



华安证券
HUAAN SECURITIES

证券研究报告

国企传承经典，改革焕发活力

——中医药行业专题十二

分析师：谭国超 (S0010521120002)

联系人：李昌幸 (S0010121080070)

2022年7月

华安证券研究所



目 录

- 1.A股中药国企
- 2.改革催化：三年国企改革进行时，资产重组+混改+股权激励
- 3.A股中药国企标的梳理
- 4.投资建议与相关标的
- 5.风险提示

1.A股中药国企：全景图

- A股中药上市公司中，实际控制人属性为国企的数量为17家，其中4家为直接属国资委管辖，分别是华润系的东阿阿胶、华润三九、江中药业，以及国药系的太极集团，另外13家分别为各省市国资委管辖。

A股中药国企地域分布图



A股中药国企情况表

证券代码	证券简称	实际控制人属性	实际控制人名称
000423.SZ	东阿阿胶	国资委	国务院国有资产监督管理委员会
000999.SZ	华润三九	国资委	国务院国有资产监督管理委员会
600129.SH	太极集团	国资委	国务院国有资产监督管理委员会
600750.SH	江中药业	国资委	国务院国有资产监督管理委员会
000919.SZ	金陵药业	地方国资委	南京市人民政府国有资产监督管理委员会
002349.SZ	精华制药	地方国资委	南通市人民政府国有资产监督管理委员会
002644.SZ	佛慈制药	地方国资委	兰州市人民政府国有资产监督管理委员会
300026.SZ	红日药业	地方国资委	成都市人民政府国有资产监督管理委员会
300534.SZ	陇神戎发	地方国资委	甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会
600085.SH	同仁堂	地方国资委	北京市人民政府国有资产监督管理委员会
600222.SH	太龙药业	地方国资委	郑州高新技术产业开发区管委会
600252.SH	中恒集团	地方国资委	广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会
600332.SH	白云山	地方国资委	广州市人民政府国有资产监督管理委员会
600436.SH	片仔癀	地方国资委	漳州市人民政府国有资产监督管理委员会
600479.SH	千金药业	地方国资委	株洲市人民政府国有资产监督管理委员会
600572.SH	康恩贝	地方国资委	浙江省人民政府国有资产监督管理委员会
600771.SH	广誉远	地方国资委	山西省人民政府国有资产监督管理委员会

资料来源：wind、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

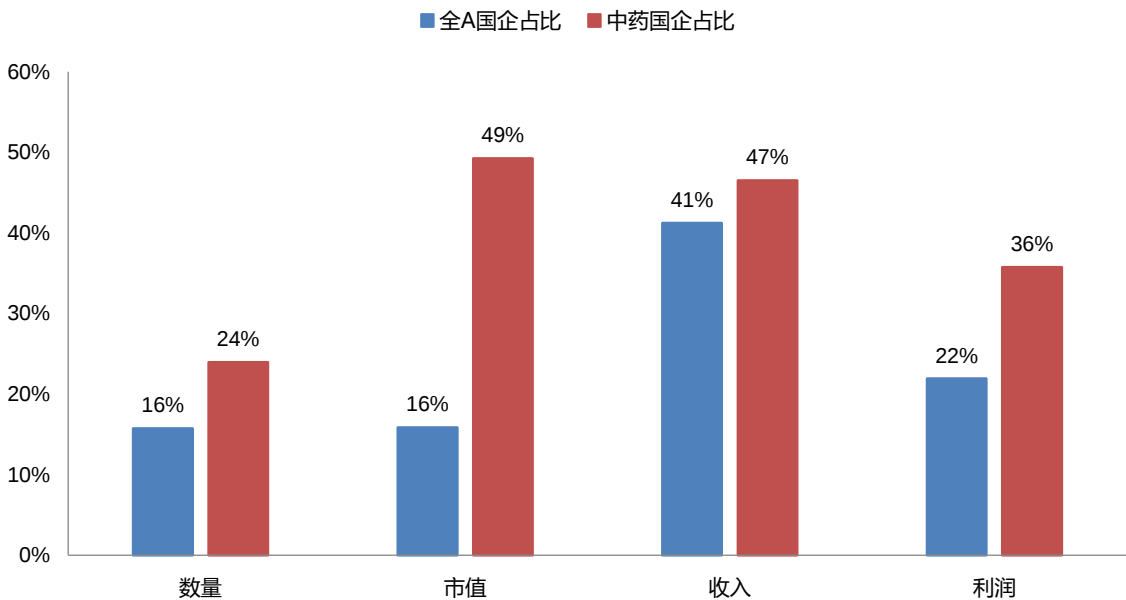
华安证券研究所



1.A股中药国企：国企举足轻重

- 进一步统计发现，中药国企在中药板块的占比，无论是在数量上、市值上还是在营收利润上，都高于全A医药国企在全A医药的占比，体现出国企属性在中药板块中的重要性。这一方面是和中药地域性和传承性有关，另一方面也是各地重视中医药发展的表现，各省市的“十四五”医药健康发展的规划也纷纷出台，都依据地域特点发展中医药。
- 数量上，国企占全A医药的16%（70/445），而中药国企占中药的24%（17/71）；
- 市值上，国企占全A医药的16%，而中药国企占中药的49%；
- 收入上，国企占全A医药的41%，而中药国企占中药的47%；
- 利润上，国企占全A医药的22%，而中药国企占中药的36%。

A股国企占比（全A VS 中药）



资料来源：wind、华安证券研究所

2.改革催化：三年国企改革进行时，资产重组+混改+股权激励

- 2020年6月，中央全面深化改革委员会发布《国企改革三年行动方案（2020—2022年）》，标志国企改革进入全面落实阶段。
- 目标要求：通过实施国企改革三年行动，在形成更加成熟更加定型的中国特色现代企业制度和以管资本为主的国资监管体制取得明显成效，在推动国有经济布局优化和结构调整上取得明显成效，在提高国有企业活力和效率上取得明显成效，做强做优做大国有资本和国有企业，增强国有经济竞争力、创新力、控制力、影响力、抗风险能力。
- 八个方面的重点任务：其中提及资产重组+混改+股权激励可看作执行方向。
 - 一是要完善中国特色现代企业制度，坚持“两个一以贯之”，形成科学有效的公司治理机制。
 - 二是推进国有资本布局优化和结构调整，聚焦主责主业，发展实体经济，推动高质量发展，提升国有资本配置效率。
 - 三是积极稳妥推进混合所有制改革，促进各类所有制企业取长补短、共同发展。
 - 四是要激发国有企业的活力，健全市场化经营机制，加大正向激励力度，也由此提高效率。
 - 五是形成以管资本为主的国有资产监管体制，着力从监管理念、监管重点、监管方式、监管导向等多方位实现转变，进一步提高国资监管的系统性、针对性、有效性。
 - 六是推动国有企业公平参与市场竞争，强化国有企业的市场主体地位，营造公开、公平、公正的市场环境。
 - 七是推动一系列国企改革专项行动落实落地。
 - 八是加强国有企业党的领导党的建设，推动党建工作与企业的生产经营深度融合。

2.改革催化：三年国企改革进行时，收官之年值得期待

- 2022年是国企改革三年行动收官之年。根据国务院2022年5月8日的通告，经过近两年的持续攻坚，地方国企改革三年行动取得决定性进展，主体任务完成进度超过90%。
 - 2022年1月19日，2021年央企经济运行情况新闻发布会。国企改革三年行动70%目标任务顺利完成。中央企业及98.2%的子企业实现董事会应建尽建，超过70%的集团公司制定董事会授权制度，89.9%的符合条件的二三级子企业实现外部董事占多数。
 - 2022年5月7日，地方国企改革三年行动推进会。目前，国企改革三年行动主体任务完成进度超过90%。公司制改革基本完成，剥离企业办社会职能和解决历史遗留问题全面扫尾，完善中国特色现代企业制度、健全市场化经营机制等改革重点领域取得实质性突破。
- 根据《经济参考报》报道，2022年已进入决战决胜的关键阶段，中央企业和地方国企都在抓紧时间，聚焦混改上市、中长期激励等多项改革任务提速。



