



Research and
Development Center

看好华润入主，赋能昆药打造精品国药

—昆药集团(600422)公司首次覆盖报告

2023 年 02 月 13 日

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

S1500522110002

15000310173

liujiaren@cindasc.com

证券研究报告

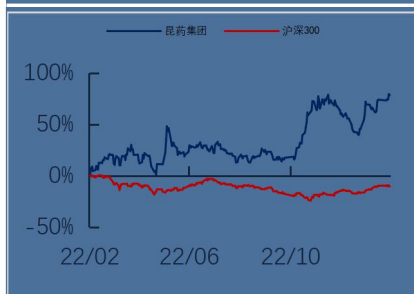
公司研究

公司首次覆盖报告

昆药集团 (600422)

投资评级 **增持**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	16.30
52周内股价波动区间(元)	17.35-9.68
最近一月涨跌幅(%)	1.18
总股本(亿股)	7.58
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	123.60

资料来源：wind，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDASECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

看好华润入主，赋能昆药打造精品国药

2023年02月13日

报告内容摘要：

- ◆ **中药老字号聚焦研发创新，在研项目稳步推进。**昆药集团拥有丰富制药经验，是国家重点高新技术企业、中国医药工业百强企业。公司集药物研发、生产、销售、商业批发和国际营销为一体，形成了以自主天然植物药为主，涵盖中药、化学药和医药流通领域的业务格局。公司2021年投资收益造成净利润基数较高，2022年上半年受疫情和资产减值因素影响，致使2022年前三季度营收增速不高，净利润下滑；但2022Q3归母净利润同比增长53.33%，盈利能力向好。2022年新一轮疫情反弹对国内部分城市尤其对上海影响较大，公司克服多重困难极力保证和推进30余个(包括在沪开展的)在研项目进度。
- ◆ **华润三九收购事宜圆满落地，赋能昆药打造精品国药。**2022年5月，华润三九公告拟以支付现金的方式分别向华立医药、华立集团购买其合计持有的昆药集团2.12亿股股份，交易价格29.02亿元，目前该收购事宜已圆满落地。昆药集团与华润三九均从事医药生产和销售业务，双方在业务发展、技术开发等领域具有较强的协同效应，收购整合后有助于赋能昆药打造精品国药。
- ◆ **血塞通注射剂医保后缓解除适应症限制，核心单品增长具备前景。**据2022版医保目录，血塞通注射液以及注射用血塞通解除了临床适应症的使用限制，我们认为新版目录启用后血塞通注射剂在院内放量具备潜力。据公司2022年半年报，公司持续推进“院内-院外”、“针剂-口服”双轮驱动战略，全力打造口服、零售两个增长极。围绕“络泰+”模式，聚焦“中风防治”这一重要慢病市场，持续搭建以中风防治为核心的脑血管慢病管理生态圈，将昆药血塞通打造为中风防治领域专业品牌。在大品类、强品牌、拓渠道多维共振驱动下，公司口服剂产品业务、院外业务持续实现快速增长，为业绩增长提供动力。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2022-2024年营业收入分别为86.30/96.70/107.31亿元，2022-2024年归母净利润分别为5.33/6.48/7.93亿元，EPS分别为0.70/0.85/1.05元，PE分别为23/19/16X，首次覆盖，我们给与“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：**收购后开展相关重要合作，产品终端销售情况较好
- ◆ **风险因素：**政策变动风险、产品质量风险、研发创新风险、滞涨风险

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	7,717	8,254	8,630	9,670	10,731
增长率 YoY%	-5.0%	7.0%	4.6%	12.1%	11.0%
归属母公司净利润(百万元)	457	508	533	648	793
增长率 YoY%	0.6%	11.1%	5.1%	21.4%	22.4%
毛利率%	43.2%	41.3%	42.7%	43.8%	44.6%
净资产收益率 ROE%	10.3%	10.6%	10.0%	10.8%	11.7%
EPS(摊薄)(元)	0.60	0.67	0.70	0.85	1.05
市盈率 P/E(倍)	14.36	16.50	23.17	19.08	15.59
市净率 P/B(倍)	1.47	1.75	2.32	2.06	1.82

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年2月10日收盘价

目录

一、 公司分析:	4
1、 公司概况	4
2、 财务分析	5
3、 公司竞争优势分析	7
二、 行业分析	8
1、 心脑血管用药市场中成药口服药前景光明, 公司血塞通业务市场开拓较好	8
2、 紧抓胃肠品类大市场, 助力昆中药 1381 价值提升	10
3、 植物药科研优势发力大健康, 加快国际销售网络布局	12
三、 盈利预测、估值与投资评级	13
1、 盈利预测和假设	13
2、 盈利预测结果	13
3、 估值结论与投资评级	14
四、 风险因素	15
1、 政策变动风险	15
2、 产品质量风险	15
3、 研发创新风险	15
4、 原材料价格波动风险	15

表目录

表 1: 公司部分重要子公司简介	4
表 2: 公司在研项目简介	5
表 3: 2022 上半年中国公立医疗机构终端中成药胃药销售额 TOP15	11
表 4: 昆药集团盈利预测假设	13
表 5: 昆药集团盈利预测结果	14
表 6: 昆药集团可比公司估值	14

图目录

图 1: 公司股权结构 (据公司 2022 年半年报统计)	4
图 2: 公司 2018-2022 前三季度营业总收入情况	5
图 3: 公司 2018-2022 前三季度归母净利润情况	5
图 4: 公司 2019-2021 年营收结构变化	6
图 5: 公司 2018-2021 分业务毛利率变化	6
图 6: 公司 2018-2022 前三季度总毛利率和净利率变化	6
图 7: 公司 2018-2022 前三季度费用率变化	7
图 8: 公司 2018-2022 前三季度总资产和资产负债率情况	7
图 9: 华润三九 2018-2021 年非处方药营收和毛利率	8
图 10: 2022E 年中国城市实体药店终端心脑血管中成药产品大类销售额 TOP15 (亿元)	9
图 11: 2022E 中国城市实体药店终端心脑血管中成药产品分品牌销售额 TOP10 (亿元)	9
图 12: 2021 年血塞通样本医院销售额 (亿元)	10
图 13: 血塞通各生产企业 2021 年样本医院销售额 (百万元) 及市场份额	10
图 14: 公司血塞通产品三种剂型在 2019-2021 年销量变化	10
图 15: 2016-2021 年公司参苓健脾胃颗粒营业收入	11
图 16: 2017-2021 年公司香砂平胃颗粒营业收入 (亿元)	12

