

华泰联合证券有限责任公司

关于华润三九医药股份有限公司  
取得昆药集团股份有限公司控制权

之

估值报告

收购方财务顾问



二〇二二年十一月

## 声 明

一、本报告分析对象为昆药集团股份有限公司（以下简称“昆药集团”），相关资料来源于公开信息。

二、本报告为华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）根据《上市公司重大资产重组管理办法》《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则 26 号-上市公司重大资产重组》等上市公司重大资产重组相关法规和规范性文件的要求出具，供华润三九医药股份有限公司（以下简称“上市公司”、“华润三九”）董事会使用。本报告不构成对任何第三方的建议、推荐或补偿。

三、本报告中的分析、判断和结论受报告中假设和限定条件的限制，使用者应当充分考虑报告中载明的假设、限定条件及其对结论的影响。

四、尽管本报告是基于和依赖报告中所涉及的公开信息的准确性和完整性而准备的，华泰联合证券对任何前述信息的使用并不代表其已独立地进行核实或表示同意。本报告不构成对其准确性、完整性或适当性的任何保证。

五、本报告未对昆药集团的业务、运营、财务状况进行全面分析，未对昆药集团未来任何策略性、商业性决策或发展前景发表任何意见、预测和保证，亦未对其他任何事项发表意见。本报告以报告内所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。对投资者根据本报告作出的任何投资决策（包括但不限于买入、卖出和持有）可能产生的风险或损失，华泰联合证券不承担任何责任。

六、华泰联合证券未委托或授权其他任何机构和个人提供未在本报告中列载的信息和对本报告做任何解释或说明。未经华泰联合证券事先书面同意，任何人不得在任何时间、为任何目的、以任何形式复制、分发或者摘录本报告或其任何内容；对于本报告可能存在的任何歧义，仅华泰联合证券自身有权进行解释。

七、本报告仅供华润三九拟以支付现金的方式收购华立医药集团有限公司（以下简称“华立医药”）和华立集团股份有限公司（以下简称“华立集团”）分别持有的昆药集团 208,976,160 股股份（占昆药集团总股本的 27.56%）和 3,335,456 股股份（占昆药集团总股本的 0.44%）（以下简称“本次交易”）使用，不得用于任何其他目的，对于本

报告的结论，需结合本报告以及本次交易的其他文件的整体内容一并进行考虑。华泰联合证券特别提醒广大投资者认真阅读就本次交易事项披露的相关公告，查阅有关文件。

八、除非本报告中另有定义，本报告中所使用的术语简称应具有《华润三九医药股份有限公司重大资产购买报告书（草案）》对该等术语所规定的含义。

九、本报告中部分合计数若出现与各加数直接相加之和在尾数上有差异，均为四舍五入所致；本报告所引用的财务数据和财务指标，如无特殊说明，均指合并报表口径下的财务数据和根据该类财务数据计算的财务指标。

## 目 录

声 明 .....	1
目 录 .....	3
<b>第一章 背景情况介绍 .....</b>	<b>4</b>
一、本次交易方案 .....	4
二、委托方、估值对象及委托方外其他估值报告使用者 .....	5
三、本次交易的背景及目的 .....	9
四、报告目的 .....	11
五、估值基准日 .....	11
<b>第二章 报告假设 .....</b>	<b>12</b>
一、一般假设 .....	12
二、特殊假设 .....	12
<b>第三章 估值思路及方法选择 .....</b>	<b>13</b>
一、估值思路及方法选择 .....	13
二、可比公司法 .....	15
三、小结 .....	23
<b>第四章 报告结论 .....</b>	<b>24</b>
一、报告结论 .....	24
二、估值依据 .....	24
三、报告使用限制 .....	24
四、报告有效期 .....	25

# 第一章 背景情况介绍

## 一、本次交易方案

### （一）交易方案概述

华润三九通过协议方式受让华立医药和华立集团分别持有的昆药集团 208,976,160 股股份（占昆药集团总股本的 27.56%）和 3,335,456 股股份（占昆药集团总股本的 0.44%）。协议转让完成后，收购方合计持有昆药集团 212,311,616 股股份（占昆药集团股份总数的 28%）。

本次交易完成后，昆药集团控股股东将由华立医药变更为华润三九，昆药集团的实际控制人将变更为中国华润有限公司。

### （二）具体交易方案

#### 1、被收购公司情况

公司名称：昆药集团股份有限公司

股票上市地点：上海证券交易所

股票简称：昆药集团

股票代码：600422.SH

#### 2、收购股份情况

收购方此次收购的股份为华立医药和华立集团合计持有的昆药集团 212,311,616 股无限售股股权（占昆药集团总股本 28.00%）。

#### 3、收购价格

根据《上海证券交易所交易规则》《上海证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引》等相关规定，上市公司股份协议转让定价不得低于股份转让协议签署日上市公司大宗交易价格范围下限。截至本报告出具日，华润三九与华立医药及华立集团已签署《股份转让协议》，约定 212,311,616 股股份的转让价款合计为 290,200.00 万元，对应的价格为 13.67 元/股。本次收购方案尚需经华润三九股东大会审议批准并取得国务院资产

监督管理委员会批准。

#### 4、交易的资金总额、来源及资金保证、其他支付安排及支付方式

交易双方确认，昆药集团每股转让价格为人民币 13.67 元，股份转让总价款为人民币 290,200.00 万元。本次收购资金来源于收购方的自有资金。收购方的股份转让款按照如下方式支付：

第一期：自双方取得上交所就本次股份转让出具的协议转让确认意见之日起 15 日内，华润三九将股份转让款的 35% 即 1,015,700,000 元支付至指定的账户，其中 999,740,000 元支付至华立医药指定的账户，15,960,000 元支付至华立集团指定的账户；

第二期：自双方于登记公司办理完毕标的股份过户至华润三九名下手续之日起 15 日内，华润三九将股份转让款的 55% 即 1,596,100,000 元支付至指定的账户，其中 1,571,020,000 元支付至华立医药指定的账户，25,080,000 元支付至华立集团指定的账户；

第三期：自登记日起计 3 个月届满之日起 15 日内华润三九将股份转让款的 10% 即 290,200,000 元支付至指定的账户，其中 285,640,000 元支付至华立医药指定的账户，4,560,000 元支付至华立集团指定的账户。

#### 二、委托方、估值对象及委托方外其他估值报告使用者

本次估值的委托方为华润三九，估值对象为昆药集团。

##### （一）委托方——华润三九

##### 1、华润三九的基本情况

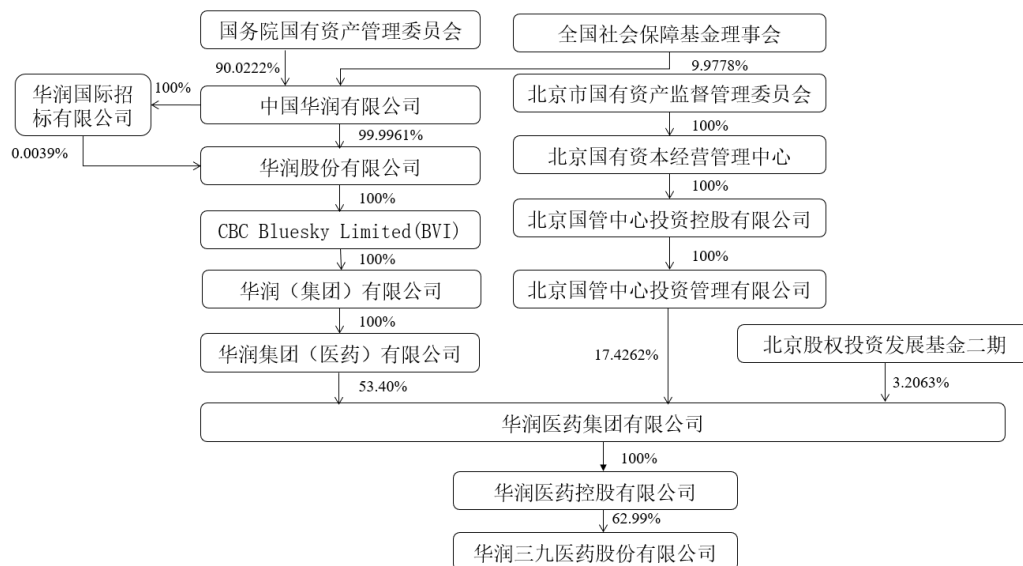
中文名称	华润三九医药股份有限公司
注册地址	深圳市龙华区观湖街道观澜高新园区观清路 1 号
注册资本	978,900,000 元人民币
法定代表人	赵炳祥
统一社会信用代码	914403007109245909
公司类型	股份有限公司（上市）
经营范围	一般经营项目是：中药材种植；相关技术开发、转让、服务；生产所需的机械设备和原材料的进口业务；自产产品的出口（国家限定公司经营或禁止进

出口的商品及技术除外)。化妆品及一类医疗器械的开发、销售；自有物业租赁、机动车停放服务。，许可经营项目是：药品的开发、生产、销售；预包装食品（不含复热）的批发。

## 2、华润三九股权控制关系

### (1) 华润三九控制架构

截至 2022 年 9 月 30 日，华润三九股权控制架构如下：



### (2) 华润三九控股股东基本情况

华润三九的控股股东为华润医药控股有限公司，其相关信息如下：

公司名称	华润医药控股有限公司
公司类型	有限责任公司（台港澳法人独资）
公司住所	北京市北京经济技术开发区科创十四街 99 号汇龙森科技园 2 幢 B123 室
法定代表人	白晓松
注册资本	15,000,000,000 元人民币
统一社会信用代码	91110000710934668C
经营范围	（一）在国家允许外商投资的领域依法进行投资；（二）受其所投资企业的书面委托（经董事会一致通过），向其所投资企业提供下列服务：1、协助或代理其所投资的企业从国内外采购该企业自用的机器设备、办公设备和生产所需的原材料、元器件、零部件和在国内销售其所投资企业生产的产品，并提供售后服务；2、在外汇管理部门的同意和监督下，在其所投资企业之间

	<p>平衡外汇；3、为其所投资企业提供产品生产、销售和市场开发过程中的技术支持、员工培训、企业内部人事管理等服务；4、协助其所投资企业寻求贷款及提供担保。（三）在中国境内设立科研开发中心或部门，从事新产品及高新技术的研究开发，转让其研究开发成果，并提供相应的技术服务；（四）为其投资者提供咨询服务，为其关联公司提供与其投资有关的市场信息、投资政策等咨询服务；（五）承接其母公司和关联公司的服务外包业务。（六）允许投资性公司承接境外公司的服务外包业务。（七）受所投资企业的书面委托（经董事会一致通过），开展下列业务：1、在国内外市场以经销的方式销售其所投资企业生产的产品；2、为其所投资企业提供运输、仓储等综合服务。（八）以代理、经销或设立出口采购机构（包括内部机构）的方式出口境内商品，并可按有关规定办理出口退税；（九）购买所投资企业生产的产品进行系统集成后在国内外销售，如所投资企业生产的产品不能完全满足系统集成需要，允许其在国内外采购系统集成配套产品，但所购买的系统集成配套产品的价值不应超过系统集成所需全部产品价值的百分之五十；（十）为其所投资企业的产品的国内经销商、代理商以及与投资性公司、其母公司或其关联公司签有技术转让协议的国内公司、企业提供相关的技术培训；（十一）在其所投资企业投产前或其所投资企业新产品投产前，为进行产品市场开发，允许投资性公司从其母公司进口与其所投资企业生产产品相关的母公司产品在国内试销；（十二）为其所投资企业提供机器和办公设备的经营性租赁服务，或依法设立经营性租赁公司；（十三）为其进口的产品提供售后服务；（十四）参与有对外承包工程经营权的中国企业的境外工程承包；（十五）在国内销售（不含零售）投资性公司进口的母公司产品。（市场主体依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事国家和本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）</p>
成立日期	2007年3月22日