华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

3.A股中药国企标的情况

A股中药国企估值表

股票 代码	股票 名称	实际控制人名称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	PE (TTM)	净利润 (亿元)				PE			PEG		
						2021A	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600436.SH	片仔癀	漳州市人民政府国有资产监督管理委员会	2,042	338.49	80	24.31	29.64	36.31	44.43	69	56	46	3.1	2.5	2.1
600085.SH	同仁堂	北京市人民政府国有资产监督管理委员会	687	50.06	52	12.27	14.92	17.44	20.34	46	39	34	2.1	2.3	2.0
600332.SH	白云山	广州市人民政府国有资产监督管理委员会	501	30.81	13	37.20	40.99	47.04		12	11		1.2	0.7	
000999.SZ	华润三九	国务院国有资产监督管理委员会	427	43.25	19	20.47	24.15	27.80	31.86	18	15	13	1.0	1.0	0.9
000423.SZ	东阿阿胶	国务院国有资产监督管理委员会	248	37.99	50	4.40	9.19	12.14	14.92	27	20	17	0.2	0.6	0.7
300026.SZ	红日药业	成都市人民政府国有资产监督管理委员会	213	7.09	29	6.87	9.56	13.14	16.76	22	16	13	0.6	0.4	0.5
600771.SH	广誉远	山西省人民政府国有资产监督管理委员会	170	34.55	-54	-3.16	0.44	1.72	2.78	386	99	61	(3.4)	0.3	1.0
600129.SH	太极集团	国务院国有资产监督管理委员会	141	25.25	-27	-5.23	3.58	5.42	7.64	39	26	18	(0.2)	0.5	0.5
002349.SZ	精华制药	南通市人民政府国有资产监督管理委员会	120	14.68	70	1.61									
600572.SH	康恩贝	浙江省人民政府国有资产监督管理委员会	114	4.44	6	20.09									
600252.SH	中恒集团	广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会	102	2.93	48	3.07									
600750.SH	江中药业	国务院国有资产监督管理委员会	86	13.63	16	5.06	5.26	5.63	6.00	16	15	14	4.0	2.2	2.1
002644.SZ	佛慈制药	兰州市人民政府国有资产监督管理委员会	47	9.19	51	0.93									
600479.SH	千金药业	株洲市人民政府国有资产监督管理委员会	41	9.48	13	3.02									
000919.SZ	金陵药业	南京市人民政府国有资产监督管理委员会	38	7.48	31	1.21									
600222.SH	太龙药业	郑州高新技术产业开发区管委会	33	5.82	-180	0.06	0.43	1.02	1.44	78	33	23	0.1	0.2	0.6
300534.SZ	陇神戎发	甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会	31	10.29	-359	-0.09									

资料来源：wind（一致预期，2022/7/10）、华安证券研究所

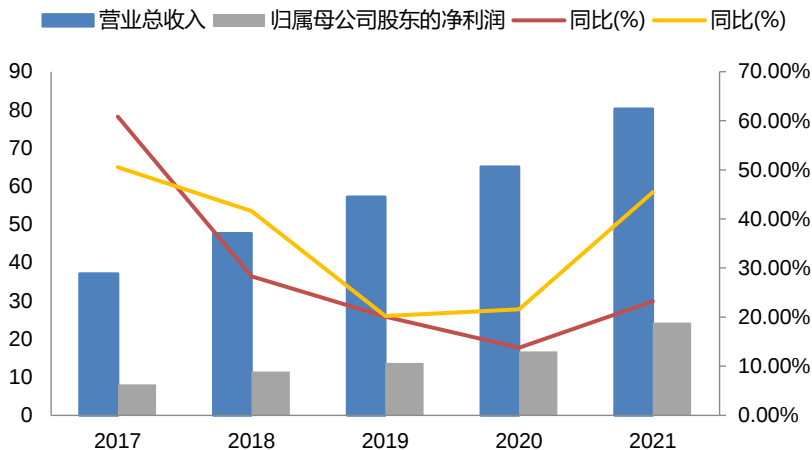
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

3.1. A股中药国企梳理：片仔癀

- 公司介绍：**片仔癀有近五百年的发展历史，以其卓越的疗效而闻名。其处方和工艺被列为国家秘密，并被列入国家中药一级保护品种，是中国中成药保护的最高级别。公司实际控制人为福建省漳州市国资委。
- 营收情况：**公司收入从2016年37.14亿元，到2021年的80.22亿元，复合增长率为21.01%；归母净利润从2016年8.07亿元，到2021年的24.31亿元，复合增长率为31.74%。2021年收入为80.22亿元，同比增速为23.20%；归母净利润为24.31亿元，同比增速为45.46%。
- 改革措施：**公司公告披露，开展“一核多品+营销驱动+渠道管理”模式，推进混合所有制改革。

公司5年收入、利润（亿元）及增速



国企三年改革工作进展

“一核多品+营销驱动+渠道管理”	实施“资本+品牌+兼并”收并购战略，谋划经典名方合作和发展，通过产业链并购和合作控股的方式，对接优秀企业
混合所有制改革	推进符合条件的控股子公司实施混合所有制改革，培育后备上市企业，推动国企利用资本市场做优做强

资料来源：wind、公司公告、华安证券研究所



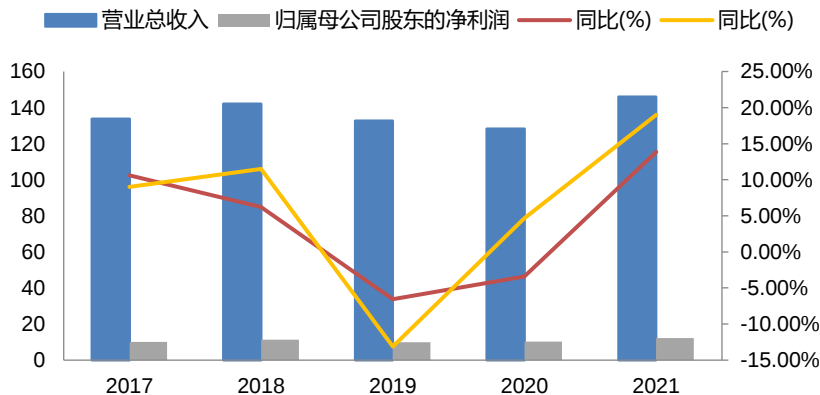
华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

3.2. A股中药国企梳理：同仁堂

- **公司介绍：**同仁堂是中药行业著名的老字号，集生产、销售、科研和配送为一体。公司拥有大量的主要生产剂型和生产线，以其配方独特、选料上乘、工艺精湛和疗效显著驰名海外。公司实际控制人为北京市人民政府国有资产监督管理委员会。
- **营收情况：**公司收入从2017年113.76亿元，到2021年的146.03亿元，复合增长率为6.49%；归母净利润从2017年10.17亿元，到2021年的12.27亿元，复合增长率为4.80%。2021年收入为146.03亿元，同比增速为13.86%；归母净利润为12.27亿元，同比增速为19.00%。
- **改革措施：**关于深化国有企业改革的决策部署以及《北京市国有企业改革三年行动实施方案（2020—2022）》的要求，同仁堂集团积极行动，成立了全面深化改革工作领导小组、制定了行动方案、列出了任务清单。

公司5年收入、利润（亿元）及增速



国企三年改革工作进展

2021年，为深入贯彻落实关于国有企业改革发展和党的建设的重要论述精神，关于深化国有企业改革的决策部署以及《北京市国有企业改革三年行动实施方案（2020—2022）》的要求，同仁堂集团积极行动，成立了全面深化改革工作领导小组、制定了行动方案、列出了任务清单。

同仁堂集团领导班子就《同仁堂集团国企改革三年行动实施方案》及重点任务进行了部署，同仁堂集团党委书记、董事长王贵平发表讲话：“要求全系统充分认识推进国有企业改革的重要性，适应形势发展需要，坚持市场化改革方向，完善体制机制，层层压实责任，狠抓重点任务，着力解决掣肘问题，突破发展瓶颈，确保改革措施落地见效，推动同仁堂集团迈向高质量发展。”

资料来源：wind、公司公告、华安证券研究所

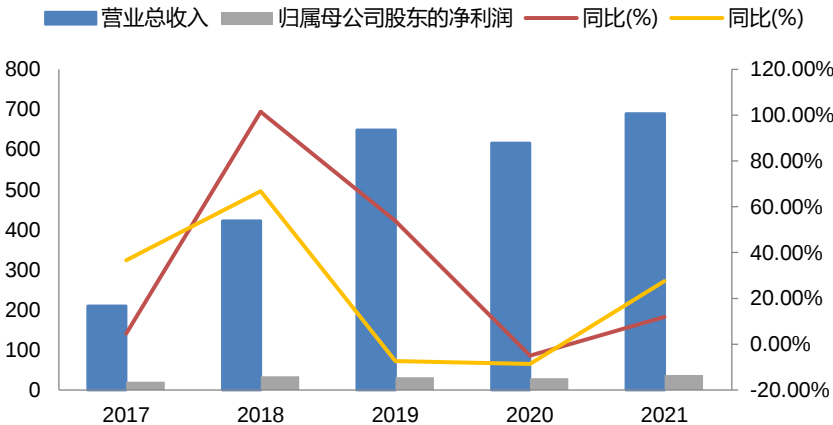
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

3.3. A股中药国企梳理：白云山

- 公司介绍：**主要从事中西成药、化药、天然药物、原料药和健康产品的研发与销售，中西药和医疗器械的批发和进出口。公司在健康产业已形成了全产业链覆盖。公司实际控制人为广州市人民政府国有资产监督管理委员会。
- 营收情况：**公司收入从2017年209.54亿元，到2021年的690.14亿元，复合增长率为34.72%；归母净利润从2017年20.62亿元，到2021年的37.20亿元，复合增长率为15.89%。2021年收入为690.14亿元，同比增速为11.90%；归母净利润为37.20亿元，同比增速为27.60%。
- 改革措施：**广药集团作为国务院国企改革“双百企业”，全国最大中成药生产基地的优势，以引领中医药行业高质量发展、老字号振兴发展为重要抓手，深入推进改革。

公司5年收入、利润（亿元）及增速



资料来源：wind、公司公告、华安证券研究所

公司业务概览





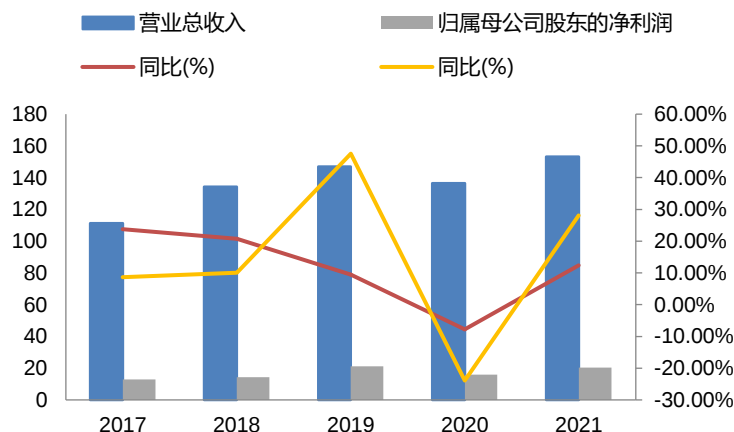
华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

3.4. A股中药国企梳理：华润三九

- **公司介绍：**公司主营核心业务为主治感冒、胃肠和皮肤等OTC以及中药配方颗粒、心脑血管、抗肿瘤等中药处方药。是中国主板上市公司“价值百强”企业。公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（华润系）。
- **营收情况：**公司收入从2017年111.2亿元，到2021年的153.2亿元，复合增长率为8.34%；归母净利润从2017年13.02亿元，到2021年的20.47亿元，复合增长率为11.59%。2021年收入为153.2亿元，同比增速为12.34%；归母净利润为20.47亿元，同比增速为28.13%。
- **改革措施：**2021年12月2日，公司发布2021年限制性股票激励计划(草案)，拟授予284名激励对象限制性股票978.9万股，授予价格为14.84元/股。

公司5年收入、利润（亿元）及增速



公司股权激励设置目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	2022年归母扣非净资产收益率不低于10.15%，且不低于对标企业75分位水平；以2020年为基准，2022年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；2022年总资产周转率不低于0.69。
第二个解除限售期	2023年归母扣非净资产收益率不低于10.16%，且不低于对标企业75分位水平；以2020年为基准，2023年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；2023年总资产周转率不低于0.70。
第三个解除限售期	2024年归母扣非净资产收益率不低于10.17%，且不低于对标企业75分位水平；以2020年为基准，2024年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；2024年总资产周转率不低于0.72。

资料来源：wind、公司公告、华安证券研究所

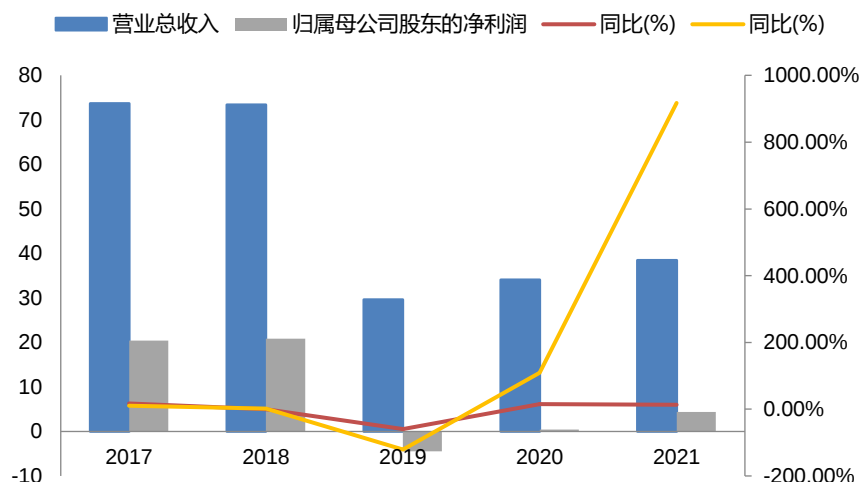
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

3.5. A股中药国企梳理：东阿阿胶

- **公司介绍：**公司系胶类药物、综合性新药生产研发的高新技术企业，拥有国家非物质文化遗产和中国驰名商标。公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（华润）。
- **营收情况：**公司收入从2017年73.72亿元，到2021年的38.49亿元；归母净利润从2017年20.44亿元，到2021年的4.40亿元。2021年收入为38.49亿元，同比增速为12.89%；归母净利润为4.40亿元，同比增速为917.43%。
- **改革措施：**董事长高登锋在公告的投资者交流中回答到，对于股权激励，公司正在推进过程中。以前公司还有一套中长期激励方案，对于这个方案也在进行优化。

公司5年收入、利润（亿元）及增速



公司产品群



资料来源：wind、公司公告、华安证券研究所



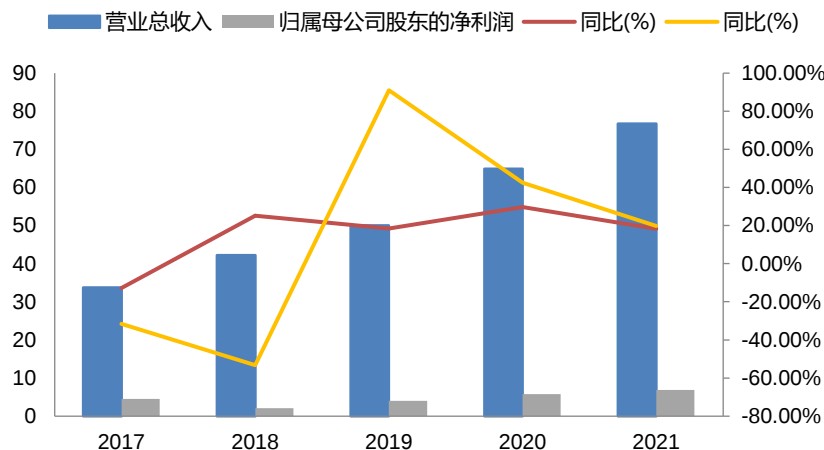
华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

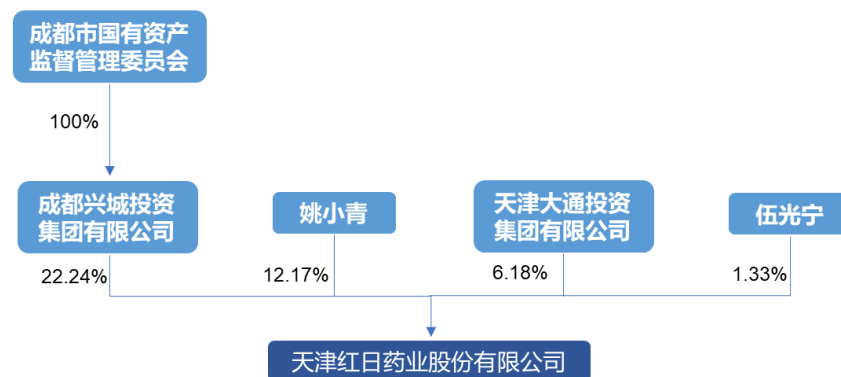
3.6. A股中药国企梳理：红日药业

- **公司介绍：**公司覆盖中药、化药、生物医药、医疗器械或服务等诸多领域，是配方颗粒龙头，是集投融资、研发、生产销售为一体的高科技医药健康产业集团。公司实际控制人为成都市人民政府国有资产监督管理委员会。
- **营收情况：**公司收入从2017年33.74亿元，到2021年的76.71亿元，复合增长率为22.79%；归母净利润从2017年4.51亿元，到2021年的6.87亿元，复合增长率为11.10%。2021年收入为76.71亿元，同比增速为18.22%；归母净利润为4.51亿元，同比增速为19.87%。
- **改革措施：**在2019年就完成大股东股权转让，由成都兴城投资集团有限公司（成都国资委控股）控股，当前股权占比为22.24%。

公司5年收入、利润（亿元）及增速



股权结构图



资料来源：wind、公司公告、华安证券研究所

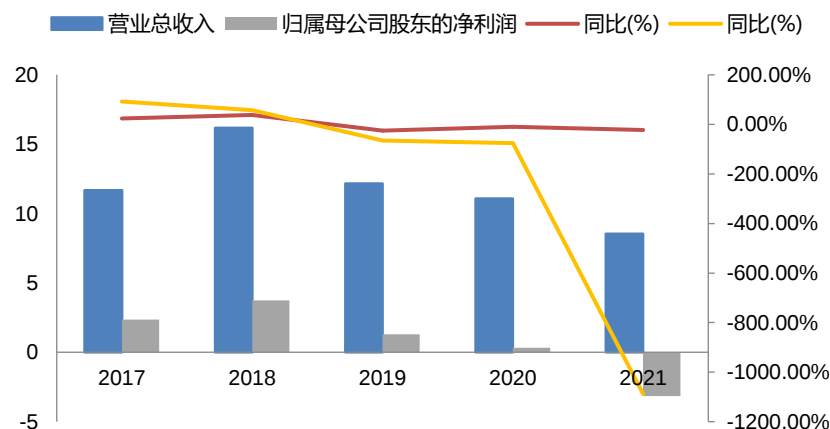
敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所

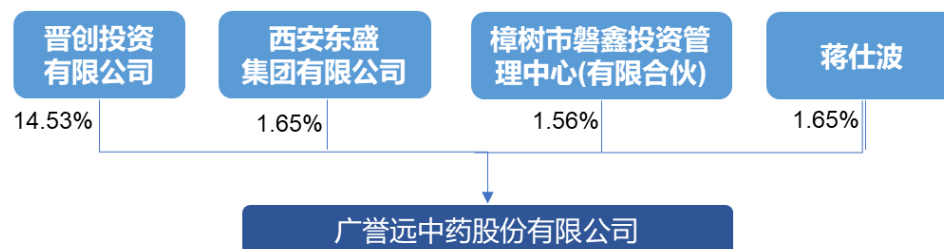
3.7. A股中药国企梳理：广誉远

- **公司介绍：**广誉远的主营业务为精品中药、传统中药及养生酒的生产和销售，拥有丰富的产品服务群。其中龟龄集与定坤丹均为国家保密品种，入选非物质文化遗产名录。公司实际控制人为山西省人民政府国有资产监督管理委员会。
- **营收情况：**公司收入从2017年11.69亿元，到2021年的8.54亿元，复合增长率为-7.55%；归母净利润从2017年2.37亿元，到2021年的-3.16亿元，出现亏损。2021年收入为8.54亿元，同比增速为-23.00%；归母净利润为-3.16亿元，出现亏损。
- **改革措施：**2021年正式回归山西，公司控股股东由原先的东盛集团变更为晋创投资（持股14.53%，山西国资委控股）。2021年9月3日，晋创投资与神农科技集团签署委托协议，其所持有的广誉远股权表决权委托给神农科技集团行使，意味着神农科技集团接管。

公司5年收入、利润（亿元）及增速



股权结构图



资料来源：wind、公司公告、华安证券研究所



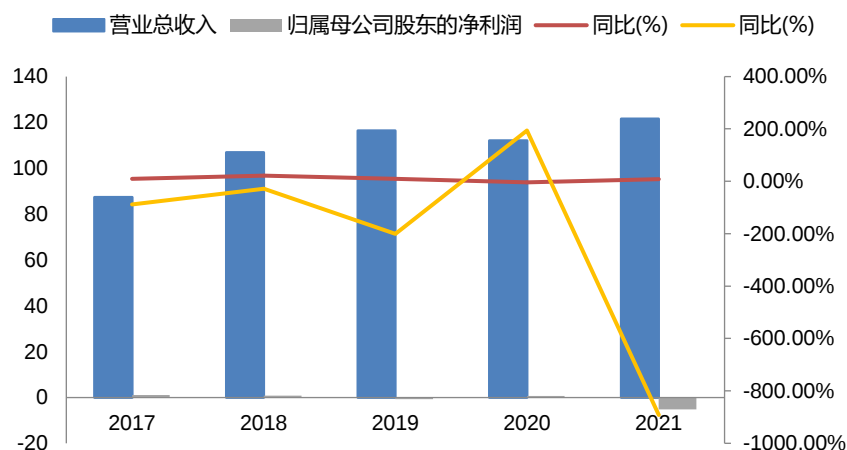
华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

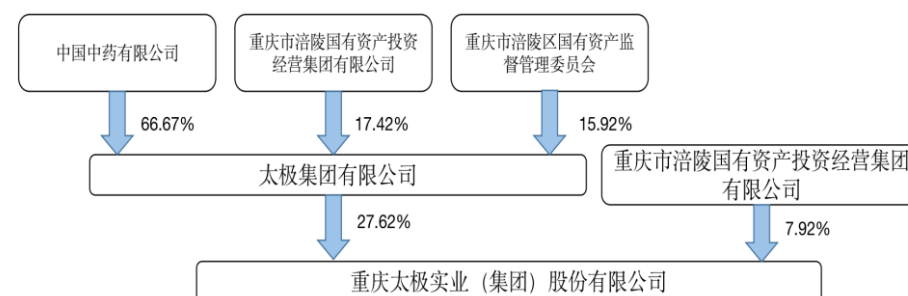
3.8. A股中药国企梳理：太极集团

- **公司介绍：**公司主要从事中西成药的生产和销售，是国内医药产业最为完整的产业链的大型企业集团之一。公司在新药、二次开发和产业化拥有领先技术优势。公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（国药）。
- **营收情况：**公司收入从2017年87.35亿元，到2021年的121.49亿元，复合增长率为8.60%；归母净利润从2017年0.98亿元，到2021年的-5.23亿元。2021年收入为121.49亿元，同比增速为8.4%；归母净利润为-5.23亿元，出现亏损。
- **改革措施：**公司2019年启动混改，2021年4月实控人变更为国药集团，2021年5月由国药集团正式入主。

公司5年收入、利润（亿元）及增速



公司股权结构



资料来源：wind、公司公告、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



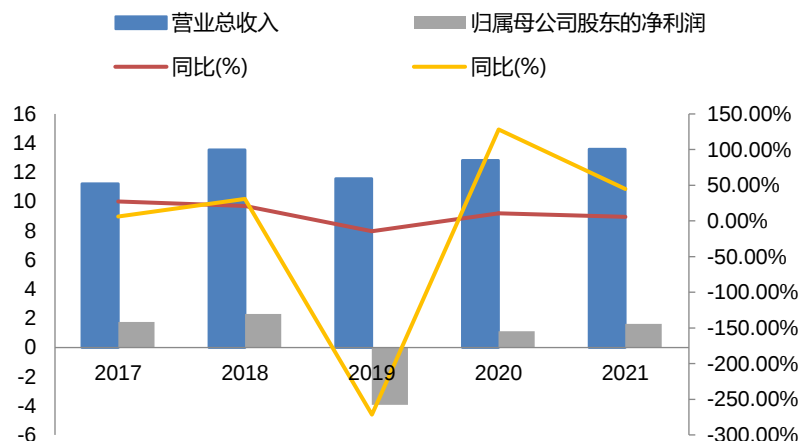
华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

3.9. A股中药国企梳理：精华制药

- **公司介绍：**作为中国政府主导的制药企业，公司在原料药、医药中间体和西药，以及中成药制剂正在成为国家主力。市场和制药规范正逐步向海外拓展。公司实际控制人为南通市人民政府国有资产监督管理委员会。
- **营收情况：**公司收入从2017年11.21亿元，到2021年的13.58亿元，复合增长率为4.91%；归母净利润从2017年1.75亿元，到2021年的1.61亿元，复合增长率为-2.06%。2021年收入为13.58亿元，同比增速为5.97%；归母净利润为1.61亿元，同比增速为44.78%。
- **改革措施：**在市场营销、品牌建设、研发创新、队伍建设等方向持续发力；并且公司也会优化公司中长期激励机制，按照上市公司要求，研究、制定、推行股权激励实施方案。

公司5年收入、利润（亿元）及增速



国企三年改革工作进展

深化营销体制改革	加强对代理商的管理，强化市场开发与上量，加强对基层营销人员的培训，建设零售队伍，发展线上平台业务合作
计划进行股权激励	优化公司中长期激励机制，按照上市公司要求，研究、制定、推行股权激励实施方案

资料来源：wind、公司公告、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



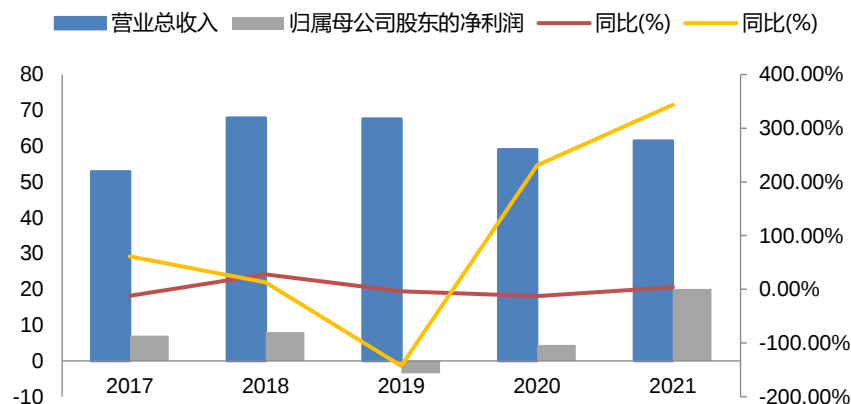
华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

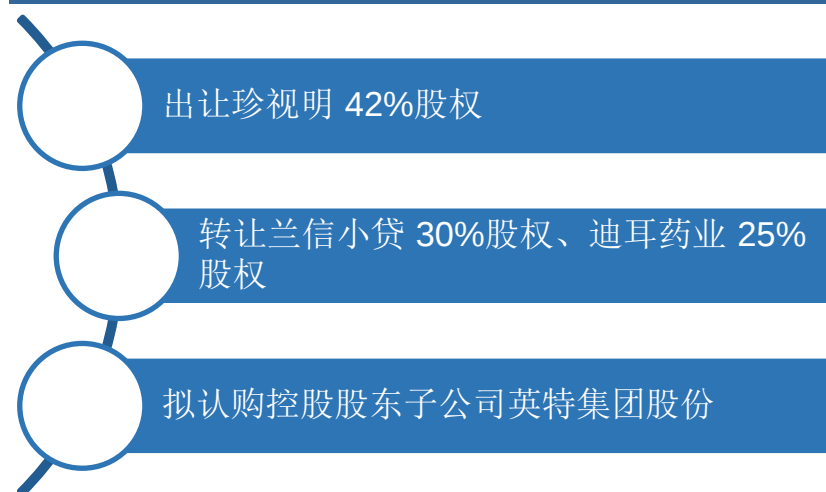
3.10. A股中药国企梳理：康恩贝

- **公司介绍：**公司是一家以现代中药和植物药为核心业务的制药企业集团，是中国中药十强、浙江制药龙头。公司实际控制人为浙江省人民政府国有资产监督管理委员会。
- **营收情况：**公司收入从2017年52.94亿元，到2021年的61.51亿元，复合增长率为3.82%；归母净利润从2017年7.11亿元，到2021年的20.09亿元，复合增长率为29.65%。2021年收入为61.51亿元，同比增速为4.09%；归母净利润为20.09亿元，同比增速为343.24%。
- **改革措施：**聚焦中药大健康业务，转让珍视明公司42%股权、完成迪耳药业等其他业务的剥离、拟认购控股股东子公司英特集团股份等措施，以此积极推进深化混合所有制改革方案。

公司5年收入、利润（亿元）及增速



公司改革混改进行中



资料来源：wind、公司公告、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

华安证券研究所



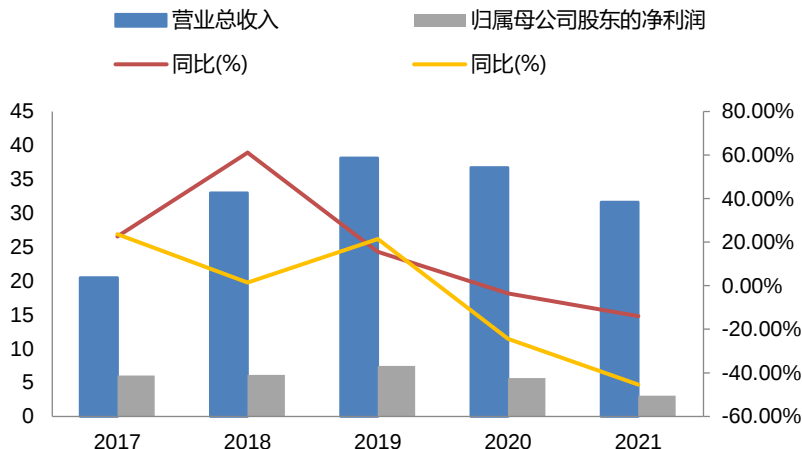
华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

3.11. A股中药国企梳理：中恒集团

- **公司介绍：**中恒集团主营业务可以分为医药制造、食品生产和房地产开发三大板块。是广西高新技术企业、“中华老字号企业”。公司实际控制人为广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会。
- **营收情况：**公司收入从2017年20.48亿元，到2021年的31.62亿元，复合增长率为11.47%；归母净利润从2017年6.05亿元，到2021年的3.07亿元，复合增长率为-15.60%。2021年收入为31.68亿元，同比增速为-14.00%；归母净利润为3.07亿元，同比增速为-45.47%。
- **改革措施：开展股权激励。**2022年，中恒集团以1.76元/股的授予价格向符合条件的218名激励对象授予3,637.50万股限制性股票，激励对象包括公司董事、高级管理人员以及核心业务骨干。

公司5年收入、利润（亿元）及增速



资料来源：wind、公司公告、华安证券研究所

公司股权激励行权条件

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	1. 2022年经济增加值基于2020年的增长率不低于21%；2. 2022年净利润基于2020年的增长率不低于16.6%，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；3. 2022年现金分红比例不低于30%；
第二个解除限售期	1. 2023年经济增加值基于2020年的增长率不低于33%；2. 2023年净利润基于2020年的增长率不低于26%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；3. 2023年现金分红比例不低于30%；
第三个解除限售期	1. 2024年经济增加值基于2020年的增长率不低于46%；2. 2024年净利润基于2020年的增长率不低于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；3. 2024年现金分红比例不低于30%。

华安证券研究所



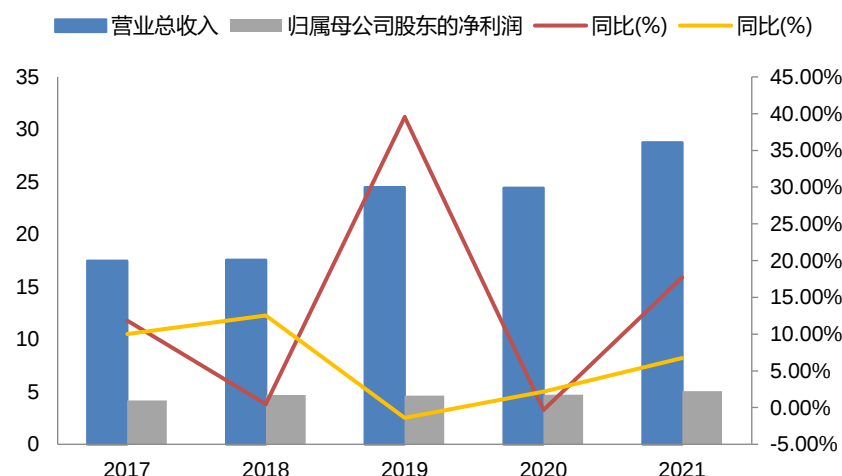
华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

3.12. A股中药国企梳理：江中药业

- 公司介绍：**公司现已成为集中成药、功能食品研制、生产及销售于一体的大型制药企业，拥有众多主导产品、创新试点和科研工作站。公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。
- 营收情况：**公司收入从2017年17.47亿元，到2021年的28.74亿元，复合增长率为12.82%；归母净利润从2017年4.18亿元，到2021年的5.06亿元，复合增长率为5.05%。2021年收入为28.74亿元，同比增速为17.72%；归母净利润为5.06亿元，同比增速为6.74%。
- 改革措施：**2021年11月首次实施股权激励。向符合授予条件的89名激励对象首次授予579万股限制性股票，首次授予价格为6.62元/股。

公司5年收入、利润（亿元）及增速



资料来源：wind、公司公告、华安证券研究所

国企三年改革工作进展

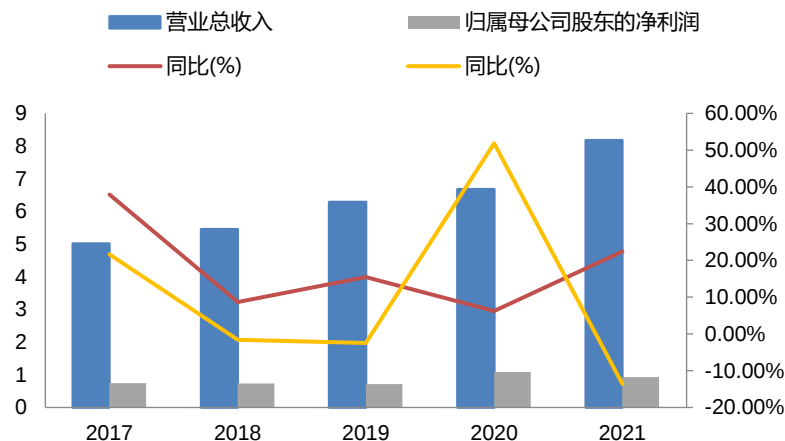
解除限售期	解除限售期时间
第一个解除限售期	1) 2022年投入资本回报率应不低于12.74%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值；2) 较2020年，2022年归母净利润年复合增长率应不低于6%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值；3) 2022年研发投入强度应不低于2.96%
第二个解除限售期	1) 2023年投入资本回报率应不低于12.75%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值；2) 较2020年，2023年归母净利润年复合增长率应不低于6%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值；3) 2023年研发投入强度应不低于2.98%
第三个解除限售期	1) 2024年投入资本回报率应不低于12.76%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值；2) 较2020年，2024年归母净利润年复合增长率应不低于6%，且不低于对标企业75分位水平或同行业平均值；3) 2024年研发投入强度应不低于3.00%。

华安证券研究所

3.13. A股中药国企梳理：佛慈制药

- **公司介绍：**公司是成为集中药材种植与加工、天然药物与保健品研发、中药现代剂型及保健食品生产销售为一体的西北地区中医药行业的骨干企业。公司实际控制人为兰州市人民政府国有资产监督管理委员会。
- **营收情况：**公司收入从2017年5.01亿元，到2021年的8.18亿元，复合增长率为13.04%；归母净利润从2017年0.74亿元，到2021年的0.93亿元，复合增长率为5.88%。2021年收入为8.18亿元，同比增速为22.39%；归母净利润为0.93亿元，同比增速为-13.66%。
- **改革措施：**2022年1月27日公司公告，公司拟进行混合所有制改革，引入战略投资者来贯彻落实《兰州市国企改革三年行动实施方案（2020-2022）》，公司实际控制人或发生变更。

公司5年收入、利润（亿元）及增速



国企三年改革工作进展

公司4月22日表示：

按照兰州市委市政府要求和《兰州市国企改革三年行动实施方案（2020-2022）》要求，公司控股股东佛慈集团于今年1月底经兰州市国资委批准，拟开展混改引入战略投资者，佛慈集团正在积极与潜在战略投资者进行对接和沟通，具体混改方案尚未确定。公司将按照国企改革三年行动方案要求，结合公司发展战略以及控股股东混改进展，积极稳妥推进相关工作。

资料来源：wind、公司公告、华安证券研究所



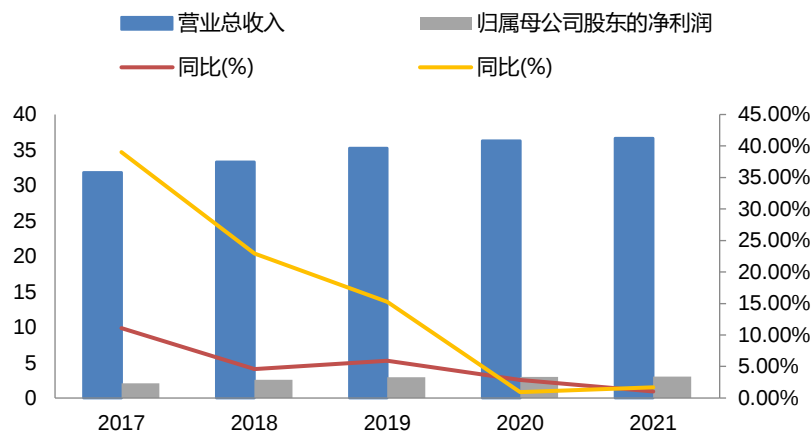
华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

3.14. A股中药国企梳理：千金药业

- 公司介绍：**公司主要从事中成药、化学药和女性卫生用品的研制生产和销售以及药品的批发和零售业务，秉持“跳出妇科，做女性健康系列；跳出本业，做中药衍生系列”的发展战略。公司实际控制人为株洲市人民政府国有资产监督管理委员会。
- 营收情况：**公司收入从2017年31.83亿元，到2021年的36.64亿元，复合增长率为3.58%；归母净利润从2017年2.08亿元，到2021年的3.02亿元，复合增长率为9.77%。2021年收入为36.64亿元，同比增速为1.02%；归母净利润为3.02亿元，同比增速为1.68%。
- 改革措施：股权激励。**2022年2月25日，公司向符合条件的146名激励对象授予1144万股限制性股票，首次授予价格为每股4.3元。

公司5年收入、利润（亿元）及增速



资料来源：wind、公司公告、华安证券研究所

公司股权激励解锁条件

解除限售期	解除限售期时间
第一个解除限售期	以2020年度营业收入为基数，2022年营业收入增长率不低于30%，2022年度的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，2022年度的研发费用增长率不低于20%。
第二个解除限售期	以2020年度营业收入为基数，2023年营业收入增长率不低于50%，2023年度的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，2023年度的研发费用增长率不低于35%。
第三个解除限售期	以2020年度营业收入为基数，2024年营业收入增长率不低于75%，2024年度的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，2024年度的研发费用增长率不低于50%。

华安证券研究所



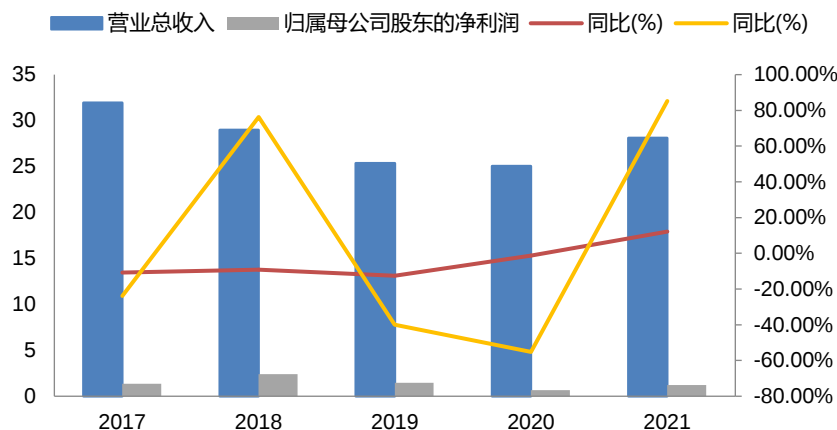
华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

3.15. A股中药国企梳理：金陵药业

- **公司介绍：**金陵药业产学研相结合、科工贸一体化，重点以高附加值的中药品牌产品为导向。积极推动中药材种植规范化、科学化。公司实际控制人为南京市人民政府国有资产监督管理委员会。
- **营收情况：**公司收入从2017年31.92亿元，到2021年的28.09亿元，复合增长率为-3.14%；归母净利润从2017年1.37亿元，到2021年的1.21亿元，复合增长率为-3.06%。2021年收入为28.09亿元，同比增速为12.18%；归母净利润为1.21亿元，同比增速为85.19%。
- **改革措施：**整合供应链体系，并实施股权激励。2022年1月29日，以人民币3.69元/股的授予价格向72名激励对象授予640万股限制性股票。

公司5年收入、利润（亿元）及增速



资料来源：wind、公司公告、华安证券研究所

国企三年改革工作进展

解除限售期	解除限售期时间
第一个解除限售期	以2020年业绩为基数，2022年净利润增长率不低于86%且不低于对标企业75分位值或同行业平均值水平；以2020年业绩为基数，2022年加权平均净资产收益率增长率不低于76%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均值水平；以2020年研发费用为基数，2022年研发费用增长率不低于70%。
第二个解除限售期	以2020年业绩为基数，2022年度和2023年度净利润平均值的增长率不低于97%且不低于对标企业75分位值或同行业平均值水平；以2020年业绩为基数，2022年度和2023年加权平均净资产收益率平均值的增长率不低于82%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均值水平；以2020年研发费用为基数，2023年研发费用增长率不低于120%。
第三个解除限售期	以2020年业绩为基数，2022-2024年三年净利润平均值的增长率不低于109%且不低于对标企业75分位值或同行业平均值水平；以2020年业绩为基数，2022-2024年三年加权平均净资产收益率平均值的增长率不低于87%，且不低于对标企业75分位值或同行业平均值水平；以2020年研发费用为基数，2024年研发费用增长率不低于186%。

华安证券研究所



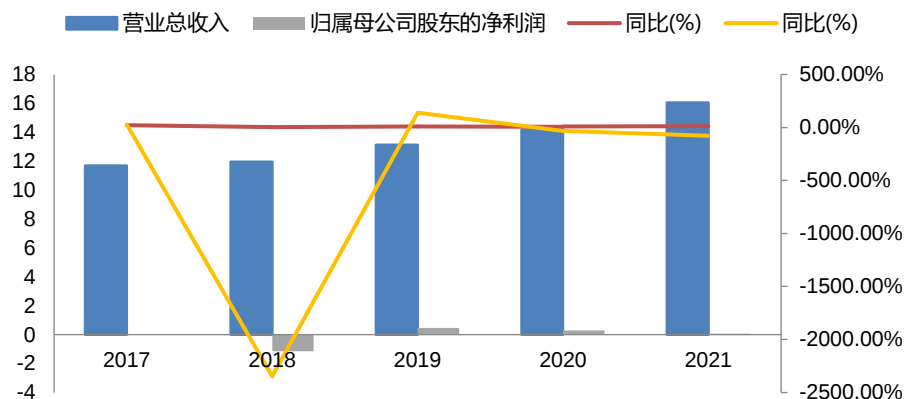
华安证券
HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

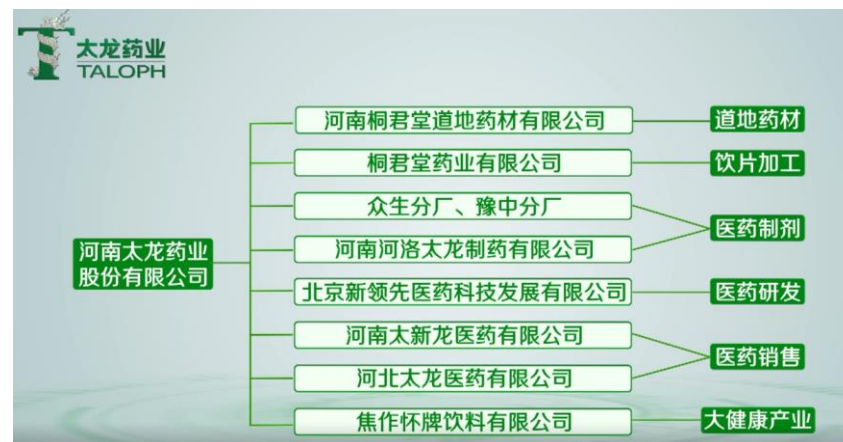
3.16. A股中药国企梳理：太龙药业

- **公司介绍：**公司是以中西药产品为主，生产口服液、片剂、胶囊和原料药等多种剂型的现代化制药企业。多种药物入选《国家基本药物目录》。公司实际控制人为郑州高新技术产业开发区管委会。
- **营收情况：**公司收入从2017年11.68亿元，到2021年的16.05亿元，复合增长率为8.27%；归母净利润从2017年0.05亿元，到2021年的0.06亿元，复合增长率为4.66%。2021年收入为16.05亿元，同比增速为13.23%；归母净利润为0.06亿元，同比增速为-7.95%。
- **改革措施：**2022年4月19日，公司公布第三期员工持股计划(草案)，本期员工持股计划自筹资金总额上限为4900万元，参与对象为公司(含子公司)董事(不含独立董事)、监事、高级管理人员、核心管理人员以及骨干员工。

公司5年收入、利润（亿元）及增速



公司业务结构



资料来源：wind、公司官网、华安证券研究所

敬请参阅末页重要声明及评级说明

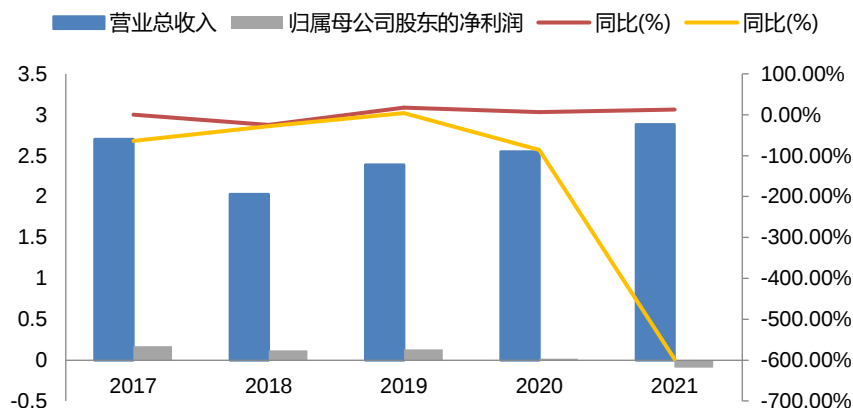
华安证券研究所

3.17. A股中药国企梳理：陇神戎发

- **公司介绍：**公司集新药研发、中药生产经营为一体，主打产品止痛类滴丸剂销售规模占同类第一。公司因西部大开发与甘肃产业转型政策成为省政府“十二五”重点发展的新兴产业。公司实际控制人为甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会。
- **营收情况：**公司收入从2017年2.7亿元，到2021年的2.88亿元，复合增长率为1.63%；归母净利润从2017年0.17亿元，到2021年的-0.09亿元。2021年收入为2.88亿元，同比增速为12.91%；归母净利润为-0.09亿元，同比增速为-5.97%。
- **改革措施：**“深化企业内部改革。2022年是国企改革三年行动实施的收官之年，要保质保量完成三年改革任务。围绕“四能”改革，深化劳动、人事、分配三项制度改革，推进管理人员能上能下、员工能进能出、收入能多能少、机构能增能减，不断激发员工积极性和创造性，进一步激发经营单位活力。”

公司5年收入、利润（亿元）及增速

公司主打产品



元胡止痛滴丸

理气，活血，止痛。用于行经腹痛，胃痛，胁痛，头痛。



七味温阳胶囊

补肾温阳，益精养血。适用于中老年由肾阳虚引起的腰酸膝软，畏寒。



麻杏止咳胶囊

镇咳，祛痰，平喘。用于急、慢性支气管炎及喘息等。



黄芪当归胶囊

对辐射危害有辅助保护功能。

资料来源：wind、公司公告、华安证券研究所

4.投资建议与相关标的

- 国企是中药上市公司中不可或缺的部分。A股中药上市公司中，实际控制人属性为国企的数量为17家。进一步统计发现，中药国企在中药板块的占比，无论是在数量上、市值上还是在营收利润上，都高于全A医药国企在全A医药的占比，体现出国企属性在中药板块中的重要性。这一方面是和中药地域性和传承性有关，另一方面也是各地重视中医药发展的表现，各省市的“十四五”医药健康发展的规划也纷纷出台，都依据地域特点发展中医药。
- 三年国企改革进行时，资产重组+混改+股权激励是改革方向。2020年6月，中央全面深化改革委员会发布《国企改革三年行动方案（2020—2022年）》，标志国企改革进入全面落实阶段。其中八个方面的重点任务：其中提及资产重组+混改+股权激励可看作执行方向。2022年是国企改革三年行动收官之年，中央企业和地方国企都在抓紧时间，聚焦混改上市、中长期激励等多项改革任务提速。
- 投资建议及标的梳理。沿着国企改革方向，中药可以梳理三条投资线索：
 - 1.实施股权激励、资产重组、混改等措施的公司：片仔癀（已覆盖，买入评级）、华润三九（已覆盖，买入评级）、白云山、康恩贝、江中药业、中恒集团、千金药业、金陵药业、太龙药业。
 - 2.国企入组的公司有更强的改革动力：广誉远（已覆盖，买入评级）、太极集团、红日药业。
 - 3.三年改革收官之年，改革进一步推进的强预期：同仁堂（已覆盖，买入评级）、东阿阿胶、精华制药、佛慈制药、陇神戎发。

5.风险提示

- **政策不确定性：**
- 中药属于整体医药的一个环节，因此受到整体医药政策的影响。政策和市场不确定性的都可能导致收入和利润增长低于预期。
- **改革进展的不确定性：**
- 国企经营和改革受政策影响较大，相关政策的落实需要一定的条件和催化，存在受限的可能。
- **疫情进展的不确定性：**
- 国内疫情反复可能会导致行业正常运行受到影响，从而带来公司经营层面波动，可能导致收入和利润增长低于预期。



华安证券

HUAAN SECURITIES

华安研究·拓展投资价值

重要声明

分析师声明

本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，以勤勉的执业态度、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。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，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。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起6个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持：未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%以上；

中性：未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%以上；

公司评级体系

买入：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持：未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性：未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出：未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深300指数。



谢谢！