尔治、斯耐普系列、利巴韦林喷雾剂等

昆药集团努库斯植物技术有限公司	2014 年 11 月	从事甘草提取加工
北京华方科泰医药有限公司	1985 年	青蒿素类抗疟药、品牌仿制药和医疗器械的国际销售

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

据公司 2022 年半年报，2022 年新一轮疫情反弹对国内部分城市尤其对上海影响较大，公司克服多重困难极力保证和推进 30 余个(包括在沪开展的)在研项目进度。

表 2：公司在研项目简介

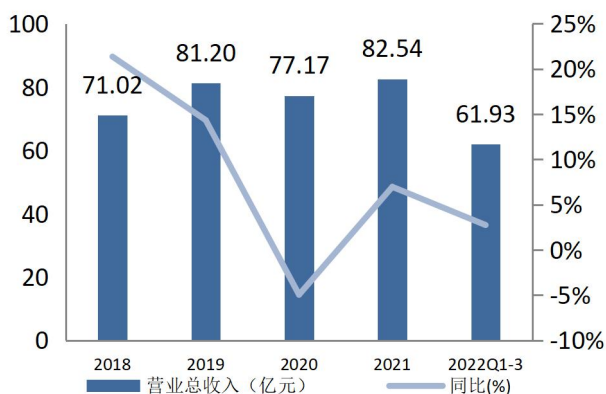
类型	项目名称	主要进展
创新药物临床试验	自主研发的适用于缺血性脑卒中的中药 1 类新药 KYAZ01-2011-020	临床 I 期进展顺利，已完成 I 期多次给药耐受性试验观察，准备向 II 期过渡
	适用于异柠檬酸脱氢酶-1(IDH1)基因突变 1 类创新药 KYAH01-2016-079	继续推进临床 I 期研究，病例继续入组
仿制药、一致性评价项目	与中国中医科学院(屠呦呦团队)合作的、适用于治疗自体免疫疾病系统性红斑狼疮(SLE)的 KYAH02-2016-078	II 期临床试验已完成数据清理，质控和总结报告撰写进行中
	适用于高磷血症的 KYAH03-2020-150	已完成相关研究，总结回顾准备申报
昆药集团努库斯植物技术有限公司	适用于精神类用药的 KYAH06-2018-094	已完成相关研究，总结回顾准备申报
	在产抗疟药产品工艺改进的二次开发项目 KYAH07-2014-071	已获得批准
	降血脂药 KYEH11-2021-167	获准恢复生产

资料来源：公司 2022 年半年报，信达证券研发中心

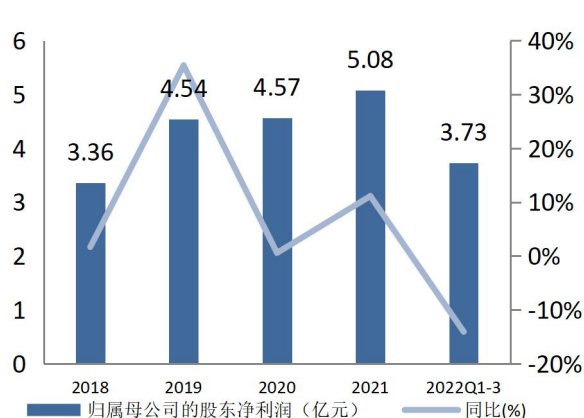
2、财务分析

由于国家政策对中药注射剂的使用限制以及新冠疫情的影响，近年来公司营收呈现波动状态，2020 年公司将战略调整为“两把大尖刀和两把小尖刀”，以昆药血塞通系列口服产品和“昆中药 1381”精品国药系列产品作为实施战略突破的“两柄大尖刀”，坚定口服化、零售化品牌化路径，不断积累战略势能，为公司业绩长期稳健发展打造新的盈利增长极；打磨昆药健康、昆药海外“两柄小尖刀”，加快大健康、产业出海整体布局，培育优势领域新赛道奇兵。

公司 2021 年营业总收入达 82.54 亿元，增速转正，新战略初见成效。公司 2021 年投资收益造成净利润基数较高，2022 年上半年受疫情和资产减值因素影响，致使公司 2022 年前三季度营收增速不高，净利润下滑；但 2022Q3 归母净利润同比增速为 53.33%，盈利能力向好。

图 2：公司 2018-2022 前三季度营业总收入情况


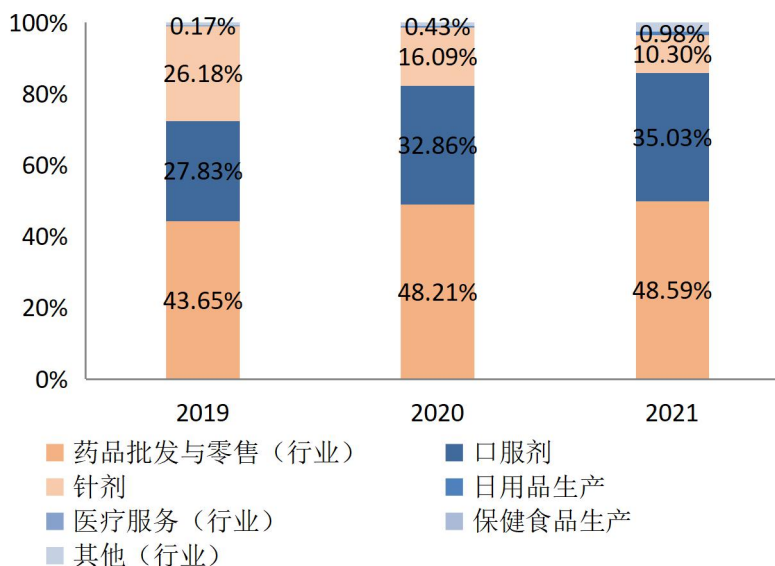
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 3：公司 2018-2022 前三季度归母净利润情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

