

分析师 王晞
021-38565926
wangx@xyzq.com.cn
SAC:S0190510110011

联系人: 邓晓倩
021-38565597
dengxq@xyzq.com.cn

兴业证券 2011 年医药中期策略会纪要 (2) ——华润三九交流纪要

2011 年 7 月 24 日

投资要点

- 2011 年 7 月 6 日 - 7 日, 兴业证券在上海举办了“2011 年下半年医药行业投资策略会”。会议邀请 3 位行业专家、19 家上市公司高管参与交流。我们认为, 经过半年多的调整, 医药行业基本面、政策面逐步回暖, 板块的投资价值正逐步体现。我们认为可以对医药板块给予积极关注。从长期看, 医药行业的成长性不变, 长期“推荐”。
- 本报告为华润三九交流纪要。

一、公司介绍:

- **公司业绩回顾:** 1)、华润三九 2011 年第 1 季度销售收入增速为 15%, 而净利润出现 9% 的下降, 这主要归咎于成本压力导致的毛利率下降和 2010 年同期有非经常性损益的贡献。2)、近几年, 伴随公司对新产品推广投入很大, 其占 OTC 业务的份额已经达到 15%; 3)、公司确定了未来五年的愿景——**OTC 市场引领者 (目前已有竞争优势), 处方药市场创新者 (有特色)**。OTC 重点关注 8 个品类, 感冒、皮肤、胃肠、妇科、骨科、头痛、止咳、喉科; 处方药重点关注三个治疗领域: 心脑血管、抗肿瘤、呼吸道以及中药配方颗粒业务;
- **OTC 与处方药组织能力不断提升。**1) OTC 方面, 公司不断加强与消费者的沟通和品牌打造, 增加零售药店的覆盖, 加强经销商管理, 并考虑一些专科产品进入医院市场; 2)、处方药方面, 公司进一步加强深化学术营销工作, 加强销售队伍管理。
- **2011 年公司业务重点包括以下九个方面:**
 - 1)、**OTC 业务坚持渠道变革和品类规划。**2010 年开始公司就已经开始对渠道进行变革以解决渠道吸引力弱的问题, 并实现终端价稳定的目标。品类规划是公司 OTC 业务发展最核心的部分, 核心策略为大品种+大品类计划, 在有大批品种的品种做品类规划, 引入新产品, 使消费者未能被满足的需求得到满足。
 - 2)、**针对原材料 (包括中药材和白糖) 上涨的压力, 公司内部通过产业链整合来消化部分成本上涨压力。**具体措施包括: 对子公司进行专业化定位, 培养规模化生产能力降低制造成本, 建设集中采购平台降低成本上涨的负面影响, 2011 年已经启动部分中药材 GAP 种植基地建设工作, 现进入试验阶段。
 - 3)、**中药处方药重点通过并购和研发来获得产品。**公司近几年在研发方面有较大投入, 并购方面 2009 年公司购买了一家处方药企业 (安徽金蟾), 2010 年却没有完成并购项目, 公司希望未来几年能不断完

会议纪要报告

成并购项目（公司在并购标的选择方面为产品导向型，如果能够并购到一些现有业务基础较好、有一定市场份额的企业是最好的，若没有，只要产品和公司的战略发展方向一致，也是需要的）

4)、**加快生产基地建设，以解决产能不足的问题**（中药配方颗粒 2011 年产能问题突出，2010 年已经开始在安徽等子公司建立一些新的生产基地，希望尽快解决产能问题）。

5)、**中药配方颗粒方面重点在于制定产品标准，争取尽快完成重点品种省标国标的建设。**

6)、**继续加大对研发的投入。**公司短期在做的项目是尽快推进与中医科学院的合作（2011 年 5 月公司已经公布了一个合作意向公告，希望通过与中医科学院合作解决公司研发的问题）。合作形式上是通过整合中医科学院旗下两家药厂，成立新的公司，新公司将成为中医科学院产业化平台，中医科学院的研发成果公司可以拥有一个相对优先的获得权，通过合作模式来根本上解决公司研发能力不足的问题。另一方面，公司目前一项主要的工作为中药注射剂品种再评价工作，目前进行顺利。

7)、**完善品牌战略，提高品牌的运作能力**，包括开始进一步细分品牌的规划，随着并购的进行，品牌策略会发生变化。

8)、**完善人力资源管理：**继续完善管理层中长期激励，重点做全员的绩效管理，搭建统一的人力资源的信息平台。

9)、**强化运营中心的管控力度：**公司从 2008 年开始推行运营中心的管控模式——公司研发、品牌管理、销售、生产协调、以及其他职能管理都是统一集中在总部，各子公司负责产品的供应和质量管理，相应的，公司对各子公司的考核也只看生产相关的指标。公司运营中心管控的模式有利于并购整合的顺利过渡，新并购的企业会被迅速转化成为一个成本中心，例如 2009 年公司并购的安徽金蟾，之后其的销售由销售公司负责，研发由公司的研发事业部管理，安徽金蟾主要负责生产和质量。

二、问答阶段

Q:公司在 OTC 产品运营的环节上，有什么优势？公司有哪些好的手段，保证经销商能够成为公司忠实的伙伴，保证价格体系的稳定，产品也得到推广？

A:公司在品牌经营能力、终端掌控能力比较突出。**2010 年之前，公司更加关注终端**，对终端方面有很大地投入、终端覆盖率较高。公司对终端投入一直较大，并是业内最早一批建设终端队伍、派终端代表去做终端的维护的企业。2)、公司于 2009 年开始发现作为一个品牌企业对于终端的吸引力有一些下降，来源于两个方面：一方面是渠道通过整合其本身实力在增强，其对于盈利的要求相应地也在不断提高，另一方面，有一些企业先于公司开始重视渠道的作用，与渠道的合作关系更深入，给渠道的利润空间也会更高。在这样的背景之下，**公司自 2010 年以来，开始开展渠道优化的项目**，以解决经销商数量众多导致的覆盖区域交叉最终影响到终端价格的稳定及资源投放重叠的问题。公司希望通过更深入的合作来提高经销商的忠诚度，同时给予其更高的利润空间。经过一年多的时间，公司经销商数量下降，一二级经销商数量由 1000 家降到去年年末的 600 多家。目前从二级经销商出货价格得到了控制，已经基本实现了终端价格比较稳定的目标。

Q:二级经销商就直接到终端吗，还是经历其他经销商？

A:公司渠道优化项目的过程实际也是渠道扁平化的过程，之前还有一些三级经销商，现在基本上就是压缩到一级、二级经销商，之后直接到达终端。

Q:中药材涨价严重，公司对下一步成本变化是怎么判断的？从长远来看，有没有必要像某些企业一样建设一些种植基地去对资源做适当的掌控？

A: 1)、整体来看 2011 年公司成本压力较大，目前公司使用的药材价格基本仍在高位而且没有明显的下行趋势，部分药材上半年还有一个补涨的过程，下半年走势判断不清楚——就公司和经销商的沟通和产地调研情

会议纪要报告

况看，药材价格下行可能性较大，但仍有不确定性。2)、对于中药材种植基地，公司处方药基本都建立了自己的药材基地，而 OTC 所需药材，公司于 2011 年开始进行一些主要药材的实验性种植。3)、不管处方药还是 OTC 来看，药材基地并非解决价格问题，而是解决药材品质和来源问题，这也是公司很早建立处方药种植基地的原因，OTC 也考虑到未来药材枯竭的趋势。

Q:公司有没有进入医疗服务市场的打算？

A:医疗服务方面，公司目前拥有一家年营业额两亿的脑科医院；另外在深圳有一个没有开业的在建医院，在今年公司与中医科学院达成合作意向的背景下，如果合作能顺利进行，公司希望能和其探讨将深圳医院开展起来。

Q:华润三九作为一个 OTC 企业，最近几年业绩增速波动较大。2010 年低速增长除了成本问题外还有什么其它原因？未来几年增长速度如何？

A:1)、对于公司这两年成本压力很确实大，但其增长路径清晰——通过进一步提升组织能力来提升执行力。这两年虽然公司遇到成本问题，但是公司认为增长是有保证的；2) 2010 年公司出现的低增速，主要还是归咎于成本上涨和 2010 年并购效果欠佳而减缓新产品的获得速度。2011 年公司也花了很多精力在并购方面，相信会有所突破；3)、公司同时认为组织能力仍是比较欠缺的地方，对其提升也是公司 2011 年的工作重点。

Q:未来两三年当中，公司哪些 OTC 品类可能成为新的大品类？

A:1)、针对 OTC 业务，公司重点筛选了 8 个其认为有可能成为大品类的领域（感冒、皮肤、胃肠、妇科、骨科、头痛、止咳、喉科），关键在于公司什么时候能获得相应的更多的品种。2)、公司认为其感冒药品类目前市场份额不到 10%，至少还能再提升 10%，还具有有很大的空间。3)、皮肤用药品类，公司在 2010 年引入 5 个新品，以推动全年皮肤用药实现 20% 的增长，公司认为这种思路是正确的，以后仍会不断地丰富该品类的产品。4)、胃肠用药品类，在三九胃泰已经在消费者和医生之间树立了较高的忠诚度的背景之下，也有机会发展起来，问题在于目前欠缺一些新品种，如果公司未来对华润集团内部中药资源完成整合，有望解决相应的产品问题。5)、止咳方面，近几年公司也在培养一些大品种，经过三年的培育，2011 年有望做出一个过亿的品种；6)、公司认为妇科也是有会做大的，只是欠缺品种。

三、我们的判断

我们看好华润三九目前在 OTC 领域已经树立的良好品牌知名度、较强的终端掌控能力和不断提升的渠道管理能力，公司 OTC 产品品类地不断丰富、中药处方药及中药配方颗粒的快速增长，中药材价格回落带来成本下降，我们预期公司未来保持稳定增长。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

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

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。