



国企改革深化，经营效率提升

—— 医药生物行业深度报告

医药首席分析师：程培 医药分析师：宋丽莹



国企改革深化，经营效率提升

——医药生物行业深度报告

2024年11月13日

- 国企改革驶入快车道，助力医药国企提质增效。**改革开放以来，经过放权让利阶段、改革脱困阶段、股份制改革阶段、混合所有制改革阶段，在“1+N”政策体系下，国企改革进入新阶段。相比于所有 A 股上市公司，医药生物行业的国企数量和市值占比较低，主要集中在医药商业和中药领域，且在优势领域，国企的利润率水平表现要高于非国有企业，国企改革+并购重组将持续助力强者恒强。在新一轮国改背景下，医药商业和中药领域有望更受益于政策驱动，流通和中药国企有望迎来新增长阶段。
- 聚焦优势领域，医药国企并购重组浪潮再起。**近期并购重组利好政策频出，新国九条+并购六条，激发并购重组市场活力。医药行业并购重组也持续升温，国企成为并购重组市场的主力军。与医药行业国企的优势领域相符合，医药国企的并购重组事件也主要集中在医药商业和中药板块，如今年初以来，国药集团、中国通用集团以及华润集团纷纷公布并购动作。
- 国药集团：国内领先的综合医药企业，十四五战略剑指万亿规模。**国药集团为国内领先的综合医药企业，医药领域覆盖范围广，以生命健康为主业的中央企业，覆盖科技研发、工业制造、物流分销、零售连锁、医疗健康、工程技术、专业会展、国际经营、金融投资大健康全产业链。2023 年国药集团营业收入超 6800 亿元，增幅超 7.5%；利润总额超 285 亿元，增幅超 9%。十四五战略剑指万亿规模，打造具有全球竞争力的世界一流综合性医药健康产业集团。十四五末，公司旨在达到超十个百亿级、若干个千亿级的产业集群和产业区域，实现营收、资产总额或市值过万亿。
- 华润医药：“十四五”战略规划清晰，内生外延齐头并进。**2023 年华润医药实现营业收入 2447.0 亿元，净利润 77.8 亿元。1) 在医药制造位列行业第四，是国内第一大非处方药（OTC）制造商，生产制造 796 个药品，产品组合包括化学药品、中药、生物制剂以及保健品。2) 在医药商业位列行业前三，业务网络覆盖全国 28 个省、自治区和直辖市，物流中心超过 230 个，为上下游客户提供高度专业化且高效的供应链服务，同时经营中国最大的零售药房网络之一，旗下拥有 790 家零售药店，其中包括 272 家 DTP 专业药房（含“双通道”药店 153 家）。
- 上海医药：工商协同业务造就竞争优势，创新发展战略引领企业转型。**上海医药是沪港两地上市的大型医药产业集团，公司注册资本 37.03 亿元，主营业务覆盖医药工业与医药商业；2023 年营业收入 2603 亿元，位列《财富》世界 500 强与全球制药企业 50 强，综合实力位列中国医药企业第二。
- 投资建议：**央国企盈利能力强、估值较低、股息率较高、业务韧性强，近期政策推动改革进一步提升盈利能力。国药、华润、上药是国内医药生物领域最重要的国家队，龙头地位显著，具有较高投资价值，推荐关注：上海医药、天坛生物、国药股份、东阿阿胶、华润三九、昆药集团等。
- 风险提示：**行业政策变动风险、产品销售不及预期风险、竞争加剧风险、产品研发失败的风险、政策监管环境变化风险。

医药行业

推荐 维持评级

分析师

程培

☎：021-20257805

✉：chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522100001

宋丽莹

✉：songliying_yj@chinastock.com.cn

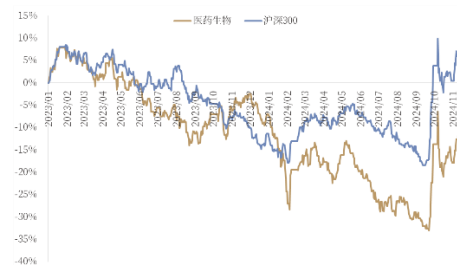
分析师登记编码：S0130524050001

研究助理：闫晓松

研究助理：谭非凡

相对沪深 300 表现图

2024-11-13



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河医药】深化体制改革，创新引领发展 学习二十大三中全会报告精神
- 【银河医药】行业深度报告_医药行业_产品结构升级，开启行业新增长
- 【银河医药】行业深度_医药行业_2024 年度中期策略报告：支付约束下的行业突围：待时而动

目录

Catalog

一、 国企改革驶入快车道，助力医药国企提质增效.....	4
(一) 国企改革发展历程及政策梳理.....	4
(二) 医药行业国企统计——集中在流通和中药领域.....	5
(三) 国企改革助力医药国企提质增效.....	8
二、 聚焦优势领域，医药国企并购重组浪潮再起.....	11
(一) 新国九条+并购六条，激发并购重组市场活力.....	11
(二) 医药央国企并购重组事件梳理.....	12
三、 重点集团/公司介绍.....	14
(一) 国药集团：国内领先的综合医药企业，十四五战略剑指万亿规模.....	14
(二) 华润医药：“十四五”战略规划清晰，内生外延齐头并进.....	28
(三) 上海医药：工商协同业务造就竞争优势，创新发展战略引领企业转型.....	39
四、 投资建议.....	43
五、 风险提示.....	44

一、国企改革驶入快车道，助力医药国企提质增效

(一) 国企改革发展历程及政策梳理

国有企业作为深化改革的重要一环，正是激发内在活力和动力的主要突破口。从历年政府工作报告来看，国企改革政策体现了较强的连续性。例如，今天所熟知的“抓大放小”的改革方针早在1982年的政府工作报告就有体现。该报告不仅指出当时的国营经济存在不少亏损的企业，也提出整顿企业要先抓好大企业。又如，股份制改革在21世纪初期完成，但股份制改革试点内容于1988年的政府工作报告中就已写入。改革开放以来，我国国有企业改革可大致分为四个阶段，分别为放权让利阶段、改革脱困阶段、股份制改革阶段、混合所有制改革阶段。

表1：中国国企改革发展历程

时期	发展阶段	重要工作
1978—1993	扩大企业自主权，推行经济责任制	1978年12月召开的党的十一届三中全会明确指出，把全党工作重点转移到社会主义现代化建设上来。这一战略方针在企业改革和次年的政府工作报告有所体现，1979年的政府工作报告中还强调了企业要拥有必要的自主权，激发员工积极性和维持企业有效运转，并在之后几年得到有效落实。 1983年国家开始推行“利改税”，在保证国有企业留有发展财力基础之上，完善国有企业与财政的合理分配。伴随着国有企业数量规模的增加，部分国有企业效率不高的问题已有所显现，80年代后期政府工作报告中屡次提及力求通过改革增强企业特别是全民所有制大中型企业活力。这一时期中国经济还出现了较为严重的通货膨胀，政府工作报告中多次强调了国营企业对平抑物价应承担相应职责。
1993—2003	“抓大放小”，国有企业改革脱困	20世纪90年代初期，许多大中型国有企业由于社会负担重、历史包袱多、内部管理差，导致企业经济效益不高，有的甚至陷入困境。针对这一问题，1994年的政府工作报告中提出要转换国有企业经营机制，探索现代企业制度。在集中力量抓好国有大型企业和企业集团、进一步放活国有小企业的方针指导下，通过境内外上市融资、规范破产、鼓励兼并、合理引导失业员工再就业等一系列举措，21世纪初期基本完成了国有企业的改革脱困工作。政府工作报告着重提出了要完善国有资产监督管理相关法规和实施办法，研究建立国有资本经营预算制度和企业经营业绩考核体系，进一步落实国有资产经营责任。2003年成立的国务院国有资产监督管理委员会具有标志性意义。2003至2013年间，金融服务、基础设施、公共事业等许多行业纷纷完成了股份制改造，这些市场主体的成功改革促进了社会主义市场经济的良好运转。
2003—2013	股份制改革，实现市场配置资源	经过多年改革后，许多国有企业基本建立了现代企业管理制度，但国有企业并未达到效率最优化。因此，为进一步增强各类所有制经济活力，进一步细分不同领域的国有企业职能，加快发展混合所有制改革成为了新的突破目标。在近年来的政府工作报告中，促进民营企业发展和经济结构转型逐渐成为讨论重点，国有企业也被鼓励在主业上做大做强做优，同时剥离国有企业办社会职能，解决历史遗留等问题，健全市场化经营机制。
2013年至今	混合所有制改革	

资料来源：人民政协网，中国银河证券研究院

2013年，十八届三中全会拉开了国企改革的序幕，会议明确指出了国企改革的重点方向，并为后续国企改革奠定了坚实基础。2015年8月，中共中央、国务院出台《关于深化国有企业改革的指导意见》之后，配套文件陆续出炉，构建了国企改革“1+N”政策体系，国企改革顶层设计基本完成。2020年6月30日，中央深改委第十四次会议审议通过了《国企改革三年行动方案（2020-2022年）》，正式拉开了国企改革三年行动的大幕。面对突发疫情以及外部环境急剧变化等风险考验，国企改革三年行动依然高质量收官。2023年2月，国资委表示，将进一步实施新一轮的国企改革深化提升行动，将主要抓好加快优化国有经济布局结构，增强服务国家战略的功能作用；加快完善中国特色国有企业现代公司治理，真正按市场化机制运营；加快健全有利于国有企业科技创新的体制机制，加快打造创新型国有企业等三个方面的工作。

表2: 国企改革“1+N”政策体系

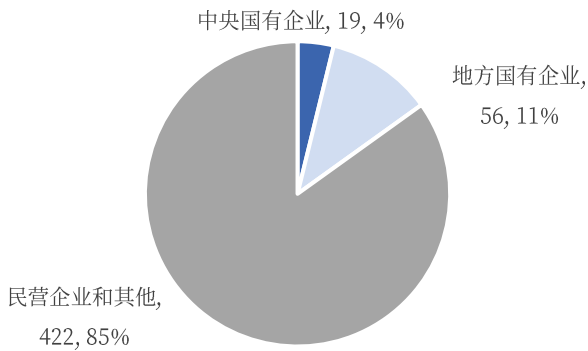
文件类型	文件名称
“1”——纲领性文件	中共中央、国务院关于深化国有企业改革的指导意见
“N”——“分类推进国改”	关于完善中央企业功能分类考核的实施方案 关于国有企业功能界定与分类的指导意见
“N”——“完善现代企业制度”	国务院关于改革国有企业工资决定机制的意见 中央企业主要负责人履行推进法治建设第一责任人职责规定 国务院办公厅关于进一步完善国有企业法人治理结构的指导意见 中央企业负责人经营业绩考核办法 国有科技型企业股权和分红激励暂行办法 关于全面推进法治央企建设的意见 关于深化中央管理企业负责人薪酬制度改革的意见 关于合理确定并严格规范中央企业负责人履职待遇、业务支出的意见
“N”——“发展混合所有制经济”	关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见 关于鼓励和规范国有企业投资项目引入非国有资本的指导意见 国务院关于国有企业发展混合所有制经济的意见
“N”——“完善国有资产管理体制”	国务院办公厅关于转发国务院国资委以管资本为主推进职能转变方案的通知 国务院办公厅关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见 国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见
“N”——“强化监督防止国有资产流失”	上市公司国有股权监督管理办法 中央企业投资监督管理办法 中央企业境外投资监督管理办法 国务院办公厅关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的意见 企业国有资产交易监督管理办法
“N”——“加强和改进党对国有企业的领导”	国务院办公厅关于加强和改进企业国有资产监督防止国有资产流失的意见 关于在深化国有企业改革中坚持党的领导加强党的建设的若干意见
“N”——“为国有企业改革创良好环境”	国务院关于印发加快剥离国有企业办社会职能和解决历史遗留问题工作方案的通知 国家发改委关于支持国有企业改革政策措施的梳理及建议
“N”——其他	国资委关于贯彻落实中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见的通知

资料来源: 国资委官网, 国务院官网, 中国银河证券研究院

(二) 医药行业国企统计——集中在流通和中药领域

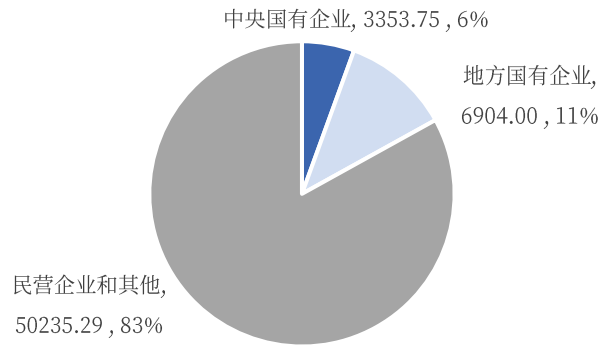
截至 2024 年 11 月 4 日, 医药生物行业 A 股上市公司共有 497 家, 其中中央国有企业 56 家, 占比 3.82%, 地方国有企业 56 家, 占比 11.27%, 民营企业和其他类型企业 422 家, 占比 84.91%。按照总市值来说, 中央国有企业总市值 3353.75 亿元, 占比 5.54%, 地方国有企业 6904 亿元, 占比 11.41%, 民营企业和其他类型企业 50235.29 亿元, 占比 83.04%。相比于所有 A 股上市公司, 医药生物行业的国有企业数量和市值占比比较低。

图1: 医药生物行业 A 股上市公司各类型数量及占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

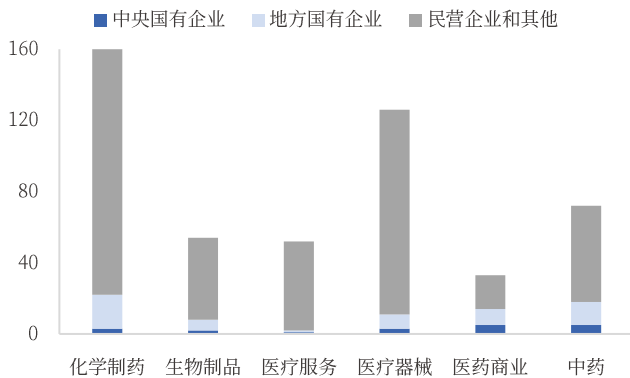
图2: 医药生物行业 A 股上市公司各类型总市值 (亿元) 及占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

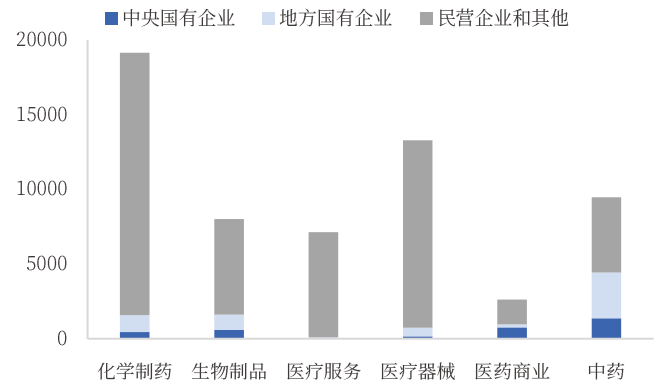
对于医药生物行业六个细分领域, 医药商业和中药板块的中央国企和地方国企的占比高于其他板块, 医疗服务板块的国企占比最低。化学制药板块有 3 家中央国企和 19 家地方国企, 市值占化学制药板块总市值比例为 2.33%和 5.92%; 生物制品板块有 2 家中央国企和 6 家地方国企, 市值占比分别为 7.26%和 12.94%; 医疗服务板块仅有 1 家中央国企和 1 家地方国企, 市值占比为 0.73%和 0.5%; 医疗器械板块有 3 家中央国企和 8 家地方国企, 市值占比为 1.15%和 4.38%; 医药商业板块有 5 家中央国企和 9 家地方国企, 市值占比分别为 28.92%和 7.87%; 中药板块有 5 家中央国企和 13 家地方国企, 市值占比达 14.4%和 32.4%。

图3: 医药生物各细分领域的各类型 A 股上市公司数量



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: 医药生物各细分领域的各类型 A 股上市公司总市值 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表3: 医药生物 A 股上市公司-中央国有企业汇总 (市值按 2024.11.05 计算, 单位: 亿元)

证券简称	市值	大股东名称	大股东持股比例	实控人	实控人持股比例	细分行业
华润三九	589.89	华润医药控股有限公司	63.02%	国务院国有资产监督管理委员会	33.64%	中药II
天坛生物	430.08	中国生物技术股份有限公司	45.64%	国务院国有资产监督管理委员会	43.52%	生物制品
东阿阿胶	369.96	华润东阿阿胶有限公司	23.50%	国务院国有资产监督管理委员会	11.91%	中药II
国药股份	242.20	国药控股股份有限公司	54.72%	国务院国有资产监督管理委员会	17.69%	医药商业
华润双鹤	223.14	北京医药集团有限责任公司	60.21%	国务院国有资产监督管理委员会	32.14%	化学制药
中国医药	172.62	中国通用技术(集团)控股有限责任公司	31.92%	国务院国有资产监督管理委员会	42.92%	医药商业
一致 B	163.89	国药控股股份有限公司	56.06%	国务院国有资产监督管理委员会	19.36%	医药商业

国药现代	163.62	上海医药工业研究院有限公司	17.86%	国务院国有资产监督管理委员会	-	化学制药
博雅生物	158.43	华润医药控股有限公司	29.28%	国务院国有资产监督管理委员会	-	生物制品
国药一致	150.08	国药控股股份有限公司	56.06%	国务院国有资产监督管理委员会	19.36%	医药商业
太极集团	147.97	太极集团有限公司	27.62%	国务院国有资产监督管理委员会	18.41%	中药II
江中药业	133.31	华润江中制药集团有限责任公司	43.09%	国务院国有资产监督管理委员会	13.93%	中药II
昆药集团	115.29	华润三九医药股份有限公司	28.04%	国务院国有资产监督管理委员会	9.51%	中药II
海南海药	62.92	海南华同实业有限公司	22.89%	国务院国有资产监督管理委员会	22.89%	化学制药
国科恒泰	56.10	东方科仪控股集团有限公司	30.13%	中国科学院	14.47%	医疗器械
华强科技	55.98	中国兵器装备集团有限公司	45.52%	国务院国有资产监督管理委员会	70.35%	医疗器械
益诺思	53.02	中国医药工业研究总院有限公司	20.62%	国务院国有资产监督管理委员会	34.42%	医疗服务
迪瑞医疗	43.39	深圳市华德欣润股权投资企业(有限合伙)	28.34%	国务院国有资产监督管理委员会	-	医疗器械
嘉事堂	37.19	中国光大医疗健康产业有限公司	14.36%	中华人民共和国中央人民政府	28.48%	医药商业

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表4: 医药生物 A 股上市公司-地方国有企业汇总 (市值按 2024.11.05 计算, 单位: 亿元)

证券简称	市值	大股东名称	大股东控股比例	实控人	实控人控股比例	细分行业
片仔癀	1435.89	漳州市九龙江集团有限公司	51.30%	漳州市国资委	46.17%	中药II
上海医药	647.92	上海医药(集团)有限公司	19.34%	上海市国资委	-	医药商业
同仁堂	551.47	中国北京同仁堂(集团)有限责任公司	52.45%	北京市国资委	52.45%	中药II
白云山	435.88	广州医药集团有限公司	45.04%	广州市国资委	40.54%	中药II
长春高新	426.87	长春超达投资集团有限公司	18.96%	长春新区国有资产监督管理局	-	生物制品
辽宁成大	175.92	韶关市高腾企业管理有限公司	15.30%	辽宁省国资委	10.00%	生物制品
山东药玻	168.03	山东鲁中投资有限责任公司	19.50%	沂源县财政局	19.50%	医疗器械
派林生物	166.11	共青城胜帮英豪投资合伙企业	20.97%	陕西省国资委	20.71%	生物制品
仙琚制药	125.04	仙居县产业投资发展集团有限公司	21.55%	仙居县国资工作中心	19.83%	化学制药
康恩贝	124.13	浙江省医药健康产业集团有限公司	23.12%	浙江省国资委	18.77%	中药II
红日药业	124.07	成都兴城投资集团有限公司	22.24%	成都市国资委	22.24%	中药II
麦克奥迪	124.75	北京亦庄投资控股有限公司	29.57%	北京经济技术开发区管理委员会	29.57%	医疗器械
成大生物	113.40	辽宁成大股份有限公司	54.67%	辽宁省国资委	5.47%	生物制品
百克生物	107.34	长春高新技术产业(集团)股份有限公司	41.46%	长春新区国有资产监督管理局	7.27%	生物制品
新华医疗	105.50	山东颐养健康产业发展有限公司	28.91%	山东省国资委	19.97%	医疗器械
润达医疗	104.20	杭州市拱墅区国有投资集团有限公司	19.37%	杭州市拱墅区人民政府	-	医药商业
海正药业	101.34	浙江海正集团有限公司	26.56%	台州市椒江区人民政府	26.17%	化学制药
中恒集团	94.23	广西投资集团有限公司	24.90%	广西壮族自治区国资委	27.92%	中药II
华北制药	98.31	冀中能源股份有限公司	24.08%	河北省国资委	44.68%	化学制药
重药控股	96.43	重庆医药健康产业有限公司	38.47%	重庆市国资委	19.62%	医药商业
广誉远	96.04	晋创投资有限公司	14.61%	山西省国资委	-	中药II
新华制药	88.69	华鲁控股集团有限公司	30.02%	山东省国资委	23.04%	化学制药
达安基因	84.91	广州广永科技发展有限公司	16.63%	广州市人民政府	28.70%	医疗器械
鲁抗医药	80.88	华鲁控股集团有限公司	20.69%	山东省国资委	14.13%	化学制药
双鹭药业	75.41	徐明波	22.62%	新乡市财政局,徐明波	-	化学制药
能特科技	72.69	湖北荆江实业投资集团有限公司	12.85%	荆州市国资委	12.79%	化学制药
华特达因	66.83	山东华特控股集团有限公司	22.00%	山东省国资委	19.80%	化学制药
南京医药	66.38	南京新工投资集团有限责任公司	44.16%	南京市国资委	40.08%	医药商业

卫光生物	65.61	深圳市光明区国有资产监督管理局	65.25%	深圳市光明区国有资产监督管理局	65.25%	生物制品
德展健康	63.22	上海岳野股权投资管理合伙企业	19.13%	新疆维吾尔自治区国资委	23.77%	化学制药
精华制药	63.34	南通产业控股集团有限公司	34.39%	南通市国资委	30.95%	中药 II
英特集团	56.50	浙江省国际贸易集团有限公司	28.89%	浙江省国资委	48.81%	医药商业
宣泰医药	50.05	上海联和投资有限公司	51.40%	上海市国资委	51.40%	化学制药
中红医疗	49.76	中红普林集团有限公司	45.00%	厦门市国资委	37.88%	医疗器械
千金药业	46.13	株洲市国有资产投资控股集团有限公司	28.16%	株洲市国资委	25.25%	中药 II
力生制药	44.11	天津金浩医药有限公司	50.86%	天津市国资委	20.80%	化学制药
复旦复华	39.10	上海奉贤投资(集团)有限公司	18.74%	上海市奉贤区国资委	18.74%	化学制药
华仁药业	43.51	西安曲江天授大健康投资合伙企业	20.00%	西安曲江新区管理委员会	20.00%	化学制药
莱美药业	43.71	广西梧州中恒集团股份有限公司	23.43%	广西壮族自治区国资委	6.50%	化学制药
森萱医药	43.03	精华制药集团股份有限公司	72.31%	南通市国资委	22.38%	化学制药
金陵药业	41.20	南京新工投资集团有限责任公司	41.23%	南京市国资委	40.49%	化学制药
佛慈制药	38.91	兰州佛慈医药产业发展集团有限公司	61.63%	甘肃省国资委	59.28%	中药 II
南华生物	34.69	湖南省财信产业基金管理有限公司	29.74%	湖南省人民政府	25.58%	医疗服务
第一医药	32.24	百联集团有限公司	44.95%	上海市国资委	31.91%	医药商业
陇神戎发	31.34	甘肃药业投资集团有限公司	29.93%	甘肃省国资委	-	中药 II
太龙药业	29.73	郑州泰容产业投资有限公司	14.37%	郑州高新技术产业开发区管委会	14.11%	中药 II
联环药业	27.80	江苏联环药业集团有限公司	39.90%	扬州市国资委	38.09%	化学制药
利德曼	27.42	广州高新区科技控股集团有限公司	46.35%	广州经开区等	42.17%	医疗器械
浙江震元	27.26	绍兴震元健康产业集团有限公司	24.93%	绍兴市国资委	23.47%	医药商业
开开实业	24.05	上海开开(集团)有限公司	26.51%	上海市静安区国资委	-	医药商业
南新制药	20.17	湖南医药发展投资集团有限公司	28.57%	湖南省国资委	28.57%	化学制药
广济药业	20.22	长江产业投资集团有限公司	25.04%	湖北省国资委	24.75%	化学制药
阳普医疗	19.14	邓冠华	15.91%	珠海市国资委	9.76%	医疗器械
中科美菱	14.86	长虹美菱股份有限公司	47.45%	绵阳市国资委	2.71%	医疗器械
ST 目药	11.91	青岛汇隆华泽投资有限公司	29.99%	青岛市崂山区财政局	29.99%	中药 II
开开 B 股	3.38	上海开开(集团)有限公司	26.51%	上海市静安区国资委	-	医药商业

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

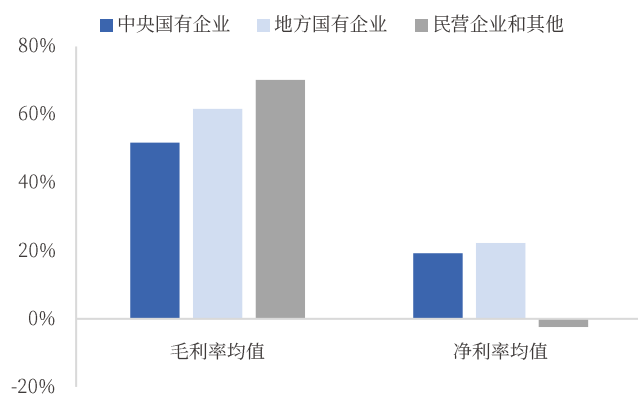
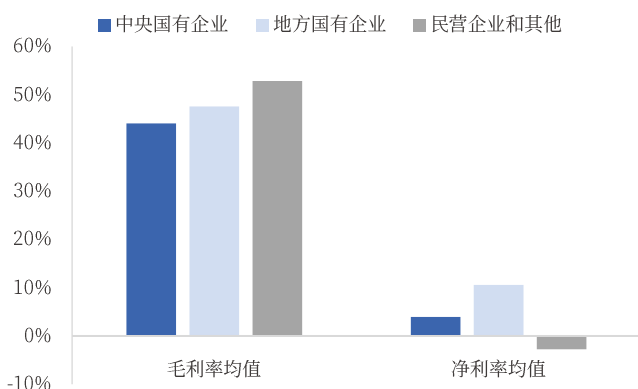
(三) 国企改革助力医药国企提质增效

对于化学制药板块, 中央国企、地方国企、民营企业和其他的 2023 年销售毛利率均值分别为 44.40%、47.56%、52.83%, 销售净利率(剔除部分异常值)均值分别为 3.94%、10.60%、-2.76%。可以看到虽然非国有企业的销售毛利率高于国有企业, 但销售净利率却低于国有企业。而在国有企业中, 地方国企的利润率水平表现更优于中央国企。

对于生物制品板块, 中央国企、地方国企、民营企业和其他的 2023 年销售毛利率均值分别为 51.76%、61.67%、70.20%, 销售净利率(剔除部分异常值)均值分别为 19.25%、22.29%、-2.41%。其结果与化学制药板块相似, 非国有企业的销售毛利率高于国有企业, 但销售净利率却低于国有企业, 同样在国有企业中, 地方国企的利润率水平表现优于中央国企。

图5：化学制药板块各类型企业的利润率对比

图6：生物制品板块各类型企业的利润率对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

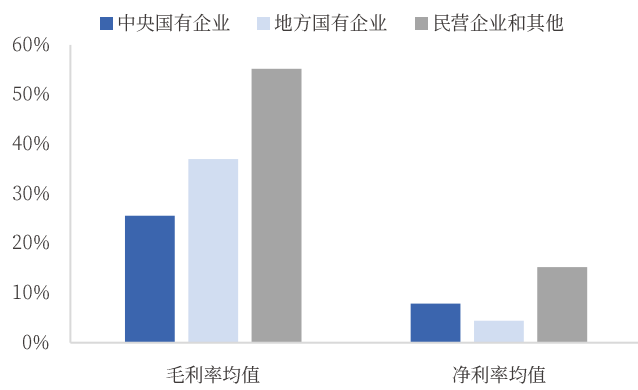
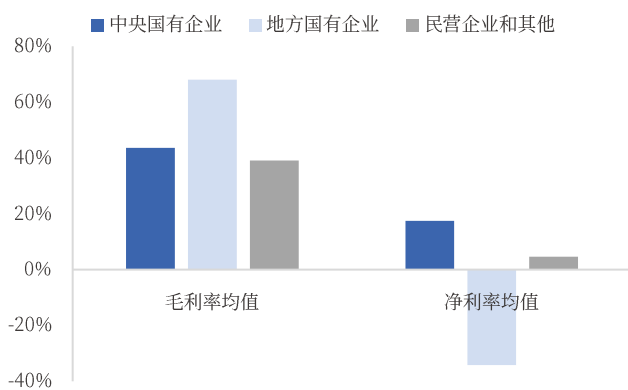
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

对于医疗服务板块，中央国企、地方国企、民营企业和其他的 2023 年销售毛利率均值分别为 43.62%、68.06%、39.08%，销售净利率均值分别为 17.48%、-34.20%、4.6%。但医疗服务板块仅有一家中央国企和一家地方国企，故比较均值并无太大意义。

对于医疗器械板块，中央国企、地方国企、民营企业和其他的 2023 年销售毛利率均值分别为 25.59%、36.99%、55.20%，销售净利率均值分别为 7.89%、4.43%、15.24%。该板块的国企毛利率和净利率均低于民营企业和其他，主要因为医疗器械板块的龙头公司都是民营企业，国有企业的市值较小，市场份额较低，导致其盈利能力整体不如民营企业和其他。

图7：医疗服务板块各类型企业的利润率对比

图8：医疗器械板块各类型企业的利润率对比



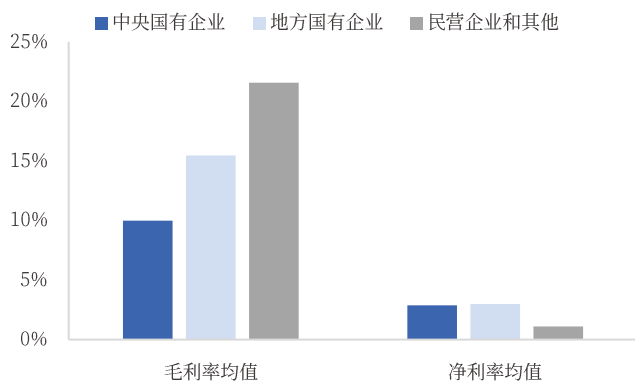
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

对于医药商业板块，中央国企、地方国企、民营企业和其他的 2023 年销售毛利率均值分别为 9.98%、15.45%、21.57%，销售净利率均值分别为 2.87%、2.98%、1.1%。非国有企业的销售毛利率高于国有企业，但销售净利率却低于国有企业。

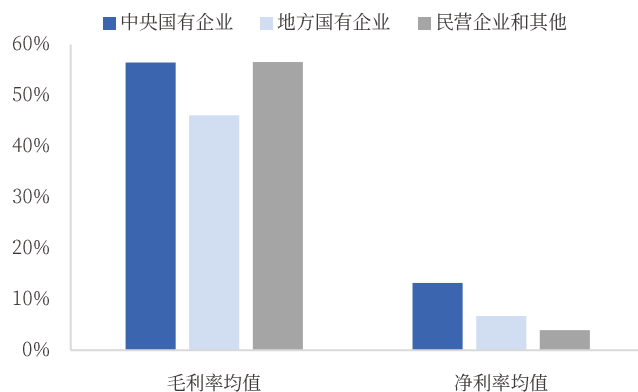
对于中药板块，中央国企、地方国企、民营企业和其他的 2023 年销售毛利率均值分别为 56.44%、46.08%、56.54%，销售净利率均值分别为 13.22%、6.7%、3.95%。可以看到毛利率方面国企和非国企相差不大，但销售净利率呈现中央国企 > 地方国企 > 民营企业和其他的趋势。

图9: 医药商业板块各类型企业的利润率对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: 中药板块各类型企业的利润率对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

综上所述, 在化学制药、生物制品、医药商业和中药领域, 国企的利润率水平表现要高于非国有企业, 表明其盈利能力更为优秀。尤其是在医药商业和中药板块, 国企的数量和市值占比相对较高, 在细分行业中占据重要地位, 国企改革+并购重组将持续助力强者恒强, 且有望提升行业规范, 助力行业高质量、规范化发展。在新一轮国改背景下, 医药商业和中药这两个重点领域有望更受益于政策驱动, 流通和中药国企有望迎来新增长阶段。

二、聚焦优势领域，医药国企并购重组浪潮再起

(一) 新国九条+并购六条，激发并购重组市场活力

并购重组是支持经济转型升级、实现高质量发展的重要市场工具。“新国九条”明确提出要加大并购重组改革力度，多举措活跃并购重组市场。近期并购重组利好政策频出，对我国并购重组市场具有重要意义。

2024年4月，国务院发布《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（简称“新国九条”），明确提出削减上市公司“壳”资源价值、加大并购重组改革力度、活跃并购市场等具体要求。为贯彻落实“新国九条”有关上市公司并购重组的精神，沪深北交易所于4月30日发布了修订后的三个交易所《证券交易所上市公司重大资产重组审核规则》，对包括重组上市条件、小额快速审核机制、投资者适当性管理要求等内容进行修订并征求意见。“新国九条”第四条要求，“进一步削减壳资源价值，加强并购重组监管，强化主业相关性，严把注入资产质量关，加大对借壳上市的监管力度，精准打击各类违规保壳行为”。

表5：A股并购重组政策演变

类型	板块	新国九条前	新国九条后	解读
一般重组上市要求	主板	标的资产应当同时符合以下条件：▶最近三年连续盈利，且最近三年净利润累计不低于1.5亿元；▶最近一年净利润不低于6,000万元；▶最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于1亿元或者营业收入累计不低于10亿元。	标的资产应当同时符合以下条件：▶最近三年连续盈利，且最近三年净利润累计不低于2亿元；▶最近一年净利润不低于1亿元；▶最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于2亿元或者营业收入累计不低于15亿元。	
	创业板	标的资产应当符合下列条件之一：▶最近两年净利润均为正，且累计净利润不低于人民币5,000万元；▶最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币1亿元；▶最近一年营业收入不低于人民币3亿元，且最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于人民币1亿元。	标的资产应当符合下列条件之一：▶最近两年净利润均为正，累计净利润不低于人民币1亿元，且最近一年净利润不低于人民币6,000万元；▶最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币4亿元；▶最近一年营业收入不低于人民币3亿元，且最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于人民币1亿元。	进一步加强对重组上市的监管力度。前减“充价值”，新规提商主板和创业板重组上市条件。
差异表决权标的资产重组上市要求	主板	标的资产应当同时符合以下条件：▶最近三年连续盈利，且最近三年净利润累计不低于1.5亿元；▶最近一年净利润不低于6,000万元；▶最近一年营业收入不低于10亿元。	标的资产应当同时符合以下条件：▶最近三年连续盈利，且最近三年净利润累计不低于2亿元；▶最近一年净利润不低于1亿元最近一年营业收入不低于15亿元。	
	创业板	标的资产应当符合下列条件之一：▶最近一年营业收入不低于人民币5亿元，且最近两年净利润均为正且累计不低于人民币5,000万元；▶最近一年营业收入不低于人民币5亿元，且最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于人民币1亿元。	标的资产应当符合下列条件之一：▶最近一年营业收入不低于人民币5亿元，最近两年净利润均为正且累计不低于人民币1亿元，且最近一年净利润不低于人民币6,000万元；▶最近一年营业收入不低于人民币5亿元，且最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于人民币1亿元。	
小额快速审核	创业板、科创板	上市公司发行股份购买资产，同时募集配套资金用于支付本次交易现金对价，或者募集配套资金金额超过人民币5,000万元的，不适用小额快速审核机制。	上市公司发行股份购买资产，募集配套资金金额超过上市公司最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末净资产额的10%，以及交易方案存在重大无先例、重大舆情等重大复杂情形，不适用小额快速审核机制符合小额快速审核程序的，交易所自受理申请文件之日起20个工作日内出具本次交易符合重组条件和信息披露要求的审核意见，或者作出终止审核的决定。	取消“不得用于支付交易对价”的限制，放宽了适用小额快速的情形。

资料来源：新国九条，笛杨观察，中国银河证券研究院

2024年9月24日，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（“并购六条”），并修改了《上市公司重大资产重组管理办法》的部分条款，进一步激发并购重组市场活力，支持上市公司转型升级，特别是围绕战略性新兴产业和未来产业的并购重组。

2024年11月1日，为进一步回应市场诉求，助力上市公司更好理解政策导向、把握监管理念，上交所整理了近年来沪市比较有代表性的30个并购重组案例，即日起以《并购重组典型案例汇编》的形式向上市公司发布。

表6：并购六条主要内容

要点	主要内容
助力新质生产力发展	证监会将积极支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组，包括开展基于转型升级等目标的跨行业并购、有助于补链强链和提升关键技术水平的未盈利资产收购，以及支持“两创”板块公司并购产业链上下游资产等，引导更多资源要素向新质生产力方向聚集。
加大产业整合支持力度	资本市场在支持新兴行业发展的同时，将继续助力传统行业通过重组合理提升产业集中度，提升资源配置效率。
提升监管包容度	顺应产业发展规律，适当提高对并购重组形成的同业竞争和关联交易的包容度。
提高支付灵活性和审核效率	建立重组简易审核程序，对上市公司之间吸收合并，以及运作规范、市值超过100亿元且信息披露质量评价连续两年为A的优质公司发行股份购买资产（不构成重大资产重组），精简审核流程，缩短审核注册时间；用好“小额快速”等审核机制，对突破关键核心技术的科技型企业并购重组实施“绿色通道”，加快审核进度，提升并购便利度。
提升中介机构服务水平	支持上市证券公司通过并购重组提升核心竞争力，加快建设一流投资银行。
依法加强监管	打击各类违规“保壳”行为，有力有效保护中小投资者合法权益。

资料来源：《中国证监会关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》-中国证监会，中国银河证券研究院

（二）医药央企并购重组事件梳理

随着证监会持续推动并购重组市场化改革，有效激发市场活力，医药行业并购重组也在近年来持续升温，国企成为并购重组市场的主力军。与医药行业国企的优势领域相符合，医药国企的并购重组事件也主要集中在医药商业和中药板块。2024年初，国药集团、中国通用集团以及华润集团纷纷公布并购动作。其中，华润旗下华润双鹤宣布拟斥资31.15亿元收购控股股东北药集团持有的华润紫竹100%股权；国药集团拟以154.5亿港元私有化中国中药；重药控股对外宣布，中国通用技术集团拟与重化医药开展重庆医药的战略整合，而重庆医药为上市公司重医控股的控股股东。并购热度延续到下半年，2024年8月4日，华润三九公告称，拟以62.12亿元购买天士力28%的股份。

表7：2022-2024年医药生物行业国企并购重组事件梳理

披露日期	买方企业	收购标的	交易金额（亿元）
2022.1	东阿阿胶, 华润生物	华润昂德	2
2022.1	重药控股	重庆医药	4
2022.3	长春金赛	上海椿安生物	1.03
2022.4	同仁堂	同仁堂滦南药业	1.75
2022.5	华润三九	昆药集团28%股权	29.02
2022.7	天坛生物	西安回天35%股权	2.12
2022.8	华润双鹤	神舟生物50.11%股权	5.02
2022.8	华润双鹤	东营天东31.25%股权	3.07
2022.8	白云山	广州医药18.18%股权	10.03
2023.12	中国医药	海南通用康力46%股权	1.92
2023.2	华润医疗	华人健康30家医院	36

2023.5	华润医疗商业	立方药业 51%股权	1.13
2023.6	国药集团	卫光生物 100%股权	-
2023.6	百克生物	传信生物	1.5
2023.6	长春金赛	长春金妍迪科	2
2023.8	中国通用旗下环球医疗	凯思轩达医疗 85%的股权	4.68
2023.9	华润双鹤	贵州天安药业 89.68%股份	2.6
2023.9	华润医疗商业	复大医疗 75%股份	3.65
2024.1	华润三九	润生药业 8.64%股权	1.20
2024.1	华润双鹤	华润紫竹 100%股权	31.15
2024.1	同仁堂	红惠医药 51%股权	1.05
2024.2	国药集团	私有化中国中药	154.5 亿港元
2024.2	中国通用	整合重药控股	-
2024.6	昆药集团	昆明圣火 51%股权	17.91
2024.7	博雅生物	GC 集团 100%股权	18.2
2024.8	华润三九	天士力 28%股权	62.12
2024.8	博雅生物	增资江西博雅欣和	4.87
2024.8	天坛生物	CSL 亚太全资子公司-瑞德生物 100%股权	1.85 亿美元
2024.8	片仔癀	明源香料 100%股权	2.54