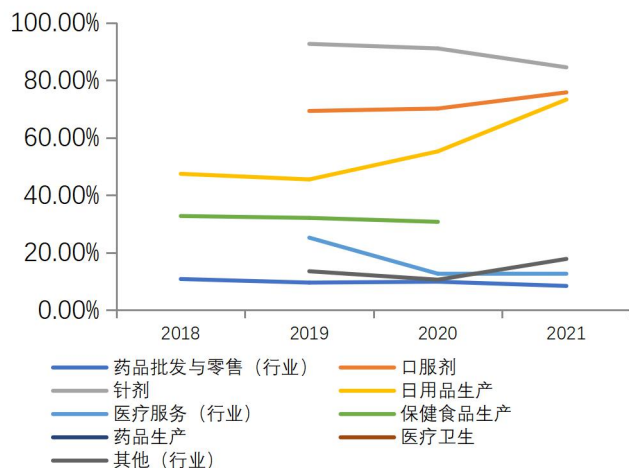
随着 22 年底防疫措施优化，感染高峰过去，23 年有望恢复至疫情前正常生产经营状态，具备业绩向好潜力。从营收结构变化来看，2019-2021 年，由于中药注射剂的使用限制以及公司战略调整，针剂营收占比呈现下降趋势，由 26.18% 下降为 10.30%；口服剂营收占比从 2019 年 27.83% 增长为 2021 年的 35.03%，口服剂业务逐渐成为公司医药工业主营业务，且毛利率 2021 年有提升趋势。

图 4：公司 2019-2021 年营收结构变化



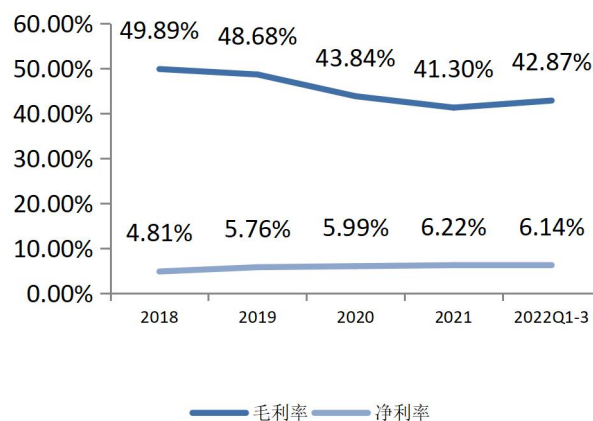
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：公司 2018-2021 分业务毛利率变化



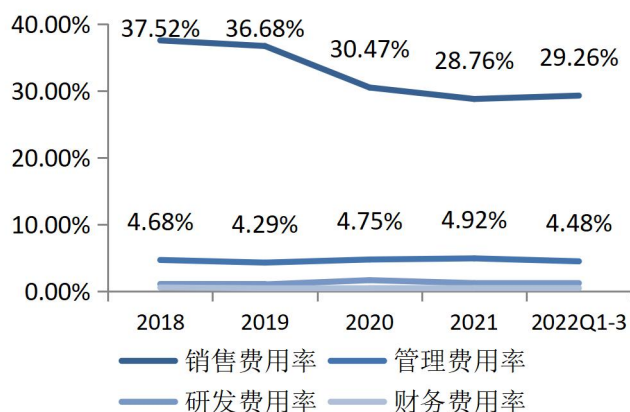
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：公司 2018-2022 前三季度总毛利率和净利率变化

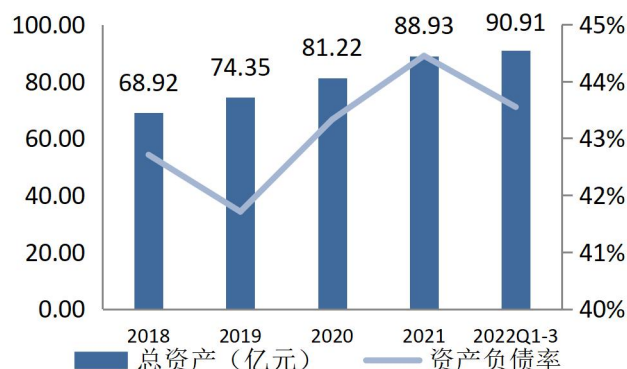


资料来源：Wind，信达证券研发中心

2020 年公司将重心放在口服产品以及院外销售渠道以后，由于口服剂的毛利率低于针剂毛利率，致使公司 2020 年以及 2021 年整体毛利率略有下滑。2018-2022 前三季度，公司净利率整体呈上升趋势，盈利能力向好。

图 7：公司 2018-2022 前三季度费用率变化


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8.公司 2018-2022 前三季度总资产和资产负债率情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

2019 年后公司销售费用率开始呈下降趋势，其他费用率基本保持稳定，我们认为这是由于公司的营销模式为“针剂-口服”、“处方-零售”的双轮驱动战略，此策略将侧重点放在零售端，造成销售费用率变化。近年来公司的资产负债率总体呈上升趋势，自 2018 年起保持在 40% 以上，存在一定负债压力。

总体来看，我们认为公司业务结构持续优化，盈利能力向好。

3、 公司竞争优势分析

据公司 2022 年半年报，公司产品涵盖心脑血管、骨科、抗疟疾及脾胃类、感冒呼吸类、妇科(身心)类等治疗领域，核心产品包括昆药血塞通系列、天麻素系列、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。公司多个核心产品市场份额多年占领中国市场优势地位，昆药注射用血塞通(冻干)粉针、昆药血塞通软胶囊、天眩清系列、阿法骨化醇软胶囊、玻璃酸钠注射液、参苓健脾胃颗粒等品种在同品类市场份额处于领先地位。

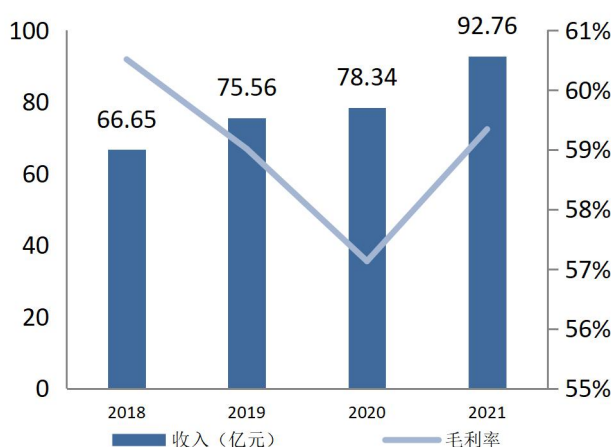
昆药商业是旗下重点医药流通平台，锚定“成为云南省最具基层优势的，具有领先纯销能力和网络价值的综合医药服务平台”的战略目标；在市场定位上，公司夯实基层市场、深耕医药流通业务，持续改善业务结构，聚焦基层网络优势；在公司管理结构上，公司持续推进内部战略集采，积极引进国采品种，夯实基础管理，推动子公司协同发展。在销售渠道以及物流管理上，公司提升物流服务效率，多仓织网切入，打造一体化、标准化、集约化的现代医药物流体系，构建高效、敏捷、智慧的现代化供应链服务渠道。以三七产品为例，三七是血塞通系列药品的重要原材料，公司的“三七创新科技引领者”昆药血塞通已形成自身品牌效应，品牌竞争壁垒不断加深。依托云南丰富植物资源，经过七十年深耕细作，公司拥有从三七 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，建立了从种植、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体系。

华润三九收购，协同发力血塞通和大健康领域，赋能昆药打造精品国药。昆药集团与华润三九均从事医药生产和销售业务，收购整合完成后双方在业务发展、技术开发等领域将具有较强的协同效应。一方面，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；另一方面，华润三九将充分利用其丰富的经营管理经验与产业资源背景对公司赋能，可在华润三九良好的品牌运作能力基础上，

探索将“昆中药 1381”、“昆中药”打造为精品国药品牌，以此承载更多具有历史沉淀的产品，并有利于推动以三七为代表的中医药产业链高质量发展，打造三七产业链龙头企业。

我们持续看好华润三九 CHC 业务长期发展潜力。2021 年华润三九公司非处方药业务实现营业收入 92.76 亿元（+17.72%）。据华润三九公司公告，其 CHC 业务未来增长逻辑在于：1）抓住行业变革机会，实现行业优质资源整合，引入如昆药集团等有市场潜力的品牌，发挥协同效应。2）不断拓展新渠道。过去几年华润三九持续布局新渠道，通过产品结构调整和专业团队打造以适应未来线上业务发展趋势，近年来线上渠道销售占比快速提升。3）强化品牌，品牌是业务发展的核心要素。华润三九在品牌之下会进一步细分品类，满足患者在疾病诊疗过程中全程的健康管理需求，并不断引入新产品（如龙角散和抗病毒口服液等），丰富产品线。我们看好华润三九长期发展能力。

图 9：华润三九 2018-2021 年非处方药营收和毛利率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

二、行业分析

1、心脑血管用药市场中成药口服药前景光明，公司血塞通业务市场开拓较好

据《中国心血管健康与疾病报告 2020》统计，2018 年我国心血管病死亡率仍居首位，高于肿瘤及其他疾病。从流行趋势来看，中国心血管病患病率处于持续上升阶段，该报告推算心血管病 2020 年现患人数为 3.3 亿。随着不健康饮食、运动不足、吸烟等不良生活方式的流行和人口老龄化趋势，我国心血管病发病率和死亡率或将进一步提高。

心脑血管用药市场中成药口服制剂发展较好。据米内网，公立医疗端心脑血管疾病中成药市场规模自 2018 年以来呈下降趋势，内部呈分化态势，受限辅、中药注射剂纳入医保及限用影响，中药注射剂规模下降明显，口服制剂市场持续稳定增长，2015-2020 年复合增速 5.9%，2020 年在疫情影响下仍增长 4.3%，2021H1 实现 13.7% 的增长。中成药口服制剂市场份额由 2015 年的 34.8% 增至 2021 上半年的 57.5%，逐步占据领先地位。

据 2022 版医保目录，血塞通注射液以及注射用血塞通的备注由“限二级及以上医疗机构的中风偏瘫或视网膜中央静脉阻塞的患者”变成了“二级机构”，解除了临床适应症的使用限制，这有助于刺激临床给其他适应症患者使用血塞通注射制剂，我们认为新版目录启用后血塞通注射制剂在院内放量具备潜力。

据公司 2022 年半年报，公司以**昆药血塞通系列**为核心，加速构建慢病管理平台。公司持续推进“院内-院外”、“针剂-口服”双轮驱动战略，全力打造口服、零售两个增长极。围绕“络泰+”模式，聚焦“中风防治”这一重要慢病市场，持续搭建以中风防治为核心的脑血管慢病管理生态圈，将**昆药血塞通**打造为中风防治领域专业品牌。院内:公司以“自营+招商”模式，持续提升终端掌控与医院开发能力，加大医院开发力度，持续深耕院内市场，充分发挥血塞通软胶囊与血塞通滴丸的渠道组合优势，与竞品形成差异化竞争。院外:在大品类、强品牌、拓渠道多维共振驱动下，公司口服剂产品业务、院外业务持续实现快速增长，并为公司产品结构收入、渠道结构收入带来持续突破性变化。

