

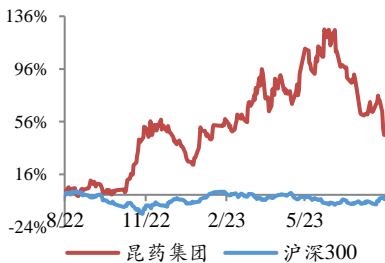
## 战略明晰模式重构，蓄势而发启新程

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-08-04

收盘价(元)	15.91
近12个月最高/最低(元)	24.62/10.82
总股本(百万股)	758
流通股本(百万股)	757
流通股比例(%)	99.87
总市值(亿元)	121
流通市值(亿元)	120

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

### 主要观点：

#### ● 产品种类丰富，天然植物药领域领先者

昆药集团股份有限公司成立于1951年3月，2000年12月在上海证券交易所上市，是华润三九旗下天然植物药的领先企业。公司产品涵盖心脑血管、骨科、抗疟疾及脾胃类、妇科（身心）类等治疗领域，核心产品包括昆药血塞通系列、蒿甲醚系列、参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒、玻璃酸钠注射液、阿法骨化醇软胶囊、草乌甲素软胶囊等。2022年公司实现营业收入82.82亿元，同比+0.35%，归母净利润3.83亿元，同比-24.52%，公司营收基本持平而归母净利润同比下降，主要系公司2022年做了资产减值计提，以及2021年归母净利润高基数的缘故。2023年一季度实现营业收入19.1亿元，同比-19.19%；归母净利润1.31亿元，同比+14.47%。

#### ● 战略明晰模式重构，蓄势而发启新程

2023年1月19日，随着公司董、监事会改组工作圆满完成，公司控股股东变更为华润三九医药股份有限公司（以下简称“华润三九”），直接持股比例为28%。实际控制人变更为中国华润有限公司，公司正式成为华润三九旗下成员企业。随后，昆药集团与华润三九顺利开展了启航计划“四个重塑”行动学习项目第三阶段“组织发展”的主题融合活动，为昆药“十四五”的业务发展把脉定向、守正创新。华润三九成为昆药集团的控股股东后，将从渠道、品牌、管理等各方面为昆药集团赋能，深入挖掘公司产品及品牌内涵。借助已有经验赋能昆药，实现资源共享，推进公司“打造银发经济健康第一股、慢病管理领导者、精品国药领先者”的战略目标，为实现新突破谋篇布局。

#### ● 慢病管理、精品国药双平台驱动，从新出发

面对集采常态化、消费健康化、人口老龄化的发展新趋势，公司聚焦“大品种-大品牌-大品类”战略关键点，着力打造以“昆药血塞通”系列产品为核心的慢病管理平台和以“昆中药1381”系列精品国药为核心的健康消费平台的核心竞争力。2022年，公司注射用血塞通（冻干）同比增长72.64%。2023年Q1，注射用血塞通（冻干）的市场占有率不断提升，同比增长40.50%；血塞通口服系列产品同比增长38.40%，其中核心产品血塞通软胶囊同比增长82.08%。昆中药肇启于明太祖洪武十四年（1381年），是我国五大中药老号之一，拥有黄金单品+明星产品+种子产品三个不同梯度的产品集群。香砂平胃颗粒作为基药独家品种，2022年实现销售1.72亿元，同比+29.22%。金花消痤丸、清肺化痰丸作为潜力品种快速上量，分别实现60.21%、19.44%的增速。

### ● 投资建议

我们预计，公司 2023-2025 年营收分别为 91.19/100.87/110.90 亿元，分别同比增长 10.1%/10.6%/9.9%，归母净利润分别为 6.15/7.52/9.18 亿元，分别同比增长 60.5%/22.3%/22.1%，对应估值为 20X/16X/13X。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

### ● 风险提示

行业政策变化风险；研发创新风险；原材料价格波动风险；产品质量风险。

### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8282	9119	10087	11090
收入同比 (%)	0.3%	10.1%	10.6%	9.9%
归属母公司净利润	383	615	752	918
净利润同比 (%)	-24.5%	60.5%	22.3%	22.1%
毛利率 (%)	41.5%	46.2%	46.9%	47.1%
ROE (%)	7.7%	11.2%	12.1%	12.9%
每股收益 (元)	0.51	0.81	0.99	1.21
P/E	27.69	19.56	15.99	13.10
P/B	2.15	2.20	1.93	1.68
EV/EBITDA	12.66	11.13	9.13	7.16

资料来源: ifind, 华安证券研究所

## 正文目录

1. 战略明晰模式重构，蓄势而发启新程.....	5
1.1 公司产品种类丰富，天然植物药领域领先者.....	5
1.2 战略融合加速推进，全面落实“四个重塑”.....	6
1.3 核心管理层经验丰富，引领公司发展.....	6
1.4 公司业绩稳健增长，费用率稳定.....	7
2. 慢病管理、精品国药双平台驱动，从新出发.....	9
2.1 “昆药血塞通”：品牌+学术深度赋能，构建慢病管理平台.....	9
2.2 “昆中药 1381”：聚焦精品国药，品牌中药强势崛起.....	14
2.3 多平台以新应变，提质增效，焕新赋能.....	18
3. 推荐逻辑及盈利预测.....	20
3.1 盈利预测.....	20
3.2 推荐逻辑.....	22
风险提示.....	23
财务报表与盈利预测.....	24

## 图表目录

图表 1 公司核心产品	5
图表 2 公司发展历程	5
图表 3 公司股权结构	6
图表 4 公司管理层介绍	7
图表 5 营业收入及同比增长（亿元、%）	8
图表 6 归母净利润及同比增长（亿元、%）	8
图表 7 公司销售毛利率、销售净利率情况	8
图表 8 公司期间费用率情况	8
图表 9 “血塞通”产品研发历程	9
图表 10 三七系列产品	9
图表 11 2012-2021 年全国 65 周岁及以上老年人口数量及占全国总人口比重（万人，%）	10
图表 12 2012-2019 年中国 40 岁以上卒中人口标化患病率	11
图表 13 中国成人不同性别和年龄段的卒中患病率	11
图表 14 2017-2022 年中国慢性病市场规模（亿元）	11
图表 15 2020 年中国慢性病五类药物在城市实体药店终端占比	12
图表 16 血塞通产品学术成果	12
图表 17 2021 年心血管中成药院内销售 TOP10 品种	13
图表 18 2021 年心血管中成药院内销售 TOP10 药企	13
图表 19 公司血塞通产品销量（万支，按 200MG 每支换算；万粒，按 100MG 每粒）	14
图表 20 昆中药主要产品	15
图表 21 昆中药总营收及同比增长（亿元，%）	17
图表 22 昆中药归母净利润及同比增长（亿元，%）	17
图表 23 主要研发项目	17
图表 24 昆药商业总营收及同比增长（亿元，%）	19
图表 25 贝克诺顿总营收及同比增长（亿元，%）	20
图表 26 贝克诺顿净利润及同比增长（亿元，%）	20
图表 27 业绩拆分（百万元）	21
图表 28 可比估值	22

# 1. 战略明晰模式重构，蓄势而发启新程

## 1.1 公司产品种类丰富，天然植物药领域领先者

昆药集团股份有限公司成立于 1951 年 3 月，2000 年 12 月在上海证券交易所上市。公司依托昆药、昆中药、贝克诺顿、贝克诺顿（浙江）、血塞通药业、版纳药业、武陵山制药七大国家 GMP 标准的现代化医药生产平台，拥有粉针剂、注射剂、胶囊剂、片剂、颗粒剂、丸剂、散剂等全剂型智能化生产线，公司共有产品批准文号 600 余张，是全国独具特色的天然植物药研发、生产、营销一体化企业。公司产品涵盖心脑血管、骨科、抗疟疾及脾胃类、妇科（身心）类等治疗领域，核心产品包括昆药血塞通系列、蒿甲醚系列、参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒、玻璃酸钠注射液、阿法骨化醇软胶囊、草乌甲素软胶囊等。

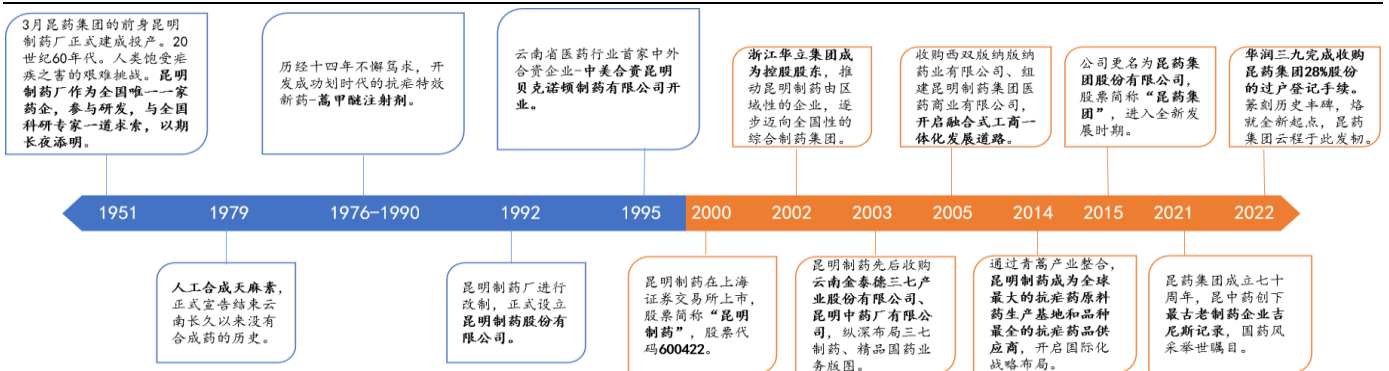
图表 1 公司核心产品



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司的前身是 1951 年建立的昆明制药厂；1992 年，昆明制药厂进行改制，正式设立昆明制药股份有限公司；2000 年，昆明制药在上海证券交易所挂牌上市(股票代码为 600422)；2015 年，公司名称变更为“昆药集团股份有限公司”，股票简称“昆药集团”；2021 年是公司成立 70 周年，昆中药创下最古老制药企业吉尼斯纪录；2022 年，华润三九收购昆药集团 28% 的股份，成为公司控股股东，开启昆药集团新征程。

图表 2 公司发展历程



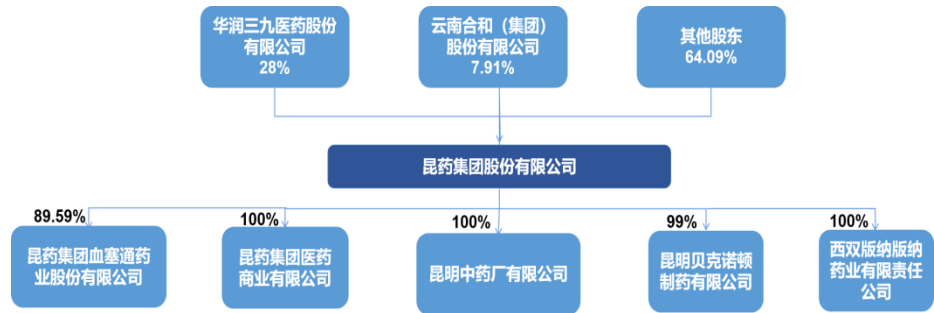
资料来源：公司社会责任报告，华安证券研究所

## 1.2 战略融合加速推进，全面落实“四个重塑”

2023年1月19日，随着公司董、监事会改组工作圆满完成，公司控股股东变更为华润三九医药股份有限公司（以下简称“华润三九”），直接持股比例为28%。实际控制人变更为中国华润有限公司，公司正式成为华润三九旗下成员企业。

昆药集团旗下拥有昆中药、贝克诺顿、昆明商业等60多家参控股公司，核心业务涵盖药物研发、生产及销售、医药流通及大健康产业等领域。昆中药是“中华老字号”企业，云南十大历史品牌企业，核心产品包括参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒等大品种，同时涵盖清肺化痰丸、止咳丸、金花消痈丸等具有高增长潜力的产品，形成产品集群丰富且有梯度的精品国药平台。贝克诺顿是昆药集团下的国际化医药平台，专注于骨风肾疾病治疗领域多年，核心产品包括阿法骨化醇软胶囊、草乌甲素软胶囊等。

图表 3 公司股权结构



资料来源：公司年报，华安证券研究所

### 华润三九入主昆药，战略融合

为推动公司加速融入华润三九，赋能公司“十四五”高质量发展，携手促进健康产业，2023年，昆药集团与华润三九顺利开展了启航计划“四个重塑”行动学习项目第三阶段“组织发展”的主题融合活动，为昆药“十四五”的业务发展把脉定向、守正创新。

华润三九成为昆药集团的控股股东后，公司主要变化体现在以下三个方面：**一是明晰战略和业务聚焦**，公司在百日融合阶段，持续与华润三九推进实现战略、组织、文化融合，并共同确定了公司“打造银发经济健康第一股、慢病管理领导者、精品国药领先者”的战略目标。**二是业务赋能**，从渠道维度方面，公司正式加入三九商道，希望未来借助三九商道体系和终端覆盖等优势，进一步提升公司的渠道覆盖、终端掌控能力。从品牌维度方面，华润三九协同公司深入挖掘公司产品及品牌内涵，并借助华润三九在品牌打造方面的丰富经验赋能昆药，实现资源共享，共同把“昆药”、“昆中药 1381”品牌打造成全国有影响力的品牌。**三是管理赋能**，公司在华润体系的指引下拟定更为长远的战略目标，在公司运营管理方面引入6S管理体系，在风险管理、业务拓展、组织架构等方面会拥有更强的执行力和管理水平，公司也将围绕华润三九丰富的战略和管理经验，持续提升公司运营管理水平。

## 1.3 核心管理层经验丰富，引领公司发展

**核心管理层经验丰富。**公司董事长邱华伟，复旦大学遗传学与遗传工程专业学士学位，高级工程师；曾任深圳市三九医药贸易有限公司董事长，华润三九医药股份有限公司高级副总裁、总裁，华润江中制药集团有限责任公司董事；兼任中国非

处方药物协会执行会长，中国农村卫生协会副会长，世界中医药学会联合会中药新药创制专业委员会理事会常务理事；现任华润三九医药股份有限公司董事长，昆药集团董事长。公司副董事长颜炜，曾任华润三九医药股份有限公司 OTC 事业部总经理、康复慢病事业部总经理；现任昆药集团副董事长。公司总裁钟祥刚，曾任昆药集团副总裁，昆明中药厂有限公司总经理、董事长，昆明贝克诺顿制药有限公司董事长；现任昆药集团董事、总裁。公司其余核心管理团队也都是从业多年，有能力推进公司的进一步向好发展。

**图表 4 公司管理层介绍**

姓名	职务	主要工作经历
邱华伟	董事长	曾任深圳市三九医药贸易有限公司董事长，华润三九医药股份有限公司高级副总裁、总裁，华润江中制药集团有限责任公司董事。兼任中国非处方药物协会执行会长，中国农村卫生协会副会长，世界中医药学会联合会中药新药创制专业委员会理事会常务理事。现任华润三九医药股份有限公司董事长，昆药集团董事长。
颜炜	副董事长	曾任华润三九医药股份有限公司 OTC 事业部总经理、康复慢病事业部总经理。现任昆药集团副董事长。
李双友	副董事长	曾任云南红塔集团有限公司计划财务科科长、副总经理、党委书记、董事等职，昆药集团监事，云南合和（集团）股份有限公司董事、金融资产部部长。现任云南合和（集团）股份有限公司党委委员、副总经理，红塔创新投资股份有限公司、云南红河投资有限公司、云南红塔特钢新材料股份有限公司董事长，昆药集团副董事长。
钟祥刚	董事、总裁	曾任昆药集团副总裁，昆明中药厂有限公司总经理、董事长，昆明贝克诺顿制药有限公司董事长。现任昆药集团董事、总裁。
钟江	监事会主席	曾任华润三九（雅安）药业有限公司副总经理、财务总监，华润三九医药股份有限公司财务管理中心助理总经理、副总经理。现任华润三九医药股份有限公司财务管理中心总经理，昆药集团监事会主席。
席凯	副总裁	曾任华润三九医药股份有限公司公共事务中心副总经理、纪委办公室副主任，昆药集团股份有限公司纪委书记。现任昆药集团股份有限公司副总裁。
孟丽	副总裁	曾任昆药集团董事会办公室主任、证券事务代表、行政总监、综合平台负责人、党委书记，现任昆药集团副总裁。
孙志强	财务总监	曾任华润三九医药股份有限公司财务管理中心助理总经理。现任昆药集团股份有限公司财务总监、财务负责人。
刘军锋	副总裁	曾任山东绿叶制药股份有限公司研发中心办公室主任、天然药物实验室副主任，山东靶点药物研究有限公司常务副总经理，神威药业集团有限公司药物研究院院长，健民药业集团股份有限公司副总裁。现任昆药集团副总裁。
张梦珣	董事会秘书	曾任上海里兆律师事务所、上海毅石律师事务所执业律师，上海实业发展股份有限公司法务部助理总经理、董事会办公室副总经理、总经理兼证券事务代表。现任昆药集团董事会秘书。

资料来源：公司年报，公司公告，华安证券研究所

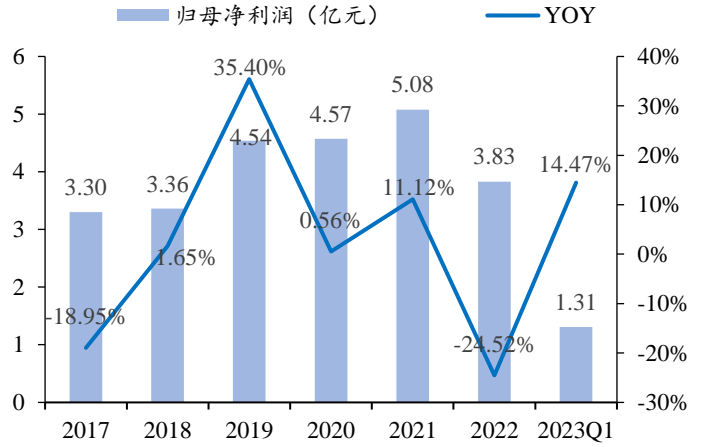
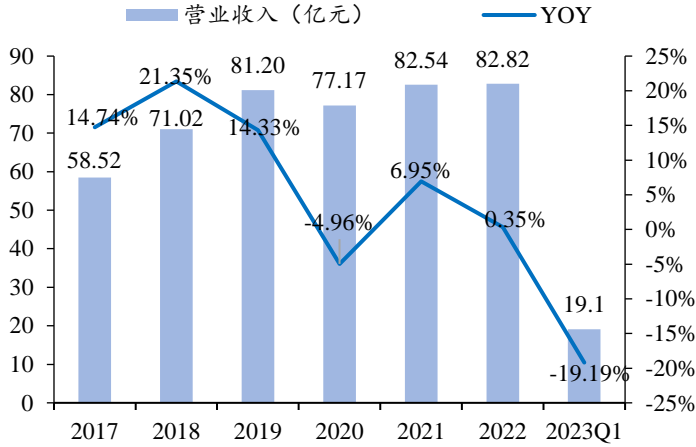
## 1.4 公司业绩稳健增长，费用率稳定

**2017 年-2021 年，公司业绩稳健增长。**2017 年至 2019 年，公司经营较为稳定，营收与归母净利润均实现持续增长。2019 年之后，受市场环境、国家政策等因素的综合影响，公司院线业务发展受到一定的限制，尤其是针剂业务销售收入下滑明显；随后公司推动“针剂-口服”、“处方-零售”双轮驱动战略，2020 年后公司收入结构在核心口服品种的较快增长带动下产生了明显变化，2021 年公司营收与归母净利润共创佳绩。

2022 年, 公司实现营业收入 82.82 亿元, 同比+0.35%, 与上年同期基本持平; 归母净利润 3.83 亿元, 同比-24.52%, 公司营收基本持平而归母净利润同比下降, 主要系公司 2022 年做了资产减值计提, 以及 2021 年归母净利润高基数的缘故。2023 年第一季度, 公司实现营业收入 19.1 亿元, 同比-19.19%; 其中, 工业板块实现收入 10.97 亿元, 同比+13.60%; 商业板块因昆药商业业务结构持续优化, 与去年同期相比减少了调拨业务, 因此商业板块实现收入 6.86 亿元, 同比-28.70%; 归母净利润 1.31 亿元, 同比+14.47%, 利润端优势明显。

图表 5 营业收入及同比增长 (亿元、%)

图表 6 归母净利润及同比增长 (亿元、%)



资料来源: ifind, 华安证券研究所

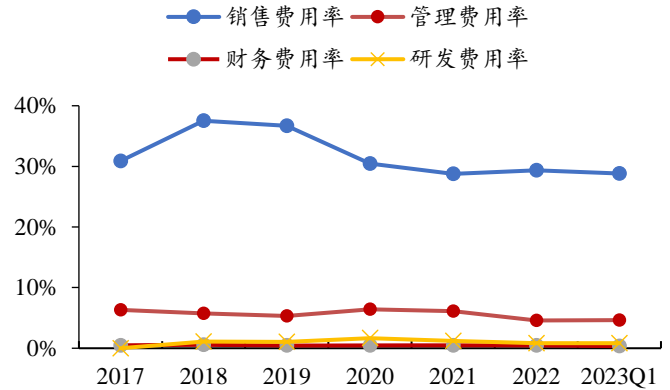
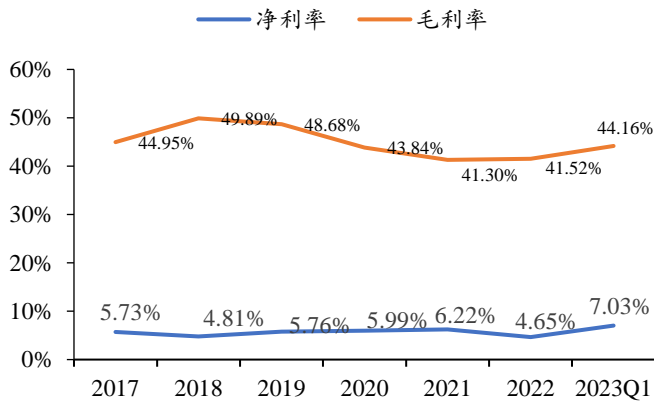
资料来源: ifind, 华安证券研究所

2017 年至 2019 年, 公司效率不断提升, 毛利率与净利率均实现增长, 2020 年至 2022 年, 公司毛利率和净利率基本保持稳定。随着华润三九入主, 昆药加速整合以及公司内部结构的持续优化, 2023 年公司的毛利率、净利率有望进一步提升。

2022 年由于市场推广活动增加所致销售费用率有所回升, 2023 年一季度, 销售费用率、财务费用率、管理费用率和研发费用率总体保持稳定。

图表 7 公司销售毛利率、销售净利率情况

图表 8 公司期间费用率情况



资料来源: ifind, 华安证券研究所

资料来源: ifind, 华安证券研究所

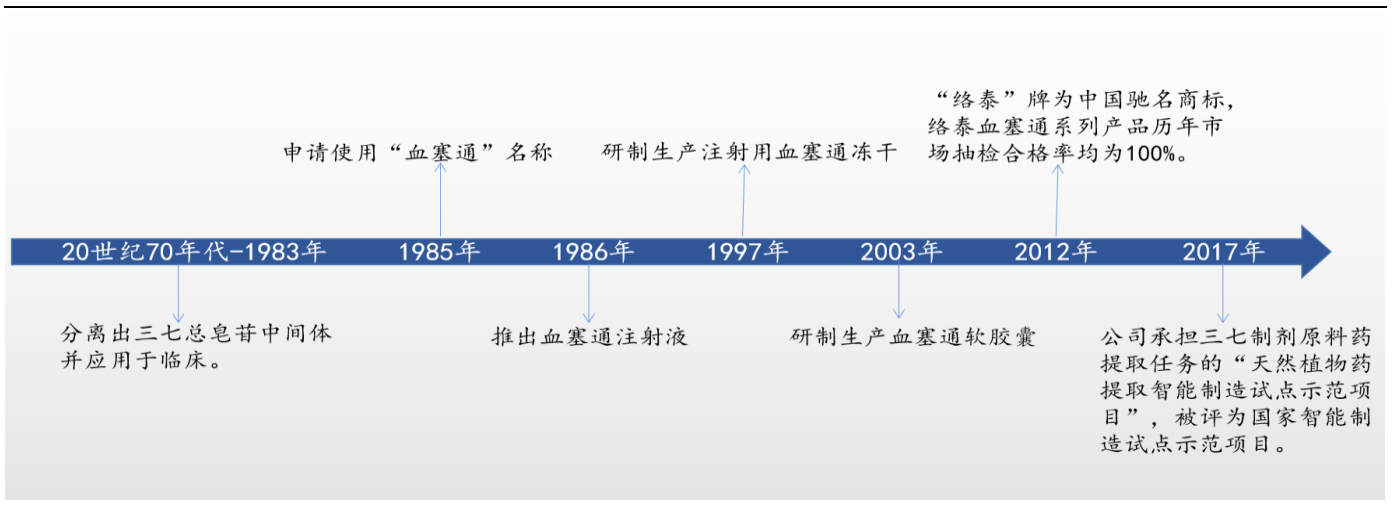


## 2. 慢病管理、精品国药双平台驱动，从新出发

### 2.1 “昆药血塞通”：品牌+学术深度赋能，构建慢病管理平台

三七是一种传统名贵中药材，主产于云南，具有止血、活血散瘀、消肿止痛及滋补强壮等作用，享有“金不换”、“参中之王”、“南国明珠”等美誉。公司最早于20世纪70年代从三七中分离出三七总皂苷中间体，并于1983年应用于临床；1985年，公司申请使用“血塞通”名称，1986年推出血塞通注射液；随后1997年，公司研制生产了注射用血塞通冻干，并于六年后研发生产了血塞通软胶囊，其中，“络泰”牌为中国驰名商标，络泰血塞通系列产品历年市场抽检合格率均为100%。

图表 9 “血塞通”产品研发历程



资料来源：公司官网，华安证券研究所

三七系列产品主要包含络泰牌血塞通软胶囊、注射用血塞通（冻干）、血塞通片、血塞通颗粒和血塞通滴丸。血塞通软胶囊的主要成份为三七总皂苷，主治活血祛瘀，通脉活络。用于瘀血阻滞所致的缺血性中风病（脑梗塞）中经络恢复期，症见半身不遂、偏身麻木、口舌歪斜，语言蹇涩等。昆药集团作为三七制剂国家标准制定者，现已拥有从三七 GAP 种植、饮片加工到三七总皂苷提取、制剂生产、专业营销推广的完整产业链，建立从种植、采购、研发、生产、质量检验到仓储物流全生命周期的可溯源智能化管控。公司将围绕“延链-补链-强链”，加速推动三七产业链上中下游资源整合，力争成为中国三七产业规范发展的核心力量。

图表 10 三七系列产品



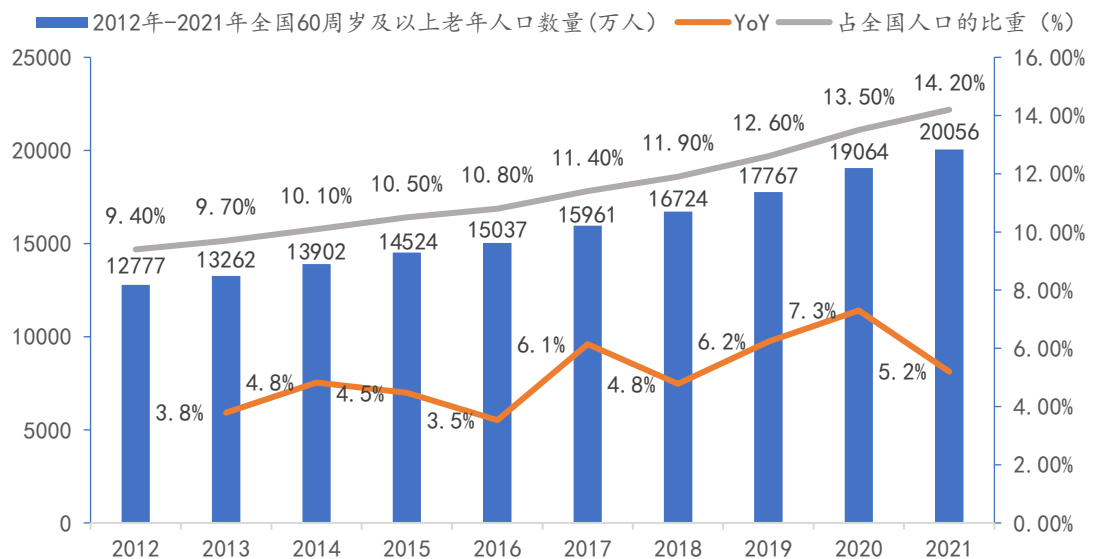
资料来源：公司社会责任报告，华安证券研究所

### 我国人口老龄化不断加剧，老年健康服务体系日益健全

2012-2021 年全国 65 周岁及以上老年人口数量不断增长，根据国家统计局的数据，2021 年全国 65 周岁及以上老年人口达到 20056 万人，占总人口的 14.2%，年复合增长率为 5.1%。依据《中国发展报告 2020：中国人口老龄化的发展趋势和政策》，预计在 2022 年前后全国 65 岁以上人口将占到总人口的 14.0%，实现向老龄社会的转变；2050 年，中国老龄化将达到峰值，中国 65 岁以上人口将占到总人口的 27.9%。随着老年人口数量不断增长，针对老年的健康管理需求呈增长态势。2022 年《政府工作报告》提出：“积极应对人口老龄化，优化城乡养老服务供给，推动老龄事业和产业高质量发展”。

截至 2020 年底，全国设有 1 个国家老年医学中心和 6 个国家老年疾病临床医学研究中心，2642 个二级及以上综合性医院设有老年医学科，设有安宁疗护科的医院 510 个，全国安宁疗护试点扩大到 91 个市（区），两证齐全（具备医疗卫生机构资质，并进行养老机构备案）的医养结合机构达到 5857 家，床位数达 158 万张。为了更好应对人口老龄化问题，我国老年健康服务体系日益健全。

图表 11 2012-2021 年全国 65 周岁及以上老年人口数量及占全国总人口比重（万人，%）



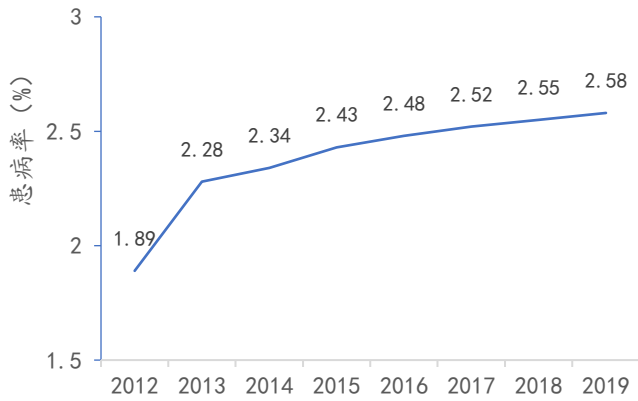
资料来源：2021 年度国家老龄事业发展公报，华安证券研究所

### 人口老龄化加速，卒中疾病负担加重

卒中是危害国人健康的重大慢性疾病，具有高发病率、高死亡率、高复发率等特点。2012-2019 年我国卒中患病率不断上升，数据显示 40 岁及以上人群的卒中人口标化患病率由 1.89% 上升至 2.58%，2019 年我国 40 岁及以上人群现患和曾患卒中人数约为 1704 万。卒中已成为我国居民主要死亡原因之一，卒中现状不容乐观。

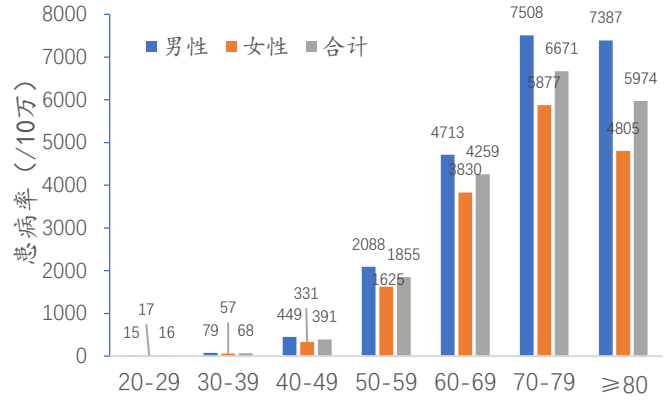
根据《中国脑卒中流行病学调查 2013》数据显示，老年人患卒中疾病的风险明显增大。10 万人中，40-49 岁人群的发病人数为 391。随着年龄增长，患病几率不断增加，70-79 岁人群患病率达到峰值。作为世界上人口老龄化加速的国家，中国在降低卒中发病率和死亡率方面的负担日益加重。

图表 12 2012-2019 年中国 40 岁以上卒中人口标化患病率



资料来源:《中国脑血管杂志》,华安证券研究所

图表 13 中国成人不同性别和年龄段的卒中患病率



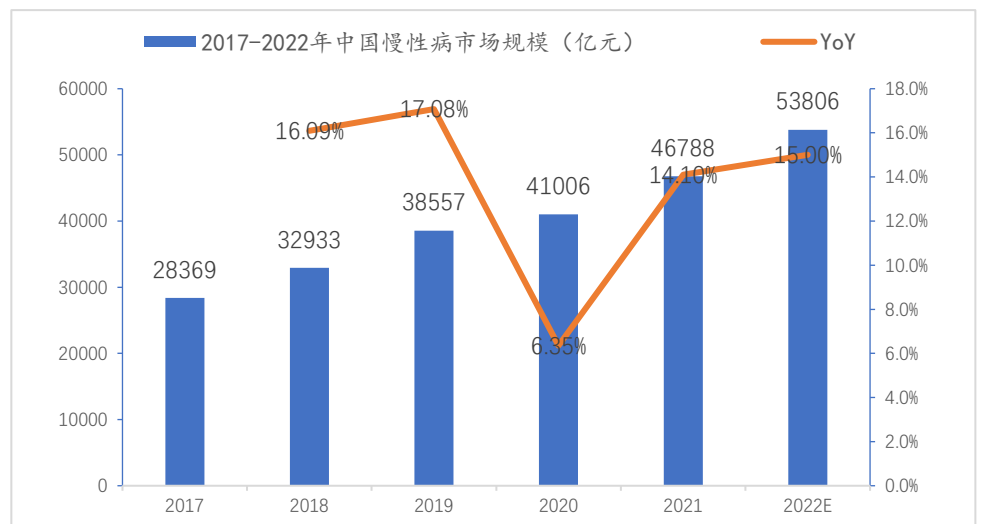
资料来源:《中国卒中杂志》,华安证券研究所

### 慢性病市场规模呈现扩张趋势,心脑血管用药占比突出

根据《2017 中国卫生和计划生育统计年鉴》数据显示,心脑血管病、癌症和慢性呼吸系统疾病是我国城乡居民的主要死因,慢性病出院病人数和人均医疗费用持续上升。《健康管理蓝皮书》指出我国慢性病发病人数在 3 亿左右,我国慢性病呈现“患病人数多、患病时间长、医疗成本高、服务需求大”的特点。基于此背景,中国慢性病市场规模近年来增长较快,支出总额从 2017 年 28369 亿元增长至 2021 年的 46788 亿元,年均复合增长率为 13.32%,预计市场规模未来将持续增加。

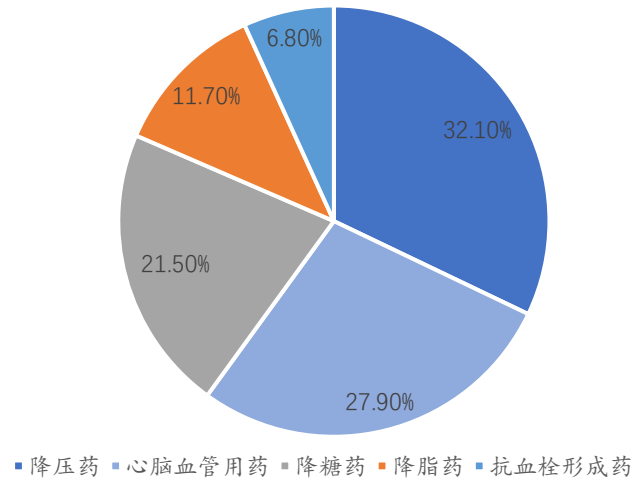
随着生活节奏的加快,高血压、心血管系统疾病、糖尿病、高血脂等慢病的发病率在逐渐提高,从而促进了降压药、心脑血管用药、降糖药、抗血栓形成药、降脂药等慢病用药市场规模的提升。米内网数据显示,2020 年中国城市实体药店终端慢性病用药占比最高为降压药,32.10%,其次为心脑血管用药,占比 27.90%。

图表 14 2017-2022 年中国慢性病市场规模 (亿元)



资料来源:中商情报网,华安证券研究所

图表 15 2020 年中国慢性病五类药物在城市实体药店终端占比



资料来源：米内网，华安证券研究所

### 昆药血塞通产品竞争格局良好，核心产品优势明显

昆药集团的血塞通类产品作为心血管中成药脑血管药品亚类产品，占据心血管中成药较高的销售市场份额。已有研究表明血塞通软胶囊在脑卒中二级预防中具有明确的经济性优势，并肯定了血塞通软胶囊的研究成果具有创新性和实用性。同时，APM (Annals Of Palliative Medicine) 最新 Meta 分析文章表明昆药血塞通软胶囊对缺血性脑卒中患者预后安全有效。

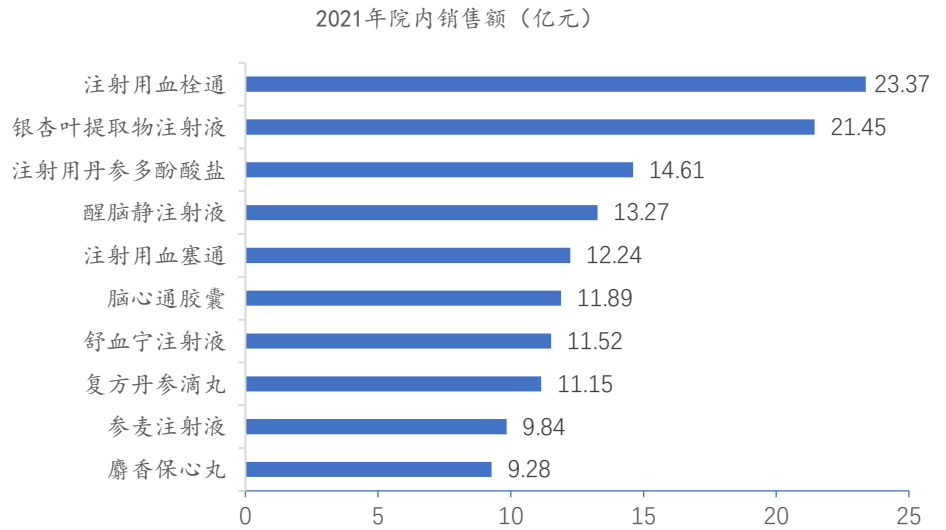
图表 16 血塞通产品学术成果

类别	学术项目	备注
血塞通软胶囊	用于缺血性脑卒中中的药物经济学评价顺利结题 多个新立项项目正式启动	二次开发项目获突破
	用于缺血性脑卒中二级预防的临床价值 与医疗资源使用分析项目结题	临床研究成果显著
	APM (Annals Of Palliative Medicine) 最新 Meta 分析文章表明昆药血塞通软胶囊对缺血性 脑卒中患者预后安全有效	临床研究成果显著

资料来源：公司年报，华安证券研究所

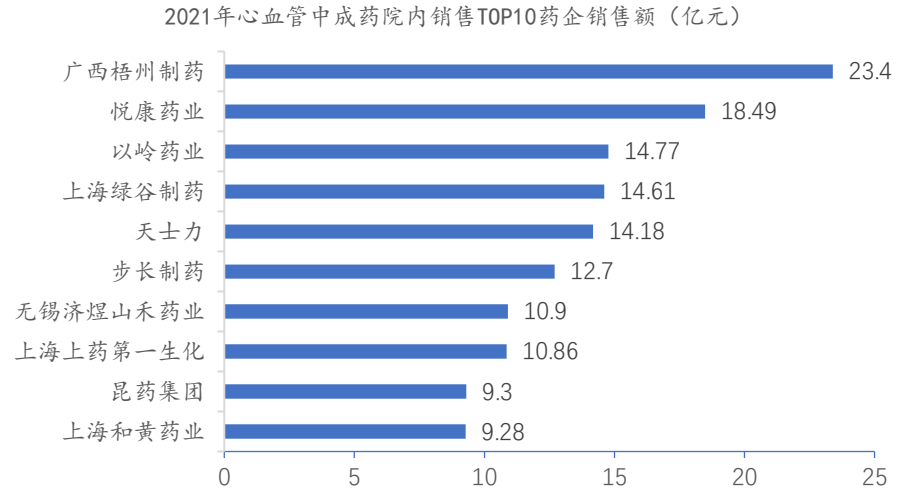
根据药融云数据显示，注射用血塞通产品 2021 年销售额为 12.24 亿元，进入 2021 年心血管中成药院内销售 TOP10 品种，占据第五位。昆药集团也凭借核心产品进入 2021 年心血管中成药院内销售 TOP10 药企，占据第 9 位。

图表 17 2021 年心血管中成药院内销售 TOP10 品种



资料来源：药融云，华安证券研究所

图表 18 2021 年心血管中成药院内销售 TOP10 药企



资料来源：药融云，华安证券研究所

**“昆药血塞通”注射剂：**面对国家对中成药集采“扩圈”趋势，公司根据自身情况制定参与策略、积极参与省际联盟集采，2022 年公司注射用血塞通（冻干）在以湖北、广东、北京牵头的省际联盟集采中连下数城。公司紧抓注射用血塞通（冻干）集采联盟中标契机，积极推进中标省份执标，较快速提升产品在相关市场占有率。2022 年初，各省陆续发布了《关于开展部分医保药品支付标准试点工作的通知》，明确指出将部分药品纳入医保支付标准试点范围，且药品的限定支付范围调整至药品说明书范围，公司的注射用血塞通（冻干）等药品被部分省医保局列为医保药品支付试点品种；2023 年 1 月，国家医保局发布了《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》2022 版，新版目录对部分中成药的使用限制及支付限制进行了调整，其中包括了公司的注射用血塞通（冻干）等产品。

对此，公司在守住基本盘的基础上，以注射用血塞通（冻干）等药品被纳入医

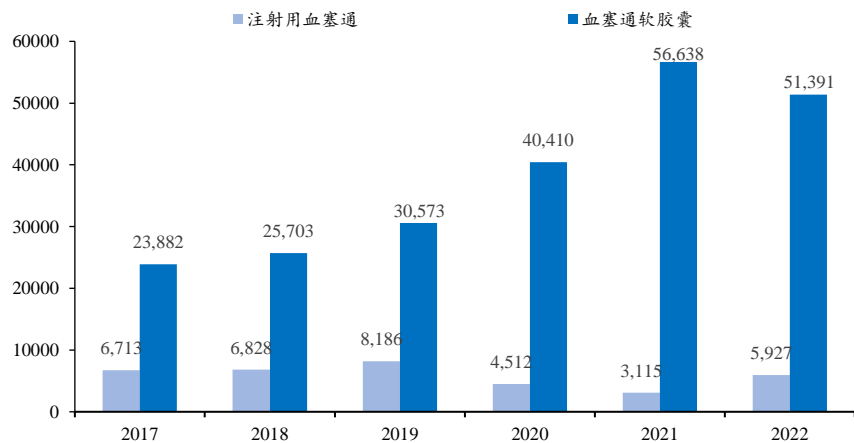
保药品支付试点品种范围为突破口，以相对具备竞争优势的品规产品亮剑争锋打头阵，积极推动纳入产品在各省的解限落地执行，为增量盘稳步提速奠定基础。2022年，公司注射用血塞通（冻干）同比增长 72.64%；2023 年一季度，产品的市场占有率不断提升，同比增长 40.50%。

未来，公司将充分利用集采中标及医保解限两大窗口期，稳步推进和开拓市场渠道，不断提升产品市场占有率，并努力夯实和稳定针剂市场格局。

**“昆药血塞通”口服系列：**公司部分血塞通口服剂产品受到未参与省际联盟集采的影响，2022 年，昆药血塞通系列口服产品实现销售 8.00 亿元，同比下滑 15.60%。对此，公司积极采取措施应对，一方面，以“自营+招商”模式，持续提升终端掌控与医院开发能力，并充分发挥血塞通软胶囊与血塞通滴丸的渠道组合优势，积极推进血塞通品类的临床学术力和品牌影响力，尽可能保持院内市场销售平稳度过集采“阵痛期”。另一方面，继续大力开拓院外市场，“学术赋能+品牌打造”双管齐下，强化与头部连锁药店的战略合作持续，搭建心脑血管疾病慢病管理生态圈，不断打开产品增量市场空间。2023 年 Q1，血塞通口服系列产品同比增长 38.40%，其中核心产品血塞通软胶囊持续聚焦“强品牌+强学术”的市场策略，一季度实现同比增长 82.08%。

未来，公司将围绕“健康老龄化”需求，聚焦“中风防治”这一重要慢病市场，持续树立品牌专业标杆，下沉市场资源配置，搭建以中风防治为核心的心脑血管慢病管理生态圈，致力将昆药血塞通打造为中风防治领域专业品牌；同时持续探索基层医疗 FBBC 模式（“F”即上游药品生产企业，“B”即医药流通企业，第二个“B”即终端药店和诊所，“C”即消费者）以承接处方药下沉，借助 DDI（渠道数据自动采集）直连等数字化手段助力营销模式升级，加强非医保品种销售渠道的挖掘和建设，通过多维探索模式升级驱动销售增长。

图表 19 公司血塞通产品销量（万支，按 200mg 每支换算；万粒，按 100mg 每粒）



资料来源：公司年报，华安证券研究所

## 2.2 “昆中药 1381”：聚焦精品国药，品牌中药强势崛起

### 打造黄金单品，补充管线，重塑中药老字号产品价值

昆中药肇启于明太祖洪武十四年（1381 年），至今已有 600 多年的历史，获得了世界吉尼斯纪录——“全球最古老的制药企业”。昆中药重点聚焦参苓健脾胃颗粒、

舒肝颗粒、香砂平胃颗粒三大黄金单品，持续培育清肺化痰丸、金花消痈丸、口咽清丸等在内的潜力品种和特色品种，并取得安宫牛黄丸、板蓝根颗粒等产品上市许可批件，从品类、规模等不同维度构建产品梯队。

图表 20 昆中药主要产品

药(产)品名称	所属产品矩阵	规格	药(产)品图	适应症或功能主治	是否处方药	是否属于中药保护品种(如涉及)	是否纳入国家基药目录	是否纳入国家医保目录
参苓健脾胃颗粒	脾胃消化类	每袋装 5 克		补脾健胃，利湿止泻。用于脾胃虚弱，饮食不消，或泻或吐，形瘦色萎，神疲乏力。	否	否	否	否
舒肝颗粒	妇科(身心)	每袋装 10 克		舒肝理气，散郁调经。用于肝气不舒的两胁疼痛，胸腹胀闷，月经不调，头痛目眩，心烦意乱，口苦咽干，以及肝郁气滞所致的面部黧黑斑(黄褐斑)。	否	否	否	是
香砂平胃颗粒	脾胃消化类	每袋装 10 克		健脾，温中，燥湿。用于饮食不节，食湿互滞，胃脘胀痛，消化不良。	双跨	否	是	是
金花消痈丸	经典名方群	每袋装 4g		热泻火，解毒消肿。用于肺胃热盛所致的痤疮，粉刺，口舌生疮，胃火牙痛，咽喉肿痛，目赤，便秘，尿黄赤。	否	否	否	否
口咽清丸	经典名方群	每袋装 0.5g		清热降火，生津止渴。用于咽喉肿痛，牙疳口疮，津液不足，口干舌燥。	否	否	否	否
板蓝清热颗粒	感冒呼吸类	每袋装 10g		清热解毒，疏散风热，利咽消肿。用于外感风热，热毒壅盛所致感冒发热，头痛，目赤，咽喉肿痛；流感，急性咽炎，扁桃腺炎，腮腺炎见上述证候者。	是	否	否	否
清肺化痰丸	经典名方群	每袋装 6g		降气化痰，止咳平喘。用于肺热咳嗽，痰多气喘，痰涎壅盛，肺气不畅。	否	否	否	否

丹梳道  
遥丸

妇科 每袋装 6g



舒肝解郁，清热调经。用于肝郁化火，胸胁胀痛，烦闷急躁，颊赤口干，食欲不振或有潮热，以及妇女月经先期，经行不畅，乳房与少腹胀痛。

否 否 是 是

资料来源：公司官网，华安证券研究所

### 参苓健脾胃颗粒：传承经典名方，强品牌战略初见成效。

参苓健脾胃颗粒源自宋代（公元 1080 年）《太平惠民和剂局方》，传承经典名方“参苓白术散”，药性平和，温而不燥，用于腹胀、腹泻、不思饮食，是调理脾胃虚弱的传统方剂，为云南名牌产品。

参苓健脾胃颗粒主打补脾和 OTC 市场，涉及中老年、儿童及长期服药导致脾胃虚弱的人群。2022 年，昆中药整合资源优势，率先引领参苓健脾胃颗粒破圈，打造品牌专属 IP，积极塑造脾胃健康文化，以“每餐一包，四季健脾胃”的形象成为话题单品。同时，公司并先后与一心堂、健之佳、老百姓、大参林、高济医疗、益丰、漱玉平民等连锁终端签订参苓健脾胃颗粒战略合作协议，携手各大连锁药店，通过品牌出圈、营销跨界、终端场景等八大增量驱动 OTC 快消化营销，实现线上线下、渠道内外联动赋能。从 2019 年至 2022 年，参苓健脾胃颗粒品牌渗透率持续上涨至 3 倍。2022 年 7 月，由业内权威医药信息平台米内网主办的 2022 米思会上，参苓健脾胃颗粒荣获“2022 中国连锁药店最具合作价值单品”奖。2022 全年，参苓健脾胃颗粒实现销售 3.26 亿元，同比增长 22.66%。

### 舒肝颗粒：市场竞争格局好，大品种战略深扎市场

舒肝颗粒是昆中药研制的全国医保产品，荣获云南名牌产品称号，是舒肝理气、调节内分泌、改善心情的经典药物，广泛用于抑郁焦虑、神经官能症、乳腺增生、月经不调、黄褐斑等症。目前，舒肝颗粒的市场竞品少，基本属于一家独大。

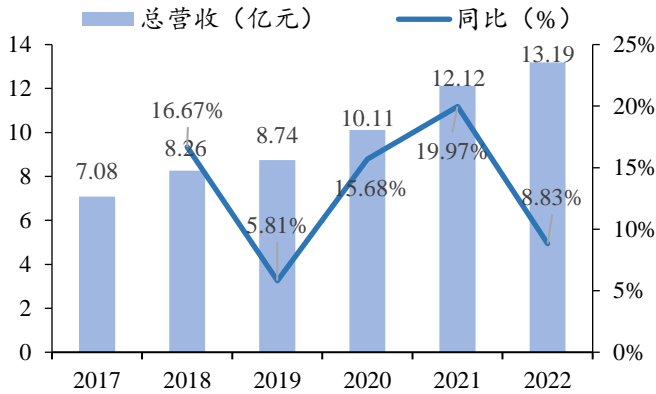
舒肝颗粒以扎实的学术力持续打开院内、院外市场空间，2022 年，公司抢占战略高地、聚焦区域龙头，抢滩线上电商，持续加大对舒肝颗粒的市场推广与品牌打造，加速销售渠道的开拓与覆盖，实现品牌影响力与产品触达力双提升。2022 全年产品实现销售 2.21 亿元，同比增长 20.90%。

**参苓健脾胃颗粒+舒肝颗粒品牌打造，带动产品集群，持续提升公司关键业绩增长力。**昆中药已形成黄金单品+明星产品+种子产品三个不同梯度的产品集群，通过参苓健脾胃颗粒和舒肝颗粒两大黄金单品，带动产品集群进行新的销售梯度。香砂平胃颗粒作为基药独家品种，与参苓健脾胃颗粒在消化品类产品矩阵中形成院内、院外强势互补。2022 年，香砂平胃颗粒实现销售 1.72 亿元，同比增长 29.22%。金花消痰丸、清肺化痰丸作为潜力品种快速上量，分别实现 60.21%、19.44% 的增速。

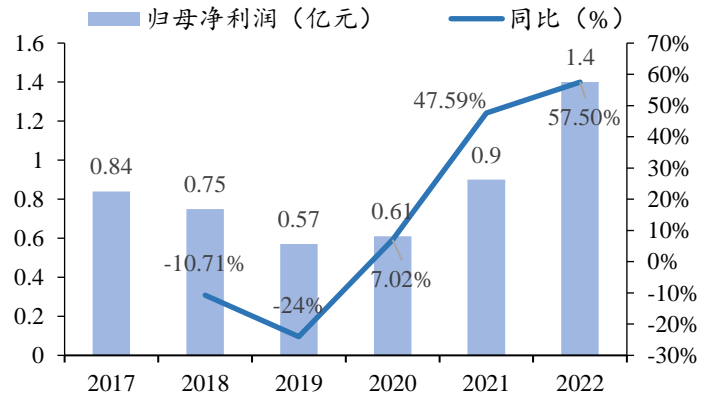
2022 年昆中药实现营业收入 13.19 亿元，同比增长 8.83%，实现归属于上市公司股东的净利润 1.40 亿元，同比增长 57.50%，昆中药的归母净利润再创历史新高。公司将在控股股东华润三九的协同下，深入挖掘“昆中药 1381”品牌的内涵，并借助华润三九在品牌打造方面的丰富经验持续赋能，实现资源共享，共同把“昆中药 1381”品牌打造成全国有影响力的精品国药品牌。此外，昆中药产品销售主渠道在院外，公司将借助三九商道体系和终端覆盖优势，持续提升昆中药渠道覆盖率和终端掌控能力。



图表 21 昆中药总营收及同比增长 (亿元, %)



图表 22 昆中药归母净利润及同比增长 (亿元, %)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

**聚焦核心领域, 寻求创新突破, 夯实公司后续发展基础。**公司在研发领域还将持续聚焦, 将资源主要集中在公司具有优势治疗领域的心脑血管、骨风关肾领域。目前, 公司自主研发的适用于缺血性脑卒中的中药 1 类新药 KYAZ01-2011-020 已完成 I 期临床, 进入 II 期临床; 与中国中医科学院 (屠呦呦团队) 合作的、适用于治疗自体免疫疾病系统性红斑狼疮 (SLE) 的 KYAH02-2016-078 II 期临床进展顺利, 截至 2022 年年度报告, 已完成临床 II 期试验数据清理, 质控和总结报告撰写进行中。

此外, 公司不断推动核心品种的二次开发, 继续进行舒肝颗粒在抗焦虑和轻抑郁方面的研究。2022 年 3 月“舒肝颗粒治疗混合性焦虑抑郁障碍 (mixed anxiety-depressive disorder, MADD) 的随机、双盲、安慰剂对照、多中心临床研究”发表在国际期刊《Journal of Ethnopharmacology》, 证明了舒肝颗粒对混合性焦虑抑郁障碍治疗效果明显。论文科学阐述了混合性焦虑抑郁障碍的诊断标准、临床循证等方面的研究现状, 并通过试验证明了舒肝颗粒治疗 MADD 的有效性、安全性和应用前景, 为临床提供支持依据和治疗 MADD 的药物建议。这是首个在中国甚至世界上进行 MADD 治疗的随机对照的多中心临床试验。2022 年 6 月国际知名学术期刊 CNS Neuroscience & Therapeutics (中枢神经系统神经科学与治疗, 影响因子 7.035) 刊登了舒肝颗粒通过改变肠道菌群微生物和代谢产物改善 PI3K/Akt/mTOR 通路蛋白磷酸化抑制海马炎症, 从而改善模型鼠抑郁样行为的调控机制, 为舒肝颗粒抗抑郁明确了靶点和药理机制, 进一步提升核心产品学术力。

图表 23 主要研发项目

研发项目 (含一致性评价项目)	注册分类	适应症或功能主治	是否处方药	是否属于中药保护品种 (如涉及)	研发 (注册) 所处阶段
KYAH01-2016-079	化药 1 类	用于异柠檬酸脱氢酶-1 (IDH1) 基因突变的实体瘤, 包括但不限于肝胆	是	否	临床 I 期
KYAH01-2018-111	化药 1 类	非酒精性脂肪肝	是	否	药学研究

KYAH02-2016-078	化药 1.6 类(原注册分类)	治疗红斑狼疮	是	否	临床 II 期报告修订中
KYAZ01-2011-020	中药/天然药物 1 类	拟用于治疗急性缺血性脑卒中	是	否	临床 II 期
KYAH02-2020-149	化药 2.2 类	痛风预防及治疗	是	否	药学研究
KYAH03-2020-150	化药 3 类	高磷血症	是	否	药学研究
KYAH03-2020-159	化药 3 类	肾移植术后难治性排斥反应的治疗; 抑制以下器官移植的排斥反应 肾脏移植, 心脏移植, 肝移植, 肺移植, 胰腺移植; 狼疮性肾炎	是	否	药学研究
KYAH06-2018-094	化药一致性评价	适用于控制癫痫持续状态, 癫痫频繁发作。可对症处理精神运动兴奋	是	否	已获质量标准复核
参苓健脾胃颗粒研究	中药	补脾健胃, 利湿止泻的功效。主要用于脾胃虚弱, 饮食不消, 或泻或吐, 形瘦色萎, 神疲乏力。	否	否	项目研究报告撰写中
基于炎症介导的脑-肠-微生物轴研究舒肝颗粒防治抑郁大鼠(肝郁气滞症)的效应机理	中药	舒肝理气, 散郁调经。用于肝气不舒的两胁疼痛, 胸腹胀闷, 月经不调, 头痛目眩, 心烦意乱, 口苦咽干, 以及肝郁气滞所致的面部黧黑斑(黄褐斑)。	否	否	已取得项目研究报告
安宫牛黄丸新产品引进	中药	清热解毒, 镇惊开窍。用于热病, 邪入心包, 高热惊厥, 神昏谵语; 中风昏迷及脑炎、脑膜炎、中毒性脑病、脑出血、败血症见上述证候者。	是	否	获国家药监局关于安宫牛黄药品上市许可人变更的药品补充申请批件
板蓝根颗粒新产品引进	中药	清热解毒, 凉血利咽。用于肺胃热盛所致的咽喉肿痛、口咽干燥; 急性扁桃体炎见上述证候者	否	否	完成了板蓝根颗粒批文引进上市许可持有人变更, 生产场地变更研究及恢复生产注册备案

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

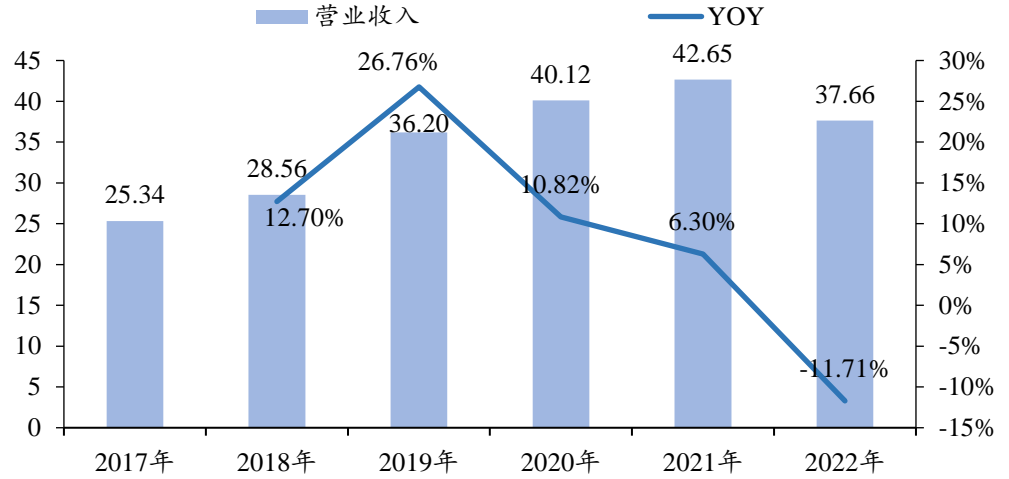
## 2.3 多平台以新应变, 提质增效, 焕新赋能

### 昆药商业: 夯实基层市场, 深耕医药流通业务

昆药商业是公司旗下的医药流通平台, 一方面夯实基层市场, 持续改善业务结构, 聚焦基层网络优势, 同时推进内部战略集采, 积极引进国采品种, 夯实基础管理, 推动子公司协同发展; 另一方面昆药商业深耕医药流通业务, 提升物流效率, 多仓织网切入, 打造一体化、标准化、集约化的现代医药物流体系, 构建高效、敏捷、智慧的现代化供应链服务渠道。2022 年 6 月, 昆药商业荣获由中国医药商业

协会发布的“2021年药品流通行业批发、零售企业前百位榜单”第36名。昆药商业板块持续优化业务结构，减少了调拨业务，受业务优化影响，2022年昆药商业实现营业收入37.66亿元，同比下降11.71%。

图表 24 昆药商业总营收及同比增长（亿元，%）



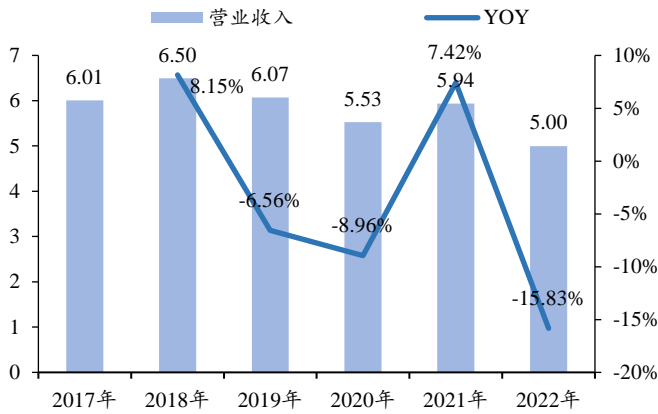
资料来源：公司年报，华安证券研究所

#### 贝克诺顿：全球化布局产业链，提升国际竞争力

昆药集团子公司贝克诺顿（KBN）成立于1992年，是昆药集团旗下的国际化医药平台，同时也是云南省医药行业首家中美合资企业。贝克诺顿于2004年从国际知名骨关节领域的日本SKK公司引进玻璃酸钠注射液“阿尔治”项目，阿尔治是全球第一家上市的玻璃酸钠注射液，也是全球运用最多的玻璃酸钠关节腔内注射液。

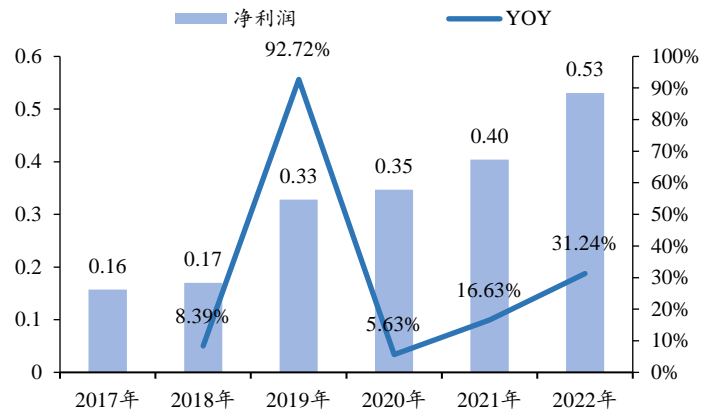
贝克诺顿专注于骨风肾疾病治疗领域多年，2021年，其核心产品玻璃酸钠注射液、进口分装的原研参比制剂阿法骨化醇软胶囊分别中标重庆五省联采、第五批全国药品集中采购；其主力品种草乌甲素软胶囊进入《离子通道治疗慢性疼痛病中国指南》；其以潜力品种阿莫西林为桥梁，实现公司与阿斯利康在消化领域根除幽门螺杆菌展开战略合作，为阿莫西林在品类和渠道端的开拓带来新的空间。2022年，普瑞巴林口服溶液通过医保竞价首次纳入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》。2022年，贝克诺顿实现营业收入5.00亿元，同比下降15.83%；实现归属于上市公司股东的净利润5306.51万元，同比增长31.24%，创历史新高。预计，未来贝克诺顿保持稳定增长。

图表 25 贝克诺顿总营收及同比增长 (亿元, %)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

图表 26 贝克诺顿净利润及同比增长 (亿元, %)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

华润三九入主昆药后, 昆药集团的产品和业务跟华润旗下现有业务存在一定的同业竞争: 公司的三七产品和华润圣火现有业务有一定重叠, 医药流通业务和华润医药商业集团有一定重叠。对此, 华润三九在收购过程中就同业竞争问题出具了承诺函, 计划 5 年内将结合市场情况给出解决同业竞争的具体方案和启动时机。预计未来昆药集团的三七产品及医药流通板块将会有进一步的拓展和提升, 值得期待。

### 3. 推荐逻辑及盈利预测

#### 3.1 盈利预测

关键假设:

口服剂及针剂板块为公司的重点业务, 公司融入华润三九后, 借助华润三九在品牌、营销、渠道等优势资源, 持续打造以血塞通系列产品为核心的慢病管理平台及以“昆中药 1381”精品国药系列产品为核心的健康消费平台。未来口服剂产品市场将进一步打开, 持续推动口服盈利增长, 在低基数下稳步回暖, 预计 2023 年口服剂的增速在 25%左右, 在此高基数下, 预计 2024-2025 年板块的收入增速在 5%-8%; 该板块毛利率基本保持稳定。同时, 随着公司产品注射用血塞通(冻干)在各省份集采中标的执行, 以及各地医保解限落地, 公司针剂板块的产品市占率不断提升, 预计 2023 年针剂板块的增速在 32%左右, 在此高基数下, 预计 2024-2025 年针剂板块的收入增速在 7%-12%; 集采过后预计板块毛利率有小幅回升。

药品、器械批发与零售板块为公司的医药流通板块, 该板块由于减少了调拨业务, 预计 2023 年营收增速在 5%左右; 出于板块业务优化考虑, 预计该板块毛利率稳定在 12%左右。其余板块的营收增速及毛利基本稳定在往年均值水平。

图表 27 业绩拆分 (百万元)

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>7,102</b>	<b>8,120</b>	<b>7,717</b>	<b>8,254</b>	<b>8,282</b>	<b>9,119</b>	<b>10,087</b>	<b>11,090</b>
	21.4%	14.3%	-5.0%	7.0%	0.3%	10.1%	10.6%	9.9%
<b>营业成本</b>	<b>3,559</b>	<b>4,167</b>	<b>4,334</b>	<b>4,845</b>	<b>4,844</b>	<b>4,910</b>	<b>5,358</b>	<b>5,863</b>
毛利率	49.9%	48.7%	43.8%	41.3%	41.5%	46.2%	46.9%	47.1%
<b>口服剂</b>	<b>2,236.4</b>	<b>2,259.8</b>	<b>2,535.6</b>	<b>2,891.4</b>	<b>2,893</b>	<b>3,616</b>	<b>3,906</b>	<b>4,101</b>
YOY	22.5%	1.0%	12.2%	14.0%	0.1%	25.0%	8.0%	5.0%
占公司收入百分比	31.5%	27.8%	32.9%	35.0%	34.9%	39.7%	38.7%	37.0%
成本	732.4	692.4	755.9	699.0	889	1,121	1,211	1,271
毛利	<b>1,504</b>	<b>1,567</b>	<b>1,780</b>	<b>2,192</b>	<b>2,004</b>	<b>2,495.2</b>	<b>2,694.8</b>	<b>2,829.6</b>
YOY	30.5%	4.2%	13.5%	23.2%	-8.6%	24.5%	8.0%	5.0%
毛利率	<b>67.3%</b>	<b>69.4%</b>	<b>70.2%</b>	<b>75.8%</b>	<b>69.3%</b>	<b>69.0%</b>	<b>69.0%</b>	<b>69.0%</b>
<b>针剂</b>	<b>1,874.8</b>	<b>2,125.6</b>	<b>1,241.4</b>	<b>850.3</b>	<b>953.1</b>	<b>1258</b>	<b>1409</b>	<b>1508</b>
YOY	38.8%	13.4%	-41.6%	-31.5%	12.1%	32.0%	12.0%	7.0%
占公司收入百分比	26.4%	26.2%	16.1%	10.3%	11.5%	13.8%	14.0%	13.6%
成本	173.0	155.1	110.2	131.4	158.3	207.6	225.5	241.2
毛利	<b>1,701.8</b>	<b>1,970.6</b>	<b>1,131.2</b>	<b>718.8</b>	<b>794.8</b>	<b>1,050.5</b>	<b>1,183.6</b>	<b>1,266.5</b>
YOY	43.6%	15.8%	-42.6%	-36.5%	10.6%	32.2%	12.7%	7.0%
毛利率	<b>90.8%</b>	<b>92.7%</b>	<b>91.1%</b>	<b>84.5%</b>	<b>83.4%</b>	<b>83.5%</b>	<b>84.0%</b>	<b>84.0%</b>
<b>日用品</b>	<b>7.7</b>	<b>13.8</b>	<b>33.0</b>	<b>81.2</b>	<b>180.7</b>	<b>361</b>	<b>651</b>	<b>1,106</b>
YOY	79.1%	79.2%	139.4%	145.8%	122.5%	100.0%	80.0%	70.0%
占公司收入百分比	0.1%	0.2%	0.4%	1.0%	2.2%	4.0%	6.4%	10.0%
成本	4.0	7.5	14.8	21.7	72.2	162.6	292.7	497.6
毛利	<b>3.7</b>	<b>6.3</b>	<b>18.3</b>	<b>59.5</b>	<b>108.5</b>	<b>198.8</b>	<b>357.8</b>	<b>608.2</b>
YOY	154.2%	71.9%	190.8%	226.0%	82.2%	83.2%	80.0%	70.0%
毛利率	<b>47.5%</b>	<b>45.5%</b>	<b>55.3%</b>	<b>73.3%</b>	<b>60.0%</b>	<b>55.0%</b>	<b>55.0%</b>	<b>55.0%</b>
<b>药品、器械批发与零售</b>	<b>2,764.5</b>	<b>3,544.0</b>	<b>3,720.2</b>	<b>4,010.5</b>	<b>3,587.3</b>	<b>3,767</b>	<b>3,993</b>	<b>4,232</b>
YOY	10.1%	28.2%	5.0%	7.8%	-10.6%	5.0%	6.0%	6.0%
占公司收入百分比	38.9%	43.6%	48.2%	48.6%	43.3%	41.3%	39.6%	38.2%
成本	2,465.1	3,204.3	3,351.4	3,672.7	3,112.7	3,314.7	3,513.5	3,724.4
毛利	<b>299.4</b>	<b>339.9</b>	<b>368.7</b>	<b>337.7</b>	<b>474.6</b>	<b>452.0</b>	<b>479.1</b>	<b>507.9</b>
YOY	27.5%	13.5%	8.5%	-8.4%	40.5%	-4.8%	6.0%	6.0%
毛利率	<b>10.8%</b>	<b>9.6%</b>	<b>9.9%</b>	<b>8.4%</b>	<b>13.2%</b>	<b>12.0%</b>	<b>12.0%</b>	<b>12.0%</b>
<b>医疗服务</b>	<b>7.6</b>	<b>6.9</b>	<b>2.2</b>	<b>8.2</b>	<b>16.7</b>	<b>23</b>	<b>30</b>	<b>38</b>
YOY	162.1%	-9.2%	-67.5%	267.4%	103.3%	40.0%	30.0%	25.0%
占公司收入百分比	0.1%	0.1%	0.03%	0.1%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%
成本	5.7	5.1	1.9	7.2	6.7	20.6	26.8	33.5
毛利	<b>1.9</b>	<b>1.7</b>	<b>0.3</b>	<b>1.0</b>	<b>10.1</b>	<b>2.8</b>	<b>3.7</b>	<b>4.6</b>
YOY	166.0%	-6.6%	-83.7%	268.3%	863.0%	-72.1%	30.0%	25.0%
毛利率	<b>24.5%</b>	<b>25.2%</b>	<b>12.7%</b>	<b>12.7%</b>	<b>60.2%</b>	<b>12.0%</b>	<b>12.0%</b>	<b>12.0%</b>
<b>其他</b>	<b>42.2</b>	<b>62.7</b>	<b>71.3</b>	<b>203.1</b>	<b>88.6</b>	<b>93</b>	<b>99</b>	<b>106</b>
YOY	-54.7%	48.6%	13.7%	184.8%	-56.4%	5.0%	6.0%	7.0%
占公司收入百分比	0.6%	0.8%	0.9%	2.5%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
成本	38.5	54.2	63.7	166.9	76.3	83.8	88.8	95.0
毛利	<b>3.7</b>	<b>8.5</b>	<b>7.6</b>	<b>36.2</b>	<b>12.3</b>	<b>9.3</b>	<b>9.9</b>	<b>10.6</b>
YOY	-74.0%	128.1%	-11.0%	379.1%	-66.0%	-24.4%	6.0%	7.0%
毛利率	<b>8.8%</b>	<b>13.5%</b>	<b>10.6%</b>	<b>17.8%</b>	<b>13.9%</b>	<b>10.0%</b>	<b>10.0%</b>	<b>10.0%</b>

资料来源: ifind, 华安证券研究所

选取申万行业分类下同属中药III分类,公司总市值在120~300亿元之间且2022年年报归母净利润在3~5亿元区间内的可比公司:奇正藏药、康恩贝、太极集团和众生药业。截止2023年8月4日,一致预测显示可比公司2023~2025年PE平均值为27X/22X/18X;我们预计昆药集团2023~2025年PE平均值为20X/16X/13X。

图表 28 可比估值

股票代码	股票名称	收盘价	EPS(元)				P/E			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002287.SZ	奇正藏药	23.88	0.89	1.03	1.24	1.42	25.65	23.15	19.29	16.79
600572.SH	康恩贝	5.40	0.14	0.27	0.34	0.41	33.95	19.66	15.74	13.28
600129.SH	太极集团	50.50	0.63	1.38	1.87	2.44	47.87	36.54	27.05	20.74
002317.SZ	众生药业	16.00	0.40	0.55	0.64	0.74	68.25	30.51	26.26	22.77
	平均值	23.95	0.52	0.81	1.02	1.25	43.93	27.47	22.09	18.40
600422.SH	昆药集团	15.91	0.51	0.81	0.99	1.21	27.69	19.56	15.99	13.10

资料来源: ifind (一致预测: 2023/08/04), 华安证券研究所

### 3.2 推荐逻辑

#### 产品种类丰富, 天然植物药领域领先者

昆药集团股份有限公司成立于1951年3月, 2000年12月在上海证券交易所上市, 是华润三九旗下天然植物药的领先企业。公司产品涵盖心脑血管、骨科、抗疟疾及脾胃类、妇科(身心)类等治疗领域, 核心产品包括昆药血塞通系列、蒿甲醚系列、参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒、玻璃酸钠注射液、阿法骨化醇软胶囊、草乌甲素软胶囊等。2022年公司实现营业收入82.82亿元, 同比+0.35%, 归母净利润3.83亿元, 同比-24.52%, 公司营收基本持平而归母净利润同比下降, 主要系公司2022年做了资产减值计提, 以及2021年归母净利润高基数的缘故。2023年一季度实现营业收入19.1亿元, 同比-19.19%; 归母净利润1.31亿元, 同比+14.47%。

#### 战略明晰模式重构, 蓄势而发启新程

2023年1月19日, 随着公司董、监事会改组工作圆满完成, 公司控股股东变更为华润三九医药股份有限公司(以下简称“华润三九”), 直接持股比例为28%。实际控制人变更为中国华润有限公司, 公司正式成为华润三九旗下成员企业。随后, 昆药集团与华润三九顺利开展了启航计划“四个重塑”行动学习项目第三阶段“组织发展”的主题融合活动, 为昆药“十四五”的业务发展把脉定向、守正创新。华润三九成为昆药集团的控股股东后, 将从渠道、品牌、管理等各方面为昆药集团赋能, 深入挖掘公司产品及品牌内涵。借助已有经验赋能昆药, 实现资源共享, 推进公司“打造银发经济健康第一股、慢病管理领导者、精品国药领先者”的战略目标, 为实现新突破谋篇布局。

#### 慢病管理、精品国药双平台驱动, 从新出发

面对集采常态化、消费健康化、人口老龄化的发展新趋势, 公司聚焦“大品种-大品牌-大品类”战略关键点, 着力打造以“昆药血塞通”系列产品为核心的慢病管理平台 and 以“昆中药 1381”系列精品国药为核心的健康消费平台的核心竞争力。2022年,

公司注射用血塞通（冻干）同比增长 72.64%。2023 年 Q1，注射用血塞通（冻干）的市场占有率不断提升，同比增长 40.50%；血塞通口服系列产品同比增长 38.40%，其中核心产品血塞通软胶囊同比增长 82.08%。昆中药肇启于明太祖洪武十四年（1381 年），是我国五大中药老号之一，拥有黄金单品+明星产品+种子产品三个不同梯度的产品集群。香砂平胃颗粒作为基药独家品种，2022 年实现销售 1.72 亿元，同比+29.22%。金花消痤丸、清肺化痰丸作为潜力品种快速上量，分别实现 60.21%、19.44%的增速。

### 投资建议

我们预计，公司 2023-2025 年营收分别为 91.19/100.87/110.90 亿元，分别同比增长 10.1%/10.6%/9.9%，归母净利润分别为 6.15/7.52/9.18 亿元，分别同比增长 60.5%/22.3%/22.1%，对应估值为 20X/16X/13X。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

## 风险提示

- **行业政策变化风险：**近年来，行业安全事件时有发生，对医药市场不断产生冲击，也促使了国家相关法律法规的频频出台，药品标准在不断提高，监管政策更加严格，辅助用药目录、医院重点监控药品及中药注射剂目录等出台，行业优胜劣汰洗牌加速。
- **研发创新风险：**药物研发有一定的不确定性，药物研发不及预期可能会影响公司业绩发展。
- **原材料价格波动风险：**中药材是中成药制造产业发展的物质基础，其市场产量、药材品质和价格直接影响公司的制造成本和利润空间。
- **产品质量风险：**药品质量直接关系到用药者的健康和生命安全，药品的质量和最终疗效取决于原材料采购、制剂生产、运输、贮存和使用等多个环节，任一环节的疏漏都有可能对药品质量产生不利影响。

**财务报表与盈利预测**
**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6766	7385	8442	9717
现金	1658	2183	2638	3474
应收账款	2437	2372	2796	2980
其他应收款	148	157	177	193
预付账款	244	317	308	358
存货	1681	1806	1942	2117
其他流动资产	599	549	581	596
<b>非流动资产</b>	2666	2662	2594	2546
长期投资	24	19	13	8
固定资产	1168	1119	1058	1001
无形资产	356	349	320	302
其他非流动资产	1118	1173	1203	1235
<b>资产总计</b>	9432	10046	11036	12263
<b>流动负债</b>	3889	4006	4239	4543
短期借款	913	913	963	1013
应付账款	693	670	749	810
其他流动负债	2283	2423	2528	2721
<b>非流动负债</b>	401	404	404	404
长期借款	60	60	60	60
其他非流动负债	341	344	344	344
<b>负债合计</b>	4289	4409	4643	4947
少数股东权益	159	163	167	172
股本	758	758	758	758
资本公积	1161	1160	1160	1160
留存收益	3064	3556	4308	5226
归属母公司股东权益	4983	5474	6226	7144
<b>负债和股东权益</b>	9432	10046	11036	12263

**现金流量表**

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	254	848	549	951
净利润	385	619	756	923
折旧摊销	244	182	185	185
财务费用	38	43	44	47
投资损失	-6	-9	-10	-11
营运资金变动	-476	25	-419	-185
其他经营现金流	930	582	1168	1099
<b>投资活动现金流</b>	-235	-149	-100	-118
资本支出	-66	-141	-82	-106
长期投资	-178	-18	-28	-23
其他投资现金流	9	11	10	11
<b>筹资活动现金流</b>	68	-174	6	3
短期借款	271	0	50	50
长期借款	-40	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-8	-1	0	0
其他筹资现金流	-156	-173	-44	-47
<b>现金净增加额</b>	90	524	455	836

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	8282	9119	10087	11090
营业成本	4844	4910	5358	5863
营业税金及附加	72	91	131	139
销售费用	2433	2872	3087	3327
管理费用	379	429	484	521
财务费用	38	38	38	39
资产减值损失	-68	0	0	0
公允价值变动收益	11	0	0	0
投资净收益	6	9	10	11
<b>营业利润</b>	497	770	939	1146
营业外收入	3	2	2	2
营业外支出	23	5	5	5
<b>利润总额</b>	477	767	936	1143
所得税	92	148	180	220
<b>净利润</b>	385	619	756	923
少数股东损益	2	4	4	5
<b>归属母公司净利润</b>	383	615	752	918
EBITDA	804	987	1159	1367
EPS (元)	0.51	0.81	0.99	1.21

**主要财务比率**

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	0.3%	10.1%	10.6%	9.9%
营业利润	-21.6%	54.8%	22.0%	22.0%
归属于母公司净利润	-24.5%	60.5%	22.3%	22.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	41.5%	46.2%	46.9%	47.1%
净利率 (%)	4.6%	6.7%	7.5%	8.3%
ROE (%)	7.7%	11.2%	12.1%	12.9%
ROIC (%)	7.2%	9.6%	10.4%	11.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	45.5%	43.9%	42.1%	40.3%
净负债比率 (%)	83.4%	78.2%	72.6%	67.6%
流动比率	1.74	1.84	1.99	2.14
速动比率	1.22	1.30	1.45	1.58
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.90	0.94	0.96	0.95
应收账款周转率	3.85	3.79	3.90	3.84
应付账款周转率	7.33	7.21	7.55	7.52
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.51	0.81	0.99	1.21
每股经营现金流 (摊薄)	0.33	1.12	0.72	1.25
每股净资产	6.57	7.22	8.21	9.43
<b>估值比率</b>				
P/E	27.69	19.61	16.03	13.13
P/B	2.15	2.20	1.94	1.69
EV/EBITDA	12.66	11.16	9.15	7.19

资料来源:公司公告,华安证券研究所



## 分析师与研究助理简介

**分析师：**谭国超，研究所所长助理、医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团、诚通证券和华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

**分析师：**李昌幸，分析师，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于某国产科学仪器公司、华西证券研究所。

## 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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。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。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。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）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。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市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 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。