

华润赋能强化品牌，聚焦昆中药与三七产业链

投资要点

- 推荐逻辑：**1) 血塞通软胶囊大单品院外市场持续放量，深化与华润圣火的协同，利润率有望进一步提升；2) 精品国药层面，昆中药百年老字号品牌优势凸显，营业收入突破13亿元，三大黄金单品参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒和香砂平胃颗粒2023年单三季度收入增速超过30%；3) 深入推进与华润全方面融合，从价值重塑、业务重塑、组织重塑、精神重塑加快融合，盈利能力有望持续提升。
- 血塞通软胶囊打开院外市场空间。**推进“处方-零售”、“针剂-口服”的双轮驱动战略。1) 口服剂：积极通过强化与头部连锁药店战略合作，血塞通软胶囊在零售端的持续发力，2023年前三季度血塞通软胶囊同比增长20%以上，根据米内网的数据显示，血塞通软胶囊在城市实体药店心脑血管中成药产品中排名第五，销售额超过5亿元，相较于2019年的第九名有大幅提升。未来也将和华润圣火的血塞通软胶囊形成协同。2) 针剂：注射用血塞通冻干粉针属于国家中药二级保护品种，注射用血塞通(冻干)2022年受益于集采中标及医保支付试点逐步推进，销量达到5926万支，同比增长90.3%。
- 昆中药百年老字号品牌，黄金单品打造精品国药。**“昆中药1381”为640年老字号，充分发挥华润三九在品牌、渠道的运作能力，深入展开协同。2022年昆中药收入为13.2亿元(+8.8%)，净利润为1.4亿元(+57.5%)，未来公司将围绕“大品种大品牌-大品类”，重点打造以参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒等为核心的强单品，并持续培育清肺化痰丸、止咳丸、金花消痤丸、口咽清丸等具有高增长潜力的产品，挖掘更多底蕴悠久的经典名方产品，形成产品集群丰富且有梯度的精品国药平台。
- 创新药集聚赋能，丰富公司产品矩阵。**围绕现有植物药产品进行二次开发，专注“小而美”专科产品管线进行仿制药品种的研究。自2018年开始新增研发投入，围绕“小全面+差异化”研发战略，形成了昆明、北京、上海、北美“四位一体”的研发格局。在自主研发上，适用于缺血性脑卒中的1类药临床II期进展顺利；在合作研发上，与药明康德合作的适用于异柠檬酸脱氢酶-1(IDH1)基因突变1类创新药推进I期临床。
- 盈利预测与投资建议。**鉴于强品牌与品种优势与华润入主带来治理改善，预计2023-2025年公司收入复合增长率为11.5%，归母净利润复合增长率为35%，对应2023-2025年归母净利润分别为5.5亿元、7.3亿元和9.4亿元，建议保持关注。
- 风险提示：**中成药集采政策风险，研发风险，原材料价格波动风险，同业竞争解决不及预期的风险。

西南证券研究发展中心

分析师：杜向阳
执业证号：S1250520030002
电话：021-68416017
邮箱：duxy@swsc.com.cn

分析师：阮雯
执业证号：S1250522100004
电话：021-68416017
邮箱：rw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.58
流通A股(亿股)	7.57
52周内股价区间(元)	13.53-24.83
总市值(亿元)	161.00
总资产(亿元)	92.91
每股净资产(元)	6.92

相关研究

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8282.06	8747.38	10015.82	11494.52
增长率	0.35%	5.62%	14.50%	14.76%
归属母公司净利润(百万元)	383.18	551.25	729.89	940.62
增长率	-24.52%	43.86%	32.41%	28.87%
每股收益EPS(元)	0.51	0.73	0.96	1.24
净资产收益率ROE	7.50%	10.07%	12.19%	14.16%
PE	43	30	23	18
PB	3.20	2.97	2.72	2.45

数据来源：Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 昆药集团：华润入主，老字号昆中药焕发生机.....	1
1.1 老字号中药企业，华润三九入主全方位赋能.....	1
1.2 中药持续放量，营销全球布局.....	2
2 血塞通+昆中药两大平台，构筑品牌核心竞争力.....	5
2.1 血塞通口服系列院外持续扩张，成为主要增长极.....	5
2.2 血塞通注射剂政策限制放松，集采风险逐步释放.....	10
2.3 昆中药打造精品国药，黄金单品+品类集群.....	11
3 创新药集聚赋能，丰富公司产品矩阵.....	13
4 盈利预测	14
5 风险提示	15

图 目 录

图 1: 昆药集团股权结构	2
图 2: 2013 年-2023Q3 年公司营业收入	3
图 3: 2013 年-2023Q3 公司归母净利润	3
图 4: 2022 年公司按产品分营收构成	3
图 5: 2022 年公司按产品分各项业务毛利率	3
图 6: 2013 年-2023Q3 年公司毛利率和净利率	4
图 7: 2013 年-2023Q3 年公司四费率 (%)	4
图 8: 公司血塞通系列产品	6
图 9: 公司血塞通系列络泰商标	6
图 10: 2022 年公司按行业分营收构成	6
图 11: 2019 年-2022 年公司分产品占工业收入比例	6
图 12: 2018 年-2022 年血塞通软胶囊收入及增速	7
图 13: 2017 年-2022 年公司血塞通软胶囊销量及增速	7
图 14: 2019 年-2021 年血塞通软胶囊零售端销售收入及增速	7
图 15: 络泰血塞通适用人群规划	8
图 16: 络泰注射用血塞通 SCI 论文研究成果	9
图 17: 昆药集团举办第一届络泰®杯防治脑卒中王者争霸全国总决赛	9
图 18: 公司络泰®血塞通系列销售规划	9
图 19: 华润圣火理洫王牌血塞通软胶囊	9
图 20: 2015 年-2022 年公司注射用血塞通 (冻干) 销量及增速	10
图 21: “昆中药 1381” 注册商标	11
图 22: 昆中药企业覆盖品牌	11
图 23: 2018 年-2022 年昆中药营业收入	12
图 24: 2018 年-2022 年昆中药三大黄金单品收入 (亿元)	12
图 25: 公司创新药研发模式	14

表 目 录

表 1：昆药集团发展历程	1
表 2：按细分行业、治疗领域划分的公司主要药（产）品基本情况	4
表 3：昆药集团主要成员企业业务范围及营收情况	5
表 4：络泰血塞通产品消费定位	8
表 5：2022 年中国城市零售药店终端心脑血管中成药 TOP10	8
表 6：注射用血塞通药品医保药品目录及医保支付试点（截止 2022 年 3 月 11 日）	10
表 7：各省中成药省际联盟集中带量采购中选情况	11
表 8：昆中药产品种类	12
表 9：昆中药与郭荣娟教授团队合研究的舒肝颗粒治疗 MADD 学术论文成果	13
表 10：分业务收入及毛利率	15
附表：财务预测与估值	16

1 昆药集团：华润入主，老字号昆中药焕发生机

1.1 老字号中药企业，华润三九入主全方位赋能

昆药集团股份有限公司（简称昆药集团）的前身昆明制药厂成立于 1951 年 3 月，1995 年 12 月经云南省人民政府批准改制后于 2000 年 12 月在上海证券交易所上市，2002 年华立集团成为第一大股东，2022 年华润三九收购 28% 股份，公司控股股东由华立集团变更为华润三九。依托云南丰富的植物资源，昆药集团先后开发了青蒿、三七、天麻三大系列及特色中药、民族药等 40 多个具有国内外先进水平的天然药物新产品，目前形成了“777、1381、1951”三大事业部的业务格局。业务领域覆盖医药全产业链，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，业务发展立足中国本土并积极进行全球化布局。

表 1：昆药集团发展历程

时间	事件
1951 年	昆明制药厂建成投产。
1958 年	昆明制药第一个植物药“降压灵”开发成功。填补了国内空白，取代从印度进口的“寿比南”。
1979 年	昆明植物研究所等科研单位合作，人工合成天麻素。天麻素的诞生宣告云南没有合成药的历史已经结束。
1976-1990 年	历经十四年的努力，昆明制药与上海药物研究所等科研单位合作，开发成功划时代的抗疟特效新药—蒿甲醚注射液。
1992 年	云南省医药行业首家中外合资企业——中美合资昆明贝克诺顿制药有限公司开业。
1995 年	昆明制药厂进行了整体改制，将其全部经营性资产作为股本投入，与昆明金鼎集团企业发展总公司、昆药职工持股会、昆明富享房地产开发经营公司、昆明八达实业总公司共同发起，设立了昆明制药股份有限公司。
2000 年	昆明制药 4000 万 A 股股票在上海证券交易所上网定价发行。股票简称“昆明制药”，股票代码 600422。
2002 年	浙江华立集团成为第一大股东。
2015 年	公司更名为“昆药集团股份有限公司”，股票简称“昆药集团”。
2018 年	在自主研发、外部合作、投资并购多渠道创新研发战略下，昆药集团治疗急性缺血性脑卒中的天然药物 1 类创新药“注射用 KPCXM18”喜获国家药品监督管理局临床批件，标志着昆药持续在医药领域探索与创新。
2019 年	昆药集团上海研究院暨上海昆恒医药科技有限公司正式成立，标志着公司在“自主研发+国际合作”双轮驱动的创新研发战略上，又迈出了关键的一步。
2020 年	络泰® 血塞通软胶囊销售额同比增长翻一番，零售业绩创新高。
2022 年	华润三九收购昆药集团 28% 股份，成为公司控股股东。

数据来源：公司公告，西南证券整理

华润三九入股，“四个重塑”持续推进。2022 年 5 月，华润三九收购公司当时的控股股东——华立医药及其一致行动人华立集团合计约 2 亿股（占比 28%），并于 2022 年底完成交割，华润三九成为公司控股股东，公司正式成为华润三九旗下成员企业。华润三九作为大型国有控股医药上市公司，以 OTC 产品和中药处方药为主营业务核心，打造了 999 感冒灵、999 皮炎平、三九胃泰颗粒等知名产品。公司与华润三九的融合正在按照百日融合、一年融合、三年融合的机制稳步推进。百日融合阶段，公司与华润三九扎实推进战略、组织及文化层面的融合，圆满完成百日融合目标，目前双方顺利进入一年融合阶段，按照价值重塑、业务重塑、组织重塑、精神重塑的“四个重塑”要求，各项工作正有条不紊地稳步推进。

图 1：昆药集团股份结构

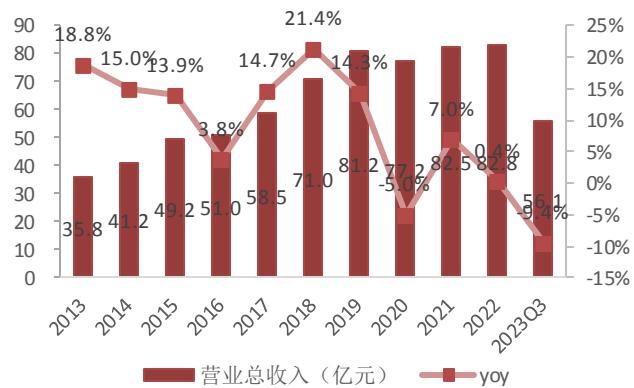

数据来源：公司年报，西南证券整理

1.2 中药持续放量，营销全球布局

医药工业为主，产业全面布局。公司依托 70 余年的药物研发传统、植物药研发实力以及全球化布局的营销网络，未来将锚定“银发经济健康第一股”的战略核心，着力打造三七产业链标杆和“昆中药 1381”精品国药平台，聚焦老龄化赛道，持续深耕慢病管理领域。同时持续构建以医药工业为内生核心、国际合作和医药流通为外延拓展、医药大健康产业为整合扩张的三级生态圈。

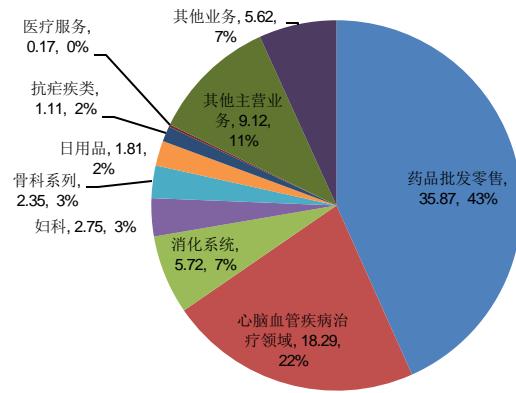
- **医药工业：**包括昆药、昆中药、血塞通药业、版纳药业、贝克诺顿、贝克诺顿（浙江）、武陵山制药七大国家 GMP 标准的现代化医药生产平台，产品聚焦心脑血管、骨科、抗感染、抗疟疾及脾胃类、舒肝解郁等治疗领域。
- **医药流通：**旗下重点医药流通平台昆药商业，依托“青蒿素产品出口商”的全球网络资源优势，成为“国际化医疗服务提供商”。
- **医药大健康：**大健康产业链布局主要集中在医疗服务类、健康消费类、日化用品类，聚焦特色植物资源如青蒿、三七等，运用现代高新技术，将健康产品产业化。

利润反弹明显，收入稳定增长。2022 年实现营业收入 82.82 亿元，与上年基本持平，2020 年受宏观因素影响公司营收略有下降，2021-2022 年稳步回升；2023Q3 实现归母净利润 3.9 亿元，同比上升 3.6%，显现回升态势。

图 2：2013 年-2023Q3 公司营业收入


数据来源: Wind, 西南证券整理

心脑血管类产品为公司主要营业收入来源。根据 2022 年公司年报数据显示，公司药品批发与零售收入 35.9 亿元，占总收入 43%。从产品分类看，公司聚焦心脑血管疾病，专注慢病治疗领域，心脑血管治疗领域 2022 年收入 18.29 亿，收入占比 22%。公司医药工业板块分为口服剂和针剂，2022 年的口服剂的毛利率为 69.3%，针剂的毛利率为 83.4%。药品批发与零售业务的毛利率为 13.2%。

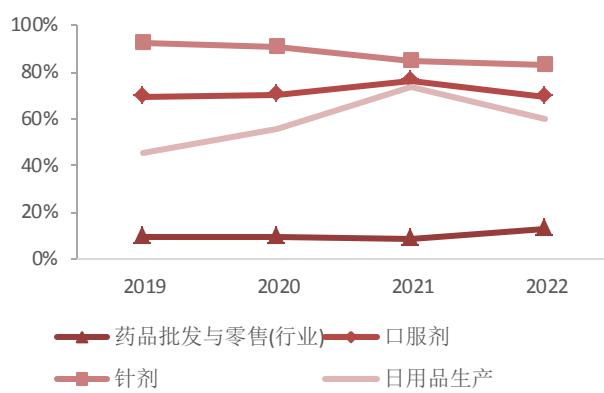
图 4：2022 年公司按产品分营收构成


数据来源: Wind, 西南证券整理

聚焦大品种，深挖潜力品种。2022 年，公司已经有 10 个过亿产品，其中，昆药血塞通软胶囊以及昆中药参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒等核心产品增长势头良好，第二梯队草乌甲素软胶囊以及昆中药清肺化痰丸、金花消痤丸、板蓝清热颗粒、口咽清丸等潜力产品也具备较好的潜力空间。未来，结合公司核心战略及业务规划，公司将根据不同产品的目标人群、市场定位和增长潜力，制定不同的推广策略，以形成更为完善的产品矩阵和产品梯度。同时，公司将围绕“健康老龄化”需求，丰富产品管线、推进研发布局、强化投资 BD，创新驱动、多管齐下，促进新产品、新业务和新产业的成长。

图 3：2013 年-2023Q3 公司归母净利润


数据来源: Wind, 西南证券整理

图 5：2022 年公司按产品分各项业务毛利率


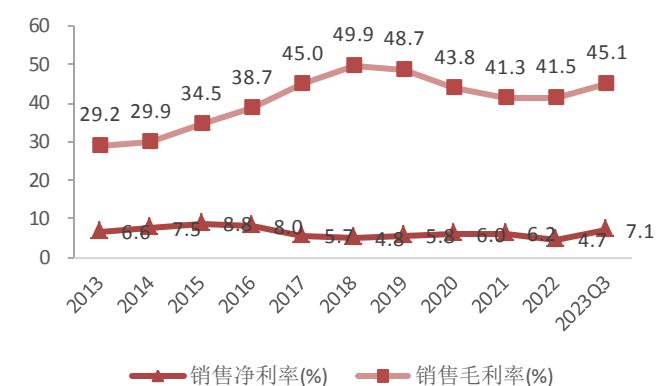
数据来源: Wind, 西南证券整理

表 2：按细分行业、治疗领域划分的公司主要药（产）品基本情况

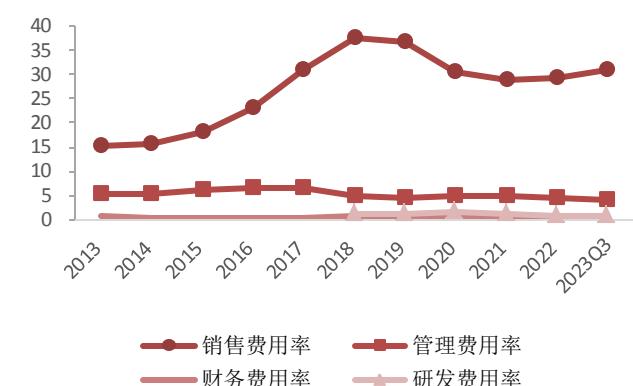
注册分类	细分行业	治疗领域	药（产）品名称	适应症或功能主治	是否处方药	是否中药保护品种	医保类型	是否基药
中成药	天然植物药制造	心脑血管	注射用血塞通(冻干)	用于中风偏瘫、瘀血阻络及脑血管疾病后遗症，视网膜中央静脉阻塞。	是	是	是	是
			血塞通软胶囊	用于瘀血阻滞所致的缺血性中风病(脑梗塞)中经络恢复期。	是	否	是	否
			血塞通片	用于脑路瘀阻，中风偏瘫，脑血管病后遗症，冠心病心绞痛属上述证候者。	是	否	是	否
		妇科	舒肝颗粒	用于肝气不舒的两胁疼痛，胸腹胀闷，以及肝郁气滞所致的面部黧黑斑(黄褐斑)。	否	否	是	否
		消化系统	参苓健脾胃颗粒	用于脾胃虚弱，饮食不消。	否	否	否	否
			香砂平胃颗粒	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
进口药品	化学药制造	骨科	阿法骨化醇软胶囊	骨质疏松症；甲状腺机能亢进(伴有骨病者)。	是	否	是	是
化学药		心脑血管	天麻素注射液	用于神衰、神衰综合征及脑外伤性综合征。	是	否	是	否

数据来源：公司年报，西南证券整理

整体净利率维持稳定，销售毛利率缓慢上升。从 2021 年到 2023 年三季度，公司销售毛利率持续增长，从 2021 年 41% 缓慢增长到 2023Q3 年 45.1%。销售净利率也稳步保持上涨趋势，2023 年三季度销售净利润率为 7.1%。2020 年公司销售费用率 30%，销售费用同比下降 21.06%，主要是公司市场推广活动较上年同期减少所致，2021 年、2022 年销售费用率保持 29%，销售费用率有所增长。2018 年起公司加大研发力度，研发费用逐年增加，受产品研发周期影响费用略有波动。

图 6：2013 年-2023Q3 年公司毛利率和净利率


数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：2013 年-2023Q3 年公司四费率(%)


数据来源：Wind，西南证券整理

核心子公司全面布局化药、中药。昆药集团主要子公司包括昆明中药厂有限公司、昆药集团血塞通药业股份有限公司、西双版纳版纳药业有限责任公司、昆药集团医药商业有限公司、昆明贝克诺顿制药有限公司、昆药集团努库斯植物技术有限公司、北京华方科泰医药有限公司。昆中药：聚焦精品国药，力争将“昆中药 1381”打造成知名度更高、更具品牌影响力、深受消费者认同的精品国药平台。贝克诺顿：立足多年在骨风肾疾病治疗领域，打造国内领先的、专注于骨风肾领域的高品质医药产品和服务的专业化商业平台。

表 3：昆药集团主要成员企业业务范围及营收情况

公司名称	业务范围	持股比例	2023 年中报 营业收入	2023 年中报 净利润
昆明中药厂有限公司 (简称“昆中药”)	我国五大中药老字号之一，现有药品批准文号 140 个，独家产品 21 个，云南名牌产品 7 个，拥有舒肝颗粒、清肺化痰丸、感冒消炎片、止咳丸、暖胃舒乐颗粒、参苓健脾胃颗粒等多个独家生产或原研产品	100%	5.6 亿	0.98 亿
昆药集团医药商业有限公司 (简称“昆商业”)	云南省重点药品流通企业，完成了曲靖、楚雄、丽江、大理、红河、保山、玉溪、西双版纳等终端网络布局，逐步实现云南省核心市场的广覆盖	100%	16.33 亿	0.28 亿
昆明贝克诺顿制药有限公司 (简称 KBN)	由昆药集团(KPC)与世界著名的跨国制药企业-美国爱华克斯公司 MAX Corporation (MAX) 合资成立，产品定位于高端产品，品牌产品抗生素及骨关节领域	100%	2.12 亿	0.2 亿
昆药集团血塞通药业 股份有限公司	云南省较早开发利用三七生物资源进行药品生产、研究及销售企业之一，代表品牌“双富”牌三七总皂苷系列，血塞通片在国内最早开发上市	89.54%	0.8 亿	0.2 亿
西双版纳版纳药业 有限责任公司 (简称“版纳药业”)	国内最具规模的傣药现代化生产企业，与独家傣医院合作，整合公司自有 5 个独家傣药批文品种和傣医院获批的 43 个院内制剂及 104 个傣药材标准资源	100%	0.42 亿	0.17 亿
昆药集团努库斯植物技术 有限公司	生产基地位于乌兹别克斯坦，公司专业从事甘草提取加工，全部技术及设备由中方提供	100%	-	-
北京华方科泰医药有限公司 (简称“华方泰”)	2014 年昆药集团前控股股东华方医药科技有限公司通过定增，使其成为昆药集团下属子公司，主要从事青蒿素类抗疟药、品牌仿制药和医疗器械的国际销售	100%	-	-

数据来源：公司官网、公司年报，西南证券整理

2 血塞通+昆中药两大平台，构筑品牌核心竞争力

公司锚定“银发经济健康第一股”的战略核心，着力打造三七产业链标杆和“昆中药 1381”精品国药平台，聚焦老龄化赛道，持续深耕慢病管理领域；围绕战略目标，持续推动业务、品牌、研发、组织、信息化等方面工作落地，加深认同、强抓落实，推动实现全面高质量发展。昆药血塞通系列具体产品包括血塞通口服系列（血塞通软胶囊、血塞通滴丸等）以及注射用血塞通（冻干），昆中药 1381 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，提升中华老字号品牌价值。

2.1 血塞通口服系列院外持续扩张，成为主要增长极

产品历史悠久，“络泰”为中国驰名商标。作为心脑血管疗效药“血塞通”的原研首创、三七制剂的企业，昆药集团早在 20 世纪 70 年代，就已经分离出三七总皂苷中间体（三七提取的有效活性成份），在 1983 年首家应用于临床，1985 年首家申请使用“血塞通”名称，1986 年首家推出血塞通注射液，1997 年被认定为云南省首批名牌产品，2009 年、2012 年血塞通注射剂（冻干、注射液）分别被列入《国家基本药物目录》，2012 年“络泰”获得中国驰名商标认证。在经过 30 多年的发展后，昆药集团在血塞通产品上拥有 16 项专利技术。

血塞通系列剂型丰富，拥有三七药材产业基础。络泰®血塞通系列是昆药集团的支柱产品，主要成分三七是云南省特有的名贵中药材。公司三七产品剂型覆盖冻干粉针、水针、片剂、滴丸、软胶囊和颗粒剂，是全球血塞通系列产品剂型最全的企业，拥有从三七 GAP 种植、饮片加工到三七总皂苷提取、制剂生产、专业营销推广的全套完整产业链。

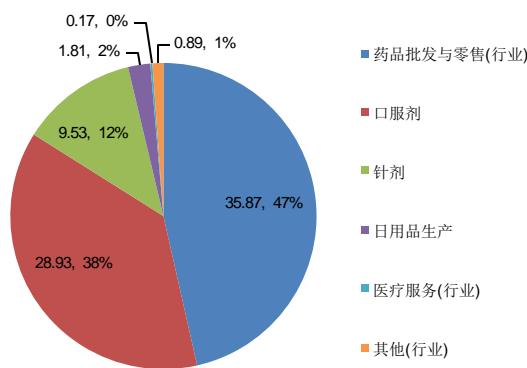
图 8：公司血塞通系列产品



数据来源：百度百科，西南证券整理

自 2018 年起，公司持续推进“处方-零售”、“针剂-口服”的双轮驱动战略，渠道层面，将药品往“处方-零售” 2 个方向销售；产品层面，推广“针剂-口服” 2 大品类，着力打造络泰®血塞通软胶囊为主的络泰®血塞通口服系列。公司进行收入结构调整成果显著，口服产品自 2019 年起收入占比持续上升，直至 2022 年，口服产品占工业营收比例 75.26%，显著超过针剂板块贡献。

图 10：2022 年公司按行业分营收构成



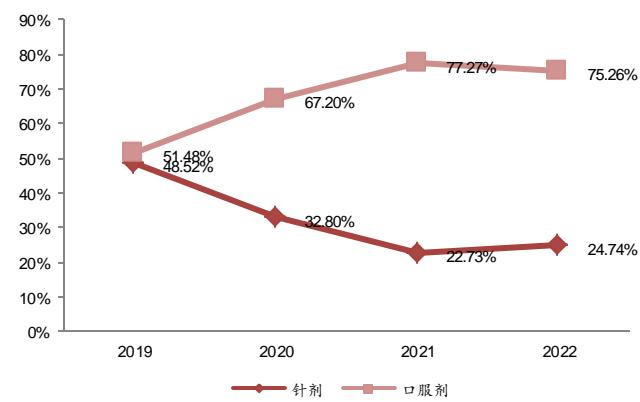
数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：公司血塞通系列络泰商标



数据来源：百度百科，西南证券整理

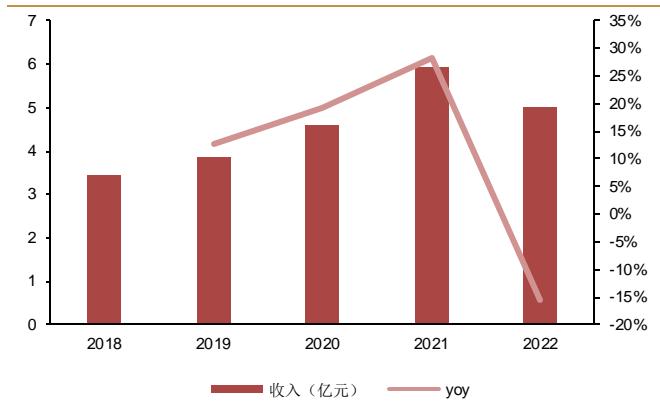
图 11：2019 年-2022 年公司分产品占工业收入比例



数据来源：Wind，西南证券整理

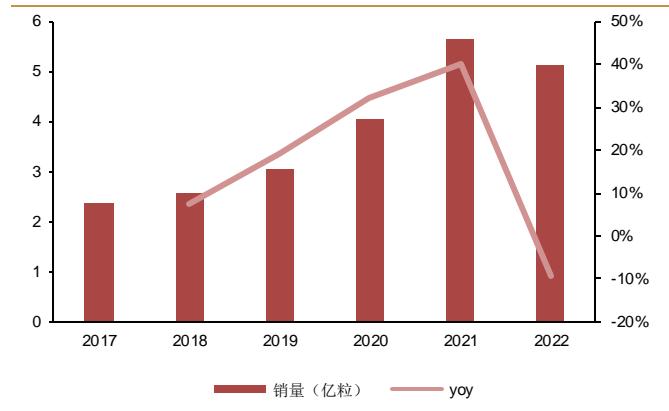
血软收入销量持续上升，成为主要增长级。根据公司战略布局，2021年大单品血塞通软胶囊收入5.93亿元，同比增长达近年最高28.28%，实现销量5.66亿粒，同比增长达到近年最高40.16%，双轮驱动战略发挥效果。2022年因集采未中标，实现销售量5.14亿粒，同比略有下滑(-9%)。2023年医疗需求陆续恢复，同时公司大力拓展优势领域的院外零售渠道，预计血软将恢复增长，双轮驱动战略未来可期。

图 12：2018 年-2022 年血塞通软胶囊收入及增速



数据来源：公司年报，西南证券整理

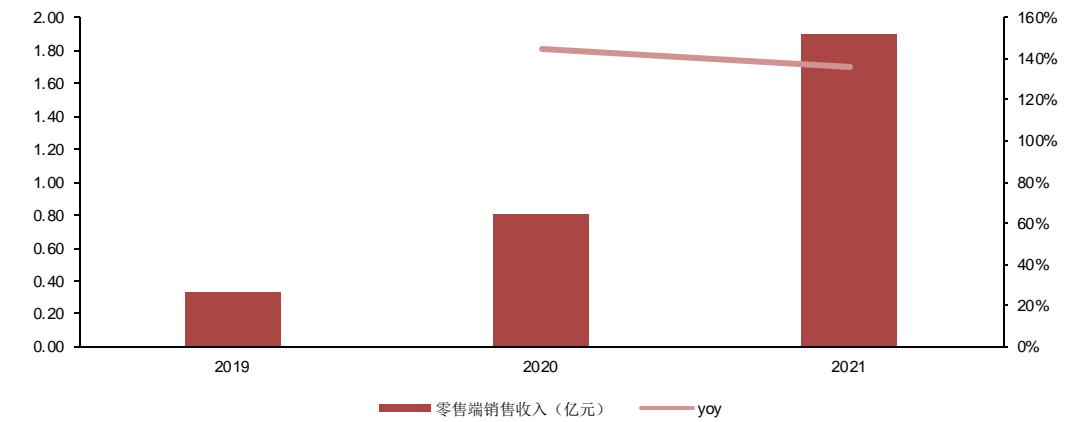
图 13：2017 年-2022 年公司血塞通软胶囊销量及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

从院外销售看，血软增速超100%。血塞通软胶囊2020年收入约4.7亿，零售端约0.8亿；2021年零售端实现收入超过1.9亿。由于血塞通胶囊在整个零售市场的收入端呈现快速增长趋势，公司将重点推广血软在院外的高端市场。

图 14：2019 年-2021 年血塞通软胶囊零售端销售收入及增速



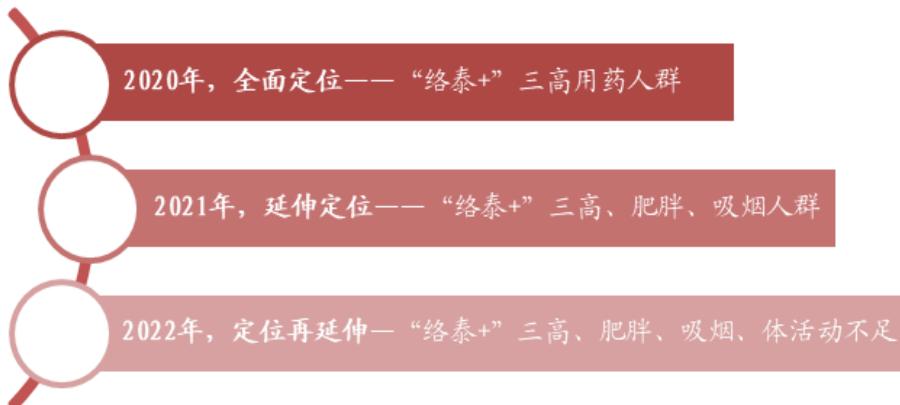
数据来源：公司年报，西南证券整理

“络泰+”模式再定位，聚焦卒中+保健人群。以核心产品络泰血塞通系列为例，从“学术力+品牌力”壁垒赋能络泰血塞通软胶囊，打造黄金单品；开启“络泰+”模式，聚焦中风防治的慢病新市场，重点定位在卒中人群和保健人群，卒中人群以治疗需求为主。根据《中国卒中报告（2020）》统计显示，2019年我国新发卒中394万例（其中缺血性脑卒中287万例，脑出血85万例，蛛网膜下腔出血22万例），卒中患者达到2876万例（其中缺血性脑卒中2418万例，脑出血436万例，蛛网膜下腔出血158万例），缺血性脑卒中的年复发率高达17.7%，因此预防卒中也具有广阔市场。

表 4：络泰血塞通产品消费定位

消费人群	人群定位	推荐用药	费用
卒中人群	基数人群 2876 万左右，每年新发 394 万人左右，针对这类人群帮助二次预防	一天 6 颗，单颗 2.5 元	约 5500 元/年
保健人群	中风高危人群预防，尤其三高人群	一天 2-3 颗	约 2200 元/年

数据来源：阿里健康、京东健康，西南证券整理

图 15：络泰血塞通适用人群规划


数据来源：公司公告及公司官网，西南证券整理

加大院外渠道布局，血塞通软胶囊市占率快速提升。根据米内网的数据显示，血塞通软胶囊在城市实体药店心脑血管中成药产品中排名第五，销售额超过 5 亿元。相较于 2019 年的大幅提升。根据米内网显示，血塞通软胶囊 2019 年在城市药店销售 0.8 亿元，排名第 9。为了应对集采对于院内端的影响，同时扩大院外端的销售额，公司加大院外渠道布局，血塞通软胶囊在销售额和市场排名上都得到了大幅度提升。

表 5：2022 年中国城市零售药店终端心脑血管中成药 TOP10

产品名称	2022 年排名	2022 年销售额（亿元）	国家医保	国家基药
安宫牛黄丸	1	40+	甲类	是
复方丹参滴丸	2	7+	甲类	是
参松养心胶囊	3	6+	甲类	是
复方丹参片	4	5+	甲类	是
血塞通软胶囊	5	5+	乙类	否
速效救心丸	6		甲类	是
脑心通胶囊	7		乙类	是
银杏叶片	8		乙类	是
通心络胶囊	9		甲类	是
芪苈强心胶囊	10		甲类	是

数据来源：米内网，西南证券整理

学术推广与战略合作结合，发挥大单品优势。在学术层面，“络泰注射用血塞通（冻干）上市后安全性医院集中监测研究”项目取得良好成果并在美国《Current Medical Research & Opinion》(影响因子 IF=2.271)网络上发表文章，血塞通软胶囊获《脑血管病社区诊疗指南》推荐；在合作层面，强化与头部连锁药店的战略合作同时，开展公益项目、竞赛，如 2021

年3月举办第一届络泰®杯防治脑卒中王者争霸，致力于打造CDMS中风慢病管理平台，由业内10位顶级连锁大咖代言，助力“生死21秒——拯救200万脑卒中患者行动”，建心脑血管疾病慢病管理生态圈。

图16：络泰注射用血塞通SCI论文研究成果



数据来源：新华网，西南证券整理

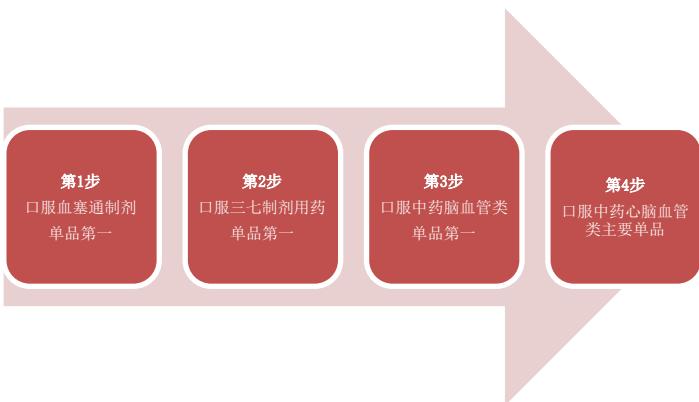
图17：昆药集团举办第一届络泰®杯防治脑卒中王者争霸全国总决赛



数据来源：公司官网，西南证券整理

与圣火协同推进，同业竞争解决方案启动在即。华润圣火成立于1995年，2016年圣火正式加入华润三九医药股份有限公司，成为华润集团旗下全资子公司，主营产品“理洫王牌血塞通软胶囊”和“999佳庭牌黄藤素软胶囊”口碑良好、品质过硬、品牌影响力出众。公司和华润圣火在三七业务上已开展协同工作，双方先后一同参与了三七产业链研讨会、中药产业链沙龙等一系列重要活动的联合举办，协力推动三七产业链平台搭建、助力中药产业链高质量发展。公司与华润三九、华润圣火及华润现代共同参与投资新设云南省三七研究院有限公司，为三七产业高质量发展提供平台支撑，力争将三七研究院打造成为国内一流的三七科研机构及复合型研究人才培养基地，推动三七产业实现高质量跨越式发展。公司的三七口服系列产品和华润圣火现有业务有一定重叠，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，未来将结合市场情况确定解决同业竞争的具体方案及启动时机。

图18：公司络泰®血塞通系列销售规划



数据来源：公开资料，西南证券整理

图19：华润圣火理洫王牌血塞通软胶囊

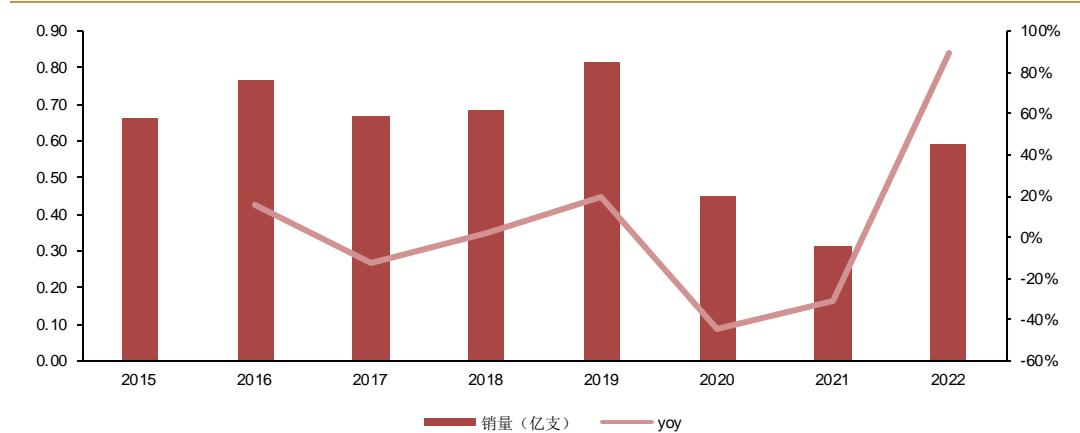


数据来源：百度百科，西南证券整理

2.2 血塞通注射剂政策限制放松，集采风险逐步释放

注射用血塞通冻干粉针属于国家中药二级保护品种。目前所有剂型中注射用血塞通（冻干）处于国家中药二级保护期，属于心脑血管疾病用药，主要功效为活血祛瘀，通脉活络，可用于中风偏瘫、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，曾于2008年在越南获得注册，是中国第一个国外成功注册的中药注射剂。2020年-2021年注射用血塞通销量下滑明显，同比下降44.88%/30.96%，主要由2019年出台的新版医保目录对中药注射剂的限制导致。

图 20：2015 年-2022 年公司注射用血塞通（冻干）销量及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

医保支付试点持续推进，政策边际限制放松。2017年由于医保控费，血塞通冻干粉针医保目录明确规定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使用”，在基层医疗机构受到比较大的限制。2021年12月8日国家医保局公布，2021年医保目录调整中谈判成功的94个药品，其支付范围全部与说明书一致，并决定对目录内原有支付限定的其他药品开展医保支付标准试点，按照规则重新确定医保支付标准，并将支付范围恢复至药品说明书范围。根据2022年国家医保目录，血塞通注射剂的医保报销限制由“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”变为“限二级及以上医疗机构”，取消了“中风偏瘫或视网膜中央静脉阻塞的患者”的使用限制。

表 6：注射用血塞通药品医保药品目录及医保支付试点（截止 2022 年 3 月 11 日）

分类代码	药品分类		药品名称	药品说明书适应症	医保支付试点	2019 年医保目录（旧）	2022 年医保目录（新）
ZA12H	化瘀通脉剂 (甲)	551	注射用血塞通(冻干)	活血祛瘀，通脉活络。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。	四川、安徽、贵州、新疆、福建、江西、内蒙古、河南、山东、广东、广西、湖南、河北、江苏	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	限二级及以上医疗机构

数据来源：各省医保局，公司官网，西南证券整理

注射用血塞通冻干针剂集采数省中标。2021年12月27日，《中成药省际联盟集中带量采购公告(第4号)》公布湖北19省中成药省际联盟集中带量采购中选结果，公司注射剂血塞通(冻干)湖北、广东、北京均有中标，竞争对手珍宝岛药业落标。由于公司针剂的空间较大，集采价格降幅在可接受范围内，针剂中标预计将成为突破口，实现产品快速覆盖。

表 7：各省中成药省际联盟集中带量采购中选情况

药品名称	企业名称	地区	规格	包装数量	中选价格	降幅
注射剂血塞通 (冻干)	昆药集团股份有限公司	湖北	0.2g	10 支/盒	92.23 元/盒	54.07%
		北京	0.4g	1 支	36.81 元/支	17%
		北京	0.2g	1 支	9.22 元/支	0%
		广东	0.4g	10 支/盒	30.55 元/支	17%
		广东	0.2g	10 支/盒	9.22 元/支	54%

数据来源：各省市医药价格和招标采购管理服务网，西南证券整理

2.3 昆中药打造精品国药，黄金单品+品类集群

“昆中药 1381”肇启于明太祖洪武十四年（1381年），作为中华老字号之一，拥有640余年历史，2021年9月获吉尼斯“世界最古老制药企业”，2018年被认定为中国驰名商标。昆中药共有药品批准文号140个，独家产品21个，国家中药保护品种16个，“昆中药传统中药制剂”入选国家级非物质文化遗产。在“黄金单品+品类集群”组合战略下，公司致力于打造精品国药，建立优质品牌集群，发力健康零售新蓝海。

图 21：“昆中药 1381”注册商标



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 22：昆中药企业覆盖品牌



数据来源：公司官网，西南证券整理

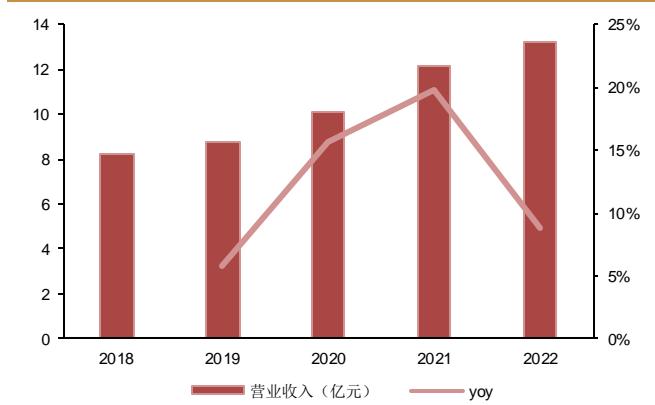
“昆中药 1381”三层品类布局，三线领域拓展。以参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒三大核心黄金单品为主线，形成以参苓健脾胃颗粒、香砂平胃颗粒为代表的消化线；以舒肝颗粒、逍遥系列为代表的妇科（身心）线；以金花消痤丸、口咽清丸为代表的经典名方线三大领域的集群优势，打造以黄金单品、明星产品、种子产品为梯度的产品集群。重点推广参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒、清肺化痰丸、口咽清丸等为代表的传统精品国药，通过1-2个头部产品，树立昆中药的品牌形象。

表 8：昆中药产品种类

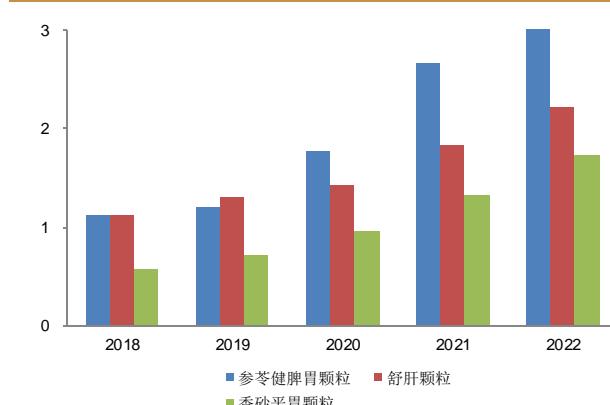
品类	类别	商品名称	功能主治	产品图片
黄金单品	消化科	参苓健脾胃颗粒	补脾健胃，利湿止泻。用于脾胃虚弱，饮食不消，或泻或吐，形瘦色萎，神疲乏力。	
	妇科	舒肝颗粒	舒肝理气，散郁调经。用于肝气不舒的两胁疼痛，胸腹胀闷，月经不调，头痛目眩，心烦意乱，口苦咽干，以及肝郁气滞所致的面部黧黑斑（黄褐斑）。	
明星产品	消化科	香砂平胃颗粒	健脾，燥湿。用于胃脘胀痛。	
	呼吸科	清肺化痰丸	降气化痰，止咳平喘。用于肺热咳嗽，痰多气喘，痰涎壅盛，肺气不畅。	
种子产品	呼吸科	板蓝清热颗粒	清热解毒，疏散风热，利咽消肿。用于外感风热，热毒壅盛所致感冒发热，头痛，目赤，咽喉肿痛；流感，急性咽炎，扁桃腺炎，腮腺炎见上述证候者。	
		口咽清丸	清热降火，生津止渴。用于咽喉肿痛，牙疳口疮，津液不足，口舌干燥。	

数据来源：公司官网，公司公告，西南证券整理

昆中药整体收入超 13 亿元，利润仍有提升空间。昆中药在品牌、产品、渠道端多点发力，2018 年昆中药营业收入已突破 8 亿大关，此后一直保持增长。2020 年营业收入首次破 10 亿，同比增长 20%，2022 年营业收入达 13.19 亿元，同比增长 8.83%，2022 年昆中药实现利润 1.4 亿元，与目前行业中药利润率水平仍然存在一定差距，未来有望通过管理效提升利润率水平。昆中药三大黄金单品参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒 2018 年-2022 年连续 5 年保持增长。2022 年参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒销售收入增速分别达 22.66%、20.90%、29.22%。

图 23：2018 年-2022 年昆中药营业收入


数据来源：Wind，西南证券整理

图 24：2018 年-2022 年昆中药三大黄金单品收入 (亿元)


数据来源：米内，西南证券整理

参苓健脾胃颗粒：补脾健胃院外市场，快消模式打开大健康成长空间。源自宋代《太平惠民合剂局方》，属于国家中药保护品种，功能主治补脾健胃、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。参苓健脾胃颗粒以北沙参益胃生津，配伍山药、扁豆、白术等药，共同发挥补脾健胃，利湿止泻的功效。公司重点加大院外渠道布局，目前已经和头部药房连锁机构大参林、老百姓、益丰等签订战略合作协议。未来重点开发院外市场，通过快消模式实现产品市场渗透。

舒肝颗粒：院内开拓抗抑郁市场。功能主治为疏肝理气，散郁调经。用于肝气不舒的两胁疼痛，胸腹胀闷，月经不调，头晕目眩，心烦意乱，口苦咽干，以及肝郁气滞所致的面部黄褐斑。主要核心成分为当归（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。舒肝颗粒为院内独家基药，也是医保品种。主要走学术推广路线，舒肝颗粒完成治疗焦虑抑郁状态（肝郁气滞证）多中心临床试验，相关学术论文在 SCI 期刊发表，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。

表 9：昆中药与郭荣娟教授团队合研究的舒肝颗粒治疗 MADD 学术论文成果

药物	期刊	论文题目	实验结论
舒肝颗粒	《Journal of Ethnopharmacology》(IF = 4.36)	《Clinical efficacy of Shugan granule in the treatment of mixed anxiety-depressive disorder: A multicenter, randomized, double-blind, placebo-controlled trial》 舒肝颗粒治疗 MADD（肝气郁结证）的随机、双盲、安慰剂对照、多中心临床试验	舒肝颗粒治疗 MADD 疗效优于 安慰剂

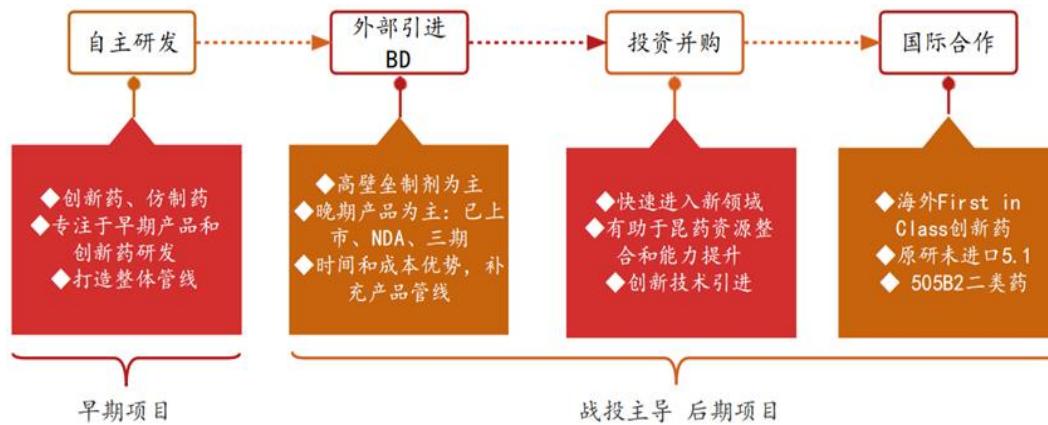
数据来源: PubMed, 西南证券整理

3 创新药集聚赋能，丰富公司产品矩阵

公司以血塞通软胶囊和“昆中药 1381”两大核心品牌为基础，结合核心优势治疗领域，创新药管线也取得一定阶段性进展，目前围绕现有植物药产品进行二次开发，专注“小而美”专科产品管线进行仿制药品种的研究，自 2018 年起逐年加大研发投入力度。

围绕“小全面+差异化”研发战略，持续聚焦心脑血管、骨风肾领域。作为传统药企，考虑到项目利润和国内外权益，公司正在向研发驱动型国际化药企转型。从短中期看，现有仿制药业务的外延是主要增长点，从中长期看，创新药研发是未来支撑点。昆药集团研发方针“小全面+差异化”，小全面是在某个专科领域进行全面布局，差异化是与多数企业或主要的大公司竞争者有所区隔，表现在治疗领域、制剂平台、原料药中间体合成技术等。在研发方面，获得 21 项国内发明授权，3 项欧洲授权。

自主研发+合作研发，打造特色创新药管线。昆药集团通过“自主研发+投资并购+合作研发+引进代理”多种模式结合，建立了覆盖肿瘤、心脑血管、代谢、免疫、骨科的创新研发管线。截至 2023 年上半年，在研 8 个项目，在研药物的技术类型广泛，涵盖化药、创新生物药、生物类似药、罕见的 1 类中药，还有拓展适应症的 2.4 类改良型新药。

图 25：公司创新药研发模式


数据来源：公司公告，西南证券整理

创新药物临床试验持续推进。截止 2023 年半年报，自主研发的适用于缺血性脑卒中的中药/天然药物 1 类新药 KYAZ01-2011-020 II 期临床研究进展顺利。适用于异柠檬酸脱氢酶 -1 (IDH1) 基因突变的 1 类创新药 KYAH01-2016-079 持续推进 I 期临床研究。

多个仿制药项目顺利开展研究。国内同品种首家申报一致性评价的精神类用药化学注射剂 KYAH06-2018-094 项目获得发补通知，并已按要求完成所有答补实验工作，正在准备答补资料。在已上市品种二次开发方面，为便于患者用药的新规格 KYAZ07-2021-171 项目已获 CDE 审评受理，提升核心产品质量标准的 KYEZ07-2020-154 项目已获国家药典委公示并完成征求意见；提升另一核心产品质量标准的 KYEZ07-2018-099 项目资料已提交国家药典委，待上审评会。

4 盈利预测

关键假设：

假设 1：受益于零售端销售增长与品牌口碑的宣传，血塞通软胶囊假设 2023-2025 年销量增速分别为 20%、20% 和 20%。以及随着血塞通软胶囊生产工艺的改进，口服制剂的毛利率会持续提升；

假设 2：考虑到华润入主，对于昆中药产品渠道进行拓宽，产品重新定位，昆中药核心产品、参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒 2023-2025 年销量增速分别为 20%、20% 和 20%。考虑到公司昆中药核心产品的提价，毛利率有望持续提升。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 10：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
工业-口服	收入	28.9	34.7	41.6	49.9
	增速	0%	20%	20%	20%
	毛利率	20%	24%	29%	34%
工业-针剂	收入	9.5	10.5	11.5	12.6
	增速	12%	10%	10%	10%
	毛利率	83%	83%	82%	81%
药品批发与零售	收入	35.9	38.8	42.6	46.9
	增速	-10%	8%	10%	10%
	毛利率	13%	14%	15%	16%
日用品	收入	1.8	2.3	3.0	4.0
	增速	125%	30%	30%	30%
	毛利率	60%	60%	60%	60%
医疗服务	收入	0.2	0.2	0.2	0.3
	增速	100%	10%	10%	10%
	毛利率	60%	50%	50%	50%
其他	收入	0.9	1.0	1.1	1.2
	增速	-55%	10%	10%	10%
	毛利率	14%	15%	15%	15%
合计	收入	82.8	87.5	100.1	114.9
	增速	0%	6%	15%	15%
	毛利率	42%	45%	47%	48%

数据来源: Wind, 西南证券

5 风险提示

中成药集采政策风险，研发风险，原材料价格波动风险，同业竞争解决不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8282.06	8747.38	10015.82	11494.52	净利润	385.46	558.05	738.19	950.50
营业成本	4843.69	4776.99	5349.77	6003.84	折旧与摊销	216.07	223.26	237.02	254.45
营业税金及附加	72.22	69.98	80.13	91.96	财务费用	38.31	25.67	27.16	29.21
销售费用	2432.57	2799.16	3255.14	3793.19	资产减值损失	-67.59	0.00	0.00	0.00
管理费用	379.07	393.63	433.68	494.26	经营营运资本变动	-287.23	157.73	-404.58	-428.74
财务费用	38.31	25.67	27.16	29.21	其他	-31.12	-67.77	9.37	-67.72
资产减值损失	-67.59	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	253.90	896.94	607.17	737.70
投资收益	5.98	10.00	50.00	100.00	资本支出	-17.81	-100.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	10.67	0.00	0.00	0.00	其他	-216.79	10.00	50.00	100.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-234.60	-90.00	-150.00	-100.00
营业利润	497.15	691.95	919.93	1182.05	短期借款	271.01	87.24	100.00	100.00
其他非经营损益	-19.86	-3.00	-8.58	-8.60	长期借款	-39.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	477.29	688.95	911.35	1173.45	股权融资	-7.74	0.00	0.00	0.00
所得税	91.83	130.90	173.16	222.96	支付股利	-204.73	-154.53	-222.30	-294.34
净利润	385.46	558.05	738.19	950.50	其他	48.75	-154.04	-27.16	-29.21
少数股东损益	2.28	6.80	8.31	9.88	筹资活动现金流净额	67.80	-221.33	-149.46	-223.56
归属母公司股东净利润	383.18	551.25	729.89	940.62	现金流量净额	89.84	585.60	307.71	414.14
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1658.39	2244.00	2551.70	2965.85	成长能力				
应收和预付款项	2970.25	2811.99	3282.36	3793.91	销售收入增长率	0.35%	5.62%	14.50%	14.76%
存货	1680.71	1661.34	1863.73	2096.80	营业利润增长率	-21.59%	39.18%	32.95%	28.49%
其他流动资产	457.02	367.86	374.88	383.08	净利润增长率	-24.89%	44.77%	32.28%	28.76%
长期股权投资	23.98	23.98	23.98	23.98	EBITDA 增长率	-11.22%	25.20%	25.85%	23.78%
投资性房地产	25.09	25.09	25.09	25.09	获利能力				
固定资产和在建工程	1232.55	1125.10	1103.89	1065.25	毛利率	41.52%	45.39%	46.59%	47.77%
无形资产和开发支出	621.72	608.42	595.11	581.81	三费率	34.41%	36.79%	37.10%	37.55%
其他非流动资产	762.24	759.74	757.23	754.73	净利率	4.65%	6.38%	7.37%	8.27%
资产总计	9431.96	9627.51	10577.98	11690.49	ROE	7.50%	10.07%	12.19%	14.16%
短期借款	912.76	1000.00	1100.00	1200.00	ROA	4.09%	5.80%	6.98%	8.13%
应付和预收款项	1290.62	1351.63	1526.07	1699.55	ROIC	10.23%	13.79%	17.65%	20.39%
长期借款	60.00	60.00	60.00	60.00	EBITDA/销售收入	9.07%	10.76%	11.82%	12.75%
其他负债	2026.05	1676.14	1836.28	2019.15	营运能力				
负债合计	4289.44	4087.77	4522.35	4978.70	总资产周转率	0.90	0.92	0.99	1.03
股本	758.26	757.99	757.99	757.99	固定资产周转率	6.89	7.80	9.52	11.43
资本公积	1161.04	1161.31	1161.31	1161.31	应收账款周转率	3.49	3.44	3.79	3.71
留存收益	3070.58	3467.30	3974.88	4621.16	存货周转率	2.65	2.79	2.97	2.97
归属母公司股东权益	4983.02	5373.44	5881.03	6527.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.93%	—	—	—
少数股东权益	159.50	166.30	174.61	184.48	资本结构				
股东权益合计	5142.52	5539.74	6055.63	6711.78	资产负债率	45.48%	42.46%	42.75%	42.59%
负债和股东权益合计	9431.96	9627.51	10577.98	11690.49	带息债务/总负债	22.68%	25.93%	25.65%	25.31%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	流动比率	1.74	1.92	1.96	2.02
EBITDA	751.52	940.87	1184.11	1465.72	速动比率	1.31	1.47	1.51	1.56
PE	42.96	29.87	22.56	17.50	股利支付率	53.43%	28.03%	30.46%	31.29%
PB	3.20	2.97	2.72	2.45	每股指标				
PS	1.99	1.88	1.64	1.43	每股收益	0.51	0.73	0.96	1.24
EV/EBITDA	19.66	15.04	11.77	9.30	每股净资产	6.78	7.31	7.99	8.85
股息率	1.24%	0.94%	1.35%	1.79%	每股经营现金	0.33	1.18	0.80	0.97
					每股股利	0.27	0.20	0.29	0.39

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上

持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

公司评级 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间

卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上

行业评级 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗峰	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
北京	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	张鑫	销售经理	15981953220	15981953220	zxin@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑冀	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryrf@swsc.com.cn