资料来源：各公司公告，中国银河证券研究院

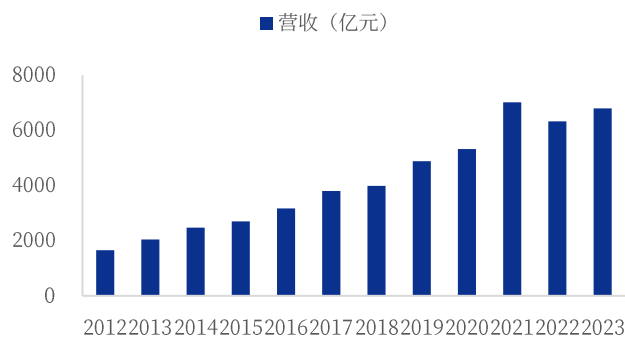
三、重点集团及公司

（一）国药集团：国内领先的综合医药企业，十四五战略剑指万亿规模

国药集团为国内领先的综合医药企业，医药领域覆盖范围广，以生命健康为主业的中央企业，覆盖科技研发、工业制造、物流分销、零售连锁、医疗健康、工程技术、专业会展、国际经营、金融投资大健康全产业链。

十四五战略剑指万亿规模，打造具有全球竞争力的世界一流综合性医药健康产业集团。2023 年国药集团营业收入超 6800 亿元，增幅超 7.5%；利润总额超 285 亿元，增幅超 9%。十四五末，公司旨在达到超十个百亿级、若干个千亿级的产业集群和产业区域，实现营收、资产总额或市值过万亿。

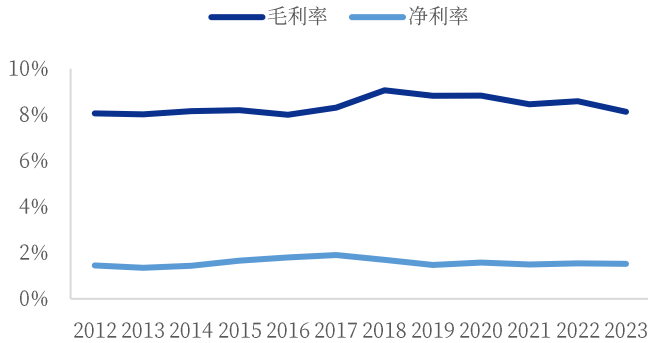
图11：2012-2023 年国药集团营业收入



资料来源：国资委，中国银河证券研究院

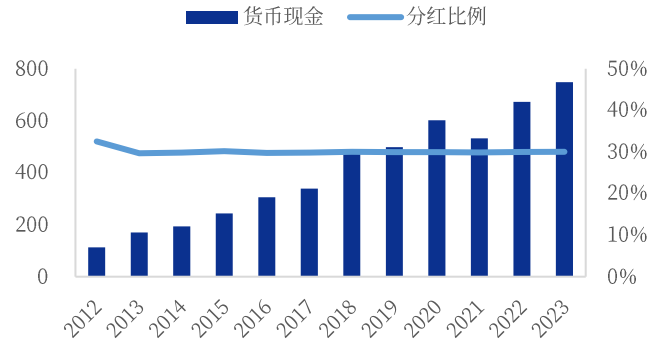
国药集团由国务院国资委直接管理，旗下拥有 1700 余家成员企业及包括国药控股、国药股份、国药一致、国药现代、太极集团在内的 10 家上市公司，业务板块覆盖全面。

图15: 国药控股毛利率和净利率



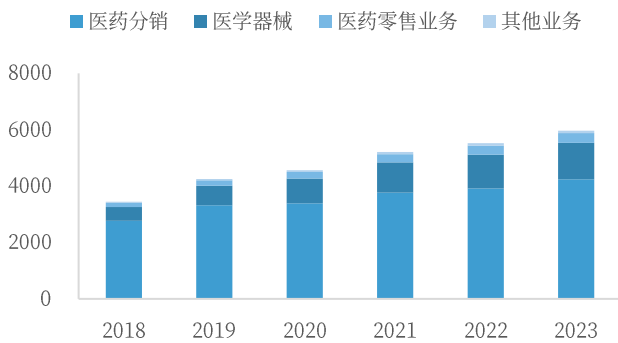
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图16: 国药控股货币资金 (亿元) 和分红比例



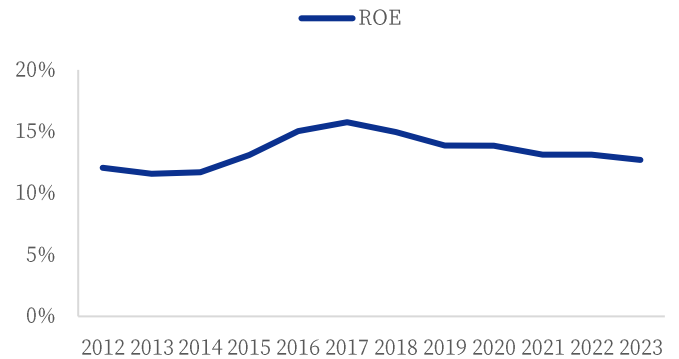
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图17: 国药控股营业收入构成 (亿元)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图18: 国药控股 ROE



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

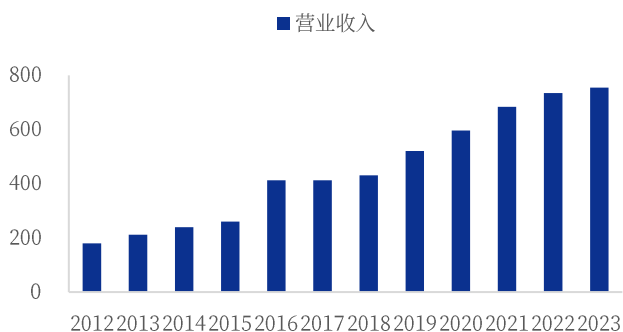
2. 国药一致: 批零一体协同发展, 零售药房利润率提升空间大

公司前身深圳市医药生产供应总公司, 为中国最早的一级医药采购供应站之一。2000 年资产重组后更名为深圳一致药业股份有限公司, 2004 年国药控股入主。2016 年转型之年, 控股股东国药控股将国大药房、佛山南海、广东新特药和南方医贸 100% 股权注入国药一致, 公司将原有医药工业板块子公司致君制药、致君医贸 (配套贸易公司) 和坪山制药 51% 的股权剥离, 注入兄弟公司现代制药, 并取得现代制药 15.56% 的股权, 避免同业竞争, 加强业务协同。

国药一致拥有“分销+零售+工业投资”完整产业链, 2023 年分别实现收入与归母净利润 755 亿及 16 亿元, 同比增长 3% 及 8%。1) 公司旗下的国大药房为全国连锁药房龙头, 截至 2023 年末国大药房网络遍布 20 个省市自治区, 覆盖国内超过 160 个城市, 近 6 年公司零售业务收入复合增速约为 17%, 23 年利润率仅有约 2%, 主要是由于与其他上市药房相比毛利率较低, 未来有望实现品类优化, 利润率提升空间大。2) 公司为两广分销龙头, 子公司国控广州、国控广西盈利能力稳健。公司在两广区域二三级医疗机构覆盖率接近 80%, 医药分销业务规模位居首位, 近 6 年公司分销业务收入复合增速约为 10%, 其中器械耗材业务增长迅速、营收占比逐年提升。

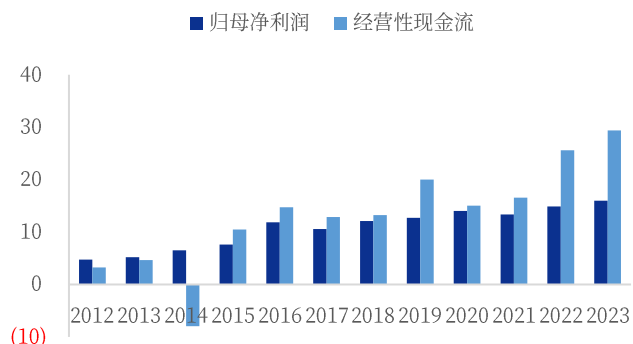
ROE 从 2012 年的 30.4% 开始下滑明显, 近几年表现趋于平稳, 2023 年达到 9.5%。2015 年起, 公司经营性现金流始终高于归母净利润, 持续经营能力强, 2023 年为 29.4 亿元。截止 2023 年在手现金为 65 亿元, 分红率呈上升趋势, 2023 年为 24%。

图19: 国药一致营业收入 (亿元)



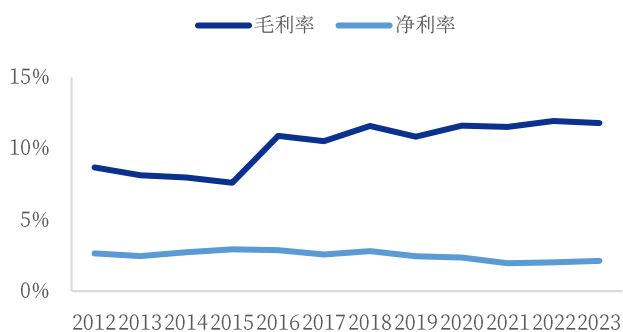
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图20: 国药一致归母净利润和经营性现金流 (亿元)



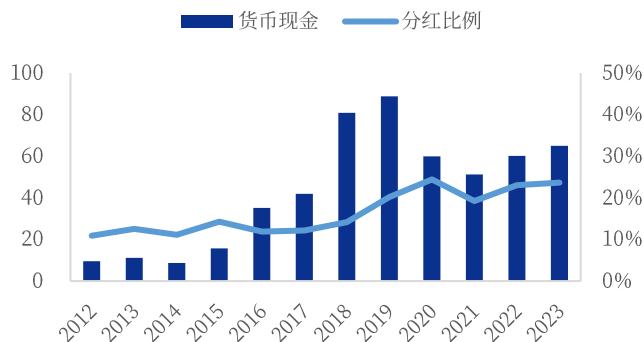
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图21: 国药一致毛利率和净利率



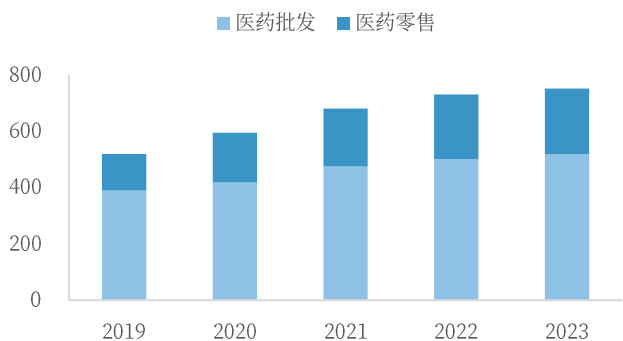
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图22: 国药一致货币资金 (亿元) 和分红比例



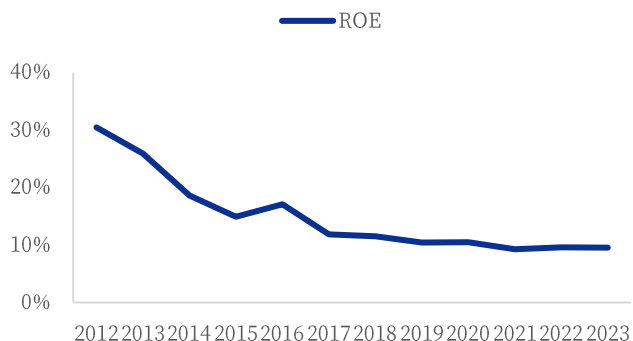
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图23: 国药一致营业收入构成 (亿元)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图24: 国药一致 ROE



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

2018-2023 年间公司资产负债率均维持在 60% 以内, 且低于同行可比公司的资产负债率均值。2023 年公司资产负债率为 55.9%, 负债压力相对较低。

表8: 资产负债率

年份	国药一致	柳药集团	九州通	上海医药	人民同泰	国药股份	可比公司均值
2018	51.93%	58.59%	69.43%	63.40%	64.19%	50.68%	61.26%

2019	54.18%	61.05%	69.12%	63.96%	66.70%	49.74%	62.12%
2020	57.35%	63.23%	68.31%	63.31%	66.77%	47.42%	61.81%
2021	57.88%	63.42%	68.50%	63.86%	67.41%	47.75%	62.19%
2022	54.37%	65.79%	68.91%	60.63%	65.11%	46.44%	61.38%
2023	55.90%	64.96%	68.23%	62.11%	62.95%	45.97%	60.84%

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

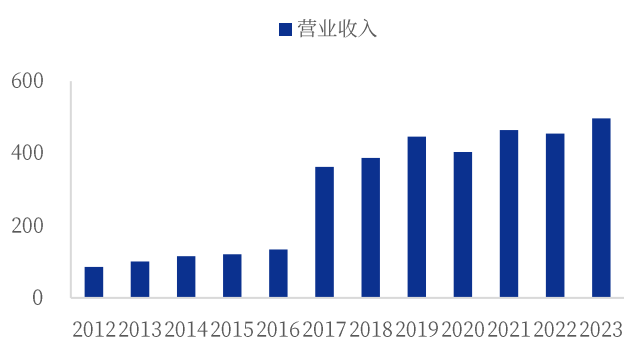
3. 国药股份：全麻精药分销龙头，经营质量突出

国药股份由国药集团在 1999 年 12 月将本部药品经营性资产以及下属淮南第六制药厂等经营性资产投入组建成立，2002 年成功在上海上市，成为国药集团下首家 A 股医药商业上市公司。2016 年公司启动公司重大资产重组项目，以国药股份为平台，整合国药控股系统内的北京四家医药商业资产，国药股份成为国药控股下属北京地区唯一医药分销平台和全国精麻特药一级分销平台。

国药股份为药械流通企业，公司是国内仅有的三家具备全国性麻醉药品和第一类精神药品定点批发资质的企业之一，并且保持着领先的市场份额。2023 年分别实现收入与归母净利润 497 亿及 21 亿元，同比增长 9.2% 及 9.3%。公司收入来源主要分为医药商业、医药工业及仓储物流，医药商业 2023 年实现营收 483 亿元，同比增长 9.4%，净利润 22 亿元，同比增长 8.8%。

ROE 近年来趋于稳定，2023 年为 14.3%。2021 年起，公司经营性现金流保持较快增速且大幅高于归母净利润，经营质量得到显著改善。2023 年公司在手现金 109 亿元，现金分红率基本稳定维持在 30% 左右。

图25: 国药股份营业收入 (亿元)



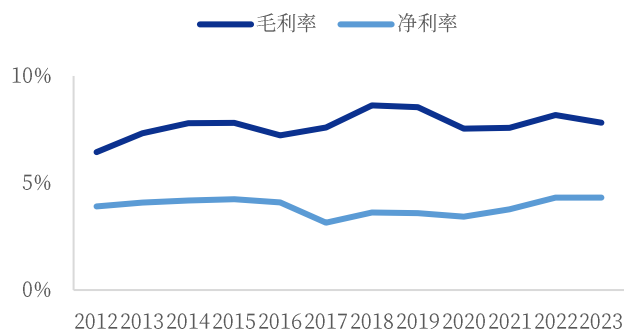
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图26: 国药股份归母净利润和经营性现金流 (亿元)



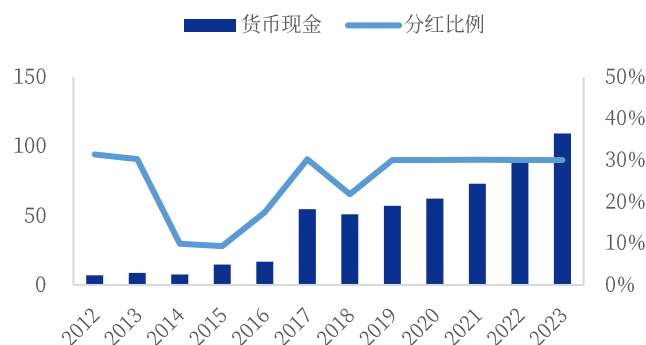
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图27: 国药股份毛利率和净利率



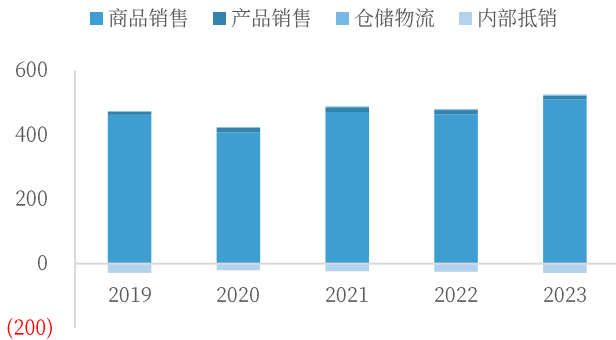
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图28: 国药股份货币资金 (亿元) 和分红比例



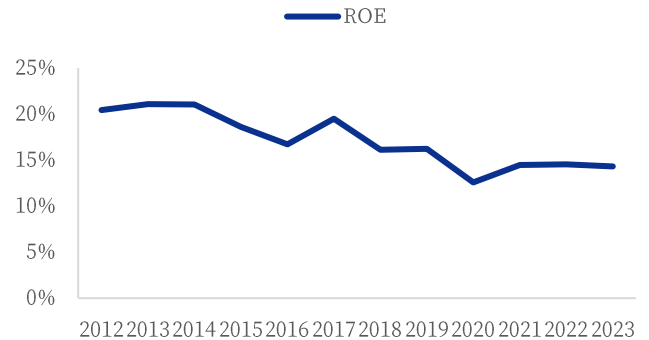
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图29: 国药股份营业收入构成 (亿元)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图30: 国药股份 ROE



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

4. 国药现代: 国药集团化药平台, 增质提效+外延整合潜力大

国药现代为国药集团化药工业上市平台。截至目前, 国药现代前五大股东均为国药集团下属企业, 分别持有公司 17.9%、13.0%、12.5%、11.4%及 1.4%的股份。公司共有下属二级全资子公司 5 家、控股子公司 10 家。1) 制剂板块主要子公司包括国药工业、国药容生、国药川抗、国药致君、国药致君坪山等, 产品广泛覆盖全身用抗感染、心血管、抗肿瘤及免疫调节剂、中枢神经系统、激素、泌尿生殖系统、消化道和新陈代谢、呼吸系统等治疗领域; 2) 原料药及医药中间体板块主要子公司为国药威奇达与国药天伟, 要聚焦抗感染与泌尿生殖系统领域。

公司产品聚焦抗感染、心血管、抗肿瘤及免疫、麻醉及精神、代谢及内分泌五大优势领域。1) 制剂业务: 仿制药集采降价压力渐缓, 精麻类制剂为增长亮点。公司制剂业务 2023 年收入 68.34 亿, 营收占比 56.62%, 主要有抗感染类、心血管类、泌尿生殖系统类、精神神经麻醉类、骨骼肌肉类、消化道及代谢类等。2018 年以来国内仿制药集采降价, 公司拳头产品头孢克肟、硝苯地平控释片等大品种降价导致 2018 年至 2023 年公司制剂总规模维持在 68-81 亿体量, 毛利率由 65.12%下降至 50.33%, 同时公司整体销售费用率从 2019 年的 29.6%下降至 2023 年的 17.84%, 集采降价承压下盈利保持整体稳定, 受益瑞芬太尼、盐酸米那普仑片等精麻药物快速增长, 制剂业务有望企稳。

2) 上游中间体原料药业务, 抗感染中间体原料药竞争格局较好, 盈利能力有望提升, 生殖特色原料药稳健增长: ①全资子公司国药威奇达主营抗感染类原料药中间体 6-APA、克拉维酸、阿莫西林等抗感染药物, 公司近年来主要品种销量整体保持平稳, 主产品公司市场份额居前, 其中 6-APA, 阿莫西林、阿奇霉素等产品价格自 2019 年以来市场价格持续走高, 我们认为市场经过多年的充分竞争和淘汰, 目前基本形成稳固的少数寡头竞争格局, 价格体系有望维持现有的动态平衡, 如其中 6-APA 已形成三寡头竞争格局, 价格从 2019 年最低 145 元/千克的价格, 持续上涨, 到 2022 年底最高达到 390 元/千克, 2024 年 9 月份最新价格为 350 元/公斤。国药威奇达 2022 年因短期停产亏损, 2023 年扭亏为盈, 利润为 1.79 亿, 我们认为后续盈利能力有望逐步提升; ③控股子公司上海天伟主营辅助生殖特色原料药, 2023 年实现营收 5.48 亿元, 净利润 2.23 亿元, 盈利能力突出, 有望稳健增长。

