

# 医药行业中特估专题

西南证券研究发展中心  
医药研究团队  
2023年8月

分析师：杜向阳  
执业证号：S1250520030002  
电话：021-68416017  
邮箱：duxu@swsc.com.cn

分析师：阮雯  
执业证号：S1250522100004  
电话：021-68416017  
邮箱：rw@swsc.com.cn

## 摘要

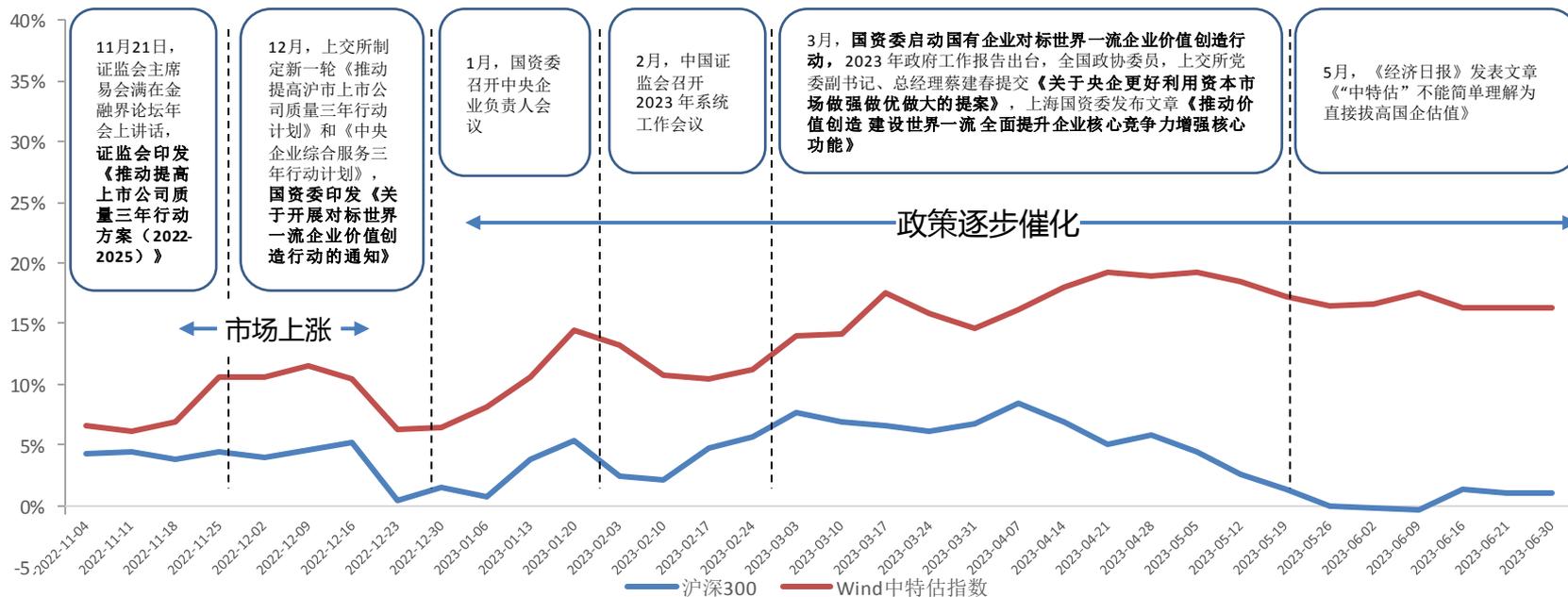
- **政策端：国改先行，中特估迎风启航。** 2020年国企改革三年行动拉开“中特估”序幕，2022年证监会主席易会满提出：把握好不同类上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系。国资委、证监会等相继政策落地助力国央企做大做强，“中特估”的核心被市场解读为深化国企改革，并对国有上市企业重新估值。
- **市场端：央国企估值偏低，新发基金贡献增量资金。** 截至6月30日，国有企业平均估值23倍，民营企业27倍，国有企业估值水平偏低；截至6月30日，市场间国央企ETF产品共计十八只，总规模达291.71亿元，2023年年5月、6月两月间陆续发行七只国央企ETF基金，总规模达128.63亿，占全部国央企ETF产品规模44%。新发基金为央国企市值增长注入增量资金，估值水平有望进一步提升。
- **公司端：国企改革进一步深化，多线推动提升竞争力。** 国有企业在历经国企混改三年行动计划后，改革取得一定成效，后续有望迎来新一轮国有企业改革。**1) 股东变化：**实控人变更，为公司发展注入活力；**2) 完善考核：**国资委对国企的考核体系和指标逐步完善。国有企业考核指标将“两利四率”优化为“一利五率”，目标也从“两增一控三提高”进一步转变为“一增一稳四提升”。与此同时，央国企纷纷制定“十四五”规划，中长期业绩增长具有较大的确定性；**3) 股权激励：**通过股权激励实现公司核心管理层利益绑定；**4) 资产整合：**央国企通过优质资产注入，对外收购，实现优质国有资产整合。
- **投资建议：**建议关注正在改革的优质央国企，例如：太极集团、新华医疗、重药控股、卫光生物、山东药玻、云南白药、同仁堂、达仁堂、上海医药、华润三九等。
- **风险提示：**政策推进不及预期、业绩增长不及预期、资产整合不及预期、股权激励不及预期。

# 政策：国有企业价值重估政策频发

## “中国特色估值体系”

- 2020年9月，政府工作报告明确将实施国企改革三年行动计划，为建立“中特估”奠定基础。2022年11月21日，证监会主席易会满在2022金融街论坛上发表演讲，提出多种所有制经济并存、覆盖全部行业大类、大中小企业共同发展的上市公司结构，是我国资本市场特征和优势，我们应深入研究成熟市场估值理论的适用场景，把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。“中特估”的核心被市场解读为深化国企改革，并对国有上市企业重新估值。强调国有上市公司应“练好内功”，国资委、证监会等相继发布提高上市公司价值、利用资本市场做大做强行动方案，推动中特估行情逐步升温。

## 中特估政策历程及wind中特估指数收益率变化



数据来源：中国政府网、证监会、国资委、《经济日报》，Wind，西南证券整理

## 市场：国有企业估值仍有提升空间

### 国有企业估值低于民企的估值水平

- 医药生物行业上市公司中，民企数量普遍超过国企。估值方面，市盈率角度下，年初仅**中药行业国企PE高于民企**；截至2023年6月末，生物制品国企PE超过民企，其余行业国企PE均低于民企。市净率角度下，**仅中药和医疗服务国企PB高于民企**。

### 各板块估值变化（TTM,剔除负值，整体法）

行业	数量		市盈率				市净率			
	国企	民企	国企 (01/02)	民企 (01/02)	国企 (06/29)	民企 (06/29)	国企 (01/02)	民企 (01/02)	国企 (06/29)	民企 (06/29)
医药全行业	70	420	21.31	25.53	23.22	27.10	2.30	3.66	2.42	3.27
化学制药	21	139	28.94	31.31	22.58	30.97	2.05	3.11	1.92	3.07
中药II	17	57	<b>29.04</b>	<b>20.52</b>	<b>33.79</b>	<b>23.16</b>	<b>3.72</b>	<b>2.42</b>	<b>4.12</b>	<b>2.42</b>
生物制品	8	46	25.39	31.57	<b>24.54</b>	<b>23.89</b>	2.47	4.23	2.32	3.45
医药商业	14	21	13.60	28.09	15.10	20.32	1.18	2.48	1.39	2.14
医疗器械	9	112	9.50	18.90	12.39	27.42	1.92	4.11	1.88	3.73
医疗服务	1	45	-	32.75	-	27.95	<b>263.36</b>	<b>5.28</b>	<b>304.04</b>	<b>4.07</b>

## 市场：新发国企央企基金助推行情

- 自2009年至2021年间有十一只国央企ETF成功发行后，今年5月、6月两月间陆续实现七只国央企ETF基金的募集与发行。截至6月30日，市场国央企ETF产品共计十八只，总规模达291.71亿元。其中5、6月设立的七只基金总规模达128.63亿，占全部国央企ETF产品规模44%，新发基金带来更多资金入市，进一步推动“中特估”行情。