## （二）估值对象——昆药集团

### 1、基本概况

中文名称	昆药集团股份有限公司
英文名称	KPC Pharmaceuticals, Inc.
上市地点	上海证券交易所主板
股票代码	600422.SH
股票简称	昆药集团
注册地址	云南省昆明市国家高新技术产业开发区科医路166号
注册资本	758,255,769 元人民币
公司类型	其他股份有限公司（上市）
法定代表人	钟祥刚



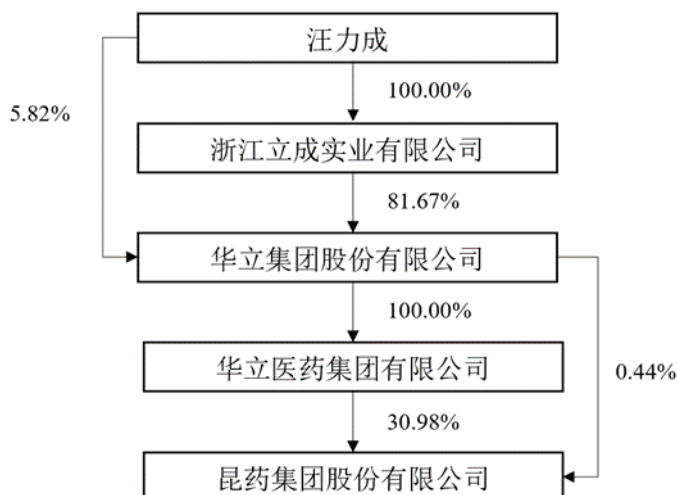
董事会秘书	张梦珣
统一社会信用代码	91530000216562280W
联系电话	0871-68324311
传真	0871-68324267
经营范围	中西药原辅料及制剂、化工原料、中间体、试剂、包装材料、提取物、中药饮片的采购、生产及销售，农副产品及中药材（种植、收购及销售），工业大麻种植、研发、花叶加工、国内贸易、物资供销，货物及技术进出口业务，科技开发，咨询服务，机械加工，制药设备制造，安装及维修业务，医药工程设计，对外援助物资项目。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

## 2、股本结构

截至 2022 年 9 月 30 日，昆药集团前十大股东情况如下表所示：

序号	股东名称	持股数量（股）	持股比例（%）
1	华立医药集团有限公司	234,928,716	30.98
2	云南合和（集团）股份有限公司	59,982,730	7.91
3	工银瑞信前沿医疗股票型证券投资基金	29,000,073	3.82
4	陈世辉	13,702,881	1.81
5	香港中央结算有限公司	12,618,923	1.66
6	中央汇金资产管理有限责任公司	11,814,900	1.56
7	基本养老保险基金一六零三二组合	10,500,000	1.38
8	全国社保基金 413 组合	9,019,254	1.19
9	工银瑞信医疗保健行业股票型证券投资基金	7,300,000	0.96
10	吴彩银	6,150,000	0.81
	合计	395,017,477	52.08

昆药集团控股股东为华立医药，实际控制人为汪力成。昆药集团股权控制结构如下：



### 3、主营业务

昆药集团主要从事药品制造和销售、研发。报告期内，昆药集团充分发挥云南植物王国优势，以丰富的生物资源为基础，形成了以天然植物药为主，涵盖中药、化学药和医药流通领域的业务格局。同时，昆药集团持续推进“处方-零售”、“针剂-口服”的双轮驱动战略，打造络泰®血塞通软胶囊为主的络泰®血塞通口服系列和以参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒两大黄金单品为核心的“昆中药 1381”精品国药系列，不断夯实现有核心产品管线。

昆药集团现有业务主要分为三大板块，即以天然植物药及化学合成药为主的医药制造工业板块；以医药分销业务为主的医药流通板块及以医药日用品、医药保健品为主的医药大健康板块。

#### （三）委托方外其他估值报告使用者

华润三九为本次估值的委托方，除华润三九外，委托方股东以及华泰联合证券为其他估值报告使用者。除国家法律、法规另有规定外，任何未经估值机构和委托方确认的机构或个人不能由于得到估值报告而成为估值报告使用者。

### 三、本次交易的背景及目的

#### （一）本次交易的背景

##### 1、贯彻落实党中央决策部署，推动以三七为代表的中医药产业发展

习近平总书记对中医药工作作出重要指示：要遵循中医药发展规律，传承精华，守正创新，加快推进中医药现代化、产业化，坚持中西医并重，推动中医药和西医药相互补充、协调发展，推动中医药事业和产业高质量发展，推动中医药走向世界，充分发挥中医药防病治病的独特优势和作用，为建设健康中国、实现中华民族伟大复兴的中国梦贡献力量。2016年2月国务院印发的《中医药发展战略规划纲要（2016—2030年）》对新时期推进中医药事业发展作出系统部署，指出要提升中药产业发展水平，将中医药发展上升为国家战略。

三七是中药产业具有代表性的药材资源，作为云南省最具特色的优势生物资源之一，云南省大力支持三七产业的发展。近年来，云南省先后出台了《云南省三七产业“十三五”发展规划》《云南省人民政府关于加快生物医药产业高质量发展的若干意见》等一系列文件，支持现代中药转型发展。其中《云南省三七产业“十三五”发展规划》提出，要构建三七全产业链，突出抓好质量标准建立和推广，大力开发新产品，全力开拓市场发展空间，加大品牌、龙头骨干企业培育，提高聚集发展能力，使龙头骨干企业成为三七产业发展的主导力量。

通过本次交易，双方可在三七产业链、品牌打造等方面充分协同，提升企业综合竞争力，对于华润三九未来发展具有重要意义。同时，本次交易是华润三九落实党中央决策部署的重要举措。

## **2、医药健康产业面临创新发展的重大机遇，行业加速整合是大势所趋**

党中央、国务院发布的《“健康中国 2030”规划纲要》《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》以及《关于进一步改革完善药品生产流通使用政策的若干意见》等系列文件指出：要以体制机制改革创新为动力，加快关键环节改革步伐，提升药物创新能力和质量疗效，促进医药产业结构性调整，提高产业集中度，打造具备全产业链能力的跨国公司和国际知名的中国品牌，培育一批具有国际竞争力的大型企业集团。