公司持续加大研发投入, 2023 年研发支出达 6.9 亿元, 营收占比 5.8%, 积极布局神经系统、呼吸系统用药等, 神经系统用药 2023 年收入达 6.9 亿元, 同比增长 37.3%, 其中抗抑郁新品盐酸米那普仑片收入破亿, 注射用盐酸瑞芬太尼销量同比略增。

图31: 国药现代营业收入 (亿元)



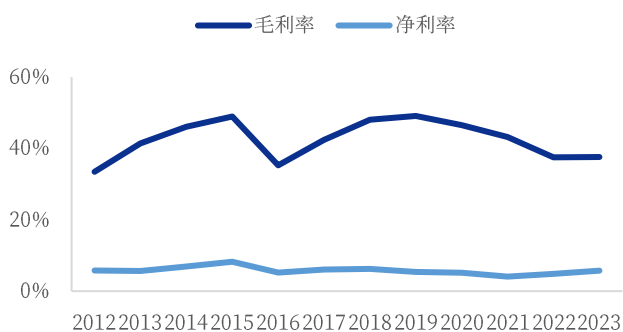
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图32: 国药现代归母净利润和经营性现金流 (亿元)



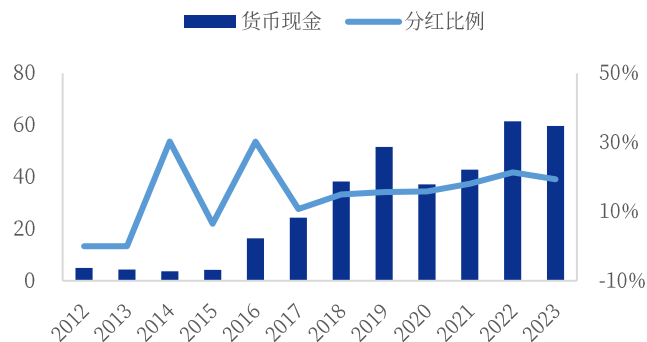
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图33: 国药现代毛利率和净利率



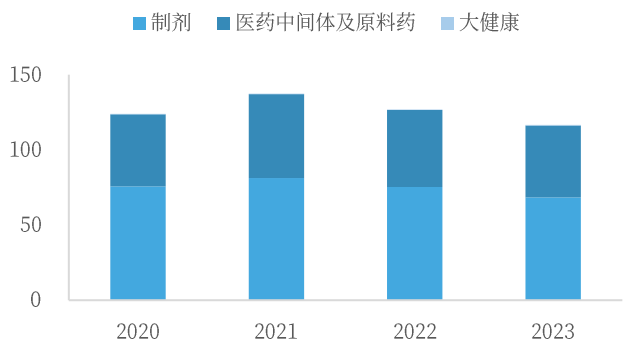
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图34: 国药现代货币资金 (亿元) 和分红比例



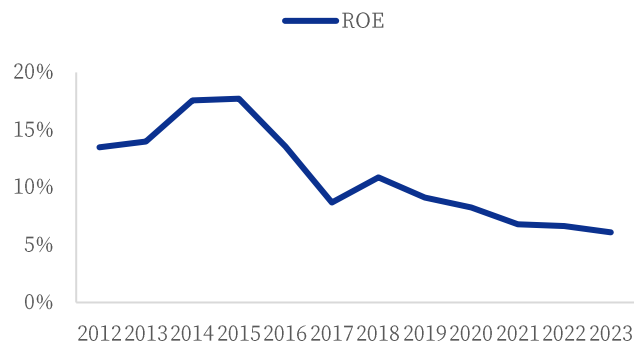
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图35: 国药现代营业收入构成 (亿元)



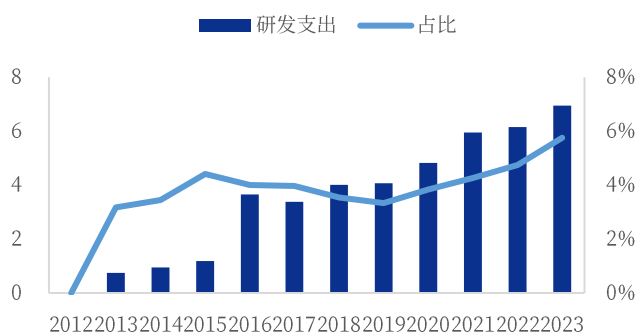
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图36: 国药现代 ROE



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图37: 国药股份研发支出 (亿元)



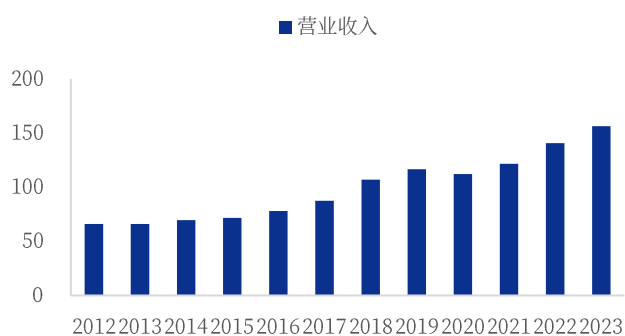
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

5. 太极集团：国药集团中成药板块，提质增效工作成效初现

2021 年公司原实际控制人涪陵国资与国药集团签订对于控股股东太极有限的增资协议，增资完成后国药集团下属企业中国中药持有太极有限 66% 股权，从而间接控制上市公司 29.82% 股权，公司实际控制人变成国药集团。

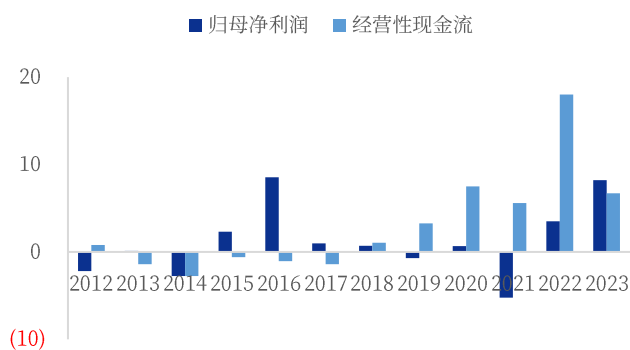
太极集团定位为国药集团现代中药板块的重要组成部分，品牌优势突出。2023 年实现收入 156.2 亿，同比增长 10.6%，归母净利润 8.2 亿元，同比增长 132.0%，净利率仍有潜在的提升空间。分业务看：1) 工业板块：2023 年实现收入 104 亿元，同比增长 19%。以藿香正气口服液、急支糖浆、通天口服液及鼻窦炎口服液为首的核心品种的现代中药业务实现收入 66 亿元，同比增长 32%。2) 医药商业板块：2023 年收入 77 亿元，同比减少 3%，公司拥有西部地区药品经营业态最完善、综合实力前三强的大型医药商业体系，近年来通过内部降本增效，提升经营质量。3) 中药材：规模快速增长，2023 年收入已突破十亿。

图38: 太极集团营业收入 (亿元)



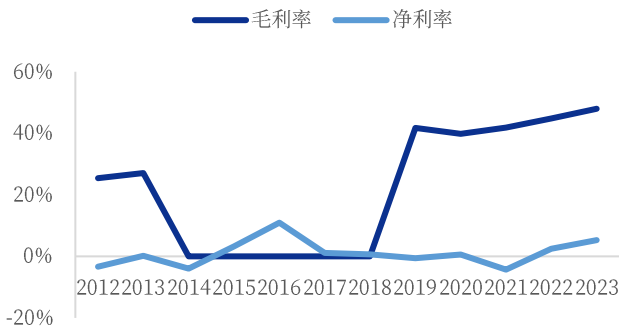
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图39: 太极集团归母净利润和经营性现金流 (亿元)



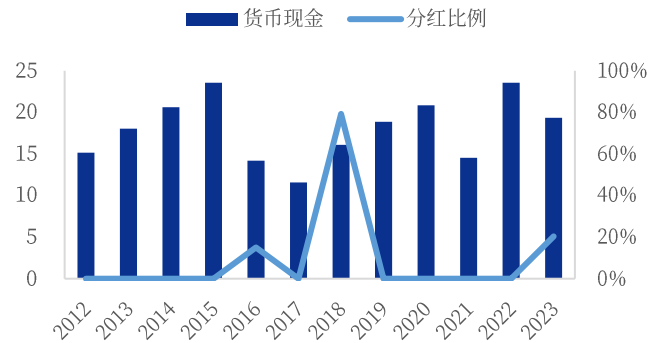
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图40: 太极集团毛利率和净利率



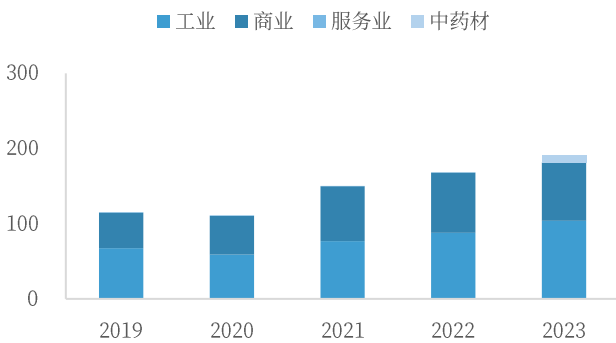
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图41: 太极集团货币资金 (亿元) 和分红比例



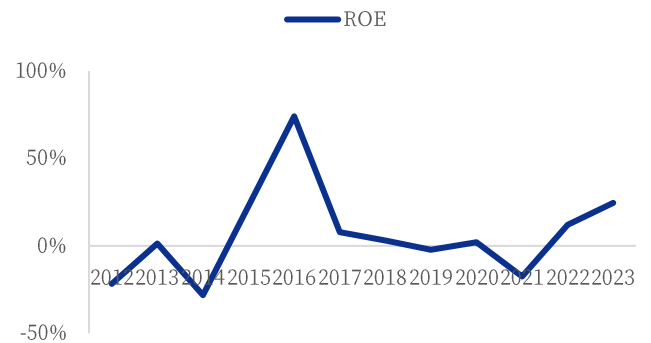
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图42: 太极集团营业收入构成 (亿元)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图43: 太极集团 ROE



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

6. 天坛生物: 国内血制品领军企业, 业绩长期稳健增长

天坛生物为国药集团血制品平台, 采浆规模、浆站数量全国第一。2023 年血制品销售实现快速增长, 主力产品毛利率提升。分品类来看, 2023 年公司人血白蛋白实现营业收入 22.5 亿元, 同比增长 17.9%, 毛利率 48.7%, 同比提升 2.5pct; 静丙实现营业收入 23.2 亿元, 同比增长 16.9%, 毛利率 50.4%, 同比提升 2.6pct; 其他血液制品实现营业收入 5.95 亿元, 同比增长 68.3%, 毛利率 59.8%, 同比下降 11.4pct。

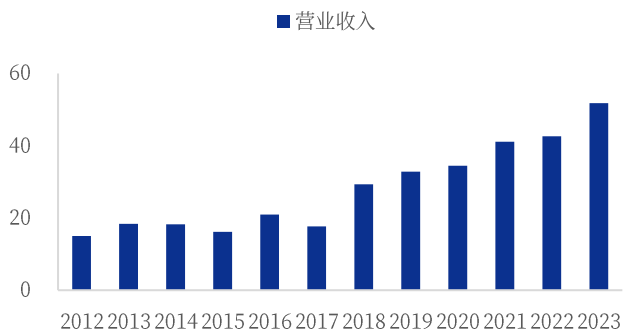
采浆量情况良好, 浆站数量及采浆规模持续保持国内领先地位。2023 年公司所属 79 家在营浆站采集血浆 2415 吨, 同比增长 18.67%, 约占国内行业总采浆量的 20%。公司所属单采血浆站分布于全国 16 个省/自治区, 单采血浆站总数达 102 家, 截至 2024 年 3 月, 在营单采血浆站数量达 80 家。

生产规模和设计产能保持国内领先水平, 潜在产能逐步释放。公司新设立成都蓉生永安厂区(成都市天府国际生物城园区)、上海血制云南项目(昆明市滇中新区)、兰州血制兰州项目(兰州市国家高新技术开发区)三个血液制品生产基地, 产能均为 1200 吨, 共计 3600 吨。产品包含白蛋白、球蛋白和因子类。目前永安厂区已投产运行, 未来云南项目和兰州项目将逐步投产, 公司将拥有三个单厂投浆能力超千吨的血液制品生产基地。

2024 年新产品有望放量, 在研管线丰富。新产品来看, 2023 年成都蓉生层析工艺制备的第四代 10% 浓度静注人免疫球蛋白(蓉生静丙®10%) 在国内首家获批上市, 成都蓉生注射用重组人凝血因子 VIII 获得上市许可。目前国内神州细胞、天坛生物和正大天晴已经完成了重组人凝血因子 VIII

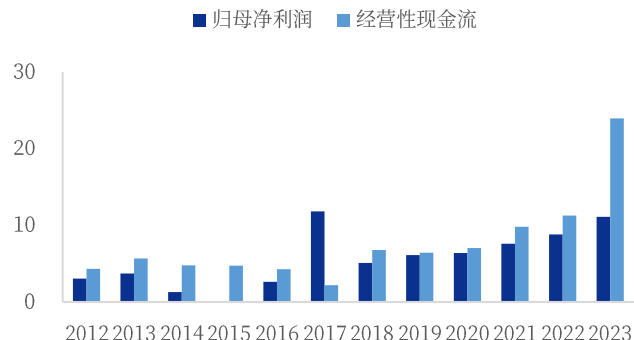
的自主研发与上市。在研产品来看，公司在研包含血液制品和基因重组产品十余个，围绕血友病等罕见病、免疫缺陷、重症感染等领域形成多品种研发管线，重组人活化凝血因子七（rhFVIIa）、皮下注射人免疫球蛋白处于 III 期临床试验阶段，长效重组人凝血因子 VIII 处于 I 期临床试验阶段。

图44: 天坛生物营业收入（亿元）



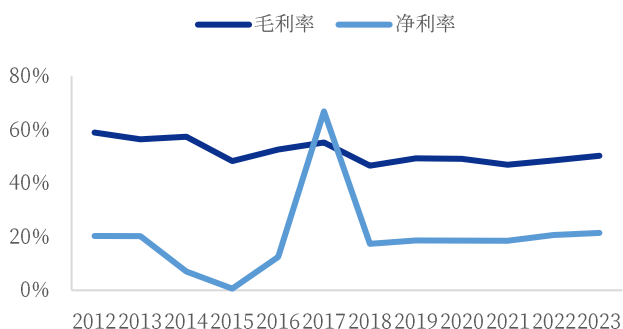
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图45: 天坛生物归母净利润和经营性现金流（亿元）



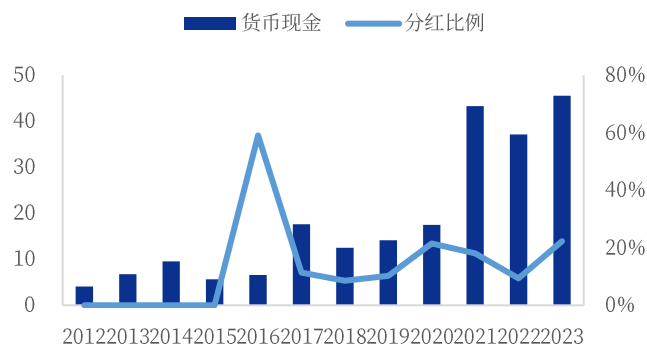
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图46: 天坛生物毛利率和净利率



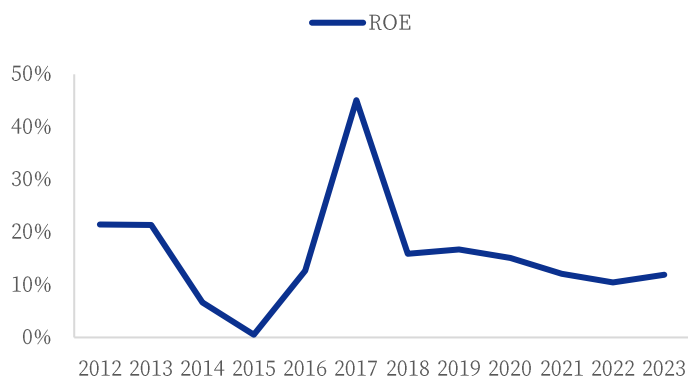
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图47: 天坛生物货币资金（亿元）和分红比例



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图48: 天坛生物 ROE



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

7. 卫光生物：专注于血液制品领域，单个浆站采浆量全国领先

卫光生物成立于 1985 年，专注于血液制品领域，2023 年 6 月 2 日，深圳市光明区国资局与中国生物技术股份有限公司达成协议，共同设立合资公司，持有卫光生物的股份。

公司产品分为人血白蛋白、免疫球蛋白、凝血因子三大类，包括人血白蛋白、静注人免疫球蛋白等共 11 个品种，人血白蛋白与静注人免疫球蛋白收入占比 70% 以上。2023 年实现营业收入 10.48 亿元，归母净利润 2.18 亿元。其中，人血白蛋白营业收入为 3.98 亿元，同比增长 54.52%，静注人免疫球蛋白营业收入为 3.75 亿元，同比增长 56.76%。

公司目前拥有 9 个全资或控股单采血浆站，2023 年公司采浆量约 517 吨，同比增长 10.71%，浆站平均采浆量在行业处于领先地位。平果浆站是卫光生物旗下最大的浆站，具有优良的献浆文化和高水平的运营管理，为公司提供了稳定的血浆资源。

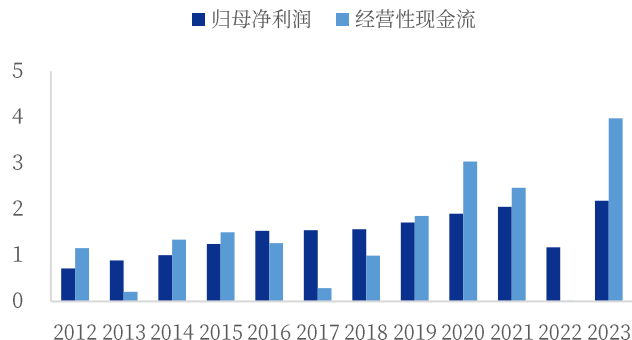
2023 年公司人凝血因子 VIII 顺利取得《药品注册证书》，2024 年 5 月人凝血酶原复合物获得《药品注册证书》，新型静注人免疫球蛋白预计完成 III 期临床试验入组，人纤维蛋白粘合剂预计启动临床试验研究。新产品项目有望进一步丰富公司产品种类，产品上市后对公司业绩产生积极影响。

图49: 卫光生物营业收入 (亿元)



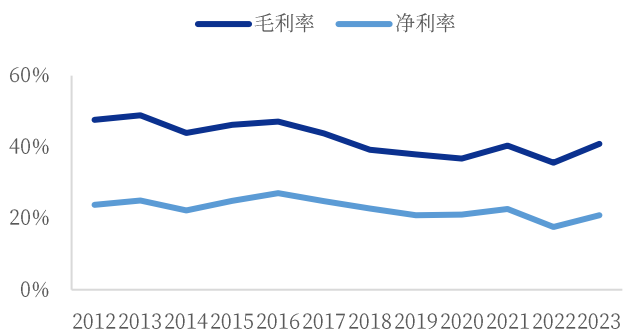
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图50: 卫光生物归母净利润和经营性现金流 (亿元)



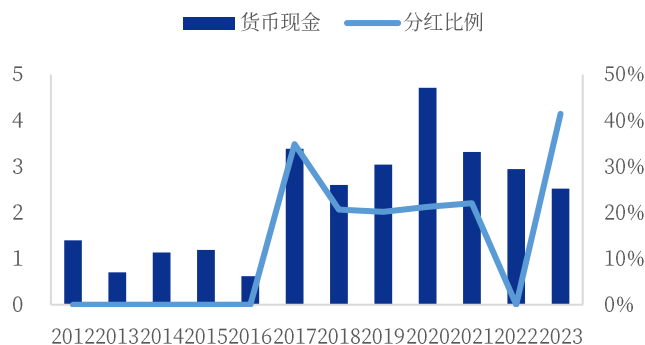
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图51: 卫光生物毛利率和净利率