### 国央企ETF基金成立时间及规模(2023/06/30)

证券代码	证券简称	基金成立日	基金规模(亿元)	ETF网上现金认购起始日
560170.OF	南方中证国新央企科技引领ETF	2023-06-21	20.00	2023-06-14
563050.OF	易方达中证国新央企科技引领ETF	2023-06-21	12.32	2023-06-14
562380.OF	银华中证国新央企科技引领ETF	2023-06-26	15.87	2023-06-14
560070.OF	汇添富中证国新央企股东回报ETF	2023-05-24	20.16	2023-05-17
561960.OF	招商中证国新央企股东回报ETF	2023-05-24	20.16	2023-05-17
560700.OF	广发中证国新央企股东回报ETF	2023-05-24	20.19	2023-05-17
561580.OF	华泰柏瑞中证中央企业红利ETF	2023-05-18	19.92	2023-05-10
517090.OF	国泰富时中国国企开放共赢ETF	2021-12-17	1.59	2021-12-09
159719.OF	平安富时中国国企开放共赢ETF	2021-12-17	0.92	2021-09-14
515990.OF	汇添富中证国企一带一路ETF	2019-11-06	1.11	2019-10-29
515150.OF	富国中证国企一带一路ETF	2019-11-06	8.28	2019-09-11
515600.OF	广发中证央企创新驱动ETF	2019-09-20	20.25	2019-09-10
515900.OF	博时央企创新驱动ETF	2019-09-20	41.63	2019-09-10
159974.OF	富国中证央企创新驱动ETF	2019-09-20	6.91	2019-08-12
512950.OF	华夏央企结构调整ETF	2018-10-19	54.71	2018-10-10
159959.OF	银华央企结构调整ETF	2018-10-22	26.47	2018-08-27
510270.OF	中银上证国企ETF	2011-06-16	0.22	2011-06-08
510060.OF	工银上证央企50ETF	2009-08-26	0.99	2009-08-20

## 企业：激励、考核、股东变化、并购

- 5月21日，《经济日报》发表文章《中特估不能简单理解为直接拔高国企估值》，指出抓住“中特估”机遇，归根结底要靠国企练好内功，强调要继续深化国有企业改革，完善现代公司治理，持续改善基本面和经营效益，提升核心竞争力，用优秀业绩展现明朗的发展态势。
- 近年来国资委对国企的考核体系和指标逐步完善。2017年首次明确量化利润总额的目标增长率，紧接着2018年提出“四率”概念，2020年至2021年从“两利三率”完善为“两利四率”，2022年至2023年将“两利四率”优化为“一利五率”，目标也从“两增一控三提高”进一步转变为“一增一稳四提升”。

### 近年国资委考核国企方式演变历程

时间	考核指标
2023	“一利五率”目标为“一增一稳四提升”： “一增”即确保利润总额增速高于全国GDP增速，力争取得更好业绩；“一稳”即资产负债率总体保持稳定；“四提升”即净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率四个指标进一步提升。
2022	“两利四率”要努力实现“两增一控三提高”： “两增”即利润总额和净利润增速高于国民经济增速，“一控”即控制好资产负债率，“三提高”即营业收入利润率、全员劳动生产率、研发经费投入进一步提高。
2021	进一步完善考核体系，突出对中央企业“两利四率”指标的考核： “两利”即净利润、利润总额，“四率”即营业收入利润率、资产负债率、研发投入强度、全员劳动生产率。
2020	指标体系为“两利三率”： 突出对企业净利润、利润总额、资产负债率、营收利润率、研发经费投入强度等指标的考核
2019	未设定明确量化目标
2018	努力推动国有企业效益实现稳定增长，实现“四率”目标： 国有资本保值增值率、回报率进一步提升，企业流动资产周转率进一步提高，资产负债率进一步下降。
2017	中央企业利润总额力争同比增长3%、努力达到6%。当好振兴实体经济的排头兵，国有资本保值增值水平稳中有升，资产负债率继续下降，盈利能力不断增强。
2016	未设定明确量化目标

## 企业：激励、考核、股东变化、并购

- 十四五规划战略引领：结合国资委提出的考核指标，部分改革后的央国企提出高增长目标，通过内生和外延发展，实现快速增长。

### 各企业“十四五”发展规划

企业名称	“十四五”战略规划
太极集团	2022年1月1日，公司发布“十四五”规划概要，力争“十四五”末营业收入达到500亿元，销售净利率不低于医药行业平均水平，争做世界一流的中药企业。
重药控股	2023年5月29日下午，投资者关系活动记录表指出公司“十四五”的总战略指导思想为“一干两双三百城、三化四能五路军”，其中“一干”指销售规模超1000亿元，“两双”指内生和外延式双轮驱动扩张，“三百城”指布局完成全国300个地级市，“三化”“四能”“五路军”分别着眼于业务模式改善、服务能力提升和利润来源打造。
国药一致	到2025年，公司收入目标将超过千亿，力争超过1200亿元，十四五期间收入复合增速将达到11%~15%。
东阿阿胶	十四五期间，公司深化“围本培元、延展突破、创新探索”业务布局，在确保核心业务恢复性增长的同时，积极拓展滋补保健领域，向大健康产业布局，寻求新的增长曲线。
昆药集团	公司成为华润三九旗下企业后，与华润三九开展启航计划“四个重塑”行动学习项目第三阶段“组织发展”的主题融合活动，正式加入三九商道。
华润三九	公司在2021年年度业绩说明会上发布“十四五”战略，提出争做行业头部企业，以2020年为基数，实现营收翻番的“十四五”战略目标，并加大研发投入强度，“十四五”期间研发投入有望提升至营收的5-7%。
华润医药	随着公司未来“十四五”战略的调整逐步实施及费用管控的持续优化，未来3年利润将有望维持双位数的增速。
康恩贝	2021年，公司以中央和浙江省委关于“十四五”规划和2035年远景目标的建议纲要等为指引，达成内部统一“1188战略目标”——实现100亿营业收入、达成10亿利润、拥有80亿净资产、成为中药企业前8强。
同仁堂	十四五战略规划分三个板块，工业制药目标打造中药产业集群，优化业务布局及产品规划，培育、研发、加强供应链、实现工业制造转型数字化升级齐头并进；商业零售坚持发展“名店、名药、名医”相结合的综合型药店及配套医疗机构，发展物流配送业务，拓展医药电商领域；海外业务将进一步完善产业布局，加强品种群建设。
达仁堂	依托“1+5”战略，稳步迈向“十四五”整体经营目标：2022年稳定基础结构，2023年以2021年为基数，中成药工业板块的收入增长不低于18%，2024年始每年收入同比增长均不低于18%。

## 企业：激励、考核、股东变化、并购

- **医药行业国企混改注入新活力。**2022年5月18日，国企改革三年行动专题推进会上提出要继续加大优质资产注入上市公司力度，集团公司要系统梳理未上市和已上市资源，结合实际逐步将现有未上市的优质资产有计划地注入上市公司。自2020年起，各企业相继完成实际控制人变更，其中昆药集团、太极集团、迪瑞医疗、海南海药变为国资委直属企业，派林生物、阳普医疗、德展健康、广誉远、康恩贝等由民营企业收归国有；为明确增长目标，提高经营效率，共计23家国有企业出台股权激励计划。

### 近年来企业股东变化

企业简称	变更日期	实际控制人变动	
		前	后
派林生物	2023年05月23日	史琨志	陕西省人民政府国有资产监督管理委员会
<b>昆药集团</b>	<b>2023年01月19日</b>	<b>汪力成</b>	<b>国务院国有资产监督管理委员会</b>
冠福股份	2022年05月17日	林福椿	荆州市人民政府国有资产监督管理委员会
阳普医疗	2021年12月06日	邓冠华	珠海市人民政府国有资产监督管理委员会
德展健康	2021年07月27日	张湧	新疆维吾尔自治区人民政府国有资产监督管理委员会
广誉远	2021年07月16日	郭家学	山西省人民政府国有资产监督管理委员会
<b>太极集团</b>	<b>2021年04月15日</b>	<b>重庆市涪陵区国有资产监督管理委员会</b>	<b>国务院国有资产监督管理委员会</b>
达安基因	2020年12月21日	中山大学	广州市人民政府
<b>迪瑞医疗</b>	<b>2020年11月26日</b>	<b>宋勇</b>	<b>国务院国有资产监督管理委员会</b>
复旦复华	2020年09月04日	国家教育部	上海市奉贤区人民政府国有资产监督管理委员会
康恩贝	2020年07月01日	胡季强	浙江省人民政府国有资产监督管理委员会
莱美药业	2020年04月08日	邱宇	广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会
华特达因	2020年03月26日	山东大学	山东省人民政府国有资产监督管理委员会
<b>海南海药</b>	<b>2020年03月13日</b>	<b>刘悉承</b>	<b>国务院国有资产监督管理委员会</b>

