休克等）；也可用于阳虚（气虚）所致的惊悸、怔忡、喘咳、胃疼、泄泻、痹症等。
专科线核心品种	气滞胃痛颗粒	舒肝理气，和胃止痛。用于肝郁气滞，胸痞胀满，胃脘疼痛。
	茵栀黄口服液	清热解毒，利湿退黄，利咽。用于肝胆湿热所致的黄疸，症见面目悉黄、胸胁胀痛、恶心呕吐、小便黄赤；急、慢性肝炎建上述证候者。
配方颗粒	999 单味中药配方颗粒	—
抗感染	注射用头孢美唑钠	用于敏感致病菌所致的下呼吸道感染、尿路、胆道感染，以及腹腔感染、盆腔感染、皮肤软组织感染、骨和关节感染、败血症、脑膜炎等及手术期感染预防。

数据来源：公司官网，东方证券研究所

RX 业务近年承压。2019 至 2024 年上半年，公司 RX 受中药配方颗粒业务国标切换及 15 省启动联盟集采、抗感染药物集采及限抗影响有所承压，公司通过加强创新研发，注重产业链运营等多种方式积极应对。

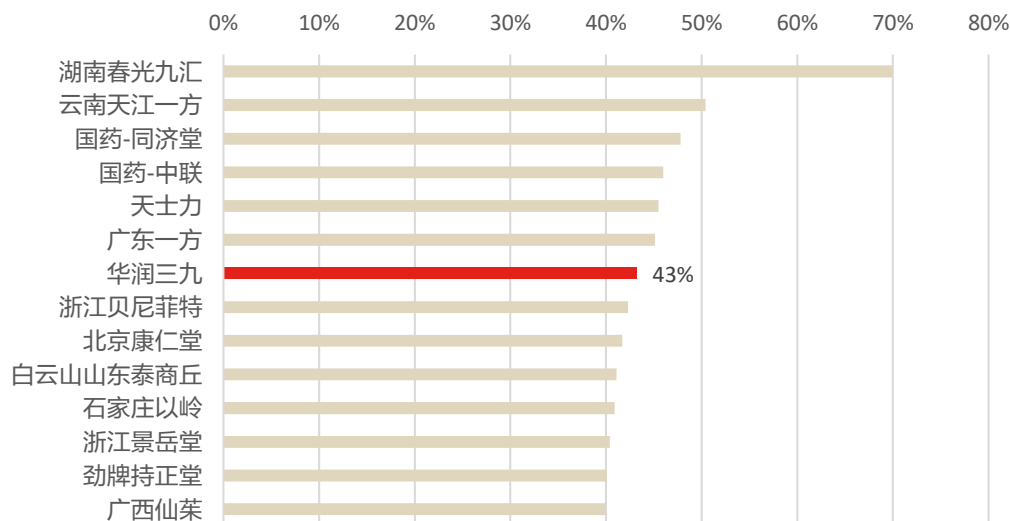
图 26：2019-2024H1 公司 RX 业务营收及变化趋势（亿元）



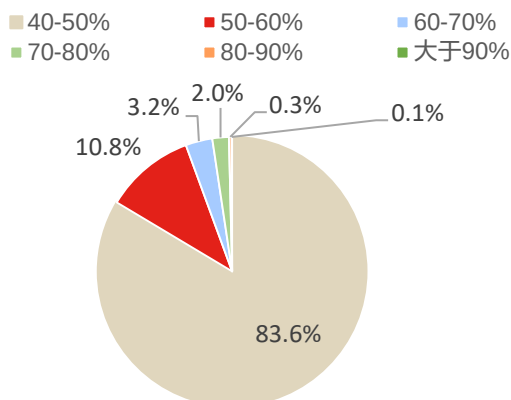
数据来源：公司公告，东方证券研究所

中药配方颗粒集采降价，依托全产业链运营降本增效。2023 年，山东牵头 15 个联盟省份对 200 个国家标准中药配方颗粒产品进行集采，59 家企业拟中选，平均价格降幅 51%（公司降幅 43%）。公司通过打造全产业链能力，推进规模化生产不断降低成本，2023 年五个种植基地通过中药材 GAP 符合性延伸检查，共 26 个品种标准获颁国家标准。

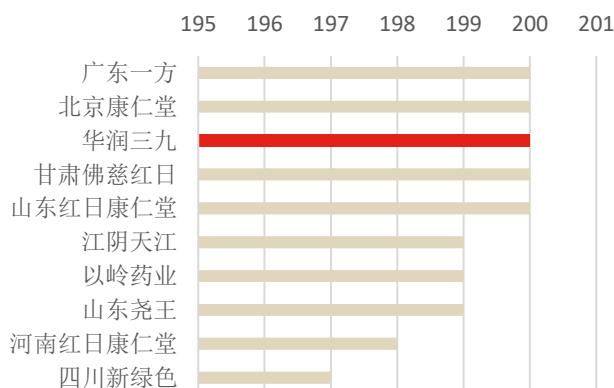
图 27：山东省际联盟中药配方颗粒集采部分企业拟中选产品平均降价幅度



数据来源：赛柏蓝，东方证券研究所

图 28：山东省际联盟中药配方颗粒集采中选降幅分布


数据来源：赛柏蓝，东方证券研究所

图 29：山东省际联盟中药配方颗粒集采拟中选数量前十企业


数据来源：赛柏蓝，东方证券研究所

加强中药处方循证，构建全产业链标准化。公司通过加强现有处方医学循证，提高学术价值和产品竞争力。从源头保证道地药材，制定 ISO 中医药国际标准，配方颗粒产品实现标准化，打造全产业链竞争优势，进一步提高品牌力。