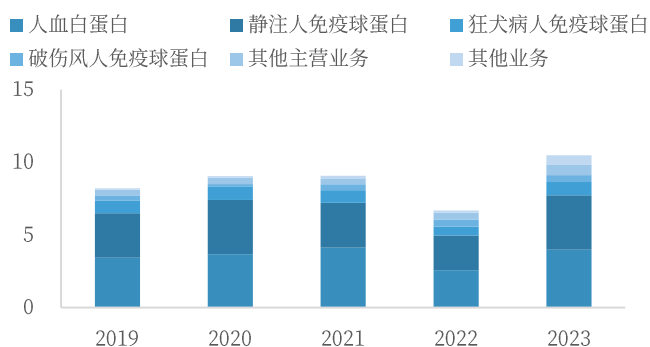
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图52: 卫光生物货币资金 (亿元) 和分红比例



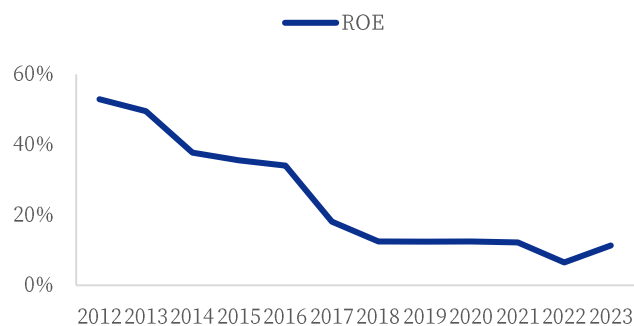
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图53: 卫光生物营业收入构成 (亿元)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图54: 卫光生物 ROE



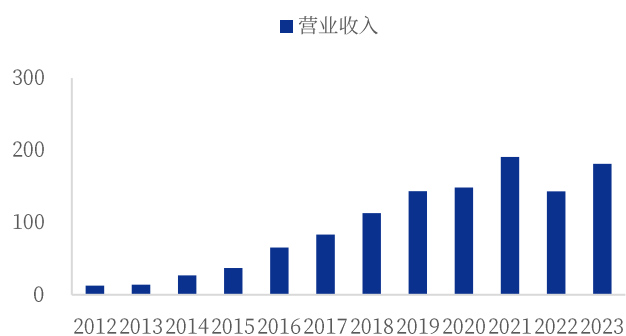
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

8. 中国中药: 中药配方颗粒龙头, 净利率有望企稳回升

2023 年实现收入 181 亿元, 同比增长 26.7%, 股权持有人应占溢利 13 亿元, 同比增长 68.2%, 中药配方颗粒、中成药及中药饮片是公司的最核心收入来源, 1) 配方颗粒在国标和省标开发更换、集采、市场开拓等工作后, 2023 年收入 91 亿元, 同比增长 18%, 中国中药旗下子公司天江药业和一方药业为国内领先的中药配方颗粒生产企业。2) 中药饮片营业收入 28 亿元, 同比增长 45%, 为 2022 年以来公司营收增长的第二曲线。3) 中成药收入维持在 30-40 亿元体量, 拥有“冯了性”、“安宁”、“同济堂”3 个中华老字号, 以及“仙灵骨葆胶囊”、“颈舒颗粒”、“风湿骨痛胶囊”等 10 个全国独家基药品种。

核心业务配方颗粒已推进首批集采, 2023 年 10 月山东省公共资源交易中心公布全国首次中药配方颗粒省级联盟集中带量采购拟中选结果, 涉及 200 个国标品种, 15 个省份 4319 家医疗机构, 采购需求量达到 3478 吨, 共有 59 家企业 13040 个产品中选, 企业入围率为 97%, 产品入围率为 82%, 平均降价 50.77%, 中国中药产品平均降价幅度 45%-50%。

图55: 中国中药营业收入 (亿元)



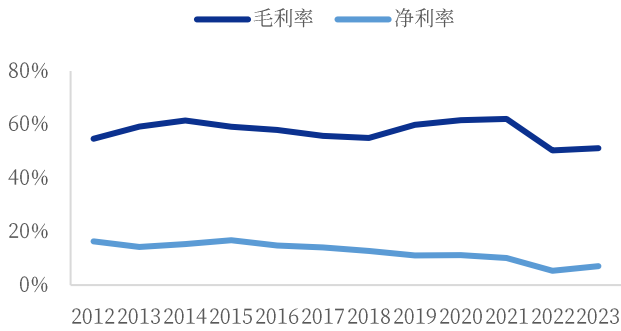
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图56: 中国中药归母净利润和经营性现金流 (亿元)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图57: 中国中药毛利率和净利率



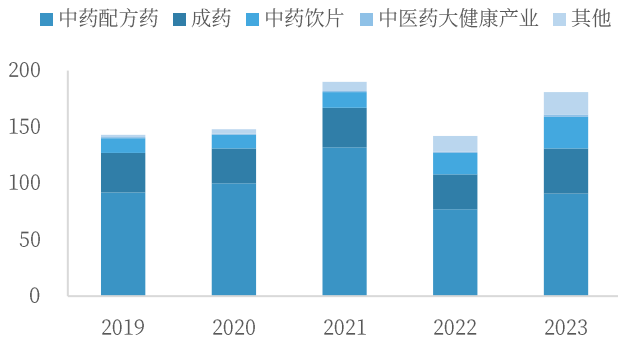
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图58: 中国中药货币资金 (亿元) 和分红比例



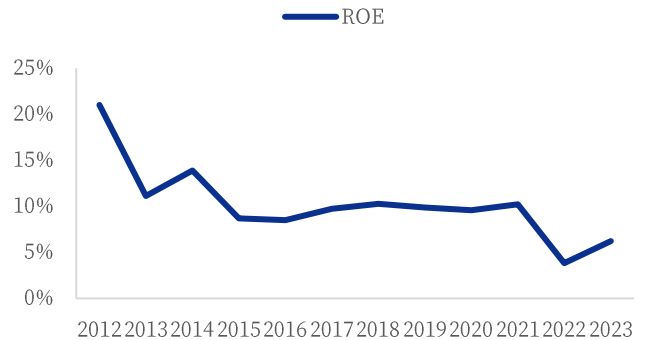
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图59: 中国中药营业收入构成 (亿元)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图60: 中国中药 ROE



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

9. 九强生物: 国药集团 IVD 平台, 深耕体外诊断二十余载

公司成立于 2001 年成立, 2019-2020 年公司通过国药集团完成对迈新生物的收购, 实现向病理诊断领域大跨步迈进, 同时成为国药集团 IVD 产业平台。2023 年末公司制定战略发展规划, 巩固生化诊断龙头地位, 补充免疫诊断及各类型检验仪器研发及制造业务, 大力发展血凝检测业务, 以企业合作、投资并购以及自主研发相结合的方式, 积极寻找并布局新兴检测领域, 并提出 5 项发展举措。

2023 年公司共实现营业收入 17.4 亿元, 归母净利润 5.2 亿元。生化诊断相关业务主要由母公司承担, 病理诊断相关业务主要由子公司迈新生物承担, 2024 年通过收购龙进生物 25.2% 的股权, 开拓 FISH 探针试剂、PCR 试剂、FISH 成像系统等新市场。

图61: 九强生物营业收入 (亿元)

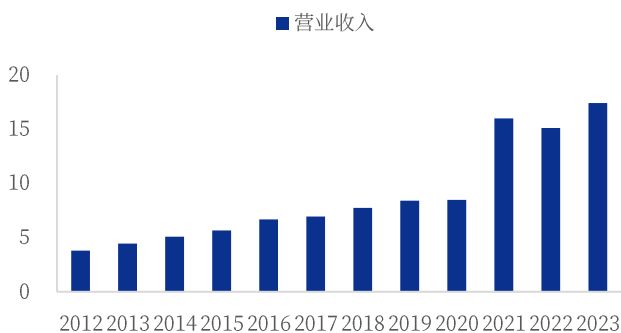
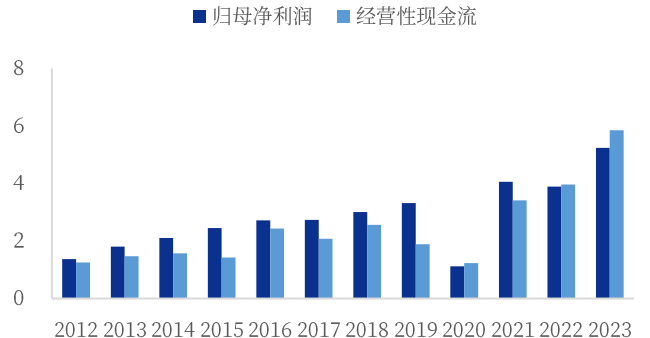
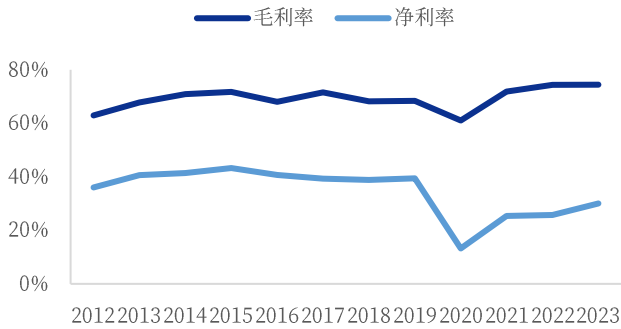


图62: 九强生物归母净利润和经营性现金流 (亿元)



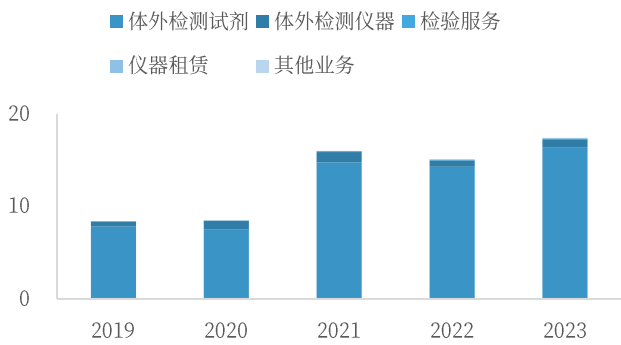
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图63: 九强生物毛利率和净利率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

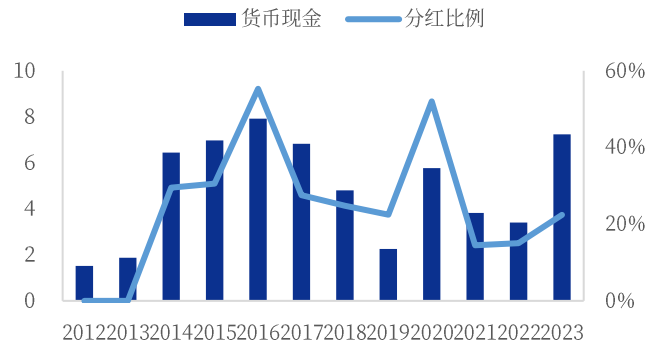
图65: 九强生物营业收入构成 (亿元)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

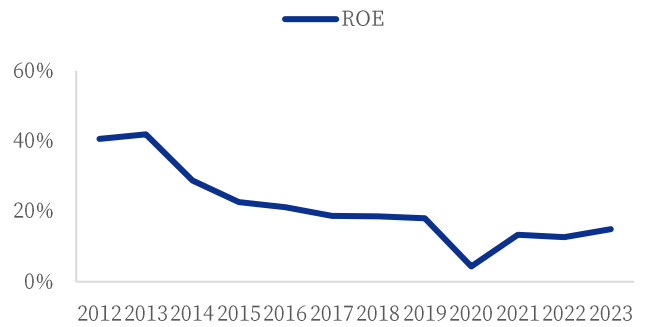
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图64: 九强生物货币资金 (亿元) 和分红比例



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图66: 九强生物 ROE



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

10. 益诺思 (688710) : 国药集团 CXO 平台, 拥有经验丰富的科学家团队

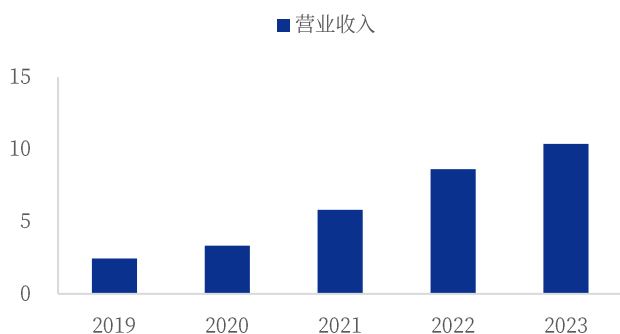
益诺思是专业提供生物医药非临床研究服务为主的综合研发服务企业, 国药集团持有公司 44.23% 的股份、为公司实际控制人, 是国内最早同时具备 NMPA 的 GLP 认证、OECD 的 GLP 认证、通过美国 FDA 的 GLP 检查的企业之一, 与国际标准接轨。公司服务主要涵盖生物医药早期成药性评价、非临床研究以及临床检测及转化研究三大板块, 其中非临床研究板块具体包括非临床安全性评价、非临床药代动力学研究、非临床药效学研究。

公司 2023 年实现营业收入 10.38 亿元, 同比增长 20.32%, 归母净利润 1.94 亿元, 同比增长 43.60%。截至 2023 年末, 公司已为国内外 770 余家制药公司、新药研发机构和科研院提供 13700 余项服务, 并助力国内创新药研发 NDA/BLA 成功案例 18 例, IND 注册成功案例 370 余例, 已有 90 余个创新药获得美国、欧盟、韩国及澳洲等国外监管机构临床批件。截至 2023 年末公司在手订单 13.27 亿元, 2024 年上半年新签订单金额同比仍在增长。2024 年 3 月, 公司新设全资子公司美国益诺思, 推进公司全球化发展战略。

公司拥有经验丰富的科学家团队, 包括以总经理常艳女士为首的国家药监局新药审评专家 5 人、GLP 资深专家 2 人、ICH 及国内指导原则专家工作组成员 4 人、中国认证毒理学家 12 人、美国 AAALAC 检查专家 3 人。公司与恒瑞医药、礼新医药、石药集团等国内头部制药企业建立了较为深

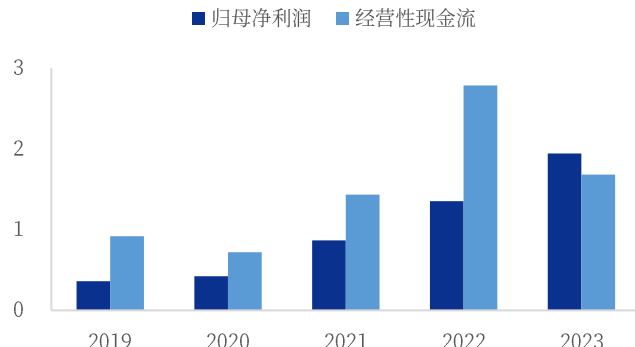
厚的战略合作关系；据 Frost & Sullivan 统计，2022 年公司在非临床安全性评价细分领域市占率为 6.80%，国内排名第三。

图67：益诺思营业收入（亿元）



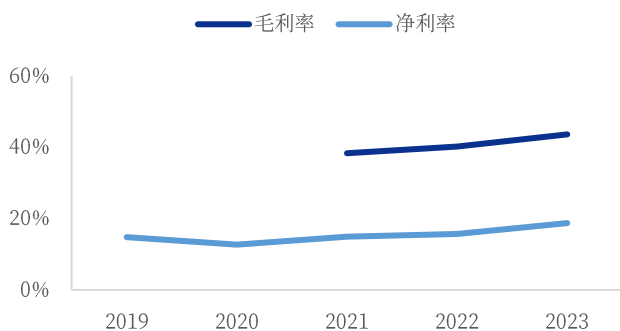
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图68：益诺思归母净利润和经营性现金流（亿元）



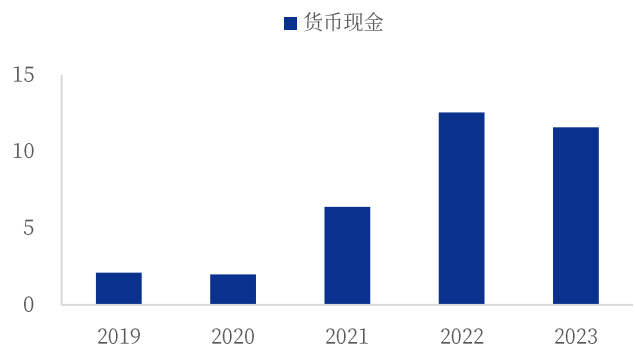
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图69：益诺思毛利率和净利率



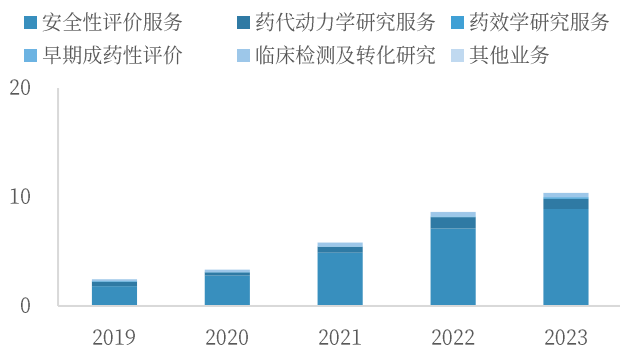
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图70：益诺思货币资金（亿元）和分红比例



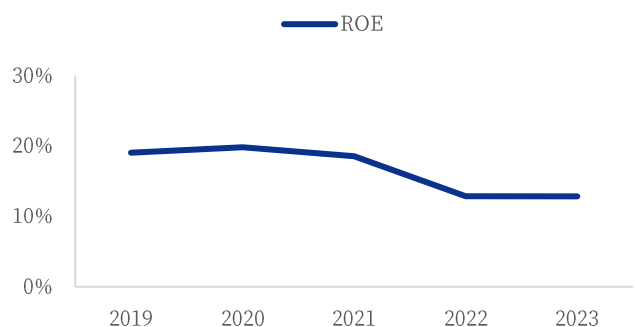
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图71：益诺思营业收入构成（亿元）



资料来源：wind，中国银河证券研究院

图72：益诺思 ROE

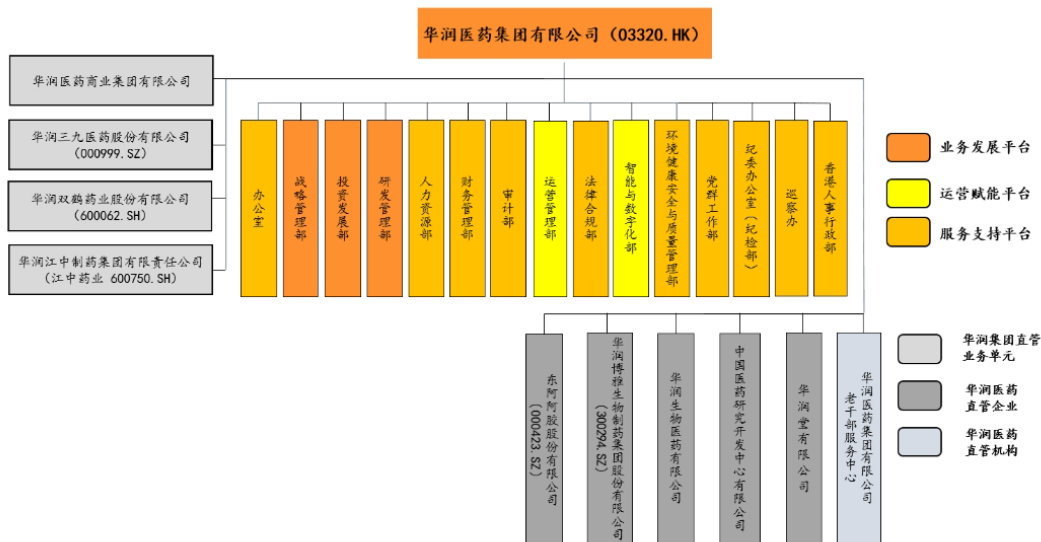


资料来源：wind，中国银河证券研究院

（二）华润医药：“十四五”战略规划清晰，内生外延齐头并进

华润医药集团有限公司 (03320.HK) 是中国领先的综合医药公司，从事医药及医疗保健产品的制造、分销和零售等业务，旗下拥有华润医药商业集团有限公司、华润三九医药股份有限公司 (000999.SZ)、华润双鹤药业股份有限公司 (600062.SH)、华润江中制药集团有限责任公司 (600750.SH)、东阿阿胶股份有限公司 (000423.SZ)、华润博雅生物制药集团股份有限公司 (300294.SZ)、华润生物医药有限公司、中国医药研究开发中心有限公司、华润堂有限公司等企业。

图73: 股权结构图



资料来源: 华润医药官网, 中国银河证券研究院

2023 年华润医药实现营业收入 2447.0 亿元, 净利润 77.8 亿元。1) 在医药制造位列行业第四, 是国内第一大非处方药 (OTC) 制造商, 生产制造 796 个药品, 产品组合包括化学药品、中药、生物制剂以及保健品, 覆盖广泛治疗领域, 包括心血管、消化道和新陈代谢、大容量静脉输注、儿科、呼吸系统、皮肤科、以及血液制品、凝血障碍治疗及免疫类疾病治疗等。拥有“999”“东阿阿胶”“双鹤”“江中”“博雅生物”“紫竹”“昆药集团”等多个驰名品牌。

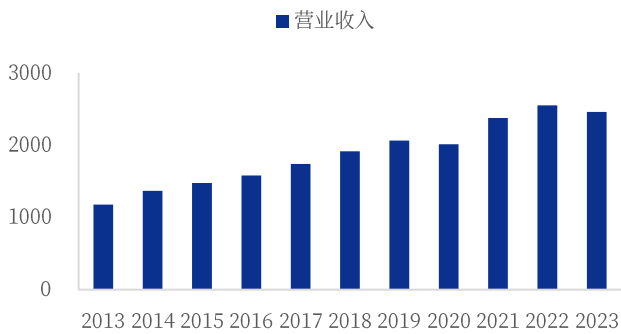
2) 在医药商业位列行业前三, 业务网络覆盖全国 28 个省、自治区和直辖市, 物流中心超过 230 个, 为上下游客户提供高度专业化且高效的供应链服务, 同时经营中国最大的零售药房网络之一, 旗下拥有 790 家零售药店, 其中包括 272 家 DTP 专业药房 (含“双通道”药店 153 家)。

图74：华润医药主要品牌



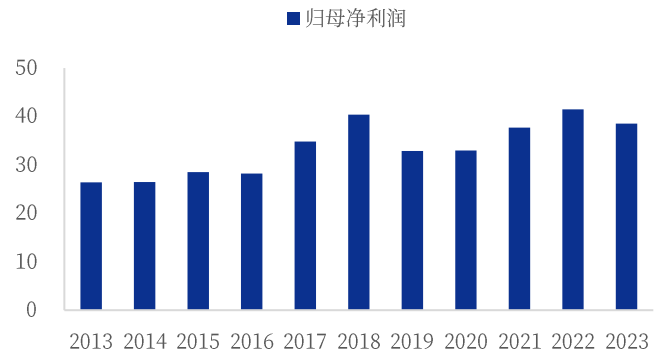
资料来源：华润医药官网，中国银河证券研究院

图75：华润医药营业收入（亿元）



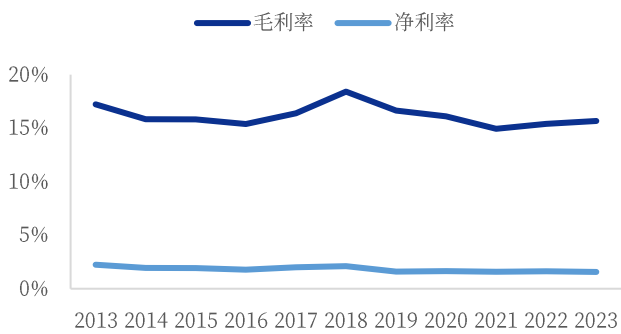
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图76：华润医药归母净利润（亿元）



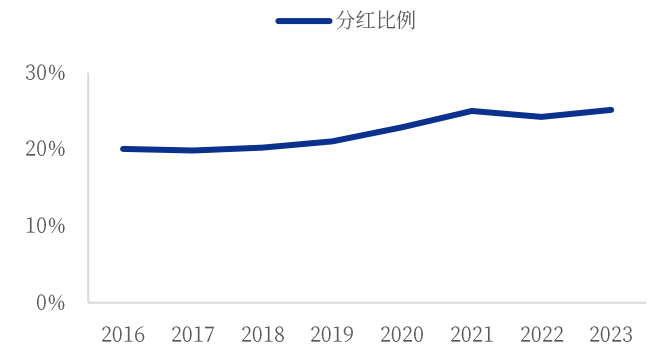
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图77：华润医药毛利率和净利率



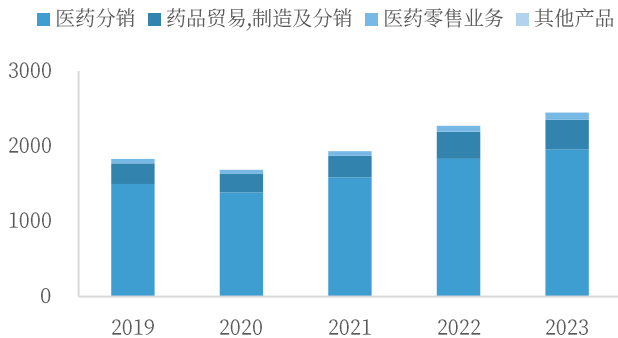
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图78：华润医药分红比例



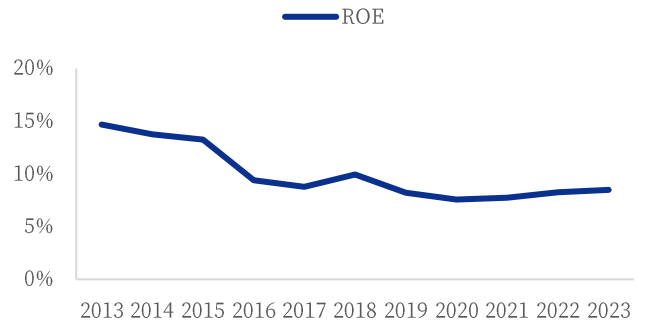
资料来源：wind，中国银河证券研究院

图79: 华润医药营业收入构成 (亿元)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图80: 华润医药 ROE



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

1. 华润三九：华润集团中药平台，CHC 全国领先

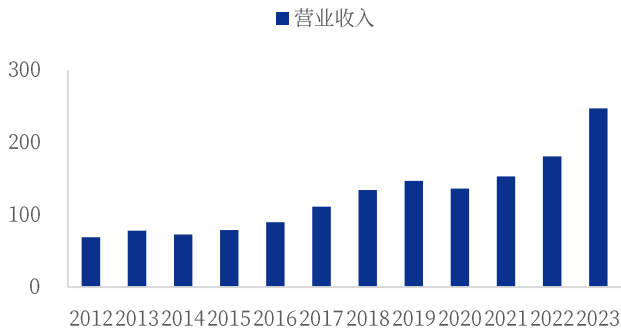
华润三九核心业务集中在 CHC 健康消费品和处方药两大领域，拥有广泛的产品覆盖范围和丰富的产品线。在 CHC 健康消费品方面，华润三九涵盖了感冒、皮肤、胃肠、止咳、骨科、儿科等多个品类，其主打产品在市场上拥有显著的份额；而在处方药领域，公司专注于肿瘤、心脑血管、消化系统、骨科、儿科等治疗领域，多个产品在国内市场占据领先地位。2023 年实现营收 247.39 亿元，同比增长 36.83%，归母净利润 28.53 亿元，同比增长 16.50%，扣非净利润 27.11 亿元，同比增长 22.18%。

CHC 业务稳健增长，处方药承压。分产品来看，2023 年公司 CHC 健康消费品业务实现营收 117.07 亿元，同比增长 2.83%，由于防疫政策调整，2022 和 2023 年公司感冒和呼吸系统产品销量攀升。处方药业务实现营收 52.20 亿元，同比下降 12.64%，主要是中药配方颗粒业务受国标切换及 15 省启动联盟集采影响表现大幅低于预期。2023 年昆药集团并表后贡献营业收入 77.03 亿元，同比下降 6.99%，剔除昆药并表影响，公司营业收入稳健。根据公司经营计划，2024 年华润三九营业收入将实现双位数增长，净利润将匹配营收增长。

公司 CHC 健康消费品业务实现快速增长，其中品牌 OTC、专业品牌、大健康等业务增速较快。999 感冒药品牌力、产品力不断增强，市场进一步提升对 999 感冒灵的认知度，带动其他细分品类产品（抗病毒口服液、强力枇杷露等）快速增长。处方药业务进一步丰富管线，推进重点产品价值挖掘，在努力消化集采等因素影响的同时，夯实业务发展基础，整体维持平稳态势。

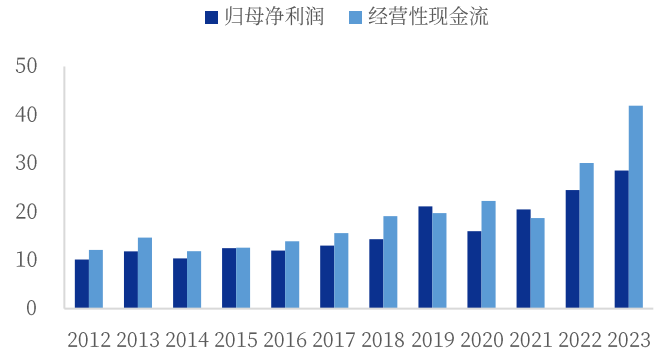
华润三九稳步推进昆药集团的整合工作，促进共识凝聚，确立了“打造银发经济健康第一股、成为慢病管理领导者、精品国药领先者”的新战略目标。随昆药集团业务不断聚焦，各方面融合深度推进，部分业务和产品已融入三九商道体系，终端覆盖率稳步提升。为推动三七产业链高质量发展，双方开展了中药产业链沙龙、三七产业链研讨会等一系列重要活动，推动三七产业链平台搭建，加快实现打造三七产业链标杆的战略目标。

图81: 华润三九营业收入 (亿元)



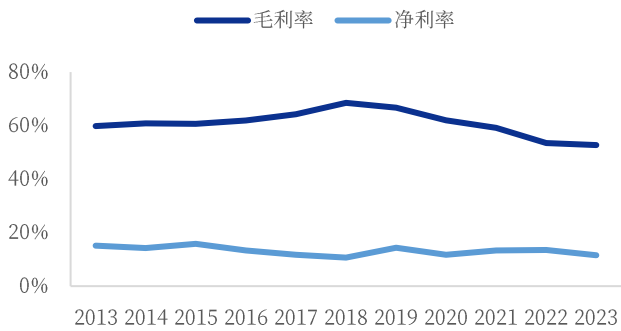
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图82: 华润三九归母净利润和经营性现金流 (亿元)



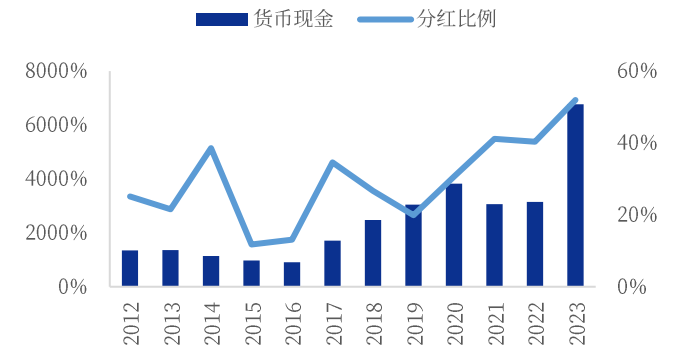
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图83: 华润三九毛利率和净利率



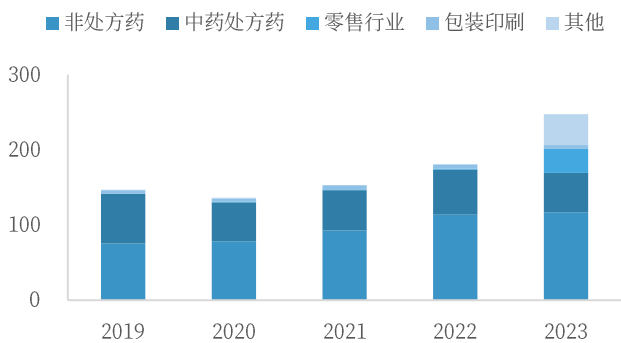
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图84: 华润三九货币资金 (亿元) 和分红比例



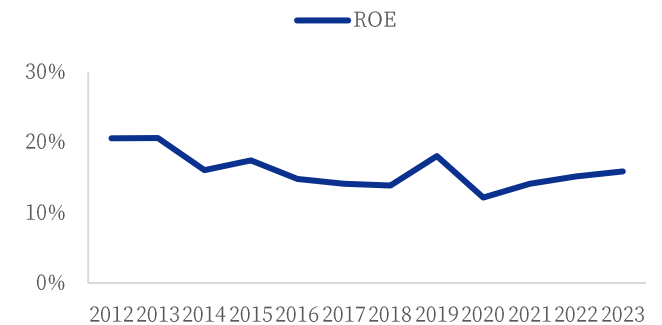
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图85: 华润三九营业收入构成 (亿元)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图86: 华润三九 ROE



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

2. 昆药集团: 精品国药、慢病管理两手抓, 聚焦银发经济第一股

昆药集团成立于1951年3月, 2000年12月在上海证券交易所上市。依托云南丰富的植物资源, 昆药集团先后开发了青蒿、三七、天麻三大系列及特色中药、民族药等40多个具有国内外先进水平的天然药物新产品, 同时传承精品国药, 聚焦三七产业链, 致力于面向慢病管理和老龄健康领域提供优质产品服务及系统解决方案。旗下拥有昆明中药厂有限公司、昆明贝克诺顿制药有限公司

等 50 多家参控股公司，并拥有规模化智能制造中心、研发中心和博士后工作站。公司拥有 30 多年青蒿素业务海外拓展经验，产品销售网络覆盖全球 60 多个国家。2022 年 12 月，华润三九完成昆药集团部分股权的收购工作，成为昆药第一大股东。

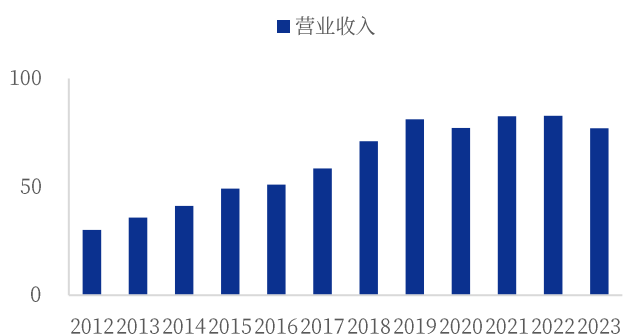
2023 年公司实现合并营业收入 77 亿元，因商业板块业务结构优化及对外援助业务减少，同比下降 7%；公司产品结构持续优化、多举措推进降本增效，实现利润总额 5.6 亿元，同比增长 18%；实现归母净利润 4.4 亿元，同比增长 16%。扣非归母净利润为 3.4 亿元，同比增长 33%。

2023 年分板块来看，口服药实现 31 亿元营收，同比增加 6%；针剂实现 11 亿元营收，同比增长 11%；药品批发与零售实现营收 33 亿元，同比下滑 7%。分产品来看，1) 注射用血塞通（冻干）保持稳健增长，同比增长 23%，销售量为 7385 万支，同比增长 25%，主要是中成药集采中标。2) 血塞通口服剂产品实现同比增长 19%，其中，血塞通软胶囊同比增长 33%，销售量 6.8 亿粒，主要是公司加快产业布局，加强品牌建设，促进销量增长；血塞通片同比增长 15%。3) 昆中药旗下舒肝颗粒同比增长 11%，口咽清丸同比增长 44%，板蓝清热颗粒同比增长 21%，清肺化痰丸同比增长 24%。

2023 年过渡期圆满完成。公司全面深入推进价值重塑、业务重塑、组织重塑、精神重塑，实现与华润三九的全面融合提升。基于昆药集团现状及产品结构，启动营销组织变革，成立“KPC1951、昆中药 1381、777”三大核心事业部，推动公司实现精品国药传承、三七标杆打造、老年健康产业深耕的业务落地。借助华润三九丰富的管理经验、6S 管理体系和工具，推动数字化转型和精细化管理落地，管理费用、财务费用等均有所下降。

公司在借助三九商道的基础之上，进一步整合商业渠道、优化原有商业模式，持续构建“合理覆盖、快速流通、有效销售”的昆药销售渠道，完成全国范围内的零售、医疗体系昆药销售渠道整合建设，实现从多级渠道到聚焦重点主流客户重点管控。公司制定五年（2024 年-2028 年）战略发展规划，昆药集团聚焦精品国药、老龄健康-慢病管理两大核心业务领域，通过短期、中期、长期三步走的发展行动规划，以及内生发展加外延扩张方式，力争 2028 年末实现营业收入翻番，工业收入达到 100 亿元，致力于成为银发健康产业第一股。

图87: 昆药集团营业收入（亿元）



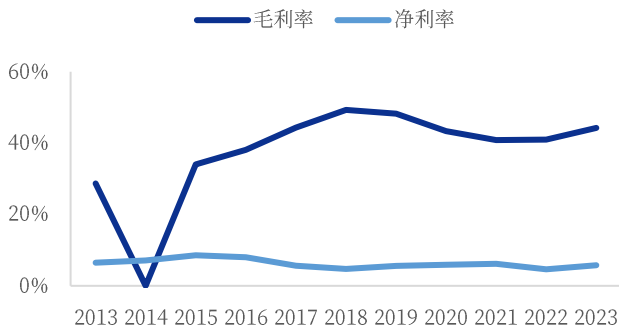
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图88: 昆药集团归母净利润和经营性现金流（亿元）



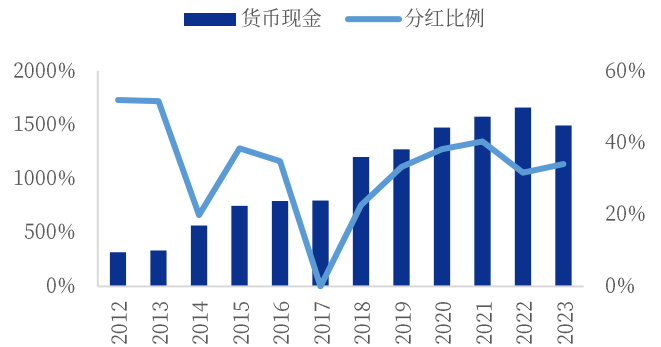
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图89: 昆药集团毛利率和净利率



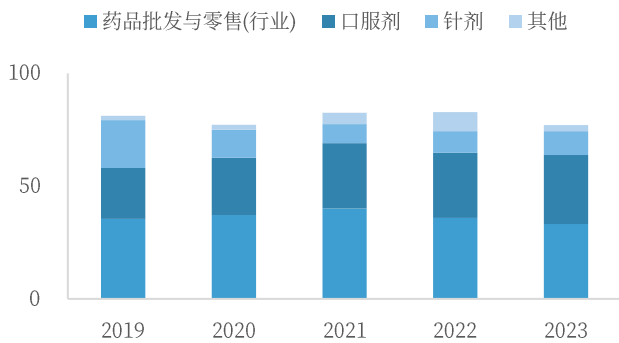
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图90: 昆药集团货币资金 (亿元) 和分红比例



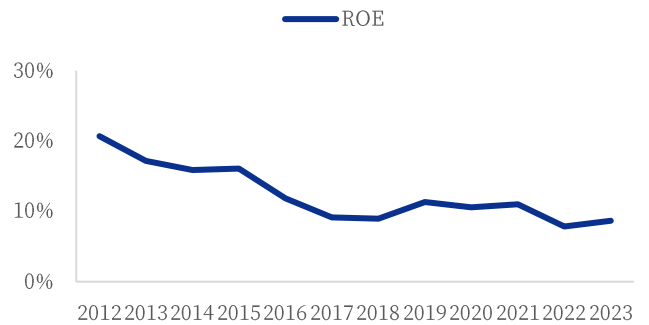
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图91: 昆药集团营业收入构成 (亿元)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图92: 昆药集团 ROE



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

3. 华润双鹤: 华润系化药平台, 企业蓄势待发

华润双鹤 (600062.SH) 作为华润集团医药板块化学药平台的支柱企业, 正在积极构建专业化平台和产品矩阵, 并在国际化和创新转型方面进一步加码。自 1939 年在太行山革命根据地创立, 最初作为部队药厂, 以利华药厂的名字对外, 1949 年随军队迁至北京并更名为北京制药厂, 成为国有大型化学药品制剂企业, 为北京现代化学制药工业的发展奠定了基础。1997 年, 公司在上海证券交易所上市, 通过扩张成为覆盖全国的跨地区集团。2010 年, 华润双鹤加入华润集团, 定位于慢病、专科与输液业务平台, 拥有丰富的化学药品产品矩阵, 2022 年公司拥有 18 个亿元级产品, 包括降压领域的独家产品 0 号和儿科核心产品小儿复方氨基酸注射液 (19AA-I), 后者市场份额位居第一

2023 年华润双鹤实现营业收入 102.2 亿元, 同比增长 6.2%, 归母净利润为 13.3 亿元, 同比增长 13%, 净资产收益率 (ROE) 为 12.39%。研发投入同比提升 14%, 积极参与国家级重大课题项目申报, 并全方位推动产学研合作。

图93: 华润双鹤营业收入 (亿元)



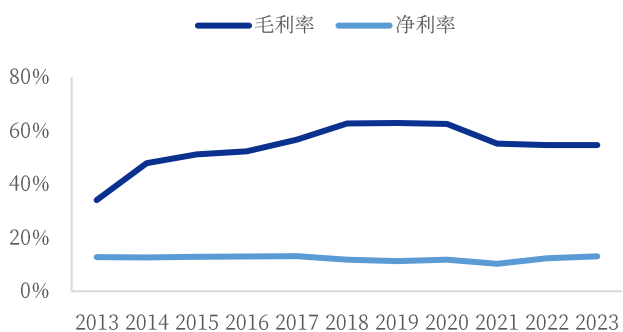
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图94: 华润双鹤归母净利润和经营性现金流 (亿元)



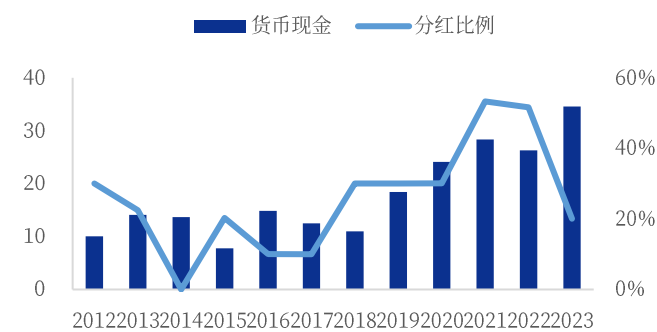
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图95: 华润双鹤毛利率和净利率



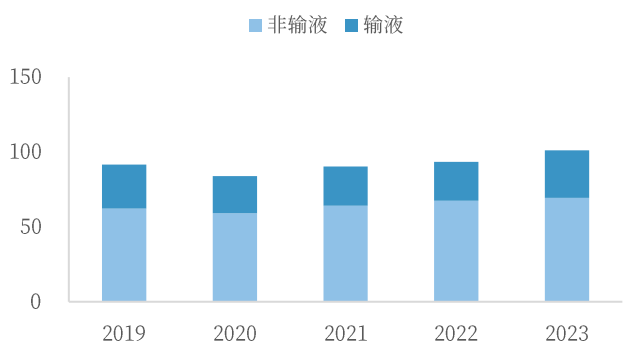
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图96: 华润双鹤货币资金 (亿元) 和分红比例



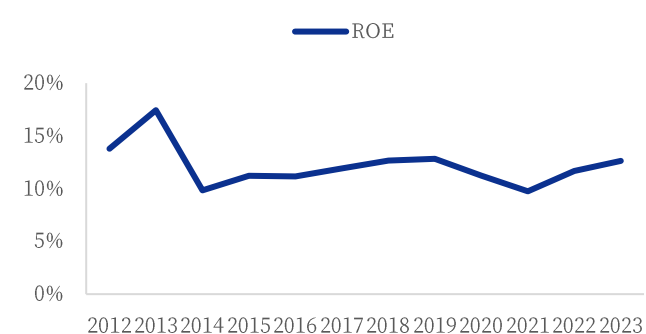
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图97: 华润双鹤营业收入构成 (亿元)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图98: 华润双鹤 ROE



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

4. 华润江中: 胃肠品类领导者, 改革深化凸显活力

华润江中制药集团有限责任公司, 前身为江中制药厂, 始建于 1969 年 10 月, 隶属于江西中医学院。1998 年通过与东风制药的重组, 江中集团得以成立, 并在 2004 年被认定为江西省的国有重点企业。2019 年 2 月华润医药对江中集团进行了战略重组, 将其正式更名为华润江中。华润江中专注于中成药和保健食品的研发、生产与销售, 拥有“江中”和“初元”两个知名的中国驰名商标,

以及“杨济生”和“桑海”两个江西省著名商标。公司主要产品包括江中牌健胃消食片、江中牌复方草珊瑚含片、江中利活牌乳酸菌素片、初元牌复合肽营养饮品等多款畅销产品。

2023 年公司实现营收 43.9 亿元同比增长 13%；归母净利润 7.08 亿元，同比增长 18.4%；扣非归母净利润 7.04 亿元，同比增长 38.97%。三大业务蓄力并举，多产品培育。1) 做强 OTC：围绕“脾胃、肠道、咽喉咳喘、补益维矿”四大核心品类，已培育出 11 亿元销售额的健胃消食片、过 5 亿元的乳酸菌素片和贝飞达、过 1 亿元销售额的复方草珊瑚含片和复方鲜竹沥液等优势产品；2) 发展大健康：持续挖掘高端滋补、康复营养、胃肠健康、肝健康四大核心业务潜力，高端滋补品“参灵草”收入规模过亿，初元系列产品快速增长，胃肠健康的益生菌系列产品及肝健康的肝纯片突破性增长；3) 布局处方药：围绕心脑血管、呼吸、妇科、泌尿、胃肠等领域，强化业务运营。

股权激励落地，2024 年 1 月 3 日，江中药业发布第二期限限制性股票激励计划（草案），计划授予不超过 763.5 万股，占总股本的 1.21%；其中，首次授予 690.2 万股，首次授予的激励对象不超过 213 人，授予价格为 12.79 元/股。本激励计划的考核年度为 2024-2026 年三个会计年度，分年度进行考核并解除限售，归母净利增速基于 2022 年复合增速不低于 9%，分别为 7.08/7.72/8.41 亿元；投入资本回报率不低于 13.6%；研发投入强度分别不低于 3.9%/3.91%/3.92%。

图99: 江中药业营业收入 (亿元)



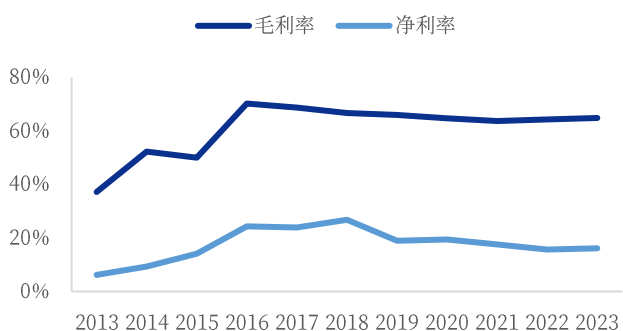
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图100: 江中药业归母净利润和经营性现金流 (亿元)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图101: 江中药业毛利率和净利率



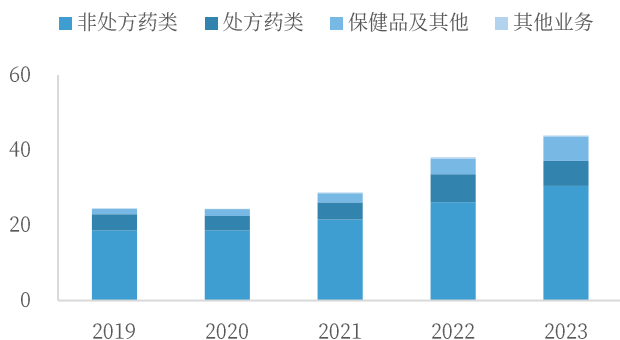
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图102: 江中药业货币资金 (亿元) 和分红比例



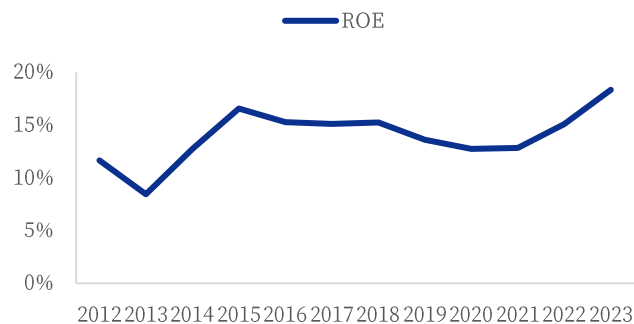
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图103: 江中药业营业收入构成 (亿元)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图104: 江中药业 ROE



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

5. 东阿阿胶: 阿胶市场领导者, 双轮驱动打造品牌

东阿阿胶是中国阿胶市场领导者, 阿胶取自驴皮, 主要功效为补血、止血等。公司前身为山东东阿阿胶厂, 1952 年建厂, 1993 年由国有企业改组为股份制公司制企业, 1996 年在深交所挂牌上市, 2005 年加入华润 (集团) 有限公司。

2023 年营收 47.15 亿元, 同比增长 16.66%, 归母净利润为 11.51 亿元, 同比增长+47.55%, 扣非归母净利润 10.83 亿元, 同比增长 54.7%。核心产品阿胶块终端价格企稳, 渠道库存优化效果显著, 库存量逐步恢复正常水平; 复方阿胶浆围绕大品种战略持续拓宽渠道布局, 2023 年增长超过 40%, 保持 OTC 补气补血品类领导地位; 桃花姬阿胶糕, 保持品类第一。同时, 公司强化复方阿胶浆在治疗癌因性疲劳 (CRF) 方面的临床价值, 取得重要研究成果, 该产品也重新纳入医保, 促进收入增长。

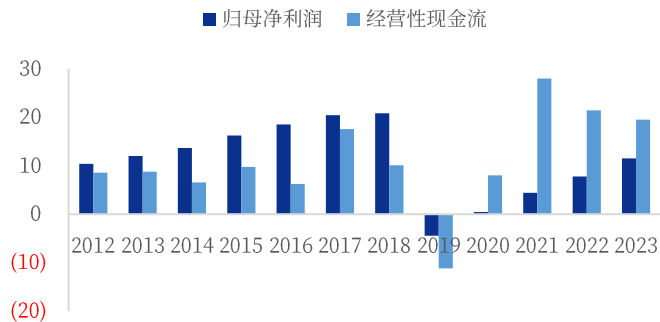
品牌营销方面, 公司不断提高品牌势能, 新老媒介齐发力, 2023 年复方阿胶浆、桃花姬阿胶糕均快速增长, “小金条” 阿胶粉作为符合年轻化、便捷化的阿胶新形态, 2023 年收入快速破亿。此外, 战略布局男士滋补健康新赛道, 打造 “皇家围场 1619” 品牌, 围绕滋补男科领域等独特大品种进行二次开发, 有望带来持续增长。

图105: 东阿阿胶营业收入 (亿元)



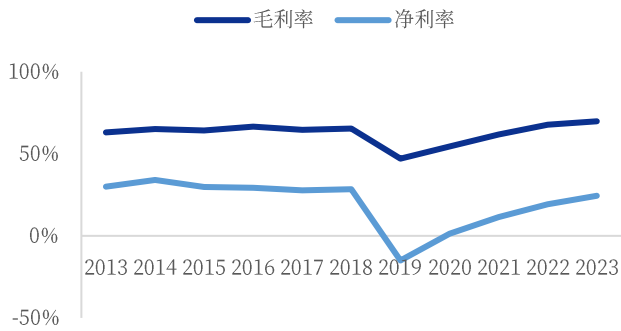
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图106: 东阿阿胶归母净利润和经营性现金流 (亿元)



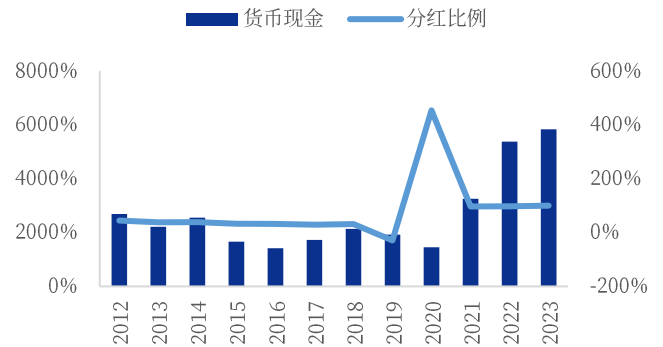
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图107: 东阿阿胶毛利率和净利率



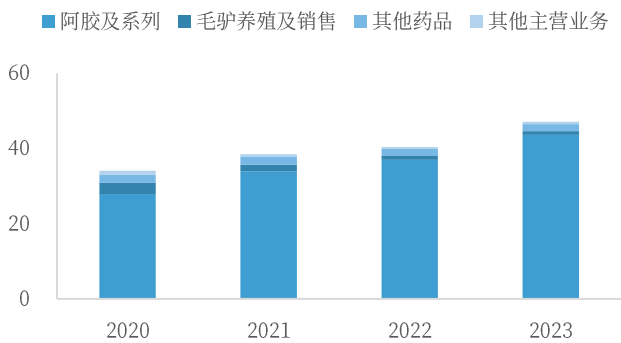
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图108: 东阿阿胶货币资金 (亿元) 和分红比例



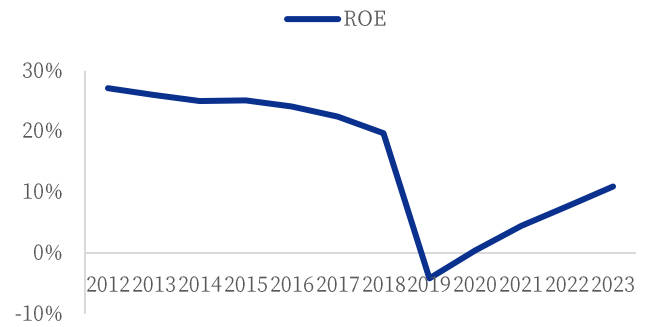
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图109: 东阿阿胶营业收入构成 (亿元)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图110: 东阿阿胶 ROE



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

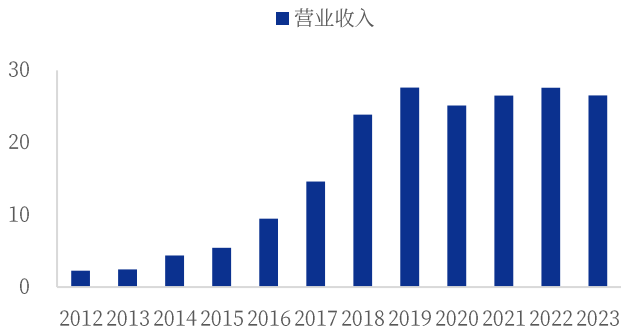
6. 博雅生物: 积极拓展血浆供给, 剥离非血制品业务轻装上阵

华润博雅生物制药集团股份有限公司创建于 1993 年, 是华润大健康板块的血液制品平台, 以血液制品业务为主。公司前身为抚州市中心血站, 于 1993 年由江西省卫生厅、抚州市卫生局、临川市卫生局共同出资建立。2021 年华润医药入主, 开始剥离非血制品业务, 聚焦血制品主业。

2023 年公司实现营业收入 26.53 亿元, 同比降低 3.87%, 归母净利润 2.37 亿元, 同比降低 45.06%。血制品业务收入约为 14.52 亿元, 同比增长 10.41%, 占总营收比逐年增加。其中人血白蛋白、静注人免疫球蛋白 (pH4) 和人纤维蛋白原三大产品业绩稳健, 分别实现营收 4.38 亿元、4.45 亿元和 4.19 亿元。博雅生物已经完成了复大医药和天安药业的股权转让, 解决了与控股股东华润医药的同业竞争问题, 并计划适时剥离或处置新百药业与博雅欣和的非血液制品业务, 有助于公司进一步聚焦血制品主业, 优化业务结构, 提升运营效率和管理能力。

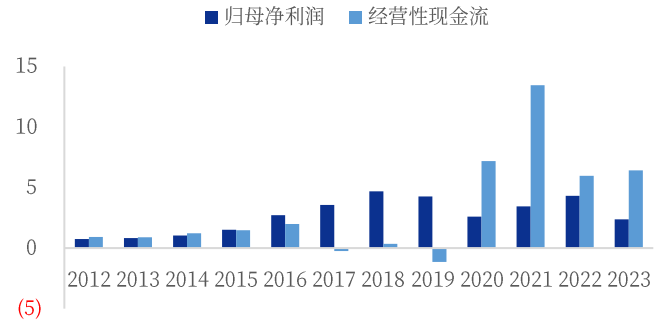
公司借助华润平台持续整合内外部资源, 新建血液制品智能工厂, 项目总投资为 21.85 亿元, 建成预期年处理血浆 1200 吨。2023 年 4 月, 公司与高特佳集团、丹霞生物签署《战略合作框架协议》, 且未来随着丹霞生物生产经营状况得到改善, 公司将适时启动并购整合工作, 届时公司采浆量将迎来显著增长。2024 年 7 月 17 日, 公司拟以自有资金 18.2 亿元收购绿十字 (香港) 100% 股权, 从而间接收购境内血液制品主体绿十字 (中国) 生物制品有限公司, 绿十字 (中国) 的 VIII 因子产品品牌影响力巨大, 同时公司将新增一张生产牌照, 新增 4 个在营单采血浆站, 新增 2 个省份区域的浆站布局。

图111: 博雅生物营业收入 (亿元)



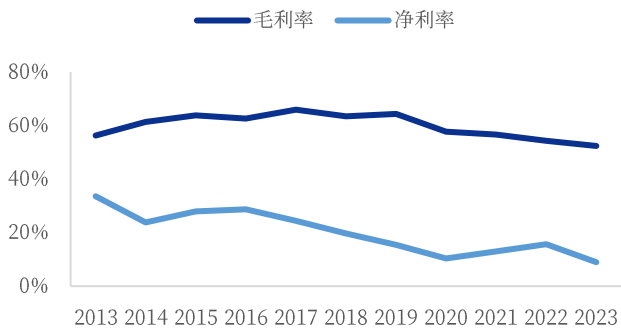
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图112: 博雅生物归母净利润和经营性现金流 (亿元)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图113: 博雅生物毛利率和净利率



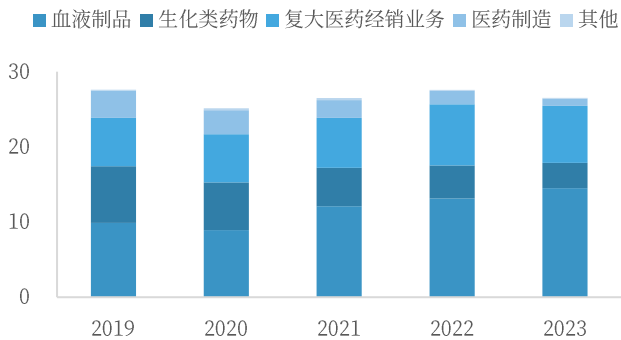
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图114: 博雅生物货币资金 (亿元) 和分红比例



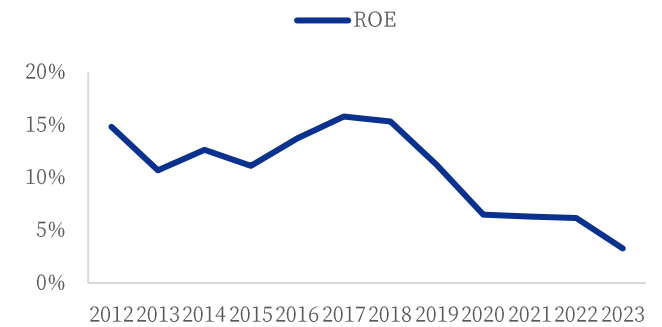
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图115: 博雅生物营业收入构成 (亿元)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图116: 博雅生物 ROE



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

(三) 上海医药: 工商协同业务造就竞争优势, 创新发展战略引领企业转型

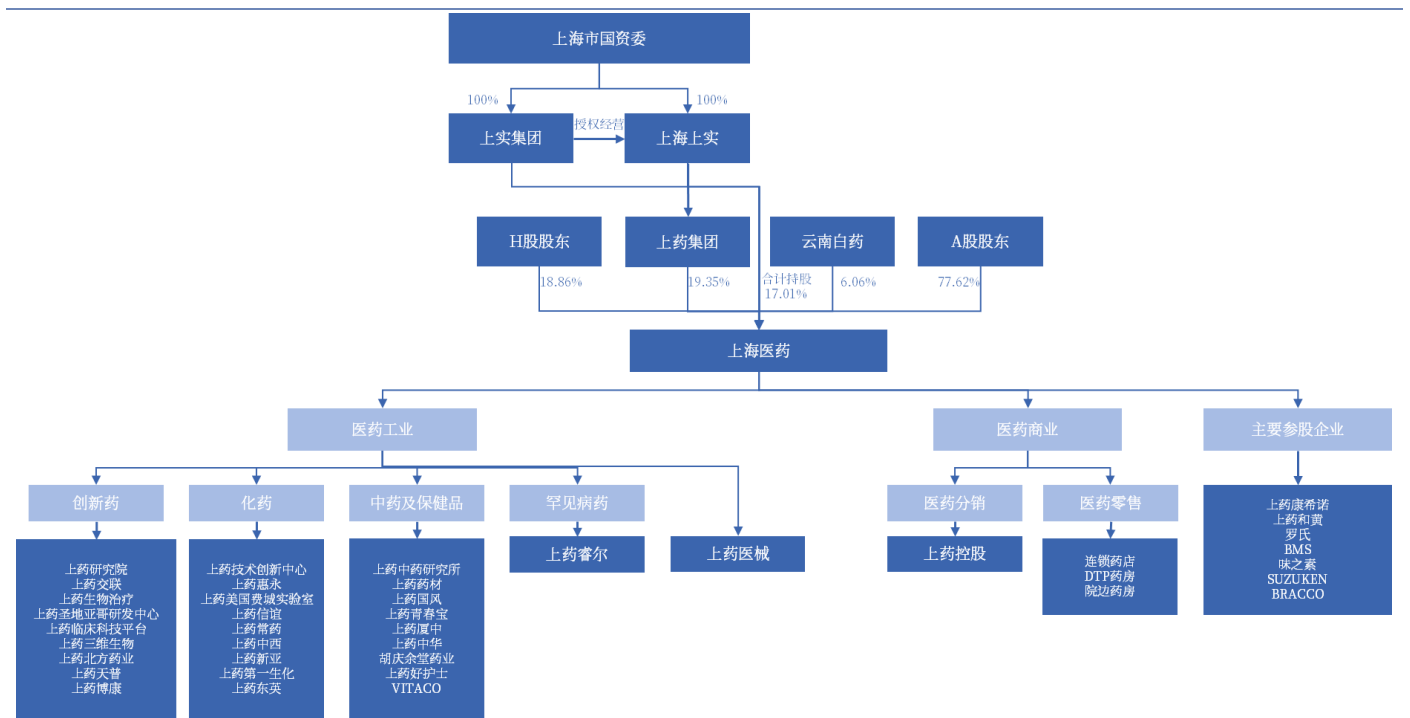
上海医药是沪港两地上市的大型医药产业集团，公司注册资本 37.03 亿元，主营业务覆盖医药工业与医药商业；2023 年营业收入 2603 亿元，位列《财富》世界 500 强与全球制药企业 50 强，综合实力位列中国医药企业第二。

医药工业领域，公司大品种战略支持稳健增长，中药资源深厚优势显著，创新研发管线稳步推动。公司常年生产的化药和中药品种 700 余个，2023 年销售过亿品种 48 个，其中 34 个重点品种的通用名厂家数量在三家以下。中药板块公司旗下共有 8 家直管中药企业，加速培育养心氏片、瘀血痹胶囊、冠心宁片、八宝丹、胃复春、银杏酮酯六大品种。创新研发领域公司以科技创新为驱动，稳步推进新药研发进程，目前共 60 项新药管线处于 IND 申请获受理或正开展临床试验阶段，其中创新药管线 46 项，已有 3 项在美国开展 II 期临床研究。

医药商业领域，公司是国内第二大全国性医药流通企业和行业领先的进口药品服务平台。公司分销网络覆盖全国 31 个省市自治区，包括各类医疗机构 3.2 万家；零售网络覆盖全国 16 个省市自治区，零售药房总数超过 2000 家。商业板块新业务方面，CSO 合作推广业务持续贡献增量，目前团队拥有 2000 名营销人员，覆盖 1.0 万家核心医院及 2.7 万家零售药房，包括呼吸、免疫、皮肤、精神等 9 个治疗领域，与赛诺菲、拜耳、卫材等 30 家外资企业达成合作；得益于新业务贡献，公司商业增速高于行业平均水平。

公司股权结构清晰稳定，截至 2023 年底控股股东上海国资委通过上实集团、上海上实、上药集团合计持股 36.36%。2022 年 4 月上海医药通过百亿定增计划引入云南白药，云南白药认购完成后成为上海医药第二大股东，双方在中药资源、品牌建设、渠道销售等方面开展业务协同，共同打造中药大健康业务平台。

图117: 上海医药股权结构图 (截至 2023 年 12 月)



资料来源：上海医药官网，上海医药推介材料，中国银河证券研究院

2023 年上海医药完成管理层换届，新董事长、总裁及管理团队均已就任，同时在执委会层面引入云南白药总裁董明先生作为执行董事，混改引入外部监督管理机制。新管理层从商业、工业、研发三个方向全面推进降本增效工作，工业端对工业生产实行现场管理，降低原材料采购成本，控制原材料现场使用率；商业端整合营销体系，加强原有代理商管理，降低销售费用率；研发端梳理产

品管线，将资源倾斜至值得大力推进的项目，并削减经济价值较低的项目，提升经营活力并逐步释放业绩。

表9：公司管理层完成换届

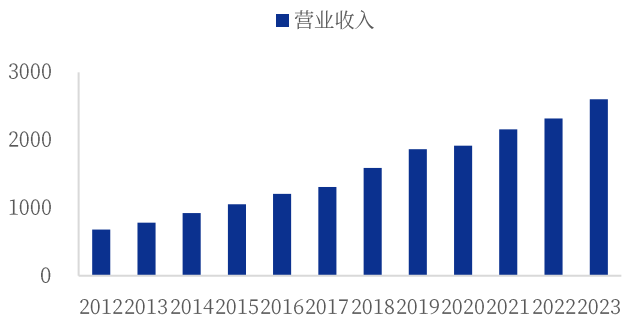
姓名	职位	日期	个人履历
杨秋华	董事长	2024/03	华东理工大学制药工程硕士，高级工程师。现为本公司党委书记，董事长，执行董事。现任上海实业（集团）有限公司副总裁，上海实业控股有限公司副行政总裁，上海医药（集团）有限公司党委书记。杨秋华先生具有丰富的企业管理经验，曾任上海三维制药有限公司党委书记，总经理，上海实业投资有限公司副董事长，总经理，香港天厨有限公司董事长，上实投资（上海）有限公司副总裁，南洋兄弟烟草股份有限公司董事长，永发印务有限公司董事长等职务。
李永忠	执行总裁	2023/06	中欧国际工商学院 EMBA 硕士，药师。现为本公司执行董事，副总裁，在本公司附属公司上药控股有限公司担任总经理，董事职务，本公司其他附属公司兼任董事职务。曾任上海市医药股份有限公司新药分公司副经理，医药分销事业部总经理，副总经理，上海市医药股份有限公司副总经理等职务。
沈波	总裁	2023/06	香港中文大学专业会计学硕士，中国注册会计师。现为本公司执行董事，副总裁，财务总监，并在本公司附属公司兼任董事职务。沈波先生现任天大药业有限公司，上海复旦张江生物医药股份有限公司非执行董事。曾任上海金陵股份有限公司财务部副经理，上海实业医药投资股份有限公司财务总监，上海医药（集团）有限公司财务部总经理等职。
董明	执行董事	2023/06	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，独联体地区部副总裁，VIP 系统部部长，北京分公司总经理，移动系统部部长，华为技术有限公司中国区副总裁。现任云南白药集团股份有限公司首席执行官（总裁）。

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

过去五年间，上海医药业绩维持稳健增长，公司营业收入由 2019 年的 1865.66 亿元增长至 2023 年的 2602.95 亿元，年复合增长率为 8.68%；归母净利润由 2019 年的 40.81 亿元增长至 2022 年的 56.17 亿元，年复合增长率为 11.24%；2023 年归母净利润下滑至 37.68 亿元，主要系上药康希诺计提资产减值以及上药第一生化受反垄断行政处罚影响，剔除一次性特殊损益影响后公司归母净利润实现 49.20 亿元，同比增长 2.99%。2024 年前三季度公司营业收入 2096.29 亿元，同比增长 6.14%；归母净利润 40.54 亿元，同比增长 6.78%。

公司毛利率和净利率水平整体稳定，2023 年以来略有下降主要系商业板块受集采等政策影响，工业板块部分化药产品价格调整，导致毛利率和净利率下滑。未来随着高利润率新业务占比提升，以及降本增效工作持续推进，预期公司盈利能力将环比改善。

图118: 上海医药营业收入 (亿元)



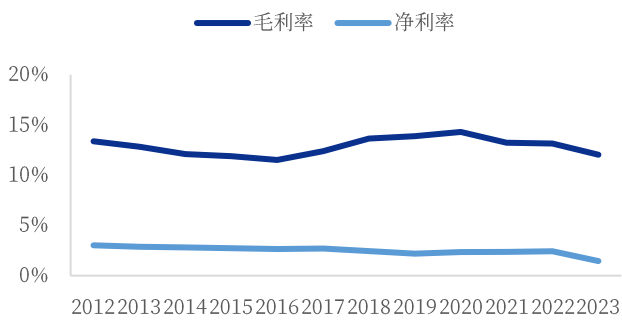
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图119: 上海医药归母净利润和经营性现金流 (亿元)



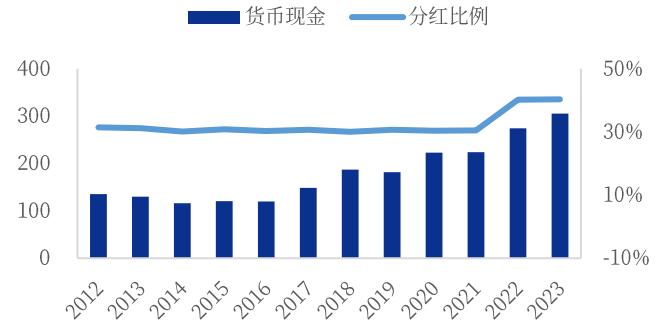
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图120: 上海医药毛利率和净利率



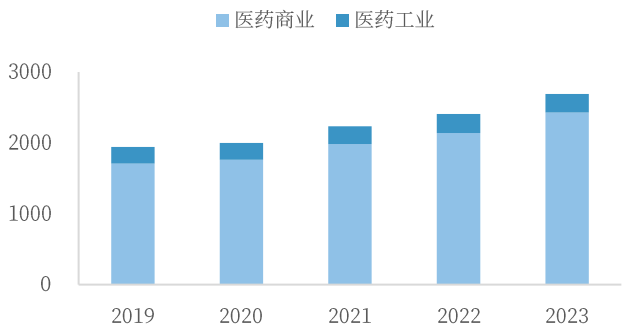
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图121: 上海医药货币资金 (亿元) 和分红比例



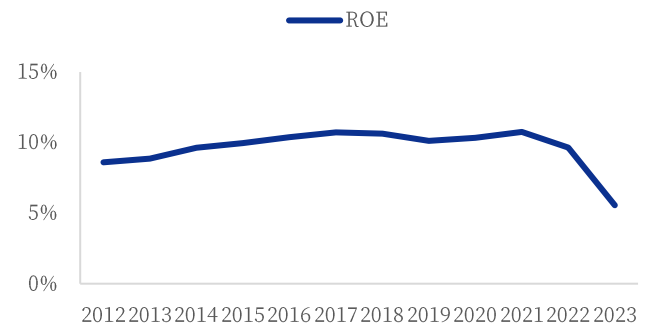
资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图122: 上海医药营业收入构成 (亿元)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

图123: 上海医药 ROE



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

四、投资建议

央企盈利能力强、估值较低、股息率较高、业务韧性强，近期政策推动改革进一步提升盈利能力。国药、华润、上药是国内医药生物领域最重要的国家队，龙头地位显著，具有较高投资价值，推荐关注：上海医药、天坛生物、国药股份、东阿阿胶、华润三九、昆药集团等。

表10: 重点公司盈利预测与估值 (2024-11-13)

2024/11/13		当前股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润/亿元			PE			投资评级
证券代码	证券简称			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
000423.SZ	东阿阿胶	60.08	386.90	11.51	14.71	17.71	33.62	26.30	21.84	推荐
600161.SH	天坛生物	22.80	450.84	11.10	13.57	16.24	40.62	33.22	27.76	推荐
300294.SZ	博雅生物	32.20	162.37	2.37	5.53	6.16	68.38	29.37	26.34	推荐
600129.SH	太极集团	28.52	158.83	8.22	8.04	10.38	19.32	19.76	15.30	推荐
601607.SH	上海医药	21.14	701.97	37.68	50.45	56.37	18.63	13.91	12.45	推荐
000999.SZ	华润三九	49.70	638.30	28.53	34.03	38.79	22.37	18.75	16.46	推荐

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、风险提示

- 1.行业政策变动风险；
- 2.产品销售不及预期风险；
- 3.竞争加剧风险；
- 4.产品研发失败的风险；
- 5.政策监管环境变化风险。

图表目录

图 1: 医药生物行业 A 股上市公司各类型数量及占比.....	6
图 2: 医药生物行业 A 股上市公司各类型总市值 (亿元) 及占比	6
图 3: 医药生物各细分领域的各类型 A 股上市公司数量.....	6
图 4: 医药生物各细分领域的各类型 A 股上市公司总市值 (亿元)	6
图 5: 化学制药板块各类型企业的利润率对比.....	9
图 6: 生物制品板块各类型企业的利润率对比.....	9
图 7: 医疗服务板块各类型企业的利润率对比.....	9
图 8: 医疗器械板块各类型企业的利润率对比.....	9
图 9: 医药商业板块各类型企业的利润率对比.....	10
图 10: 中药板块各类型企业的利润率对比	10
图 11: 2012-2023 年国药集团营业收入 (亿元)	14
图 12: 股权结构图	15
图 13: 国药控股营业收入 (亿元)	15
图 14: 国药控股归母净利润和经营性现金流 (亿元)	15
图 15: 国药控股毛利率和净利率.....	16
图 16: 国药控股货币资金 (亿元) 和分红比例	16
图 17: 国药控股营业收入构成 (亿元)	16
图 18: 国药控股 ROE.....	16
图 19: 国药一致营业收入 (亿元)	17
图 20: 国药一致归母净利润和经营性现金流 (亿元)	17
图 21: 国药一致毛利率和净利率.....	17
图 22: 国药一致货币资金 (亿元) 和分红比例	17
图 23: 国药一致营业收入构成 (亿元)	17
图 24: 国药一致 ROE.....	17
图 25: 国药股份营业收入 (亿元)	18
图 26: 国药股份归母净利润和经营性现金流 (亿元)	18
图 27: 国药股份毛利率和净利率.....	18
图 28: 国药股份货币资金 (亿元) 和分红比例	18
图 29: 国药股份营业收入构成 (亿元)	19
图 30: 国药股份 ROE.....	19
图 31: 国药现代营业收入 (亿元)	20
图 32: 国药现代归母净利润和经营性现金流 (亿元)	20

图 33: 国药现代毛利率和净利率.....	20
图 34: 国药现代货币资金（亿元）和分红比例	20
图 35: 国药现代营业收入构成（亿元）	20
图 36: 国药现代 ROE.....	20
图 37: 国药股份研发支出（亿元）	21
图 38: 太极集团营业收入（亿元）	21
图 39: 太极集团归母净利润和经营性现金流（亿元）	21
图 40: 太极集团毛利率和净利率.....	22
图 41: 太极集团货币资金（亿元）和分红比例	22
图 42: 太极集团营业收入构成（亿元）	22
图 43: 太极集团 ROE.....	22
图 44: 天坛生物营业收入（亿元）	23
图 45: 天坛生物归母净利润和经营性现金流（亿元）	23
图 46: 天坛生物毛利率和净利率.....	23
图 47: 天坛生物货币资金（亿元）和分红比例	23
图 48: 天坛生物 ROE.....	23
图 49: 卫光生物营业收入（亿元）	24
图 50: 卫光生物归母净利润和经营性现金流（亿元）	24
图 51: 卫光生物毛利率和净利率.....	24
图 52: 卫光生物货币资金（亿元）和分红比例	24
图 53: 卫光生物营业收入构成（亿元）	25
图 54: 卫光生物 ROE.....	25
图 55: 中国中药营业收入（亿元）	25
图 56: 中国中药归母净利润和经营性现金流（亿元）	25
图 57: 中国中药毛利率和净利率.....	26
图 58: 中国中药货币资金（亿元）和分红比例	26
图 59: 中国中药营业收入构成（亿元）	26
图 60: 中国中药 ROE.....	26
图 61: 九强生物营业收入（亿元）	26
图 62: 九强生物归母净利润和经营性现金流（亿元）	26
图 63: 九强生物毛利率和净利率.....	27
图 64: 九强生物货币资金（亿元）和分红比例	27
图 65: 九强生物营业收入构成（亿元）	27
图 66: 九强生物 ROE.....	27
图 67: 益诺思营业收入（亿元）	28
图 68: 益诺思归母净利润和经营性现金流（亿元）	28
图 69: 益诺思毛利率和净利率.....	28

图 70: 益诺思货币资金 (亿元) 和分红比例	28
图 71: 益诺思营业收入构成 (亿元)	28
图 72: 益诺思 ROE	28
图 73: 股权结构图	29
图 74: 华润医药主要品牌	30
图 75: 华润医药营业收入 (亿元)	30
图 76: 华润医药归母净利润 (亿元)	30
图 77: 华润医药毛利率和净利率	30
图 78: 华润医药分红比例	30
图 79: 华润医药营业收入构成 (亿元)	31
图 80: 华润医药 ROE	31
图 81: 华润三九营业收入 (亿元)	32
图 82: 华润三九归母净利润和经营性现金流 (亿元)	32
图 83: 华润三九毛利率和净利率	32
图 84: 华润三九货币资金 (亿元) 和分红比例	32
图 85: 华润三九营业收入构成 (亿元)	32
图 86: 华润三九 ROE	32
图 87: 昆药集团营业收入 (亿元)	33
图 88: 昆药集团归母净利润和经营性现金流 (亿元)	33
图 89: 昆药集团毛利率和净利率	34
图 90: 昆药集团货币资金 (亿元) 和分红比例	34
图 91: 昆药集团营业收入构成 (亿元)	34
图 92: 昆药集团 ROE	34
图 93: 华润双鹤营业收入 (亿元)	35
图 94: 华润双鹤归母净利润和经营性现金流 (亿元)	35
图 95: 华润双鹤毛利率和净利率	35
图 96: 华润双鹤货币资金 (亿元) 和分红比例	35
图 97: 华润双鹤营业收入构成 (亿元)	35
图 98: 华润双鹤 ROE	35
图 99: 江中药业营业收入 (亿元)	36
图 100: 江中药业归母净利润和经营性现金流 (亿元)	36
图 101: 江中药业毛利率和净利率	36
图 102: 江中药业货币资金 (亿元) 和分红比例	36
图 103: 江中药业营业收入构成 (亿元)	37
图 104: 江中药业 ROE	37
图 105: 东阿阿胶营业收入 (亿元)	37
图 106: 东阿阿胶归母净利润和经营性现金流 (亿元)	37

图 107: 东阿阿胶毛利率和净利率	38
图 108: 东阿阿胶货币资金 (亿元) 和分红比例	38
图 109: 东阿阿胶营业收入构成 (亿元)	38
图 110: 东阿阿胶 ROE	38
图 111: 博雅生物营业收入 (亿元)	39
图 112: 博雅生物归母净利润和经营性现金流 (亿元)	39
图 113: 博雅生物毛利率和净利率	39
图 114: 博雅生物货币资金 (亿元) 和分红比例	39
图 115: 博雅生物营业收入构成 (亿元)	39
图 116: 博雅生物 ROE	39
图 117: 上海医药股权结构图 (截至 2023 年 12 月)	40
图 118: 上海医药营业收入 (亿元)	42
图 119: 上海医药归母净利润和经营性现金流 (亿元)	42
图 120: 上海医药毛利率和净利率	42
图 121: 上海医药货币资金 (亿元) 和分红比例	42
图 122: 上海医药营业收入构成 (亿元)	42
图 123: 上海医药 ROE	42
表 1: 中国国企改革发展历程	4
表 2: 国企改革 “1+N”政策体系	5
表 3: 医药生物 A 股上市公司-中央国有企业汇总 (市值按 2024.11.05 计算, 单位: 亿元)	6
表 4: 医药生物 A 股上市公司-地方国有企业汇总 (市值按 2024.11.05 计算, 单位: 亿元)	7
表 5: A 股并购重组政策演变	11
表 6: 并购六条主要内容	12
表 7: 2022-2024 年医药生物行业国企并购重组事件梳理	12
表 8: 资产负债率	17
表 9: 公司管理层完成换届	41
表 10: 重点公司盈利预测与估值 (2024-11-13)	43

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，10年以上医学检验行业+医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医药行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得新财富最佳分析师医药行业2022年第4名、2021年第5名、2020年入围，2021年上海证券报最佳分析师第2名，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

宋丽莹，复旦大学公共卫生硕士，2024年入职银河证券研究院，在中医药、生物制品、创新药产业链等领域有深度的研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn