

中药 II

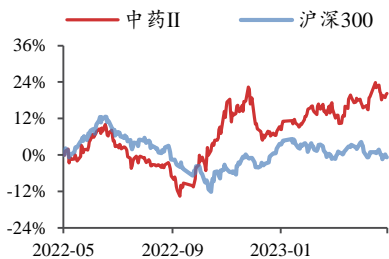
2023 年 05 月 18 日

中药国企改革渐入佳境，有望迎来估值重塑

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

蔡明子（分析师）

caimingzi@kysec.cn

证书编号：S0790520070001

龙永茂（联系人）

longyongmao@kysec.cn

证书编号：S0790121070011

● 中药国企改革推动成长空间大，老字号品牌力提供强大优势，成长潜力大

我们看好深化国企改革带来的以中药板块为主的主题性投资机会，看好中药国企在资产结构、管理、营销的持续优化下提速增长。从政策面来看，国企改革为国家发展重点，进一步国有经济布局优化、结构调整和战略性重组，调整盘活存量资产，优化增量资本配置，完善国有资本优化配置机制已然成为新的目标。国家对于国企的经济战略结构布局正稳步推进，不断地优化与完善。中药行业持续受政策支持，中药国企具有可观的发展空间。从业绩面来看，中药国企收入利润增速总体平缓稳定，费用端具备优化空间，国资中药企业对于渠道、员工激励等方面仍有优化空间。我们看好重视渠道开拓、管理优化的国资中药企业未来业绩有望快速增长，利润率有望提升。从基本面来看，中药国企拥有的“中华老字号”称号是极为优质的资产，多年积累的行业经验和优秀品质赢得了众多消费者的信任和口碑，拥有中华老字号的中药国企充分具备快速发展的潜力。

● 看好中药国企在资产结构、管理、营销的持续优化下提速增长

国资中药企业采取多样化措施探索发展道路。股权调整方面，通过持续优化股权结构，强化企业治理结构。部分中药国企持续引入国有资本，提升战略定位；或建立灵活机制引入民营资本，混改带来新活力。对于国资背景的中药企业，优化股权结构，引进民营资本及战略投资者，可以带来新的管理团队和资源，强化企业的治理结构，提高企业的决策效率和执行能力。管理提升方面，通过引入经营人才、设置激励指标赋能企业管理层，持续提升公司经营效率。多家国资背景中药企业通过管理层面的经营人员调整，为企业发展赋能注入了全新的血液。华润三九、达仁堂、康恩贝等多家企业推行股权激励计划，对于核心指标设立积极目标，提高企业的运营效率和生产力。资产结构优化方面，处置非主业资产、并购主业相关资产进行资产结构优化。过去两年里多家国资背景中药企业通过完成股权转让交易或股权收购交易进行资产结构优化，向主业聚拢，从而提高企业效益和减小经营风险，提高企业价值，适应市场变化。（1）通过股权转让交易的方式聚焦主业，处置与主业无关资产从而优化资产结构，优化产业布局，发展核心业务，持续提升公司价值。（2）通过收购等方式扩大主业资产规模，将主业做大做强。不断拓宽投资并购渠道，通过整合双方产品及资源优势，进一步丰富公司的产品线、扩展产业链布局，实现良好的协同效应。（3）通过优化公司股权及资本进出管理机制，更加系统地完善公司治理机制，优化公司的资产结构。

● 推荐及受益标的

推荐标的：太极集团、中国中药。**受益标的：**华润三九、昆药集团、东阿阿胶、同仁堂、佛慈制药、达仁堂、康恩贝。

风险提示：政策波动风险，产品推广不及预期风险，营销整合不及预期风险。

目 录

1、 中药国企具备焕发生机潜力，政策推动成长空间大，老字号品牌力提供强大优势	4
1.1、 国资背景中药企业包含 6 家中央国资企业，18 家地方国资企业	4
1.2、 政策面：国企改革为国家发展重点，中药行业持续受政策支持，中药国企具有可观的发展空间	5
1.3、 业绩面：国资中药企业较行业平均水平盈利能力仍有提升潜力，费用端具备优化空间	8
1.4、 基本面：老字号中药国企是国家优质资产，品牌中药具有强大竞争优势	11
2、 中药国企采取调整股权、优化管理、资产结构聚焦主业等多样化措施探索发展道路	14
2.1、 持续优化股权结构，强化企业治理结构	14
2.2、 通过引入经营人才、设置激励指标赋能企业管理层，持续提升公司经营效率	15
2.3、 处置非主业资产、并购主业相关资产进行资产结构优化	18
3、 看好中药国企在资产结构、管理、营销的持续优化下提速增长	20
3.1、 中央国资中药企业	21
3.1.1、 华润三九：强化创新转型深化质量管理体系，核心业务向自我诊疗全领域拓展	21
3.1.2、 中国中药：立足全产业链优势，把握中药颗粒试点开放机遇，积极应对中成药集采政策变化	22
3.1.3、 太极集团：聚焦工业主品优化商业布局，推进现代中药智造打造区域商业领军企业	23
3.1.4、 昆药集团：围绕研发创新与平台建设，聚焦打造慢病管理与精品国药核心平台	24
3.1.5、 东阿阿胶：重视产品及研发，持续融入大健康发展，加速价值、业务、组织重塑	25
3.2、 地方国资中药企业	26
3.2.1、 同仁堂：强化品种培育拓产产业布局，深化营销改革，聚焦补齐短板弱项优化产线布局	26
3.2.2、 佛慈制药：甘肃省国资委拟入主，优化营销队伍增长品牌力，做大“中药、大健康”产业体量，拓展五大市场	27
3.2.3、 达仁堂：深化混改提升产业发展动能，中药新药研发持续升温、转型新模式新业态	28
3.2.4、 康恩贝：深化混改聚焦主业高质量发展，加快发展核心业务、持续拓展特色产品	29
4、 推荐及受益标的	30
5、 风险提示	30

图表目录

图 1： 国资背景中药企业拥有多个中华老字号品牌	12
图 2： 品牌阿胶具有产品终端的提价能力	14
图 3： 预计 2020 年片仔癀维持肝炎医药份额 TOP1	14
图 4： 收购完成后，佛慈制药实际控制人由兰州市国资委变更为甘肃省国资委	15
图 5： 2018-2022 年华润三九营业收入 CAGR 7.72%	21
图 6： 2018-2022 年华润三九归母净利润 CAGR 14.36%	21
图 7： 2018-2022 年中国中药营业收入 CAGR 6.1%	22
图 8： 2018-2022 年中国中药净利润 CAGR -14.64%	22
图 9： 2018-2022 年太极集团营业收入 CAGR 7.08%	23
图 10： 2018-2022 年太极集团归母净利润 CAGR 49.53%	23
图 11： 2018-2022 年昆药集团营业收入 CAGR 3.92%	24
图 12： 2018-2022 年昆药集团归母净利润 CAGR 3.33%	24
图 13： 2018-2022 年东阿阿胶营业收入 CAGR -13.85%	25
图 14： 2018-2022 年东阿阿胶归母净利润 CAGR -21.79%	25
图 15： 2018-2022 年同仁堂营业收入 CAGR 1.99%	26
图 16： 2018-2022 年同仁堂归母净利润 CAGR 5.90%	26

图 17: 2018-2022 年佛慈制药营业收入 CAGR 16.93%.....	27
图 18: 2018-2022 年佛慈制药归母净利润 CAGR 9.77%.....	27
图 19: 2018-2022 年达仁堂营业收入 CAGR 6.72%.....	28
图 20: 2018-2022 年达仁堂归母净利润 CAGR 11.29%.....	28
图 21: 2018-2022 年康恩贝营业收入 CAGR -3.03%.....	29
图 22: 2018-2022 年康恩贝归母净利润 CAGR -18.31%.....	29
表 1: 我国国资背景中药企业中央国资背景 6 家, 地方国资 18 家.....	4
表 2: 国家持续发布国有经济战略性调整和流动机制政策.....	5
表 3: 国家持续发布国有大型企业改革政策.....	6
表 4: 国家持续发布医药行业体制改革政策.....	6
表 5: 国家持续发布国有资产管理体制改革政策.....	7
表 6: 中药持续受政策支持.....	8
表 7: 中药子板块企业 2022 年毛利率均值、净利率均值分别为 56.7%、13.5%.....	9
表 8: 国资中药企业 2022 年毛利率均值、净利率均值分别为 46.4%、12.8%, 较行业平均水平仍有较大提升空间.....	11
表 9: 国资背景中药企业具有强大品牌优势与核心药品.....	12
表 10: 2022 胡润品牌榜-医疗健康品牌 5 家中药品牌包含 4 家老字号品牌。.....	13
表 11: 预计 2022 年中国城市实体药店终端品牌安宫牛黄丸领跑同类产品.....	14
表 12: 2022 年至今国资背景中药企业进行了部分管理层人员调整.....	15
表 13: 多家国资背景中药企业设立股权或股票期权激励指标.....	17
表 14: 多家企业进行股权转让交易聚焦主业, 处置与主业无关资产优化资产结构.....	18
表 15: 多家企业进行股权收购交易收购主业相关资产, 将主业做大做强.....	19
表 16: 康恩贝落实公司资产混改分层级治理机制, 提升经营效率.....	20
表 17: 国资中药企业推荐及受益标的.....	30

1、 中药国企具备焕发生机潜力， 政策推动成长空间大， 老字号品牌力提供强大优势

1.1、 国资背景中药企业包含 6 家中央国资企业， 18 家地方国资企业

截止 2023Q1 我国目前共有 24 家国资背景的中药企业， 包含 21 家 A 股（同仁堂、 白云山、 太极集团、 广誉远、 华润三九、 江中药业、 东阿阿胶、 昆药集团、 达仁堂、 康恩贝、 佛慈制药、 精华制药、 云南白药、 千金药业、 亚宝药业、 启迪药业、 陇神戎发、 太龙药业、 中恒集团、 片仔癀、 马应龙） 与 3 家港股（中国中药、 同仁堂科技、 同仁堂国药）。 其中中央国资 6 家（中国国药、 太极集团、 华润三九、 江中药业、 昆药集团、 东阿阿胶）， 以及 18 家地方国资。

表1： 我国国资背景中药企业中央国资背景 6 家， 地方国资 18 家

证券代码	证券名称	国资属性	国资持股比例
000999.SZ	华润三九	中央国资	62.99%
600750.SH	江中药业		45.53%
0570.HK	中国中药		33.93%
600422.SH	昆药集团		27.11%
600129.SH	太极集团		38.73%
000423.SZ	东阿阿胶		32%
3613.HK	同仁堂国药	北京国资	71.67%
600436.SH	片仔癀	漳州国资	59.29%
600085.SH	同仁堂	北京国资	55.44%
600332.SH	白云山	广州国资	53.53%
1666.HK	同仁堂科技	北京国资	48.25%
002644.SZ	佛慈制药	兰州国资	40.11%
000590.SZ	启迪药业	四川国资	37.18%
600329.SH	达仁堂	天津国资	24.17%
000538.SZ	云南白药	云南国资	36.16%
002349.SZ	精华制药	南通国资	38.63%
300534.SZ	陇神戎发	甘肃国资	30.38%
600479.SH	千金药业	株洲国资	29.38%
600252.SH	中恒集团	广西国资	29.22%
600572.SH	康恩贝	浙江国资	20.85%
600771.SH	广誉远	山西国资	14.61%
600222.SH	太龙药业	郑州国资	14.37%
600351.SH	亚宝药业	运城国资	4.49%
600993.SH	马应龙	武汉国资	5.21%

数据来源：Wind、 开源证券研究所

1.2、政策面：国企改革为国家发展重点，中药行业持续受政策支持，中药国企具有可观的发展空间

国企作为国家重点发展对象，持续受到国家政策的大力支持。“十二五”至“十四五”期间，国家在国有经济战略性调整和流动机制、国有大型企业改革、行业的体制改革以及国有资产管理体制改革等方面分别都采取了积极推进政策。

从国有经济战略性调整和流动机制层面，“十二五”阶段政策以推动国有企业的进退流动机制促进国资进入国民命脉行业领域为主要目标；“十三五”阶段政策确立国有企业发展目标和定位，坚定做优做大国有企业，增强国有经济活力、控制力、影响力、抗风险能力，实现商业类国企资产保值增值的目标以及公益类国企保障民生、服务社会、提供公共产品和服务的目标。至“十四五”阶段，完成国有经济布局优化和结构调整，进一步国有经济布局优化、结构调整和战略性重组，调整盘活存量资产，优化增量资本配置，完善国有资本优化配置机制已然成为新的目标。国家对于国企的经济战略结构布局正稳步推进，不断地优化与完善。

表2：国家持续发布国有经济战略性调整和流动机制政策

政策阶段	发布部门	文件	要点
“十二五”	中华人民共和国中央人民政府	《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》	推进国有经济战略性调整，健全国有资本有进有退、合理流动机制，促进国有资本向关系国家安全和国民经济命脉的重要行业和关键领域集中。
“十三五”	中华人民共和国中央人民政府	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	国有企业发展目标和定位：1.坚定不移把国有企业做强做优做大，增强国有经济活力、控制力、影响力、抗风险能力。2.商业类国有企业以增强国有经济活力、放大国有资本功能、实现国有资产保值增值为主要目标。3.公益类国有企业以保障民生、服务社会、提供公共产品和服务为主要目标。
“十四五”	中华人民共和国中央人民政府	《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》	国有经济布局优化和结构调整：1.围绕服务国家战略，坚持有进有退、有所为有所不为，加快国有经济布局优化、结构调整和战略性重组，增强国有经济竞争力、创新力、控制力、影响力、抗风险能力，做强做优做大国有资本和国有企业。2.发挥国有经济战略支撑作用，推动国有经济进一步聚焦战略安全、产业引领、国计民生、公共服务等功能，调整盘活存量资产，优化增量资本配置，向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业集中，向提供公共服务、应急能力建设和公益性等关系国计民生的重要行业集中，向前瞻性战略性新兴产业集中。3.对充分竞争领域的国有经济，强化资本收益目标和财务硬约束，增强流动性，完善国有资本优化配置机制。建立布局结构调整长效机制，动态发布国有经济布局优化和结构调整指引。

资料来源：中华人民共和国中央人民政府、开源证券研究所

从国有大型企业改革层面，政策“十二五”阶段鼓励国企上市、股改和公司制改革；“十三五”阶段补充完善现代企业制度与公司法人结构，建立职业经理人制度，剥离企业办的社会职能与历史遗留问题；至“十四五”阶段完善中国特色现代企业，促进加强党的领导和完善公司治理相统一，加强董事会建设，推进混改，完善市场化的薪酬分配与激励政策，健全研发考核机制。国家从公司形态到内部结构再到人员制度，由外而内，由浅入深逐渐推动落实国有大型企业改革。

表3：国家持续发布国有大型企业改革政策

政策阶段	发布部门	文件	要点
“十二五”	中华人民共和国中央人民政府	《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》	具备条件的国有大型企业实现整体上市，不具备条件的国有大型企业加快股权多元化改革，必要的国有独资企业要坚持公司制改革并完善治理结构。
“十三五”	中华人民共和国中央人民政府	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	1.加快国有企业公司制股份制改革，完善现代企业制度、公司法人治理结构。2.建立国有企业职业经理人制度，完善差异化薪酬制度和创新激励。3.加快剥离企业办社会职能和解决历史遗留问题。
“十四五”	中华人民共和国中央人民政府	《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》	推动国有企业完善中国特色现代企业：1.坚持党对国有企业的全面领导，促进加强党的领导和完善公司治理相统一，加快建立权责法定、权责透明、协调运转、有效制衡的公司治理机制。2.加强董事会建设，落实董事会职权，使董事会成为企业经营决策主体。按照完善治理、强化激励、突出主业、提高效率的要求，深化国有企业混合所有制改革，深度转换经营机制，对混合所有制企业探索实行有别于国有独资、全资公司的治理机制和监管制度。推行经理层成员任期制和契约化管理，完善市场化薪酬分配机制，灵活开展多种形式的中长期激励。3.完善国企市场化薪酬分配机制，普遍实行全员绩效管理。改革完善体现岗位绩效和分级分类管理的事业单位薪酬制度。规范劳务派遣用工行为，保障劳动者同工同酬。多渠道增加城乡居民财产性收入，提高农民土地增值收益分享比例，完善上市公司分红制度，创新更多适应家庭财富管理需求的金融产品。完善国有资本收益上缴公共财政制度，加大公共财政支出用于民生保障力度。4.健全鼓励国有企业研发的考核制度，设立独立核算、免于增值保值考核、容错纠错的研发准备金制度，确保中央国有工业企业研发支出年增长率明显超过全国平均水平。完善激励科技型中小企业创新的税收优惠政策。

资料来源：中华人民共和国中央人民政府官网、开源证券研究所

医药行业体制改革层面，“十二五”至“十四五”期间，国家不断提出加强公共卫生服务体系的建设，对于城乡医疗服务以及公立医院私立医院地位确立不断提出精准政策，不断完善治理结构、人事薪酬及绩效考核机制，推动药品和耗材集中采购使用改革，完善基本药品制度，推动医疗服务业以及加快建设分级诊疗等等。对于医药行业体制改革，国家采取逐步完善逐渐扩张的政策。

表4：国家持续发布医药行业体制改革政策

发布时间	发布部门	文件	要点
2013.1	国家中医药管理局	《中医药标准化中长期发展规划纲要（2011—2020年）》	生物产业重点发展生物医药、生物医学工程产品、生物农业、生物制造。深化医药卫生体制改革：加强公共卫生服务体系建设；加强城乡医疗服务体系建设；健全医疗保障体系；完善药品供应保障体系；积极稳妥推进公立医院改革；支持中医药事业发展
2015.5	中华人民共和国中央人民政府	《中医药健康服务发展规划（2015—2020年）》	全面深化医药卫生体制改革：实行医疗、医保、医药联动，推进医药分开，建立健全覆盖城乡居民的基本医疗卫生制度。全面推进公立医院综合改革，坚持公益属性；建立现代医院管理制度，落实公立医院独立法人地位，建立符合医疗卫生行业特点的人事薪酬制度；完善基本药物制度，深化药品、耗材流通体制改革，健全药品供应保障机制；鼓励研究和创制新药；鼓励社会力量兴办健康服务业。
2022.2	国务院办公厅	《十四五中医药发展规划（2021—2025年）》	深化医药卫生体制改革：坚持基本医疗卫生事业公益属性，以提高医疗质量和效率为导向，以公立医疗机构为主体、非公立医疗机构为补充，扩大医疗服务资源供给。加强公立医院建设，加快建立现代医院管理制度，深入推进治理结构、人事薪酬、编制管理和绩效考核改革。加快优质医疗资源扩容和区域均衡布局；加

发布时间	发布部门	文件	要点
			强基层医疗卫生队伍建设；加快建设分级诊疗体系，积极发展医疗联合体。加强预防、治疗、护理、康复有机衔接。推进国家组织药品和耗材集中带量采购使用改革，发展高端医疗设备。完善创新药物、疫苗、医疗器械等快速审评审批机制；提升医护人员培养质量与规模，扩大儿科、全科等短缺医师规模。

资料来源：中华人民共和国中央人民政府、开源证券研究所

从国有资产管理体制改革层面，“十二五”期间政策鼓励坚持政府公共管理职能和国有资产出资人职能分开，实行公益性和竞争性国有企业分类管理，健全分级管理的国有资本经营预算和收益分享制度以及完善国有金融资产、行政事业单位资产和自然资源资产监管体制；“十三五”政策重心转移，以管资本为主加强国有资产监管提高回报，改组组建国有资本投资、运营公司，全国有资本合理流动机制引导资本流向关键领域，以及建立覆盖全部国有企业、分级管理的国有资本经营预算管理制度；“十四五”期间政策大力推进国资监管理念、重点、方式等多方位转变，深化国有资本投资、运营公司改革，加快推进经营性国有资产集中统一监管。**国有企业资产管理由公私分开到以管国有资本流向为主，再到大力推进国资监管，国有资产管理体制在开发的同时不断走向成熟与完善。**

表5：国家持续发布国有资产管理体制改革政策

政策阶段	发布部门	文件	要点
“十二五”	中华人民共和国中央人民政府	《国民经济和社会发展的第十二个五年规划纲要》	坚持政府公共管理职能和国有资产出资人职能分开，完善经营性国有资产管理 and 国有企业监管体制机制。探索实行公益性和竞争性国有企业分类管理。健全覆盖全部国有企业、分级管理的国有资本经营预算和收益分享制度，合理分配和使用国有资本收益。完善国有金融资产、行政事业单位资产和自然资源资产监管体制。
“十三五”	中华人民共和国中央人民政府	《中华人民共和国国民经济和社会发展的第十三个五年规划纲要》	以管资本为主加强国有资产监管，提高资本回报，防止国有资产流失。改组组建国有资本投资、运营公司，提高国有资本配置和运行效率，形成国有资本流动重组、布局调整的有效平台。健全国有资本合理流动机制，推进国有资本布局战略性调整，引导国有资本更多投向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域。建立国有资产出资人监管权力清单和责任清单，稳步推进经营性国有资产集中统一监管，建立覆盖全部国有企业、分级管理的国有资本经营预算管理制度。对国有企业国有资本和企业领导人员履行经济责任情况实行审计全覆盖。
“十四五”	中华人民共和国中央人民政府	《中华人民共和国国民经济和社会发展的第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	1.坚持授权与监管相结合、放活与管好相统一，大力推进国资监管理念、重点、方式等多方位转变。优化管资本方式，全面实行清单管理，深入开展分类授权放权，注重通过法人治理结构履职，加强事中事后监管。2.深化国有资本投资、运营公司改革，科学合理界定政府及国资监管机构，国有资本投资、运营公司和所持股企业的权利边界。健全协同高效的监督机制，严格责任追究，切实防止国有资产流失。加快推进经营性国有资产集中统一监管。

资料来源：中华人民共和国中央人民政府、开源证券研究所

中药作为国家的特色，持续受政策支持。2013年国家中医药管理局印发《中医药标准化中长期发展规划纲要(2011—2020年)》，加强中医药标准化理论和技术研究，进一步优化中医药标准化发展环境。2015年国务院办公厅印发中医药健康服务发展规划(2015—2020年)，大力发展中医养生保健服务，积极促进中医药健康服务相关支撑产业发展及完善相关政策。2022年国家发布十四五中医药发展规划(2021—2025年)，切实提高中医医疗服务能力、着力推进中医药创新发展壮大中药产业及推进中医药文化传播与海外发展。

表6：中药持续受政策支持

发布时间	发布部门	文件	要点
2013.1	国家中医药管理局	《中医药标准化中长期发展规划纲要（2011—2020年）》	<p>中医药标准体系不断完善：围绕中医药事业发展需求，完成300项中医药标准制修订，基本覆盖中医医疗、预防保健、教育、科研、中药等领域。</p> <p>中医药标准质量水平明显提高：中医药标准制修订技术方法和过程管理更加科学规范，标准适用性增强，90%以上的中医药标准标龄低于5年，国家标准、行业标准、行业组织标准之间的协调性明显提高。</p> <p>中医药标准实施效益明显增强：中医药标准应用情况良好，在基层建设一批中医药标准研究推广基地，中医药标准研究制定、应用推广与评价反馈机制基本形成。</p> <p>中医药标准化发展环境进一步优化：中医药标准化管理体制和运行机制进一步完善，中医药标准管理制度基本建立，全行业关注、支持和参与标准化的氛围更加浓厚。</p>
2015.5	中华人民共和国中央人民政府	《中医药健康服务发展规划（2015—2020年）》	<p>大力发展中医养生保健服务；加快发展中医医疗服务；支持发展中医特色康复服务；积极发展中医药健康养老服务；培育发展中医药文化和健康旅游产业；积极促进中医药健康服务相关支撑产业发展；大力推进中医药服务贸易；放宽市场准入；加强用地保障；加大投融资引导力度；完善财税价格政策</p>
2022.2	国务院办公厅	《十四五中医药发展规划（2021—2025年）》	<p>切实提高中医医疗服务能力；大力发展中医药健康服务；扎实推进中医药继承；着力推进中医药创新；加强中药资源信息监测与保护利用；推动中药种植养殖快速发展；加快中药工业转型升级；建设现代中药材流通体系；推进中医药文化传播与海外发展</p>

资料来源：国家中医药管理局、中华人民共和国中央人民政府、开源证券研究所

1.3、业绩面：国资中药企业较行业平均水平盈利能力仍有提升潜力，费用端具备优化空间

通过对比中药子行业公司与国资中药企业的核心财务指标，我们认为国资中药企业仍具备业绩提升空间。

从营收、归母净利润近3年复合增长率来看，中药板块整体维持了较为平稳的增长：中药子板块企业2020-2022年营收CAGR均值10.1%（剔除负值，下同），归母净利润CAGR均值114.3%（剔除负值，下同），国资中药企业2020-2022年营收CAGR均值9.3%，归母净利润CAGR均值137.5%。

从盈利能力来看，国资中药企业仍有较大提升空间：中药子板块企业2022年毛利率、净利率均值分别为56.7%、13.5%，国资中药企业2022年毛利率均值、净利率均值分别为46.4%、12.8%，与行业平均水平差距较大。

从费用端来看，中药子板块企业2022年销售费用率均值、管理费用率均值分别为33.4%、13.2%，国资中药企业2022年销售费用率均值、管理费用率均值分别为26.0%、10.2%，说明国资中药企业对于渠道、员工激励等方面仍有优化空间。我们看好重视渠道开拓、管理优化的国资中药企业未来业绩有望快速增长。此外，国资中药企业财务费用率均值为0.1%，中药子板块财务费用率均值为4.6%，中药国企资金成本低于行业平均水平，具备资金成本优势，为公司拓展业务助力。

表7：中药子板块企业 2022 年毛利率均值、净利率均值分别为 56.7%、13.5%

证券代码	证券简称	2020-2022 年	2020-2022 年	2022 年毛利 率 (%)	2022 年净利 率 (%)	2022 年销售 费用率 (%)	2022 年管理 费用率 (%)	2022 年财务 费用率 (%)
		营业收入 CAGR (%)	归母净利润 CAGR (%)					
000423.SZ	东阿阿胶	10.8	275.7	68.3	19.3	32.6	13.0	-1.7
000538.SZ	云南白药	7.1	-28.3	26.3	7.8	11.4	3.2	-0.9
000590.SZ	启迪药业	3.6	-57.2	51.1	5.2	18.5	26.9	-1.0
000623.SZ	吉林敖东	-2.4	26.9	51.2	62.8	30.1	14.1	3.1
000650.SZ	仁和药业	4.0	6.8	36.6	13.8	10.8	7.0	-0.4
000790.SZ	华神科技	5.4	-33.1	40.1	3.9	19.3	13.8	0.4
000989.SZ	九芝堂	-1.6	87.0	58.7	11.7	36.9	12.7	-0.1
000999.SZ	华润三九	6.9	15.9	54.0	13.8	28.1	9.1	0.0
002082.SZ	万邦德	-52.5	-40.2	52.6	4.2	22.3	13.5	1.4
002107.SZ	沃华医药	5.7	12.1	75.3	8.9	51.3	11.6	-0.4
002118.SZ	紫鑫药业	-44.9	-1,791.9	65.1	-828.7	69.4	140.7	322.6
002198.SZ	嘉应制药	9.6	136.0	65.3	6.7	46.6	9.0	-0.3
002275.SZ	桂林三金	6.1	-16.0	71.0	16.8	27.5	25.1	-0.8
002287.SZ	奇正藏药	13.4	29.7	84.1	23.0	45.9	11.0	2.0
002317.SZ	众生药业	1.9	1.4	64.9	11.8	37.4	12.3	2.1
002349.SZ	精华制药	10.8	153.9	46.7	13.5	16.0	15.0	-1.0
002390.SZ	信邦制药	-1.6	-5.0	19.2	4.2	6.2	6.6	0.6
002412.SZ	汉森制药	1.1	5.0	72.1	18.3	43.2	12.3	0.3
002424.SZ	贵州百灵	7.5	-52.6	60.1	3.8	43.2	6.8	2.8
002566.SZ	益盛药业	-6.4	8.5	73.9	10.6	46.9	14.4	0.7
002603.SZ	以岭药业	29.1	289.4	63.8	18.8	26.0	13.1	0.2
002644.SZ	佛慈制药	17.5	49.0	28.1	10.4	10.2	8.6	-0.8
002728.SZ	特一药业	-1.3	3.8	49.0	20.1	13.2	10.9	2.4
002737.SZ	葵花药业	5.2	53.4	57.7	17.9	25.0	11.2	-0.2
002750.SZ	龙津药业	-23.6	-142.9	79.2	-59.8	65.3	43.7	-0.6
002864.SZ	盘龙药业	16.9	40.9	58.1	10.6	37.2	7.3	-0.3
002873.SZ	新天药业	12.0	62.6	77.3	10.7	48.9	15.0	1.0
002907.SZ	华森制药	-2.3	-42.0	59.3	12.5	31.3	13.4	0.4
300026.SZ	红日药业	10.0	55.1	57.7	9.3	34.9	10.1	0.8
300039.SZ	上海凯宝	-7.6	-24.0	77.9	17.0	49.5	10.0	-3.8
300147.SZ	香雪制药	-7.8	-796.8	24.8	-23.2	15.2	16.7	9.7
300181.SZ	佐力药业	25.6	966.7	70.6	15.8	46.0	8.6	0.3
300391.SZ	长药控股	30.6	96.5	21.5	2.8	2.1	8.0	3.1
300519.SZ	新光药业	6.5	15.9	51.9	31.0	9.6	9.3	-2.8
300534.SZ	陇神戎发	20.0	102.1	39.6	7.3	22.2	9.7	-0.6
300878.SZ	维康药业	-6.1	-64.7	58.6	8.5	36.1	14.4	0.6
301111.SZ	粤万年青	-3.6	-49.8	67.5	11.8	48.6	9.6	-0.8
301331.SZ	恩威医药	3.7	-17.9	50.2	9.8	29.0	9.7	-0.2
600080.SH	金花股份	-8.4	29.2	76.2	5.8	59.8	13.6	-0.5
600085.SH	同仁堂	5.0	44.7	48.8	14.3	20.0	10.1	0.0

证券代码	证券简称	2020-2022年	2020-2022年	2022年毛利	2022年净利	2022年销售	2022年管理	2022年财务
		营业收入	归母净利润					
		CAGR (%)	CAGR (%)	率 (%)	率 (%)	费用率 (%)	费用率 (%)	费用率 (%)
600129.SH	太极集团	6.5	593.7	45.4	2.4	33.0	6.0	1.3
600211.SH	西藏药业	26.7	18.4	94.3	14.7	55.2	8.6	0.2
600222.SH	太龙药业	14.3	-257.8	24.1	-3.9	9.3	12.8	3.2
600252.SH	中恒集团	-10.7	-89.4	59.4	0.5	41.5	16.9	-2.2
600285.SH	羚锐制药	11.6	58.0	72.3	15.5	48.1	9.8	-0.9
600329.SH	达仁堂	5.7	37.8	39.9	10.6	23.9	6.4	-0.5
600332.SH	白云山	2.9	24.4	18.8	6.0	8.3	4.3	-0.2
600351.SH	亚宝药业	-3.7	652.5	55.9	3.8	33.0	14.6	0.4
600422.SH	昆药集团	0.7	-15.7	41.5	4.7	29.4	5.4	0.5
600436.SH	片仔癀	15.0	79.9	45.6	29.0	5.6	6.5	-0.7
600479.SH	千金药业	4.5	3.2	43.1	9.6	22.6	9.4	-0.1
600535.SH	天士力	-23.2	-125.6	64.0	-4.0	33.5	14.1	0.4
600557.SH	康缘药业	-1.6	-14.3	72.1	10.2	42.9	18.3	-0.2
600566.SH	济川药业	9.0	33.8	82.9	24.1	45.7	10.2	-1.0
600572.SH	康恩贝	-3.9	203.6	59.3	7.7	34.4	11.9	-0.2
600594.SH	益佰制药	-6.6	-400.6	71.0	-16.0	43.7	17.0	1.2
600750.SH	江中药业	15.9	28.6	64.8	16.9	38.9	8.0	-0.7
600771.SH	广誉远	-6.5	-406.5	65.3	-42.0	85.8	11.9	2.5
600976.SH	健民集团	17.6	345.5	43.3	11.1	29.4	5.7	0.0
600993.SH	马应龙	9.3	33.1	42.4	13.6	22.1	5.2	-1.3
603139.SH	康惠制药	4.4	-247.5	40.5	-15.6	28.1	9.7	1.6
603439.SH	贵州三力	10.8	51.2	71.7	16.0	46.8	6.1	-0.1
603567.SH	珍宝岛	8.6	-54.6	17.5	4.5	14.4	9.3	3.2
603858.SH	步长制药	1.6	-185.1	71.7	-11.5	50.1	7.9	0.8
603896.SH	寿仙谷	14.9	124.2	84.4	33.5	38.5	16.1	-1.5
603963.SH	大理药业	-23.4	-231.1	56.3	-13.4	55.7	15.4	0.7
603998.SH	方盛制药	17.9	262.2	67.3	15.4	42.1	14.4	1.1
605199.SH	葫芦娃	5.1	-28.8	57.9	5.6	38.6	11.6	1.1
833266.BJ	生物谷	1.7	-153.9	80.8	-8.4	66.7	12.0	0.2
836433.BJ	大唐药业	-11.1	-72.6	72.5	9.4	48.3	19.9	1.0
0570.HK	中国中药	0.0	-21.6	50.3	5.0	32.2	6.6	1.5
1666.HK	同仁堂科技	10.2	11.8	43.3	16.7	15.1	8.1	0.9
0874.HK	白云山	2.9	7.5	18.8	6.0	8.3	3.1	0.6
1681.HK	康臣药业	10.6	104.5	75.3	29.2	33.0	13.8	0.5
3613.HK	同仁堂国药	6.5	5.1	66.4	39.9	10.8	8.9	0.3
2877.HK	神威药业	13.5	12.8	74.4	18.2	45.9	7.1	0.0
平均值		10.1	114.3	56.7	13.5	33.4	13.2	4.6

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：均值剔除负值，剔除 ST 公司）

表8：国资中药企业 2022 年毛利率均值、净利率均值分别为 46.4%、12.8%，较行业平均水平仍有较大提升空间

证券代码	证券简称	2020-2022 年	2020-2022 年	2022 年毛利 率 (%)	2022 年净利 率 (%)	2022 年销售 费用率 (%)	2022 年管理 费用率 (%)	2022 年财务 费用率 (%)
		营业收入 CAGR (%)	归母净利润 CAGR (%)					
600436.SH	片仔癀	15.0	79.9	45.6	29.0	5.6	6.5	-0.7
600085.SH	同仁堂	5.0	44.7	48.8	14.3	20.0	10.1	0.0
600332.SH	白云山	2.9	24.4	18.8	6.0	8.3	4.3	-0.2
600129.SH	太极集团	6.5	593.7	45.4	2.4	33.0	6.0	1.3
000538.SZ	云南白药	7.1	-28.3	26.3	7.8	11.4	3.2	-0.9
600771.SH	广誉远	-6.5	-406.5	65.3	-42.0	85.8	11.9	2.5
000999.SZ	华润三九	6.9	15.9	54.0	13.8	28.1	9.1	0.0
600750.SH	江中药业	15.9	28.6	64.8	16.9	38.9	8.0	-0.7
000423.SZ	东阿阿胶	10.8	275.7	68.3	19.3	32.6	13.0	-1.7
600422.SH	昆药集团	0.7	-15.7	41.5	4.7	29.4	5.4	0.5
600329.SH	达仁堂	5.7	37.8	39.9	10.6	23.9	6.4	-0.5
600572.SH	康恩贝	-3.9	203.6	59.3	7.7	34.4	11.9	-0.2
002644.SZ	佛慈制药	17.5	49.0	28.1	10.4	10.2	8.6	-0.8
002349.SZ	精华制药	10.8	153.9	46.7	13.5	16.0	15.0	-1.0
600479.SH	千金药业	4.5	3.2	43.1	9.6	22.6	9.4	-0.1
600351.SH	亚宝药业	-3.7	652.5	55.9	3.8	33.0	14.6	0.4
000623.SZ	吉林敖东	-2.4	26.9	51.2	62.8	30.1	14.1	3.1
000590.SZ	启迪药业	3.6	-57.2	51.1	5.2	18.5	26.9	-1.0
300534.SZ	陇神戎发	20.0	102.1	39.6	7.3	22.2	9.7	-0.6
600222.SH	太龙药业	14.3	-257.8	24.1	-3.9	9.3	12.8	3.2
600252.SH	中恒集团	-10.7	-89.4	59.4	0.5	41.5	16.9	-2.2
600993.SH	马应龙	9.3	33.1	42.4	13.6	22.1	5.2	-1.3
0570.HK	中国中药	0.0	-21.6	50.3	5.0	32.2	6.6	1.5
1666.HK	同仁堂科技	10.2	11.8	43.3	16.7	15.1	8.1	0.9
平均值		9.3	137.5	46.4	12.8	26.0	10.2	0.1

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：均值剔除负值）

1.4、基本面：老字号中药国企是国家优质资产，品牌中药具有强大竞争优势

国资背景中药企业拥有的“中华老字号”称号是极为优质的资产，具备着雄厚的技术、资源和品牌积累，有着悠久的历史 and 传统，并拥有丰富的中药研发经验和技 术，扎实的业务基础，多年积累的行业经验和优秀品质赢得了众多消费者的信任和口碑，拥有中华老字号的国资背景的中药企业充分具备快速发展的潜力。我国现有的中华老字号国资背景的中药企业包括同仁堂、片仔癀、白云山（拥有多个中华老字号品牌：潘高寿、白云山、陈李济、敬修堂、中一、何济公、奇星、明兴、禾穗牌）、佛慈制药、达仁堂、云南白药、昆药集团（拥有昆中药、云昆牌）、太极集团、东阿阿胶、广誉远、马应龙，其中同仁堂和广誉远为百年老字号。

图1：国资背景中药企业拥有多个中华老字号品牌



资料来源：各公司官网

国资背景的中药企业具有强大品牌优势与核心品种。大型国资背景的中药企业都具有深厚的底蕴，各自拥有各自的核心产品与核心业务，稳定地为公司带来持续增长，加之强大的品牌价值优势使得企业长期位于中药行业屹立不倒。

表9：国资背景中药企业具有强大品牌优势与核心药品

企业名称	国资中药企业主要核心产品与业务		
华润三九	感冒清热：感冒灵	胃肠消化：三九胃泰	皮肤外用：皮炎平
江中药业	胃肠消化：健胃消食片	上呼吸道：感冒止咳颗粒、复方草珊瑚含片	
中国中药	人工麝香及濒危药材	中药饮品	
昆药集团	青蒿系列	三七系列：血塞通系列	
太极集团	藿香正气口服液	急支糖浆	鼻窦炎口服液
东阿阿胶	阿胶系列		
片仔癀	医药制造：片仔癀		
同仁堂	安宫牛黄丸	同仁牛黄清心丸	同仁大活络丸
白云山	“抗之霸”抗菌消炎药	中药产品：糖尿病、心脑血管	男科：金戈
佛慈制药	中成药及大健康产品的研发、生产和销售	中药材种植和销售	中药饮片加工和销售
启迪药业	古汉养生精系列产品	中西成药	保健药品
达仁堂	速效救心丸	京万红软膏	
云南白药	白药	普药	牙膏
精华制药	中成药制剂：王氏保赤丸、季德胜蛇药片、正柴胡饮颗粒	中药材及中药饮片：当归、白芍等	化学原料药及中间体、化工医药中间体
陇神戎发	元胡止痛滴丸	酸枣仁油滴丸	鞣酸小檗碱膜、七味温阳胶囊
千金药业	中成药	化学药	妇科：妇科千金片（胶囊）、补血益母丸（颗粒）
中恒集团	心脑血管：注射用血栓通（冻干）	中华跌打丸	妇炎净胶囊
康恩贝	OTC：肠炎宁、金奥康、金笛	处方药：金艾康、天保宁（银杏叶片）、麝香通心滴丸	健康消费品

企业名称	国资中药企业主要核心产品与业务		
广誉远	龟龄集	定坤丹	安宫牛黄丸
太龙药业	双黄连口服液系列	双金连合剂	中药饮片系列
亚宝药业	儿科：丁桂儿脐贴、儿童清咽解热口服液	心脑血管：硝苯地平缓释片	内分泌：硫辛酸注射液
马应龙	麝香痔疮膏	麝香痔疮栓	马应龙八宝眼膏、龙珠软膏

资料来源：各公司公告、各公司官网、开源证券研究所

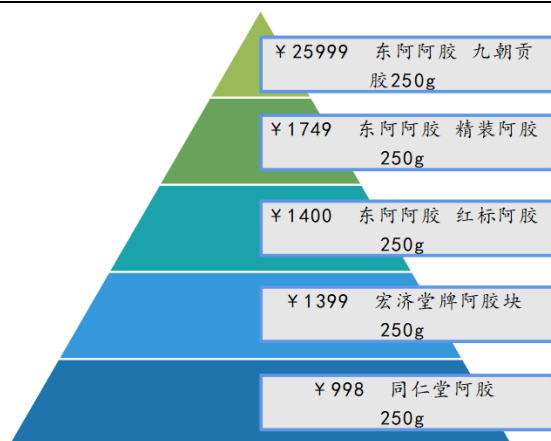
老字号品牌价值为国资背景中药企业业绩增长提供了坚实的基础，是企业强大的护城河。老字号品牌已经在消费者心目中树立起了良好的品牌形象和美誉度，具备影响消费者购买决策的能力，通过形成稳定、坚实的品牌基础，中药企业可以有效提升产品的市场占有率和销售收益。胡润品牌榜作为见证中国市场经济发展轨迹的“风向标”之一，被认为是中国商业社会发展的“透视镜”。根据胡润百富 2023 年 4 月 3 日发布的 2022《胡润品牌价值榜》，其中片仔癀、云南白药、同仁堂、三九、东阿阿胶分别以 430 亿元、180 亿元、140 亿元、80 亿元、55 亿元占据中药前五，其中包含 4 家老字号品牌。

表10：2022 胡润品牌榜-医疗健康品牌 5 家中药品牌包含 4 家老字号品牌。

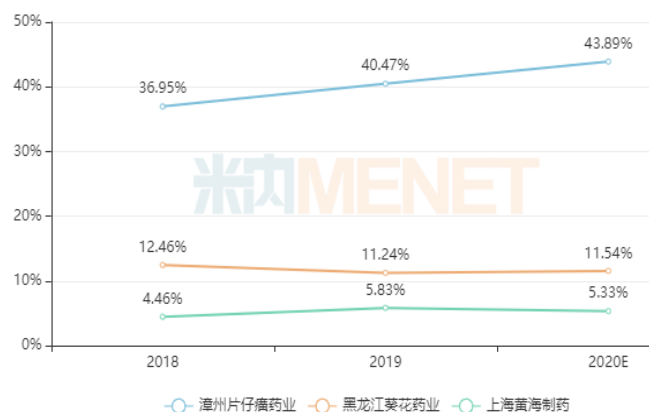
排名	品牌	品牌价值（亿元人民币）
1	片仔癀	430
2	云南白药	180
3	同仁堂	140
4	华润三九	80
5	东阿阿胶	55

数据来源：《胡润百富·2022 胡润品牌榜》、开源证券研究所

强大的品牌力可以提升企业对于产品的提价能力和保持稳定的业绩增长。从作为企业独家核心产品的片仔癀来看，片仔癀的竞争力主要来自品牌的高端形象，以及由此带来的产品溢价能力。首先，片仔癀的可替代性不高，在保肝护肝领域具有较高市场地位；其次，公司在宣传上是一直沿循“奢侈品”逻辑，即历史悠久、原材料珍稀、扬名海外等。从同类型药品的市占份额来看，预计 2020 年片仔癀维持 TOP1 药企，市场份额逐年攀升，领军地位已无人可以撼动。而作为非独家产品的阿胶，东阿阿胶的价格要高于其它阿胶品牌。同样为非独家品牌的安宫牛黄丸，同仁堂常年品牌建立让消费者产生了对其的品牌意识，销售额领跑同类安宫牛黄丸产品。

图2：品牌阿胶具有产品终端的提价能力


资料来源：各品牌天猫官方旗舰店、开源证券研究所

图3：预计 2020 年片仔癀维持肝炎医药份额 TOP1


资料来源：米内网

表11：预计 2022 年中国城市实体药店终端品牌安宫牛黄丸领跑同类产品

排名	产品名称	企业简称	销售额 (亿元)
1	安宫牛黄丸	北京同仁堂股份同仁堂制药	13+
2	安宫牛黄丸	北京同仁堂科技制药	8+
3	安宫牛黄丸	山西广誉远国药	3+
4	安宫牛黄丸	山东宏济堂制药集团	2+
5	安宫牛黄丸	南京同仁堂药业	2+
6	安宫牛黄丸	九芝堂	1+

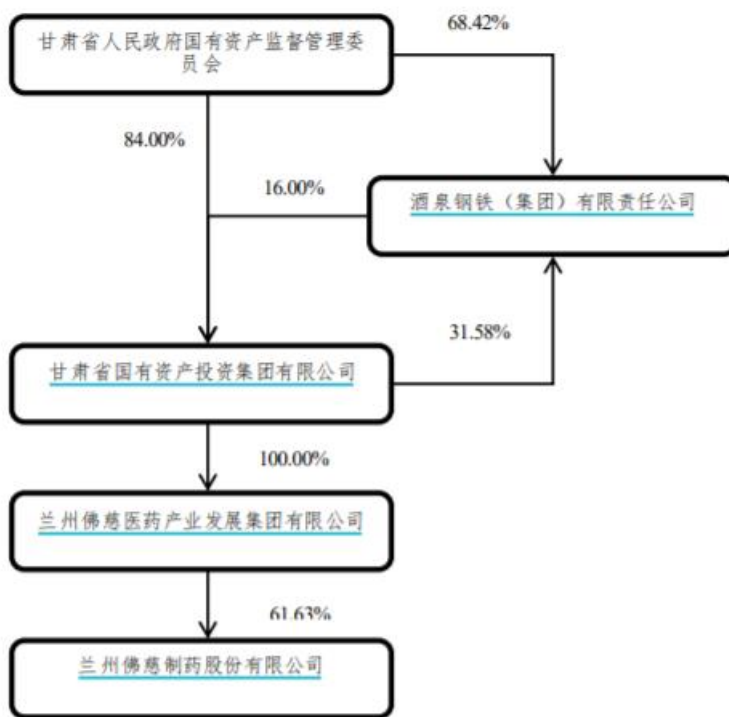
资料来源：米内网、开源证券研究所

2、中药国企采取调整股权、优化管理、资产结构聚焦主业等多样化措施探索发展道路

2.1、持续优化股权结构，强化企业治理结构

持续引入国有资本，提升战略定位。以佛慈制药为例，2023 年 2 月公司发布公告：甘肃国投拟通过收购兰州佛慈医药产业发展集团有限公司 100% 股权的方式成为公司控股股东。本次权益变动前，佛慈集团持有兰州佛慈制药 61.63% 的股份，为佛慈制药的控股股东，兰州市国资委为公司的实际控制人，若收购完成，公司实控人将转变为甘肃国投，战略地位将上升至省级。

图4：收购完成后，佛慈制药实际控制人由兰州市国资委变更为甘肃省国资委



资料来源：佛慈制药公司公告

建立灵活机制引入民营资本，混改带来新活力。以云南白药为例，自2015年新华都入股白药控股后，公司管理机制逐渐市场化，并在2017年6月引入江苏鱼跃作为白药控股战投，彰显管理层改革决心。公司于2017年制定了新的《高级管理人员薪酬管理与考核办法》，建立管理层与股东利益紧密结合的长效考核与激励机制；于2019年吸收合并白药控股，整合优势资源、缩减管理层级、提高运营效率，提升了公司整体核心竞争力。公司混改成效显著，管理层通过数次激励吸引优秀人才，不断提升员工积极性，助推业绩提升。

2.2、通过引入经营人才、设置激励指标赋能企业管理层，持续提升公司经营效率

多家国资背景中药企业通过管理层面的经营人员调整，为企业发展赋能注入了全新的血液。引进人员的业务方向从中医药专业细分领域到公司治理产品营销或其他相关业务，方向多元丰富，对企业来说通过调整、更替管理层面的经营人员，公司可以引入具备更丰富、更专业的知识背景和管理经验的人才，有助于提高管理团队的管理水平和能力，提高企业管理水平与企业竞争力，实现高绩效，同时还为企业其它不同领域提供了新思路。

表12：2022年至今国资背景中药企业进行了部分管理层人员调整

公司名称	人员名称	业务方向	履历
华润三九	赵炳祥	药品研发、市场销售	曾任三九医药贸易有限公司公司区域销售经理和市场办主任，华润三九研发中心高级研究员，化学工程与生物工程学院博士，中国教授级高级工程师。
	于舒天	市场营销	曾任华润雪花啤酒(中国)有限公司长春/吉林区域公司副总经理兼区域销售公司总经理，华润雪花啤酒(中国)有限公司营销中心总经理，市场营销经验丰富

江中药业	朱明辉	产品审核	历任公司 OEM 部外派技术员,公司制造部审核分析经理和公司采购部中药材采购经理
	肖文斌	市场营销	历任江中药业销售省经理,销售总监,市场总监,销售副总经理;OTC 业务部总经理。
中国中药	伍秀薇	公司秘书	拥有逾 20 年专业公司秘书行业经验, 并为特许秘书、特许企业管治人员, 以及香港公司治理公会及英国特许公司治理公会资深会士。
	程学仁	诊疗与销售	持有主任中药师及主治医师的专业资格。曾任担任广东省第二中医院医生, 广东一方制药有限公司生产副总经理、销售副总经理及总经理。
昆药集团	颜炜	事业管理	曾任华润三九医药股份有限公司 OTC 事业部总经理,康复慢病事业部总经理
	郭霆	市场营销	曾任北京双鹤药业股份有限公司副总裁, 华润三九营销中心副总经理。
太极集团	程学仁	市场营销与质控	历任广东一方制药有限公司研发主任,副厂长,厂长,质量负责人,生产副总经理,销售副总经理,营销中心总经理, 广东省中医研究所副所长
	赖波	财务监督	历任重庆市涪陵区财政局科长,党组成员,总会计师等职务
东阿阿胶	程杰	OTC 营销	历任华润三九 OTC 终端代表,处方药管理专员,产品助理,产品专员,助理经理,999 感冒灵产品经理,产品总监,OTC 销售市场部总监,营销中心副总经理,专业品牌事业部党总支书记
	崔兴品	药品研究	中国科学技术大学化学系分析化学博士研究生, 曾任中粮营养健康研究院主任研究员,华润(集团)有限公司环境健康和安全部副总经理
同仁堂国药	徐宏喜	药品研究	徐先生曾先后受聘于香港中文大学中药研究中心科学主任、和记黄埔(中国)有限公司副总经理兼高级医药顾问、上海和黄药业有限公司董事兼研究开发总监、及香港赛马会中药研究院副总裁
片仔癀	刘丛盛	市场营销策划	历任公司供销科副科长,经营部主任助理,经营部副主任,国内市场部主任,市场策划部主任,产品销售部主任,营销中心副主任, 17-20 任公司副总经理兼营销中心主任
	杜守颖	医学制药	北京中医药大学中药学院制药系教授, 中国中医药促进会药物经济学专业委员会主任,中国医疗保健国际交流促进会大健康产业分会主任等。
同仁堂	陈纪鹏	药物研究	教授级高级工程师,执业药师, 曾任多年药物研究所技术员,药物研究所副所长
	乔延江	药物研究	北京中医药大学副校长,教授.现任晨光生物科技集团股份有限公司中药科技产业研究院首席科学家
佛慈制药	王钊	衰老生物学与药理学	清华大学药学院教授,主要研究方向为衰老生物学与药理学,尤其是衰老的分子细胞机制以及药物干预衰老的研究,以及神经和代谢药理学,和中药现代化研究。
	王新海	市场营销	曾任兰州佛慈制药股份有限公司营销中心西南大区,中原大区经理,医院事业部常务副部长,营销中心副总经理,营销中心总经理,总经理助理,副总经理
达仁堂	毛蔚雯	市场营销	历任上海市医药股份有限公司销售总部客户服务部经理,上海医药物流中心有限公司总经理等职务;一级人力资源管理师, 多年人力资源管理经验
	董明	产品技术	历任华为技术有限公司技术工程师,西安代表处固网行销部部长,东欧地区部固网产品行销部长
云南白药	张宁	生物科研	美国约翰·霍普金斯大学医学院生化,细胞及分子生物学博士, 历任北京大学医学部副主任,北京大学科研部部长, 现任北京大学国际癌症研究院副院长等
	秦皖民	事业管理	历任云南白药集团医药电子商务有限公司市场部经理,云南白药集团股份有限公司总裁助理,云南白药集团股份有限公司副总经理兼健康产品事业部总经理
陇神戎发	钱双喜	质量管理	历任公司质量管理部部长 QC 主管,部长助理,生产管理部部长,部长,总经理助理兼生产管理部部长等职务
	李伟	市场营销	历任营销中心业务主管,销售服务部部长兼物料供应部副部长,销售服务部部长兼物料供应部部长,营销策划与服务部部长,营销中心商务部部长等职
广誉远	李先荣	药品质控	国家科技部科技成果奖励办成果评审专家,国家中医药管理局重大项目审评专家,国

		家食品药品监督管理局药品评审专家,国家市场监督管理总局保健食品评审专家
张勇慧	药品研究	现任华中科技大学同济医学院副院长,药学院院长,担任湖北省天然药物化学与资源评价重点实验室主任
马应龙	张伟	市场营销
		曾任马应龙药业集团股份有限公司销售中心新疆办,河南办经理,销售中心商务部长,副总经理等职务
	周道年	药品研究
		曾任马应龙药业集团股份有限公司研究开发中心研究员,总经理助理,副总经理,总经理等职务

资料来源: Wind、开源证券研究所

多家国资背景中药企业积极设立股权或股票期权激励指标, 对企业发展具有强大的助推作用和意义。通过设立股权或期权激励指标, 提高企业的运营效率和生产力; 为公司吸引到更多的优秀人才, 提高公司的竞争力和市场形象, 同时可以让员工分享公司的成长和收益, 凝聚企业精神和团队合作意识; 公司可以更加灵活地调动员工的积极性和创造力, 同时减轻企业的现金流压力, 有利于企业的财务稳定, 推动企业的长期发展。

表13: 多家国资背景中药企业设立股权或股票期权激励指标

公司名称	业绩考核指标
华润三九	归母扣非净资产收益率 (不低于对标企业 75 分位水平): 2022 年 \geq 10.15%, 2023 年 \geq 10.16%, 2024 年 \geq 10.17%; 归母扣非净利润年复合增长率 (以 2020 年为基准, 不低于同行业平均水平或对标企业 75 分位水平): 2022、2023、2024 \geq 10%; 总资产周转率: 2022 年 \geq 0.69, 2023 年 \geq 0.70, 2024 年 \geq 0.72
江中药业	投入资本回报率 (不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值): 2022 年 \geq 12.74%, 2023 年 \geq 12.75%, 2024 年 \geq 12.76%; 归母净利润复合增长率 (以 2020 年为基准, 不低于对标企业 75 分位水平或同行业平均值): 2022、2023、2024 \geq 6%; 研发投入强度: 2022 年 \geq 2.96%, 2023 年 \geq 2.98%, 2024 年 \geq 3.00%
云南白药	净资产收益率: 2022 年 \geq 11%, 现金分红比例: 2022 \geq 40%
千金药业	营业收入增长率 (2020 年收入为基数): 2022 年 \geq 30%, 2023 年 \geq 50%, 2024 年 \geq 75%, 且不低于行业平均值、加权平均净资产收益率: 2022、2023、2024 \geq 12%、且不低于行业平均值、研发费用增长率 (2020 年为基数): 2022 年 \geq 20%, 2023 年 \geq 35%, 2024 年 \geq 50%
昆药集团	净利润增长率 (2020 为基数): 2022 年 \geq 21%, 2023 年 \geq 33%、现金分红比例: 2022、2023 \geq 30%
启迪药业	净利润增长率 (以 2021 为基数): 2022 年 \geq 15%, 2023 年 \geq 30%, 2024 年 \geq 45%、营业收入增长率 (以 2021 为基数): 2022 年 \geq 20%, 2023 年 \geq 40%, 2024 年 \geq 60%
达仁堂	每股收益 (以 2018 为基数): 2022 每股收益 \geq 0.92 元、净利润增长率: 2022 年不低于 27.1%、主营业务收入占营业收入比例: 2022 年不低于 92%
中恒集团	经济增加值增长率 EVA (基于 2020 年): 2022 年 \geq 21%, 2023 年 \geq 33%, 2024 年 \geq 46%、净利润增长率 (基于 2020, 不低于同行业净利润平均水平或对标企业净利润 75 分位值): 2022 年 \geq 16.6%, 2023 年 \geq 26%, 2024 年 \geq 36%、现金分红比例: 2022、2023、2024 \geq 30%
康恩贝	净利润增长率 (以 2021 年度为基数, 不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值): 2022 年 \geq 200%, 2023 年 \geq 240%, 2024 年 \geq 280%; 加权平均净资产收益率 (不低于对标企业 75 分位值或同行业企业平均值): 2022 年 \geq 6.5%, 2023 年 \geq 7%, 2024 年 \geq 7.5%; 研发投入总额占当期工业营业收入: 2022 年 \geq 4.5%, 2023 年 \geq 5%, 2024 年 \geq 5.5%; 年度净利润现金含量: 2022、2023、2024 年 \geq 105%

资料来源: 各公司公告、开源证券研究所

2.3、处置非主业资产、并购主业相关资产进行资产结构优化

过去两年里多家国资背景中药企业通过完成股权转让交易或股权收购交易进行资产结构优化，向主业聚拢，从而提高企业效益和减小经营风险，提高企业价值，适应市场变化。

部分国资背景中药企业通过股权转让交易的方式聚焦主业，处置与主业无关资产从而优化资产结构，优化产业布局，将部分子公司或控股公司股份进行转让，降低控股比例或不控股，从而获取更多资金与资源聚焦公司核心主业，发展核心业务，持续提升公司价值，同时降低公司的资金压力、融资成本。

表14：多家企业进行股权转让交易聚焦主业，处置与主业无关资产优化资产结构

公司名称	完成日期	交易明细	交易目的
白云山	2021/12/23	20220319：白云山年报披露，基于商业平台资源整合考虑，本期将子公司医药进出口公司100%的股权转让给控股股东广药集团，以2021年9月30日为评估日，根据国众联评报字（2021）第3-0173号《资产评估报告》，最终采用资产基础法的评估结果，对于净资产估值为负数，根据公司法规定，公司股东以出资额限承担有限责任，故评估值为0元。双方最终以1元价格成交，工商登记变更已于2021年12月23日完成。	商业平台资源整合
佛慈制药	2021/4/30	20210430：为有效盘活公司存量资产，促使公司聚焦制药主业，降低公司资金压力、融资成本和涉税风险，公司拟将位于兰州市城关区草场街街道佛慈大街68号的原址土地及部分地上建筑物以4,016.55万元的价格转让给控股股东兰州佛慈医药产业发展集团有限公司。	有效盘活公司存量资产，促使公司聚焦制药主业，降低公司资金压力、融资成本和涉税风险
精华制药	2022/12/29	20220930：精华制药集团股份有限公司于2022年9月29日召开了第五届董事会第十次会议，会议审议通过了《关于出售控股子公司股权的议案》，公司与江苏健中生物医药有限公司签署《国有产权转让合同》，出售持有江苏金丝利药业股份有限公司26.93%股权，出售方式为通过全国中小企业股份转让系统大宗交易方式，交易金额7,000万元。交易完成后，精华制药不再将金丝利药业纳入合并报表范围。	出售控股子公司股权，优化公司资产结构
康恩贝	2023/3/21	20230321：浙江康恩贝制药股份有限公司为积极推动公司参股公司江西珍视明药业有限公司加快发展和对接资本市场，公司拟通过浙江产权交易所公开挂牌转让所持有的珍视明公司7.84%股权。	获取较好的回报与资金，为聚焦和加速发展公司中药大健康业务提供更多资源，持续提升公司价值。
马应龙	2023/3/22	20221214：为优化产业布局，聚焦主导业务领域发展，马应龙药业集团股份有限公司以9,915.33万元的价格将所持深圳大佛药业股份有限公司2,264万股股份，对应目标公司33.0511%股权，转让给杭州云柏医药科技有限公司，本次交易为现金交易，交易完成后公司不再持有大佛药业股份，与大佛药业不再存在关联关系。	优化产业布局，聚焦主导业务领域发展
太极集团	2023/1/17	20230117：重庆太极实业(集团)股份有限公司拟以协议方式受让公司控股股东太极集团有限公司和重庆太极药用动植物资源开发有限公司持有重庆太极中药材种植开发有限公司99.38%和0.62%的股权，受让金额分别为875.6769万元和5.4631万元。受让完成后，太极有限和动植物资源开发公司不再持有中药材种植公司股权，公司将持有中药材种植公司100%股权。	解决同业竞争，减少关联交易
康恩贝	2023/2/18	20230218：经公司董事会审议通过，同意公司以3,527.37万元(人民币，下同)受让胡北持有的浙江康恩贝健康科技有限公司12.3335%股权，并同意公司与胡北签署的有关健康科技公司12.3335%股权转让协议。	更好的理顺浙江康恩贝制药股份有限公司有关子公司股东关系和治理结构，

公司名称	完成日期	交易明细	交易目的
			进一步巩固和提升公司以中药大健康产业为核心业务的竞争优势和能力
康恩贝	2022/10/20	20221020: 为进一步加强本公司对中医药大学饮片公司的管控能力, 充分发挥资源整合优势, 根据《公司总裁工作细则》, 经公司总裁办公会审议通过, 公司于2022年9月30日以4,995万元受让完成中医药大学饮片公司另一股东绍兴市柯桥区天堂硅谷恒煜股权投资合伙企业(有限合伙)持有的中医药大学饮片公司15%股权。	进一步加强本公司对中医药大学饮片公司的管控能力, 充分发挥资源整合优势

资料来源: 各公司公告、开源证券研究所

部分国资背景中药企业通过收购等方式扩大主业资产规模, 将主业做大做强, 不断优化自身资产结构。为优化产业布局和拓宽公司主营业务, 部分企业将与主业相关的资产收购, 不断进一步拓宽投资并购渠道, 更有效发掘与公司战略发展相匹配的优质项目, 使得公司的整体资产运作水平提升, 提高资金使用效益。通过整合双方产品及资源优势, 可进一步丰富公司的产品线、扩展产业链布局, 实现良好的协同效应, 同时还可以通过收购主业相关资产减少同业竞争, 减少相关联的交易。

表15: 多家企业进行股权收购交易收购主业相关资产, 将主业做大做强

公司名称	完成时间	交易细节	交易目的
华润三九	2022/12/31	20220509: 上市公司拟以支付现金的方式向华立医药购买其所持有的昆药集团208,976,160股股份(占昆药集团已发行股份总数的27.56%), 并向华立集团购买其所持有的昆药集团3,335,456股股份(占昆药集团已发行股份总数的0.44%)。本次交易完成后, 上市公司将持有昆药集团212,311,616股股份(占昆药集团已发行股份总数的28%), 昆药集团将成为华润三九的控股子公司。	助力公司拓展医药产业布局, 发挥协同效应, 进一步提升经营效率, 利用丰富的经营管理经验与产业资源背景对昆药集团赋能, 提升竞争优势。
昆药集团	2021/12/15	20211215: 公司作为有限合伙人与关联方杭州华方创量投资管理有限公司、健民药业集团股份有限公司共同参与关联方华方和昂的基金份额认购, 其中公司以自有资金出资人民币5,000万元, 占华方和昂49.505%的基金份额; 健民集团作为有限合伙人向华方和昂出资人民币5,000万元, 占49.505%的基金份额; 华方创量作为普通合伙人向华方和昂出资人民币100万元, 占0.990%的基金份额。	进一步拓宽投资并购渠道, 更有效发掘与公司战略发展相匹配的优质项目, 提升公司资产运作水平, 提高资金使用效益。
启迪药业	2022/8/22	20220429: 启迪药业集团股份公司于2022年4月28日与广东先通药业有限公司的股东北京先通源医药科技股份有限公司和李银强签订《关于收购广东先通药业有限公司全部股权的意向书》, 公司拟收购卖方持有的广东先通100%的股权。	通过整合双方产品及资源优势, 可进一步丰富公司的产品线、扩展产业链布局, 整合销售团队、增强市场竞争优势, 实现良好的协同效应, 带动公司整体业绩的进一步提升。
启迪药业	2022/1/18	20220118: 湖南启迪药业生物有限公司为公司控股子公司, 注册资本500万元人民币, 公司持有70%的股权, 宁波医多多电子商务有限公司持有30%的股权。本次公司拟以现金人民币2350万元向启迪生物进行增资, 宁波医多多拟以现金人民币150万元向启迪生物进行增资。本次增资完成后, 本公司持有启迪生物90%的股权, 宁波医多多持有启迪生物10%的股权。	公司对启迪生物增资是根据公司正常生产经营的需要, 有利于子公司更好地发展其业务, 进一步提升运营能力和盈利能力, 符合公司的长远规划及发展战略。
云南白药	2022/4/13	20210512: 上市公司拟作为战略投资者、以现金方式参与认购上海医药2021年度非公开发行的665,626,796股A股股票, 认购金额不超过(含)人民币11,229,124,048.52元。上海医药向上市公司非公	本次交易通过战略合作形成发展合力, 促进云南白药的长远健康发展; 优化云南白药产业布局, 加快外延发展步伐;

公司名称	完成时间	交易细节	交易目的
		开发行股票的数量以中国证监会最终核准发行的股票数量为准。根据上海医药本次非公开发行安排，预计本次交易完成后，上市公司将持有上海医药 665,626,796 股 A 股股票，占上海医药发行后总股本的 18.02%。	保障上市公司股东权益。
陇神戎发	2023/2/8	20220711：对 2021 年 5 月 11 日公司第四届董事会第四次会议审议通过的拟以发行股份及支付现金方式收购甘肃药业集团及甘肃农垦集团所持普安制药 95% 的股份并募集配套资金的关联进行变更，变更为公司以支付现金方式收购甘肃农垦集团持有的普安制药 51% 股权、收购甘肃药业集团持有的普安制药 19% 股权，收购完成后公司将持有普安制药 70% 的股权，并不再募集配套资金；	充分发挥上市公司与标的公司在业务、渠道、研发、融资和管理等方面的协同效应，促进二者业务融合共促、协同发展，扩大行业领先优势，实现上市公司与标的公司整体协同发展。

资料来源：各公司公告、开源证券研究所

部分国资背景中药企业通过优化公司股权及资本进出管理机制，更加系统地完善公司治理机制，优化公司的资产结构。以康恩贝为例，康恩贝于 2021 年 7 月 26 日召开康恩贝混改方案发布会，制定了混改相关配套制度 52 个，进一步完善了公司治理机制，强调分级分权管理，将投资项目与股权处置分别按照层级分类进行审批，寄予了管理层更多的审批权力，优化了公司的资产结构，完善资本进出机制。

表16：康恩贝落实公司资产混改分层级治理机制，提升经营效率

事项分类	分级	标准	审批程序
投资项目	事业部	单项 500 万以下的固定资产投资	事业部（子公司）审批
	公司	净资产 2% 以下	总裁办公会审批
		净资产 2% 以上、15% 以下	董事会审批
		净资产 15% 以上	股东大会审议
股权处置	公司	净资产 0.5% 和 5,000 万元孰低者以下	总裁办公会审批
		净资产 0.5% 和 5,000 万元孰低者以上、净资产 15% 以下	董事会审批
		净资产 15% 以上	股东大会审批

资料来源：康恩贝 2022 年报公开交流资料、开源证券研究所

3、看好中药国企在资产结构、管理、营销的持续优化下提速增长

我们看好深化国企改革带来的以中药板块为主的主题性投资机会，看好中药国企在资产结构、管理、营销的持续优化下提速增长。从政策面来看，国企改革为国家发展重点，进一步国有经济布局优化、结构调整和战略性重组，调整盘活存量资产，优化增量资本配置，完善国有资本优化配置机制已然成为新的目标。国家对于国企的经济战略结构布局正稳步推进，不断地优化与完善。中药行业持续受政策支持，中药国企具有可观的发展空间。从业绩面来看，中药国企收入利润增速总体平缓稳定，费用端具备优化空间，国资中药企业对于渠道、员工激励等方面仍有优化空间。我们看好重视渠道开拓、管理优化的国资中药企业未来业绩有望快速增长，利润率有望提升。从基本面来看，中药国企拥有的“中华老字号”称号是极为优质的资产，多年积累的行业经验和优秀品质赢得了众多消费者的信任和口碑，拥有中华老字号的中药国企充分具备快速发展的潜力。

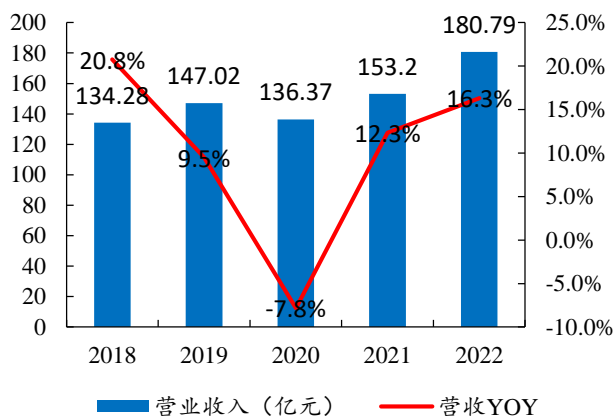
3.1、中央国资中药企业

3.1.1、华润三九：强化创新转型深化质量管理体系，核心业务向自我诊疗全领域拓展

华润三九主要从事医药产品的研发、生产、销售及相关健康服务，主营核心业务定位于 CHC 健康消费品和 RX 处方药领域。“999 感冒灵”、“999 皮炎平”、“三九胃泰”、“999 小儿感冒”、“999 抗病毒口服液”、“好娃娃产品”、“气滞胃痛颗粒”、“天和骨通贴膏”、“澳诺葡萄糖酸钙锌口服溶液”等在相关品类内具领先地位。参附注射液、理洩王牌血塞通软胶囊等多个中药处方药品种，在中药处方药行业享有较高声誉。

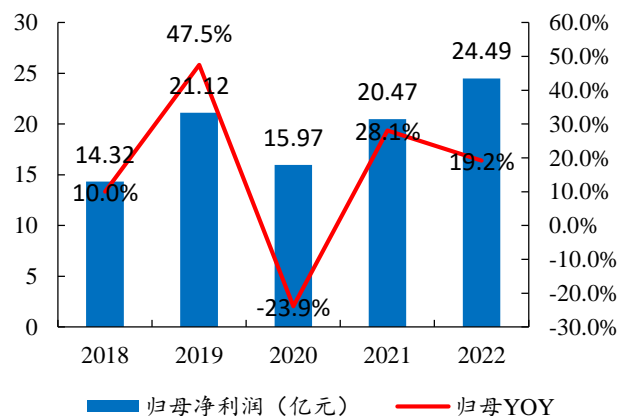
公司收入、利润增长稳健。收入端来看，2018-2022 年公司营业收入由 134.28 亿元增长至 180.79 亿元，CAGR 7.72%。利润端来看，2018-2022 年公司归母净利润由 14.32 亿元增长至 24.49 亿元，CAGR 14.36%。

图5：2018-2022 年华润三九营业收入 CAGR 7.72%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2018-2022 年华润三九归母净利润 CAGR 14.36%



数据来源：Wind、开源证券研究所

华润三九具有强大的核心竞争优势。品牌优势上，公司在“999”主品牌的基础上，陆续发展“天和”、“顺峰”、“澳诺”、“康妇特”等深受消费者认可的药品品牌；产品优势上，CHC 健康消费品业务覆盖了感冒、皮肤等近 10 个品类，处方药业务覆盖了抗肿瘤、心脑血管等治疗领域；渠道终端优势上，CHC 业务方面与全国最优质的经销商和连锁终端广泛深入合作，覆盖全国超过 40 万家药店，处方药方面，已覆盖全国数千家等级医院，数万家基层医疗机构；智能制造优势上，公司深蓝（智能制造）实验室运用 5G、区块链、数字孪生、云计算、AI 智能生产设备等技术升级传统药品制造体系，加快数字化转型及中药现代化进程。

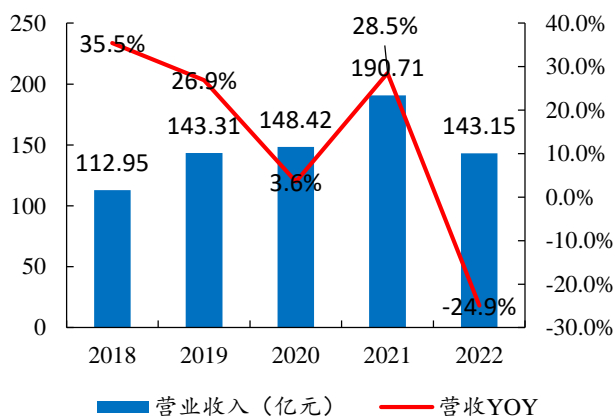
2022 年华润三九在品牌、创新与并购重组上进行改善与优化，公司拥有较好的发展提升潜力。2022 年公司围绕战略方向，持续加强创新研发，完善创新体系和机制建设，提升创新转型能力，2022 年研发投入 7.36 亿元，新品研发投入占比显著提升；品牌建设方面，持续构建品牌影响力，提升品牌市场份额，巩固品牌领导地位；公司公告收购昆药 28% 股份的重大资产重组预案。

3.1.2、中国中药：立足全产业链优势，把握中药颗粒试点开放机遇，积极应对中成药集采政策变化

公司拥有完善的产业链，集科研、制造、销售为一体，拥有 800 多个成药品规，700 多个单味中药配方颗粒品种，400 多个经典复方浓缩颗粒（专供出口），主要业务涵盖中药材种采、中药饮片、配方颗粒、中成药、中医药大健康等相关领域。公司拥有“仙灵骨葆胶囊”“颈舒颗粒”“风湿骨痛胶囊”“七厘胶囊”“润燥止痒胶囊”“枣仁安神胶囊”“玉屏风颗粒”“鼻炎康片”“金叶败毒颗粒”“鳖甲煎丸”10 大全国独家基本药物。

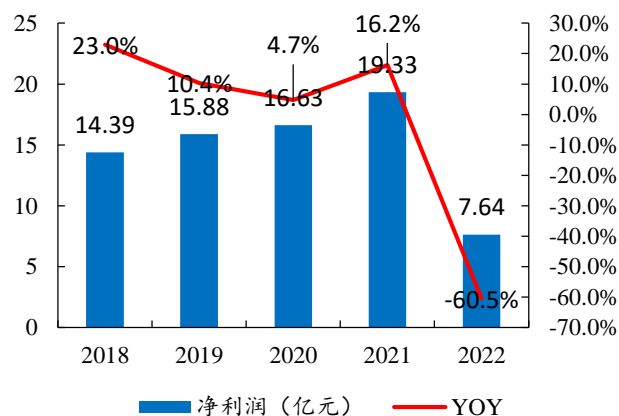
公司收入、利润略有波动，整体增长稳健。收入端来看，2018-2022 年公司营业收入由 112.95 亿元增长至 143.15 亿元，CAGR 6.1%。利润端来看，2018-2022 年公司净利润由 14.39 亿元降低至 7.64 亿元，CAGR -14.64%。

图7：2018-2022 年中国中药营业收入 CAGR 6.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2018-2022 年中国中药净利润 CAGR -14.64%



数据来源：Wind、开源证券研究所

中国中药在中医药大健康全产业链布局已形成领先行业的优势。生产规模优势：2022 年集团共建 GACP 中药材基地 226 个，共涉及 91 个中药材品种，种植面积达到 25 万亩。**配方颗粒行业领先优势：**据中国医药工业信息中心数据我国 2020 年中药配方颗粒市场总额为人民币 190 亿元，公司当年占市场份额超 52%，位列第一。2022 年公司完成国家标准品种上市备案 199 个，省级标准品种上市备案 281 个，上市备案数量处于行业第一名。**渠道终端覆盖优势：**2022 年公司 35 家共享中药·智能配送中心系统稳定运行，各终端接入数量持续增长。饮片业务新开发各类型医疗终端客户超 1,500 家。

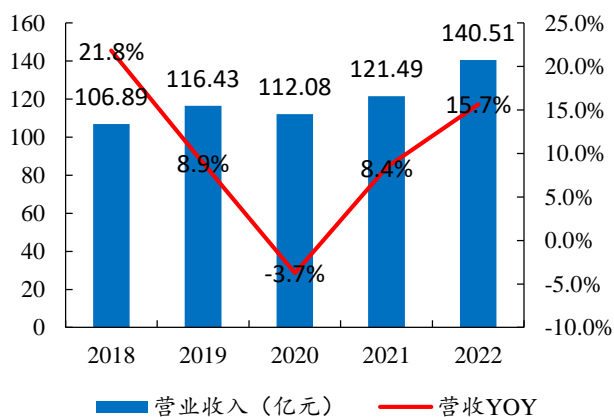
中国中药在业务板块与产业链、创新研发、管理体系上进行了优化与改善，公司拥有较好的发展潜力。公司优化业务板块协调效应，挥发中药大健康全产业链优势，严格把控源头资源，强化中药材种植及经营；公司坚持科技创新驱动，培育发展强劲力量，科研团队及平台建设不断强化，中药配方颗粒国标、省标研究保持领先；持续深化系统化管理，切实增强战略执行能力，优化了人力资源体系，激发人才创新创造能力。

3.1.3、太极集团：聚焦工业主品优化商业布局，推进现代中药智造打造区域商业领军企业

太极集团主要从事中、西成药的生产和销售，拥有医药工业、医药商业、药材种植等完整的医药产业链。公司产品以消化系统及代谢药物（香正气口服液、太罗为代表）、呼吸系统药物（急支糖浆、鼻窦炎口服液为代表）、心脑血管药物（通天口服液、丹参口服液为代表）、抗感染药物（益保世灵为代表）、神经系统药物（盐酸吗啡缓释片、洛芬待因缓释片为代表）、抗肿瘤药物（小金片、盐酸格拉司琼注射液为代表）、大健康产品（天胶、补肾益寿胶囊为代表）为重点治疗领域。

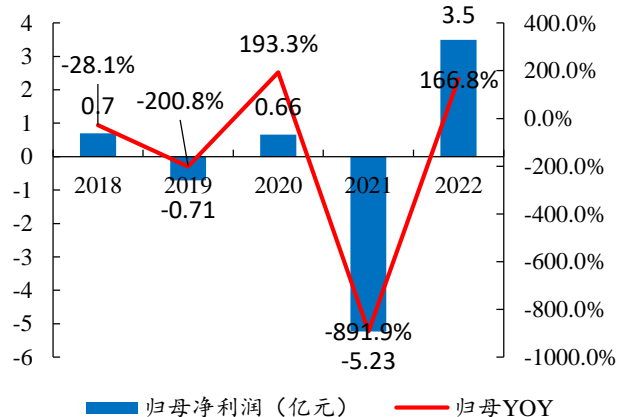
公司收入、利润增长稳健。收入端来看，2018-2022 年公司营业收入由 106.89 亿元增长至 140.51 亿元，CAGR 7.08%。利润端来看，2018-2022 年公司归母净利润由 0.7 亿元增长至 3.5 亿元，CAGR 49.53%。公司利润端波动较大主要是原本管理较粗放，2020 年国药集团入主，对于产品、渠道等进行多方面改革，业绩逐渐向好。2021 年公司归母净利润下降主要是 2020 年公司利润主要为转让成都新衡生房地产开发有限公司 95%的股权获得收益 4 亿元，2021 年度公司无重大资产转让收益。

图9：2018-2022 年太极集团营业收入 CAGR 7.08%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2018-2022 年太极集团归母净利润 CAGR 49.53%



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司拥有完整的产业链，公司以中西成药制造为核心业务，拥有医药工业、医药商业、药材种植、科研等完整的医药产业链。截止 2022 年拥有 13 家制药厂、20 多家医药商业公司；公司拥有强大的品牌、产品优势，“太极”（TAIJI）为中国首批驰名商标，OTC 品牌药企第一名；“桐君阁”为百年老字号，桐君阁传统丸剂制作工艺已进入国家“非物质文化遗产”保护名录。公司拥有中西药品种批文 1242 个，其中化药品种批文 552 个，中药品种批文 690 个，全国独家生产品种 86 个、获得国家专利 278 项、驰名商标 2 项；科研技术优势，近 20 年来，公司科研成果丰硕，成功研发新药 40 余个、获国家新药证书 30 余个、生产批件 70 余个、临床批件 20 余个；营销管理优势，公司具有中国医药市场一流的员工队伍、一流的管理队伍。

太极集团在医药工业、医药商业、中药与科技创新上进行了优化改善，公司具有较好的发展提升潜力。公司医药工业聚焦主品，改革创新，跨越发展，找准营销增长赛道，建立品牌营销标杆，销售突破性增长，2022 年医药工业实现销售收入 87.85 亿元；医药商业优化布局，改革初见成效，公司优化业务布局，加强品种运营，大力拓展终端，降本节费增效，医药商业实现销售收入 80.06 亿元；聚焦中药，加强

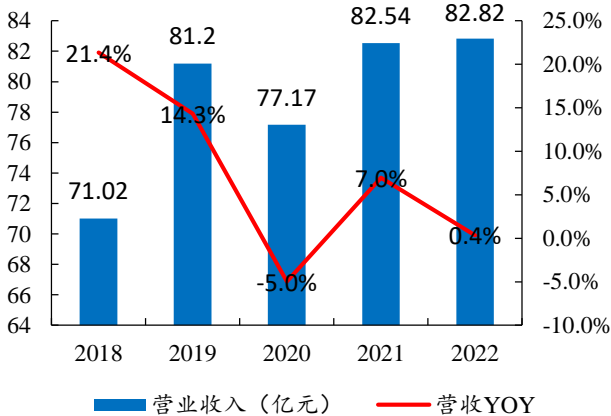
源头把控，布局全产业链发展，公司加强药材基地建设，提升中药材资源掌控力，强化全程溯源，数字化赋能品质中药；公司加强科技创新，补齐科创短板，聚焦六大治疗领域，加速在研项目进度，创新科研平台建设，促进产学研融合。

3.1.4、昆药集团：围绕研发创新与平台建设，聚焦打造慢病管理与精品国药核心平台

昆药集团传承国药精髓，打造了一批以参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒等为代表的精品国药，逐渐形成慢病管理、健康消费、海外国际、美丽健康四大核心业务格局，业务聚焦医药制造业、医药流通和国际合作、健康产业。昆药血塞通系列产品在品牌建设及传播上拥有突出影响力，以参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒、清肺化痰丸、口咽清丸等为代表的传统精品国药持续发力，让昆药品牌理念持续深入。

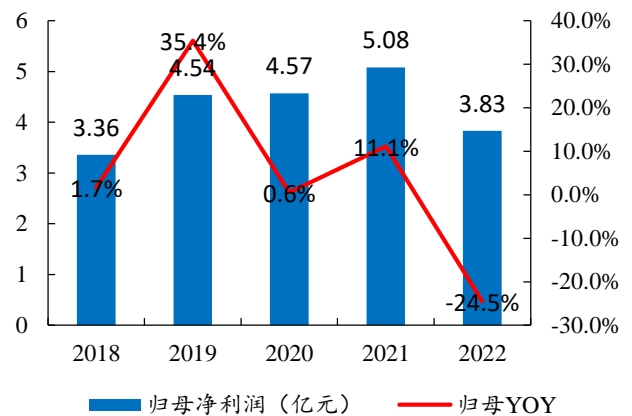
公司收入、利润增长稳健。收入端来看，2018-2022 年公司营业收入由 71.02 亿元增长至 82.82 亿元，CAGR 3.92%。利润端来看，2018-2022 年公司归母净利润由 3.36 亿元增长至 3.83 亿元，CAGR 3.33%。

图11：2018-2022 年昆药集团营业收入 CAGR 3.92%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2018-2022 年昆药集团归母净利润 CAGR 3.33%



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司产品集群优势明显，聚焦心脑血管、骨风肾（骨科、风湿免疫、肾科）等核心领域，持续打造优势黄金单品，2022 年公司拥有年销售过亿元的品种 10 个；营销渠道优势，公司持续创新营销模式，已建成与现有丰富产品线相匹配的国内外营销网络和营销队伍，公司的销售网络已覆盖全国，并在全国各大中城市建立了自己的销售队伍；品牌优势，昆药集团“三七创新科技引领者”和“昆中药 1381”两大品牌已为市场广泛认可，并形成自身品牌效应，品牌竞争壁垒不断加深；研发创新优势，经过多年积累，公司已建立了一支拥有较高影响力的高水平药物研发带头人团队，为创新药物的研发提供源源不竭的人才动力。

昆药集团在药品平台、健康与海外板块、研发创新领域进行突破优化，公司具有良好的发展提升潜力。公司聚焦“中风防治”这一重要慢病市场，搭建以中风防治为核心的心脑血管慢病管理生态圈，“昆中药 1381”借助悠久深厚的中医药文化积淀和老号品牌势能，全力打造中国老字号一线品牌；2022 年度，渠道拓展、单品打造、研发提速多频共振，驱动昆药健康在迭代升级中完成加速跑，销售规模突破 2

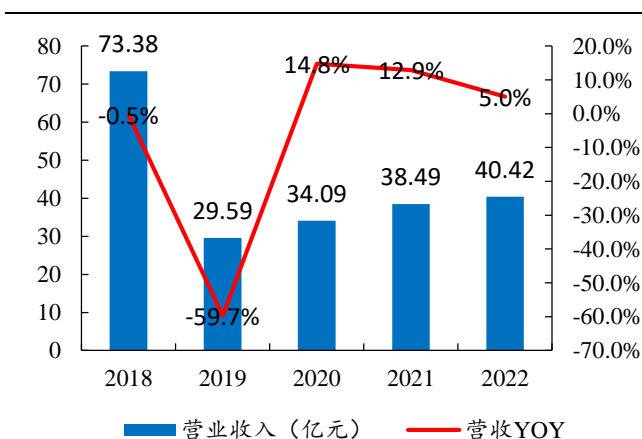
亿元，2022 年科泰复 12 片 BE 获得世卫认可，GMP（药品生产质量管理规范）整改完成，MAH（药品上市许可持有人制度）及 GVP（药物警戒质量管理规范）体系建设完成；创新药物临床试验顺利推进：自主研发的适用于缺血性脑卒中的中药/天然药物 1 类新药 KYAZ01-2011-020 已完成 I 期临床研究，正式进入 II 期临床研究。

3.1.5、东阿阿胶：重视产品及研发，持续融入大健康发展，加速价值、业务、组织重塑

东阿阿胶主要从事阿胶和阿胶系列及其他中成药等产品的研发、生产和销售，是阿胶行业标准制定的引领者，是滋补健康引领者和中药企业高质量发展的典范。公司主要产品有阿胶、复方阿胶浆、“桃花姬”阿胶糕、“东阿阿胶牌”阿胶粉、龟鹿二仙口服液、海龙胶口服液及其他战略储备产品 40 余种。

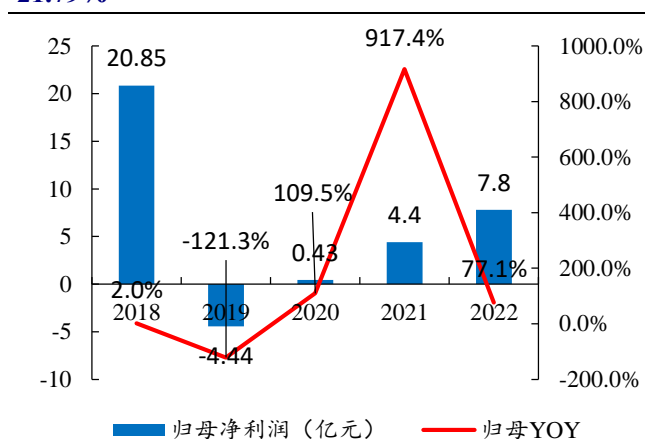
公司收入整体增长较稳定、利润稍有起伏。收入端来看，2018-2022 年公司营业收入由 73.38 亿元下降至 40.42 亿元，CAGR -13.85%，2023Q1 实现营收 10.69 亿元，同比增长 20.1%。利润端来看，2018-2022 年公司归母净利润由 20.85 亿元降低至 7.8 亿元，CAGR -21.79%。

图13：2018-2022 年东阿阿胶营业收入 CAGR -13.85%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2018-2022 年东阿阿胶归母净利润 CAGR -21.79%



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司拥有强大的品牌优势，东阿阿胶作为厚植诚信和创新基因的中华老字号企业，地处地道正宗阿胶发源地东阿县拥有广泛认知的心智资源优势，被誉为滋补养生第一品牌；优秀产品品质，2022 年度认证审核外部检查通过率 100%、市场抽检合格率继续保持 100%、全年质量事故零发生，阿胶、复方阿胶浆、桃花姬阿胶糕荣获山东省第一批“好品山东”品牌；系统化技术及标准，东阿阿胶牵头制定的《阿胶糕》行业标准，为首个获工信部审批公示的全性阿胶食品标准，填补了行业标准空白；科研平台优势，东阿阿胶建有科技部认定的行业内唯一的“国家胶类中药工程技术研究中心”，是“国家技术创新示范企业”“国家级创新型试点企业”“国家高新技术企业”。

东阿阿胶在产品及研发、渠道与购买便利、与消费者沟通上进行了改善优化，公司具有较好的发展提升潜力。进一步推进东阿阿胶品质和功效差异化研究，打造

竞争壁垒，立足气血大品类向多个品类积极拓展，打造更多精品中药和轻养生产品，探索“阿胶+”和“+阿胶”品类布局；由 OTC 终端为主到全渠道布局，发力医疗渠道，探索布局抖音、小红书等线上渠道，线上线下相互赋能，深度拓面增量，推动工厂直达顾客，通过高质量顾客体验服务，打造东阿阿胶原产地顾客运营服务平台；构建内容矩阵，实现全网口碑传播及沉淀。

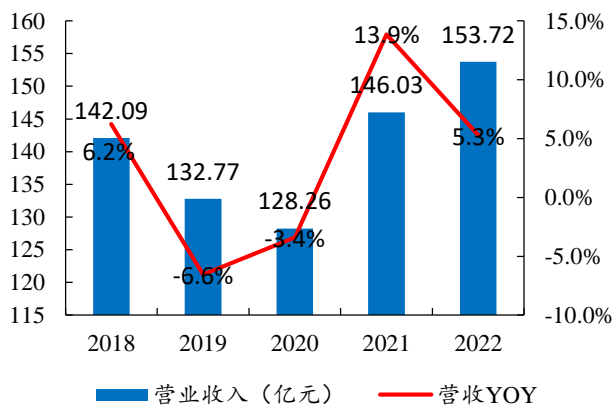
3.2、地方国资中药企业

3.2.1、同仁堂：强化品种培育拓广产业布局，深化营销改革，聚焦补齐短板弱项优化产线布局

同仁堂主营业务为中成药的生产与销售，拥有包括中药材种植、中药材加工、中成药研发、中成药生产、医药物流配送、药品批发和零售在内的完整产业链条。公司常年生产的中成药超过 400 个品规，产品剂型丰富，覆盖内科、外科、妇科、儿科等类别，以安宫牛黄丸、同仁牛黄清心丸、同仁大活络丸、六味地黄丸，金匱肾气丸为代表的产品以及众多经典药品家喻户晓，蜚声海内外。

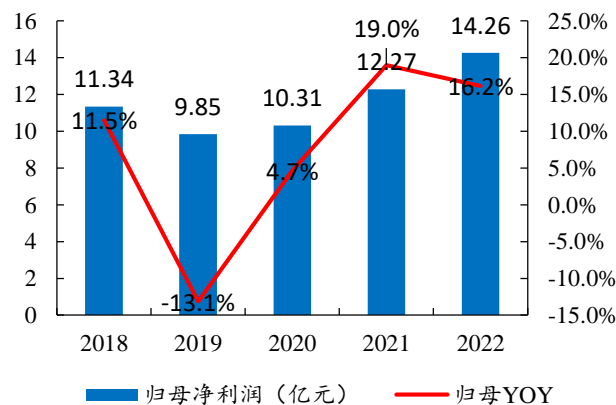
公司收入、利润增长稳健。收入端来看，2018-2022 年公司营业收入由 142.09 亿元增长至 153.72 亿元，CAGR 1.99%。利润端来看，2018-2022 年公司归母净利润由 11.34 亿元增长至 14.26 亿元，CAGR 5.90%。

图15：2018-2022 年同仁堂营业收入 CAGR 1.99%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2018-2022 年同仁堂归母净利润 CAGR 5.90%



数据来源：Wind、开源证券研究所

同仁堂拥有强大的品牌优势，同仁堂品牌作为我国传统中医药代表，拥有深厚的品牌积淀。同仁堂产品以“配方独特、选料上乘、工艺精湛、疗效显著”而闻名国内外，在中医药行业和消费者心目中具有极高的行业号召力、社会认知度和品牌影响力；品种优势，公司拥有以安宫牛黄丸、同仁牛黄清心丸、同仁大活络丸等为代表的产品以及众多经典药品，常年生产的中成药超过 400 个品规，品种资源丰富，覆盖心脑血管、补益、清热、妇科、儿科等领域，形成对品牌的有力支撑；产业优势，公司及子公司拥有多个生产基地，遍布北京、河北等地区，在传承传统生产工艺的基础上，大力推进智能化生产，提升产能、降低能耗，逐步打造技术先进、功能完整、绿色环保的工业产业集群。

东阿阿胶在营销、零售终端、境外市场上进行了优化改革，公司具有较好的发展提升潜力。公司多维发力深化营销改革，优化资源配置，充分发挥“(外部)平台

+（自有）平台”、直供终端、特色品种经销商三大模式组合优势，加大五大 OTC 重点品种；加大零售终端布局推广，截止 2022 年同仁堂商业已有门店 942 家，面对复杂的市场情况，同仁堂商业统筹经济运行和资源调配，瞄准市场需求，聚焦中医药服务开展营销宣传、文化体验、公益科普等多层次工作；积极开发境外市场，推动营销改革。

3.2.2、佛慈制药：甘肃省国资委拟入主，优化营销队伍增长品牌力，做大“中药、大健康”产业体量，拓展五大市场

佛慈制药所处行业为中药制造业，主营业务为中成药及大健康产品的研发、生产和销售，中药材种植和销售，中药饮片加工和销售，防护口罩等医疗器械的生产和销售，以及分析检测服务业务。目前，公司生产销售的主要产品有六味地黄丸、逍遥丸、香砂养胃丸、参茸固本还少丸、阿胶等中成药以及中药饮片、大健康产品，涵盖了补益、感冒、肠胃、妇科、安神睡眠等多个类别和领域。

公司收入、利润增长稳健。收入端来看，2018-2022 年公司营业收入由 5.45 亿元增长至 10.19 亿元，CAGR 16.93%，2023Q1 实现营收 3.07 亿元，同比增长 29.8%。利润端来看，2018-2022 年公司归母净利润由 0.73 亿元增长至 1.06 亿元，CAGR 9.77%。

图17：2018-2022 年佛慈制药营业收入 CAGR 16.93%

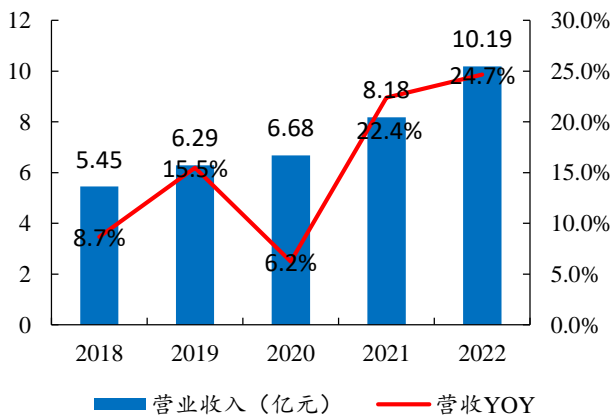
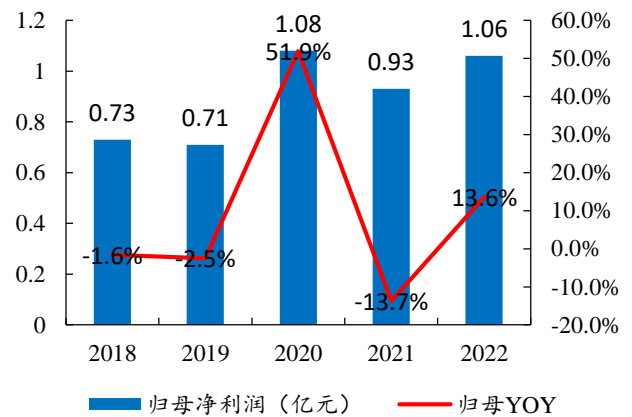


图18：2018-2022 年佛慈制药归母净利润 CAGR 9.77%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

甘肃省国资委拟入主。2023 年 2 月公司发布公告：甘肃国投拟通过收购兰州佛慈医药产业发展集团有限公司 100% 股权的方式成为公司控股股东，收购完成前公司控股股东为兰州国资委，若收购完成，公司战略地位将上升至省级。

佛慈品牌百年传承，“佛慈”是国家商务部首批认定的“中华老字号”，“佛慈”商标是“中国驰名商标”，经过 94 年的漫长发展，“佛慈”品牌已在国内外具有良好的市场基础和广泛的影响力；区位优势得天独厚，公司所在地甘肃省中药材资源丰富，是国家重要的中药材生产基地，也是全国中医药发展综合改革试点示范省；药品文号资源丰富，公司现有药品生产批准文号 467 个，拥有参茸固本还少丸、定眩丸、竹叶椒片、二益丸、复方黄芪健脾口服液等 10 个全国独家产品，常年生产 110 多个品种；产能规模稳定提升，兰州新区佛慈制药科技工业园项目按照高标准的现代化中药管理规范及 GMP 要求建设了大型中成药自动化生产线，实现了数控自动化新技术在药材处理、浓缩提取、制剂包装、质量控制、技术创新等方面的广泛应

用；工艺技术行业领先，佛慈首创了中成药浓缩丸工艺和剂型，生产线通过了中国、澳大利亚 TGA 组织、日本厚生省 和乌克兰产品认证局的认证；科研平台建设加强，近几年，公司紧扣战略规划及布局，积极与兰州大学、中国中医科学院、天津药物研究院、兰州理工大学等高校和科研院所建立良好的科研合作关系。

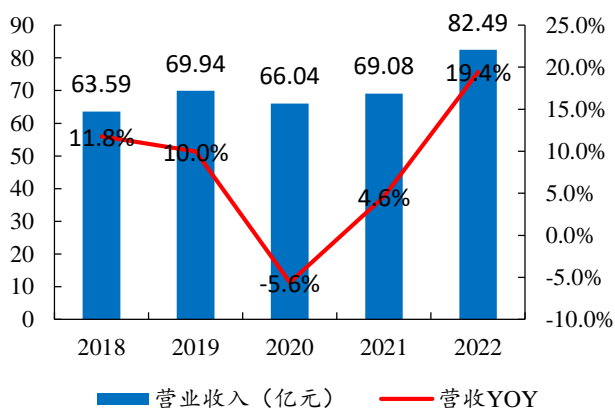
佛慈制药在营销、科研创新上进行了改革优化，公司具备较好的发展潜力。公司实施“建队伍、拓渠道、理产品、抓动销”组合拳，引进职业经理人团队，优化营销队伍结构，优化政策支撑，通过广告覆盖、市场动销、团队激励等措施，以点线面营销体系，全面提升佛慈营销能力和品牌影响力；继与兰州大学合作共建现代中药全产业链创新研发中心后，2022 年又在国家级技术创新平台建设方面获得突破，获批“国家级博士后科研工作站”，同时，根据公司战略规划，持续加大对大健康产品的研究开发力度，研发大健康产品系列产品 70 多个，“一支茶”系列汉方茶饮、黄芪晶、麦硒良饮、桃公清新饮等产品已上市销售，助力公司加速布局大健康产业。

3.2.3、达仁堂：深化混改提升产业发展动能，中药新药研发持续升温、转型新模式新业态

公司是以绿色中药为核心，集生产、经营、科研为一体，业务涵盖中药全产业链，覆盖中药材种植、中药材贸易、中成药研发生产及销售、中药饮片生产销售、医药商业物流、药品零售、化学原料及制剂、生物医药、营养保健品的研发生产销售等众多领域。知名产品包括速效救心丸、京万红软膏、痹祺胶囊、舒脑欣滴丸、紫龙金片、清肺消炎丸、藿香正气软胶囊、通脉养心丸、胃肠安丸、清咽滴丸、海马补肾丸、安宫牛黄丸、牛黄清心丸、清宫寿桃丸等。

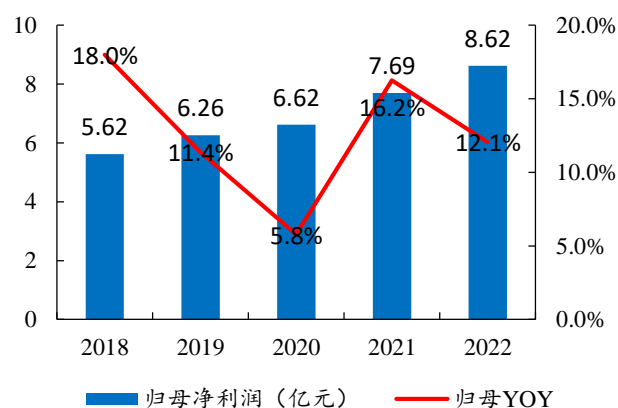
公司收入、利润增长稳健。收入端来看，2018-2022 年公司营业收入由 63.59 亿元增长至 82.49 亿元，CAGR 6.72%。利润端来看，2018-2022 年公司归母净利润由 5.62 亿元增长至 8.62 亿元，CAGR 11.29%。

图19：2018-2022 年达仁堂营业收入 CAGR 6.72%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2018-2022 年达仁堂归母净利润 CAGR 11.29%



数据来源：Wind、开源证券研究所

达仁堂拥有深厚的品牌积淀，截止 2022 年公司拥有达仁堂、隆顺榕、乐仁堂、松柏、京万红和痹祺 6 件中国驰名商标，拥有 14 个非物质文化遗产代表性项目；庞大的产品储备，公司拥有 22 种剂型，共 599 个药品批准文号，其中 1 个国家机密品种（速效救心丸），1 个国家秘密品种（京万红软膏），5 个中药保护品种，114 个独

家生产品种，75 个品种及 601 种中药饮片；全面的产业架构，公司现拥有 1 个国家级企业技术中心、6 个市级企业技术中心、1 个企业重点实验室、1 个市级技术工程中心、1 个市级中药现代化技术工程中心及国家人事部批准的博士后科研工作站；完善的治理结构，公司在新加坡和上海两地分别上市，依照境内外法律法规的从严要求，规范完善了法人治理结构，对外透明度高。

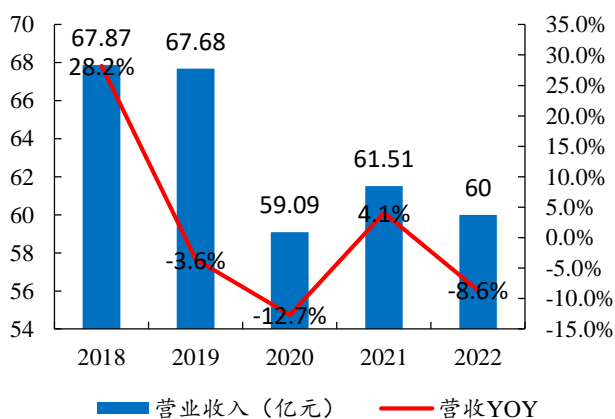
达仁堂在聚焦主业、创新、药材体系上进行了改革优化，具有较好的发展提升潜力。公司中成药板块聚焦“三核九翼”产品线，统领产品全生命周期规划，资源全要素科学整合；2022 年公司坚持以患者为中心，以临床价值为导向，重新梳理定位现有品种，布局大品种的质量标准提升工作，公司全年完成研发投入 1.51 亿元；公司成立药材资源中心，围绕“降本、保质、保供”统筹管理药材 GAP 基地建设，集中采购和战略储备三个方面重点工作。

3.2.4、康恩贝：深化混改聚焦主业高质量发展，加快发展核心业务、持续拓展特色产品

公司专注医药健康主业，主要从事药品及大健康产品的研发、制造及销售业务，已经形成以现代中药和植物药为基础，以特色化学药包括原料药和制剂以及功能型健康产品为重要支撑的产品结构。目前，公司及子公司的药品剂型包括片剂、胶囊剂、丸剂、滴丸剂、颗粒剂、散剂、注射剂、冻干粉针、口服液、糖浆剂、滴鼻剂、软膏剂等二十余种，还有缓释、速释等新型剂型。

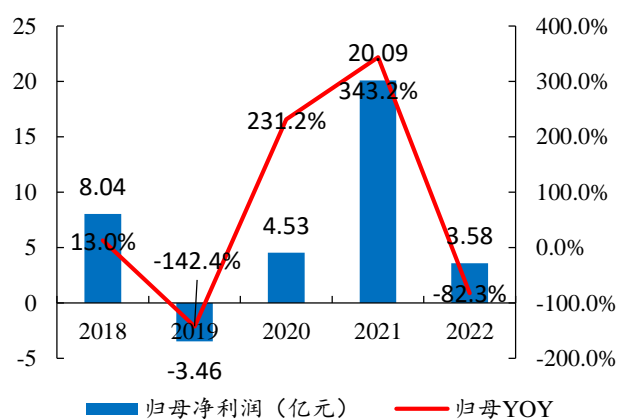
公司收入、利润略有波动，整体较稳定。收入端来看，2018-2022 年公司营业收入由 67.87 亿元降低至 60 亿元，CAGR -3.03%，2023Q1 实现营收 21.31 亿元，同比增长 25.3%。利润端来看，2018-2022 年公司归母净利润由 8.04 亿元降低至 3.58 亿元，CAGR -18.31%。

图21：2018-2022 年康恩贝营业收入 CAGR -3.03%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2018-2022 年康恩贝归母净利润 CAGR -18.31%



数据来源：Wind、开源证券研究所

康恩贝品牌优势明显，公司在经营发展中注重品牌建设，目前已培育形成康恩贝、前列康、天保宁、金奥康、金笛、金康、金艾康、天施康、金康速力、希陶等多个知名品牌及其系列产品；产品优势，主要产品线涵盖消化系统、呼吸系统、心脑血管系统、泌尿系统及抗感染等领域。截止 2022 年公司拥有中药二级保护品种麝香通心滴丸；市场营销优势，近些年，公司一方面与“阿里健康”、“京东健康”及“美

团”、“饿了么”等第三方平台建立战略合作关系，积极探索品牌直营消费者的数字化营销发展模式，取得较好成效公司“康恩贝”品牌健康产品在相关线上细分领域已处于行业领先地位。

康恩贝在聚焦公司主业以及数字赋能上进行了优化改善，公司具有较好的发展提升潜力。公司完成了对省国贸集团体系内中医药大学饮片公司 66%股权和奥托康科技公司 100% 股权收购工作，消除同业竞争，推进业务整合；启动不超过人民币 4 亿元认购英特集团非公开发行股票项目工作；完成对控股子公司金华康恩贝公司少数股权收购等。同时，公司持续推进瘦身强体工作，2022 年完成对公司下属贵州拜特固定资产处置以及大晶眼健康、迪耳药业、邳州众康等多家公司股权处置工作，基本消化了历年来的不利因素；公司加快“数字康恩贝”建设，打造“管理深度嵌入、业务高度支撑、流程系统整合、信息全程可视”的一体化架构。

4、推荐及受益标的

推荐标的：太极集团、中国中药。

受益标的：华润三九、昆药集团、东阿阿胶、同仁堂、佛慈制药、达仁堂、康恩贝。

表17：国资中药企业推荐及受益标的

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润增速				P/E				评级
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
600129.SH	太极集团	56.58	166.84	75.99	42.15	40.20	90	51	36	26	买入
0570.HK	中国中药	4.15	-60.46	52.18	37.12	28.47	27	18	13	10	买入
000999.SZ	华润三九	63.83	19.16	17.09	16.20	17.32	26	22	19	16	未评级
600422.SH	昆药集团	22.50	-24.52	60.87	23.15	22.19	45	28	22	18	未评级
000423.SZ	东阿阿胶	48.88	77.10	27.87	20.12	20.77	41	32	27	22	未评级
600329.SH	达仁堂	48.33	12.05	25.34	23.93	22.71	36	29	23	19	未评级
600572.SH	康恩贝	6.32	-82.25	94.21	23.37	17.95	45	23	19	16	未评级
002644.SZ	佛慈制药	13.22	13.60	-	-	-	64	-	-	-	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：收盘价日期为 2023 年 5 月 17 日，除太极集团、中国中药，其他盈利预测均为 Wind 一致预期）

5、风险提示

政策波动风险，产品推广不及预期风险，营销整合不及预期风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn