

昆药集团（600422）

华润入主持续赋能，品牌重塑焕发新生

买入（首次）

2023 年 12 月 11 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

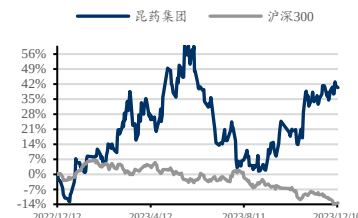
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	8,282	8,767	9,698	10,716
同比	0.35%	6%	11%	10%
归属母公司净利润（百万元）	383	535	694	855
同比	-25%	40%	30%	23%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.51	0.71	0.92	1.13
P/E（现价&最新股本摊薄）	42.77	30.64	23.61	19.17

关键词：#兼并重组

投资要点

- **核心逻辑：**昆药集团是中国医药工业百强企业，2022 年华润三九完成对公司的控股后：1）人事变动、组织架构调整、业务整合、渠道对接顺利进行；2）“777”、“昆中药 1381”、“KPC1951”三大事业部业务线条清晰，在华润三九的赋能下，有望实现品牌重塑，助力业绩腾飞。
- **华润入主后“融合”进展顺利，未来工业收入有望实现 20%以上增速：**自 2023 年华润三九对昆药集团并购完成以来：1）**人事更替完成，为“十四五”高质量发展打下坚实基础：**由三九董事长邱华伟担任昆药董事长，OTC 事业部总经理、康复慢病事业部总经理颜炜担任昆药副董事长、总裁等；2）**渠道对接顺利推进，经营效率显著提升：**公司“1381”、“777”两大事业部及产品顺利融入三九商道，已完成针对国内 20 个省区一级渠道商的整合工作，有望显著提升公司经营效率；3）**业务线条划分清晰，品牌重塑在即：**公司成立“1381、1951、777”三个事业部，“1381”承载拥有 640 余年历史的昆中药，“1951”承载院内严肃医疗产品，“777”承载三七口服制剂，三个事业部将成为公司打造精品国药、深耕慢病管理、拓展老龄健康产业的核心支撑，助力公司工业板块收入实现 20%以上增长。
- **“777”：老龄化背景下前景巨大，解决同业竞争打造三七行业龙头，收入利润率双增：**我国心脑血管疾病患者基数庞大，2020 年达 3.3 亿人，在人口老龄化背景下，相关疾病防治需求巨大。三七制剂用药历史悠久，其中血塞通软胶囊临床研究丰富，公司拥有三七从种植到制剂再到销售全产业链布局，2022 年公司血塞通口服系列收入达 8.0 亿元。其中血软目前仅有公司和华润圣火拥有批文，且 22 年圣火整体净利率高达 27%，我们认为，未来在公司和圣火解决同业竞争问题后，会在渠道和终端的协同作用有望实现“1+1>2”，带动双方血软收入提升的同时，也将拉升公司血软净利率。此外，“血软用于缺血性脑卒中二级预防结题会”显示其明确经济优势，未来有望大幅拓宽使用人群，参考现有市场大单品复方丹参滴丸等大单品市场体量，我们认为血塞通软胶囊（两个品牌）未来有望成为 30 亿级品种。
- **昆中药 1381：640 年老字号品牌重塑，快消化营销战略稳步打造精品国药平台：**昆明中药厂拥有 640 余年历史，是我国五大中药老号之一，拥有 143 个药品批准文号、全国独家产品 21 个。自 2019 年以来，公司围绕“大品种-大品牌-大品类”，重点打造参苓健脾胃颗粒等三大黄金单品。参苓健脾胃颗粒开启快消化模式，由单一药品品种向大健康产品周边延伸，舒肝颗粒学术优势明显，拓向抑郁人群市场空间巨大，重点品种参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒、板蓝清热颗粒、清肺化痰丸等 23Q3 均实现 30%以上的增长。我们认为，未来“昆中药 1381”有望在三九的赋能下，实现品牌价值重塑，未来有望打造 2-3 个十亿级大单品。
- **盈利预测与投资评级：**我们看好三九在渠道以及品牌塑造上对昆药集团的赋能，同时我们看好解决同业竞争后昆药集团在三七产业链上的发展前景以及昆中药作为 640 余年历史老字号在新时代的品牌重塑，我们预计公司 2023-2025 年工业板块收入有望实现 20%+增速，同时净利率也有望提升，归母净利润为 5.35/6.94/8.55 亿元，当前股价对应 PE 为 31/24/19 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**业务整合不及预期，品牌打造不及预期，集采降价等风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.62
一年最低/最高价	13.34/26.09
市净率(倍)	3.12
流通 A 股市值(百万元)	16,365.82
总市值(百万元)	16,387.68

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.92
资产负债率(% ,LF)	41.78
总股本(百万股)	757.99
流通 A 股(百万股)	756.98

相关研究

内容目录

1. 百年沉淀创品牌，华润入主获新生	4
1.1. 华润入主，即将开启新征程.....	5
1.1.1. 人事更替完成，业务线条架构优化.....	6
1.1.2. 接入“三九商道”，经营效率有望显著改善.....	7
1.2. 营收结构不断优化，业绩腾飞在即.....	8
2. “777”事业部：聚焦三七产业链，打造行业龙头	9
2.1. 老龄化背景下心脑血管疾病患者基数大，相关疾病用药市场容量巨大.....	9
2.2. 三七用药历史悠久，三七制剂血塞通软胶囊临床研究丰富.....	12
2.3. 同业竞争有望解决，竞争格局持续优化.....	13
3. 昆中药 1381：重振老字号品牌价值，稳步打造精品国药平台	16
3.1. 六百年悠久历史，多层次产品梯队.....	16
3.2. 参苓健脾胃颗粒：配方传承经典，OTC 快消化营销模式效果显著.....	18
3.3. 舒肝颗粒：学术优势明显，拓向抑郁人群市场空间巨大.....	19
4. 盈利预测与投资评级	20
5. 风险提示	22

图表目录

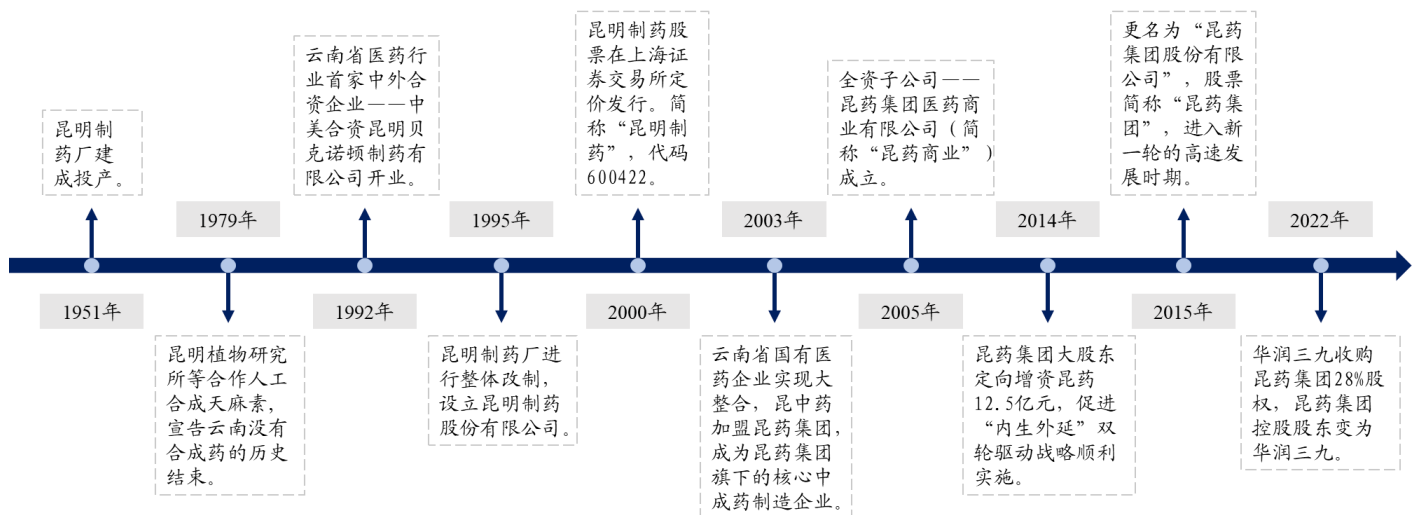
图 1:	昆药集团发展历程.....	4
图 2:	昆药集团业务布局.....	5
图 3:	昆药集团股权结构拆分（截至中报）.....	5
图 4:	昆药集团三大核心事业部门.....	7
图 5:	华润三九医药行业毛利率.....	8
图 6:	华润三九应收账款周转天数.....	8
图 7:	2018-2023Q1-Q3 昆药集团营收及增速.....	8
图 8:	2018-2023Q1-Q3 昆药集团归母净利润及增速.....	8
图 9:	公司营收结构.....	9
图 10:	公司毛利结构.....	9
图 11:	2018-2023Q1-Q3 昆药集团毛利率及净利率.....	9
图 12:	2018-2023Q1-Q3 销售、管理、财务和研发费用率.....	9
图 13:	2000—2020 年中国城乡居民心血管病死亡率变化.....	10
图 14:	2020 年中国农村和城市居民主要疾病死因构成比.....	10
图 15:	2019 年我国不同年龄段脑卒中患病率.....	10
图 16:	院内市场中成药不同疾病用药市场规模.....	11
图 17:	院外市场中成药不同疾病用药市场规模.....	11
图 18:	院内市场心脑血管疾病用药（不含高血压）大通用名销售情况.....	11
图 19:	院外市场心脑血管疾病用药（不含高血压）大通用名销售情况.....	11
图 20:	血塞通软胶囊治疗缺血性卒中患者有效性.....	13
图 21:	血塞通软胶囊销量.....	14
图 22:	院内市场血软及其他血塞通口服剂型市场份额.....	15
图 23:	院外市场血软及其他血塞通口服剂型市场份额.....	15
图 24:	昆中药发展历程.....	16
图 25:	昆中药企业品牌.....	16
图 26:	昆中药主要产品.....	17
图 27:	昆中药营业收入及增速.....	17
图 28:	昆中药净利润及增速.....	17
图 29:	参苓健脾胃颗粒（零售市场）市场规模及增速.....	18
图 30:	参苓健脾胃颗粒（等级医院）市场规模及增速.....	18
图 31:	参苓健脾胃颗粒快消化物料覆盖工程.....	19
图 32:	舒肝颗粒（零售市场）市场规模及增速.....	19
图 33:	舒肝颗粒（等级医院）市场规模及增速.....	19
图 34:	我国抑郁症人数.....	20
图 35:	舒肝颗粒疗效.....	20
表 1:	血塞通软胶囊部分临床研究.....	12
表 2:	三七制剂市场销售情况.....	13
表 3:	公司收入预测表.....	21
表 4:	可比公司估值.....	22

1. 百年沉淀创品牌，华润入主获新生

昆药集团前身昆明制药厂建成投产于1951年，改制后于2000年上市，2003年，昆中药正式加盟昆药集团，公司精品国药板块得到显著加强，2005年，全资子公司昆药商业成立，进一步加强公司医药全产业链布局。目前，公司立足于天然植物药自主研发，陆续开发了青蒿、三七、天麻三大系列及特色中药、民族药等40多个天然药物产品，目前已形成“777”、“1381”、“1951”三大核心事业部发展格局；目前，昆药集团旗下拥有昆明中药厂有限公司、昆明贝克诺顿制药有限公司等50多家参控股公司。

2022年5月9日，华润三九公告收购昆药集团28%股份的重大资产重组预案，2023年1月19日，华润三九对昆药集团并购整合完成，昆药集团控股股东由华立医药变更为华润三九。

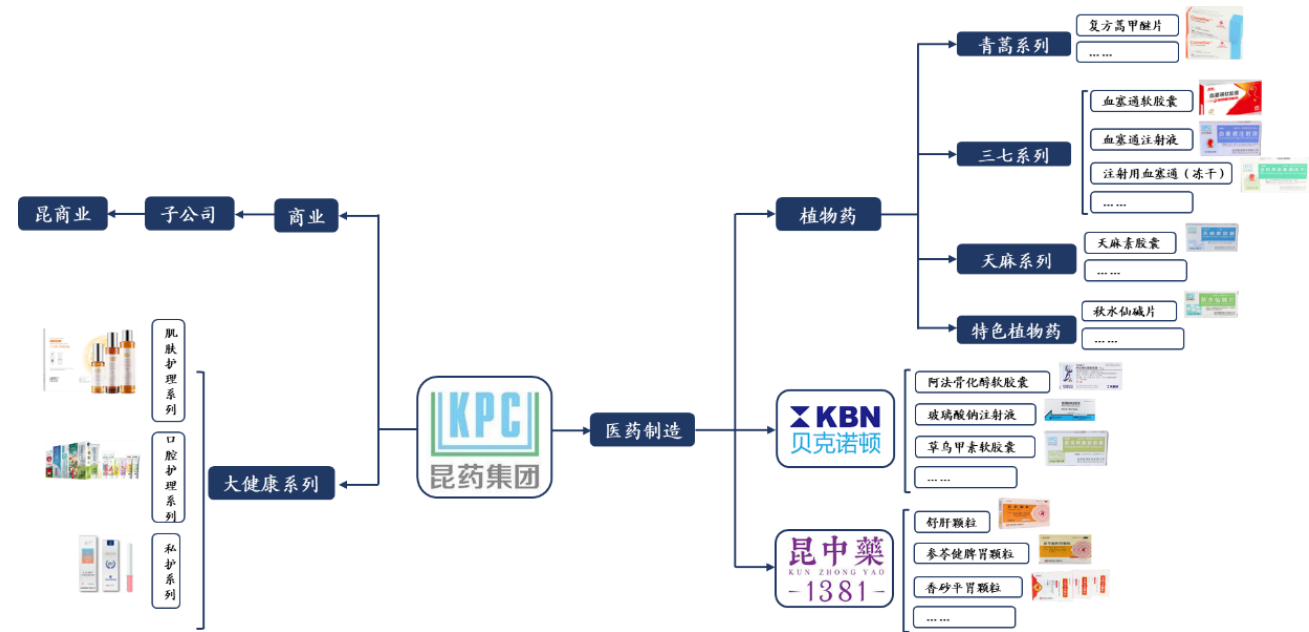
图1：昆药集团发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

昆药集团作为全国医药制造业百强企业，业务布局完善，涵盖医药制造、医药流通、医药大健康三大业务板块，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，产品批准文号600余个。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，形成了以血塞通软胶囊、注射用血塞通（冻干）等核心产品为代表的昆药血塞通系列、以参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒为代表的精品国药系列、以玻璃酸钠注射液、阿法骨化醇软胶囊等为代表的骨科系列。

图2：昆药集团业务布局

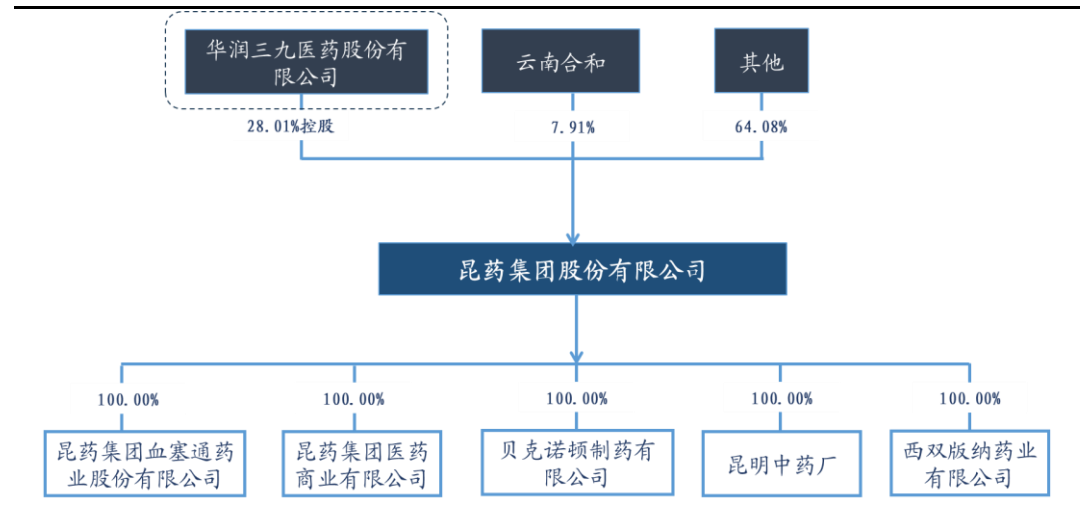


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.1. 华润入主，即将开启新征程

在国务院国资委指导下，华润集团勇当中药现代产业链链长，发挥央企主体支撑和融通带动作用，2022 年与云南省政府签署全面深化战略合作协议，完成了对昆药集团的并购重组。2022 年五月，华立医药及其一致行动人华立集团与华润三九签署《股份转让协议》，将其所持有的公司合计约 2.12 亿股股份（占公司已发行股份总数 28%）转让给华润三九，2023 年 1 月，所有变更完成，昆药集团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，即将开启新征程。

图3：昆药集团股权结构拆分（截至中报）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

自华润三九成为昆药集团控股股东后，昆药组织开展了一系列“百日”融合行动，

贯彻落实“四同步、四对接”工作，推进战略、组织及文化层面的融合，各项工作进展顺利。截至 23 年中报，公司与华润三九顺利完成“百日融合”，确立了昆药集团成为“银发经济健康第一股”的新战略目标，全面打造以三七产业为核心的慢病管理平台和以“昆中药 1381”为核心的精品国药平台，为公司“十四五”的业务发展把脉定向、守正创新。

1.1.1. 人事更替完成，业务线条架构优化

2023 年以来，华润三九陆续派驻高管团队前往昆药集团。原控股股东华立集团汪思洋辞去董事长等职务，改由华润三九董事长邱华伟担任公司董事长，原华润三九 OTC 事业部总经理颜炜任公司副董事长职务，并于 2023 年 9 月担任公司总裁；此外，公司新聘任董事、副总裁、财务总监等也都来自华润体系。公司核心管理层及董、监事会的顺利改组，为公司“十四五”高质量发展打下坚实基础。

公司结合业务重塑，开启营销组织变革项目，在原有营销体系架构基础上，成立“1381、1951、777”三个事业部，进一步明确公司发展着力点，其中：

- “昆中药 1381”事业部承载着“全球最古老制药企业”的丰富历史底蕴，将深入专注精品国药领域，助推公司精品国药业务实现快速发展，具体产品包括参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒、清肺化痰丸等；
- “KPC·1951”事业部是对昆药 70 多年核心植物药领域深度耕耘的传承，将重点关注院内严肃医疗产品，为公司持续巩固在心脑血管、骨风关肾、CNS 等治疗领域的优势、拓展老龄健康产业领域奠定基础，具体产品包括注射用血塞通（冻干）、天麻注射液、玻璃酸钠注射液、草乌甲素软胶囊等；
- 三七口服“777”事业部是公司对三七口服制剂产品的重点聚焦，将以打造三七全产业链标杆企业为核心目标，带动云南道地药材三七走出国门、助推中医药文化国际传播。具体产品包括血塞通软胶囊及其他血塞通系列口服产品等。

未来，三个事业部将成为公司打造精品国药、深耕慢病管理、拓展老龄健康产业的核心支撑，为公司的蓬勃高质量发展注入源源不断的活水，开启公司站在崭新历史起点的新征程。

图4：昆药集团三大核心事业部门



数据来源：公司公告，公司官网，东吴证券研究所

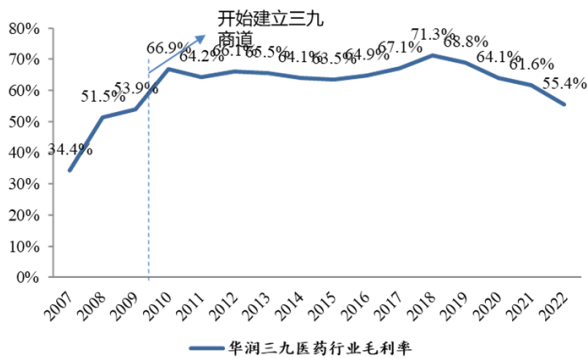
1.1.2. 接入“三九商道”，经营效率有望显著改善

以往昆药集团与渠道商的业务合作模式较为单一，存在一个省区拥有几百上千家渠道商的情况。渠道商数量过多，不仅降低了营销效率，也不利于公司对终端库存、回款账期的管理，同时每家渠道商分配到的业务量也较小，使公司失去在渠道商前的定价主动权。

华润三九 2009 年开始建立“三九商道”，其渠道商的对接模式即为聚焦少数、关键渠道商，由于华润三九业务体量大，因此每家渠道商所分配到的业务量也较大，使得三九能够掌握定价主动权，同时对于回款账期也能得到有效的管理。2010 年前后，三九医药行业毛利率明显提升，由 2007 年的 34.4%提升至 2010 年的 66.9%且在此之后均维持在 60%以上；其应收账款周转天数同样明显下降，2010-2015 年间应收账款周转天数均在 28 天以下。2015 年后，随着华润三九并购项目的增加，账期有所增加。

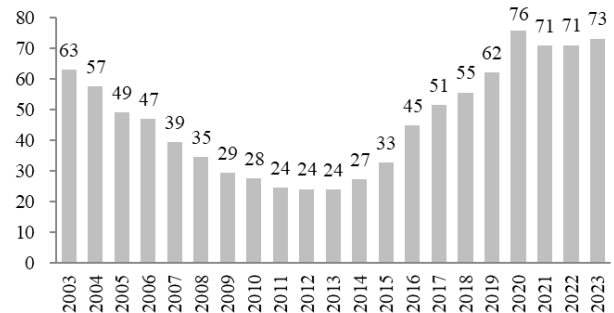
公司在控股股东变更为华润三九后，借助三九商道体系和终端覆盖等优势，持续推动公司“1381”事业部和“777”事业部产品融入三九商道，目前已完成针对国内 20 个省区一级渠道商的整合工作，从粗放式渠道商合作模式转变为聚焦少数、关键渠道商，院外业务提质增速明显。同时，在营销业务提质增效的同时，商业模式也得到逐步优化，进一步降低费用支出、减少应收风险、优化财务结构。未来，随着渠道融合的深入及品牌价值的提升，公司院外业务盈利能力将有望得到持续提升。

图5: 华润三九医药行业毛利率



数据来源: Wind 东吴证券研究所

图6: 华润三九应收账款周转天数

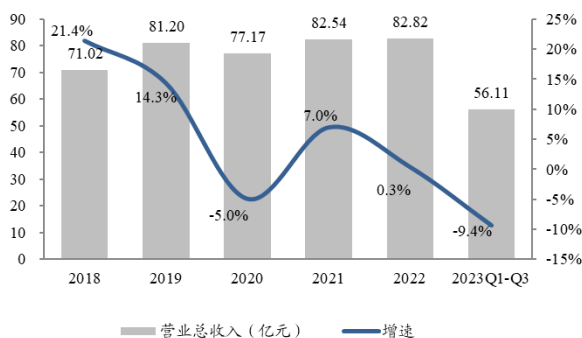


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.2. 营收结构不断优化, 业绩腾飞在即

整体稳步上升, 22 年计提大笔减值轻装上阵。2018-2022 年, 集团营业收入自 71.02 亿元提升至 82.82 亿元, 收入整体 CAGR 达 3.12%, 归母净利润自 3.36 亿元提升至 3.83 亿元, CAGR 为 2.69%。2022 年利润端下滑 25%, 主要系 2021 年存在处置长期股权投资产生的投资收益 1.25 亿元, 以及公司计提较大减值所致, 其中资产减值 0.68 亿元 (21 年同期为 0.2 亿元), 信用减值 0.43 亿元 (21 年同期为 0.34 亿元)。22 年利润端负面影响已基本反映, 未来有望实现轻装上阵。

图7: 2018-2023Q1-Q3 昆药集团营收及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 2018-2023Q1-Q3 昆药集团归母净利润及增速

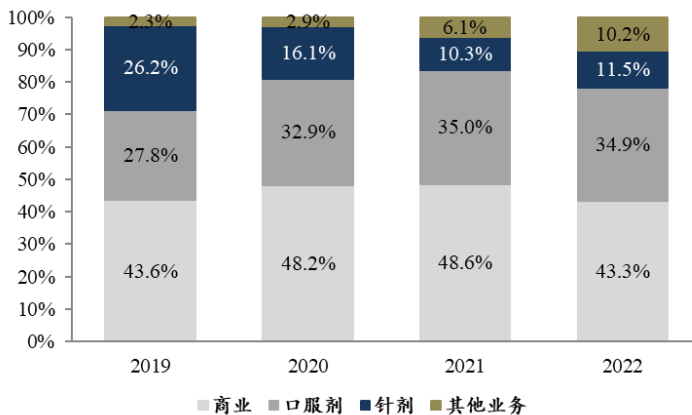


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

口服剂型占比持续上升, 针剂企稳。从公司收入结构看, 公司持续推进“处方-零售”“针剂-口服”的双轮驱动战略, 商业收入占比 22 年明显下降, 达 43.3% (-5.3pp), 针剂产品已基本止住下滑趋势, 2022 年, 针剂收入占比提升至 12.35%, 主要系注射用血塞通(冻干)集采中标以及医保解限带来生产量和销售量上升显著, 分别同比增加 111.71% 和 90.26%。此外, 公司口服剂型自 2019 年以来销售收入占比不断提升, 由 2019 年的

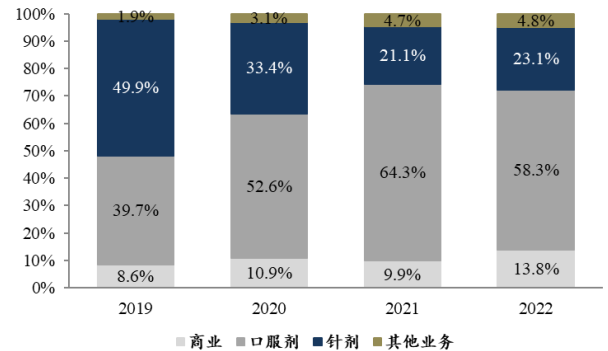
27.8%提升至2022年34.9%。毛利方面：22年口服剂毛利占比有所下滑，针剂毛利贡献略微上升。

图9：公司营收结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

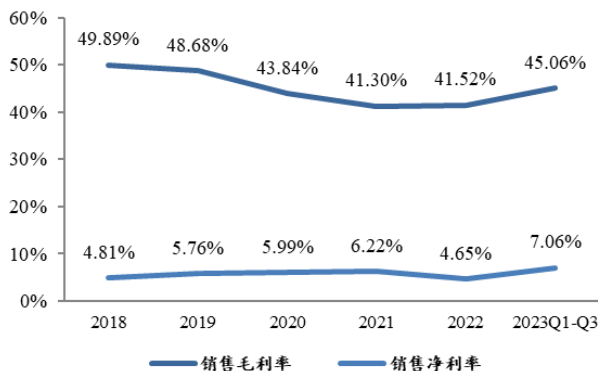
图10：公司毛利结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

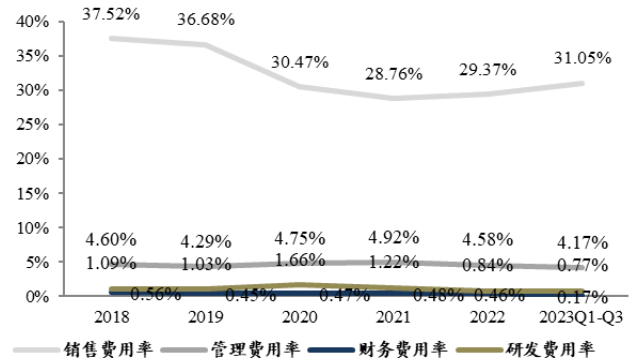
华润入主后，毛利率、净利率均有显著提升。2018-2022年期间，销售毛利率略有下滑，销售净利率较为稳定，2023前三季度销售毛利率和净利率分别为45.06%和7.06%，较2021年均有所提升，我们认为华润三九成为公司控股股东后，公司借助其丰富的管理经验、管理体系和工具，通过强化精细化管理，公司运营管理水平及组织机制效率提升显著，管理费用、财务费用等均有所下降，公司经营质量稳步提升。

图11：2018-2023Q1-Q3 昆药集团毛利率及净利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图12：2018-2023Q1-Q3 销售、管理、财务和研发费用率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. “777”事业部：聚焦三七产业链，打造行业龙头

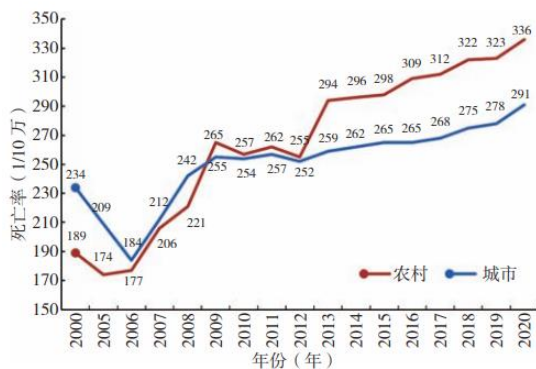
2.1. 老龄化背景下心脑血管疾病患者基数大，相关疾病用药市场容量巨大

我国心脑血管疾病患病率处于持续上升阶段，根据《中国心血管健康与疾病报告2022》，2020年我国心脑血管疾病患者达3.3亿人，其中脑卒中1300万，冠心病1139万，心力衰竭890万，肺源性心脏病500万，心房颤动487万，风湿性心脏病250万，

先天性心脏病 200 万，外周动脉疾病 4530 万，高血压 2.45 亿。

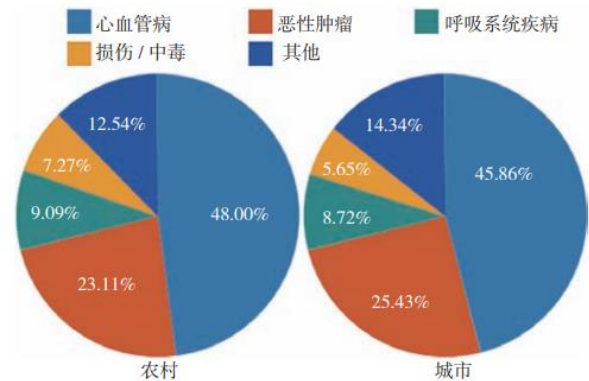
城乡居民疾病死亡构成比中，心脑血管疾病占首位。2020 年农村、城市心脑血管疾病分别占死因的 48.00% 和 45.86%。每 5 例死亡中就有 2 例死于心脑血管疾病。2020 年农村心脑血管疾病死亡率为 336.13/10 万，城市心脑血管疾病死亡率为 291.04/10 万，且仍保持上升态势，心脑血管疾病防治工作任重道远。

图13：2000—2020 年中国城乡居民心血管病死亡率变化



数据来源：《中国心血管健康与疾病报告 2022》，东吴证券研究所

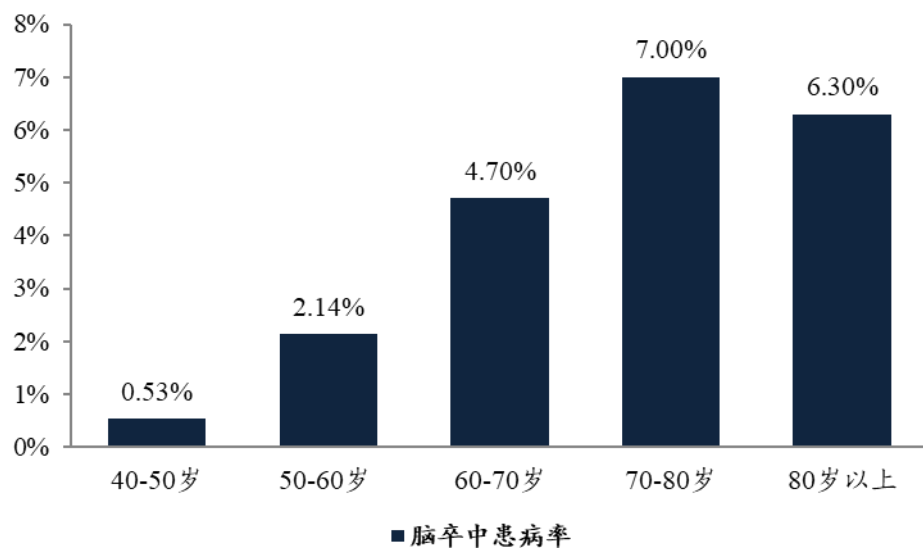
图14：2020 年中国农村和城市居民主要疾病死因构成比



数据来源：《中国心血管健康与疾病报告 2022》，东吴证券研究所

此外，在脑卒中患者中，随着年龄的增长，患病率大幅提升，根据中国脑卒中流行病学报告，2019 年我国 40 岁以上居民的脑卒中患病率为 2.37%，其中 40-50 岁年龄段人群患病率仅为 0.53%，而 70-80 岁年龄段人群患病率高达 7%，具体推算，在当前我国人口老龄化背景下，脑卒中患者人数仍在持续增加。

图15：2019 年我国不同年龄段脑卒中患病率

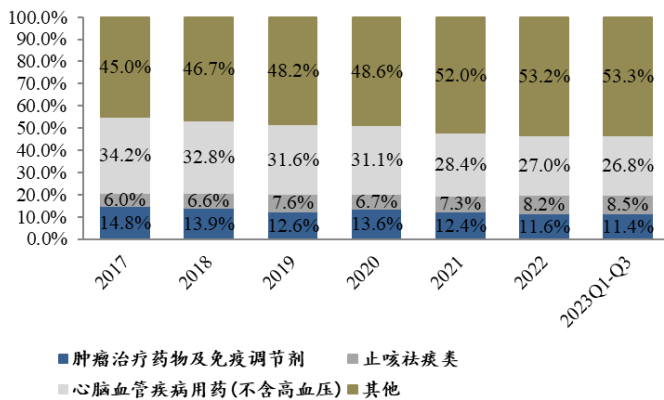


数据来源：《Prevalence of stroke in China, 2013–2019: A population-based study》，东吴证券研究所

在此背景下，我国心脑血管疾病领域用中成药院内市场规模一直排名第一，院外市场同样排在前列。根据开思数据库，2022 年我国院内市场心脑血管系统疾病用中成药（不含高血压）市场规模达 416 亿元，市场份额达 26.98%；2022 年我国院外市场心脑血管系统疾病用药（不含高血压）市场规模达 198 亿元，市场份额达 10.97%，仅次于感冒用药/清热类以及滋补保健类用药。

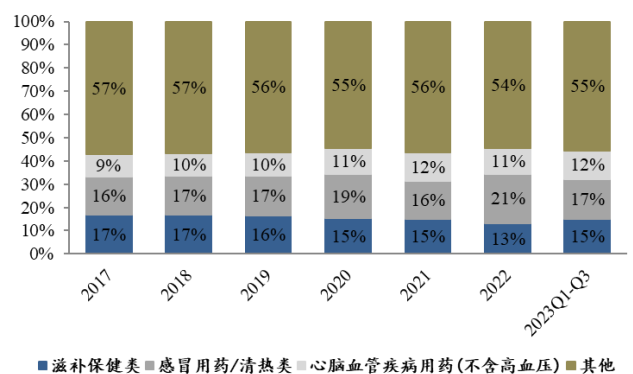
心脑血管疾病用中成药品类众多，且较为分散，主要大通用名包含血栓通、血塞通、醒脑静、复方丹参、银杏叶、安宫牛黄等。根据开思数据库，2022 年院内市场排在前列的大通用名分别是血塞通、醒脑静、复方丹参等，样本医院销售额分别为 17.9、14.2、13.9 亿元；院外市场排在前列的大通用名分别是安宫牛黄、复方丹参、血塞通，样本零售药店销售额分别为 42.6、21.9、18.4 亿元。

图16：院内市场中成药不同疾病用药市场规模



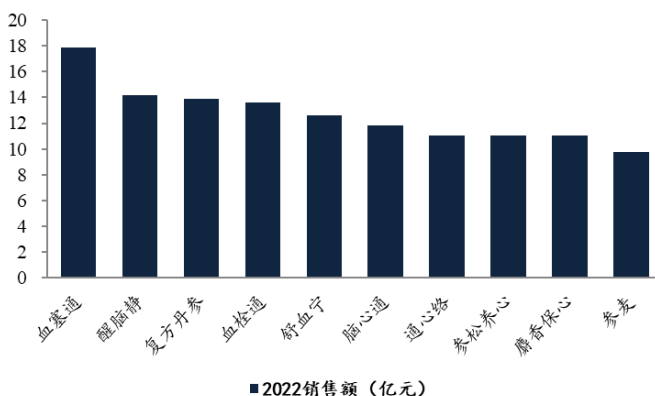
数据来源：开思数据库，东吴证券研究所

图17：院外市场中成药不同疾病用药市场规模



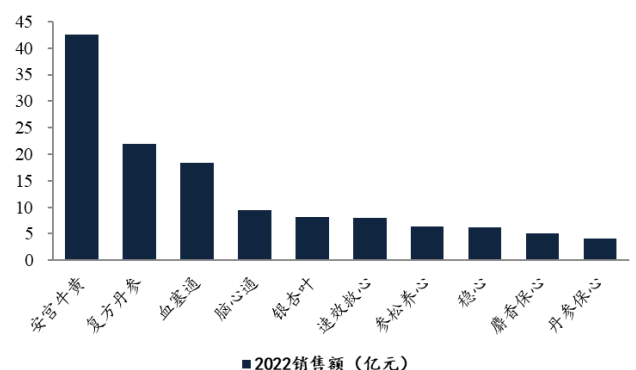
数据来源：开思数据库，东吴证券研究所

图18：院内市场心脑血管疾病用药（不含高血压）大通用名销售情况



数据来源：开思数据库，东吴证券研究所

图19：院外市场心脑血管疾病用药（不含高血压）大通用名销售情况



数据来源：开思数据库，东吴证券研究所

2.2. 三七用药历史悠久，三七制剂血塞通软胶囊临床研究丰富

三七入药历史悠久，药效获得多重认可。三七是传统名贵中药材，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。明代李时珍《本草纲目》中，便有对三七具有“止血、散血、定痛”的功效的描述。

三七总皂苷是三七的主要有效成分，目前临床常用的三七总皂苷制剂以口服制剂和注射制剂为主，包括血塞通软胶囊、血塞通滴丸、血塞通颗粒、血塞通分散片、血塞通片、血栓通胶囊、血塞通注射液、注射用血塞通（冻干）、血栓通注射液、注射用血栓通（冻干）等，在心脑血管疾病、呼吸系统疾病、泌尿系统疾病、消化系统疾病等的治疗中发挥着重要作用。相关研究论文已发表 6700 余篇，并先后入选《中国急性缺血性脑卒中中西医急诊诊治专家共识》等多个专家共识。

血塞通软胶囊处方来自血塞通片，主要成分为三七总皂苷(PNS)，是三七的主根或根茎经加工制成，每粒含三七总皂苷 60 mg。近年来我国学者关于血塞通软胶囊的临床研究众多：在关于血塞通软胶囊对于冠心病心绞痛、2 型糖尿病、肾病综合征等疾病的临床研究中均表明其有良好疗效。

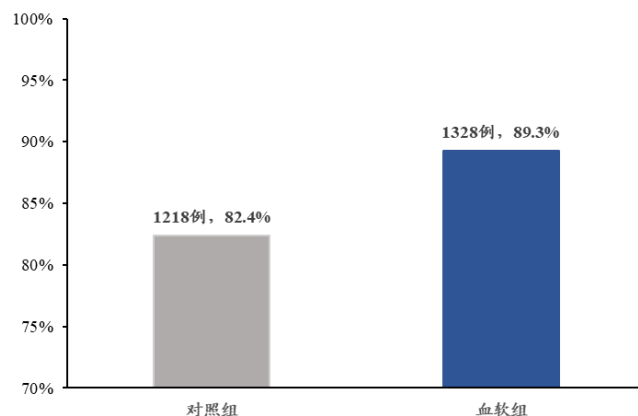
表1：血塞通软胶囊部分临床研究

治疗疾病	临床研究	临床结果
冠心病心绞痛	一项纳入 6 个 RCT 包含 716 例不稳定型心绞痛患者的 Meta 分析结果显示，血塞通软胶囊在改善不稳定心绞痛患者心电图、减轻心绞痛症状、减少心绞痛发作频率和持续时间等方面具有良好的疗效。	分析结果显示，血塞通软胶囊在改善不稳定心绞痛患者心电图、减轻心绞痛症状、减少心绞痛发作频率和持续时间等方面具有良好的疗效。
2 型糖尿病	一项纳入 130 例 T2DM 合并左室舒张功能减退患者的 RCT 研究结果显示血塞通软胶囊能明显抑制患者糖代谢异常，改善左室舒张功能，提高运动耐力，机制可能与降低血液黏稠度、改善血流动力学及抑制血小板激活有关。	结果显示血塞通软胶囊能明显抑制患者糖代谢异常，改善左室舒张功能，提高运动耐力，机制可能与降低血液黏稠度、改善血流动力学及抑制血小板激活有关。
糖尿病周围神经病变	一项 RCT 结果显示在常规治疗的基础上加用血塞通软胶囊治疗 DPN 患者的总有效率为 89.6%，显著优于单纯常规治疗。	结果显示在常规治疗的基础上加用血塞通软胶囊治疗 DPN 患者的总有效率为 89.6%，显著优于单纯常规治疗。
肝纤维化	另一项 RCT 结果显示，血塞通软胶囊具有恢复肝功能，抗肝纤维化的作用。	结果显示，血塞通软胶囊具有恢复肝功能，抗肝纤维化的作用。
肾病综合征	一项 RCT 将 82 例肾病综合征（nephrotic syndrome, NS）患者随机分为两组，对照组予西药常规治疗，试验组在常规治疗的基础上加血塞通软胶囊。	治疗后试验组总有效率为 82.9%，明显优于对照组 63.4%，结果显示血塞通软胶囊具有改善高血脂、蛋白尿及改善肾功能的作用。
癌性贫血	一项小样本 RCT 研究结果表明，血塞通软胶囊通过刺激促红细胞生成素的高表达使癌性贫血患者体内血红蛋白升高，改善症状，以发挥对癌性贫血的治疗作用。	研究结果表明，血塞通软胶囊通过刺激促红细胞生成素的高表达使癌性贫血患者体内血红蛋白升高，改善症状，以发挥对癌性贫血的治疗作用。
产后恢复	一项纳入 60 例产后出血患者的 RCT 结果表明血塞通软胶囊对产后止血确有疗效，并可促进子宫复旧，减少产后恶露，加速产妇产后恢复。	结果表明血塞通软胶囊对产后止血确有疗效，并可促进子宫复旧，减少产后恶露，加速产妇产后恢复。

数据来源：《三七总皂苷制剂临床应用中国专家共识》，东吴证券研究所

此外,“血塞通软胶囊(理洙王)治疗缺血性卒中患者有效性和安全性的随机双盲对照研究”的研究结果在《JAMA Network Open》。共入组 3072 例患者,历时 5 年完成。患者按 1:1 的比例被随机分配至血塞通组或对照组,血塞通组患者在标准治疗的基础上加用血塞通软胶囊,对照组患者在标准治疗基础上加用血塞通软胶囊的模拟剂。最终结果显示:对于缺血性卒中发病后 14 天内的患者,在基于指南的标准治疗基础上,口服血塞通软胶囊可进一步改善患者 3 个月时的神经功能结局(功能独立比例:血塞通组 vs 对照组: 89.3% vs 82.4%; OR [95%CI]: 1.95 [1.56-2.44]; $P<0.001$),且不增加安全性风险。

图20: 血塞通软胶囊治疗缺血性卒中患者有效性



数据来源:《JAMA Network Open》, 东吴证券研究所

2.3. 同业竞争有望解决, 竞争格局持续优化

三七类制剂众多,相关企业也较为分散,院内市场中,注射剂型份额较大,2022 年注射用血栓通(冻干);注射用血塞通(冻干)样本医院销售额分别达到 13 亿元、8 亿元,在三七制剂中的市场份额分别达到 42%、28%,院内口服剂型中,血塞通软胶囊、血塞通滴丸 2022 年样本医院销售额分别为 3.4 亿元、2.4 亿元,在三七制剂中的市场份额分别达到 11%、8%。

院外市场中,血塞通系列销售情况更佳,血塞通软胶囊、血塞通片、血塞通分散片等 2022 年样本零售药店销售额分别达到 7.0 亿元、4.5 亿元、4.2 亿元,市场份额达 42%、27%、25%。

表2: 三七制剂市场销售情况

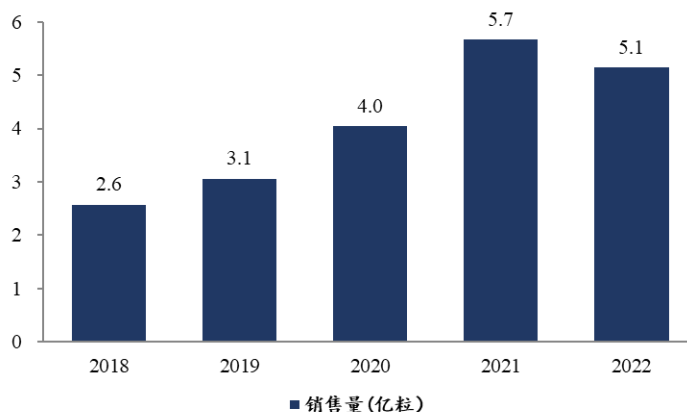
产品	生产企业	适应症	2022 年零售 销售规模 (百万元)	2022 等级医 院销售规模 (百万元)
血塞通软胶囊	昆药集团、华润圣火	用于瘀血闭络证的中风中经络恢复期,症见偏瘫,半身不遂,口舌歪斜,舌强言蹇或不语。或用于心血瘀阻型冠心病绞痛,证见胸闷,胸痛,心慌,舌紫暗或有瘀斑。	704	342
血塞通滴丸	神威药业、朗天药业、昆药集团	用于脑络瘀阻,中风偏瘫,心脉瘀阻,胸痹心痛;脑血管病后遗症,冠心病心绞痛属上述症候者	78	239

血塞通颗粒	云南特安呐制药、昆药集团、云南维和药业	用于脑络瘀阻，中风偏瘫，心脉瘀阻，胸痹心痛；脑血管病后遗症，冠心病心绞痛属上述证候者。	2.7	37
血塞通分散片	云南植物药业、湖南方盛制药、云南白药集团等	用于脑络瘀阻，中风偏瘫，心脉瘀阻，胸痹心痛，脑血管病后遗症，冠心病心绞痛属上述证候者。	416	2.16
血塞通片	云南维和药业、云南特安呐制药、昆药集团等	用于脑络瘀阻，中风偏瘫，心脉瘀阻，胸痹心痛，脑血管病后遗症，冠心病心绞痛属上述证候者。	452	121
血栓通胶囊	珍宝岛	用于脑络瘀阻引起的中风偏瘫，心脉瘀阻引起的胸痹心痛；脑梗塞，冠心病心绞痛见上述证候者。	6.11	100
血塞通注射液	云南植物药业、珍宝岛药业、云南白药等	用于中风偏瘫，瘀血阻络证；动脉粥样硬化性血栓性脑梗塞、脑栓塞、视网膜中央静脉阻塞见瘀血阻络证者。	2.74	43
注射用血塞通(冻干)	珍宝岛、昆药集团	用于中风偏瘫、瘀血阻络及脑血管疾病后遗症、胸痹心痛，视网膜中央静脉阻塞属瘀血阻滞证者。	3.55	845
血栓通注射液	丽珠集团、广西梧州制药、雷允上药业	用于视网膜中央静脉阻塞，脑血管病后遗症，内眼病，眼前房出血等。	0.61	3.47
注射用血栓通(冻干)	广西梧州制药	用于瘀血阻络，中风偏瘫，胸痹心痛及视网膜中央静脉阻塞症。	1.47	1260

数据来源：开思数据库，东吴证券研究所

昆药集团三七制剂品类丰富，包含注射用血塞通（冻干），血塞通软胶囊、血塞通滴丸等。其中血塞通软胶囊作为公司口服剂型的主力品种，近年来业绩保持快速增长，市占率不断提升：销量从2018年的2.6亿粒快速提升至2021年的5.7亿粒，同时2021年血塞通软胶囊销售收入达5.9亿元。2022年，公司血塞通院内未参与部分省际联盟集采，导致销量有所下滑。

图21：血塞通软胶囊销量



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

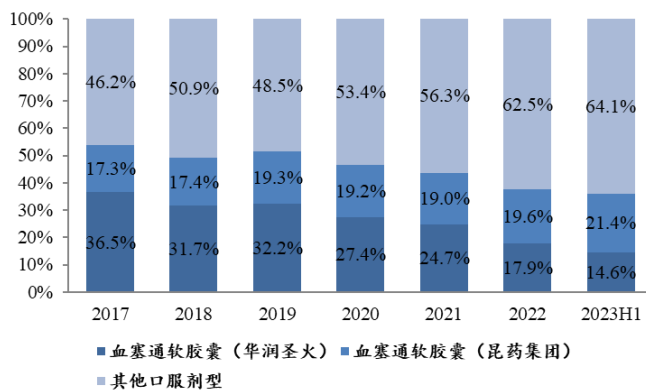
在昆药集团并入“华润三九”之前，华润圣火的血塞通软胶囊与昆药集团的血塞通软胶囊为同名同剂型药物，双方客户、渠道具有高度重合性，为直面竞争关系。华润三九在收购过程中就同业竞争问题出具了承诺函，计划在5年内解决同业竞争问题。未来华润三九将结合市场情况确定解决同业竞争的具体方案和启动时机。

目前血塞通口服剂型院内市场中，血塞通软胶囊市场份额整体有所下滑，由2017年

53.8%下降至 2022 年的 37.5%，但昆药血软的市场份额持续上升，由 2017 年的 17.3% 上升至 2022 年的 19.6%。院外市场血塞通软胶囊市占率 21.9% 提升至 2022 年 39.2%，其中昆药血软的份额由 2017 年 2.1% 提升至 2022 年的 13.5%。

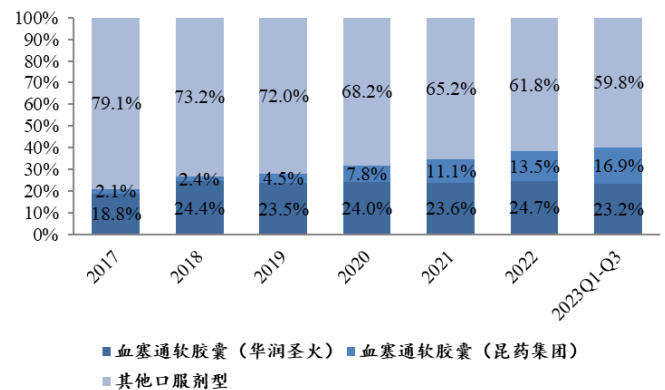
此外，圣火药业（华润圣火前身）在 2015 年被华润三九并购之前，净利率已达到 20.98%，纳入华润体系后预计其净利率实现进一步的提升，2022 年已达到 27%。我们认为，如未来解决昆药集团和华润圣火的同业竞争关系后，二者将成为血塞通口服剂型中最大的品种，在渠道和终端的协同作用有望实现“1+1>2”，带动昆药和圣火血塞通软胶囊收入提升的同时，也将带动昆药血塞通软胶囊净利率的提升。

图22：院内市场血软及其他血塞通口服剂型市场份额



数据来源：开思数据库，东吴证券研究所

图23：院外市场血软及其他血塞通口服剂型市场份额



数据来源：开思数据库，东吴证券研究所

成立三七产业研究院，推动产业升级。2023 年 11 月，公司与华润三九、华润圣火、华润现代共同参与注册成立三七研究院，注册资金为 1 亿元，加速实现华润三九、昆药集团三七产业的资源整合和协同赋能，以市场化运作机制，将三七研究院建设成为政府引导、市场主导的高水平三七产业新型研发机构，完善、打造三七产业的创新研发链条，力争在三七基础研究、应用研究、产业发展及示范应用等方面实现突破，为三七产业高质量发展提供技术支撑，为昆药集团打造三七产业链标杆、助推三七产业高质量跨越式发展奠定坚实基础。

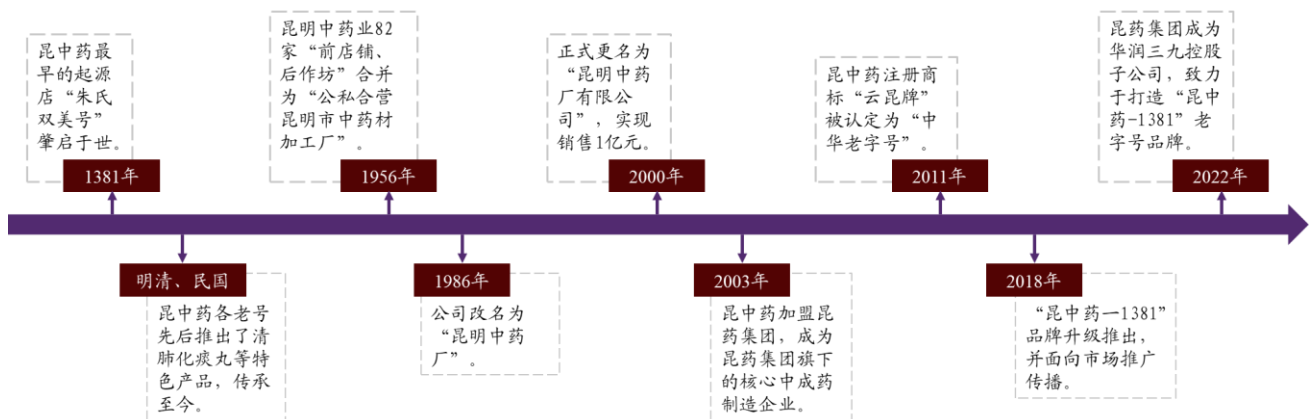
血软向脑卒中二级预防拓展，市场容量有望进一步增加。2022 年，公司与北京大学医药管理国际研究中心合作开展的“血塞通软胶囊用于缺血性脑卒中二级预防的临床价值与医疗资源使用分析项目结题会”成功召开，研究结果表明血塞通软胶囊在脑卒中二级预防中具有明确的经济性优势，并肯定了血塞通软胶囊的研究成果具有创新性和实用性。我们认为，随着血塞通软胶囊在脑卒中适应症上的二级预防相关研究的增加，未来有望大幅增加血塞通软胶囊的终端使用人群和使用频次，拓宽市场容量。

3. 昆中药 1381：重振老字号品牌价值，稳步打造精品国药平台

3.1. 六百年悠久历史，多层次产品梯队

昆明中药厂（以下简称昆中药）肇启于明太祖洪武十四年（1381年），正式开工于清道光六年（1826年），距今已有 600 余年的历史，是当之无愧的中药老字号。1956年，昆明地区包括“双美号”、“体德堂”、“福林堂”等 82 家坐商和 19 家行商并入“公私合营昆明市药材加工厂”，昆中药实现公私合营，成为“中央商业部”直管的“大型企业”，并从此开始工厂化生产。

图24：昆中药发展历程



数据来源：昆中药官网，东吴证券研究所

昆中药拥有 143 个药品批准文号、全国独家产品 21 个，涵盖了片剂、丸剂、颗粒剂、散剂、膏剂等 10 个剂型生产线。就在今年 5 月，根据商务部要求，云南省商务厅对昆中药等已有中华老字号开展复核，昆中药商标通过中华老字号的初核、专家评审和社会公示，并于近日顺利通过商务部等 5 部门的复核，继续上榜中华老字号，助力老字号守正创新发展。

图25：昆中药企业品牌



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

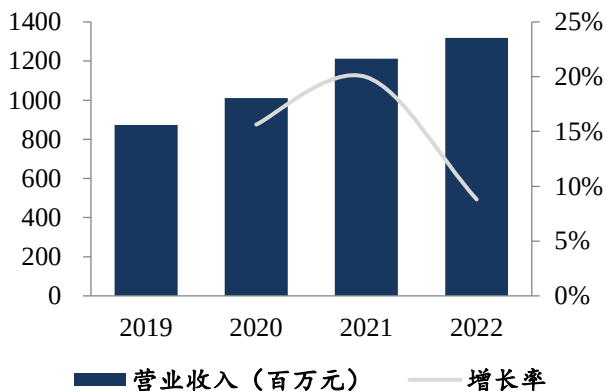
产品基础扎实，品规齐全。目前昆中药已形成以参苓健脾胃颗粒、香砂平胃颗粒为代表的消化线、以舒肝颗粒、逍遥系列为代表的妇科（身心）线及以金花消痰丸、口咽清丸为代表的经典名方线三大领域的集群优势，持续打造以黄金单品、明星产品、种子产品为梯度的产品集群。2022 年昆中药营业收入为 13.19 亿元，同比增长 8.8%，净利润为 1.42 亿元，同比增长 57.5%。

图26：昆中药主要产品

药品名称	药品图	主要治疗领域	日均费用（元）	功能主治	成份	是否独家品种	是否纳入国家医保目录	是否纳入国家基药目录
参苓健脾胃颗粒		消化系统	5	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。	北沙参、山药（炒）、薏苡仁（炒）、茯苓、砂仁（盐炙）、扁豆（炒）、甘草、陈皮、白术、莲子。辅料为乳糖。	否	否	否
舒肝颗粒		妇科	12	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）。	当归（蒸）、白芍（酒炙）、白术（麸炒）、醋香附、柴胡（醋炙）、茯苓、薄荷、栀子（炒）、牡丹皮、甘草。辅料为蔗糖。	是	是	否
香砂平胃颗粒		消化系统	12.51	健脾，燥湿。用于饮食不节，食湿互滞，胃脘胀痛，消化不良。	苍术（炒）、陈皮、甘草、厚朴（姜炙）、香附（醋炙）、砂仁。辅料为蔗糖。	否	是	是
养血安神颗粒		神经系统	19.27	滋阴养血，宁心安神。用于阴虚血少所致的头眩心悸，失眠健忘。	仙鹤草、熟地黄、首乌藤、墨旱莲、地黄、鸡血藤、合欢皮。辅料为蔗糖。	否	是	否
板蓝清热颗粒		感冒用药	5.74	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。	南板蓝根、薄荷脑。	是	否	否

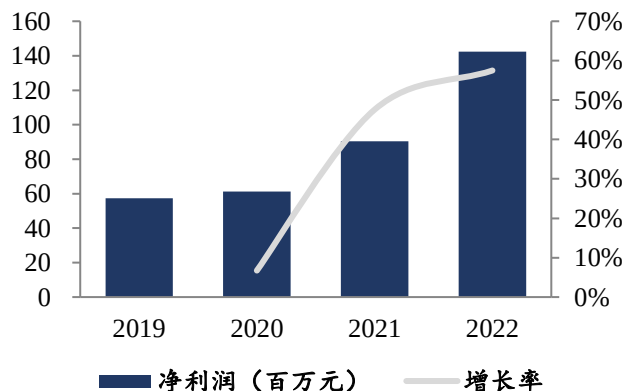
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图27：昆中药营业收入及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图28：昆中药净利润及增速



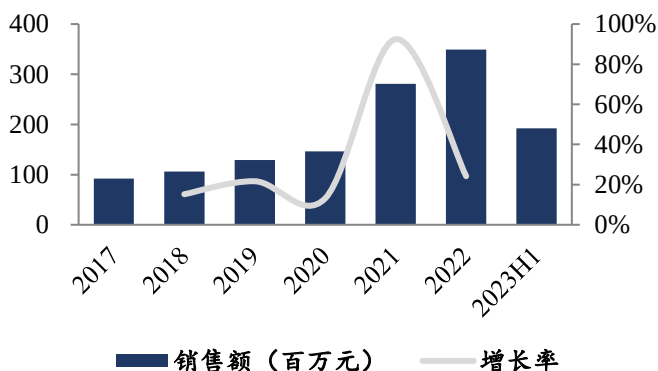
数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2. 参苓健脾胃颗粒：配方传承经典，OTC 快消化营销模式效果显著

参苓健脾胃颗粒的组方源于宋代《太平惠民和剂局方》的四君子汤，由昆中药集团精选云南独有的地道药材，历经十年，在原组方基础上弃粗取精加减研发而成，参苓健脾胃颗粒的处方更严谨、合理，疗效更卓著，深受广大患者的喜爱。

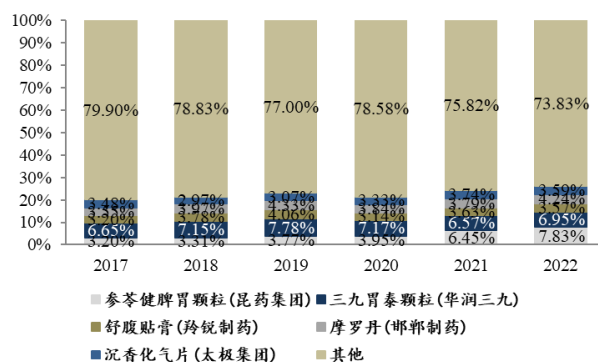
零售市场销售额稳步上升，市场份额攀升至同品类第一。目前参苓健脾胃颗粒主要在院外市场销售，根据开思数据库，昆中药参苓健脾胃颗粒零售市场销售额逐年上升，由 2017 年 9200 万元上升至 2022 年 3.5 亿元，2017-2022 年间 CAGR 接近 30%。此外，参苓健脾胃颗粒零售市场销售份额近年来稳步提升，在胃肠调理类用药中已由 2017 年的 3.0% 提升至 2022 年的 7.83%，市场份额排名第一。

图29：参苓健脾胃颗粒（零售市场）市场规模及增速



数据来源：开思数据库，东吴证券研究所

图30：参苓健脾胃颗粒（等级医院）市场规模及增速



数据来源：开思数据库，东吴证券研究所

快消化营销模式，由单一药品走向大健康市场。率先在行业内进行品类卡位，并通过补脾白皮书、补脾演说家、补脾研究院等项目在公众中进行脾胃健康科普教育，全域持续积累消费者规模，加深消费群体的品牌忠诚度。与此同时，昆中药依托参苓健脾胃颗粒开启快消化战略，由单一药品品种向大健康产品周边延伸。围绕连锁核心门店 1-2 公里的餐饮店开展，针对具有高影响力、高居住率的居民社区、办公商圈、写字楼，择取黄金时段，进行高频次、大密度的梯媒广告传播。

2023 年 9 月初，昆中药携手连锁与当地餐饮店在全国各地正式开展参苓健脾胃颗粒快消化物料覆盖活动。活动范围覆盖全国 12 个省，涵盖一、二、三线城市；与 26 家头部连锁药店达成合作，对连锁核心门店 2 公里内的餐饮店进行全方面参苓快消化物料覆盖，将参苓补脾概念直接传递给广大消费者，助力连锁客户拉新。

截至目前，昆中药先后与一心堂、健之佳、老百姓、怡康医药、燕喜堂、大参林、高济医疗、瑞人堂、国大万民、荣华大药房等连锁终端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。

图31：参苓健脾胃颗粒快消化物料覆盖工程



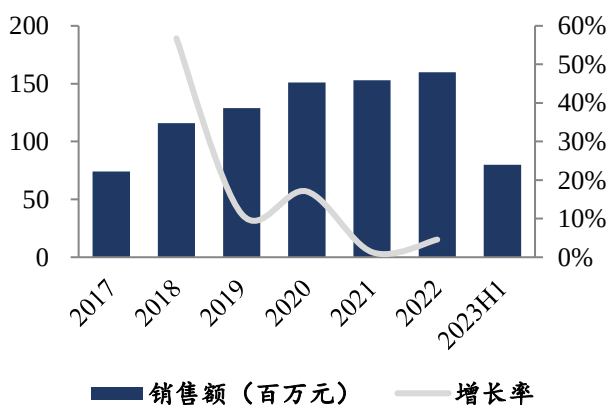
数据来源：昆中药官网，东吴证券研究所

3.3. 舒肝颗粒：学术优势明显，拓向抑郁人群市场空间巨大

舒肝颗粒源自宋代《太平惠民和剂局方》中的逍遥散，加香附、栀子、丹皮制成的现代颗粒剂型，具有舒肝理气，散郁调经的功效。不仅可有效治疗焦虑抑郁等情绪障碍，同时对月经不调、更年期综合征、乳腺增生、功能性胃肠病、黄褐斑等躯体疾病也有很好的治疗效果。

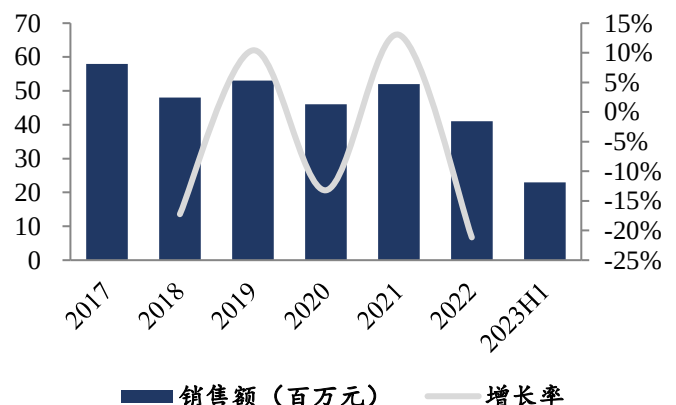
舒肝颗粒零售市场销售额从2017年7,400万元上升至2022年1.6亿元，相比2021年同比增长4.58%。舒肝颗粒市场份额从2017年的2.66%逐年上升到2022年的6.41%，2023年上半年市场份额为6.65%，居同类第二。

图32：舒肝颗粒（零售市场）市场规模及增速



数据来源：开思数据库，东吴证券研究所

图33：舒肝颗粒（等级医院）市场规模及增速

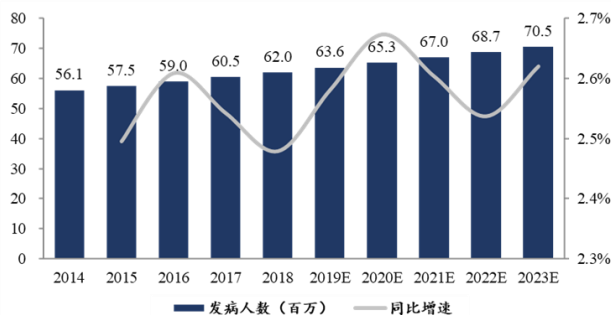


数据来源：开思数据库，东吴证券研究所

我国抑郁症患者人数众多，诊断率低。根据 Frost&Sullivan 数据显示，2018 年我国抑郁症发病人数达到 6200 万人，伴随现代社会压力加深，国内抑郁症患者预期仍将保持稳定增长，预计 2023 年将达到 7050 万人。然而，国内抑郁症患者整体诊断率仍然较低，仅有 9.5% 的患者曾接受卫生服务机构治疗，仅有 0.5% 的患者得到充分治疗。

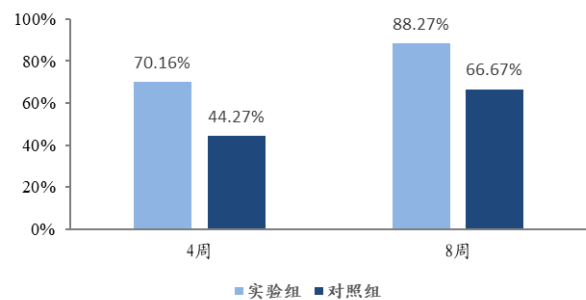
纳入专家共识，舒肝颗粒在抑郁市场空间十足。目前抗抑郁类化药均存在不同程度的副作用，如三环类抗抑郁药的常见的不良反应有口干、便秘、心动过速等，中成药相比化药毒副作用小，《抑郁症中西医结合诊疗专家共识》将舒肝颗粒等作为肝气郁结证推荐用药。从临床表现看，舒肝颗粒在抑郁症治疗期间和治疗后的疗效和安全性均得到科学认证：治疗 8 周后，实验组的 HAMA、HAMD、SAS 和 SDS 总分显著低于对照组（ $P < 0.01$ ）。实验组中 CGIS 评分疗效指数（EI）大于 1 的患者比例明显高于对照组（ $P < 0.01$ ）。根据中医证候量表，实验组的疗效在 4 周和 8 周后分别为 70.16%和 88.27%，明显高于对照组（4 周和 8 周后分别为 44.27%和 66.67%； $P < 0.01$ ）。

图34：我国抑郁症人数



数据来源：Frost&Sullivan, 东吴证券研究所

图35：舒肝颗粒疗效



数据来源：CNKI, 东吴证券研究所

昆中药二线品种丰富，成长空间十足。清肺化痰丸、金花消痰丸、板蓝清热颗粒、口咽清丸等品种同样潜力空间十足。昆中药旗下的抗感药品板蓝清热颗粒在适用于感冒引起的头痛，发热、咽痛等症候的基础上，还具备急性咽炎、扁桃腺炎、腮腺炎的适应症；清肺化痰丸作为昆中药止咳平喘类重点品类，素有“五劳七伤之妙药，止咳平喘之仙方”的声誉，《清肺化痰中药对大气 PM2.5 致大鼠肺损伤的干预作用研究》表明，清肺化痰丸可能减轻 PM2.5 对肺组织的损伤，为城市雾霾人群提供创新的健康管理方案。我们认为，板蓝清热颗粒、清肺化痰丸以独特疗效为坚实基础，搭载三九商道加持，有望实现快速放量。

4. 盈利预测与投资评级

核心假设：

自 2023 年华润三九对昆药集团并购完成以来：1）人事更替完成，为“十四五”高质量发展打下坚实基础；2）渠道对接顺利推进，经营效率显著提升：公司 CHC 板块业务及产品顺利融入三九商道，已完成针对国内 20 个省区一级渠道商的整合工作；3）业务线条划分清晰，品牌重塑在即：公司成立“1381、1951、777”三个事业部，“1381”承载拥有 640 余年历史的昆中药，“1951”承载院内严肃医疗产品，“777”承载三七口服制剂。目前“百日融合”已顺利

完成，启动第二期融合工作。我们认为随着双方的融合进一步推进，昆药集团业绩、经营效率均有望显著提升。

按照公司现行业务划分，我们认为：

- 1) 口服剂型：在公司与华润三九的进一步融合中，“777”、“昆中药 1381”两大事业部主要产品与三九商道渠道对接不断完善，自身品牌力在三九赋能下不断加强，且未来昆药血软和圣火血软解决同业竞争后，血塞通软胶囊竞争格局显著优化，因此口服剂型在品牌加持下未来保持 20% 增速，同时，参照历史情况，我们认为公司产品接入三九渠道后，经营效率有望显著改善，预计毛利率将进一步提升；
- 2) 针剂：公司针剂产品主要包括注射用血塞通（冻干）、天麻注射液等，其中注射用血塞通（冻干）受益于集采中标以及医保解限，22 年实现销售实现快速恢复，天麻注射液则受制于竞争格局较差，近年来销售收入不断下降，因此我们认为针剂未来收入增速可能会有所下降；
- 3) 商业：考虑到公司并入三九后，发展重心将向三大事业部倾斜，我们预计公司 23 年商业收入有所下滑，并维持稳定。

表3：公司收入预测表

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
商业	3720.2	4010.6	3587.3	3228.6	3228.6	3228.6
yoy	-5.0%	7.8%	-10.6%	-10%	0%	0%
毛利率	9.9%	8.4%	13.2%	10%	10%	10%
口服剂	2535.6	2891.4	2893.3	3471.9	4166.3	4999.6
yoy	12.2%	14.0%	0.1%	20%	20%	20%
毛利率	70.2%	75.8%	69.3%	70%	72%	75%
针剂	1241.4	850.3	953.1	1048.4	1132.3	1200.3
yoy	-41.6%	-31.5%	12.1%	10%	8%	6%
毛利率	91.1%	84.5%	83.4%	83%	83%	83%
其他业务	220.0	501.3	848.3	1018.0	1170.7	1287.8
yoy	15%	127.9%	69.2%	20%	15%	10%
毛利率	47.0%	31.9%	19.4%	18%	15%	12%
合计	7717.1	8253.5	8282.1	8767.0	9697.9	10716.2
yoy	-5.0%	7.0%	0.3%	5.9%	10.6%	10.5%
毛利率	43.8%	41.3%	41.5%	43%	46%	49%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

考虑到华润三九在成为公司控股股东后，人事变动、业务整合、渠道对接顺利进行，我们看好三九在渠道以及品牌塑造上对昆药集团的赋能，同时我们看好解决同业竞争后

昆药集团在三七产业链上的发展前景以及昆中药作为 600 余年历史老字号在新时代的品牌重塑，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 5.35/6.94/8.55 亿元，当前股价对应 PE 为 31/24/19 倍。

参照公司主要业务板块，我们选取同样为大型医药工业集团，且工业板块以中成药为主的太极集团、达仁堂、同仁堂作为可比公司，并进行可比公司估值，公司估值水平低于同仁堂，略高于太极集团和达仁堂，略低于行业平均水平，我们看好公司融入三九体系后带来的积极变化以及公司三大事业部的发展潜力，首次覆盖，给予“买入”评级。

表4：可比公司估值

证券代码	证券名称	股价（元）	EPS（元）				PE			
			2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
600129.SH	太极集团	48.40	0.63	1.65	2.25	2.94	76.83	29.33	21.51	16.46
600329.SH	达仁堂	35.51	1.11	1.42	1.72	2.11	31.99	25.01	20.65	16.83
600085.SH	同仁堂	51.65	1.04	1.30	1.54	1.81	49.66	39.73	33.54	28.54
平均值							52.83	31.36	25.23	20.61
600422.SH	昆药集团	21.62	0.51	0.71	0.92	1.13	42.77	30.64	23.61	19.17

数据来源：Wind,东吴证券研究所，股价为 2023 年 12 月 10 日收盘价，太极集团、达仁堂、同仁堂盈利预测为 Wind 一致预期

5. 风险提示

（1）业务整合不及预期风险。华润三九成为公司控股股东后，双方就涉及三七口服系列的重叠业务、渠道建设、品牌营销、组织管理等领域推进整合工作，目前正在按照百日融合、一年融合、三年融合的目标和机制持续推进中，若双方业务整合程度不及预期，会影响公司经营管理、战略规划、品牌打造、产品竞争能力等各个方面，可能会对公司经营发展产生不利影响。

（2）品牌打造不及预期风险。近期，公司结合业务重塑要求，在原有营销体系架构基础上，成立“1381、1951、777”三个事业部，开展营销组织变革项目，三个事业部预期将为公司打造精品国药、深耕慢病管理、拓展老龄健康产业提供核心支撑，是公司实现价值重塑的重要战略。如果公司的品牌塑造效果不及预期，将影响公司整体战略规划与经营能力，可能对公司发展产生不利影响。

（3）集采降价风险。近些年来，我国中成药集中带量采购稳步推进，相关中成药价格整体呈现下降趋势。血塞通软胶囊、注射用血塞通（冻干）等是公司优势产品，在公司营收中占比较高，同时也属于我国医保集采用药的重点品种，其销量和价格都较多地受到集采结果的影响。如果公司产品在集采过程中进一步降价，会直接影响有关产品的销售与生产，可能对公司经营业绩产生不利影响。

昆药集团三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6,766	7,085	8,087	8,070	营业总收入	8,282	8,767	9,698	10,716
货币资金及交易性金融资产	1,978	2,305	2,895	2,463	营业成本(含金融类)	4,844	4,960	5,260	5,493
经营性应收款项	2,869	2,842	3,132	3,445	税金及附加	72	75	82	91
存货	1,681	1,722	1,826	1,907	销售费用	2,433	2,718	3,055	3,429
合同资产	0	0	0	0	管理费用	379	368	446	536
其他流动资产	239	216	234	254	研发费用	70	88	97	139
非流动资产	2,666	2,542	2,415	3,441	财务费用	38	0	0	0
长期股权投资	24	24	24	24	加:其他收益	129	108	108	38
固定资产及使用权资产	1,227	1,150	1,074	1,349	投资净收益	6	0	0	0
在建工程	65	65	65	65	公允价值变动	11	0	0	0
无形资产	356	306	256	1,006	减值损失	(111)	0	0	0
商誉	92	92	92	92	资产处置收益	15	0	0	0
长期待摊费用	25	25	25	25	营业利润	497	667	866	1,066
其他非流动资产	877	880	880	880	营业外净收支	(20)	0	0	0
资产总计	9,432	9,627	10,502	11,510	利润总额	477	667	866	1,066
流动负债	3,889	3,678	3,853	3,997	减:所得税	92	127	164	203
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,035	931	931	931	净利润	385	540	701	863
经营性应付款项	977	965	1,023	1,068	减:少数股东损益	2	5	7	9
合同负债	186	88	97	107	归属母公司净利润	383	535	694	855
其他流动负债	1,691	1,695	1,802	1,891	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.51	0.71	0.92	1.13
非流动负债	401	389	389	389	EBIT	560	667	866	1,066
长期借款	60	60	60	60	EBITDA	804	803	1,002	1,240
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	41.52	43.42	45.76	48.74
租赁负债	45	45	45	45	归母净利率(%)	4.63	6.10	7.16	7.98
其他非流动负债	296	284	284	284	收入增长率(%)	0.35	5.85	10.62	10.50
负债合计	4,289	4,067	4,241	4,386	归母净利润增长率(%)	(24.52)	39.58	29.79	23.13
归属母公司股东权益	4,983	5,395	6,089	6,944					
少数股东权益	159	165	172	181					
所有者权益合计	5,143	5,560	6,261	7,124					
负债和股东权益	9,432	9,627	10,502	11,510					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	254	550	600	769	每股净资产(元)	6.57	7.12	8.03	9.16
投资活动现金流	(235)	16	(10)	(1,200)	最新发行在外股份(百万股)	758	758	758	758
筹资活动现金流	68	(241)	0	0	ROIC(%)	7.51	8.39	10.09	11.17
现金净增加额	90	327	590	(431)	ROE-摊薄(%)	7.69	9.91	11.40	12.31
折旧和摊销	244	136	137	174	资产负债率(%)	45.48	42.25	40.39	38.11
资本开支	(66)	(48)	(10)	(1,200)	P/E(现价&最新股本摊薄)	42.77	30.64	23.61	19.17
营运资本变动	(476)	(99)	(238)	(269)	P/B(现价)	3.29	3.04	2.69	2.36

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>