

昆药集团 (600422.SH)

增持 (首次评级)

黄金单品带动品类集群，渠道优化驱动业绩提升

公司简介

公司作为三七产业龙头，依托昆药血塞通和昆中药品牌优势，带动品类集群发展，驱动业绩持续提升。2017-2021年，公司营收及归母净利润年均复合增速为9%、11%。2022年前三季度实现营收62亿元(+3%)；归母净利润3.7亿元(-14%)。2023年1月19日，公司完成董事会改组工作，正式并入华润三九。

投资逻辑：

华润三九控股 28%，产品结构持续优化。2022年5月9日，华润三九收购公司28%的股份，成为公司实际控制人，有望助力公司强化销售渠道建设，打开全国销售市场，带动公司盈利能力提升。2021年，公司实现营收82.5亿元(+7%)，归母净利润5.08亿元(+11%)，其中口服剂表现亮眼，营收28.9亿元(+14%)，针剂营收惨淡仅为8.50亿元(-32%)。2022年前三季度净利润同比下滑主要由于前三季度受疫情冲击，针剂院内渠道受阻。

黄金单品带动品类集群，昆中药品牌优势凸显。2021年血塞通软胶囊销量达5.66亿粒(+40%)，销售收入5.93亿元(+28%)，血塞通软胶囊在整个心脑血管治疗板块业绩占比达到31%(+10pct)，成为心脑血管治疗领域的支柱产品。昆中药持续推动大品牌大C建设，开创OTC快消化营销模式，进一步扩大品牌影响力。2021年，昆中药三大单品，参苓健脾胃颗粒收入2.66亿元(+50%)，舒肝颗粒收入1.83亿元(+28%)，香砂平胃颗粒收入1.34亿元(+40%)。

突破新兴赛道，大健康业务快速起步。2022年前三季度，昆药健康实现营收1.29亿元(+175%)。公司持续打造明星单品，昆药健康逐步突破皮肤护理和口腔护理赛道。2022年H1，三七冻干礼盒、妇科凝胶销售均超7百万，三七牙膏销售超600万。

盈利预测、估值和评级

预测2022-2024年公司分别实现营收85.6、95.6和107.7亿元，同比增长3.8%、11.7%、12.6%。2022-2024年公司分别实现归母净利润5.3、6.3、7.5亿元，同比增长3.4%、20.8%、18.3%。采用市盈率法进行估值，给予2023年22倍PE，目标价18.5元，首次覆盖给予公司“增持”评级。

风险提示

政策风险；产品集采风险、产品推广不及预期、医保药品限价风险、品牌价值变动风险、原材料价格波动风险、股东减持风险。

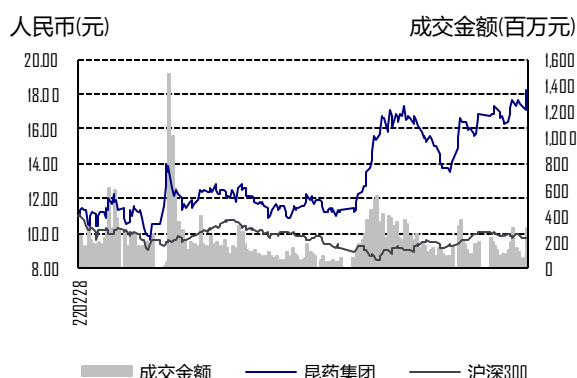
医疗组

分析师：袁维 (执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：17.09元

目标价 (人民币)：18.50元



公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	7,717	8,254	8,564	9,562	10,768
营业收入增长率	-4.96%	6.95%	3.76%	11.65%	12.61%
归母净利润(百万元)	457	508	525	634	749
归母净利润增长率	0.56%	11.12%	3.36%	20.76%	18.25%
摊薄每股收益(元)	0.603	0.670	0.692	0.836	0.988
每股经营性现金流净额	0.54	0.33	0.33	0.80	0.92
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.26%	10.61%	10.24%	11.52%	12.59%
P/E	14.36	16.50	24.70	20.45	17.29
P/B	1.47	1.75	2.53	2.36	2.18

来源：公司年报、国金证券研究所

内容目录

昆药集团：中药老字号叠加华润三九入股，公司长期发展可期	4
引入股东华润三九，中药老字号迎来发展新契机	4
医药制造+商业双管齐下，助力大健康生态圈形成	4
业绩承压谷底已过，多重因素利好长期发展	5
产品结构持续优化，黄金单品带动品类集群	7
以昆药血塞通系列为核心，加速构建慢病管理平台	7
推动“昆中药 1381”品牌出圈，打造精品国药健康消费平台	9
持续拓展健康产品品类，布局海外加强品牌影响力	11
大健康业务特色突出，快速起步	11
政策扶持中药“出海”，海外市场贡献新增长极	11
研发助力长期发展，营业改革持续推进	14
聚焦核心治疗领域，研发创新持续蓄力	14
公司整顿销售体系，院外能力持续增强	14
盈利预测与投资建议	15
风险提示	17

图表目录

图表 1： 1H22 公司主要子公司情况	4
图表 2： 1H22 公司营收结构	4
图表 3： 公司主要核心产品	5
图表 4： 2017-2021 年公司药品批发与零售业务情况	5
图表 5： 2017-2022 前三季度公司营收及增长情况	6
图表 6： 2017-2022 前三季度公司归母净利润及增长情况	6
图表 7： 2017-2022 前三季度公司期间费用率	6
图表 8： 2017-2022 前三季度公司毛利率及净利率	6
图表 9： 2017-2021 年公司口服剂与针剂营业收入	7
图表 10： 2017-2021 年公司口服剂与针剂毛利率	7
图表 11： 公司血塞通系列产品	7
图表 12： 2017-2021 年血塞通系列部分产品销售情况	8
图表 13： 2019-2021 年心脑血管治疗领域产品销售情况	8
图表 14： 公司产品集采中标情况	8
图表 15： 2020 年中国三七种植面积分布图	9
图表 16： 2020 年中国三七产量分布图	9
图表 17： 2017-2022 年云南安国药市三七市场价趋势	9
图表 18： 2017-1H22 昆中药营业收入	10
图表 19： 2018-2021 年参苓健脾胃颗粒销售情况	10
图表 20： 2018-2021 年香砂平胃颗粒销售收入	10
图表 21： 2018-2021 年舒肝颗粒销售情况	11

图表 22: 2019-2022 年前三季度昆药健康营业收入.....	11
图表 23: 2018 -2022 年我国中药材及中式成药出口情况.....	12
图表 24: 2017-2021 年公司海外板块营收情况.....	12
图表 25: 公司境外及港澳台主体情况.....	13
图表 26: 公司产品国际注册情况.....	13
图表 27: 公司国际合作项目.....	13
图表 28: 公司主要在研项目（截至 2023.1.31）.....	14
图表 29: 公司主要销售模式.....	15
图表 30: 公司主营业务盈利预测.....	16
图表 31: 主要费用率预测.....	16
图表 32: 可比公司估值比较（市盈率法，数据截至 2023.2.27 收盘）.....	17

昆药集团：中药老字号叠加华润三九入股，公司长期发展可期

引入股东华润三九，中药老字号迎来发展新契机

国内天然植物药领先企业，拥有多款标志性产品。作为国内天然植物药领先企业、中国五大中药老字号之一，公司定位于“聚焦心脑血管疾病、专注慢病治疗领域的创新型国际化药品提供商”，历经 70 余年发展成为融合医药制造和医药商业的多品牌、多品类、多管线、全渠道的品牌集团。公司前身昆明制药厂成立于 1951 年，1995 年改制后设立昆明制药，并于 2000 年在上交所成功上市。在 70 余年的发展过程中，公司先后成功独立或合作开发了植物药“降压灵”、抗疟特效新药蒿甲醚注射液、人工合成天麻素等具有标志性意义的产品。此外，公司二度与屠呦呦团队合作，签约双氢青蒿素片治疗红斑狼疮项目。

华润三九入股公司，协同效应有望带动公司业绩新增长。2022 年 5 月 9 日，华润三九发布公告拟以支付现金的方式向华立医药及华立集团购买其所持有的公司 27.56%和 0.44%的股份。交易于 2022 年 12 月 30 日完成，华润三九持有公司 28%的股份，公司成为华润三九的控股子公司。2023 年 1 月 19 日，公司董事会、监事会改组完成。华润三九作为行业内 OTC 龙头企业，其核心产品“999 感冒灵”、“999 皮炎平”、“三九胃泰”等产品市场份额领先同类产品。借助华润三九优秀的品牌运营能力，公司有望进一步提高全国市场产品认可度。在渠道方面，华润三九搭建了成熟的三九商道客户体系，覆盖超 40 万家药店、数千家等级医院、数万家基层医疗机构，同时积极布局互联网医疗市场，助力公司深化渠道建设。此次并购将有望发挥二者在医药制造、医药商业方面的协同效应，从而进一步打开全国销售市场，带动公司盈利能力提升。