表 12：公司中药处方加强循证及标准化成果

时间	成果	相关领域	具体内容
2024/10/31	华润三九一项 ISO 中医药国际标准获正式发布	中药标准化	中医药 ISO 国际技术规范：《ISO/TS 13126: 2023 中医药—基于 LC-FLD 法检测天然药物中的赭曲霉毒素 A》，由国标委正式发布。该标准作为公司首个中药检测类 ISO 国际标准
2024/9/13	参研“国家中药种质资源”项目荣获四川省科学技术进步一等奖	中药标准化	—
2023/12/19	“川产道地药材产业化”项目荣获中华中医药学会科学技术奖一等奖	中药标准化	—
2024/1/26	参附注射液治疗脓毒症循证医学证据体系新证	临床循证	参附注射液治疗脓毒症/脓毒性休克疗效的随机临床试验系统评价和荟萃分析研究结果发表在 Journal of Ethnopharmacology（民族药理学杂志）上
2023/5/18	首个中药配方颗粒安全性真实世界研究结果公布	临床循证	《中国中药杂志》刊发论文《中药配方颗粒临床安全性集中监测评价》，研究结果显示，华润三九现代中药配方颗粒临床不良反应发生率为 0.015%，属于罕见级别。这是国内首个中药配方颗粒大样本临床安全性评价，填补了行业循证安全研究的空白。
2022/2/24	华蟾素纳入《原发性肝癌诊疗指南（2022 年版）》治疗推荐	临床循证	《原发性肝癌诊疗指南（2022 年版）》，新版《指南》在肝癌系统治疗部分中说明：华蟾素联合解毒颗粒已被用于肝癌手术切除后的辅助治疗，并将该治疗作为证据等级 2 的 B 类推荐。

数据来源：公司官网，东方证券研究所

三、外延并购促发展，平台价值彰显

长期致力外延并购，搭建中药大健康平台。2010 年至今，公司并购大小药企近 20 家，涉及感冒、心脑血管、儿科、骨科、皮肤科、消化、清热解毒、保健品、抗肿瘤等多个领域。2023 年，公司年销售额过亿的品种已达 39 个，新品放量快速，中药大健康平台价值彰显。

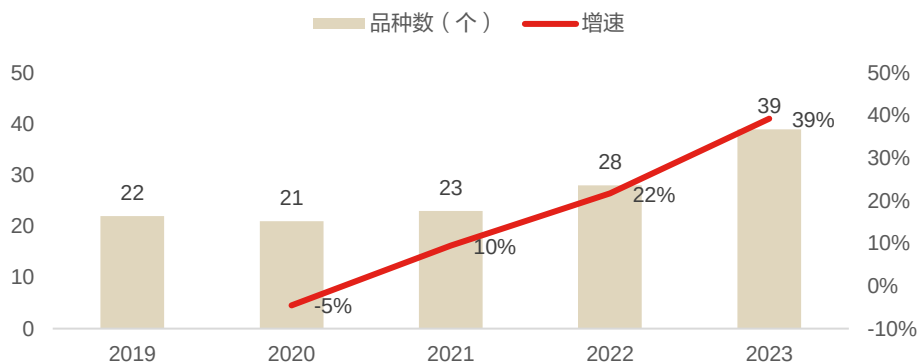
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 13：华润三九并购企业一览

完成时间	标的公司	领域	标的公司核心产品
2010	金蟾生化	抗肿瘤	华蟾素注射液
2011	合肥神鹿	胃肠道	温胃舒颗粒
2012	双鹤高科	心脑血管	舒血宁注射液
2012	本溪三药	胃肠道	气滞胃痛颗粒
2012	顺峰药业	皮肤	顺峰康王
2013	天和药业	骨科	骨通贴膏
2013	临清华威	滋补	健脑补肾丸
2014	吉林和善堂	滋补	人参饮片
2014	杭州老桐君	感冒	抗病毒口服液
2015	众益股份	抗感染	阿奇霉素肠溶片
2016	圣火药业	心脑血管	血塞通软胶囊
2017	三九金复康	肺癌	金复康口服液
2017	山东圣海	保健品	益普利生
2020	澳诺制药	儿科	葡萄糖酸锌口服液
2020	深圳华润堂	保健品	-
2023	昆药集团	心脑血管	血塞通软胶囊

