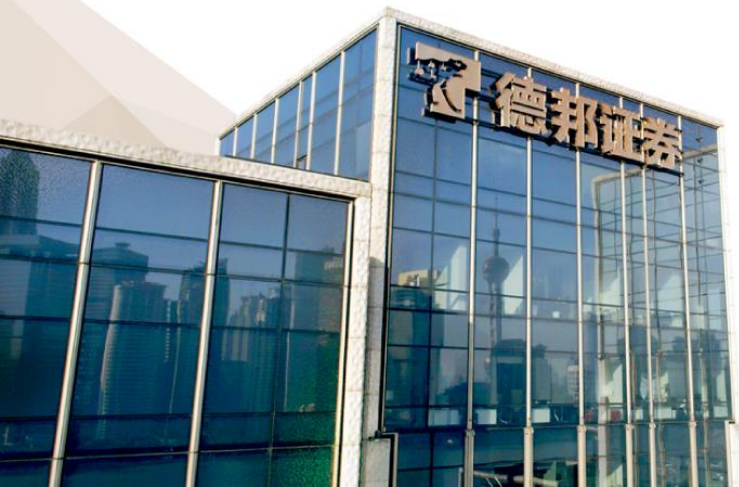




德邦证券
Topsperity Securities

证券研究报告 | 行业专题
生物医药
2023年6月8日

中特估系列专题（中药行业）： 乘国企改革东风，中药中特估主线价值凸显



证券分析师

姓名：陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

姓名：刘闯

资格编号：S0120522100005

邮箱：liuchuang@tebon.com.cn

证券分析师

姓名：陈进

资格编号：S0120521110001

邮箱：chenjing3@tebon.com.cn

姓名：张俊

资格编号：S0120522080001

邮箱：zhangjun6@tebon.com.cn

乘国企改革东风，中药中特估主线价值凸显

核心逻辑：

- **中药+中特估表现亮眼**：1) **强政策支持下中药板块表现亮眼**：自22年3月《“十四五”中医药发展规划》出台后，中药利好政策不断，中医药有望持续受政策催化并体现在上市公司收入与利润增速上；2) **中药上市国企价值远超民营企业**：A股上市中药企业共74家，其中国企数量占比22.97%，国企总市值和流通市值占比均接近50%，市值远超民营企业，且中药国企22年迅速完成疫后修复，归母净利润稳定增长，抗风险能力优于民营企业；3) **市值集中于央企和地方强势国企**：中药上市国企Top5市值依次为片仔癀、同仁堂、华润三九、白云山、东阿阿胶，片仔癀市值领先，为1845亿，华润系中药企业总市值1312亿，市值集中分布于中央企业以及福建、北京和广东的国资控股药企。
- **多维度措施推动中药国企焕发新机，未来仍有提升空间**：1) **多维度措施改善经营效率，激发企业活力**：中药国企借助股权变化、管理层变动、股权激励、并购注资等行为，增强企业内部活力的同时整合优质资源，不断扩大规模优势，并通过明确发展目标增强公司长期发展信心；2) **独家品种有大幅放量机会，公司收入业绩仍有提升空间**：部分独家品种中成药有望在此次基药目录调整中被纳入，迎来快速放量机遇，实现公司营收和业绩的大幅增长，提高盈利能力，不断提高公司营收利润天花板，看好长期发展空间。

相关标的：建议关注成长确定性强、提升目标明确的太极集团、昆药集团等。

风险提示：公司业绩不及预期；带量采购可能影响行业增速；疫后复苏不及预期。

目录 CONTENTS

一、国企改革+政策扶持：中药国企乘风而上

二、多维度措施入手，推动中药国企焕发新机

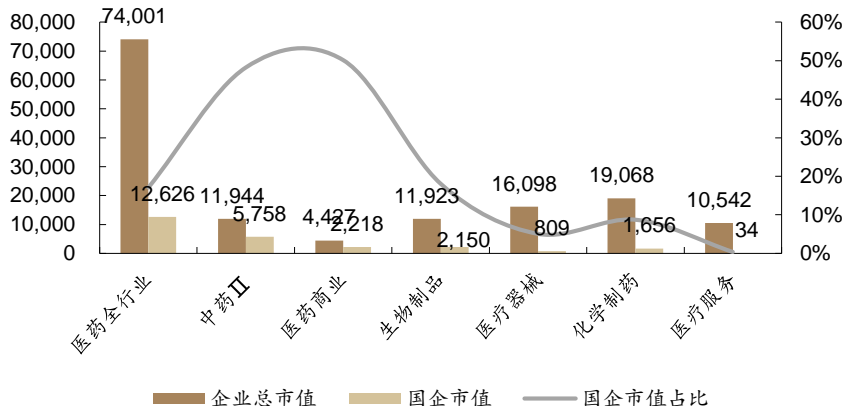
三、投资建议

四、风险提示

中药国企：数量占比高，企业价值优

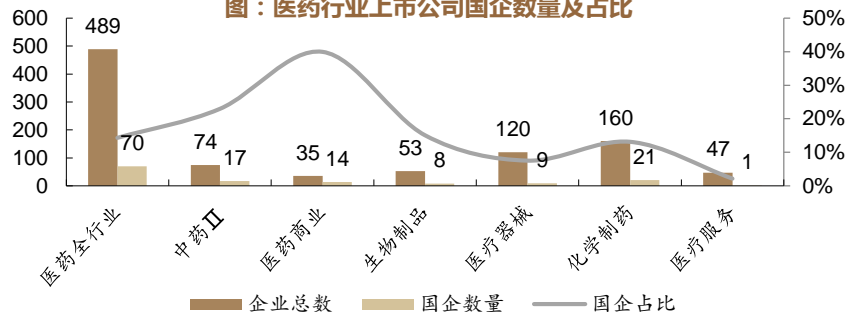
A股医药行业上市企业共489家，其中国企70家，占比14.31%；在医药上市国企中，中药企业共74家，其中国企17家，占比22.97%，中药行业国企总市值5758亿，流通市值5707亿，总市值和流通市值占比均接近50%，比例远超企业数量占比，中药上市企业中，国资企业市值远高于非国资企业。

图：医药行业上市公司国企总市值及占比（亿元）

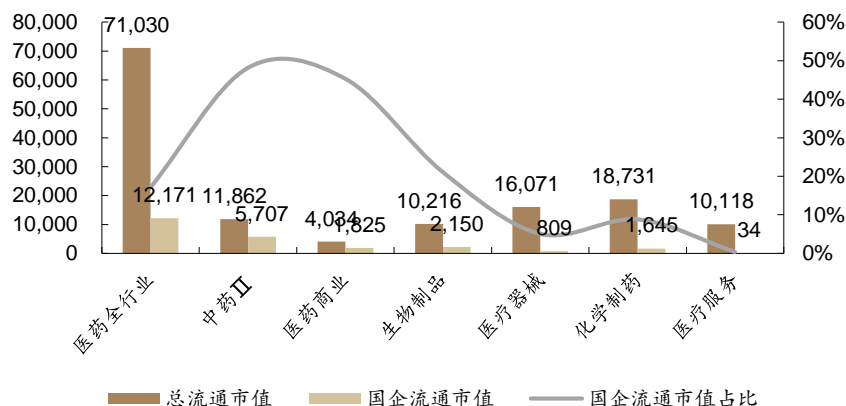


数据来源：wind，各公司公告，德邦研究所
注：市值计算日期为2023年5月19日

图：医药行业上市公司国企数量及占比



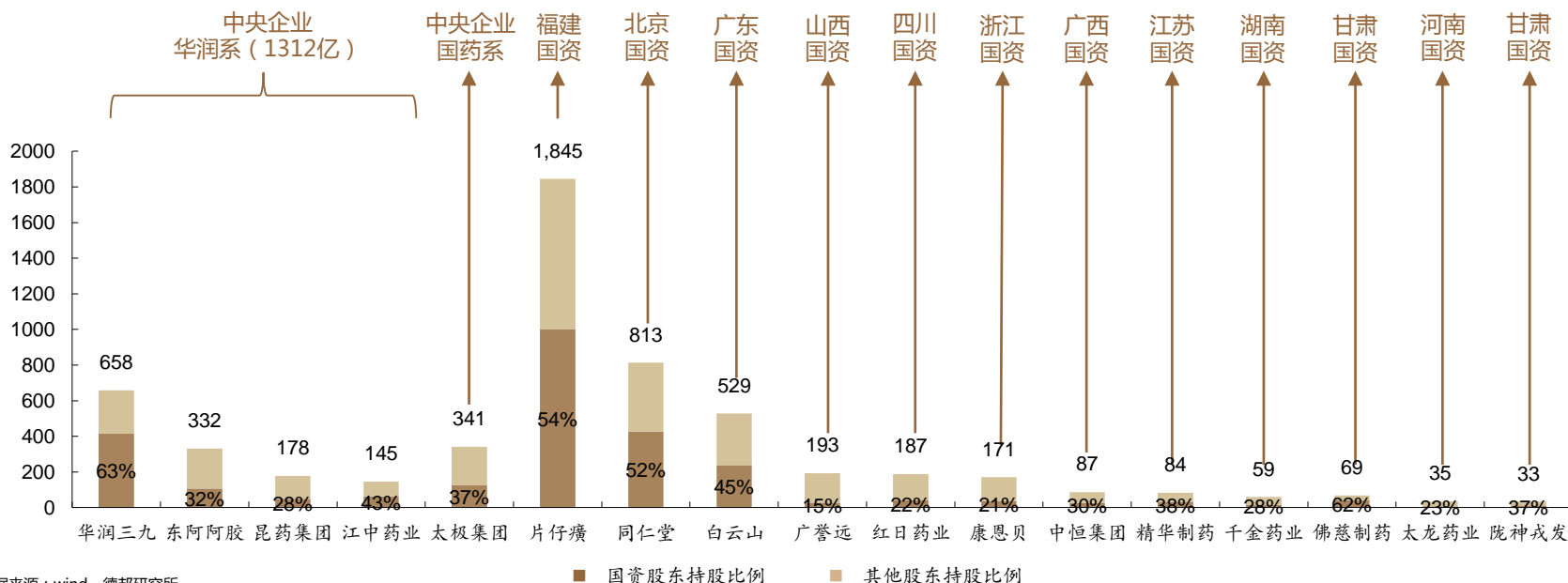
图：医药行业上市公司国企流通市值及占比（亿元）



中药国企：市值集中于央企和福建、北京等地方国资控股企业

中药国企总市值5758亿元，片仔癀市值领先，为1845亿，华润系中药企业总市值1312亿，国药系太极集团市值341亿；将各中药上市国企按照市值排序，依次为片仔癀、同仁堂、华润三九、白云山、东阿阿胶，市值集中分布于中央企业以及福建、北京和广东的国资控股药企，且国资持股比例相对高于其他地方国资持股企业。

图：中药上市国企总市值及国资持股比例（亿元）

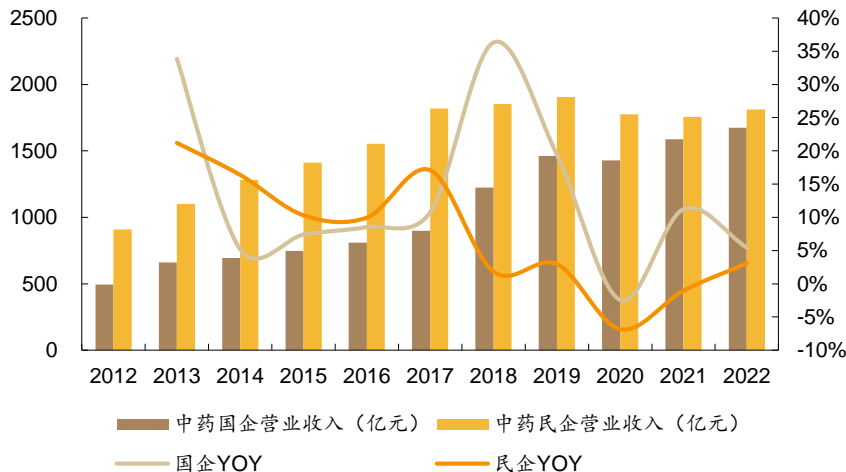


数据来源：wind，德邦研究所
注：市值计算日期为2023年5月19日，仅统计前三大股东

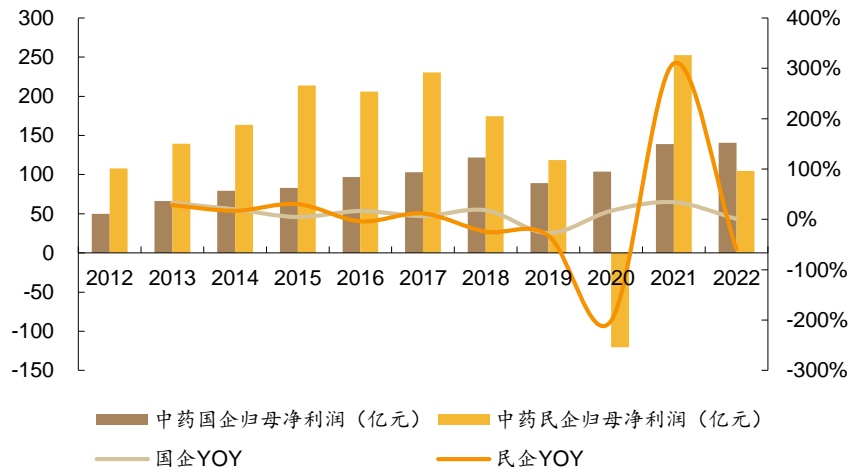
中药国企：营收利润稳步增长，抗风险能力优于民营企业

受国企改革全面深化以及中药行业政策扶持双重因素推动，2018年起，中药上市公司中国企营收增速超过民企，且营收差距不断缩小，2022年中药上市国企总营收1674.77亿，同比增长5.46%，民企总营收1810.82亿，同比增长3.06%；利润端来看，国企的抗风险能力以及疫后修复能力远超民营企业，疫情爆发后，民营企业利润波动较大，且截至2022年仍未恢复到疫前水平，国企则迅速完成疫后修复，归母净利润稳定增长。

图：中药上市公司国企/民企营业收入情况（亿元）



图：中药上市公司国企/民企归母净利润情况（亿元）



中药国企：营业收入及盈利情况汇总

国药系太极集团、华润系企业等业绩增速显著，太极集团、东阿阿胶、同仁堂等盈利能力持续提升。

| 证券代码 | 证券简称 | 总市值 (亿元) | 营业收入 (亿元) | | | 归母净利润 (亿元) | | | 销售毛利率 | | | 归母净利率 | | |
|-----------|------|-------------|-----------|-------|-------|------------|------|------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| | | | 2020 | 2021 | 2022 | 2020 | 2021 | 2022 | 2020 | 2021 | 2022 | 2020 | 2021 | 2022 |
| 600129.SH | 太极集团 | 340.8 | 112.1 | 121.5 | 140.5 | 0.7 | -5.2 | 3.5 | 40.4% | 42.5% | 45.4% | 0.6% | -4.3% | 2.5% |
| 600422.SH | 昆药集团 | 177.6 | 77.2 | 82.5 | 82.8 | 4.6 | 5.1 | 3.8 | 43.8% | 41.3% | 41.5% | 5.9% | 6.2% | 4.6% |
| 000423.SZ | 东阿阿胶 | 331.7 | 34.1 | 38.5 | 40.4 | 0.4 | 4.4 | 7.8 | 55.0% | 62.3% | 68.3% | 1.3% | 11.4% | 19.3% |
| 600750.SH | 江中药业 | 144.9 | 24.4 | 28.7 | 38.1 | 4.7 | 5.1 | 6.0 | 65.4% | 64.3% | 64.8% | 19.4% | 17.6% | 15.6% |
| 000999.SZ | 华润三九 | 658.2 | 136.4 | 153.2 | 180.8 | 16.0 | 20.5 | 24.5 | 62.5% | 59.7% | 54.0% | 11.7% | 13.4% | 13.5% |
| 600436.SH | 片仔癀 | 1,845.2 | 65.1 | 80.2 | 86.9 | 16.7 | 24.3 | 24.7 | 45.2% | 50.7% | 45.6% | 25.7% | 30.3% | 28.4% |
| 002349.SZ | 精华制药 | 83.6 | 12.8 | 13.6 | 15.7 | 1.1 | 1.6 | 2.1 | 48.3% | 46.6% | 46.7% | 8.7% | 11.8% | 13.5% |
| 002644.SZ | 佛慈制药 | 68.7 | 6.7 | 8.2 | 10.2 | 1.1 | 0.9 | 1.1 | 24.8% | 27.3% | 28.1% | 16.2% | 11.4% | 10.4% |
| 300026.SZ | 红日药业 | 187.5 | 64.9 | 76.7 | 66.5 | 5.7 | 6.9 | 6.2 | 56.5% | 57.9% | 57.7% | 8.8% | 9.0% | 9.4% |
| 600085.SH | 同仁堂 | 813.1 | 128.3 | 146.0 | 153.7 | 10.3 | 12.3 | 14.3 | 47.0% | 47.6% | 48.8% | 8.0% | 8.4% | 9.3% |
| 600479.SH | 千金药业 | 58.9 | 36.3 | 36.6 | 40.3 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 44.0% | 44.5% | 43.1% | 8.2% | 8.2% | 7.5% |
| 300534.SZ | 陇神戎发 | 33.4 | 2.5 | 2.9 | 4.1 | 0.0 | -0.1 | 0.3 | 32.6% | 32.1% | 39.6% | 0.7% | -3.2% | 6.2% |
| 600572.SH | 康恩贝 | 170.7 | 59.1 | 61.5 | 60.0 | 4.5 | 20.1 | 3.6 | 65.4% | 64.4% | 59.3% | 7.7% | 32.7% | 6.0% |
| 600332.SH | 白云山 | 528.5 | 616.7 | 690.1 | 707.9 | 29.2 | 37.2 | 39.7 | 16.9% | 19.2% | 18.8% | 4.7% | 5.4% | 5.6% |
| 600252.SH | 中恒集团 | 87.3 | 36.8 | 31.6 | 27.1 | 5.6 | 3.1 | 0.8 | 78.3% | 74.4% | 59.4% | 15.3% | 9.7% | 2.9% |
| 600222.SH | 太龙药业 | 34.8 | 14.2 | 16.0 | 19.6 | 0.3 | 0.1 | -0.7 | 26.5% | 28.9% | 24.1% | 2.1% | 0.4% | -3.7% |
| 600771.SH | 广誉远 | 192.9 | 11.1 | 8.5 | 9.9 | 0.3 | -3.2 | -4.0 | 71.2% | 61.2% | 65.3% | 2.9% | -37.0% | -40.1% |