# 企业：激励、考核、股东变化、并购

## 各企业股权激励计划

证券简称	所属行业	最新股权激励公布时间	考核目标
力生制药	化学制药	2022-12-06	2023年-2025年，每股收益不低于0.74元、0.82元、0.93元，且不低于同行业平均水平；以2021年业绩为基数，净利润增长率不低于10.5%、22%、39%，且不低于同行业平均水平；存货周转率不低于1.91次、2.06次、2.26次。
康恩贝	中药II	2022-10-27	以2021年为基数，2022-2024年度，净利润增长率不低于200%、240%、280%，且不低于对标企业75分位值或同行业企业平均值；年度加权平均净资产收益率不低于6.5%、7%、7.5%，且不低于对标企业75分位值或同行业企业平均值；年度研发投入总额占当期工业营业收入的比例不低于4.5%、5%、5.5%；净利润现金含量不低于105%。
百克生物	生物制品	2022-10-18	2023年-2025年，营业收入目标值17亿元、23亿元、29.5亿元，触发值13.6亿元、18.4亿元、23.6亿元；扣非后净利润目标值3.5亿元、5.7亿元、8亿元，触发值2.8亿元、4.56亿元、6.4亿元。
迪瑞医疗	医疗器械	2022-09-19	2022年-2023年，营业收入定比2021年增长率触发值24.55%、55.92%，目标值38.89%、79.21%；归属于上市公司股东的净利润定比2021年增长率触发值4.79%、25.27%，目标值20.89%、42.89%。
长春高新	生物制品	2022-07-26	以金赛药业2019-2021年的净利润平均数为基数，2022年-2024年金赛药业净利润增长率不低于52.50%、75.50%、102%；净资产收益率不低于40%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位值；资产负债率不高于30%。
华润双鹤	化学制药	2022-03-03	2022年-2024年，净资产收益率不低于10.82%、10.83%、10.84%，且不低于对标企业75分位值或同行业均值；以2020年为基准，利润总额复合增长率不低于6%，且不低于对标企业75分位值或同行业均值； $\Delta EVA > 0$ 。
华润三九	中药II	2022-02-11	2022年-2024年，归母扣非净资产收益率不低于10.15%、10.16%、10.17%，且不低于对标企业75分位水平；以2020年为基准，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；总资产周转率不低于0.69、0.70、0.72。
广济药业	化学制药	2022-02-09	2023-2025年，营业收入相对于2020年复合增长率二档目标值34.30%，一档目标值15.00%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位值；净利润相对于2020年复合增长率二档目标值33.70%，一档目标值15.00%，且不低于同行业平均水平或对标企业75分位值；EOE达19.50%、20.00%、20.50%；主营业务收入占营业收入比重90.00%
金陵药业	化学制药	2022-01-12	以2020年业绩为基数，2022年-2025年净利润年均增长率不低于86%、97%、109%且不低于对标企业75分位值或同行业平均水平；加权平均净资产收益率年均增长率不低于76%、82%、87%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均水平；研发费用增长率不低于30%。
新华医疗	医疗器械	2022-01-11	2022年-2024年基本每股收益不得低于0.96元/股、1.10元/股、1.22元/股，且不低于行业平均水平或对标企业75分位水平；以2020年为基础，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润增长率不得低于85%、110%、130%，且不低于行业平均水平或对标企业75分位水平。

# 企业：激励、考核、股东变化、并购

## 各企业股权激励计划

证券简称	所属行业	最新股权激励公布时间	考核目标
南京医药	医药商业	2021-12-23	以2020年扣非后净利润为基数，2022年-2024年，扣非净利润增长率不低于31%、44%、60%，且前述指标不低于同行业均值或对标企业75分位值水平；净资产收益率（加权/扣非）≥8.5%、8.7%、9.1%，且前述指标不低于同行业均值或对标企业75分位值水平；每年研发经费投入增长率较上一年度不低于30%。
千金药业	中药II	2021-12-10	以2020年度营业收入为基数，2022年-2024年，营业收入增长率不低于30%、50%、75%，加权平均净资产收益率不低于12%，且以上两个指标不低于行业平均值；以2020年度的研发费用为基数，研发费用增长率不低于20%、35%、50%。
中恒集团	中药II	2021-12-09	2022年-2024年，经济增加值（EVA）基于2020年的增长率不低于21%、33%、46%；净利润基于2020年的增长率不低于16.6%、26%、36%，且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；现金分红比例不低于30%；
江中药业	中药II	2021-11-17	2022年-2024年，投入资本回报率分别不低于12.74%、12.75%、12.76%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值；同比2020年，归母净利润年复合增长率不低于6%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值；研发投入强度分别不低于2.96%、2.98%、3.00%。
英特集团	医药商业	2021-11-02	以2020年业绩为基数，2022年-2024年，净利润增长率不低于28%、45%、62%且不低于同行业对标企业75分位值或平均值水平；加权平均净资产收益率不低于9.5%、9.8%、10%，且不低于同行业对标企业75分位值或平均值水平；至当年新零售业务营业收入复合增长率不低于15%；年末资产负债率不高于71%、70.5%、70%；净利润现金含量不低于60%。
海正药业	化学制药	2021-07-27	以2020年扣非后净利润为基数，2021年-2023年扣非后净利润增长率不低于100%、200%、400%，且该指标不低于同行业对标企业75分位值水平；扣非后净资产收益率增长率不低于50%、80%、120%，且该指标不低于同行业对标企业75分位值水平；经营活动产生的现金流量净额为正；主营业务收入占营业收入比例不低于90%。
昆药集团	中药II	2021-05-11	以2020年实现的净利润值为基数，2021年-2023年实现的净利润值增长不低于10%、21%、33%；且当年现金分红比例不低于当年净利润的30%。
重药控股	医药商业	2021-01-28	2021年-2023年，公司基本每股收益不低于0.51元/股、0.56元/股、0.62元/股；加权平均净资产收益率不低于9.60%、9.70%、9.80%；以2019年为基数，净利润增长率不低于22.04%、34.40%、48.28%；经营活动产生的现金流量净额为正。
阳普医疗	医疗器械	2020-09-29	2020年归属于上市公司股东的净利润不低于1.5亿元；2020年和2021年归属于上市公司股东的净利润累计不低于3.1亿元，且2021年经营净利润不低于2020年经营净利润。
德展健康	化学制药	2020-09-02	以2019年归属于上市公司股东的净利润为基数，2020年-2022年实现的累计净利润较2019年归属于上市公司股东的净利润增长率不低于20%、164%、337%。
派林生物	生物制品	2020-05-14	2020年-2022年，公司当年实际完成净利润触发值1.62、3.00、4.00亿元，目标值2.00、3.70、5.00亿元。
上海医药	医药商业	2019-06-28	以2016-2018年平均营业收入为基数，2020年-2022年，营业收入复合增长率不低于10.0%，且营业收入不低于1,750亿元、1,850亿元、2,000亿元；加权平均净资产收益率不低于12.1%、12.3%、12.5%，且不低于对标企业75分位；归母净利润不低于上一年度；研发费用不低于9.4亿元、10.0亿元、10.6亿元；业绩综合指数不低于对标企业75分位。
红日药业	中药II	2019-04-25	相比基期2017年，2019年-2020年营业收入增长率不低于40%、70%。