医药制造+商业双管齐下，助力大健康生态圈形成

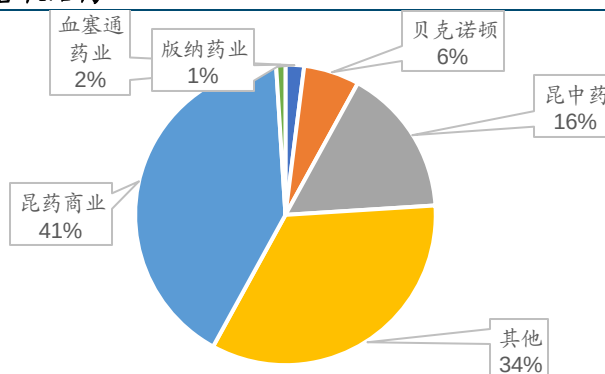
公司现有业务可以分为两大板块，分别是包括植物药、精品国药、化学药在内的医药制造板块，以及以医药分销业务为主的医药商业板块。公司以医药制造工业为内生核心、国际合作和医药流通为外延拓展，将公司在植物药领域的研发、品牌、技术优势延伸到大健康领域，打造医药制造、医药商业、医药大健康三级生态圈。

图表1：1H22 公司主要子公司情况

公司名称	公司持股比例	主要业务板块	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	净利率
昆中药	100%	医药制造-精品国药	6.96	0.90	13%
贝克诺顿	100%	医药制造-化学药	2.70	0.33	12%
血塞通药业	90%	医药制造	0.99	0.16	17%
昆药商业	100%	医药商业	17.47	0.19	1%
西双版纳版纳药业	100%	医药制造	0.44	0.17	38%

来源：公司年报，国金证券研究所

图表2：1H22 公司营收结构



来源：公司年报，国金证券研究所

医药制造：植物药、精品国药和化学药全覆盖，核心产品市占率领先。公司医药制造板

块按类型可分为植物药、精品国药和化学药，现有昆药、昆中药、血塞通药业、版纳药业、贝克诺顿、贝克诺顿（浙江）、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，共有产品批准文号 600 余张。

- 公司产品涵盖心脑血管、骨科、抗疟疾等领域，多个核心产品如昆药注射用血塞通（冻干）粉针、昆药血塞通软胶囊、天麻素注射液等品种市场份额处于行业领先地位。

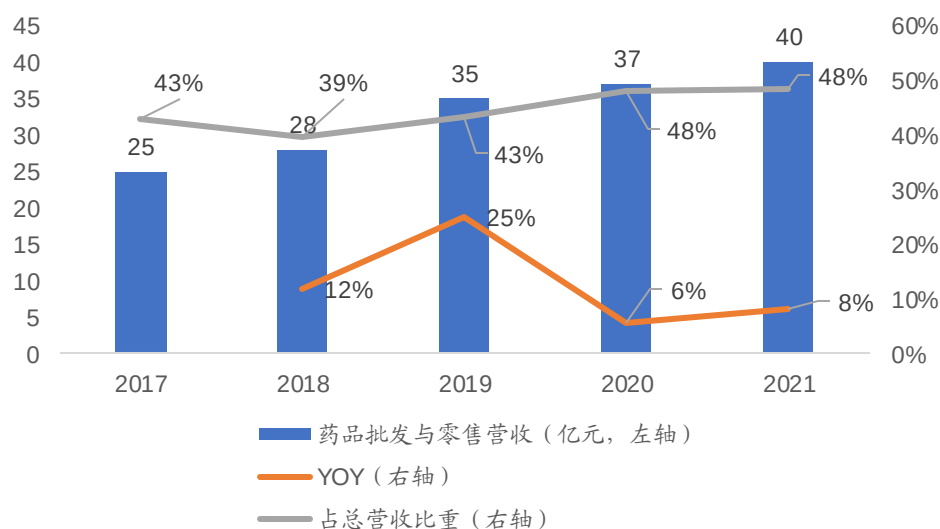
图表3：公司主要核心产品

分类型	主要系列	核心产品
天然植物药	三七总皂苷系列、天麻素系列、青蒿系列等	血塞通系列（冻干、软胶囊、滴丸、片、颗粒和注射液）；天麻素系列（天麻素注射液）；蒿甲醚系列（复方磷酸茶酚啉片、蒿甲醚片、蒿甲醚原料、蒿甲醚注射液、双氢青蒿素哌嗪片）
精品国药	中成药	参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒两大黄金单品；香砂平胃颗粒、清肺化痰丸和板蓝清热颗粒
化学药	抗生素、骨和关节健康、妇科、儿科、免疫抑制等	玻璃酸钠注射液、阿莫西林胶囊和阿法迪三胶囊

来源：公司公告，华润三九公告，国金证券研究所

医药商业：全渠道综合服务模式，驱动营收稳健增长。2020 年，负责公司医药流通商业业务的全资子公司昆药商业重塑业务板块，从以分销为主的业务模式向集合分销、终端、推广、现代物流的综合业务模式转变，着力拓展终端与现代物流业务，医药商业已成为公司营收主力来源之一。2017-2021 年，公司药品批发与零售业务实现营收年均复合增速为 9%，2021 年该业务实现营收 40 亿元，占总营收比重达 48%。

图表4：2017-2021 年公司药品批发与零售业务情况

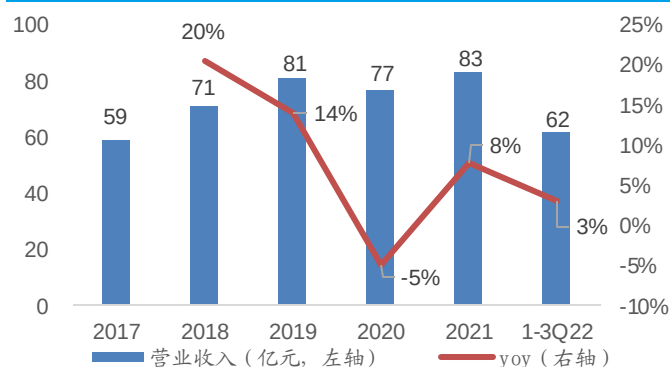


来源：公司公告，国金证券研究所

业绩承压谷底已过，多重因素利好长期发展

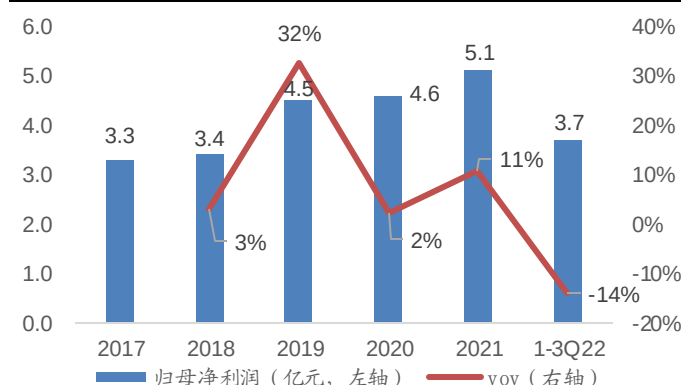
短期内受新冠疫情、针剂销售受限、中成药集采预期、公司在核心战略关键点持续投入等多因素影响，公司业绩承压。2017-2021 年，公司营收年均复合增速为 9%，2021 年实现营收 83 亿元（+8%），2022 年前三季度实现营收 62 亿元（+3%）；2017-2021 年公司归母净利润复合增速为 11%，2021 年实现归母净利润 5.1 亿元（+11%），2022 年前三季度实现归母净利润 3.7 亿元（-14%）。

图表5: 2017-2022 前三季度公司营收及增长情况



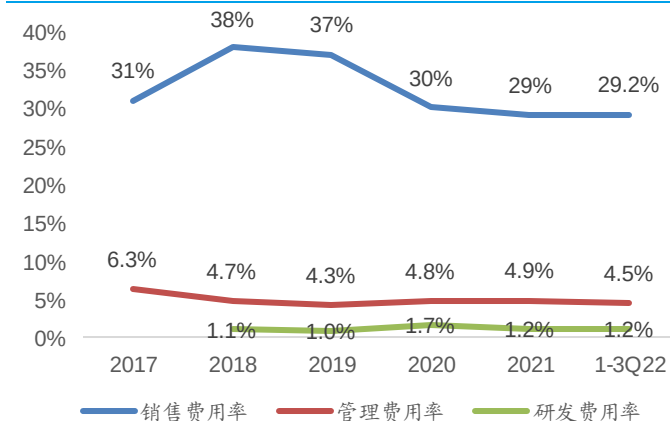
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表6: 2017-2022 前三季度公司归母净利润及增长情况



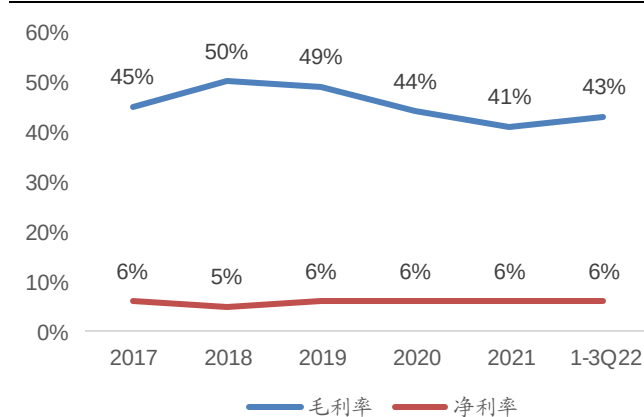
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表7: 2017-2022 前三季度公司期间费用率



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表8: 2017-2022 前三季度公司毛利率及净利率

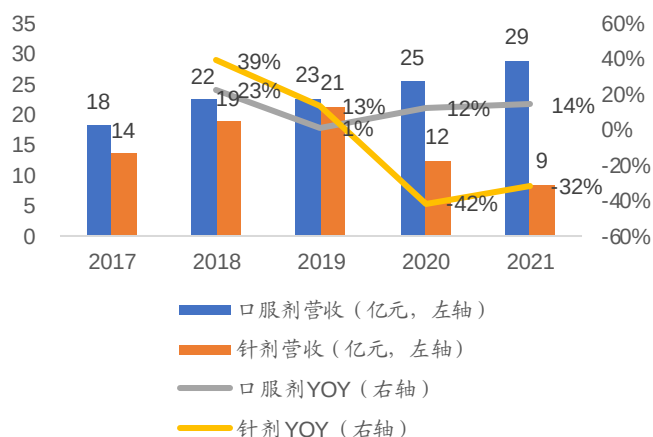


来源: 公司公告, 国金证券研究所

长期来看, 随着“院内-院外”、“针剂-口服”双轮驱动战略成效逐步显现, 口服、零售业务有望成为公司业绩增长两大新动能; 此外, 在华润三九并购后, 依托华润三九的渠道优势, 公司销售费用率下降趋势有望进一步强化, 同时叠加协同效应的赋能, 公司未来业绩增长确定性强, 毛利净利水平有望提高。

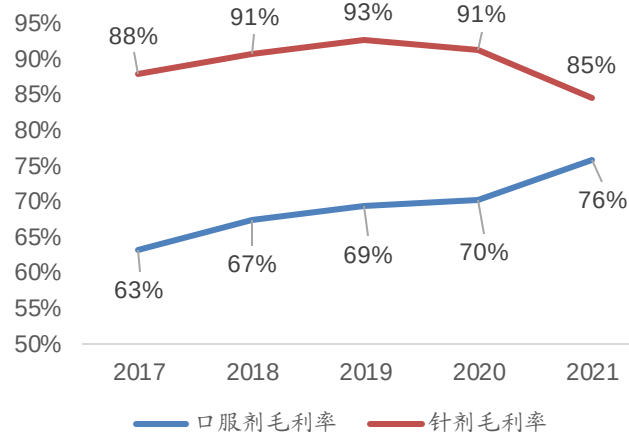
- 受疫情反复影响, 公司针剂产品院内渠道受阻, 营收和毛利率均有所下降。2021 年, 针剂营收 8.50 亿元, 同比降低 31.5%, 毛利率降至 84.5%。受益于院外市场的逐渐拓宽, 口服系列产品再创新高, 营收为 28.91 亿元, 同比增长 14.0%, 毛利率 75.8%。
- 口服产品占比持续提高, 注重针剂产品的升级。“针剂-口服”驱动方面, 在医保控费和政策不利的情况下, 公司近几年提高了口服产品占比, 并通过黄金单品带动品类集群快速的成长。同时, 公司对针剂进行二次开发以扩大适应症, 未来或将迎来新一轮的增长。

图表9：2017-2021 年公司口服剂与针剂营业收入



来源：公司公告，国金证券研究所

图表10：2017-2021 年公司口服剂与针剂毛利率



来源：公司公告，国金证券研究所

产品结构持续优化，黄金单品带动品类集群

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、天麻素天眩清系列、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。

以昆药血塞通系列为核心，加速构建慢病管理平台

依托黄金单品血塞通，专注心脑血管慢病管理。血塞通系列产品主要原料为三七，目前临床上广泛应用于心脑血管疾病的防治，具有活血祛瘀，通脉活络的功效。血塞通系列作为公司的核心品牌，产品种类多样，包括血塞通软胶囊、注射用血塞通（冻干）、血塞通注射液。

图表11：公司血塞通系列产品

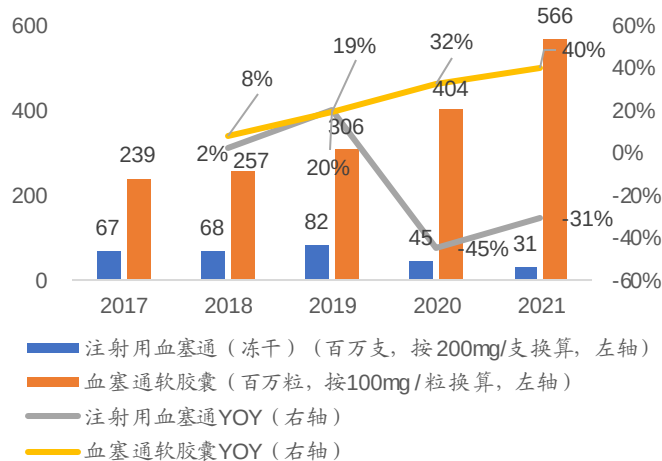
药品名称	是否处方药	是否属于中药保护品种	发明专利起止期限	国家基药目录	国家医保目录	省级医保目录
注射用血塞通（冻干）	是	是	2009.9-2029.9	是	是	是
血塞通软胶囊	是	否	2008.7-2028.7, 2009.9-2029.9	否	是	是
血塞通片	是	否	无	否	是	是
血塞通滴丸	是	否	无	否	是	是
血塞通颗粒	是	否	无	否	是	是

来源：华润三九公告，国金证券研究所

近年来，随着国内老龄化加剧，心脑血管疾病逐渐成为导致中国居民死亡的首位原因。据《中国心血管健康与疾病报告 2021》显示，中国心脑血管疾病患病率处于持续上升态势，推算患病人数约 3.3 亿。心脑血管中成药因安全性高、副作用较小而受到市场认可，用药需求持续上升。

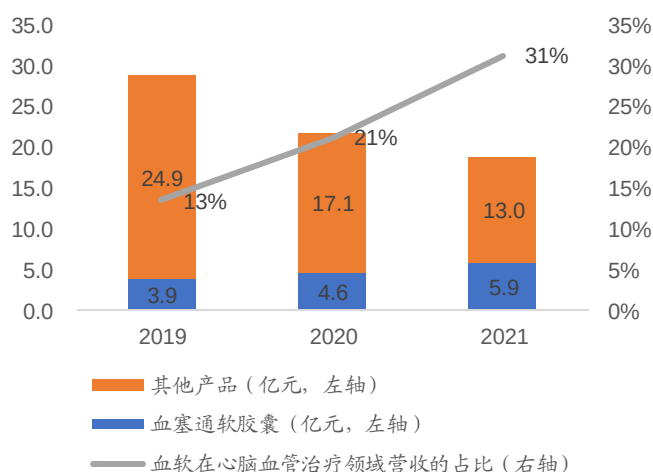
销量快速增长，血软成为血塞通系列产品新支柱。根据米内网统计，血塞通软胶囊在城市公立医院中的市场占有率为 44%，在血塞通软胶囊细分领域排名第二，在城市实体药店中的市场占有率为 70%，在血塞通软胶囊细分领域排名第一。2021 年血塞通软胶囊销量达 5.66 亿粒（按 100mg/粒换算），同比增长 40.2%，销售收入 5.93 亿元，同比增长 28.3%。血塞通软胶囊在整个心脑血管治疗板块业绩占比达到 31%，同比上升 10 个 pct，成为心脑血管治疗领域的支柱产品。

图表12：2017-2021年血塞通系列部分产品销售情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表13：2019-2021年心脑血管治疗领域产品销售情况



来源：公司公告，国金证券研究所

集采中标拉升销量，针剂有望触底反弹。据国家药品不良反应监测中心发布的《国家药品不良反应监测年度报告（2019）》，2019年中药不良反应/事件按给药途径分布，注射给药占45.5%，其中静脉注射给药占注射给药的98.5%，不良反应/时间的主要原因推测为不规范使用，但中药注射剂销售受此负面影响。近年来中药鼓励政策持续出台，行业规范性也不短加强；同时随着中成药纳入集采范围的步伐加快，中医药行业市场需求将进一步扩大，推动中医药行业的进一步整合。借由注射用血塞通（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，公司以广覆盖、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，2022H1注射用血塞通（冻干）同比增长38%。

随着中成药带量集中采购“靴子”落地，降级幅度较为温和。由湖北省牵头的19省(市、区)中成药省际联盟集采价格平均降幅42%，相较前几轮的化药集采、医保谈判，中成药集采降价幅度较为温和。

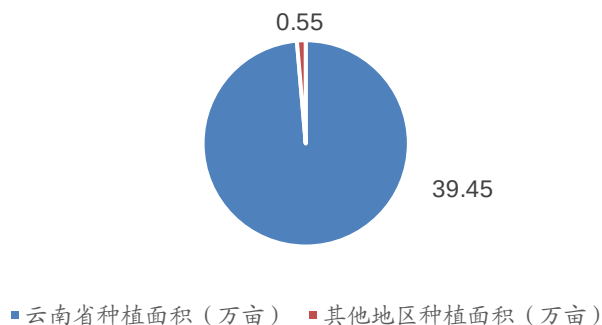
图表14：公司产品集采中标情况

药品名称	联盟/相关省份	中选情况	中标时间	中标价
玻璃酸钠注射液 2.5ml:25mg	联盟（西南五省）	中选	2020.12	157.85 元/盒
阿法骨化醇软胶囊（0.25ug*10粒/板*2板/盒）（Teva生产）	全国（云南、安徽、浙江、湖南、海南等8省）	中选	2021.6	20.79 元/盒
注射用血塞通（冻干）（200mg/支）	联盟（广东）	拟中选	2022.4	9.22 元/支
注射用血塞通（冻干）（400mg/支）	联盟（广东）	拟中选	2022.4	30.5523 元/支
血塞通滴丸（5mg，180丸/盒）	联盟（湖北）	中选	2022.4	16.40 元/盒
血塞通滴丸（5mg，420丸/盒）	联盟（湖北）	中选	2022.4	34.13 元/盒
天麻素注射液 2ml:0.2g	联盟（广东）	备选	2022.3 拟备选，2022.8 备选	11.22 元/瓶

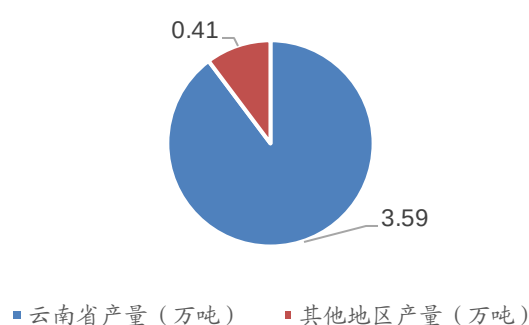
来源：华润三九公告，国金证券研究所

依托云南省优质三七资源，打造完整产业链。公司借助先天区域优势，经过七十年深耕细作，公司形成了从三七 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。

图表 15: 2020 年中国三七种植面积分布图



图表 16: 2020 年中国三七产量分布图

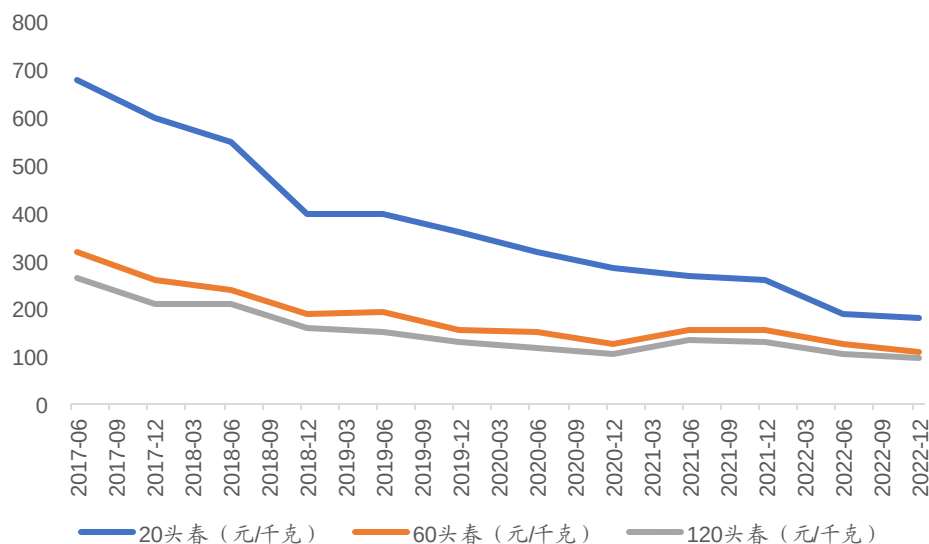


来源:《云南省“十四五”林下中药材产业规划》，国金证券研究所

来源:《云南省“十四五”林下中药材产业规划》，国金证券研究所

随着三七种植面积逐年扩增，种植户不断增加，以及种植技术的更新升级，三七市场价格逐年走低。2017 年 6 月 20 头春三七价格为 600 元/千克，2022 年 12 月价格仅为 180 元/千克，整体降价幅度为 70%。整体三七市场规模不断扩大，产业链“薄利多销”趋势明显。预计三七价格保持低位稳定，公司工业端成本有望进一步降低。

图表 17: 2017-2022 年云南安国药市三七市场价趋势

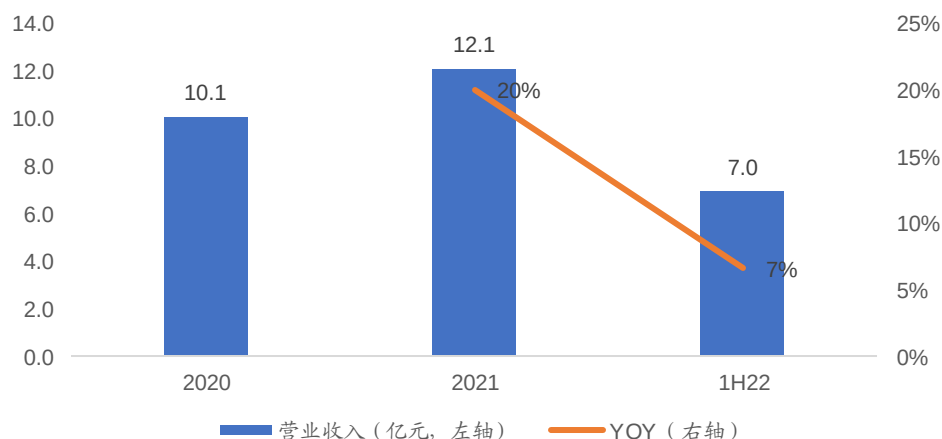


来源:公司公告, 国金证券研究所

推动“昆中药 1381”品牌出圈，打造精品国药健康消费平台

老字号焕发新活力，优质产品矩阵日益丰富。昆中药“1381”肇启于明太祖洪武十四年（公元 1381 年），是中国五大中药老字号之一，至今已有 641 年历史。昆中药聚焦参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒等核心品种持续进行大品种、大品类打造，并不断挖掘和培育包括清肺化痰丸、金花消痞丸、口咽清丸在内的潜力品种和特色品种，已形成脾胃消化类、妇科（身心）类、感冒呼吸类、经典名方群四大产品矩阵，成为公司“另一柄剑刃”。

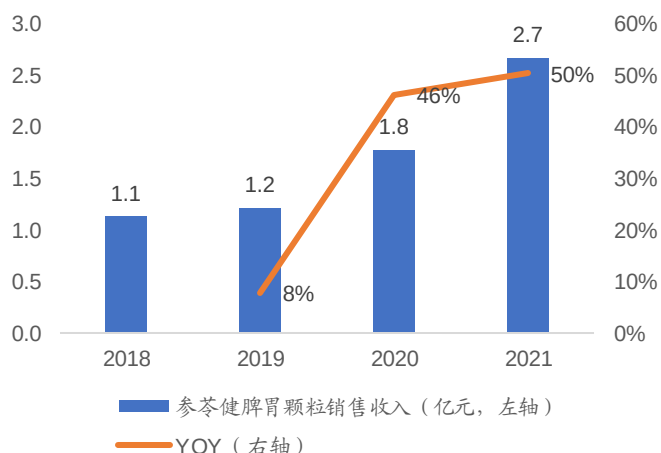
图表18: 2017-1H22 昆中药营业收入



来源: 公司公告, 国金证券研究所

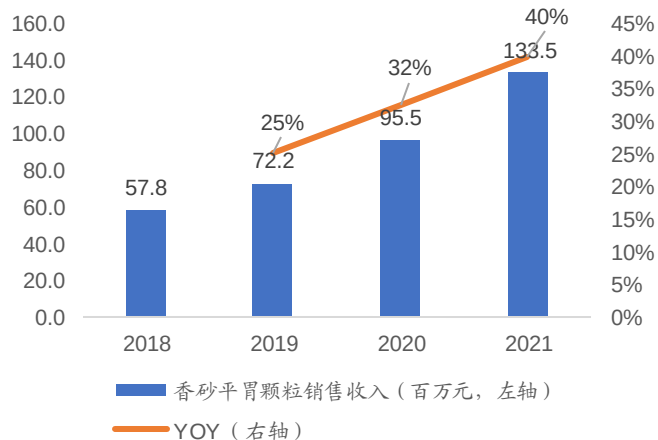
持续推动大品牌大C建设, 开创OTC快消化营销模式。昆中药通过《昆中药补脾白皮书》、补脾演说家等项目在公众中进行脾胃健康科普教育, 给予公众养脾补胃新思路, 持续拓展消费者规模, 加深消费群体的品牌忠诚度, 进一步扩大品牌影响力。2021年参苓健脾胃颗粒实现销售收入2.66亿元, 同比增长50%。根据米内网数据, 2021年昆药集团参苓健脾胃颗粒在城市实体药店中的市场占有率为80.6%, 在参苓健脾胃颗粒细分领域排名第一; 香砂平胃颗粒在城市实体药店中的市场占有率为15.8%, 在香砂平胃颗粒细分领域排名第三。此外, 联合各大药店签订参苓健脾胃颗粒战略合作协议, 通过品牌出圈、营销跨界、终端场景、推广爆破、用户生态等八大增量驱动OTC快消化营销, 实现线上线下、渠道内外联动赋能。

图表19: 2018-2021年参苓健脾胃颗粒销售情况



来源: 公司公告, 国金证券研究所

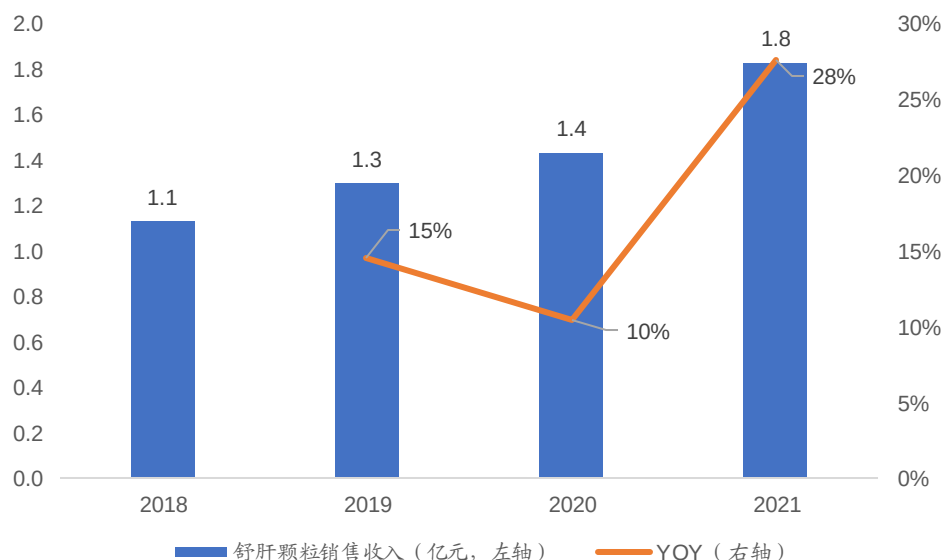
图表20: 2018-2021年香砂平胃颗粒销售收入



来源: 公司公告, 国金证券研究所

持续进行产品循证医学研究, 以学术力打造黄金产品。2022年3月舒肝颗粒相关研究在国际期刊《Journal of Ethnopharmacology》发表, 研究表明舒肝颗粒对混合性焦虑抑郁障碍(MADD)治疗效果明显, 为临床提供支持依据和治疗MADD的药物建议; 同年6月国际知名学术期刊CNS Neuroscience & Therapeutics发表研究, 明确了舒肝颗粒抗抑郁靶点和药理机制, 进一步提升核心产品学术力。我们看好舒肝颗粒未来发展潜力, 销量有望进一步提升。

图表21：2018-2021 年舒肝颗粒销售情况



来源：公司公告，国金证券研究所

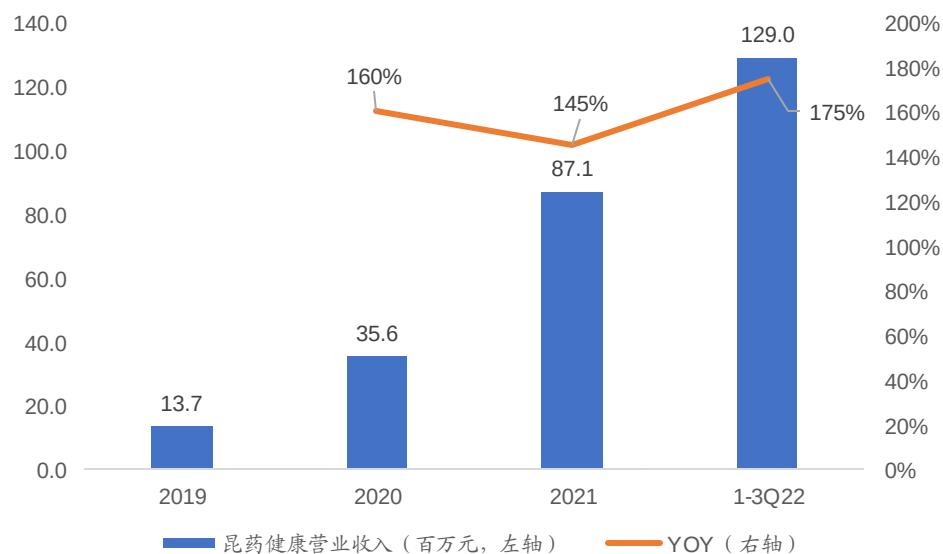
持续拓展健康产品品类，布局海外加强品牌影响力

大健康业务特色突出，快速起步

公司持续打造明星单品，逐步突破皮肤护理和口腔护理赛道。皮肤护理方面，2022 年 H1，三七冻干礼盒、妇科凝胶表现亮眼，单品销售均超 7 百万；三七面膜销售超 4 百万；复活草面膜销售超 3 百万。口腔护理方面，三七牙膏销售超 6 百万。品牌知名度逐步拓宽，昆药健康快速成长得以保证。

电商渠道进展顺利，线上线下齐发力。2022 年 H1，K 昆药/KPC 京东自营双入驻；昆药三七牙膏分别与辛选基地、云南抖音直播基地达成战略合作，逐步完善直播带货渠道。线下方面，三七牙膏上架超过 1500 家线下便利超市；5 月，昆药 KPC 首家自有品牌新零售样板店——KPC 昆药科技美肤馆落地杭州西嘉广场，全面拓宽销售网络。

图表22：2019-2022 年前三季度昆药健康营业收入



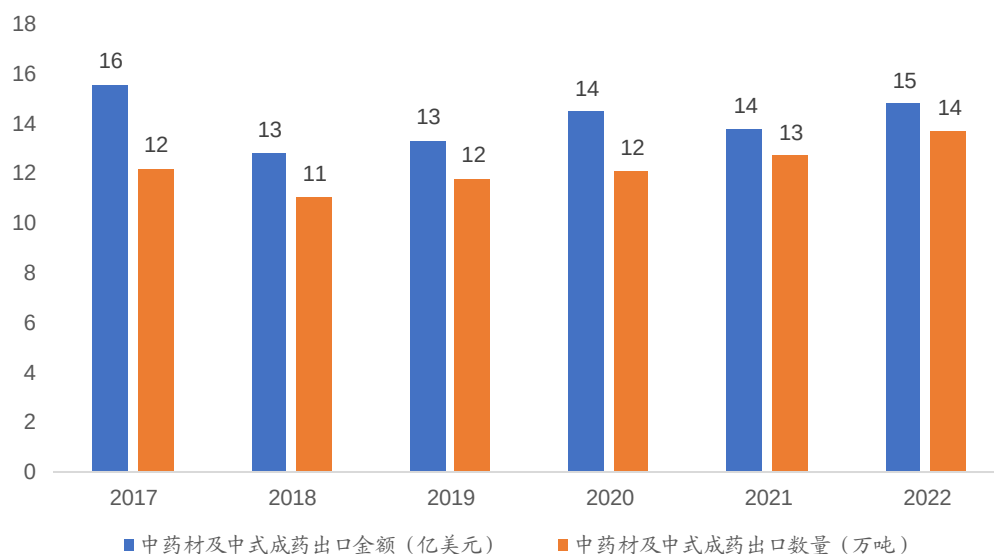
来源：公司公告，国金证券研究所

政策扶持中药“出海”，海外市场贡献新增长极

政策扶持中药“出海”，助力公司海外市场拓展。国家陆续发布《关于促进中医药传承创新发展的意见》、《关于推进对外贸易创新发展的实施意见》、《关于支持国家中医药服务出口基地高质量发展若干措施的通知》等系列利好政策，推动中医药产业发展与国际化。新冠疫情暴发以来，中医药有效参与预防与治疗，对新冠肺炎治疗取得良好效果中医药

独特的优势逐渐被越来越多的国家和地区所认可和接受。目前我国已建设了 31 个国家中医药服务出口基地，国家中医药管理局支持国内中医药机构在共建“一带一路”国家建设了 30 个高质量中医药海外中心，在国内建设了 56 个中医药国际合作基地。

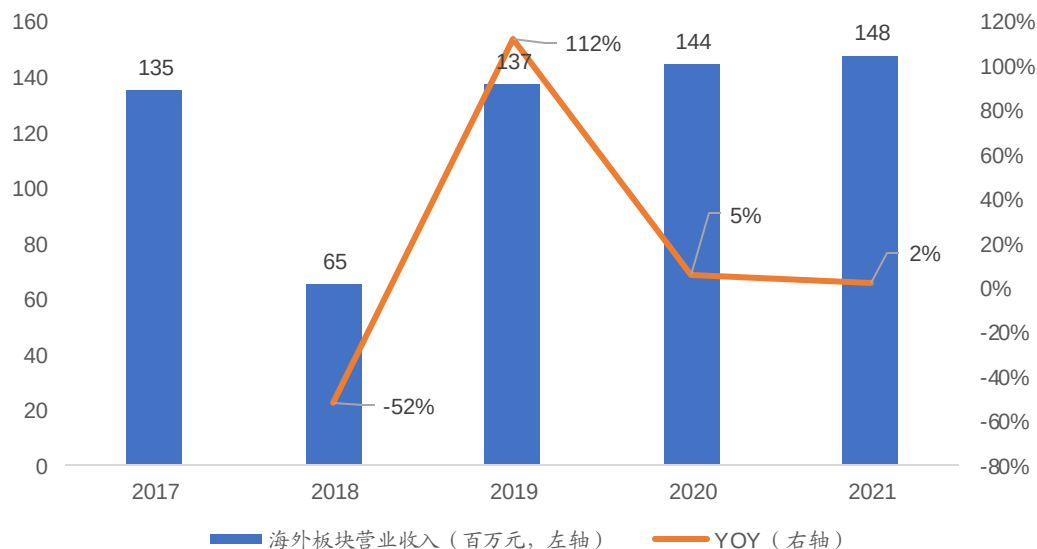
图23：2018-2022 年我国中药材及中式成药出口情况



来源：同花顺 ifind，国金证券研究所

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。目前国际销售网络已覆盖 15 个亚洲国家、1 个大洋洲国家、34 多个非洲国家、2 个欧洲国家、1 个北美国家及 2 个南美洲国家。公司王牌产品络泰血塞通 2011 年正式进入越南医保目录，其他多个产品如蒿甲醚制剂、复方磷酸萘酚喹片等在全球数十个国家注册成功。

图24：2017-2021 年公司海外板块营收情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表25：公司境外及港澳台主体情况

公司名称	注册国家	主营业务
北京华方科泰肯尼亚公司	肯尼亚	青蒿素抗疟药、品牌仿制药、医疗器械在肯尼亚的销售
华立药业坦桑尼亚公司	坦桑尼亚	青蒿素抗疟药、品牌仿制药、医疗器械在坦桑尼亚的销售
北京华方科泰乌干达公司	乌干达	青蒿素抗疟药、品牌仿制药、医疗器械在乌干达的销售
北京华方科泰尼日利亚公司	尼日利亚	青蒿素抗疟药、品牌仿制药、医疗器械在尼日利亚的销售
昆药科泰医疗公司	乌干达	门诊、急诊、药房、实验室、中医针灸推拿、医疗技术人员培训、远程医疗等
昆明制药努库斯植物技术有限公司	乌兹别克斯坦	甘草酸生产
KBN 国际有限公司	美国	持股平台
康威尔医药技术有限公司	美国	医药研发
世通商贸有限公司	香港	项目投资,企业形象设计等

来源：公司公告，国金证券研究所

图表26：公司产品国际注册情况

产品	注册地区
蒿甲醚制剂	苏丹、赞比亚、肯尼亚、缅甸、泰国等全球近 40 个国家
注射用血塞通	越南、蒙古、柬埔寨
血塞通软胶囊	越南、缅甸、印尼、柬埔寨、蒙古、坦桑尼亚
复方磷酸茶酚喹片	贝宁、喀麦隆、尼日利亚、中非等近 20 个国家
科泰复	乌干达、中非、肯尼亚、科特迪瓦、喀麦隆等 20 多个国家

来源：公司官网，国金证券研究所

国际合作助力战略转型，援外医疗提升品牌知名度。公司是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。公司与国家流动巡诊的援外医疗队、援非抗疟中心配合，专注非洲疟疾防治。2019 年公司在乌干达建立的医疗中心，目前已经进入试点开业运营。

图表27：公司国际合作项目

年份	合作项目
1991 年	与法国罗纳-普朗克合作生产蒿甲醚注射剂；
1992 年	与美国爱华克斯合资成立贝克诺顿制药（KBN）；
1994 年	与瑞士诺华公司达成复方蒿甲醚的合作协议；
1996 年	与瑞士康普莱特合资建立制药企业；
2004 年	子公司贝克诺顿（KBN）从国际知名骨关节领域药物研发及制造商日本 SKK 公司引进玻璃酸钠注射液“阿尔治”项目；
2014 年	与 AKMANGIT-LAKRITSA 公司合资成立昆药集团努库斯植物技术有限公司；
2014 年	与香港医药医药技术有限公司组建昆明银诺医药技术有限公司，合作开发长效降糖药 GLP-1（胰高血糖素样肽-1）融合蛋白，标志着昆药集团正式进军糖尿病治疗领域和生物制药领域
2015 年	投资 500 万美元参与美国 Rani Therapeutics 公司 C 轮融资，布局糖针胶囊。
2016 年	在美国设立北美药物研发中心；入股美国 CPI、RIMO 等公司，研发抗肿瘤创新药。
2018 年	公司已初步完成乌干达诊断中心项目规划，并计划在此建立医疗中心等项目，开展药品或医疗器械的本地化生产。
2019 年	公司参股的美国 CPI 公司研发的基于新型纳米技术的晚期实体瘤治疗药 CPI-200 获美国 FDA 临床试验批准，项目实施预示着公司在肿瘤治疗领域不断深入迈进
2020 年	公司与印度 Panacea 公司就他克莫司胶囊在中国内地的 BE 研究、药品注册和获批上市后的独家进口和销售推广进行合作

2021 年	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。
--------	--

来源：公司官网，国金证券研究所

研发助力长期发展·营业改革持续推进

聚焦核心治疗领域，研发创新持续蓄力

公司坚持以研发创新作为核心驱动力，围绕公司核心领域持续加大研发投入。一方面，依托公司在植物药领域的深厚积淀和研发优势，组建高水平研发团队，持续推进植物药/小分子创新药、改型新药、高端制剂等的研究开发，不断夯实公司科研创新能力；另一方面，通过内部资源与外部合作的有机融合，采用外部合作、投资并购、产品引进等多渠道，优化配置短中长期创新药物布局，构建公司未来丰富且梯队化、有竞争壁垒的产品管线，为公司高质量发展提供强大动力。

图表28：公司主要在研项目（截至2023.1.31）

药物名称	主要适用方向	进展情况
KPCXM18	缺血性脑卒中	已进入II期
KYAH01-2016-079	异柠檬酸脱氢酶-1（IDH1）基因突变	I期进行中
KYAH02-2016-078	系统性红斑狼疮	II期临床试验已完成
KYAH06-2018-094	精神类用药	已提交一致性评价申请

来源：公司公告，国金证券研究所

不断推进产学研合作，竞争壁垒日益完善。公司与珀莱雅、诺斯贝尔、膜法世家等行业知名企业共建研发实验室；联合知名专家成立昆药集团脑病药物研究院，不断提升公司在慢病领域的行业地位；与华西医院、北京大学附属医院、中国科学院昆明植物研究所等权威专业机构及相关权威专家医研共创，布局研发；联合宋洋女士、湖南中医药大学杨志波教授等知名专家共同创办上海安敏优皮肤微生态科学研究院，实现了皮肤微生态研究领域的成功抢跑。

公司整顿销售体系，院外能力持续增强

依托品类丰富且独具竞争优势的产品群，坚持贯彻双轮驱动战略，强化昆药血塞通和“昆中药 1381”品牌优势；持续推动营销模式转型升级，已建立起兼具医药专业背景与医药营销经营的专业学术团队，打造全渠道、全终端、多模式的营销模式，全面覆盖等级医院、零售药店、基层医疗机构等全类别终端，积极拓展电商渠道，探索多模式营销。并通过资源整合、策略协同，聚焦数字化精准营销服务，持续打造院外市场、口服产品两个新增长极。公司 2021 年院外业务收入为 18.7 亿元，同比增长 44%，占工业收入的 46%。

- 公司的血塞通和昆中药受到市场的青睐，品牌效应进一步增强。此外，公司引入三九股东，通过较好的协同效应，将全力开拓以昆药血塞通软胶囊为代表的口服产品院外渠道拓展，进一步打造精品国药品牌。2022 年前三季度，血塞通软胶囊院外同比增长 33%，保持高速增长。
- 通过处方推广和 OTC 销售，拓展和下沉销售渠道。“处方-零售”驱动方面，处方推广模式主要在医院端，公司通过学术会议、临床研究、招商代理等学术推广形式进行处方药渠道的下沉，同时依托三九渠道优势进一步打开全国市场；OTC 销售模式主要在零售端，公司通过与百强连锁药店合作、与地区经销商合作两种方式进行线下发力，而线上通过 KPC 京东自营和 K 昆药进行布局。

图表29：公司主要销售模式

销售模式		销售对象及作用
处方推广模式	终端推广模式	通过药品批发商进行医院供货，公司设立医药信息员，为临床医生提供用药指导，并收集反馈情况；通过协助专业学会组织专家交流、学术会议、临床研究等方式，对医生形成良好学术影响力，确保产品销售保持稳健增长。
	招商代理模式	通过与代理商合作进行市场推广，通过高端专业学术推广，逐步建立专业学术形象，利用代理商资源实现省外医疗市场快速的推广覆盖，扩大医疗终端市场份额。
OTC销售模式	KA直营模式	通过与药品零售百强连锁企业合作销售，主要覆盖中心及二线城市主流连锁药店，向连锁店员开展专业培训、为消费者提供公众健康知识等活动，形成品牌影响力，确保产品销售保持稳健增长。
	盟客户模式	通过与各地区经销商客户达成盟战略合作，重点开发中小型连锁及第三终端药店诊所。聚焦核心单品，为盟客户提供优质的产品，通过持续性的学术推动以及相关活动支持，进一步拓展基层零售管道。

来源：公司官网，国金证券研究所

盈利预测与投资建议

口服剂：2021年昆药血塞通系列口服产品同比增长18.8%，其中昆药血塞通软胶囊单品同比增长28.3%；参苓健脾胃颗粒同比增长50%；舒肝颗粒同比增长27.6%。香砂平胃颗粒同比增长39.9%；金花消痼丸、口咽清丸分别增长29.2%、249%。随华润三九入股，助力公司不断深化渠道精耕，加强口服产品的销售推广工作，推动昆药血塞通软胶囊、昆中药参苓健脾胃颗粒、昆中药舒肝颗粒等口服黄金单品的快速突破和推升上量，我们预计2022-2024年口服剂产品收入将实现15%、16%和17%的增长；公司对重点原辅料，积极开展战略储备采购，采用订单种植、定点加工等方式，预计未来毛利率波动较小，2022-2024年分别为75%、75%和75%。

针剂：受新冠疫情冲击、医疗机构住院治疗与医保支付适应症受限及中成药带量采购预期等因素影响，公司针剂产品业务出现一定幅度下滑，2020年、2021年收入分别同比下降42%和32%。我们认为，针剂类产品基本触达销售底部，随着公司注射用血塞通(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，预计将扭转下降趋势，实现同比小幅增长。我们预计2022-2024年公司针剂类产品收入实现同比增长5%、5%、5%；毛利率维持75%、75%和75%。

药品、器械批发与零售：近年来公司商业部分发展较为稳定，2019-2021年收入实现同比增长5%、8%，2022年受云南地区疫情影响，收入呈现阶段性下滑态势，预计2022-2024年收入实现-5%、5%、8%增长；毛利率维持8%、8%、8%。

图表30：公司主营业务盈利预测

单位：百万元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	8120	7717	8254	8564	9562	10768
YOY	14%	-5%	7%	4%	12%	13%
营业成本	4167	4387	4845	4900	5371	5976
毛利率	49%	43%	41%	43%	44%	44%
口服剂（医药工业）						
业务营业收入	2260	2536	2891	3325	3857	4497
YOY%	1%	12%	14%	15%	16%	17%
业务营业成本	692	756	699	831	964	1124
业务毛利率	69%	70%	76%	75%	75%	75%
占总营业收入比例	28%	33%	35%	39%	40%	42%
针剂（医药工业）						
业务营业收入	2126	1241	850	893	937	984
YOY%	13%	-42%	-32%	5%	5%	5%
业务营业成本	155	110	131	179	187	197
业务毛利率	93%	91%	85%	80%	80%	80%
占总营业收入比例	26%	16%	10%	10%	10%	9%
药品、器械批发与零售（商业）						
业务营业收入	3544	3720	4011	3810	3996	4299
YOY%	28%	5%	8%	-5%	5%	8%
业务营业成本	3204	3351	3673	3505	3676	3955
业务毛利率	10%	10%	8%	8%	8%	8%
占总营业收入比例	44%	48%	49%	44%	42%	40%
其他						
业务营业收入	86	109	293	536	772	988
YOY%	43%	27%	168%	83%	44%	28%
业务营业成本	69	82	196	385	543	700
业务毛利率	20%	25%	33%	28%	30%	29%
占总营业收入比例	1%	1%	4%	6%	8%	9%

来源：Wind，国金证券研究所

费用率：预计 22-24 年销售费用率分别为 29.5%、29.1%和 29.0%；预计管理费用率保持较为稳定；预计 22-24 年研发费用率维持 1.3%、1.4%和 1.4%。

图表31：主要费用率预测

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用率	36.7%	30.5%	28.8%	29.5%	29.1%	29.0%
管理费用率	4.3%	4.8%	4.9%	4.9%	4.8%	4.7%
研发费用率	1.0%	1.7%	1.2%	1.3%	1.4%	1.4%

来源：Wind，国金证券研究所

预测 2022-2024 年公司分别实现营收 85.6、95.6 和 107.7 亿元，同比增长 3.8%、11.7%、12.6%。2022-2024 年公司分别实现归母净利 5.3、6.3、7.5 亿元，同比增长 3.4%、20.8%、18.3%。

我们选取可比公司，采用市盈率法进行估值。选用相对估值法（市盈率法）对公司进行估值。公司属中药板块，我们选择类似属性的济川药业、华润三九、同仁堂和健民集团作为可比公司，给予 2023 年 22 倍 PE，目标价 18.5 元，首次覆盖给予公司“增持”评级。

图表32：可比公司估值比较（市盈率法，数据截至 2023.2.27 收盘）

代码	名称	股价	EPS					PE				
			2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
600566	济川药业	28.35	1.44	1.94	2.38	2.77	3.03	14.07	14.64	11.90	10.24	9.37
000999	华润三九	49.63	1.63	2.09	2.50	2.76	3.17	15.28	16.38	19.87	17.97	15.64
600085	同仁堂	47.95	0.75	0.89	1.03	1.21	1.42	31.78	50.26	46.71	39.60	33.70
600976	健民集团	64.67	0.96	2.12	2.61	3.23	4.00	26.35	37.27	24.76	20.00	16.19
平均数										30.66	22.05	18.75
600566	昆药集团	17.09	0.60	0.67	0.69	0.84	0.99	14.36	16.50	24.70	20.45	17.29

来源：Wind，国金证券研究所（备注：同仁堂、健民集团参考 Wind 一致预测）

风险提示

政策风险：医药行业整体受到政策影响较大，如后续出台不利政策文件，将对中药行业带来影响

产品集采风险：湖北、广东已经陆续组织多省联盟集采，随着医改政策的进一步推进，更大范围更多品类的医药产品将进入集采当中，这可能会使产品单价降低；此外，无论产品是否进入集采，市场上同类药都有降价空间，进一步导致公司毛利率水平下降。

产品推广不及预期：公司不断引入新产品以拓展全领域优势，但新产品开拓市场存在不确定性，如产品推广不及预期，将对公司业绩带来影响；

医保药品限价风险：随着医改政策的进一步推进，更大范围更多品类的医药产品将进入医保，这可能会使产品单价降低，毛利率水平下降；

品牌价值变动风险：公司作为中华老字号企业，品牌在消费者和医药行业中均享有较高的认可度，如发生不利于品牌形象的负面事件，将给公司产品销售带来较大影响；

原材料价格波动风险：中药材价格存在周期性，波动较大，这可能会给公司成本带来一定压力；

股东减持风险：2023 年 1 月 7 日，公司股东华立医药拟计划通过集中竞价及大宗交易方式减持公司股份不超过 1896 万股，不超过公司总股本的 2.5%，继续减持或导致公司股价波动。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	8,120	7,717	8,254	8,564	9,562	10,768
增长率		-5.0%	7.0%	3.8%	11.7%	12.6%
主营业务成本	-4,167	-4,334	-4,845	-4,900	-5,398	-6,040
%销售收入	51.3%	56.2%	58.7%	57.2%	56.5%	56.1%
毛利	3,953	3,383	3,409	3,664	4,164	4,728
%销售收入	48.7%	43.8%	41.3%	42.8%	43.5%	43.9%
营业税金及附加	-68	-65	-65	-69	-76	-86
%销售收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-2,979	-2,351	-2,373	-2,526	-2,783	-3,123
%销售收入	36.7%	30.5%	28.8%	29.5%	29.1%	29.0%
管理费用	-348	-367	-406	-420	-459	-506
%销售收入	4.3%	4.8%	4.9%	4.9%	4.8%	4.7%
研发费用	-84	-128	-101	-111	-134	-151
%销售收入	1.0%	1.7%	1.2%	1.3%	1.4%	1.4%
息税前利润 (EBIT)	474	472	464	538	712	862
%销售收入	5.8%	6.1%	5.6%	6.3%	7.4%	8.0%
财务费用	-36	-36	-40	-32	-39	-43
%销售收入	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
资产减值损失	-30	-33	-54	-29	-14	-14
公允价值变动收益	4	-1	-1	78	5	5
投资收益	42	16	151	5	10	15
%税前利润	7.6%	2.9%	23.9%	0.8%	1.3%	1.6%
营业利润	540	541	634	651	785	927
营业利润率	6.6%	7.0%	7.7%	7.6%	8.2%	8.6%
营业外收支	5	0	-3	-1	-1	-1
税前利润	544	540	631	650	784	926
利润率	6.7%	7.0%	7.6%	7.6%	8.2%	8.6%
所得税	-77	-78	-118	-120	-145	-171
所得税率	14.1%	14.5%	18.7%	18.5%	18.5%	18.5%
净利润	468	462	513	530	639	754
少数股东损益	13	5	6	5	5	5
归属于母公司的净利润	454	457	508	525	634	749
净利率	5.6%	5.9%	6.2%	6.1%	6.6%	7.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	468	462	513	530	639	754
少数股东损益	13	5	6	5	5	5
非现金支出	166	205	252	179	168	179
非经营收益	-64	-66	-118	-23	30	43
营运资金变动	-141	-192	-395	-437	-233	-279
经营活动现金净流	430	410	252	248	605	697
资本开支	-346	-47	-226	-167	-191	-200
投资	186	-76	219	-270	5	5
其他	46	30	27	5	10	15
投资活动现金净流	-114	-92	19	-432	-176	-180
股权募资	2	11	10	26	0	0
债权募资	-94	120	13	-341	241	-2
其他	-133	-232	-242	-259	-303	-358
筹资活动现金净流	-225	-101	-219	-574	-61	-360
现金净流量	90	213	49	-758	367	158

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,271	1,473	1,574	800	1,150	1,289
应收款项	1,694	1,707	2,148	2,728	3,026	3,398
存货	1,431	1,718	1,884	1,728	1,903	2,130
其他流动资产	405	666	574	646	668	697
流动资产	4,802	5,564	6,180	5,902	6,747	7,514
%总资产	64.6%	68.5%	69.5%	67.3%	69.7%	71.6%
长期投资	271	244	280	398	398	398
固定资产	1,354	1,328	1,281	1,241	1,240	1,234
%总资产	18.2%	16.4%	14.4%	14.2%	12.8%	11.8%
无形资产	759	715	775	819	862	898
非流动资产	2,633	2,558	2,713	2,864	2,929	2,984
%总资产	35.4%	31.5%	30.5%	32.7%	30.3%	28.4%
资产总计	7,435	8,122	8,893	8,766	9,677	10,499
短期借款	540	628	678	625	866	864
应付款项	1,928	2,143	2,426	2,291	2,511	2,810
其他流动负债	310	356	382	373	431	495
流动负债	2,778	3,127	3,485	3,289	3,807	4,168
长期贷款	67	100	100	54	54	54
其他长期负债	256	293	368	139	146	153
负债	3,101	3,519	3,953	3,482	4,007	4,375
普通股股东权益	4,196	4,451	4,783	5,122	5,502	5,952
其中：股本	761	758	758	758	758	758
未分配利润	1,992	2,269	2,563	2,878	3,258	3,707
少数股东权益	138	152	157	162	167	172
负债股东权益合计	7,435	8,122	8,893	8,766	9,677	10,499

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.597	0.603	0.670	0.692	0.836	0.988
每股净资产	5.514	5.870	6.308	6.755	7.256	7.849
每股经营现金净流	0.564	0.541	0.332	0.328	0.797	0.920
每股股利	0.200	0.230	0.270	0.277	0.334	0.395
回报率						
净资产收益率	10.83%	10.26%	10.61%	10.24%	11.52%	12.59%
总资产收益率	6.11%	5.62%	5.71%	5.99%	6.55%	7.14%
投入资本收益率	8.21%	7.55%	6.58%	7.33%	8.77%	9.93%
增长率						
主营业务收入增长率	14.33%	-4.96%	6.95%	3.76%	11.65%	12.61%
EBIT 增长率	22.58%	-0.44%	-1.74%	15.95%	32.36%	21.06%
净利润增长率	35.40%	0.56%	11.12%	3.36%	20.76%	18.25%
总资产增长率	7.88%	9.24%	9.49%	-1.43%	10.39%	8.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	58.4	65.9	72.0	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	114.1	132.6	135.7	130.0	130.0	130.0
应付账款周转天数	53.4	51.6	48.2	43.0	42.0	42.0
固定资产周转天数	49.7	59.3	54.7	48.9	41.8	35.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.20%	-23.47%	-19.38%	-9.70%	-10.95%	-12.45%
EBIT 利息保障倍数	13.1	13.1	11.7	16.8	18.2	20.2
资产负债率	41.71%	43.33%	44.45%	39.72%	41.41%	41.67%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海 电话：021-60753903 传真：021-61038200 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn 邮编：201204 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	北京 电话：010-85950438 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn 邮编：100005 地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	深圳 电话：0755-83831378 传真：0755-83830558 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn 邮编：518000 地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402
--	--	--