本次交易有利于整合双方资源，实现优势互补，使双方聚焦不同的重点领域，加大创新投入，更好地顺应行业发展大趋势。

### **（二）本次交易的目的**

#### **1、拓宽医药产业布局，提升华润三九综合竞争力**

华润三九和昆药集团均从事医药生产和销售业务，本次交易将有利于双方发挥在医药大健康领域的协同效应，围绕三七资源发展产业体系，促进双方共同发展。交易完成后，昆药集团将成为华润三九的控股子公司。华润三九将承接云南省三七产业发展规划，致力于将昆药集团打造为三七产业链龙头企业，并围绕其三七、青蒿等核心植物资源精深发展，促进中医药现代化、产业化。

本次交易有助于华润三九拓展医药产业布局，发挥协同效应，进一步提升经营效率，利用丰富的经营管理经验与产业资源背景对昆药集团赋能，提升竞争优势。

## **2、落实华润三九公司发展战略，实现品牌+创新双轮驱动发展**

华润三九以成为中国“大众医药健康产业的引领者”为愿景，创新运用中西医科学技术，专注高质量医药健康产品创新研发和智能制造，推动高质量发展，服务中国家庭每一位成员，致力于成为中国医药健康第一品牌。昆药集团地处云南省，是国内领先的天然植物药制造企业，业务领域覆盖医药全产业链中的医药制造和流通环节。

交易完成后，华润三九将协同昆药集团把“昆中药 1381”打造为精品国药品牌，并把“昆中药”打造为传统中药品牌，不断提升其品牌知名度和辨识度。本次交易有利于华润三九整合优质资源，补充传统国药品牌，实现“品牌+创新”双轮驱动发展。

## **四、报告目的**

本报告的目的是为华润三九收购昆药集团 28%股权使用，本报告不构成对任何第三方的建议、推荐或补偿。

## **五、估值基准日**

考虑到本次交易拟采用的评估方法和公开数据的可获得性，本估值报告的基准日为 2022 年 5 月 5 日，即华润三九与华立医药及华立集团签署《股份转让协议》的前一交易日。本报告所引用的市场价格数据截至 2022 年 5 月 5 日。

## 第二章 报告假设

### 一、一般假设

#### （一）公开市场假设

公开市场假设是指资产可以在充分竞争的市场上自由买卖，其价格高低取决于一定市场供给状况下独立的买卖双方对资产价值的判断。公开市场是指一个有众多买者和卖者的充分竞争的市场。在这个市场上，买者和卖者的地位是平等的，彼此都有获得足够市场信息的机会和时间，买卖双方的交易行为都是在自愿的、理智的，而非强制或不受限制的情况下进行的。

#### （二）持续经营假设

持续经营假设是以企业持续、正常的生产经营活动为前提，在可以预见的未来，企业将会按当前的规模和状态持续经营下去，不会停业，也不会大规模削减业务。

### 二、特殊假设

- 1、本报告假设报告基准日外部经济环境不变，国家现行的宏观经济不发生重大变化。
- 2、企业所处的社会经济环境以及所执行的税赋、税率等政策无重大变化。
- 3、相关公司在未来经营期内的管理层尽职，并继续保持目前的经营管理模式持续经营。
- 4、无地震、台风、水灾、火灾或其他天灾等自然灾害，战争、骚乱、暴动等社会性事件，以及其他不能预见或不能避免且不能克服的重大事件（以下简称“不可抗力”）及该不可抗力对企业造成重大不利影响。
- 5、本报告假设相关的基础资料、财务资料和公开信息是真实、准确、完整的。

当上述条件发生变化时，本报告中的分析一般会失效。

## 第三章 估值思路及方法选择

### 一、估值思路及方法选择

从并购交易的实践操作来看，一般可通过市场法、收益法、资产基础法等方法对标的公司进行估值，交易双方可根据该评估价值作为交易价格的参考基础。

#### （一）主要估值方法简介

市场法是指将估值对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较，确定估值对象价值的估值方法。市场法常用的两种具体方法是可比公司法和可比交易法，可比公司法是根据相关公司的特点，选取与其可比的上市公司的股票价格和财务数据作依据，计算出主要估值倍数，其核心思想是利用二级市场的相关指标及估值倍数对本次交易定价进行分析。可比交易法是挑选与标的公司同行业、在本次交易前一段合适时期内被投资、并购的公司，基于融资或并购交易的定价依据作为参考，据此评估本次交易的定价是否合理。

收益法的核心是将标的公司在未来永续期内的所有现金流折现到当期，作为标的公司的评估价值。其基本步骤如下：首先，建立并运用合理财务模型，对预期收益，如现金流等进行预测；其次，针对相关公司的特点及现金流的口径，选取合理的折现率（加权平均资本成本或股权资本成本），以预期收益为基础，对现金流进行折现，通过估算预期收益的现值，得到交易标的企业或股权价值。

资产基础法的核心是假设一个谨慎的投资者不会支付超过与标的公司同样效用的资产的收购成本，其对标的公司的各项资产和负债进行价值评估，最后得出净资产的价值作为评估价值。

#### （二）估值方法的优点、缺点以及适用性

市场法中较常用的方法有可比公司法及可比交易法。可比公司法的优点在于，该方法基于有效市场假设，即假设交易价格反映包括行业趋势、业务风险、发展速度、盈利能力等全部可以获得的信息，相关参数较为容易获得。其缺点在于，由于公司具有异质性，很难对可比公司业务、财务上的差异进行准确调整，较难将行业内并购、监管等因素纳入考虑。可比交易法的优点在于，该方法以可比公司近期已完成的实际交易价格为

基础，估值水平比较确定且容易获取。其缺点在于，如何选取相对可比的交易、如何根据相关公司最新经营情况选取适当的参数并进行估值比较具有一定的难度。

收益法的优点在于，从整体角度考察业务，是理论上最为完善的方法；受市场短期变化和非经济因素影响少；可以把合并后的经营战略、协同效应结合到模型中；可以处理大多数复杂的情况。其缺点在于，财务模型中变量较多、假设较多；估值主要基于关于未来假设且较敏感，由于行业处于高度竞争状态，波动性较大，可能会影响预测的准确性；具体参数取值难以获得非常充分的依据。