数据来源：公司公告，公司官网，东方证券研究所

图 30：2019-2023 年华润三九销售额过亿品种数量



数据来源：公司公告，东方证券研究所

打造“1+N”品牌策略，开拓业务范围。“1”为以 999 系列为代表的家中常备药品，“N”为其特定领域用药，通过优势产品与特定产品的组合策略，拓展业务覆盖范围。公司分别于 2012、2013、2020 和 2023 年陆续收购顺峰、天和、澳诺及昆药集团，产品领域拓展至皮肤科、骨科、保健类及胃肠类。

表 14：公司“1+N”策略涉及品牌

品牌	产品领域	代表产品
天和	骨科贴膏	骨通贴膏（含聚异丁烯型）
顺峰	皮肤用药	顺峰康王
澳诺	儿童健康	葡萄糖酸钙锌口服溶液
康妇特	妇科用药	复方莪术油栓
昆中药 1381	精品国药	参苓健脾胃颗粒

数据来源：公司公告，公司官网，东方证券研究所

表 15：公司“1+N”策略收购企业及吸纳产品

公司名	药品	治疗领域
顺峰	酮康他索乳膏(顺峰康王)	主要用于皮肤前浅表层真菌感染
天和	骨通贴膏（含聚异丁烯型）	祛风散寒，活血通络，消肿止痛。
	天和追风膏（含热可塑橡胶型）	温经通络，祛风除湿，活血止痛。
	麝香壮骨膏	镇痛，消炎。用于风湿痛，关节痛，腰痛，神经痛等。
	伤湿止痛膏	祛风湿，活血止痛，用于风湿性关节炎、肌肉疼痛，关节肿痛。
澳诺	葡萄糖酸钙锌口服溶液（金辛金巧特®）	用于治疗因缺钙、锌引起的疾病，包括骨质疏松、手足抽搐症、骨发育不全等。
昆药集团	参苓健脾胃颗粒	补脾健胃，利湿止泻。用于脾胃虚弱，饮食不消，或泻或吐，形瘦色

数据来源：公司公告，药品说明书，东方证券研究所

与赛诺菲长期深度合作，优势互补。2016 年，公司与赛诺菲首次合作并成立中外合资公司，公司成为“易善复”（多烯磷脂酰胆碱胶囊）在中国境内独家分销商，借助公司优秀的营销渠道，2021 年底“易善复”在口服护肝品类市场份额提升至 15%。2022 年，“易善复”协议续签十年，双方继续开展长期合作。

表 16：华润三九与赛诺菲合作相关内容

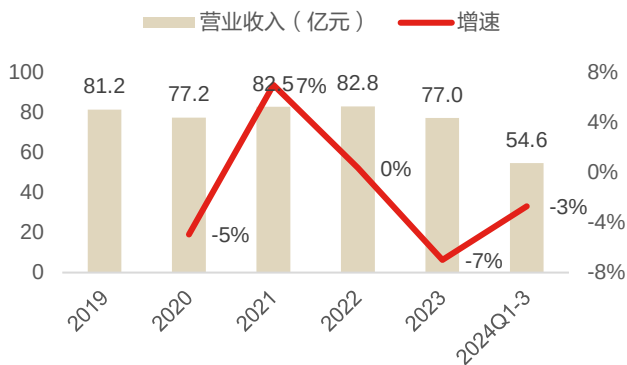
时间	事件	详情
2016	达成战略合作	1. 合资合作：华润三九与太阳石中国在中国合资成立一家中外合资经营公司，最初将专注于儿科和妇科非处方药产品的生产。 2. “易善复”合作：“易善复协议”约定，授予华润三九的相应关联方作为独家分销商，在中国境内推广特定的胶囊形式的易善复产品；协议有效期限十年。 3. 未来产品合作：赛诺菲向华润三九授予针对赛诺菲可能决定在中国商业推广的任何领先消费者保健品牌项下之产品的“优先谈判权”。
2022	“易善复”协议续签	合作产品“易善复”续签了为期十年的战略合作协议。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

3.1 收购昆药：整合三七，传承精品国药

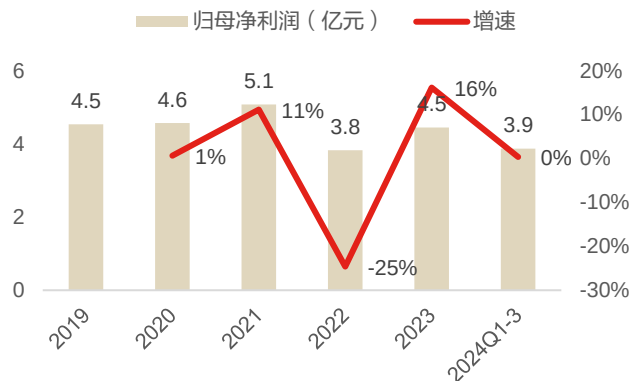
2023 年，公司支付 29 亿元收购昆药集团 28% 的股份，成为后者控股股东。昆药集团主营药品批发与零售以及心脑血管治疗领域药物，在心脑血管领域具备较强竞争力。19-23 年，昆药集团整体业绩相对平稳。

图 31：2019-2024Q1-Q3 昆药集团营收及同比增速



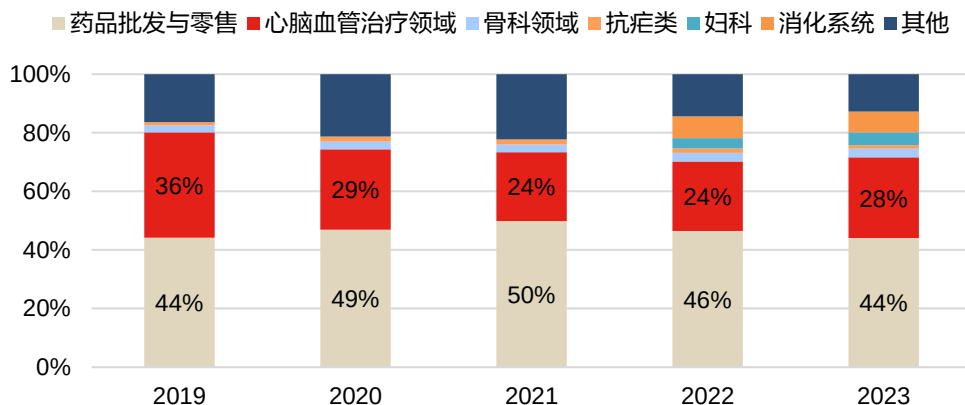
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 32：2019-2024Q1-Q3 年昆药集团归母净利润及同比增速



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 33：昆药集团历年营收分布情况构成



数据来源：公司公告，东方证券研究所

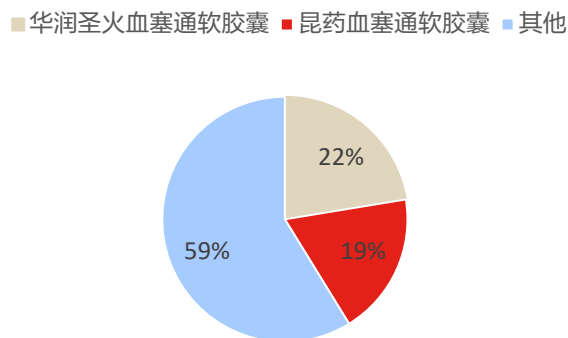
稳固昆药集团血塞通龙头地位。为解决血塞通同业竞争问题，2024 年，昆药集团收购华润圣火 51% 股份，华润圣火成为昆药集团子公司。2023 年，华润圣火血塞通软胶囊（理洫王）与昆药血塞通软胶囊（络泰）合计占该品种零售终端市场 41% 份额。

图 34：华润圣火理血王与昆药络泰牌血塞通软胶囊



数据来源：公司官网，东方证券研究所

图 35：2023 年血塞通（通用名）零售终端市场份额



数据来源：新康界，东方证券研究所

整合三七产业链，打造“777”品牌力。三七作为云南优势生物资源，昆药集团拥有从三七 GAP 种植、饮片加工到三七总皂苷提取、制剂生产、专业营销推广的完整产业链。华润圣火血塞通软胶囊（理血王）与昆药血塞通软胶囊（络泰）均纳入“777”品牌，并通过不断完善临床医学循证，持续强化品牌力。

表 17：血塞通软胶囊临床应用专家共识推荐意见概要表（强推荐部分）

序号	共识条目
1	对于缺血性脑卒中患者，推荐血塞通软胶囊联合西医常规治疗用于改善患者神经功能缺损。
2	对于缺血性脑卒中患者，推荐血塞通软胶囊联合西医常规治疗用于改善患者日常生活能力。
3	对于冠心病心绞痛患者，推荐血塞通软胶囊联合西医常规治疗用于减少心绞痛发作频率。
4	对于冠心病心绞痛患者，推荐血塞通软胶囊联合西医常规治疗用于缩短心绞痛发作持续时间。
5	对于冠心病心绞痛患者，血塞通软胶囊联合西医常规治疗有助于提高硝酸甘油停减率、减少硝酸甘油使用量。
6	对于冠心病心绞痛患者，血塞通软胶囊联合西医常规治疗可降低血小板聚集，增强血小板抑制。
7	对于冠心病心绞痛患者，血塞通软胶囊联合西医常规治疗可改善患者血瘀证表现，如胸痛、胸闷、唇龈暗红等。
8	对于冠心病心绞痛患者，血塞通软胶囊联合西医常规治疗可提高西雅图心绞痛量表评分。
9	对于缺血性脑卒中患者，血塞通软胶囊与阿司匹林等抗血小板药物联合使用，尚未发现增加出血风险。

数据来源：中华中医药学会，东方证券研究所

昆中药 1381 事业部，打造精品国药领先者。昆药集团通过挖掘精品国药历史文化价值，被收购后借助华润三九营销渠道，实现多渠道终端覆盖，为精品国药打开新增长空间。2023 年，口咽清丸同比增长 44%，板蓝清热颗粒同比增长 21%，清肺化痰丸同比增长 24%。

表 18：昆药集团精品国药产品梳理

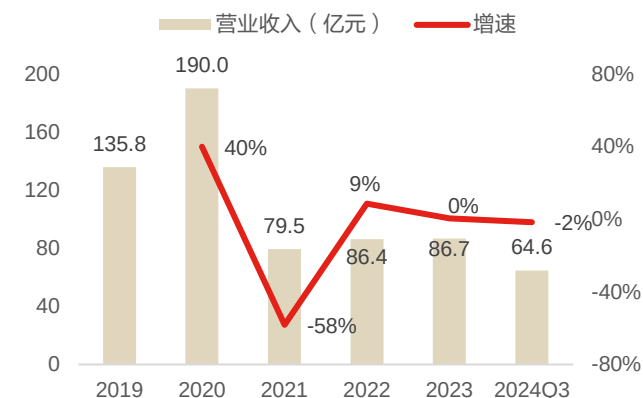
类型	药品名	功能主治	备注
脾胃类	参苓健脾胃颗粒	补脾健胃，利湿止泻。用于脾胃虚弱，饮食不消，或泻或吐，形瘦色萎，神疲乏力。	国家中药保护品种，云南名牌
	暖胃舒乐颗粒	温中补虚，调和肝脾，行气活血，止痛生肌。用于脾胃虚寒及肝脾不和型胃溃疡，十二指肠溃疡，慢性胃炎，症见脘腹疼痛，腹胀喜温，反酸暖气。	
	香砂平胃颗粒	健脾，燥湿。用于胃脘胀痛。	
抗感类	板蓝清热颗粒	清热解毒，疏散风热，利咽消肿。用于外感风热，热毒壅盛所致感冒发热，头痛，目赤，咽喉肿痛；流感，急性咽炎，扁桃腺炎，腮腺炎见上述证候者。	
	蒲公英颗粒	清热消炎。用于上呼吸道感染，急性扁桃体炎，疖肿。	
	感冒消炎片	散风清热，解毒利咽。用于感冒发热，咳嗽，咽喉肿痛，扁桃体炎，目赤肿痛。	
	感冒疏风丸/片	辛温解表，宣肺和中。用于风寒感冒，发热咳嗽，头痛怕冷，鼻流清涕，骨节酸痛，四肢疲倦。	
痰咳类	清肺化痰丸	降气化痰，止咳平喘。用于肺热咳嗽，痰多气喘，痰涎壅盛，肺气不畅。	
	止咳丸	降气化痰，止咳定喘。用于风寒入肺，肺气不宣引起的咳嗽痰多，喘促胸闷，周身酸痛或久咳不止，以及老年支气管炎咳嗽。	
舒肝理气类	舒肝颗粒	舒肝理气，散郁调经。用于肝气不舒的两肋疼痛，胸腹胀闷，月经不调，头痛目眩，心烦意乱，口苦咽干，以及肝郁气滞所致的面部黧黑斑（黄褐斑）。	云南名牌产品
清热降火类	口咽清丸	清热降火，生津止渴。用于咽喉肿痛，牙疳口疮，津液不足，口干舌燥。	
散瘀止血类	生三七丸	散瘀止血，消肿定痛。用于跌扑肿痛。	

数据来源：公司官网，东方证券研究所

3.2 拟并天士力：丰富心脑血管产品布局

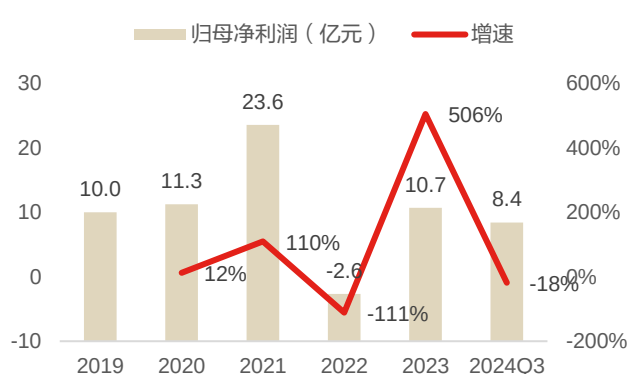
2024 年，公司拟以 62 亿元收购天士力 28% 的股份，完成后将成为其控股股东。2021 年，天士力剥离医药商业部分，营收同比下降 58%，此后三年营收相对稳定。天士力同样致力于心脑血管药物领域，该品类营收占比在 60% 左右。