数据来源：wind，各公司公告，德邦研究所
注：市值计算日期为2023年5月19日

目录 CONTENTS

一、国企改革+政策扶持：中药国企乘风而上

二、多维度措施入手，推动中药国企焕发新机

三、投资建议

四、风险提示

股权变化：新股东，新活力

国有资本注入为中药企业带来新活力。2020-2023年，康恩贝、太极集团、昆药集团的实际控制人均变更为国有控股股东，佛慈制药控股股东拟从兰州市国资变更为甘肃省国资，优质国资的注入有利于推动公司进一步整合资源，提高业务协同水平，为公司长期发展提供不竭动力。

| 证券代码 | 公司 | 时间 | 股权变更事项 |
|-----------|------|----------|---|
| 002644.SZ | 佛慈制药 | 2023年5月 | 甘肃国投拟收购兰州佛慈医药产业发展集团有限公司(公司控股股东) 100% 股权，间接持有公司股份30%以上 |
| 600085.SH | 同仁堂 | 2023年2月 | 健之佳向公司子公司同仁堂麦尔海增资0.3亿，成为其战略投资者，同仁堂麦尔海将借助健之佳经营理念和销售资源，提升护肤品竞争力 |
| 600422.SH | 昆药集团 | 2022年12月 | 华润三九持有公司 28% 股份，成为公司控股股东，实际控制人变更为中国华润有限公司 |
| 600129.SH | 太极集团 | 2021年4月 | 国药中药间接控制公司已发行股份的 29.82% ，公司实际控制人变更为中国医药集团有限公司 |
| 600572.SH | 康恩贝 | 2020年7月 | 浙江省中医药健康产业集团持有公司 20% 股份，公司实际控制人变更为浙江省人民政府国有资产监督管理委员会 |
| | | 2023年4月 | 拟以2.9亿转让子公司珍视明7.84%股权，持续聚焦主业 |
| | | 2022年1月 | 公司控股子公司金华康恩贝转让所持有的迪耳药业25%股权，处置低效资产，回笼资金 |
| | | 2021年12月 | 以16.8亿转让子公司珍视明42%股权 |

人员变动：管理层优化，优秀人才入驻

由于控股股东变动、业务发展需要和前任管理层离职等，中药上市国企管理层持续优化，新任管理层来自公司业务部门负责人升任或外聘人才等，华润三九董事长邱华伟、OTC事业部总经理颜炜、副总裁郭霆、财务总监梁征成为昆药集团新董事会成员，公司管理和执行能力将不断强化，公司运营效率不断提升。

| 证券代码 | 证券简称 | 职位 | 任职日期 | 姓名 |
|-----------|------|-------|----------|-----|
| 600436.SH | 片仔癀 | 董事长 | 2021年12月 | 林纬奇 |
| | | 监事会主席 | 2022年6月 | 陈纪鹏 |
| 600129.SH | 太极集团 | 总经理 | 2021年5月 | 俞敏 |
| | | 监事会主席 | 2021年5月 | 王永权 |
| 600422.SH | 昆药集团 | 董事长 | 2023年1月 | 邱华伟 |
| | | 监事会主席 | 2023年1月 | 钟江 |
| 000423.SZ | 东阿阿胶 | 董事长 | 2023年3月 | 白晓松 |
| | | 总裁 | 2022年1月 | 程杰 |
| 600750.SH | 江中药业 | 董事长 | 2022年6月 | 刘为权 |
| | | 总经理 | 2022年3月 | 肖文斌 |
| | | 监事会主席 | 2021年12月 | 罗文华 |
| 000999.SZ | 华润三九 | 董事长 | 2021年12月 | 邱华伟 |
| | | 总经理 | 2022年1月 | 赵炳祥 |
| 600332.SH | 白云山 | 监事会主席 | 2020年1月 | 蔡锐育 |
| 002644.SZ | 佛慈制药 | 代总经理 | 2022年4月 | 石爱国 |
| 300026.SZ | 红日药业 | 执行总经理 | 2023年3月 | 蓝武军 |

| 证券代码 | 证券简称 | 职位 | 任职日期 | 姓名 |
|-----------|------|-------|----------|-----|
| 600085.SH | 同仁堂 | 董事长 | 2021年12月 | 邸淑兵 |
| | | 总经理 | 2021年12月 | 张朝华 |
| 600479.SH | 千金药业 | 董事长 | 2023年3月 | 蹇顺 |
| | | 监事会主席 | 2020年11月 | 曹道忠 |
| 300534.SZ | 陇神戎发 | 总经理 | 2023年3月 | 钱双喜 |
| | | 董事长 | 2022年5月 | 宋敏平 |
| | | 监事会主席 | 2020年12月 | 郭忠信 |
| 600572.SH | 康恩贝 | 监事会主席 | 2021年9月 | 尹石水 |
| | | 总裁 | 2020年7月 | 罗国良 |
| 600252.SH | 中恒集团 | 总经理 | 2022年7月 | 倪依东 |
| | | 董事长 | 2021年11月 | 莫宏胜 |
| 600222.SH | 太龙药业 | 董事长 | 2022年2月 | 尹辉 |
| 600771.SH | 广誉远 | 董事长 | 2023年1月 | 杨波 |
| | | 监事会主席 | 2023年1月 | 张华中 |
| | | 总裁 | 2022年9月 | 苗辉 |

外延并购/注资：整合优质资源，扩大规模优势

中药上市国企持续通过外延并购和注资整合优质资源（华润三九、康恩贝等），加强产业协同（昆药集团、同仁堂等），实现资产增值（中恒集团、千金药业等）等。

| 证券代码 | 公司 | 交易时间 | 标的 | 交易类型 | 交易金额 | 持股比例 | 主要业务领域 | 主要产品 |
|-----------|------|----------|---------------------|-------|-------|-------|--------------|---------------------|
| 000999.SZ | 华润三九 | 2022年12月 | 昆药集团 | 并购 | 29亿 | 28% | 青蒿、三七等系列特色中药 | 参苓健脾胃颗粒、血塞通胶囊等 |
| | | 2020年12月 | 深圳华润堂 | 并购 | 1.9亿 | 100% | 天然中药材、滋补保健品等 | 燕窝、虫草、维矿补充剂等 |
| | | 2020年1月 | 澳诺（中国） | 并购 | 14.2亿 | 100% | 儿科 | 葡萄糖酸钙锌口服溶液等 |
| 600422.SH | 昆药集团 | 2020年12月 | 汉光药业 | 增资 | 0.3亿 | 6.98% | 维生素类、精神神经类产品 | 丙戊酸钠缓释片、碳酸钙D3咀嚼片等 |
| | | 2019年12月 | 天禾药业 | 并购 | 0.06亿 | 100% | 药品配送 | |
| 600436.SH | 片仔癀 | 2020年7月 | 龙晖药业 | 并购 | 0.4亿 | 51% | 传统中药名方、化生药 | 安宫牛黄丸等 |
| 000423.SZ | 东阿阿胶 | 2022年10月 | 昂德生物 | 增资 | 0.4亿 | 20% | 生物药 | 佳林豪、瑞通立等 |
| | | 2022年7月 | 东欣投资 | 增资 | 1.8亿 | 100% | 平台化综合运营公司 | |
| 600750.SH | 江中药业 | 2021年9月 | 海斯制药 | 并购 | 2.2亿 | 51% | 肠胃领域化学药 | “贝飞达”胶囊、雷贝拉唑肠溶片等 |
| 002644.SZ | 佛慈制药 | 2022年12月 | 佛慈纹党参产业发展公司 | 设立子公司 | 0.51亿 | 51% | 党参产业 | |
| 300026.SZ | 红日药业 | 2020年1月 | 亿诺瑞 | 并购 | 0.6亿 | 25% | 原料药等 | 肝素、分级低分子肝素原料药等 |
| 300534.SZ | 陇神戎发 | 2023年2月 | 普安制药 | 并购 | 2.6亿 | 70% | 中药、原料药等 | 宣肺止咳合剂等 |
| 600572.SH | 康恩贝 | 2022年10月 | 中医药大学饮片公司 | 收购 | 2.2亿 | 66% | 中药饮片 | |
| | | 2022年9月 | 奥托康制药 | 收购 | 3558万 | 100% | 化学原料药、化学药 | 有氟马西尼注射液、帕米膦酸二钠注射液等 |
| 600252.SH | 中恒集团 | 2021年6月 | 中恒力合医药健康股权投资合伙企业 | 设立基金 | 2.97亿 | 99% | | |
| | | 2021年9月 | 深圳市国海中恒医药健康创业投资合伙企业 | 设立基金 | 2.4亿 | 80% | | |
| 600479.SH | 千金药业 | 2022年10月 | 株洲市先进产业集群发展母基金合伙企业 | 设立基金 | 3亿 | 6% | | |
| 600222.SH | 太龙药业 | 2022年12月 | 郑州龙华医药产业基金合伙企业 | 设立基金 | 2.16亿 | 54% | | |

员工持股：激励改善，焕发积极性

各企业发布的股权激励计划均对公司业绩或关键盈利指标进行量化考核，此举在增强内部员工积极性的同时，加强了公司业绩增长的确定性，彰显公司长期发展信心。

| 证券代码 | 公司 | 实施年份 | 激励人数 | 激励份额 (占总股本) | 业绩考核目标 | | | |
|-----------|------|-----------|------|----------------|--------------------------|---------|---------|---------|
| | | | | | 考核指标 | 第1年 | 第2年 | 第3年 |
| 000999.SZ | 华润三九 | 2022-2024 | 284 | 1% | 归母扣非净资产收益率 | ≥10.15% | ≥10.16% | ≥10.17% |
| | | | | | 归母扣非净利润年复合增长率（以2020年为基准） | ≥10% | ≥10% | ≥10% |
| | | | | | 总资产周转率 | ≥0.69 | ≥0.70 | ≥0.72 |
| 600252.SH | 中恒集团 | 2022-2024 | 250 | ≤1.44% | 经济增加值增长率（以2020年为基准） | ≥21% | ≥33% | ≥46% |
| | | | | | 净利润增长率（以2020年为基准） | ≥16.6% | ≥26% | ≥36% |
| | | | | | 现金分红比例 | ≥30% | ≥30% | ≥30% |
| 600479.SH | 千金药业 | 2022-2024 | 147 | 3% | 营业收入增长率（以2020年为基准） | ≥30% | ≥50% | ≥75% |
| | | | | | 加权平均净资产收益率 | ≥12% | ≥12% | ≥12% |
| | | | | | 研发费用增长率（以2020年为基准） | ≥20% | ≥35% | ≥50% |
| 600572.SH | 康恩贝 | 2022-2024 | 544 | 2.72% | 净利润增长率（以2021年为基准） | ≥200% | ≥240% | ≥280% |
| | | | | | 加权平均净资产收益率 | ≥6.5% | ≥7% | ≥7.5% |
| | | | | | 研发投入总额占当期工业营业收入的比例 | ≥4.5% | ≥5% | ≥5.5% |
| | | | | | 净利润现金含量 | ≥105% | ≥105% | ≥105% |
| 600750.SH | 江中药业 | 2022-2024 | 89 | 1% | 投入资本回报率 | ≥12.74% | ≥12.75% | ≥12.76% |
| | | | | | 归母净利润年复合增长率（以2020年为基准） | ≥6% | ≥6% | ≥6% |
| | | | | | 研发投入强度 | ≥2.96% | ≥2.98% | ≥3.00% |
| 600422.SH | 昆药集团 | 2021-2023 | 9 | 0.34% | 净利润值增长率（以2020年为基准） | ≥10% | ≥21% | ≥33% |
| | | | | | 现金分红占当年净利润比例 | ≥30% | ≥30% | ≥30% |

发展规划：明确目标规划，赋予长期确定性

太极集团22年年报称23年将力争实现营业收入同比增长20%以上，明确的发展目标和规划带来了业绩增长的极强确定性，除此之外，华润系部分企业、康恩贝、广誉远等均有明确的营收或业绩增长目标，极大提高企业长期成长确定性。

| 证券代码 | 证券简称 | 发展规划 |
|-----------|------|---|
| 600129.SH | 太极集团 | <ul style="list-style-type: none"> 2023年公司力争实现营业收入同比增长20%以上，其中，医药工业实现营业收入同比增长30%，医药商业营业收入同比增长20%。 公司通过内生发展加外延扩张，力争“十四五”末营业收入达到500亿元，净利润率不低于医药行业平均水平，并努力成为世界一流的中药企业。 |
| 600750.SH | 江中药业 | <ul style="list-style-type: none"> 2023年力争实现营业收入、净利润的双两位数增长。 |
| 000999.SZ | 华润三九 | <ul style="list-style-type: none"> 预计2023年公司营业收入将实现双位数的增长，净利润将匹配营收增长水平。 十四五战略目标是要争做行业头部企业，营业收入翻番。 |
| 600572.SH | 康恩贝 | <ul style="list-style-type: none"> 2023年争取实现5亿元以上的产品2-3个，确保1亿元以上产品品牌超过15个，争取1亿元以上产品品牌营收增长20%左右。 |
| 600222.SH | 太龙药业 | <ul style="list-style-type: none"> 公司2023年营业收入可比增长率不低于10%。 |
| 600771.SH | 广誉远 | <ul style="list-style-type: none"> 2023年度，公司确定的经营目标为收入12亿元，归属于母公司的净利润0.30亿元。 |
| 600252.SH | 中恒集团 | <ul style="list-style-type: none"> 至2025年末，力争进入全国医药工业50强、中药上市企业前10强。 |

目录 CONTENTS

一、国企改革+政策扶持：中药国企乘风而上

二、多维度措施入手，推动中药国企焕发新机

三、投资建议

四、风险提示

太极集团：国药入主，治理改善成效显著

核心逻辑：

- **“十四五”战略聚焦中药，治理改善成效显著。**公司十四五规划预计2025年将实现500亿收入，利润不低于行业平均水平；2022年公司核心品种增长显著，核心产品藿香正气口服液15.7亿，同比增长70%，急支糖浆5.3亿，同比增长89%，通天口服液2.9亿，同比增长53%，鼻窦炎口服液2.1亿，同比增长67%；23Q1实现营业收入44.3亿，同比增长25.3%，归母净利润2.4亿，同比增长991.2%，23年四月4月延续Q1增速，单月实现收入15.6亿，同比增长25.6%，归母净利润1.3亿。
- **降本增效成效显著。**2022年公司毛利率45.4%，较21年增加近3个百分点；销售费用率33.0%，同比降低1.7个百分点，管理费用率5.3%，同比降低1.4个百分点；公司销售规模不断增长，销售效率同步提升，同时公司持续优化组织机构，严格控制管理费用，盈利能力和企业管理水平不断增强。
- **多维度长期规划明确：**公司在初步实现“融合、重塑”后，全面发展“提高”，转型升级。工业方面，公司结合“6+1”重点治疗领域进行品类统筹管理，重塑OTC品牌形象，整合线上下资源；商业方面，公司构建“1+2+3”管理框架，成立1个商业营运管理中心，搭建川渝2个省级平台公司，设立医疗、分销、零售3大专业委员会。此外，积极布局中药材种植基地、人工虫草等领域，为公司中长期发展提供保障。
- **投资建议：**预计公司23-25年归母净利7.2/9.5/13.4亿元。
- **风险提示：**业绩市场进度或低于预期，产品销售不及预期，治理优化不及预期，费用控制不及预期

昆药集团：六百年老字号，龙头赋能焕发新机

核心逻辑：

- **华润正式完成交割，豪华团队即将入主昆药管理层，公司将迎来新发展机遇：**2022年底华润三九正式完成昆药股权交割，成为公司控股股东，华润三九董事长邱华伟、OTC事业部总经理颜炜、副总裁郭霆、财务总监梁征成为公司新董事会成员，将为公司营销改善、品牌打造、经营效率提升等多方面带来质的提升；
- **公司经营效率有望大幅改善：**华润三九作为行业标杆，整体利润率行业顶尖，22年毛利率54%，销售净利率14%；昆药集团22年工业口服制剂毛利率达69%，高于华润三九，而忽略商业板块后，22年扣非归母净利润/工业板块总收入的利润率仅6.1%，昆中药净利率也仅达到行业平均水平，为10.8%，未来提升空间较大；
- **“昆中药”作为五大中药老字号之一具有600多年历史，华润入主有望打造多款大单品：**2022年昆中药收入13亿（+9%），净利润1.4亿（+57.5%），其中核心品种参苓健脾胃颗粒（+23%）、舒肝颗粒（+21%）、香砂平胃颗粒（+29%）保持快速增长，为昆中药后续增长的潜力品种，22年疫情影响下主要品种均维持高增长，华润入主赋能强品牌经营及销售能力，有望打造多个大单品；

催化剂：1）华润持续动作释放改善预期，十四五规划、股权激励、资产注入；2）疫后修复，业绩加速恢复

投资建议：预计公司23-25年归母净利6/7.5/9.5亿元。

风险提示：产品销售不及预期，华润入驻进展不及预期，中药行业及相关政策风险

目录 CONTENTS

- 一、国企改革+政策扶持：中药国企乘风而上
- 二、多维度措施入手，推动中药国企焕发新机
- 三、投资建议
- 四、风险提示**

风险提示

1. 公司业绩不及预期
2. 带量采购可能影响行业增速
3. 疫后复苏不及预期

分析师与研究助理简介

陈铁林，德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师2019年新财富第四名，2018年新财富第五名、水晶球第二名，2017年新财富第四名，2016年新财富第五名，2015年水晶球第一名。

投资评级说明

| | 类 别 | 评 级 | 说 明 |
|---|--------|------|-------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准， 报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数） 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； | 股票投资评级 | 买入 | 相对强于市场表现20%以上； |
| | | 增持 | 相对强于市场表现5%~20%； |
| | | 中性 | 相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | | 减持 | 相对弱于市场表现5%以下。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上； |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间； |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。 |

免责声明

分析师声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或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。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明：

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。



德邦证券
Topsperty Securities

德邦证券股份有限公司

地 址：上海市中山东二路600号外滩金融中心N1幢9层

电 话：+86 21 68761616 传 真：+86 21 68767880
400-8888-128