



医药行业研究小组 赵冰

021-53519888-1902



Zhaobing1704@hotmail.com

受益基本药物制度的 OTC 龙头企业

基本数据 (09H1)

报告日股价 (元)	18.18
12mth A 股价格区间 (元)	12.65/19.49
总股本 (百万股)	978.9
无限售 A 股/总股本	34.53%
流通市值 (亿元)	61.45
每股净资产 (元)	3.39
PBR (X)	5.36
DPS (Y08, 元)	0.2

主要股东 (09H1)

华润医药	62.58%
------	--------

收入结构 (09H1)

医药工业	63.77%
医药商业	22.56%
包装印刷	6.06%
其他	3.75%
医疗服务	3.14%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号 ZB09-CI03

相关报告：

■ 报告目的：

近期我们对三九医药进行了实地调研，本报告对此次调研情况进行梳理总结。

■ 主要观点：

新医改下 OTC 业务面临挑战

公司充分了解“品牌营销”的重要性，公司提出的 09 年下半年的任务之一就是针对 999 品牌进行品牌价值全方位调研项目，为三九医药全面品牌管理及品牌战略的修订奠定基础。

三九感冒灵定位清晰，未来仍有成长空间

三九感冒灵的广告语“中西药结合疗效好”准确提出了产品定位，造就了一定的品牌知名度。感冒灵虽未列入基本药物目录，但对未来经营影响不大，因为感冒灵是由诸多厂家生产的通用名药物，公司希望在保持价格稳定的条件下争取列入地方目录中。

三九胃泰虽列入目录，但未来仍面临激烈竞争

三九胃泰作为“双跨品种”，虽然具有使用时间长，产品认知度高的优势，但是仍面临来自于同类化学药和同属 OTC 中药的威胁。公司从 08 年开始重新考虑经营战略，把广告诉求从名人效应改为功能诉求。公司未来将在立足 OTC 推广的基础上，着重采取医院推广营销模式。

■ 投资建议：

未来六个月内，给予“跑赢大市”评级

我们预计公司 09、10 年实现每股收益 0.70 元和 0.95 元，以 9 月 4 日收盘价 18.18 元计算，动态市盈率分别为 25.93 倍和 19.20 倍。公司所处中药板块的 PE 中值为 09 年 27.93 倍，10 年 22.11 倍。作为 OTC 行业的龙头企业，公司目前的 PE 估值相对偏低。由于公司未来业绩增长明确，经营战略合理，我们看好公司未来的发展前景，给予公司“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	3,477.56	4,316.19	4,942.72	5,754.46
年增长率 (%)	18.59%	24.12%	14.52%	16.42%
归属于母公司的净利润	281.89	500.09	686.39	926.71
年增长率 (%)	36.51%	85.38%	35.57%	33.72%
每股收益 (元)	0.29	0.51	0.70	0.95
PER (X)	63.61	35.65	25.93	19.20

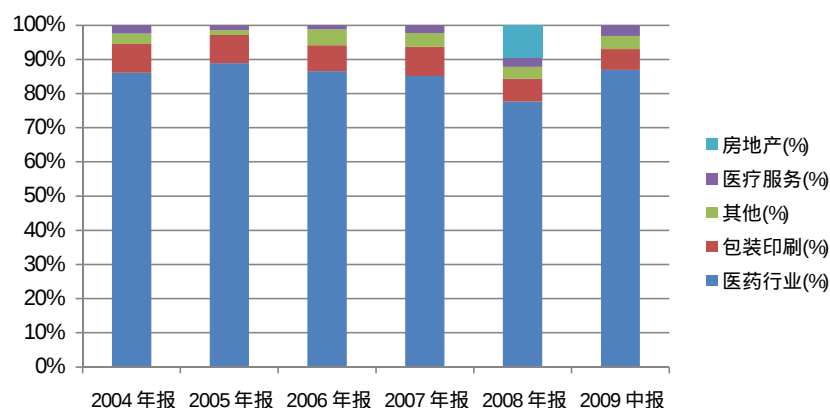
注：有关指标按当年股本摊薄

一、制药主业集中度提高

根据 09 年中报，公司实现营业收入 21.96 亿元，较去年同期增长 13.86%。其中，制药业务营业收入较去年同期增长 22.39%，且占营业收入的比重比去年同期提高三个百分点，主业集中度进一步提高。由于毛利率较高的产品在收入总额中占比提高，导致合并毛利额较去年同期大幅增加，因此 09 年上半年净利润同比亦大幅增长。09 年上半年，实现归属于母公司所有者的净利润 3.25 亿元，同比增长 55.41%；实现每股收益 0.33 元，同比增长 55.41%。

制药业务中，OTC、中药处方药及中药配方颗粒业务营业额均较去年同期大幅增长；抗生素及普药业务由于原料药营业额下滑，导致该业务整体与去年同期持平。核心产品感冒灵、三九胃泰的营业收入分别较去年同期增长 39.61%、34.47%，参附增长 24.84%；新产品小儿感冒灵、复方氨酚烷胺、强力枇杷露等增长快速。为丰富公司产品线，报告期内，公司收购了安徽金蟾生化股份有限公司、三九黄石制药厂，补充了抗肿瘤、降血脂等产品，并将在淮北新建中药配方颗粒生产基地。

图 1 公司历年营业收入构成



数据来源：WIND, 上海证券研究所整理

二、新医改下的 OTC 业务面临挑战

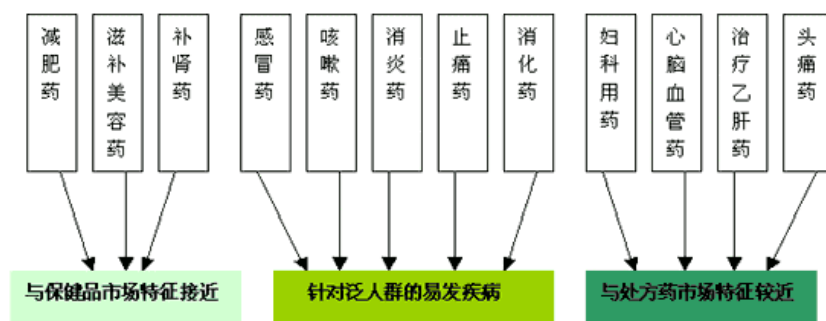
2.1 我国 OTC 市场发展概况

与全球 OTC 市场相比，中国市场的发展速度要快很多。2006 年全球 OTC 市场的成长率为 4.2%，2007 年为 5.7%，2008 年略有下降，

约为 4.1%。尽管 2008 年中国 OTC 市场的增长幅度只有 8.4%，是在近五年里唯一一个成长率低于 10% 的年度，但这一增长幅度超过了大多数发达国家。

目前大陆约有 13 亿人口，其中 36.09% 为城镇居民，也就是说有 4.5 亿城镇人口，而且城镇人口有快速上升的趋势。从人均收入看，2008 年城镇居民人均收入为 17068 元，农村居民人均收入为 6700 元，城镇人口收入是农村人口收入的三倍。而在用于药品的实际消费上的开支，城镇居民则相当于农村居民的七倍。据此分析，非处方药品在城镇的市场非常大。目前影响我国非处方药品市场的因素有几方面：一、社会生活的快速变革（城镇人口快速增长，人口老龄化趋势加快，城镇居民收入增加较快等因素）有利于非处方药市场的形成和扩张；二、随着城镇居民保健意识增强，自己去药房买药次数也相应增多。三、我国 OTC 市场本身的市场基础与优势，即人们用药观念转变、国家对 OTC 的宣传和推广、我国人口众多的国情以及医疗体制改革的深入推进等，这些都是 OTC 市场发展的基础动力。我国目前的 OTC 市场有感冒药市场、咳嗽药市场、消炎药市场、止痛药市场等众多细分市场。其各自的市场特征，决定了各自所应采用的市场运作方式，也决定了各个 OTC 细分市场的竞争格局。

图 2 我国主要 OTC 细分市场结构归纳



数据来源：上海证券研究所整理

2.3 新医改下的 OTC 市场机会

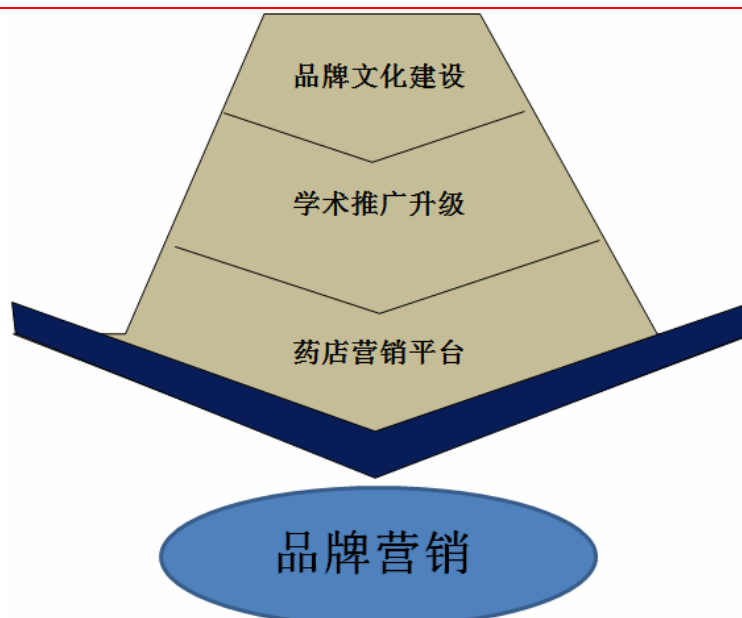
本次新医改方案对医药零售业有影响的主要有三个方面：1）基本药物目录内的产品，各零售药店必须配备和销售；2）基本药物分省招标采购；3）医院取消药品加成。这些对于连锁药店来说都是负面的消息，也就是对于 OTC 产品的营销是负面的。

然而，基本药物所对应的是常见病、多发病，而常见病和多发病所用的药物大部分为 OTC 品种。由此，我们可以得出这样的结论：基本药物目录中 OTC 品种的用药量将会急剧上升。然而，即使进了基本药物目录，就像以前药企争先恐后地挤进各地的医保目录一样，

并不是 OTC 营销的终点，而仅仅是开始。如果消费者不购买公司的产品，医生不处方公司的产品，即使进了目录也仅仅是一行文字的表述，不会变成市场份额。相应的，对于没有进入基本药物目录的产品也并非没有市场机会，因为基本药物目录内的产品价格管控较强，价格透明，通常无法作为药店的高毛利品种。因此销售基本药物目录内的产品将没有优势，而作为药店，自然就会选择非基本药物目录内的产品作为主要和医疗系统差异的品种。因此一些新普药将会有市场机会，而很多疾病细分领域还没有品牌占位。我们认为，作为 OTC 企业，必须仔细了解、研究消费者的实际需求，以满足其需求来实现 OTC 的营销目标。对于独家 OTC 品种，尤其是中成药，应该抓住机遇，趁势加大广告力度，让终端倒逼渠道。尤其是大力通过针对第三终端（农村市场）和第四终端的企业、产品、品牌形象传播，将产生良好效果。

公司充分了解“品牌营销”的重要性，09 年的提出的发展战略就是以品牌 OTC 为核心业务；以中药处方药、中药配方颗粒为快速增长的明星业务；以品牌运作和渠道掌控能力为核心优势，加大研发和技术改造投入，提升产品功能和质量，形成以营销带动研发和生产的客户导向的价值创造体系。公司提出的 09 年下半年的任务之一就是针对 999 品牌进行品牌价值全方位调研项目，为三九医药全面品牌管理及品牌战略的修订奠定基础。

图 3 三九医药品牌营销战略图示



数据来源：上海证券研究所整理

三、感冒药市场

3.1 我国的感冒药市场概述

中国非处方药中，感冒药、止疼药、肠胃药、皮肤药、五官用药等五类药品占据了我国非处方药的主体。其中，感冒、呼吸道药品约占非处方药的 33%。城镇居民在非处方药的消费中，感冒药占到 85%。这表明了感冒药这一大市场的巨大吸引力。

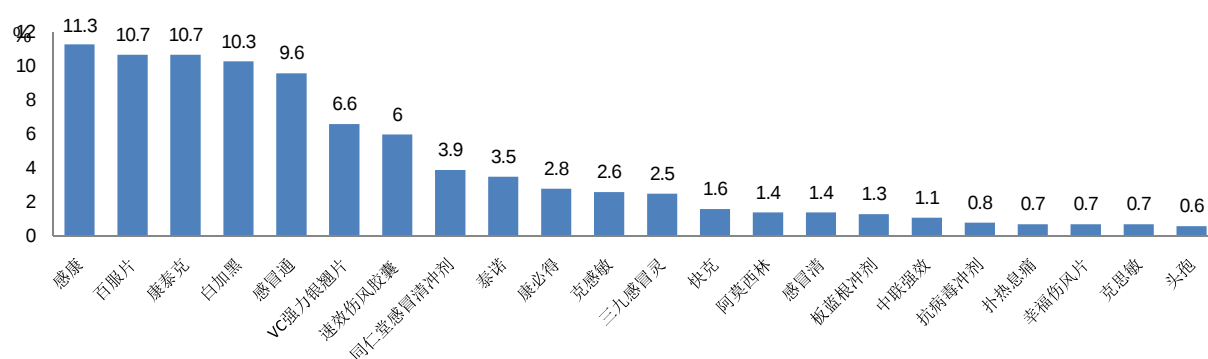
我国 6000 多家制药企业中，有 1000 多家在生产不同种类的感冒药，激烈的市场竞争使各感冒药生产企业在广告方面不惜投入重金，促销手段也多种多样，被消费者所熟知的感冒药品种至少有二三十种。近年来，感冒药市场已经被领先品牌所控制，感冒药的竞争已进入品牌竞争时代。在感冒药生产企业所占市场份额中，合资品牌的销售额、销售量分别占总销售额、销售量的 61%、75%，国产品牌则分别占到 39%、25%，呈现出“外强内弱”的格局。虽然随着人们对中药抗病毒、抗菌功效的逐步认可和对西药制剂副作用的顾虑，中药感冒药地位有上升趋势，但感冒药市场仍以西药为主，含西药成分的品牌仍占主导地位。

3.2 三九感冒灵未来仍有成长空间

据有关公司的调查显示，在被访问药店店员推荐的感冒药品牌中，排名前五位的分别是施贵宝的日夜百服宁、强生的泰诺、中美史克的新康泰克、东盛制药的白加黑、吴太集团的感康。而以三九感冒灵为代表的“第二集团”虽然比起上面所提到的五个品牌稍显逊色，但在一定程度上也得到了消费者和店员的注意。三九感冒灵的成份为三桠苦、金盏银盘、野菊花、咖啡因、对乙酰氨基酚、扑尔敏、薄荷油等八味。三九感冒灵的广告语“中西药结合疗效好”准确提出了产品定位，造就了一定的品牌知名度。09 年上半年，公司的感冒灵系列产品实现销售收入 3.70 亿元，约占销售收入的 16.87%。受益于 08 年下半年的“伪麻黄”事件（即不法分子购买感冒药并从中提取伪麻黄碱而生产毒品的事件），感冒灵系列产品销量同比增长 39.61%，而往年正常年份的同比增长率约为 20%左右。

感冒灵虽然未列入基本药物目录，但对未来经营影响不大，因为感冒灵是由诸多厂家生产的通用名药物，公司希望在保持价格稳定的条件下争取列入地方目录中。

图 4 2006 年中国感冒药品牌的市场份额



数据来源：中国投资咨询网产业研究中心、上海证券研究所整理

3.3 公司的未来销售策略

由于消费者在选择感冒药的过程中，最先接触到的往往是品牌和广告，而后才是医生等相关群体的影响。品牌和广告在感冒药购买中所起的作用远远高于消费者自己所做出的评价。有名的牌子往往就是优质产品的保证，它不仅可以使消费者试用产品和认牌购买，还会影响医生、亲友等其他群体的意见。因此公司 09 年下半年将着重推进 999 品牌价值全方位调研项目，并对市场进行细分，在确定了目标市场以后再正确确定目标顾客的需求，加深对目标顾客的了解，并在此分析基础上开发出营销策略。

另一方面，公司还将注意力投向儿童感冒药市场以扩大产品品类规模。目前国内儿科感冒药的生产厂家相对较少，大多数的感冒药生产厂家都把注意力集中到了 OTC 市场的争夺，儿科感冒药的新药开发较少。儿科感冒药的常见开发模式就是把成人感冒药物的剂量降低添加辅料改善味觉就成为儿科剂型，其实成人感冒药中的一些常用成分对儿童会有不良影响，如扑热息痛、非那西丁、氨基比林、咖啡因等成分。这些成分对骨髓造血系统可产生抑制作用，影响小儿血细胞的生成和生长，导致白细胞减少及粒细胞缺乏，降低小儿的免疫力。而中成药类感冒药副作用较小，因此开发儿科中成药类感冒药应比较好的选择。由于儿科感冒药物在医院的市场规模可观，公司遵循从儿童适用的感冒药中开发出儿科剂型打入医院市场的产品开发思路，成功推出新产品小儿感冒灵，未来可能带动公司整个感冒药的销售规模。

四、 胃药市场

4.1 胃肠药 OTC 市场概况

胃肠道疾病的发病率占患病人数的20%，占消化道系统就诊人数的15%，占医院药品销量的18%，占OTC 药品销售额的25%。因此，胃肠道药品是一类具有广阔市场、利润可观的产品。从现有的市场情况来看，治疗胃肠道疾病的品种不下五六十种，而且由化学药占主导地位。其中，化学药是外企的主要战场，国产品牌中难觅化学药的身影，仅有修正药业的斯达舒是氢氧化铝片。目前市场以西安杨森的吗叮啉、修正药业的斯达舒、葵花药业的胃康灵、哈药的胃必治等占主导地位。在药品零售市场，胃肠道药品占药品销售总量的30%，并且还在逐年上升。同时，这一领域的OTC 品种也在逐年增加。

胃肠药主要分为抗溃疡与抗酸类、助消化类、胃动力类、止泻类以及通便类。抗溃疡与抗酸类所占比例最大，也是竞争最为激烈的战场，其在前10 位品牌虽占有5位，却没有一个品牌能够形成绝对优势的霸主地位。其次是助消化类，占16.0%，由江中健胃消食片和妈咪爱散合计占据了40%以上的市场；止泻类占11.4%，思密达、整肠生和喇叭正露丸三足鼎立，占据着止泻类药的半壁江山；胃动力类所占比例仅为7.7%，主要由吗丁啉独揽了大部分市场份额。

4.2 三九胃泰仍面临激烈竞争

三九胃泰的主要成分为三桠苦、黄芩、九里香、两面针、木香、茯苓、白芍、地黄。三九胃泰属于抗溃疡类药物，主要用于上腹隐痛，饱胀、反酸、恶心、呕吐、纳减、心口嘈杂等。三九胃泰是中药发展史上的“常青树”。1992年南方制药厂推出了三九胃泰冲剂的升级产品三九胃泰胶囊，克服了冲剂服用不方便的缺点。1999年底，三九药业推出了其拳头产品三九胃泰的新无糖型颗粒剂。这些新产品扩大了三九胃泰的适用范围，延长了三九胃泰的产品生命周期。1990-1999年的十年间其单品种产值始终保持在1.6亿元以上。1993年三九胃泰以58.35%的市场占有率名列胃药销售的榜首。之后虽然经历销量下滑，但是三九胃泰08年实现销售收入1.8亿，同比增长约30%。

基于胃肠药市场可观的前景，很多知名药品企业都开始开胃肠药产品，加剧了品牌间竞争的激烈程度。化学药市场中有很多优势品牌，如吗丁啉片、斯达舒胶囊等，一直以绝对的优势稳居胃肠用药销售榜首。在市场竞争中，化学药企业的实力也不容忽视，强势的广告宣传、广泛的铺货途径，使很多中成药生产厂家无法相比。

三九胃泰作为“双跨品种”，虽然具有使用时间长，产品认知度

高的优势，但是仍面临来自于同类化学药和同属OTC中药的威胁。公司从08年开始重新考虑经营战略，一个显著的变化就是把广告诉求从名人效应改为功能诉求。由于三九胃泰属于偏治疗型品种，公司未来将在立足OTC推广的基础上，着重采取医院推广模式。

表 1 上海 09 年 7 月抗溃疡用药前 10 位销售所占份额排序

排序	药品名称	所占份额	环比
1	铝碳酸镁咀嚼片	32.51%	-7.93%
2	埃索美拉唑镁肠溶片	11.55%	-2.14%
3	注射用奥美拉唑钠	10.70%	82.95%
4	奥美拉唑肠溶片	8.56%	-29.49%
5	奥美拉唑肠溶胶囊	8.11%	3.69%
6	猴头菌片	4.59%	-26.98%
7	三九胃泰颗粒	3.02%	9.43%
8	维 U 颠茄铝胶囊	2.61%	168.88%
9	三九胃泰胶囊	2.21%	54.79%
10	吉法酯片	1.82%	26.50%

数据来源：健康网，上海证券研究所整理

五、给予“未来六个月，跑赢大市”评级

公司主要从事医药产品的研发、生产、销售及相关的健康服务，现有产品 1000 多个，涉及中成药、化学原料药与制剂、生物制品等多个领域，产品辐射国内及多个海外国家和地区。公司拥有三九胃泰系列、三九感冒灵系列、三九皮炎平软膏、三九中药注射剂系列和抗生素系列等一批国家名优产品，“999”品牌是中国驰名商标。

我们预计公司 09、10 年实现每股收益 0.70 元和 0.95 元，以 9 月 4 日收盘价 18.18 元计算，动态市盈率分别为 25.93 倍和 19.20 倍。公司所处中药板块的 PE 中值为 09 年 27.93 倍，10 年 22.11 倍。作为 OTC 行业的龙头企业，公司目前的 PE 估值相对偏低。由于公司未来业绩增长明确，经营战略合理，我们看好公司未来的发展前景，给予公司“跑赢大市”评级。

六、风险提示

1、由于基本药物制度的各项配套政策还未公布，中央和地方将会为基本药物的采购多大的单尚不可知，相关药品的降价幅度也未公布，相关上市公司的盈利还存在很大的不确定性。

2、公司下半年原料药业务有赖于全球市场的复苏。

七、附表

附表 1 三九医药损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2007A	2008A	2009E	2010E
营业总收入	3,477.56	4,316.19	4,942.72	5,754.46
营业总成本	3,147.64	3,690.25	4,079.66	4,600.34
营业税金及附加	15.43	37.46	32.42	43.84
营业费用	829.63	960.69	1,139.65	1,303.82
管理费用	234.89	311.34	345.19	408.49
财务费用	106.58	5.74	79.03	49.83
资产减值损失	150.53	22.15	16.62	12.46
投资收益	8.52	9.06	0.00	0.00
营业外收入	70.27	24.47	36.25	43.66
营业外支出	7.91	13.47	10.82	10.73
利润总额	400.80	646.00	863.06	1,154.12
所得税费用	108.89	104.85	129.46	173.12
净利润	291.91	541.14	733.60	981.00
归属于母公司所有者的净利润	281.89	500.09	686.39	926.71
少数股东权益	10.02	41.05	47.21	54.29
EPS(当年股本)(元)	0.29	0.51	0.70	0.95

数据来源：WIND，上海证券研究所整理；

附表 2 三九医药收入构成及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2007A	2008A	2009E	2010E
医药行业	2,892.80	3,352.04	4,336.93	5,092.42
增长率	16.51%	15.88%	29.38%	17.42%
包装印刷	290.37	288.70	288.70	288.70
增长率	34.16%	-0.58%	0.00%	0.00%
其他	136.44	148.13	155.53	163.31
增长率	1.93%	8.57%	5.00%	5.00%
医疗服务	78.24	119.67	161.55	210.02
增长率	125.70%	52.96%	35.00%	30.00%
收入合计	3,477.56	4,316.19	4,942.72	5,754.46

数据来源：WIND，上海证券研究所整理；

附表 3 三九医药历年财务指标（单位：百万元人民币）

指标名称	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
盈利能力				
销售毛利率（%）	47.49	46.37	47.94	45.49
销售净利率（%）	3.93	7.29	8.39	12.54
总资产收益率（%）	4.71	6.26	6.68	10
净资产收益率（%）	5.37	6.88	10.25	15.63
偿债能力				
流动比率（倍）	1.22	1.27	1.33	1.59
速动比率（倍）	1.12	1.18	1.2	1.29
资产负债率（%）	66.03	63.41	62.73	32.44
发展能力				
主营业务收入增长率（%）	20.63	-1.25	18.59	24.12
净利润增长率（%）	116.64	76.53	32.16	77.41
总资产增长率（%）	-1.87	1.18	9.08	-36.36
营运能力				
应收账款周转率（次）	7.34	7.67	9.14	10.43
存货周转率（次）	4.14	3.75	3.49	4.23
总资产周转率（次）	0.42	0.41	0.46	0.66

数据来源：WIND，上海证券研究所整理；

分析师承诺

分析师 郭昌盛，赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。