图 36：2019-2024Q1-Q3 天士力营收及同比



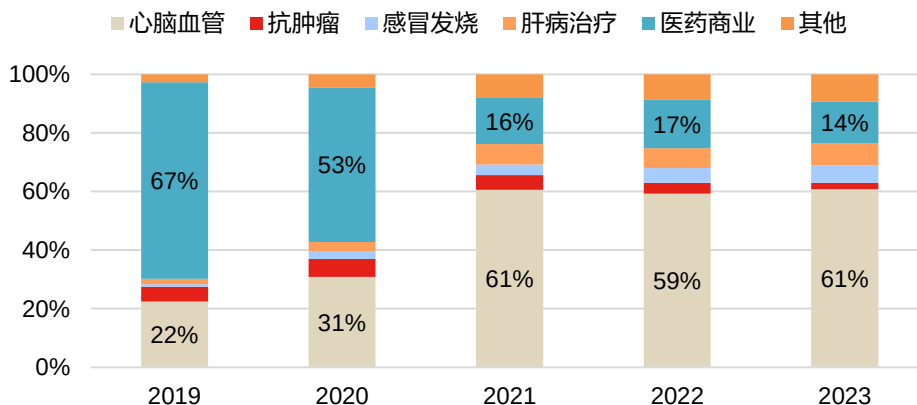
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 37：2019-2024Q1-Q3 天士力归母净利润及同比



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 38：天士力历年主营业务分布



数据来源：公司公告，东方证券研究所

天士力主打产品为复方丹参滴丸。2024H1，天士力复方丹参滴丸在中国公立医疗机构终端脑血管疾病中成药品牌中，市场份额占比第一（3.82%）；在中国城市实体药店终端心脑血管疾病中成药品牌中，销售额 3 亿元，排名第四。

表 19：2024H1 中国公立医疗机构终端心脑血管疾病中成药品牌 TOP10

排名	产品名称	企业名称	市场份额
1	复方丹参滴丸	天士力医药集团	3.82%
2	脑心通胶囊	陕西步长制药	3.58%
3	麝香保心丸	上海和黄药业	3.38%
4	稳心颗粒	山东步长制药	3.01%
5	丹红注射液	山东丹红制药	2.86%
6	注射用血塞通(冻干)	珍宝岛药业	2.83%
7	参松养心胶囊	北京以岭药业	2.64%
8	注射用血栓通(冻干)	梧州制药(集团)	2.43%
9	通心络胶囊	石家庄以岭药业	2.34%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

10	芪茆强心胶囊	石家庄以岭药业	2.05%
----	--------	---------	-------

数据来源：米内网，东方证券研究所

表 20：2024H1 中国城市实体药店终端心脑血管疾病中成药品牌 TOP10

排名	产品名称	企业名称	销售额（亿元）
1	安宫牛黄丸	北京同仁堂股份同仁堂制药	7.06
2	安宫牛黄丸	北京同仁堂科技制药	4.51
3	安宫牛黄丸	南京同仁堂药业	4.03
4	复方丹参滴丸	天士力医药集团	3
5	速效救心丸	津药达仁堂集团第六中药	2.75
6	安宫牛黄丸	山东宏济堂制药集团	2.74
7	参松养心胶囊	北京以岭药业	2.43
8	安宫牛黄丸	龙晖药业	1.74
9	血塞通软胶囊	昆药集团	1.66
10	脑心通胶囊	陕西步长制药	1.65

数据来源：米内网，东方证券研究所

天士力聚焦心脑血管领域。天士力以复方丹参滴丸为代表构建了心脑血管全病程大药体系，不断加强大品种二次开发与现代中药研发，产品全生命周期管理。公司在心脑血管领域拥有在研产品 19 个，处于创新领先地位。

图 39：天士力现有心脑血管产品

心血管用药：		
复方丹参滴丸	芪参益气滴丸	注射用重组人尿激酶原
注射用益气复脉(冻干)	赖诺普利氢氯噻嗪片	
脑血管用药：		
养血清脑丸	养血清脑颗粒	醒脑静注射液
注射用丹参多酚酸		

数据来源：公司官网，东方证券研究所

表 21：天士力心脑血管领域部分在研项目（截至 2024 年中报）

适应症	项目	阶段	成果
心衰	加参片	II 期	该适应症的首个组分中药产品
心衰	芪参益气滴丸	II 期	射血分数保留型心衰已完成 II 期临床试验全部入组
慢性心衰	人脐带间充质干细胞注射液 B2278	获批临床	-
充血性心力衰竭、肝硬化腹水、肾脏疾病所致的水肿	髓祥利尿剂托拉塞米注射液	获得 CDE 补充资料通知书	-
急性缺血性脑卒中	普佑克	提交生产申请	新一代特异性溶栓药物，具备选择性、快速溶栓的治疗优势
急性脑卒中 6 小时后急性期	异体来源的脂肪间充质干细胞治疗亚急性期脑卒中项目	FDA IND 资料填写	中美双报的临床前研究
脑卒中恢复期	中风回语颗粒	II 期	II 期全部受试者出组