昆药集团血塞通软胶囊市场份额目前处于行业前列。如下图 10-11 所示，据米内网预计，2022 年中国城市实体药店终端心脑血管中成药产品大类销售额 TOP15 中含有血塞通软胶囊与血塞通片，且分厂家来看，昆药集团生产的血塞通软胶囊在 2022 年中国城市实体药店终端销售额领先于其他同产品生产企业。此外，如下图 12-13 所示，据 PDB 数据库统计，血塞通产品 2021-2022Q1 期间在样本医院销售额处于恢复性增长状态，且从各生产企业 2021 年样本医院销售额市场竞争格局来看，昆药集团和华润圣火药业均占据领先地位。

图 10: 2022E 年中国城市实体药店终端心脑血管中成药产品大类销售额 TOP15 (亿元)

排名	产品名称	销售额 (亿元)	治疗亚类
1	安宫牛黄丸	38+	脑血管疾病用药
2	复方丹参滴丸	6+	心血管疾病用药
3	复方丹参片	6+	心血管疾病用药
4	脑心通胶囊	4+	脑血管疾病用药
5	银杏叶片	4+	心血管疾病用药
6	速效救心丸	4+	心血管疾病用药
7	血塞通软胶囊	4+	脑血管疾病用药
8	银杏叶提取物片	3+	心血管疾病用药
9	稳心颗粒	3+	心血管疾病用药
10	血塞通片	2+	脑血管疾病用药
11	血塞通分散片	2+	脑血管疾病用药
12	同仁牛黄清心丸	2+	脑血管疾病用药
13	参松养心胶囊	2+	心血管疾病用药
14	牛黄清心丸 (局方)	2+	脑血管疾病用药
15	丹参保心茶	2+	心血管疾病用药

资料来源: 米内网, 信达证券研发中心

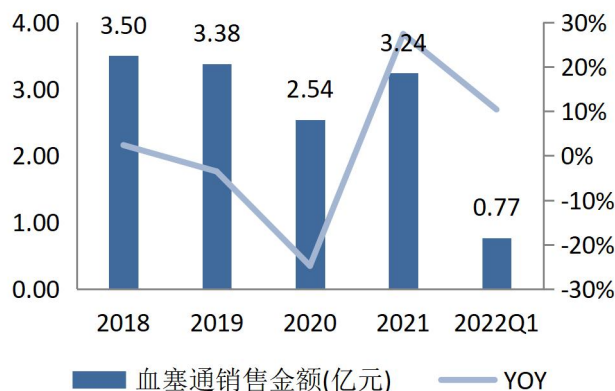
图 11: 2022E 中国城市实体药店终端心脑血管中成药产品分品牌销售额 TOP10 (亿元)

排名	产品名称	企业简称	销售额 (亿元)
1	安宫牛黄丸	北京同仁堂股份同仁堂制药	13+
2	安宫牛黄丸	北京同仁堂科技制药	8+
3	复方丹参滴丸	天士力医药集团	6+
4	脑心通胶囊	陕西步长制药	4+
5	速效救心丸	中新药业第六中药	4+
6	复方丹参片	白云山和记黄埔中药	4+
7	银杏叶提取物片	德国魏玛舒培博士	3+
8	稳心颗粒	山东步长制药	3+
9	安宫牛黄丸	山西广誉远国药	3+
10	血塞通软胶囊	昆药集团	2+

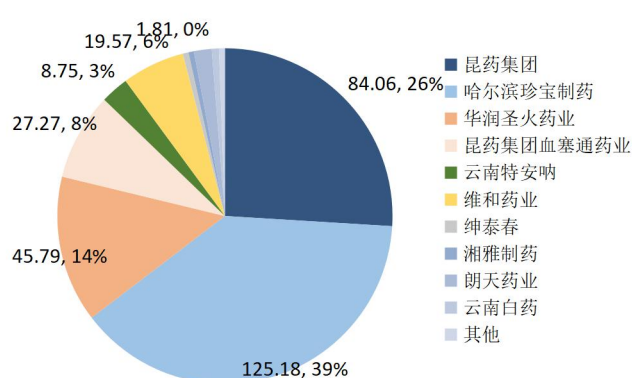
资料来源: 米内网, 信达证券研发中心

2022 年上半年，公司血塞通软胶囊院外营收同比增长 34.69%；与此同时，受疫情反复及中成药集采等因素影响，血塞通软胶囊院内销售同比基本持平。此外，受益于中成药省级联盟集采、医保试点政策逐步落地，供给需求双向修复助推注射用血塞通(冻干)呈现稳步复苏态势。2022 年上半年，公司抓住注射用血塞通(冻干)在湖北中成药集采联盟、广东中成药集采联盟双中标以及进入医保支付标准试点品种的政策契机，以广覆盖、多科室、下基层为主要突破路径，挖掘新的增量机会，夯实稳定针剂市场格局，注射用血塞通(冻干) 同比增长 38.04%。

据公司 2022 年三季报，公司 2022Q3 血塞通软胶囊院外销售收入同比增长 33%。公司稳步推进注射用血塞通（冻干）在集采中标及基层解限后的市场开拓，不断提升产品市场占有率，2022Q3 注射用血塞通（冻干）销售收入同比增长 77%。

图 12：2021 年血塞通样本医院销售额（亿元）


资料来源：PDB，信达证券研发中心

图 13：血塞通各生产企业 2021 年样本医院销售额（百万元）及市场份额


资料来源：PDB，信达证券研发中心

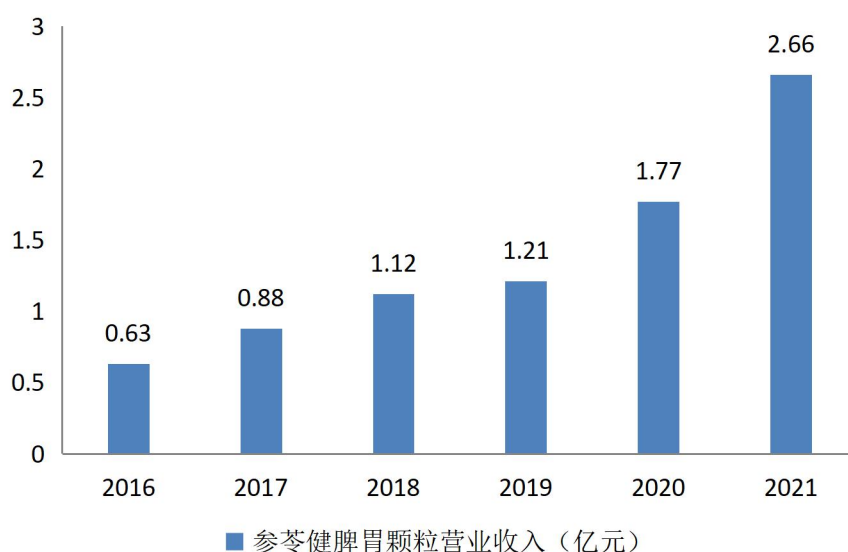
图 14：公司血塞通产品三种剂型在 2019-2021 年销量变化


资料来源：公司历年年度报告，信达证券研发中心

2、紧抓胃肠品类大市场，助力昆中药 1381 价值提升

2021 年起，公司积极打造全民健脾胃的意识，经过营销宣传，公司的参苓健脾胃颗粒在市场上正在快速放量，并有持续增长的态势。以昆中药参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、清肺化痰丸、金花消痤丸等黄金单品为驱动，推进“黄金单品+品类集群”战略，持续打造消化脾胃类、妇科身心类、感冒呼吸类和经典名方群四大精品国药产品矩阵，构建覆盖 C 端全生命周期健康需求的产品组合。围绕核心单品昆中药参苓健脾胃颗粒提升品牌知名度及影响力，借“昆中药 1381”创“全球最古老的制药企业”世界吉尼斯纪录的契机，充分挖掘中药老字号的底蕴文化，以产品品牌带动企业品牌，双轮驱动，持续提升品牌价值。

据公司 2022 年三季度报告，昆中药参苓健脾胃颗粒 Q3 营收同比增长 11%，销售情况较好。

图 15：2016-2021 年公司参苓健脾胃颗粒营业收入


资料来源：公司历年年报，信达证券研发中心

表 3:2022 上半年中国公立医疗机构终端中成药胃药销售额 TOP15

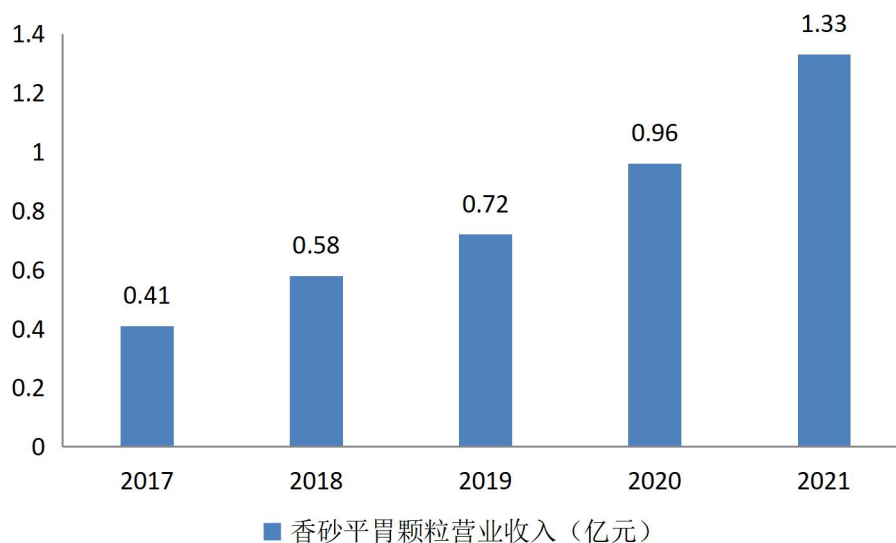
TOP	产品	企业	销售额 (亿元)	增长率	纳入医保情况
1	康复新液	四川好医生攀西药业	4+	6.88%	全国 21 版 (乙类)
2	康复新液	湖南科伦制药	4+	6.46%	全国 21 版 (乙类)
3	胃苏颗粒	扬子江江苏制药	3+	-15.73%	全国 21 版 (甲类)
4	革铃胃痛颗粒	扬子江江苏制药	2+	25.63%	全国 21 版 (乙类)
5	康复新液	内蒙古京新药业	1+	2.10%	全国 21 版 (乙类)
6	摩罗丹 (浓缩丸)	邯郸制药	1+	38.74%	全国 21 版 (乙类)
7	气滞胃痛颗粒	辽宁华润本溪三药	1+	-20.60%	全国 21 版 (甲类)
8	康复新液	昆明塞诺制药	1+	5.08%	全国 21 版 (乙类)
9	枳术宽中胶囊	朗致集团双人药业	1+	19.61%	全国 21 版 (甲类)
10	元胡止痛滴丸	甘肃陇神戎发药业	1+	7.84%	全国 21 版 (甲类)
11	益气和胃胶囊	合肥立方制药	*	51.23%	全国 21 版 (乙类)
12	三九胃泰颗粒	华润三九医药	*	-27.07%	全国 21 版 (甲类)
13	香砂平胃颗粒	昆明中药	*	20.18%	全国 21 版 (甲类)
14	达立通颗粒	南昌弘益药业	*	7.33%	全国 21 版 (乙类)
15	养胃颗粒	正大青春宝药业	*	8.68%	全国 21 版 (甲类)

资料来源：米内网，信达证券研发中心，*字表示销售额不足 1 亿元

香砂平胃颗粒作为黄金单品之一，在消化品类集群中与参苓健脾胃颗粒形成互补，起到健脾，温中，燥湿；用于饮食不节，食湿，互滞，胃脘胀痛，消化不良。从 2017 年起，香砂平胃颗粒营业收入保持快速增长态势。据公司 2022 年三季度报告，香砂平胃颗粒 Q3 营业收入同比增长 12%，增长态势良好。

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>11

图 16：2017-2021 年公司香砂平胃颗粒营业收入（亿元）



资料来源：公司历年年报，信达证券研发中心

3、植物药科研优势发力大健康，加快国际销售网络布局

据公司 2022 半年度报告，2020-2021 年，公司精心培育“两把小尖刀”，即大健康板块和昆药海外板块：

大健康板块：公司紧紧把握“健康中国”建设及新经济下消费升级的契机，凭借公司在传统植物药方面深厚的科研技术底蕴和生产优势，聚焦公司特色植物资源三七、青蒿等，以“科技赋能植物，创享健康美丽”的品牌理念，在产品研发、生产制造、品牌形象、团队搭建、渠道拓展方面不断发力，运用现代高新技术研发，形成快速将科研成果转化健康产品产业化的发展新模式，将公司在植物药领域的研发、品牌、技术优势延伸到大健康领域，开拓并深化公司在功效护肤、口腔护理、健康食品赛道的布局，并以营销渠道重构为契机，探索大健康领域的新零售模式，通过线上线下一体化综合渠道为用户提供高品质的健康服务和健康产品。

以三七资源为例，公司“三七创新科技引领者”昆药血塞通已形成自身品牌效应，品牌竞争壁垒不断加深。依托云南丰富植物资源，经过七十年深耕细作，公司拥有从三七 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，建立了从种植、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体系。

海外板块：面对严峻多变的国际局势，公司积极响应国家“一带一路”倡议，推动产业全球化布局，提升国际竞争力。依托青蒿素搭建的国际销售快车道，昆药海外加快国际销售网络布局，公司国际销售网络已覆盖全球较多国家。2022H1 取得进展如下：(1)PQ 认证实现突破性进展:科泰复 12 片 PQ 认证完成 BE(生物等效性)试验，证明结果等效，并通过了世卫有效性部分的认可，为后续科泰复通过 PQ 认证进入国际公立市场奠定坚实基础。(2)国际注册持续推进:累计提交注册 37 个产品，获得 8 个产品的注册批准。(3)对外援助再获佳绩:成为中国对外援助物资项目的核心执行企业;参加联合国柬埔寨、巴基斯坦、黎巴嫩、桑岛等项目投标，中标 UNOPS 柬埔寨项目及供货执行;执行缅甸、塞拉利昂、巴拿马、乌拉圭、老挝、萨摩亚、特多等国家援助项目。

三、 盈利预测、估值与投资评级

1、 盈利预测和假设

我们估计：

(1) 口服剂：公司口服剂大类下有血塞通软胶囊、血塞通片、灯银脑通胶囊、阿法骨化醇软胶囊、舒肝颗粒、参苓健脾胃颗粒、香砂平胃颗粒。我们预计口服剂 2022 年销售额约为 32.57 亿元，2022-2024 年营收增速为 12.66%/14.70%/13.38%。

(2) 针剂：公司 2022 年前三季度注射用血塞通销售较好，随着新版医保目录备注取消适应症使用限制，我们看好血塞通部分性恢复院内销售业务，预计针剂类业务 2022-2024 年该业务增速为 12.40%/14.33%/12.34%。

(3) 医疗服务：我们预计该业务 2022-2024 年营收增速分别为 10%/10%/10%。

(4) 日用品：我们预计该业务 2022-2024 年增速为 80%/50%/20%。

(5) 药品、器械批发与零售：我们预计该业务 2022~2024 年增长率为-5%/8%/8%。

表 4：昆药集团盈利预测假设

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
口服剂					
收入 (亿元)	25.36	28.91	32.57	37.36	42.35
YOY	12.21%	14.00%	12.66%	14.70%	13.38%
毛利率 (%)	70.19%	75.82%	73.00%	73.00%	73.00%
针剂					
收入 (亿元)	12.41	8.50	9.55	10.92	12.27
YOY	-41.63%	-31.51%	12.40%	14.33%	12.34%
毛利率 (%)	91.12%	84.54%	84.00%	84.00%	84.00%
日用品					
收入 (亿元)	0.33	0.81	1.46	2.19	2.62
YOY	135.71%	145.45%	80.00%	50.00%	20.00%
毛利率 (%)	55.28%	73.32%	70.00%	70.00%	70.00%
医疗服务					
收入 (亿元)	0.02	0.08	0.09	0.1	0.11
YOY	-71.43%	300.00%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	12.68%	12.71%	12.50%	12.50%	12.50%
药品、器械批发与零售					
收入 (亿元)	37.20	40.11	38.10	41.15	44.45
YOY	4.97%	7.82%	-5.00%	8.00%	8.00%
毛利率 (%)	9.91%	8.42%	8.00%	8.00%	8.00%

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

2、 盈利预测结果

基于以上盈利预测假设条件，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 86.30/96.70/107.31 亿元，2022-2024 年归母净利润分别为 5.33/6.48/7.93 亿元，EPS

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>13

分别为 0.70/0.85/1.05 元，PE 分别为 23/19/16X。

表 5：昆药集团盈利预测结果

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	7,717	8,254	8,630	9,670	10,731
同比（%）	-5.0%	7.0%	4.6%	12.1%	11.0%
归属母公司净利润（百万元）	457	508	533	648	793
同比（%）	0.6%	11.1%	5.1%	21.4%	22.4%
毛利率（%）	43.2%	41.3%	42.7%	43.8%	44.6%
ROE%	10.3%	10.6%	10.0%	10.8%	11.7%
EPS(摊薄)(元)	0.60	0.67	0.70	0.85	1.05
P/E	14.36	16.50	23.17	19.08	15.59

资料来源：wind，信达证券研发中心预测，股价为 2023 年 2 月 10 日收盘价

3、 估值结论与投资评级

我们选取以岭药业、太极集团和华润三九为昆药集团可比公司，2022 年行业可比公司平均 PE 估值为 30.51 倍。我们认为，公司被三九收购后双方在业务发展、技术开发等领域具有较强的协同效应，收购整合后有助于赋能昆药打造精品国药，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 6：昆药集团可比公司估值

证券代码	证券名称	总市值(亿元)	归母净利润（亿元）			PE(倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
002603.SZ	以岭药业*	487.34	13.44	22.33	19.63	36.26	21.82	24.83
600129.SH	太极集团*	182.55	-5.23	3.6	5.41	-	50.71	33.74
000999.SZ	华润三九*	466.8	20.47	24.58	28.71	22.80	18.99	16.26
行业均值						29.53	30.51	24.94
600422.SH	昆药集团*	123.6	5.08	5.33	6.48	16.50	23.17	19.08

资料来源：Wind,信达证券研发中心，注：收盘价截至 2023 年 2 月 10 日，*为信达证券研发中心预测

四、 风险因素

1、政策变动风险

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，在审评审批制度改革、仿制药一致性评价、医保目录调整、药品带量采购常态化、医保支付改革等政策调控下，医药行业整体承压。药品标准也在不断高，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。

2、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。

3、研发创新风险

研发创新是医药行业的核心驱动力，同时新药研发具有高投资、高风险的特点，药品的前期研发以及产品从研制、临床试验报批到投产、上市销售的周期长、环节多，容易受到众多不确定因素的影响，研发项目具有研发失败、新用药技术不被临床接受、竞争品种抢占市场先机等风险。

4、原材料价格波动风险

中药材具有产地分布区域性显著、采收季节性强、自然生长质量不均一、品种独立性强等特性，市场价格易受气候、供需关系、资本炒作、生产成本、国家新版药典质量标准等因素影响，波动频繁，将在一定程度上影响公司相关产品的生产成本。此外，国家安全、环保、双控等政策的施行，导致化学原材料产业链成本上升。同时，部分产品的供应企业垄断，进一步加剧了原材料价格的上涨，最后，疫情因素致使的生产紧缩和流通降低、俄乌冲突等不确定因素的影响，价格波动幅度较大。随着人工成本、经营成本等成本的上升，企业成本控制面临较大压力。

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,564	6,180	6,992	7,987	9,164	营业总收入	7,717	8,254	8,630	9,670	10,731
货币资金	1,473	1,574	2,490	2,820	3,526	营业成本	4,387	4,845	4,941	5,433	5,949
应收票据	160	145	151	196	247	营业税金及附加	65	65	73	82	91
应收账款	1,391	1,866	1,753	2,075	2,241	销售费用	2,298	2,373	2,546	2,901	3,219
预付账款	184	382	298	378	386	管理费用	367	406	406	455	504
存货	1,718	1,884	1,928	2,116	2,319	研发费用	128	101	104	116	129
其他	638	330	371	402	445	财务费用	36	40	-2	-4	-17
非流动资产	2,558	2,713	2,683	2,631	2,561	减值损失合计	-22	-20	-3	0	-1
长期股权投资	33	32	32	32	32	投资净收益	16	151	9	10	11
固定资产(合计)	1,253	1,237	1,251	1,252	1,238	其他	111	79	103	116	128
无形资产	369	409	374	334	289	营业利润	541	634	671	812	994
其他	904	1,035	1,027	1,014	1,002	营业外收支	0	-3	-3	-1	-1
资产总计	8,122	8,893	9,675	10,618	11,726	利润总额	540	631	668	811	993
流动负债	3,127	3,485	3,706	3,977	4,269	所得税	78	118	124	150	184
短期借款	628	642	830	800	800	净利润	462	513	544	661	809
应付票据	172	610	408	567	556	少数股东损益	5	6	11	13	16
应付账款	651	628	687	730	813	归属母公司净利润	457	508	533	648	793
其他	1,675	1,605	1,781	1,880	2,099	EBITDA	644	662	717	855	1,025
非流动负债	393	467	467	467	467	EPS(当年)(元)	0.60	0.67	0.70	0.85	1.05
长期借款	100	100	100	100	100	现金流量表					
其他	293	368	368	368	368	单位:百万元					
负债合计	3,519	3,953	4,174	4,444	4,736	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	152	157	168	181	197	经营活动现金	410	252	895	523	869
归属母公司股东权益	4,451	4,783	5,333	5,993	6,792	净利润	462	513	544	661	809
负债和股东权益	8,122	8,893	9,675	10,618	11,726	折旧摊销	172	198	156	172	186
重要财务指标						财务费用	30	34	39	43	42
单位:百万元						投资损失	-16	-151	-9	-10	-11
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	营运资金变动	-192	-395	157	-345	-160
营业总收入	7,717	8,254	8,630	9,670	10,731	其它	-46	53	7	2	2
同比(%)	-5.0%	7.0%	4.6%	12.1%	11.0%	投资活动现金流	-92	19	-128	-120	-121
归属母公司净利润	457	508	533	648	793	资本支出	-47	-226	-117	-110	-112
同比(%)	0.6%	11.1%	5.1%	21.4%	22.4%	长期投资	-76	219	-20	-20	-20
毛利率(%)	43.2%	41.3%	42.7%	43.8%	44.6%	其他	30	27	9	10	11
ROE%	10.3%	10.6%	10.0%	10.8%	11.7%	筹资活动现金流	-101	-219	149	-73	-42
EPS(摊薄)(元)	0.60	0.67	0.70	0.85	1.05	吸收投资	11	10	0	0	0
P/E	14.36	16.50	23.17	19.08	15.59	借款	120	13	188	-30	0
P/B	1.47	1.75	2.32	2.06	1.82	支付利息或股息	-181	-211	-39	-43	-42
EV/EBITDA	9.02	11.53	15.19	12.31	9.58	现金流净增加额	213	49	916	330	706

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016 年加入兴业证券社会服务团队，2019 年担任社会服务首席分析师，2020 年接管商贸零售团队，2021 年任现代服务业研究中心总经理。2022 年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021 年获新财富批零与社服第 2 名、水晶球社服第 1 名/零售第 1 名新浪财经金麒麟最佳分析师医美第 1 名/零售第 2 名/社服第 3 名、上证报最佳分析师批零社服第 3 名，2022 年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第 2 名/社服第 2 名/零售第 2 名、医美行业白金分析师。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在 PPC 佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021 年 12 月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022 年 4 月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2 年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022 年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

赵晓翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2 年证券从业经验，2022 年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI 医疗、数字医疗等行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com

华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyupei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5%之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。