资产基础法是基于标的公司的所有资产和负债的重置成本进行评估的，未考虑到企业未来预期的经济收益的价值。

### （三）本次估值的方法选取

本报告将结合本次交易的实际情况，从以上三种方法中选择市场法中的可比公司法对本次交易定价的合理性予以考察和分析，主要考虑：本次交易属于公开市场交易，标的公司作为上海证券交易所上市公司，在资本市场已有较为成熟的价值评估体系，股票价格充分反映了资本市场对相关企业内在价值的评估。并且存在与其从事类似行业、企业的规模、盈利能力、增长潜力和风险相似的可比公司，且可比公司公开渠道能够获得的财务数据较为齐全，具备使用市场法的前提条件。

本次交易不使用收益法进行估值主要有以下两个方面的原因，一是收益法本身的固有限制：收益法要求对昆药集团未来的营业收入、营业成本和现金流等财务数据及折现率、增长率等诸多参数进行假设，按照上述假设获得的预测结果准确性较低、可参考性较差；二是本次交易为协议转让，交易完成后昆药集团控制权即将发生变更，新的控股股东将从产业资源等方面为昆药集团的发展注入新的动力，企业管理层无法对未来的收益进行较为准确合理的预测。

本次交易不使用资产基础法进行估值，主要原因为昆药集团作为国内天然植物药领先企业，拥有较高的市场地位、较强的技术研发实力和稳定的客户关系，该种资源是昆药集团未来持续发展的重要资源，而资产基础法无法对该类资源的价值进行评估。

估值机构对与标的公司相似的可比公司进行了研究，结合本次交易的实际情况，选取了可比公司法进行估值分析。可比公司法中，估值机构采用了市盈率（P/E）和市净率（P/B）对标的公司进行估值分析，最后综合得出标的公司股权价值的估值分析结论。

## 二、可比公司法

通过对资本市场上与昆药集团处于同一行业的上市公司的经营和财务数据进行分析，计算适当的价值比率，经综合分析后得出估值对象价值。

根据昆药集团的业务特点，估值机构将昆药集团选取可比公司进行比较估值。

昆药集团为 A 股主板上市公司，在 Wind 行业分类中属于医药保健-制药、生物科技与生命科学-制药-中药，业务领域主要涉及医药工业和医药商业。根据昆药集团上述特点，可比公司将结合中药同类行业、上市板块及业务构成等因素进行选取。

### （一）可比公司的选取

#### 1、选取可比公司的标准及范围

本次交易中昆药集团的可比公司选取步骤如下：

（1）行业选取：昆药集团 Wind 行业属性为“医疗保健--制药、生物科技与生命科学--制药--中药”，选取 A 股上市公司中行业属性与昆药集团一致的所有公司，合计共 78 家。

（2）上市板块选取及特殊值剔除：昆药集团所属上市板块为上交所主板，科创板及北交所板块估值体系与传统 A 股板块具有较大差异，因此剔除科创板、北交所等上市公司，保留主板及创业板上市公司；剔除证券代码被标记为“ST”（特殊处理）和被标记为“\*ST”（退市风险警示）的上市公司；剔除计算出来的  $PE^1$  为负值的上市公司及昆药集团自身，剩余上市公司 59 家。

（3）主营业务可比性选取：主营业务方面，昆药集团 2021 年度营业收入医药商业和医药工业占比分别为 48.59% 和 45.32%<sup>2</sup>，考虑到上市公司可比性及医药商业与医药工业的收入占比情况，进一步选取剩余可比上市公司中同时拥有医药工业与医药商业的公

<sup>1</sup> 此处 PE 的计算与下述确定后可比公司 PE 计算的时间段一致，即可比上市公司截至 2022 年 5 月 5 日收盘市值/上市公司截至 2022 年 3 月 31 日最近一年扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润。

<sup>2</sup> 年报披露中的口服剂、针剂产品。



司，且医药商业占比超过 10% 的公司<sup>3</sup>；昆药集团医药工业产品中主要为中成药，治疗领域面向心脑血管及消化系统等领域；考虑到中成药在集采、使用限制等方面与化学药存在较大区别，在剩下的上市公司中进一步剔除化学药占比超过 10% 的公司，剩余 10 家可比上市公司。

综上，在本次使用可比公司法对昆药集团进行估值时，最终选取同仁堂、盘龙药业、云南白药、天士力、健民集团、九芝堂、康惠制药、珍宝岛、步长制药和红日药业 10 家上市公司作为昆药集团的可比公司，其近期经营业绩、财务状况以及主营业务内容如下表所示：

单位：亿元

序号	证券代码	证券简称	截至 2022 年 3 月末最近一年营业收入 <sup>4</sup>	截至 2022 年 3 月末最近一年归属于母公司股东的净利润	截至 2022 年 3 月末总资产	截至 2022 年 3 月末归属于母公司股东的权益	主营业务内容
1	600085.SH	同仁堂	148.50	13.09	255.53	110.24	中成药的研发、生产和销售
2	002864.SZ	盘龙药业	9.11	0.96	17.06	8.61	中成药的研发、生产和销售
3	000538.SZ	云南白药	354.76	29.55	531.20	391.55	中成药的研发、生产和销售
4	600535.SH	天士力	80.57	14.79	163.80	123.95	中成药的研发、生产和销售
5	600976.SH	健民集团	33.55	3.43	29.71	16.52	中成药的研发、生产和销售
6	000989.SZ	九芝堂	38.34	2.52	55.03	40.98	中成药的研发、生产和销售
7	603139.SH	康惠制药	4.64	0.36	18.38	10.55	中成药的研发、生产和销售
8	603567.SH	珍宝岛	44.04	3.35	117.86	72.01	中成药的研发、生产和销售
9	603858.SH	步长制药	156.12	17.39	239.50	148.53	中成药的研发、生产和销售
10	300026.SZ	红日药业	77.64	6.87	117.56	80.10	中成药的研发、生产和销售

数据来源：Wind 资讯、可比公司公告。

## 2、可比公司具体情况

<sup>3</sup> 要求可比公司医药商业占比超过 10% 主要基于昆药集团其医药商业占比较高。

<sup>4</sup> 截至 2022 年 3 月末最近一年指的是 2021 年 4 月 1 日至 2022 年 3 月 31 日

(1) 同仁堂（股票代码：600085.SH）

同仁堂以生产、销售传统中成药为主业，常年生产的中成药超过 400 个品规，涵盖内科、外科、妇科、儿科等类别，以安宫牛黄丸、同仁牛黄清心丸、同仁大活络丸为代表的产品以及众多经典药品家喻户晓，蜚声海内外，在临床病患治疗中盛享美誉。

同仁堂品牌文化底蕴深厚且历史悠久，品牌自创立至今已有 351 年的历史，在行业中久负盛名。同仁堂围绕主业，打通上下产业链条，从中药材种植、中药材加工、中成药研发、中成药生产到医药物流配送、药品零售一条龙，有效整合优质资源，全面提升品牌影响力与市场竞争力。

(2) 盘龙药业（股票代码：002864.SZ）

盘龙药业是集药材规范化种植、药品生产、研发、销售及医药物流为核心产业的现代高新技术企业。公司成立于 1997 年并于 2017 年 11 月在深交所挂牌上市。公司拥有通过新版国家 GMP 认证的片剂、胶囊剂等 19 条生产线及配套的检验、科研设备，现已形成以“全国独家专利、医保甲类”品种盘龙七片为主导，涵盖风湿骨伤类、心脑血管类、消化类、补益类、清热解毒类、儿科类、妇科类、肝胆类等 9 大功能类别、100 多个品规的强大产品阵容。

盘龙药业主导品种盘龙七片为全国独家、医保甲类品种，曾入选中药保护品种。其由二十九味中草药组成，其中盘龙七、老鼠七、青蛙七、白毛七、竹根七、羊角七等十三味稀有道地药材，均为生长在秦巴山区海拔 1,800 米以上的独有的天然名贵中草药。盘龙七片在主治骨骼肌肉系统风湿性疾病中成药领域，具有较强的市场竞争力。

(3) 云南白药（股票代码：000538.SZ）

云南白药成立于 1993 年，前身为成立于 1971 年 6 月的云南白药厂，是我国知名中成药生产企业。公司现拥有全资、控股、参股企业 18 家，是云南大型工商医药企业，是中国中成药五十强之一，1997 年被确定为云南省首批重点培育的四十家大企业大集团之一。公司主要经营化学原料药、化学药制剂、中成药、中药材、生物制品等，公司产品以云南白药系列、三七系列和云南民族特色药品系列为主，共 17 种剂型 200 余个产品，产品畅销国内市场及东南亚一带，并逐渐进入日本、欧美等发达国家市场。

云南白药现已建立起涵盖中药天然药物、中药饮片、医疗器械、日化及个护产品、

保健食品、食品等立体化产品族群构成的商业版图，聚焦中医药、口腔智护、皮肤科学、骨伤科、女性关怀等赛道的解决方案，产品梯队不断更新迭代。

#### （4）天士力（股票代码：600535.SH）

天士力成立于 1998 年，始终秉承“创造健康，人人共享”的企业愿景，推动中医药与现代医学融合发展，以提高人类生活和生命质量为使命，持续聚焦中国市场容量最大、发展最快的心脑血管、消化代谢、肿瘤三大疾病领域，致力于提供临床急需甚至填补中国临床市场空白的药物研发，利用现代中药、生物药、化学药协同发展优势进行创新药物的战略布局，继续保持国际领先优势与研发创新的发展动力。

在现代中药领域，天士力按照国际化创新标准和现代医学标准，以复方丹参滴丸带动了养血清脑颗粒（丸）、芪参益气滴丸、注射用益气复脉、注射用丹参多酚酸等系列领先品牌产品，构建了以心脑血管用药为主的现代中药大药体系。在复方丹参滴丸形成心脑血管品牌优势的基础上，先后持续布局多层次的产品组合，不断加大大品种二次开发与创新中药研发，持续强化产品全生命周期管理，天士力心脑血管在研管线覆盖高血脂症、抗血栓、脑卒中、脑卒中后遗症、心衰、冠心病等适应症，形成贯穿心脑血管疾病预防、治疗及康复各个环节、品类齐全的产品链，保持在中国心脑血管创新药领域的领先优势。

#### （5）健民集团（股票代码：600976.SH）

健民集团成立于 1993 年，主要从事药品的研发、制造、批发与零售业务，可分为医药工业和医药商业两大板块，具体如下：

医药工业分为药品和大健康产品的研发、制造和销售。母公司和全资子公司叶开泰国药主要从事药品业务，药品聚焦儿科、妇科、老年等多个治疗领域，涵盖颗粒剂、片剂、丸剂、胶囊剂、糖浆剂、膏剂等剂型近 500 个品种、品规，其中龙牡壮骨颗粒用于治疗 and 预防小儿佝偻病，小儿宣肺止咳颗粒、小儿宝泰康颗粒、小儿解感颗粒等为小儿感冒类用药，健脾生血颗粒、健脾生血片用于治疗缺铁性贫血；小金胶囊、小金丸用于乳腺增生类疾病，健民集团主要品种还有便通胶囊、健民咽喉片、健胃消食片、雌二醇凝胶、拔毒生肌散等。全资子公司叶开泰健康公司开发经营补肾健骨胶囊、参桂鹿茸丸、益肾兴阳丸等传统中药和阿胶固元膏、枸杞原浆饮品、枸杞菊花茶、黑糖姜茶等养生产

品。

医药商业板块主要为药品的批发和零售，药品批发业务主要通过公司下属福高公司、维生公司两家医药商业子公司开展，销售本公司及其他企业的医药产品，包括中药、西药、保健品、医疗器械、玻璃仪器、化学制剂等，业务区域主要集中在广东、湖北等地，零售业务主要通过子公司新世纪大药房开展，主要经营品种有中成药、化学药品、生物制剂、保健品等。

#### （6）九芝堂（股票代码：000989.SZ）

九芝堂前身“劳九芝堂药铺”起源于清顺治七年，即公元1650年。九芝堂创始人劳澄先生目睹民生艰难，怀着“悬壶济世，利泽生民”的仁德之心，在古城长沙坡子街开无名小药店，并立下“吾药必吾先尝之”的店规，其后人继承家业，药铺生意日益兴旺，将药店正式命名为“劳九芝堂药铺”。

现代的九芝堂股份有限公司于1999年设立并于2000年在深交所上市。多年来，九芝堂始终秉承“九州共济、芝兰同芳”的企业理念，以中药研发、生产和销售等业务为核心，逐步探索布局干细胞、中医医疗健康服务、药食同源系列产品等创新业务。现已发展成为下辖20余家子公司，400多家连锁门店，员工总数4000余人，集科研、生产、销售、健康管理于一体的现代大型医药企业。

#### （7）康惠制药（股票代码：603139.SH）

康惠制药成立于2009年12月，是融药品研究、开发、生产、销售于一体的医药高新技术企业，其经营业务以中成药品的研发、生产与销售为主，以生物制品（除疫苗）、血液制品、药品的销售配送业务为辅。公司产品涵盖呼吸感冒类、妇科类、皮肤科类、骨科类疾病的治疗领域，主营产品中复方双花片、坤复康胶囊（片）、消银颗粒及附桂骨痛胶囊列入国家医保目录；消银颗粒与枣仁安神颗粒列入国家基本药物目录。目前公司下设3个药品生产基地，拥有107个药品生产批准文号，共有片剂、硬胶囊剂、颗粒剂、口服液、酒剂、合剂、茶剂、膏药、软膏剂、搽剂、洗剂、酊剂等18条GMP认证制剂生产线。

#### （8）珍宝岛（股票代码：603567.SH）

珍宝岛成立于1996年，始终秉承中药、化药、生物药“三足鼎立、全面出新”的研

发理念，立足于珍宝岛具有优势的中药基础，快速拓展到化药和生物药领域，驱动创新研发，引领珍宝岛药业实现高科技、高质量、高效率发展。珍宝岛现已形成从原料药、化学制剂、中药制剂、生物制剂的产品布局，并通过研发不断完善产品线，为临床医患提供多元化产品组合，截至 2021 年末，珍宝岛共拥有心血管、脑血管、呼吸、儿科、骨科等疾病用药共 45 个品种，其中基本药物 12 个、医保产品 25 个，注射剂核心产品：注射用血塞通、舒血宁注射液等；口服制剂核心产品：血栓通胶囊、复方芩兰口服液、小儿热速清糖浆等。

#### （9）步长制药（股票代码：603858.SH）

步长制药成立于 2001 年，主要从事中成药的研发、生产和销售，主要产品涉及心脑血管疾病中成药领域，同时也覆盖妇科用药等其他领域，目前，步长制药正向生物制药、疫苗等医药高科技领域进军与扩张。根据营业执照，步长制药的主营业务是片剂、硬胶囊剂、颗粒剂、丸剂（蜜丸、浓缩丸、水丸、水蜜丸）、口服液。

步长制药充分发挥中药在心脑血管用药领域中的重要作用，大力发展和培育中药大品种，培育出了脑心通胶囊、稳心颗粒、丹红注射液三个独家的中药专利品种；同时重视化药、生物药在心脑血管领域的地位，培育了谷红注射液、复方曲肽注射液两个化药独家专利品种，治疗范围涵盖中风、心律失常、供血不足和缺血梗塞等常见心脑血管疾病。步长制药脑心通胶囊、稳心颗粒、丹红注射液、谷红注射液、复方脑肽节苷脂注射液和复方曲肽注射液市场地位突出。

#### （10）红日药业（股票代码：300026.SZ）

红日药业成立于 2000 年，以“传承发展中华医药，解决人类健康难题”为愿景，秉承“让企业基业长青、让员工生活美好、让股东收益更高”的企业使命，以研发精药、生产良药为己任，坚持稳健经营，致力于实现多维度跨越式发展，不断打造核心竞争力。目前已发展成为横跨现代中药、化学合成药、生物技术药、药用辅料和原料药、医疗器械、医疗健康服务等诸多领域，集投融资、研发、生产、销售于一体的高科技医药健康产业集群。近年来，红日药业专注重症领域、肿瘤及免疫、心脑血管、呼吸系统、神经退行性疾病的研究，不断运用健康大数据和 AI 技术，提高整体数据化、信息化、智能化水平，贯通药源基地、创新研发、智能制造、销售流通、智慧物流、多维终端的大健康全产业链，从优秀的中药产品制造商向卓越的大健康产业服务提供商转型。

## （二）估值比率的选择

可比公司法通常使用多种比率，这些比率大体可以分为基于盈利、账面价值、收入和基于行业这四种类型。就昆药集团所在行业而言，估值指标通常选择市盈率（P/E）、市净率（P/B）和企业价值倍数（EV/EBITDA）等。在上述指标中，EV/EBITDA 侧重于对企业整体价值的判断，而 P/E、P/B 侧重于对股东权益价值的判断。为对昆药集团股权价值进行分析，适合选取市盈率（P/E）、市净率（P/B）作为可比公司的估值指标。

本报告中所涉及的估值比率的计算公式如下所示：

截至基准日市盈率=可比上市公司截至 2022 年 5 月 5 日收盘市值÷可比上市公司截至 2022 年 3 月 31 日最近一年扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润；

其中，截至 2022 年 3 月 31 日最近一年扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润=2021 年第二季度至第四季度扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润+2022 年第一季度扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润。

截至基准日市净率=可比上市公司截至 2022 年 5 月 5 日收盘市值÷可比上市公司截至 2022 年 3 月 31 日归属于母公司股东的权益。

昆药集团可比公司市盈率情况如下：

序号	证券代码	证券简称	上市公司总市值（亿元）	截至基准日市盈率
1	600085.SH	同仁堂	552.57	42.88
2	002864.SZ	盘龙药业	35.56	37.50
3	000538.SZ	云南白药	984.33	29.89
4	600535.SH	天士力	160.44	27.36
5	600976.SH	健民集团	60.41	19.24
6	000989.SZ	九芝堂	77.89	30.89
7	603139.SH	康惠制药	15.14	93.47
8	603567.SH	珍宝岛	129.05	134.15
9	603858.SH	步长制药	210.96	19.67
10	300026.SZ	红日药业	177.85	25.77
平均值				<b>36.30</b>
中值				<b>29.89</b>

注：在计算上述估值指标的“平均值”和“中位数”时，剔除大于 100 的值

昆药集团可比公司市净率情况如下：

序号	证券代码	证券简称	上市公司总市值（亿元）	截至基准日市净率
1	600085.SH	同仁堂	552.57	5.01
2	002864.SZ	盘龙药业	35.56	4.13
3	000538.SZ	云南白药	984.33	2.51
4	600535.SH	天士力	160.44	1.29
5	600976.SH	健民集团	60.41	3.66
6	000989.SZ	九芝堂	77.89	1.90
7	603139.SH	康惠制药	15.14	1.43
8	603567.SH	珍宝岛	129.05	1.79
9	603858.SH	步长制药	210.96	1.42
10	300026.SZ	红日药业	177.85	2.22
平均值				<b>2.53</b>
中值				<b>2.06</b>

数据来源：Wind 资讯、可比公司公告

估值过程中，本报告拟使用市盈率和市净率指标的平均值和中位数作为估值参数依据。

### （三）可比公司法的估值结果

根据昆药集团 2021 年年度报告、2022 年第一季度报告，昆药集团截至 2022 年 3 月 31 日最近一年扣除非经常性损益后归属于母公司股东的净利润为 29,833.18 万元，截至 2022 年 3 月 31 日归属于母公司股东的权益为 489,836.08 万元。

以可比公司基于基准日市盈率数据计算，昆药集团对应价值如下：

单位：万元

指标	对应市值
基于平均值	1,082,858.54
基于中位数	891,751.55

以可比公司基于基准日市净率数据计算，昆药集团对应价值如下：

单位：万元

指标	对应市值
基于平均值	1,241,244.62

指标	对应市值
基于中位数	1,009,367.79

综合上述基于市盈率和市净率指标的计算结果，分别计算昆药集团股东全部权益价值及每股价格如下：

项目	较高值	较低值
昆药集团股东全部权益价值（万元）	1,241,244.62	891,751.55
每股价格（元）	16.37	11.76

综上，昆药集团本次估值价格为 11.76 元/股至 16.37 元/股，对应价值为 891,751.55 万元至 1,241,244.62 万元。

### 三、小结

基于昆药集团财务数据、其他关键假设及信息，采用可比公司法对昆药集团股东全部权益价值进行了估值，综合分析如下：

价值比率	估值范围上限	估值范围下限
<b>昆药集团股东全部权益价值</b>		
市盈率（万元）	1,082,858.54	891,751.55
市净率（万元）	1,241,244.62	1,009,367.79
综合估值结论（万元）	1,241,244.62	891,751.55
<b>昆药集团对应每股价格</b>		
市盈率（元/股）	14.28	11.76
市净率（元/股）	16.37	13.31
综合估值结论（元/股）	16.37	11.76

注：综合估值结论为两种估值结果的并集。

综上，根据可比公司法的估值结果，估值机构对昆药集团股东全部权益的市场价值范围的估值结果为 891,751.55 万元至 1,241,244.62 万元，根据总股本 758,255,769 股计算，对应每股价格范围为 11.76 元/股至 16.37 元/股。



## 第四章 报告结论

### 一、报告结论

基于前述分析，本报告采用可比公司法对昆药集团的市场价值进行了估值。估值机构对昆药集团股东全部权益于估值基准日的市场价值范围的估值结果为 891,751.55 万元至 1,241,244.62 万元，对应每股价格范围为 11.76 元/股至 16.37 元/股。

### 二、估值依据

#### （一）法律依据

- 1、《上市公司收购管理办法》（中国证券监督管理委员会令第 166 号）。
- 2、有关其他法律、法规、通知文件等。

#### （二）其他参考依据

- 1、中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）于 2022 年 3 月 17 日出具的众环审字 (2022)1610011 号《昆药集团股份有限公司审计报告》。
- 2、昆药集团 2021 年年度报告、2022 年第一季度报告。
- 3、Wind（万得）咨询数据库。

### 三、报告使用限制

本报告只能用于本报告载明的目的和用途。同时，本报告是在报告所述目的下，论证本次交易价格是否合理，未考虑国家宏观经济政策发生变化以及遇有自然力和其它不可抗力对资产价格的影响。当前述条件以及本报告遵循的持续经营假设等条件发生变化时，本报告结论一般会失效。本机构不承担由于这些条件的变化而导致报告结果失效的相关法律责任。

本报告成立的前提条件是本次经济行为符合国家法律、法规的有关规定，并得到有关部门的批准。

未征得本机构同意并审阅相关内容，本报告的全部或者部分内容不得被摘抄、引用或披露于公开媒体，法律、法规规定以及相关当事方另有约定的除外。

本机构在报告中发表的意见均基于截至2022年5月5日收集的市场情况、经济形势、财务状况等信息。本报告未考虑上述日期后发生的事件及情况。投资者应关注基准日后续发布的相关公告或事件。根据本报告目的，本报告未考虑相关公司未来的交易活动及股价表现。

#### **四、报告有效期**

本报告的使用有效期为12个月。

(本页无正文，为《华泰联合证券有限责任公司关于华润三九医药股份有限公司取得昆药集团股份有限公司控制权之估值报告》之签字盖章页)

估值人员：

张叔生

张叔生

张蓝月

张蓝月

法定代表人(或授权代表)：

江禹

江禹

华泰联合证券有限责任公司(盖章)