数据来源：公司公告，东方证券研究所

四、盈利预测和投资建议

4.1 盈利预测

我们对公司 2024-2026 年盈利预测做如下假设：

- 1) CHC 板块仍为公司未来增长主要来源。公司依托“999”系列产品的品牌力以及“1+N”的发展策略，同时积极拓展线上渠道与数字化运营，我们预计 CHC 业务未来有望保持较高增速；RX 业务随着国标切换、集采、限抗等政策影响不断趋于缓和，同时公司不推加强创新产品研发与产业链运营，未来逐步实现恢复性增长；传统国药业务随着昆药集团与公司相互协同发展，在“777”品牌力与精品国药传承方面值得期待，逐步实现较快增长。
- 2) 公司 24-26 年毛利率分别为 52.8%、51.9%和 51.1%。考虑到可能的集采影响，假设毛利率小幅下降。
- 3) 公司 24-26 年销售费用率为 27.6%、26.8%和 26.0%，管理费用率为 5.8%、5.5%和 5.2%，研发费用率为 2.8%、2.6%和 2.6%。考虑到随着公司营收快速放量，对销售费用、管理费用和研发费用均有一定的摊薄影响。

盈利预测核心假设

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
医药行业-健康消费品					
销售收入（百万元）	11,384.4	11,707.0	13,334.3	15,115.6	16,968.8
增长率	22.7%	2.8%	13.9%	13.4%	12.3%
毛利率	56.7%	60.6%	61.4%	60.0%	59.0%
医药行业-处方药					
销售收入（百万元）	5,975.6	5,220.4	5,403.4	5,782.9	6,021.1
增长率	7.2%	-12.6%	3.5%	7.0%	4.1%

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

毛利率	52.8%	52.1%	50.0%	48.0%	46.0%
医药行业-传统国药（昆					
销售收入（百万元）	- 0	4,087.1	4,716.0	5,281.9	5,915.8
增长率			15.4%	12.0%	12.0%
毛利率		72.3%	68.0%	68.0%	68.0%
医药行业-药品、器械批发					
销售收入（百万元）	- 0	3,193.0	3,685.0	4,127.2	4,622.5
增长率			15.4%	12.0%	12.0%
毛利率		9.2%	9.2%	9.2%	9.2%
其他业务					
销售收入（百万元）	719.4	531.5	478.3	430.5	387.4
增长率	3.7%	-26.1%	-10.0%	-10.0%	-10.0%
毛利率	21.3%	19.8%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	18,079.5	24,739.0	27,616.9	30,738.1	33,915.6
增长率	16.3%	36.8%	11.6%	11.3%	10.3%
综合毛利率	54.0%	53.2%	52.8%	51.9%	51.1%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

4.2 投资建议和估值

预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 33.7/38.4/43.5 亿元，对应 EPS 分别为 2.62、2.99 和 3.39 元。我们采用 PE 估值，参考可比公司平均市盈率，给予公司 2025 年 19 倍 PE，对应目标价 56.81 元，首次覆盖给予“买入”评级。

我们选取：云南白药、同仁堂、太极集团、片仔癀、白云山作为行业可比公司，主要原因：1）云南白药、同仁堂、片仔癀等公司均为大型中药公司，与公司核心业务均具备品牌优势；2）太极集团实控人为国药集团，与公司同样背靠央企，具备国资属性；3）白云山与公司均具有较强的渠道能力，且致力于产业链运营。

表 22：可比公司估值表（2025 年 2 月 21 日收盘价）

公司	代码	最新价格(元) 2025/2/21	每股收益(元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
云南白药	000538	55.97	2.29	2.55	2.81	3.08	24.39	21.99	19.89	18.14
同仁堂	600085	36.64	1.22	1.27	1.47	1.70	30.11	28.76	24.99	21.53
太极集团	600129	19.79	1.48	1.33	1.78	2.19	13.41	14.87	11.14	9.04
片仔癀	600436	204.59	4.64	4.93	6.06	6.97	44.13	41.50	33.73	29.35
白云山	600332	26.75	2.49	2.26	2.40	2.66	10.72	11.86	11.14	10.06
调整后平均							22.64	21.87	18.67	16.58

数据来源：Wind，东方证券研究所

五、风险提示

- 1、市场竞争加剧风险。**若未来 OTC 市场竞争加剧，则公司市场地位或营业收入可能受到影响；
- 2、兼并整合风险。**公司近两年收购公司规模较大，现金流流出较多，若对已并购企业整合不及预期，会对目前经营情况产生不利影响；

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

3、集采政策变化风险。公司处方药业务受政策和监管影响较大，集采价格变动可能导致营业收入的变动，中药配方颗粒的相关监管政策可能也会影响经营；

4、原材料价格波动风险。中药加工及生产易受到上游中药药材价格变动的影响，若中药原材料价格波动较大，则会对公司产品毛利率产生影响。

5、商誉减值风险。公司近年来通过一系列并购活动，公司商誉主要与历年并购标的企业相关。如果未来标的公司经营受政策、市场等因素影响出现变化，则可能存在商誉减值风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,150	6,771	7,591	9,455	11,697	营业收入	18,079	24,739	27,617	30,738	33,916
应收票据、账款及款项融资	5,644	7,946	9,114	10,144	11,192	营业成本	8,313	11,567	13,039	14,792	16,570
预付账款	375	496	552	615	678	销售费用	5,077	6,965	7,613	8,232	8,820
存货	2,499	5,112	5,737	6,509	7,291	管理费用	1,059	1,524	1,609	1,692	1,773
其他	321	2,197	2,196	2,196	2,196	研发费用	594	715	761	810	880
流动资产合计	11,988	22,522	25,190	28,918	33,055	财务费用	6	(24)	31	18	(3)
长期股权投资	66	144	144	144	144	资产、信用减值损失	144	240	247	257	267
固定资产	3,724	5,883	5,749	5,574	5,383	公允价值变动收益	3	(29)	(10)	(10)	(10)
在建工程	946	538	945	1,422	1,951	投资净收益	45	18	24	20	18
无形资产	2,369	3,457	3,463	3,469	3,472	其他	13	12	145	155	169
其他	8,029	7,604	7,548	7,491	7,438	营业利润	2,947	3,753	4,477	5,102	5,785
非流动资产合计	15,134	17,626	17,849	18,099	18,387	营业外收入	36	51	51	51	51
资产总计	27,123	40,148	43,040	47,017	51,442	营业外支出	19	50	50	50	50
短期借款	169	886	900	900	900	利润总额	2,963	3,754	4,478	5,103	5,786
应付票据及应付账款	1,795	3,097	3,488	3,957	4,432	所得税	466	581	694	791	897
其他	6,709	8,964	9,155	9,363	9,575	净利润	2,497	3,173	3,784	4,312	4,889
流动负债合计	8,673	12,947	13,543	14,220	14,908	少数股东损益	48	321	415	474	538
长期借款	50	1,803	1,803	1,803	1,803	归属于母公司净利润	2,449	2,853	3,369	3,838	4,351
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	1.91	2.22	2.62	2.99	3.39
其他	866	1,137	1,138	1,138	1,138	主要财务比率					
非流动负债合计	917	2,940	2,940	2,940	2,940		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
负债合计	9,589	15,887	16,483	17,161	17,848	成长能力					
少数股东权益	524	5,295	5,709	6,184	6,722	营业收入	16.3%	36.8%	11.6%	11.3%	10.3%
实收资本（或股本）	988	988	1,285	1,285	1,285	营业利润	19.2%	27.4%	19.3%	14.0%	13.4%
资本公积	1,653	1,746	1,441	1,441	1,441	归属于母公司净利润	19.2%	16.5%	18.1%	13.9%	13.4%
留存收益	14,297	16,162	18,049	20,876	24,075	获利能力					
其他	71	71	72	71	71	毛利率	54.0%	53.2%	52.8%	51.9%	51.1%
股东权益合计	17,533	24,262	26,556	29,857	33,594	净利率	13.5%	11.5%	12.2%	12.5%	12.8%
负债和股东权益总计	27,123	40,148	43,040	47,017	51,442	ROE	15.2%	15.9%	16.9%	17.2%	17.2%
现金流量表						ROIC	14.7%	14.0%	13.5%	13.9%	14.1%
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	偿债能力					
净利润	2,497	3,173	3,784	4,312	4,889	资产负债率	35.4%	39.6%	38.3%	36.5%	34.7%
折旧摊销	448	654	542	561	575	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	6	(24)	31	18	(3)	流动比率	1.38	1.74	1.86	2.03	2.22
投资损失	(45)	(18)	(24)	(20)	(18)	速动比率	1.08	1.33	1.42	1.56	1.71
营运资金变动	330	(1,921)	(1,292)	(1,219)	(1,239)	营运能力					
其它	(230)	2,328	12	41	42	应收账款周转率	5.0	4.8	4.2	4.2	4.2
经营活动现金流	3,006	4,192	3,054	3,693	4,246	存货周转率	3.2	2.9	2.3	2.3	2.3
资本支出	(977)	(3,309)	(740)	(811)	(863)	总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
长期投资	(63)	(124)	0	0	0	每股指标（元）					
其他	(1,439)	2,640	14	10	8	每股收益	1.91	2.22	2.62	2.99	3.39
投资活动现金流	(2,479)	(793)	(726)	(801)	(855)	每股经营现金流	3.04	4.24	2.38	2.87	3.31
债权融资	37	1,855	(0)	0	0	每股净资产	13.24	14.77	16.23	18.43	20.92
股权融资	19	92	(8)	0	0	估值比率					
其他	(632)	(1,497)	(1,499)	(1,028)	(1,148)	市盈率	22.3	19.1	16.2	14.2	12.5
筹资活动现金流	(575)	450	(1,507)	(1,028)	(1,148)	市净率	3.2	2.9	2.6	2.3	2.0
汇率变动影响	6	5	-0	-0	-0	EV/EBITDA	14.1	10.9	9.5	8.4	7.5
现金净增加额	(42)	3,854	821	1,863	2,243	EV/EBIT	16.2	12.9	10.6	9.4	8.3

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。