www.swsc.com.cn

数据来源：Wind，西南证券整理

## 企业：激励、考核、股东变化、并购

□ 医药行业上市企业通过股权收购、并购，整合行业资源，进行资产调整，实现多元化战略，加强产业协同。

企业交易事件						
代码	企业名称	日期	交易额(亿元)	股权比例	交易类型	标的方
000411.SZ	英特集团	2023-04-11	15.95	50%	定增收购	英特药业
300534.SZ	陇神戎发	2023-02-08	2.57	70%	协议收购	普安制药
000999.SZ	华润三九	2022-12-31	29.02	28%	协议收购	昆药集团
		2020-12-01	1.90	100%	并购	深圳华润堂
		2020-01-20	14.20	100%	并购	澳诺(中国)
002644.SZ	佛慈制药	2022-12-21	0.51	51%	设立子公司	佛慈纹党参产业发展公司
000423.SZ	东阿阿胶	2022-10-22	0.40	20%	增资	昂德生物
		2022-07-23	1.80	100%	增资	东欣投资
600750.SH	江中药业	2021-09-24	2.20	51%	并购	海斯制药
600422.SH	昆药集团	2020-12-25	0.30	7%	增资	汉光药业
		2019-12-26	0.06	100%	并购	天禾药业
600436.SH	片仔癀	2020-07-08	0.40	51%	并购	龙晖药业
000950.SZ	重药控股	2021-05-07	0.60	51%	协议收购	长圣医药
		2020-08-17	14.89	100%	协议收购	天士营销
600267.SH	海正药业	2021-03-23	44.01	49%	定增收购	瀚晖制药
000403.SZ	派林生物	2021-01-28	33.47	87%	定增收购	派斯菲科
300026.SZ	红日药业	2020-01-29	0.60	0%	并购	亿诺瑞
000504.SZ	南华生物	2019-12-21	0.97	54%	二级市场收购	远泰生物
000661.SZ	长春高新	2019-12-10	56.37	30%	定增收购	金赛药业

# 企业：激励、考核、股东变化、并购

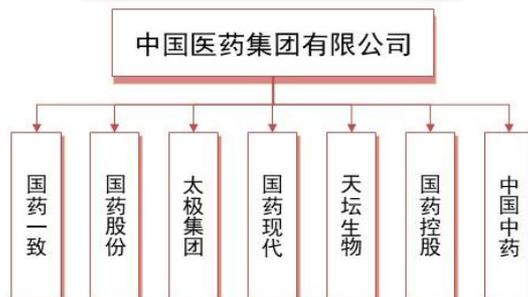
- 据统计，地方国企在浙江、上海、广东、山东、江苏等地分布较多（≥5家）；市值方面，片仔癀市值领先，截止统计日达1726亿元，分布于浙江、上海、广东、山东、北京、吉林、福建、辽宁等地的地方国企市值较高。
- 央企中华润系、国药系企业市值领先，合计达1495亿元、743亿元；华润三九并购昆药集团，江中药业、华润双鹤等出台激励计划，扩充医药版图，持续增强竞争力；国药集团并购太极集团以扩充中药版块实力，同时太极集团发布股权激励计划，推进国央企改革进一步落实深化。

## 医药行业地方系国企分布

省份	序号	证券代码	企业名称	市值 (2023/7/11)	实际控制人
浙江	1	603108.SH	润达医疗	92.6843	杭州市拱墅区人民政府
	2	000705.SZ	浙江震元	27.1308	绍兴市人民政府国有资产监督管理委员会
	3	600267.SH	海正药业	137.5768	台州市椒江区人民政府
	4	000411.SZ	英特集团	63.3846	浙江省人民政府国有资产监督管理委员会
	5	600572.SH	康恩贝	142.3801	浙江省人民政府国有资产监督管理委员会
	6	002332.SZ	仙葆制药	127.6074	仙居县国资工作中心
上海	1	600272.SH	开开实业	22.0401	上海市静安区人民政府国有资产监督管理委员会
	2	600624.SH	复旦复华	42.5891	上海市奉贤区人民政府国有资产监督管理委员会
	3	600833.SH	第一医药	27.4173	上海市国有资产监督管理委员会
	4	601607.SH	上海医药	796.1907	上海市国有资产监督管理委员会
	5	688247.SH	宣泰医药	57.8915	上海市国有资产监督管理委员会
广东	1	300289.SZ	利德曼	31.0087	广州经济技术开发区管理委员会
	2	002030.SZ	达安基因	139.3622	广州市人民政府
	3	600332.SH	白云山	512.9370	广州市人民政府国有资产监督管理委员会
	4	300030.SZ	阳普医疗	22.5088	珠海市人民政府国有资产监督管理委员会
	5	002880.SZ	卫光生物	81.4439	深圳市光明区国有资产监督管理局
山东	1	000756.SZ	新华制药	144.1123	山东省人民政府国有资产监督管理委员会
	2	000915.SZ	华特达因	85.1561	山东省人民政府国有资产监督管理委员会
	3	600587.SH	新华医疗	153.4151	山东省人民政府国有资产监督管理委员会
	4	600789.SH	鲁抗医药	58.1427	山东省人民政府国有资产监督管理委员会
	5	600529.SH	山东药玻	181.1667	沂源县财政局
江苏	1	000919.SZ	金陵药业	39.8686	南京市人民政府国有资产监督管理委员会
	2	600713.SH	南京医药	69.4467	南京市人民政府国有资产监督管理委员会
	3	002349.SZ	精华制药	72.7064	南通市人民政府国有资产监督管理委员会
	4	830946.BJ	森萱医药	32.1043	南通市人民政府国有资产监督管理委员会
	5	600513.SH	联环药业	27.7957	扬州市人民政府国有资产监督管理委员会
湖南	1	000504.SZ	南华生物	35.3013	湖南省人民政府
	2	688189.SH	南新制药	26.6991	湖南省人民政府国有资产监督管理委员会
	3	600479.SH	千金药业	46.3438	株洲市人民政府国有资产监督管理委员会
北京	1	600085.SH	同仁堂	718.2390	北京市人民政府国有资产监督管理委员会
	2	002038.SZ	双鹭药业	103.3514	新乡市财政局,徐明波
湖北	1	000952.SZ	广济药业	27.6454	湖北省人民政府国有资产监督管理委员会
	2	002102.SZ	冠福股份	83.2292	荆州市人民政府国有资产监督管理委员会
吉林	1	000661.SZ	长春高新	585.6976	长春新区国有资产监督管理局
	2	688276.SH	百克生物	250.2640	长春新区国有资产监督管理局
福建	1	300981.SZ	中红医疗	59.2422	厦门市人民政府国有资产监督管理委员会
	2	600436.SH	片仔癀	1,726.9352	漳州市人民政府国有资产监督管理委员会
甘肃	1	300534.SZ	陇神戎发	30.7288	甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会
	2	002644.SZ	佛慈制药	59.4405	兰州市人民政府国有资产监督管理委员会
广西	1	300006.SZ	莱美药业	36.2178	广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会
	2	600252.SH	中恒集团	84.9031	广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会
辽宁	1	600739.SH	辽宁成大	204.0633	辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会
	2	688739.SH	成大生物	137.0953	辽宁省人民政府国有资产监督管理委员会
陕西	1	000403.SZ	派林生物	146.7489	陕西省人民政府国有资产监督管理委员会
	2	300110.SZ	华仁药业	47.9978	西安曲江新区管理委员会
四川	1	300026.SZ	红日药业	156.8169	成都市国有资产监督管理委员会
	2	835892.BJ	中科美菱	8.7735	绵阳市国有资产监督管理委员会
重庆	1	000950.SZ	重药控股	106.9746	重庆市人民政府国有资产监督管理委员会
河北	1	600812.SH	华北制药	96.7672	河北省人民政府国有资产监督管理委员会
河南	1	600222.SH	太龙药业	33.5723	郑州高新技术产业开发区管委会
山西	1	600771.SH	广誉远	158.6441	山西省人民政府国有资产监督管理委员会
天津	1	002393.SZ	力生制药	45.9431	天津市人民政府国有资产监督管理委员会
新疆	1	000813.SZ	德展健康	64.3350	新疆维吾尔自治区人民政府国有资产监督管理委员会

# 国药系

## 国药集团组织架构

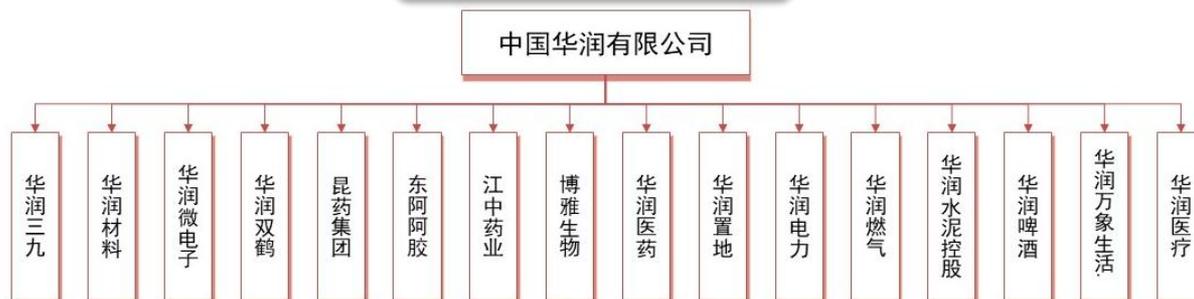


## 国药集团旗下7家上市公司2022年业绩情况 (单位: 亿元)

企业简称	营业收入	同比增长	净利润	同比增长	主营业务
国药一致	734.43	7%	17.72	16%	制药工业、医药批发、零售连锁
国药股份	454.99	-2%	21.29	10%	医药工业制造、医药商业、进口保税、第三方物流、麻醉药品
太极集团	140.51	16%	3.39	-159%	中西成药生产、销售。
国药现代	129.59	-7%	8.67	6%	特色原料药和中间体以及新型制剂类药物的研发、生产和销售
天坛生物	42.61	4%	12.05	13%	血液制品（人血白蛋白、人免疫球蛋白、人凝血因子Ⅷ）研发、制造、销售及咨询
国药控股	5,521.48	6%	85.26	10%	医药健康产品分销配送、零售诊疗、化学试剂、医疗器械、医疗健康服务
中国中药	143.04	-25%	7.64	-60%	中成药、化学药和生物药的科研、制造、销售

# 华润系

## 华润集团组织架构



## 华润集团旗下16家上市公司2022年业绩情况 (单位: 亿元)

企业简称	营业收入	同比增长	净利润	同比增长	主营业务
华润三九	180.79	18.01%	24.49	19.64%	健康消费品（999感冒灵、999皮炎平、三九胃泰、999小儿感冒等）、处方药（999理洵王牌血塞通软胶囊、参附注射液等）
华润材料	173.27	37.68%	8.24	70.83%	非纤维级聚酯切片生产、销售
华润微	100.60	8.77%	26.17	15.40%	半导体产业制造与服务、产品与方案
华润双鹤	94.47	3.68%	11.64	24.36%	慢病业务、专科业务、输液业务
昆药集团	82.82	0.35%	3.83	-24.52%	天然植物药（中药、化学药）、医药流通
东阿阿胶	40.42	5.01%	7.80	77.10%	阿胶系列、毛驴养殖及销售
江中药业	38.12	32.63%	5.96	17.87%	中成药、保健食品、功能食品研制、生产及销售
博雅生物	27.59	4.08%	4.32	25.45%	血液制品、糖尿病及抗感染类化学药、生化药
华润医药	2,541.06	7.31%	41.47	10.04%	医药分销、药品制造、医药零售
华润置地	2,070.61	-2.38%	280.92	-13.30%	房地产开发、经营
华润电力	1,033.05	15.04%	70.42	342.16%	可再生能源（风电场、光伏电站、水电站）、火电（燃煤发电厂、燃气发电厂）、综合能源服务、能源科技
华润燃气	943.38	20.68%	47.33	-25.99%	加气站、百尊燃气具
华润水泥控股	322.19	-26.71%	19.36	-75.08%	水泥、商品混凝土
华润啤酒	352.63	5.62%	43.44	-5.30%	啤酒（雪花纯生、雪花勇闯天涯）
华润万象生活	120.16	35.39%	22.06	27.90%	商业运营、物业管理、写字楼运营
华润医疗	56.20	26.37%	1.39	-66.75%	综合性医院服务、GPO业务、医院管理及咨询服务

www.swsc.com.cn

数据来源：公司官网、Wind，西南证券整理

## 太极集团（600129.SH）：国药入主太极落地，业绩将迎来拐点

- **公司亮点：**1) **短期：**2021年改革逐步推进，2022年主力品种释放业绩，2023年二线品种提价、扩渠道；2) **中期：**开源节流政策有序推进，未来3年将培育1个上30亿元品种和3个上10亿元的品种；3) **长期：**十四五力争突破500亿元收入，工业净利润达到10%。
- **主力品汇提价释放利润，二线品种有望实现复制。**我们预计到2025年，藿香正气口服液有望突破30亿元，并打造3个上10亿元的核心重点品种。2021年12月藿香正气口服液出厂价提价12%，预计2022年藿香收入将突破13.5亿元，净利润突破1亿元。2022前7月藿香同比增长76%，突破11.6亿元。二线品种太极急支糖浆、通天口服液、鼻窦炎口服液均实现挂网招标价格提价2-3倍，出厂价提价20-30%，2021年完成全国挂网招标工作，提价效果初步显现。二线品种太极急支糖浆、通天口服液、鼻窦炎口服液大幅提价，上半年同比增速分别超68%、45%和70%。上半年公司聚焦大品种，前十五个大品种收入增速同比38%。
- **开源节流有望改善经营业绩。**公司未来在管理机制、考核机制、营销体系方面将进行重大变革，从开源和节流两个方向改善业绩：1) **开源：**聚焦10亿元品种打造，公司目标规划未来3年将培育1个上30亿元品种和3个上10亿元的品种；独家品种价格优化，鼻窦炎口服液、通天口服液和急支糖浆都实现了产品及价格体系优化升级。盐酸羟考酮缓释片和盐酸吗啡缓释片（24小时渗透泵型）预计2023年有望上市。2) **节流：**盘活资产降低财务费用，2021年年末公司账面房地产38亿元，其中成都、绵阳两处的土地资产目前已经大幅升值。此外，强化销售人员绩效考核，调整优化对经销商宽松的政策，销售费用率有望大幅下降。
- **十四五力争突破500亿元收入，工业净利润达到10%。**从战略目标来看，公司提出三条发展方向：以现代中药制造为主线，同时以麻精特色化药和区域商业领军企业为辅。公司将成为国药集团在中国西部地区的战略增长极，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。从内生增长来看，预计2022-2025年工业板块收入端复合增速达到30%，净利润率有望恢复到10%，到2025年工业收入将突破190亿元，贡献19亿元净利润。
- **盈利预测与投资建议。**鉴于国药入主太极带来经营业绩快速改善，不考虑处置土地资产和非主营业务资产带来庞大的非经常性收益，乐观预测2025年公司整体收入将突破270亿元，其中工业板块收入190亿元，商业板块收入突破80亿元，到2025年工业净利润率恢复到行业平均水平，预计扣非归母净利润将突破20亿元，给予20倍估值，对应市值空间为400亿元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**费用管控不及预期、核心品种销售不及预期、处置土地资产不及预期等风险。

## 新华医疗（600587.SH）：聚焦医疗设备主业，未来发展可期

- **推荐逻辑：强主业，定激励，谋发展。** 1) 确定以医疗器械板块与制药装备板块为主业的聚焦战略，2021年两大主业板块占公司收入占比提升至50%，未来将持续提高主业占比，提升盈利能力。2) 2021年公司发布股权激励，以2020年扣非利润2亿元为基础，设定2022年-2024年扣非归母净利润增长率分别不低于85%、110%和130%，极大提高公司员工积极性。3) 募投项目不超过12.8亿元，用于器械和制药装备研发和产业化相关项目。
- **医疗器械：丰富产品储备加速国产替代。** “贴息”政策落地，全国数千亿级医疗设备更新改造需求即将释放，在国产替代加速背景下，公司将进一步提高市场份额。公司主要产品线在国内处于优势地位：1) 感染控制设备市场占有率在70%以上，感控产品线规模居全国第一，为5000多家医院及医疗机构提供消毒供应中心；2) 放疗设备领域打破国外垄断，获得我国第一个高能医用电子直线加速器三类医疗器械注册证，至此新华医疗成为世界上第三个能生产高端放疗产品医用电子直线加速器的厂商，国内装机量即将超过400台；3) 影像领域不断精准化，自主研发放疗专用大孔径螺旋CT，填补国内空白。4) 多种器械储备，奠定长期发展：手术器械公司为新华医疗与德国蛇牌共同成立，有12000多种品种规格，数量居全国第一。血透引进德国全套透析生产线，工艺和质量水平居国际前列。拥有健全的动物实验产品线，是国内动物实验设备“系统化解决方案”的开创者与领导者。此外，医疗废物高温处置系统市场占有率在70%左右。
- **制药装备：国产替代加速，利润率持续改善。** 我国制药装备市场规模由2016年212.1亿元增至2020年358.7亿元，年均复合增长率为14%。我国制药设备行业按营收规模来看市场集中度较低，竞争格局分散，公司力争上游的机会巨大。2013年以来多家子公司的并购使新华医疗在制药装备板块的前、中、后端产业链浑然一体，2020年，新华医疗制药设备产量占据行业第一，达到18384台。2021年公司制药装备板块毛利率达27%，子公司成都英德和远跃药机大幅减亏，毛利提升空间显著。未来将在生物制药装备和中药装备上逐步发力，成都英德提供血制品整体解决方案，已为全国90%以上血液制品公司提供过服务。上海远跃和苏州浙远提供中药提取整体解决方案，市场占有率超过30%。
- **投资建议。** 考虑到企业作为老牌医疗企业将会在医疗设备需求千亿级放量与制药装备国产替代加速的背景下充分受益，建议保持关注。
- **风险提示：** 原材料价格波动大及人力成本或大幅上升；公司订单或不及预期；募投项目投入或不及预期；其他不可预知风险。

## 卫光生物（002880.SZ）：拓展浆站定增扩大产能，国企收购如虎添翼

- **推荐逻辑：**1) 公司积极拓展浆站资源，2022年公司采浆量约450吨，正常水平吨浆净利润40-50万，未来五年浆量目标超过1000吨；2) 随着新品种上市，盈利能力有望逐步提升：纤原于2019年已获批，凝血原酶复合物、人凝血因子Ⅷ目前正申请上市，最快有望在2023年内获批上市；3) 国药收购控股整合行业资源。收购完成后中国生物将间接控股卫光生物，卫光生物实际控制人由光明国资局变更为国药集团。
- **区域血制品龙头，未来新浆站拓展值得期待。**公司共9个浆站，主要分布在广东、广西、海南等省份。其中海南万宁浆站建成2020年4月获许可证；2023年1月公司公告收购陕西安康浆站。公司拥有深圳国资委背景，浆站拓展可期。批签发方面，公司2020年有7个品种获批，其中狂免203万瓶(+96%)，人白119万瓶(+22%)，静丙72.55万瓶(+28%)。产品储备充足，现有产能400吨，短期通过改造提升至500-600吨，融资主要用于全新智能化血制品生产的工厂建设，主要通过新迁一个工厂，通过技术升级来实现产能的提升。
- **定增融资扩大血制产能，彰显未来浆量增长信心。**公司于2022年3月发布定增预案，本次非公开发行股票数量不超过3434万股，募集资金不超过10.9亿元。公司拟于深圳市光明区卫光生命科学园，建设800吨/年血液制品智能工厂。公司现有产线建成于2013年，设计理论产能约400吨。预计新工厂将于2027年完成建设，届时公司产能将超过一千万吨。
- **在研产品逐步推进。**2022年公司研发费用3587万元，各项研发管线稳步推进。人凝血酶原复合物已经完成上市许可注册技术审评处于补充材料阶段；人凝血因子Ⅷ已完成上市核查；冻干人用狂犬病疫苗已提交IND申报。
- **国企收购整合行业资源，加强企业竞争力。**2023年6月2日，卫光生物正式发布公告，公司实际控制人由深圳市光明区国有资产监督管理局变更为中国医药集团有限公司（简称“国药集团”）。光明区国资局与中国生物技术股份有限公司拟出资设立合资公司，中国生物通过合资公司和武汉生物制品研究所成为卫光生物的间接控股股东，中国生物控股股东、实际控制人为国药集团。此次收购为构建具有全球竞争力血液制品产业企业添砖加瓦，为实现央地合作、优化产业布局、促进产业聚集、打造大湾区医药产业战略基地更进一步。
- **盈利预测：**2023年公司将迎来生产恢复，预计实现收入11亿元，净利润2.5亿元。
- **风险提示：**海外血制品供给高于预期风险；研发进展不及预期风险；市场竞争加剧的风险。

# 山东药玻（600529.SH）：中硼硅替代加速，产能扩建蓄势待发

- **推荐逻辑**：1) 药用玻璃行业结构升级大势所趋，一致性评价加速推进，目前我国仅有10%中硼硅渗透率，预计中硼硅替换市场接近百亿市场空间。2) 中硼硅模制瓶系列产品产能10亿支，随着募投项目新建30亿支中硼硅系列产能逐步投产，产能供不应求现状得到缓解；3) 管制瓶：5.6亿支预灌封逐步投产将突破产能瓶颈，自产中硼硅玻璃管良率快速提升，毛利率有大幅增厚空间。
- **仿制药一致性评价加速，中硼硅模制瓶产能瓶颈突破**。1) 在“一致性评价+关联审批+集采”政策推动下，中硼硅注射剂包材替换低硼硅、钠钙加速，2022年上半年中硼硅模制瓶销量接近4亿支，全年8-9亿支有望，实现翻倍增长。截至2021年末，共有224个注射剂通过一致性评价，2021年新增138个注射剂过评，由于注射剂一致性评价要求不低于原研药企的药包材标准，未来中硼硅模制瓶的需求量将进一步提升。截至我国第七批集采，一共有71个注射剂品种被集采，未来行业将借助集采加速龙头集中。2018年我国药用玻璃总量为30万吨，其中中硼硅玻璃用量约为2.2-2.3万吨，占比仅为7-8%，海外中硼硅的比重为40-50%，我国渗透率有望进一步提升；2) 公司作为行业龙头，模制瓶竞争格局优异，在国内率先掌握中硼硅模制瓶生产技术，2022年上半年产能10亿支，30亿支中硼硅模制瓶产能逐步投产，将缓解供不应求现状。
- **管制瓶突破技术瓶颈，成本端有望下降**。1) 公司16年募投中硼硅管制瓶项目，2021年销售1.9亿支，同比增长235%。中硼硅管制瓶市场虽主要由国际龙头垄断，但公司凭借自身规模、资金以及渠道优势将逐步提升市场渗透率。我们预计五年后中硼硅管制注射剂瓶年销售收入或为3.5亿元，复合增速50%以上。2) 目前中硼硅玻璃管制造技术被国际寡头垄断，一些国内企业已突破该技术但质量仍需提升，公司布局该项目研发，今后技术成熟或有30亿元市场空间，并提高管制瓶的毛利率，加速进口替代。3) 新式包材预灌封随着生物制剂、医美等产品的需求扩张，制剂企业升级包材动力强，同时新冠疫苗普遍使用预灌封，预计该产品市场年增速或达30%。2021年公司募资投产5.6亿支预灌封注射器，收入有望持续增长。
- **传统产品稳健增长，持续支撑公司业绩**。1) 棕色瓶：公司积极拓展海外保健品市场，国际海运费用有所回落，预计海外需求有望增长。2) 通过18年对丁基胶塞车间技改，胶塞产能扩张至60亿支，毛利率提升近10%，未来进一步通过调整产品结构，实现毛利率提升。
- **盈利预测与投资建议**。预计2023-2025年EPS分别为1.21、1.53、1.88元，对应PE估值分别为19、15、12倍。考虑到仿制药一致性评价和国采注射剂的占比逐步提升，公司未来一类模制瓶的占比将不断提升，公司作为行业绝对龙头将长期获益，建议保持关注。
- **风险提示**：原材料波动风险；销售不及预期风险；注射剂一致性评价推进低于预期风险。

## 云南白药（000538.SZ）：国企混改落地，新白药快速启航

- **推荐逻辑**：1) 云南白药系列药品居骨伤科行业第一，拓展康复器械领域；2) 品牌价值延伸模式成熟，云南白药牙膏市占率高达22%，护肤、洗护发、卫生巾持续发力；3) 国企混改落地，2022年员工持股+股权激励保障未来ROE保持10.5%以上的增长。
- **主营业务战略目标精准定位，新业态增势迅猛**。药品、大健康、中药保健和医药商业各自具备不同市场定位。**1) 明星产品**：以云南白药牙膏为代表，具有高市占率和高增长率的特点，产品不断开拓创新，仍然具有较高增长潜力。2022年1月云南白药散剂出厂价提价13.5%，其他剂型有望在成本上涨压力下进一步提价。2020年健康事业部收入为54亿元，同比增长15%，牙膏市占率突破22%，龙头地位进一步稳固。**2) 金牛产品**：传统核心业务药品事业部和医药商业事业部属于金牛产品业务部门，为公司贡献稳定的利润和现金流来源，具有较高的市场份额，同时奠定白药的品牌基础，为孵化其他系列产品提供稳定的现金流。2020年商业实现收入215亿元，同比增长13%，两票制后并购省内中小流通商，未来仍然有望在行业加速集中趋势下维持快速增长。以云南白药系列为代表的药品事业部2020年营收为50.6亿元，多个云南白药系列单品位居骨伤科用药前列。骨科器械外延拓展至康复器械领域，储备超100种产品；**3) 成长性产品**：储备品种丰富，主要包括大健康事业部的洗护发用品、卫生巾、面膜以及茶品，这些产品具有较高的业绩弹性增长，且目前市占率较低，未来发展的空间大。
- **国改注入活力，推动渠道变革和国际化战略**。1) 国企混改落地，推进三大激励举措，薪酬体制改革、员工持股与股权激励相继实施，极大的激发员工积极性。2) 渠道变革：线下开拓体验店数量，拓展品牌影响力；线上IP营销，推动传统医药、大健康产品与互联网结合。3) 国际化：设立北京、上海和海南国际中心，推动国际化发展，不断从产品、科研、人才方面走向国际化。
- **投资建议**。考虑到公司四大业务持续向好，骨伤科用药龙头地位稳固，股权激励计划激发员工积极性，牙膏和护肤领域新产品和新项目持续落地，公司未来增长可期。
- **风险提示**：产品销售或不达预期，市场拓展或不达预期，公允价值变动风险。

## 达仁堂（600329.SH）：老牌中成药企业，迎来发展新起点

- **推荐逻辑：**1) **集团混改加速推进**，前太极集团副总经理张铭芮女士为公司董事长，天药集团副董事长郭琨总已为公司董事，老国企有望迸发新活力；2) **速效救心丸过10亿大品种**，目前日用金额不到4元，仍具一定提价空间，长期成长空间较大；3) **中成药品种资源丰富**，部分品种销售额目前超过1亿元，预计随着公司销售端的逐步发力，有望加速增长。
- **集团混改加速推进，老国企有望迸发新活力。**2021年上半年公司控股股东天津医药集团已完成混改，前太极集团副总经理张铭芮女士为公司董事长，天药集团新任董事长郭琨总已为公司董事。混改完成后，上市公司层面董事会成员开始变动，公司业务层面也有望逐步调整，公司发展有望提速。
- **速效救心丸过10亿大品种，未来仍具成长空间。**我国心血管病患病率及死亡率仍处于上升阶段，预计心血管病现患人数超过3亿，患者基数较大。心脑血管中成药已成为零售药店重要品类之一，2020年中国城市零售药店终端心脑血管中成药市场仍持续扩容，销售收入超过100亿元。速效救心丸从2015年开始提价，并在2017年完成，40mg\*120粒规格提价前平均中标价在25元左右，日用药金额不到3元，提价后平均中标价在35元以上，日用药金额接近4元，日用价格仍然较低，预计未来仍具提价空间。目前公司打造常服概念，加大在医院端推广力度，改变速效救心丸用于急救的使用场景，目前速效救心丸在医院端和零售端的销售比例接近1:1，预计常服有望极大增加速效救心丸消费量，推动医院端占比进一步提升，为长期增长增添动力。
- **中成药品种资源丰富，主力品种成长空间广阔。**公司品种资源丰富，拥有18个剂型，502个药品批准文号，包括心脑血管药、呼吸系统药、脾胃药、感冒药、肿瘤用药、妇科、儿科用药等多系列产品群以及通脉养心丸、清咽滴丸、清肺消炎丸、胃肠安、紫龙金片等多个知名品种，部分品种销售额目前超过1亿元，预计随着公司销售端的逐步发力，有望加速增长。
- **投资建议。**公司国企改革后，销售端有望发力，核心产品速效救心丸竞争力强，且有一定提价预期，增长有望提速，同时，二线品种也有望继续做大，公司业绩进入加速增长阶段，长期发展值得期待。
- **风险提示：**产品降价风险，研发不及预期风险，医药行业其他政策风险。

## 重药控股 ( 000950.SZ ) : “内生+外延” 双轮驱动 , 持续优化业务结构

- **受疫情及带量采购影响, 22年业绩增速放缓, 23Q1业绩恢复性增长, 期间费用可控。** 2022年单季度业绩拆分来看, 2022年Q1/Q2/Q3/Q4分别实现收入158.8/168/178.6/173亿元, 对应同比增速分别为9.8%/7.3%/10.9%/6.1%; 2022年Q1/Q2/Q3/Q4分别实现归母净利润1.1/2.9/3.8/1.7亿元, 对应同比增速分别为40.7%/-19.3%/55.4%/-46.8%。从费用端来看, 2022年销售费率3% (-0.2pp); 管理费率1.9% (+0.1pp); 财务费率1.6% (-0.1pp)。2022年毛利率为8.6% (-0.6pp); 净利率为1.7% (-0.4pp)。公司毛利率下降主要受带量采购、两票制等政策影响, 随着业务结构优化, 毛利率有望改善。
- **立足西南, 加速全国网络布局, 多区域市占率领先。** 2022年公司医药批发业务实现收入650.1亿元 (+8.2%), 占总收入的95.9%。截至2022年末, 公司商业网络已覆盖全国31个省(市、自治区), 拥有全级次分子公司200余家。“内生增长+外延并购”推进全国销售网络稳步扩张, 在全国多区域市占率领先, 其中四川、陕西、重庆等地区销售规模超60亿元, 贵州地区销售规模超50亿元, 湖北、河南等地区销售规模超30亿元。重庆市“大本营”已实现二级及以上等级医疗机构95%以上的覆盖, 重庆市市占率高达60%保持龙头地位。十四五规划提出“三百城”的战略目标: 除了完成空白省会布局以外, 在全国300余个地级市完成新设或并购企业的目标。
- **优化业务结构, 打造发展引擎。** 1) 积极推进高毛器械业务。2022年公司器械收入95.1亿元 (+25.8%), 占公司总收入的14%。2022年公司在四川、辽宁、陕西、广州共推进8个SPD项目, 拥有110余家公司开展器械类业务。未来公司将牢抓骨科、辅助生殖、消毒供应等细分市场, 搭建器械细分市场平台, 积极推动SPD项目, 扩大细分市场份额。2) 深化中药流通业务, 产业链上游延伸。2022年公司中药板块收入8.8亿元 (+27.4%), 占公司总收入的1.3%。其中中药饮片销售6.3亿元, 占中药收入的72%。公司下属约130家公司拥有中药材和中药饮片经营资质, 开展中药合作种植、销售、智能化代煎中心、智慧中心药房、共建中药科室。此外拥有1家中药配方颗粒生产企业 (2023年投产), 以及1家中药饮片生产企业 (试生产阶段, 产能5000吨/年)。
- **国企改革深化, 经营考核指标有望进一步细化。** 紧紧围绕“一千两双三百城、三化四能五路军”的总战略指导思想, 持续优化产业结构, 打造发展新优势, 构建发展新格局, 激活企业增长动能。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年归母净利润分别为11.2亿元、13亿元、15亿元, 同比增速分别为17.4%/16%/15.4%, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 并购企业不达预期、融资成本升高、集采降价、回款不及预期等风险。

# 上海医药 ( 601607.SH ) : 一季度业绩稳步增长, 创新研发收获期将至

- **业绩符合预期, 持续加大研发投入。** 1) 收入拆分来看, 医药工业实现销售收入78亿元 (+12.6%), 医药商业实现销售收入584.3亿元 (+16.9%)。2) 利润拆分来看, 工业板块贡献利润7.1亿元 (+9.1%), 医药商业贡献利润8.6亿元 (+15.4%)。主要参股企业贡献利润1.8亿元 (-15.1%)。3) 2023Q1公司研发投入5.5亿元 (+15.8%), 其中研发费用5.4亿元 (+20.8%)。
- **研发兑现: 研发投入持续增长, 管线步入收获期。** 截至2023Q1, 临床申请获得受理及进入临床研究阶段的新药管线合计64项, 其中创新药52项, 改良型新药12项, 有3项已提交pre-NDA或上市申请, 5项处于关键性研究或临床III期阶段。1) 1.1类新药I001片已有3个适应症处于临床试验中后阶段, 针对高血压适应症的III期临床试验完成揭盲, 实验达到预期结果。2) 1.1类新药I008-A艾滋慢性异常免疫适应症已提交pre-NDA/附条件上市沟通交流申请。3) 1.1类新药I022用于脂肪肉瘤的适应症获得美国FDA孤儿药资格认定。2023年3月, I022与康方生物旗下开坦尼®达成新药联用合作。
- **中药深化: 国家密集出台政策, 中药品种价值待实现。** 公司旗下汇聚8家核心中药企业, 以及多个拥有历史沉淀的高价值中药老字号及中药品种, 包括上药厦中4个国家保密配方、4个国家中药保护品种, 独家品种、国家秘密品种八宝丹。上药雷允上的国家保密产品雷氏六神丸。胡庆余堂的胃复春、安宫牛黄丸, 保健食品铁皮枫斗晶和蜂胶胶囊。正大青春宝的明星产品冠心宁、抗衰老片。上药中华的龙虎人丹、龙虎清凉油。上药药材持有的中国中药材最早注册商标之一“神象”、中国驰名商标商标“天宝”等核心品牌。公司将力推中药大品种、大品牌, “云天上”产业联盟建设加快推进, 把握中药发展历史性机遇, 推动中药价值开发与收入实现。
- **工商联动: 产业供应链上下联动, 深耕东南亚市场。** 1) 多渠道业务增速加快, 全价值链服务能级提升, 2023Q1公司器械、大健康等非药业务销售约104亿 (+38%)。2) 凭借自身渠道优势, 着力打造创新医药服务平台, 打通创新药研发、引入、销售一体联动, 2023Q1创新药板块销售同比增幅约28%, 成功引入7个进口总代品种。3) 2023Q1公司旗下常州制药厂瑞舒伐他汀钙片4个规格在菲律宾获批上市。4) 进口疫苗总代业务持续向下游拓展, 截至2023Q1终端推广团队已增至340人, 支撑疫苗板块盈利与造血能力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年归母净利润分别为64.6亿元、73亿元、82.9亿元, 分别同增14.9%/13.1%/13.6%, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 行业政策波动风险; 研发进展不及预期风险。

## 华润三九 ( 000999.SZ ) : CHC业务增长亮眼 , 创新推动高质量发展

- **业绩稳定增长 , 受外部影响盈利能力略降。** 2022年公司整体毛利率54% ( -5.1pp ) , 其中医药板块毛利率55.4% ( -5.6pp ) , CHC业务毛利率56.7% ( -2.6pp ) , 处方药业务毛利率52.8% ( -10.8pp ) , 毛利率略有承压 , 处方药业务毛利率下滑明显 , 主要系 : 1 ) 中药配方颗粒标准切换后成本上涨 ; 2 ) 低毛利的饮片业务占比提升 ; 3 ) 高毛利产品受集采影响价格下降。公司销售费用率为28.1% ( -4.7pp ) , 费用率大幅优化原因推测为产品结构变化导致。
- **CHC业务快速增长 , 处方药业务短期承压。** CHC健康消费品业务实现营业收入113.8亿元 ( +22.7% ) 。处方药业务实现营业收入59.8亿元 ( +7.2% ) , CHC业务快速增长 , 处方药业务增速较缓 , 主要是配方颗粒业务受国标切换和省标推进速度的影响 , 首次出现负增长 ; 疫情影响下医院患者数量下降 , 部分地区学术活动推广难度加大。
- **创新驱动业务发展。** 2022年公司研发投入7.4亿元。在研项目共计77项 : 1类小分子靶向抗肿瘤药QBH-196I期临床试验进行中 ; H3K27M突变型胶质瘤新药ONC201正在积极推进国内注册申报工作 , 用于改善女性更年期症状的1类创新中药DZQE , 已进入II期临床研究 ; 2类新药示踪用盐酸米托蒽醌注射液 ( 复他舒® ) 获批新适应症 , 用于乳腺癌患者前哨淋巴结的示踪 , 并于2023年1月通过谈判首次纳入国家医保目录。公司引进中药新药QJYQ , 目前已完成临床前研究 , 正在积极推进注册申报工作 , 进一步丰富呼吸领域产品。此外 , 公司获得布洛芬混悬液、富马酸丙酚替诺福韦片等3个《药品注册证书》 , 其中富马酸丙酚替诺福韦片已中选第七批国家药品集中采购。开展了10余个品种的一致性评价工作 , 咪唑斯汀缓释片等3个品种通过国家仿制药质量和疗效一致性评价 , 其中咪唑斯汀缓释片为国内独家首个过评品种。
- **收购昆药 , 整合优质资源。** 2022年5月9日 , 公司公告收购昆药28%股份。2022年12月30日过户完成。昆药集团和华润三九在品牌、产品、渠道等方面有良好的协同性 , 在三七产业发展及 “昆中药1381” 品牌打造上 , 相互赋能 , 协同发展。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计2023-2025年EPS分别为3.00元、3.48元、4.20元 , 维持 “买入” 评级。
- **风险提示 :** 销售不及预期风险 , 在研产品进度不及预期风险。

## 昆药集团（600422.SH）：两大平台核心产品持续增长，华润入主助力赋能

- **推荐逻辑：1) 核心产品增长亮眼**，打造以“昆药血塞通”系列产品为核心的慢病管理平台和以“昆中药 1381”精品国药系列为核心的健康消费平台，血塞通、昆中药稳中有升；**2) 华润入主多角度赋能**，企业融合持续推进，资源整合赋能两大核心平台，期待新突破；**3) 深耕研发核心优势领域**，贯彻“小全面 + 差异化”研发方针，“补产品+选赛道”投资BD。
- **深耕植物药打造两大平台，核心产品增长亮眼**。公司以“打造银发经济健康第一股、慢病管理领导者、精品国药领先者”为愿景，持续推进“大品种-大品牌-大品类”战略关键点，借助华润三九在品牌、营销、渠道等优势资源，打造以“昆药血塞通”系列产品为核心的慢病管理平台和以“昆中药 1381”精品国药系列为核心的健康消费平台。2023Q1，注射用血塞通（冻干）市占率表现亮眼，同比增长 40.50%；血塞通口服系列产品同比增长 38.40%，其中核心产品血塞通软胶囊一季度实现同比增长 82.08%。同时，昆中药借助历史底蕴与老字号品牌势能，黄金单品及潜力品种稳健增长，参苓健脾胃颗粒、清肺化痰丸、板蓝清热颗粒、口咽清丸等核心品种总体同比增长 21.36%。
- **有序推进战略、组织、文化融合，新战略目标助力新突破**：2023 年 1 月 19 日，公司董事会、监事会改组工作完成，控股股东变更为华润三九，实际控制人变更为中国华润有限公司，公司正式成为华润三九旗下成员企业。公司与华润三九顺利开展了启航计划“四个重塑”行动学习项目第三阶段“组织发展”的主题融合活动，昆药“十四五”业务发展再写新篇；同时正式加入三九商道，与渠道共同促进国民健康事业可持续发展，与健康中国战略理想同频共振。公司与华润三九医药股份有限公司加速推进各项整合，全面落实“四个重塑”要求，助力公司核心两大平台蓄势赋能。
- **专注核心优势领域，差异化创新引领产业升级**。公司秉承一贯研发布局，立足自身特色和优势，持续聚焦心脑血管、骨科等核心治疗领域，国内同品种首家申报的精神类用药化学注射剂一致性评价项目 KYAH06-2018-094 已获得质量标准复核；全资子公司上海昆恒医药科技有限公司认定为上海市“专精特新”中小企业，公司研发创新竞争力更进一步。
- **风险提示**：口服产品、注射剂放量不及预期风险，研发进度不及预期风险。

## 西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司  
评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上

持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间

中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间

回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间

卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业  
评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上

跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间

弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



# 西南证券研究发展中心

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴21世纪大厦10楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	张玉梅	销售经理	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	clw@swsc.com.cn	陈阳阳	销售经理	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	李煜	销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	xsy@swsc.com.cn	卞黎昶	销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn	龙思宇	销售经理	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	cyryf@swsc.com.cn	田婧雯	销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	wyf@swsc.com.cn	阚钰	销售经理	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	姚航	销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	胡青璇	销售经理	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	徐铭婉	销售经理	15204539291	xumw@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	xyx@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn				