

## 昆药集团 (600422.SH) 华润三九入主掌舵，“慢病+国药”核心两翼促新生

2024年01月23日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

日期	2024/1/22
当前股价(元)	18.20
一年最高最低(元)	26.09/15.18
总市值(亿元)	137.95
流通市值(亿元)	137.77
总股本(亿股)	7.58
流通股本(亿股)	7.57
近3个月换手率(%)	92.71

### ● 华润三九入主掌舵，全面赋能业务变革发展

昆药集团前身成立于1951年，1995年改制后于2000年上市。公司大本营坐落于云南，植物资源丰富，先后开发以青蒿、三七、天麻等系列为主的特色植物药产业，同时布局“昆中药1381”精品国药平台，现已形成“1381、1951、777”三大事业部，进一步明确公司发展的重点抓手。2022年12月，华润三九入主昆药集团，公司迎来全新的发展机遇。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为4.83/6.40/7.58亿元，EPS为0.64/0.84/1.00元，当前股价对应PE为28.6/21.6/18.2倍，未来慢病管理及精品国药业务成长空间大，首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 行业发展把脉定向，顺势而为促企业腾飞

我国目前面临人口老龄化的发展趋势，截至2022年底，全国60岁以上人口达2.8亿人，占比达19.8%。国家对此十分重视，2022年国家卫生健康委等部门曾先后印发《“十四五”健康老龄化规划》和《加强中医药老年健康服务工作实施方案》，提出要充分发挥中医药在老年人健康维护、疾病预防和康复中的积极作用。此外，2022年以来国家也出台了多项政策鼓励中药产业创新发展，并积极将上市新药纳入医保目录中。我们认为随着“银发经济”发展日渐升温以及中医药防治慢病等概念的普及，中医药产业当下已具备持续发展的良好环境。

### ● 重点赋能核心品牌业务，“三七+昆中药”迎来发展新篇章

公司以成为“银发健康第一股”为战略目标，以“慢病管理+精品国药”为两大核心业务的发展思路。在三七产业方面，纵横拓展三七产业链布局，打造以“血塞通软胶囊”为代表的血塞通系列产品矩阵，形成“黄金单品+品类集群”的产品梯度，多角度挖掘市场需求，构筑慢病管理平台。在昆中药方面，重点围绕昆中药品牌IP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，并培育具有高增长潜力的第二梯队产品，形成集群丰富且有梯度的精品国药平台。同时，昆药集团未来将携手华润三九，着力在创新研发管线、营销渠道拓展等方面为两大核心品牌业务提供助力，构建长期发展竞争优势。

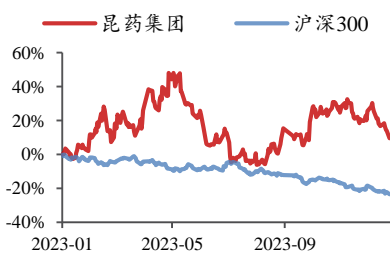
● **风险提示：**业务整合不及预期、产品销售不及预期、新产品研发速度不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,254	8,282	8,367	9,117	10,016
YOY(%)	7.0	0.3	1.0	9.0	9.9
归母净利润(百万元)	508	383	483	640	758
YOY(%)	11.1	-24.5	26.1	32.5	18.4
毛利率(%)	41.3	41.5	43.0	43.9	44.7
净利率(%)	6.2	4.6	5.8	7.0	7.6
ROE(%)	10.4	7.5	8.9	10.8	11.6
EPS(摊薄/元)	0.67	0.51	0.64	0.84	1.00
P/E(倍)	27.2	36.0	28.6	21.6	18.2
P/B(倍)	2.9	2.8	2.6	2.4	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

### 股价走势图



数据来源：聚源

## 目 录

1、 昆药集团：华润入主开启变革新征程 .....	4
1.1、 历经变革，股权结构清晰稳定，核心管理层经验丰富 .....	4
1.2、 战略文化融合持续推进，华润三九多维度赋能 .....	5
1.3、 昆药集团营收结构持续优化，业绩有望加速向好发展 .....	7
2、 行业发展把脉定向，顺势而为促企业腾飞 .....	9
2.1、 人口老龄化趋势显现，慢性病市场规模持续扩大 .....	9
2.2、 中医药可有效防治慢性病，适用范围广，心脑血管疾病需求大 .....	10
2.3、 政策支持行业发展，中医药战略地位迈上新台阶 .....	11
3、 重点赋能核心品牌业务，“三七+昆中药”迎来发展新篇章 .....	12
3.1、 发挥三七全产业链优势，实现资源协同，赋能慢病管理平台建设 .....	13
3.1.1、 口服制剂：血塞通软胶囊有望协同赋能“院内+院外”市场 .....	14
3.1.2、 注射剂：政策放宽对中药注射剂报销范围限制，助力销量回暖 .....	14
3.1.3、 血塞通产品院内外市场前景广阔，有待整合资源，提高市场份额 .....	15
3.2、 拥抱老字号，提升精品国药“昆中药 1381”品牌国民认知度 .....	16
3.2.1、 参苓健脾胃颗粒：“补脾健胃，利湿止泻”，多元合作拓展适用场景 .....	17
3.2.2、 香砂平胃颗粒：“健脾，温中，燥湿”，市场竞争地位优势突出 .....	18
3.2.3、 舒肝颗粒：“舒肝理气，散郁调经”，临床效果凸显 .....	19
3.3、 创新管线布局，提供持续高质量发展动力 .....	20
4、 盈利预测与投资建议 .....	22
4.1、 关键假设 .....	22
4.2、 盈利预测与估值 .....	23
5、 风险提示 .....	24
附：财务预测摘要 .....	25

## 图表目录

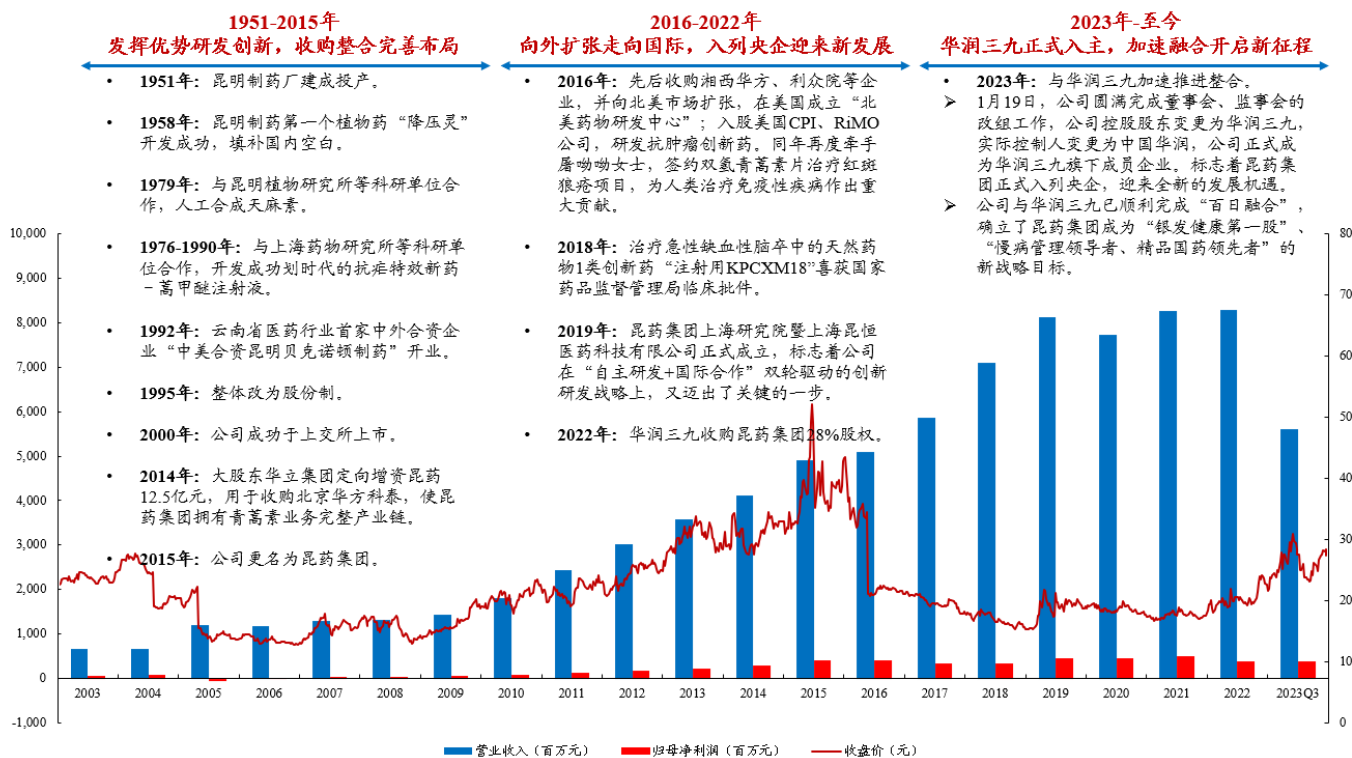
图 1： 历经七十余年积累沉淀，公司底蕴深厚，华润三九入主有望为公司发展注入新活力 .....	4
图 2： 截至 2023Q3，华润三九共计持股 28%，为控股股东 .....	5
图 3： 华润三九营业收入、归母净利润稳健增长 .....	6
图 4： 2018-2022 年华润三九毛利率下降、净利率提升 .....	6
图 5： 华润三九四大核心优势助力昆药集团产品格局放开 .....	6
图 6： 2018-2022 年公司营收保持相对稳定的增长态势 .....	7
图 7： 2021 年归母净利润提高受益于处置股权投资收益 .....	7
图 8： 药品、器械批发与零售是公司营收的主要来源之一 .....	7
图 9： 2018-2022 年口服剂和针剂均维持较高毛利率水平 .....	7
图 10： 2022 年心脑血管类产品营收占总营收的 23.7% .....	8
图 11： 2018-2022 年心脑血管类产品毛利率最高 .....	8
图 12： 2023Q1-Q3，公司实现毛利率、净利率双头上扬 .....	8
图 13： 2018-2022 年公司销售费用显著下降 .....	8
图 14： 2012-2022 年中国 60 周岁及以上人口不断攀升 .....	9
图 15： 2003-2018 年中国慢性病患病人口随年龄增加 .....	9
图 16： 2017-2021 年中国慢性病市场规模持续增长 .....	10
图 17： 医保和自付为主要的慢病支付方式（单位：亿元） .....	10

图 18: 2022 年重点城市公立医院中成药用药领域多元化.....	10
图 19: 2022 年心、脑血管疾病用药市场份额为前两名.....	10
图 20: 中国心脑血管疾病用药规模整体稳步提升.....	11
图 21: 心脑血管类疾病中成药销售占比在终端渠道较高.....	11
图 22: 公司已形成“1381、1951、777”三大事业部发展格局.....	12
图 23: 2015-2022 年公司血塞通软胶囊销售额稳健增长.....	14
图 24: 2022 年公司注射用血塞通（冻干）销售量明显改善.....	15
图 25: 2020-2022 年参苓健脾胃颗粒营收稳健增长.....	18
图 26: 2022 年实体药店消化系统中成药产品亚类较多.....	18
图 27: 参苓健脾胃颗粒快消化物料覆盖工程助力 OTC 营销.....	18
图 28: 2020-2022 年香砂平胃颗粒营收稳健增长.....	19
图 29: 公司的香砂平胃颗粒销售额在市场中占比超 80%.....	19
图 30: 中药特性是以多靶点同时作用，缓解患者抑郁症状.....	19
图 31: 舒肝颗粒可有效治疗肝气郁结证（MADD）.....	20
图 32: 2020-2022 年舒肝颗粒产品营收逐年增长.....	20
表 1: 2022 年以来国家陆续出台政策，支持中医药产业创新、快速发展.....	11
表 2: 三七产品集群以品类丰富的血塞通产品系列为主.....	13
表 3: 2022 年我国院内及院外实体药店心脑血管中成药销售品种繁多.....	15
表 4: 血塞通系列产品种类多样化，软胶囊类型仅有昆药集团和华润圣火为竞争关系.....	16
表 5: “昆中药 1381”旗下有三个核心强单品，为公司精品国药板块贡献主要业绩.....	17
表 6: 公司研发管线储备充足，有利于构建长期竞争力.....	21
表 7: 基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健.....	22
表 8: 对比可比公司，公司估值合理.....	23

## 1、昆药集团：华润入主开启变革新征程

**历经千帆启新程。**昆药集团前身成立于1951年，1995年改制后于2000年12月在上海证券交易所上市。公司大本营云南植物资源丰富，先后开发以青蒿、三七、天麻在内的“三颗草”系列中药及特色植物药，同时将“昆中药1381”作为精品国药平台，现已形成“1381、1951、777”三大事业部，进一步明确公司发展的重点抓手。2022年12月，华润三九入主昆药集团，公司迎来全新的发展机遇，2023年1月公司董事会、监事会改组工作圆满完成，“三九商道”全面赋能公司新发展，设立成为“银发健康第一股”、“慢病管理领导者、精品国药领先者”的新战略目标。

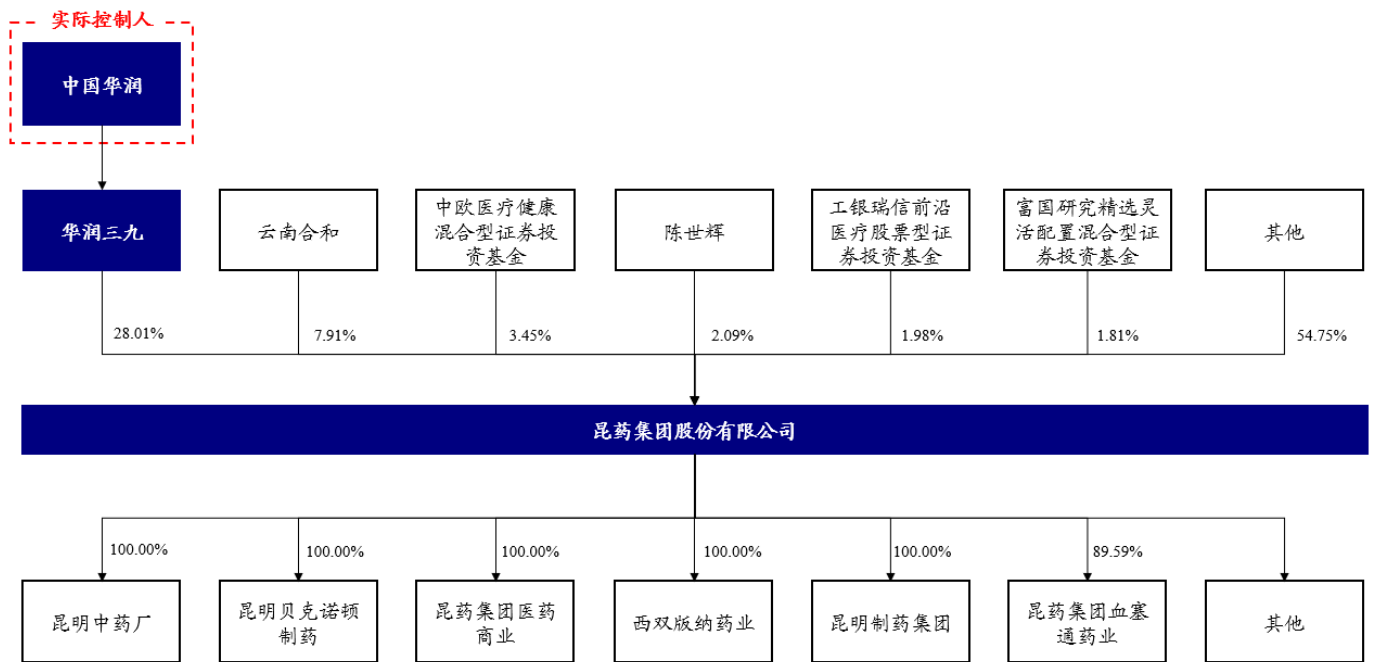
图1：历经七十余年积累沉淀，公司底蕴深厚，华润三九入主有望为公司发展注入新活力



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

### 1.1、历经变革，股权结构清晰稳定，核心管理层经验丰富

**华润三九正式进驻，入列央企，股权结构稳定。**2022年12月30日，华立医药及其一致行动人华立集团与华润三九完成公司股权转让交割，2023年1月，公司董事会、监事会改组工作完成，华润三九以28.01%持股成为公司控股股东，实际控制人变更为中国华润有限公司，自此正式成为华润三九旗下成员企业。

**图2：截至 2023Q3，华润三九共计持股 28%，为控股股东**


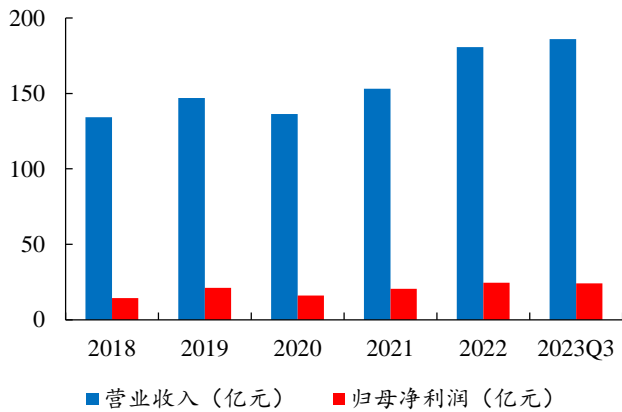
资料来源：公司年报、开源证券研究所

**核心高管团队经验丰富，赋能业务发展。**选举华润三九推荐的邱华伟、颜炜为集团董事长和副董事长，作为公司的领导者，两位核心高管经验十分丰富，且均具有在华润三九体系内的任职经历，能够较好的整合华润三九所具备的强大的终端运营管理能力、品牌运作能力和战略规划能力，为公司发展持续赋能。同时增补多位董事、监事等高管团队成员，全力助力公司体制改革。截至 2023Q3，公司与华润三九顺利完成“百日融合”，迈入一年融合、三年融合的稳步发展期，同时进一步开展业务重塑、启动营销组织变革项目，为未来发展奠定良好基础。

## 1.2、战略文化融合持续推进，华润三九多维度赋能

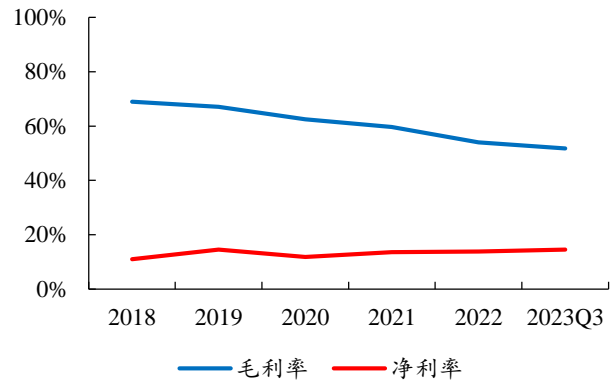
**华润三九业绩稳健，利润稳中有升。**华润三九是国内的中药 OTC 龙头，产品覆盖心脑血管、抗肿瘤、消化系统、骨科、儿科、抗感染等治疗领域，在医疗端具有较高的品牌声誉。2018-2022 年公司业绩稳健增长，营业收入从 2018 年的 134.28 亿元增长至 2022 年的 180.79 亿元，CAGR 达 7.72%；归母净利润从 2018 年的 14.32 亿元增长至 2022 年的 24.49 亿元，CAGR 达 14.35%。可以发现华润三九自 2018 年起，整体毛利率逐年下降，这主要是由于处方药产品营收占比及毛利率双降所导致，但整体净利率却呈现稳步提升趋势，可见其高效管理、业务线优化、费用管控均呈现一定的积极效果。随着华润三九入主昆药集团，将有望为昆药集团带来新的精神面貌及发展举措，促使其盈利能力得到进一步提升。

图3：华润三九营业收入、归母净利润稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2018-2022 年华润三九毛利率下降、净利率提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

**华润三九多维度赋能，大平台带来新高度。** 华润三九具有四大核心优势，即“品牌优势、产品优势、渠道终端优势以及智能制造优势”，有望在未来的加速整合中，赋能昆药集团向好发展。并且华润三九与昆药集团在品牌、产品和渠道方面具有互补和协同作用，有望进一步赋能昆药集团“三七+昆中药”品牌业务。**三七产业方面**，昆药集团拥有完整产业链，且口服系列核心产品“血塞通软胶囊”，有望与华润圣火强强联合、协同发展，并凭借华润系渠道优势提升院内外终端市场份额；**昆中药方面**，“昆中药 1381”是传统精品国药品牌，曾获得吉尼斯世界纪录“Oldest operating pharmaceutical business”（全球最古老的制药企业），是中国五大中药老字号之一，有助于丰富华润三九的国药老字号文化底蕴，协同构筑专业国药品牌。

图5：华润三九四大核心优势助力昆药集团产品格局放开



资料来源：公司官网、公司年报、华润三九公司年报、开源证券研究所

### 1.3、昆药集团营收结构持续优化，业绩有望加速向好发展

**营收稳定，利润改善。**2018-2022年，公司整体营收相对稳定，营业收入由71.02亿元增至82.82亿元，CAGR为3.92%；归母净利润由3.36亿元增至3.83亿元，CAGR为3.37%，2022年归母净利润相对2021年显著下滑，主要由于2021年公司处置长期股权投资所产生的投资收益达1.25亿元。2023年前三季度，公司营业收入为56.11亿元，同比下降9.40%；归母净利润为3.86亿元，同比增长3.58%。我们认为，承压因素已逐步出清，公司业绩有望随华润三九赋能而实现进一步增长。

图6：2018-2022年公司营收保持相对稳定的增长态势

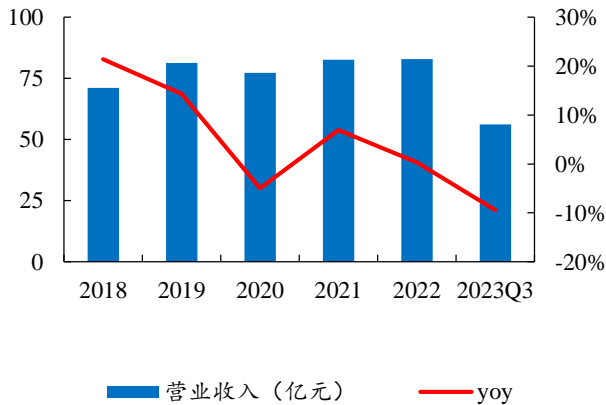
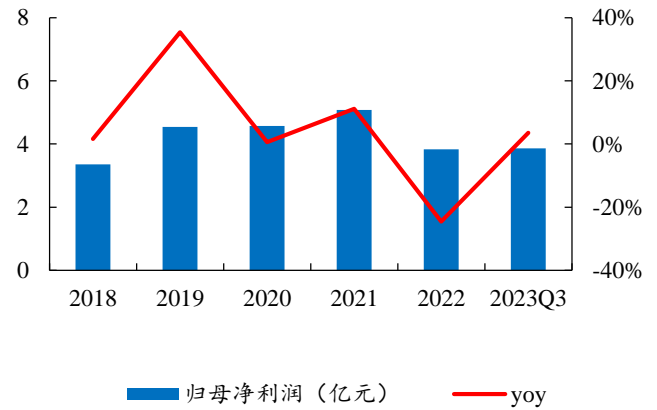


图7：2021年归母净利润提高受益于处置股权投资收益



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

**分行业来看，药品、器械批发与零售业务为主要的营收来源。**2022年公司药品、器械批发与零售营收35.87亿元，同比下降10.55%，占主营业务收入的46.47%；口服剂营收28.93亿元，同比下降2.33%，占主营业务收入的37.48%；针剂营收9.53亿元，同比上升12.10%，占主营业务收入的12.35%；日用品营收1.81亿元，同比上升122.55%，占主营业务收入的2.34%；医疗服务营收0.17亿元，同比上升103.13%，占主营业务收入的0.22%。其中，药品、器械批发与零售业务营收占比虽高但毛利率较低，2022年毛利率仅为13.23%；而2018-2022年间，口服剂和针剂合计营收连续5年占比超总营收的45%，且毛利率均稳定维持在较高水平，2022年分别达到69.26%和83.39%，是公司利润的重要来源。

图8：药品、器械批发与零售是公司营收的主要来源之一

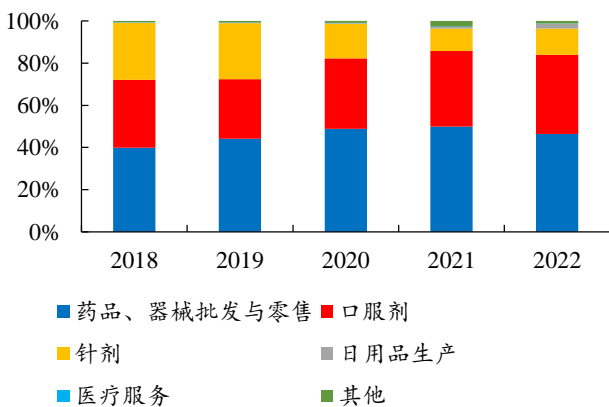
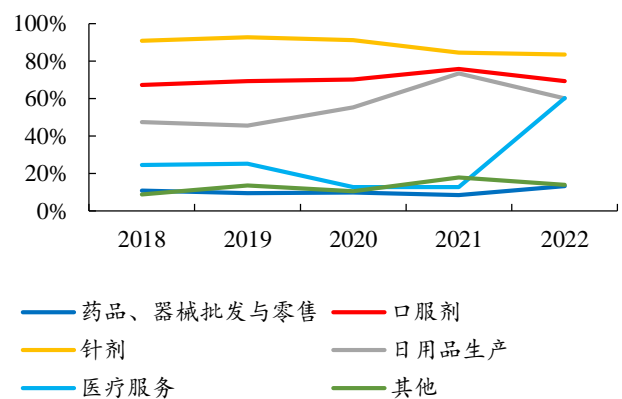


图9：2018-2022年口服剂和针剂均维持较高毛利率水平

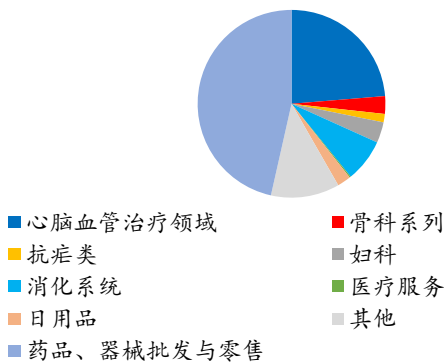


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

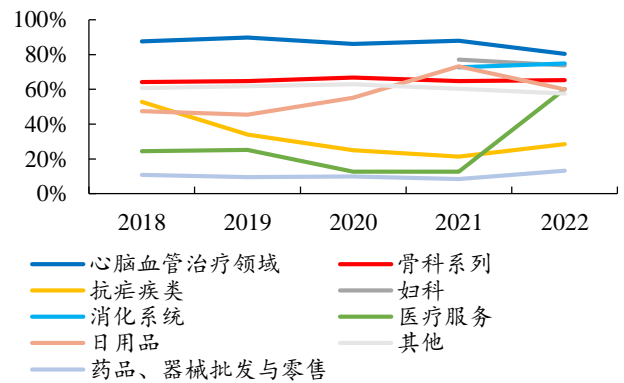
分产品来看，独特药品产品群贡献主要营收及利润。公司药品产品群覆盖心脑血管、骨科、抗疟疾类、妇科和消化系统领域，2022年合计营收占主营业务收入比重的39.2%。其中，心脑血管治疗领域产品营收达18.29亿元，同比下降3.39%，占主营业务收入的23.7%；骨科系列营收达2.35亿元，同比下降16.21%，占主营业务收入的3.0%；抗疟疾类营收达1.11亿元，同比增长2.22%，占主营业务收入的1.4%；妇科类营收达2.75亿元，同比增长4.51%，占主营业务收入的3.6%；消化系统类营收达5.72亿元，同比增长23.18%，占主营业务收入的7.4%。此外，不同类型的产品的毛利率差异较大。五大类药品中，心脑血管类产品毛利率常年维持较高水平，2022年毛利率达80.32%，同比减少4.2pct。

图10：2022年心脑血管类产品营收占总营收的23.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

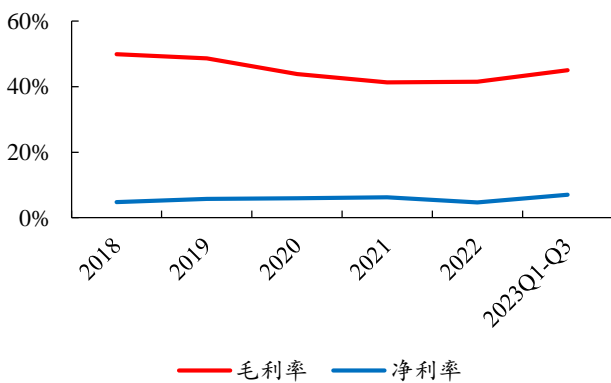
图11：2018-2022年心脑血管类产品毛利率最高



数据来源：Wind、开源证券研究所

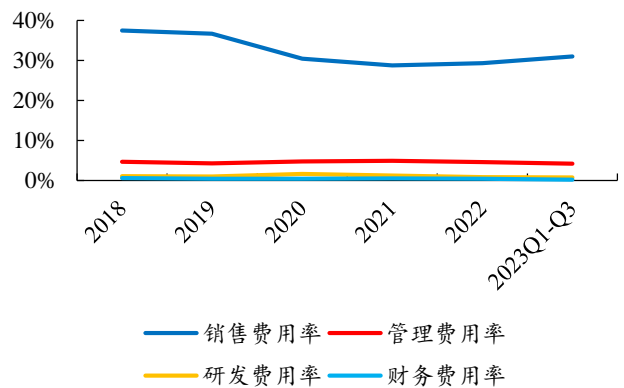
盈利能力提升，控费相对稳健。从盈利能力来看，2018-2022年公司的毛利率基本呈现逐年下滑态势，由49.89%降至41.52%，这主要由于中药注射剂产品使用受限，使毛利较高的注射剂类产品营收及占比逐年下降所导致的。从费用端来看，2018-2022年销售费用率显著下降，由37.52%降至29.37%，因此使得公司净利润在毛利走低的情况下逆势小幅上升。随着2023年1月华润三九的收购完成，公司在毛利率及净利率两方面呈现双头上扬，我们认为随着昆药集团与华润三九的进一步整合，将促使内部结构加速优化，业绩有望持续提升。

图12：2023Q1-Q3，公司实现毛利率、净利率双头上扬



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：2018-2022年公司销售费用显著下降



数据来源：Wind、开源证券研究所



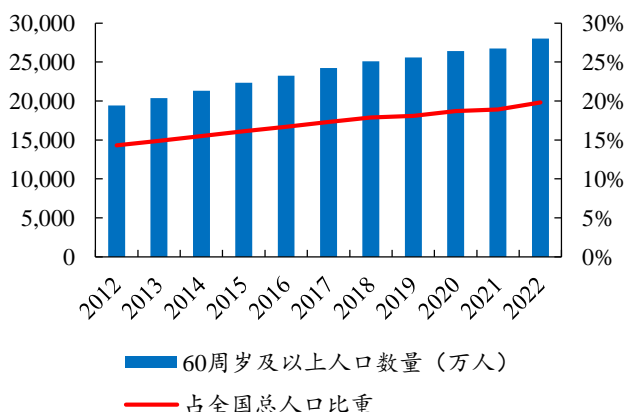
## 2、行业发展把脉定向，顺势而为促企业腾飞

我国目前面临人口老龄化的发展趋势，国家对此十分重视。国家卫生健康委等部门于 2022 年 2 月联合印发《“十四五”健康老龄化规划》，针对老年健康明确 7 项工作指标、28 项重点工作任务。此外，2022 年 12 月国家中医药局、国家卫生健康委联合印发《加强中医药老年健康服务工作实施方案》，提出要充分发挥中医药在老年人健康维护、疾病预防和康复中的积极作用。我们认为随着“银发经济”发展日渐升温以及中医药防治慢病等概念的普及，中医药产业当下已具备持续发展的良好环境。

### 2.1、人口老龄化趋势显现，慢性病市场规模持续扩大

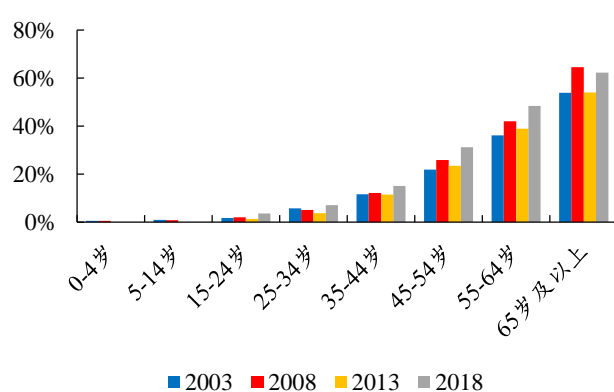
**老龄化趋势下，慢性病患病率持续提升。**我国人口老龄化程度持续加深，60 周岁及以上老年人口数量及占比逐年增加。截至 2022 年底，全国 60 岁以上人口达 2.8 亿人，占比达 19.8%，其中 65 岁及以上人口为 2.1 亿人，占比达 14.9%。据《中国发展报告 2020：中国人口老龄化的发展趋势和政策》预测，2035-2050 年是中国人口老龄化的高峰阶段，到 2050 年中国 65 岁及以上的老年人口将达 3.8 亿，占总人口比例近 30%；60 岁及以上的老年人口将接近 5 亿，占总人口比例超三分之一。此外，21 世纪以来，伴随工业化、城镇化、老龄化进程加速，人们的生活方式和所处环境不断变化，中国人口慢性病患病率呈现上升趋势。根据《中国人口慢性病的总体状况与群体差异》（郑伟等，2022）中数据，2003-2018 年中国人口慢性病患病率逐年升高，从 2003 年的 12.33% 大幅度增长至 2018 年的 34.29%，年均增长 1.46pct。同时，慢性病患病率会随年龄而逐渐增加，因此尽早介入慢性病的治疗管理、干预慢性病的恶化、降低慢性病致死的可能性已渐成当下健康发展的主要需求。

图14：2012-2022 年中国 60 周岁及以上人口不断攀升



数据来源：民政部《2022 年度国家老龄事业发展公报》、开源证券研究所

图15：2003-2018 年中国慢性病患病人口随年龄增加

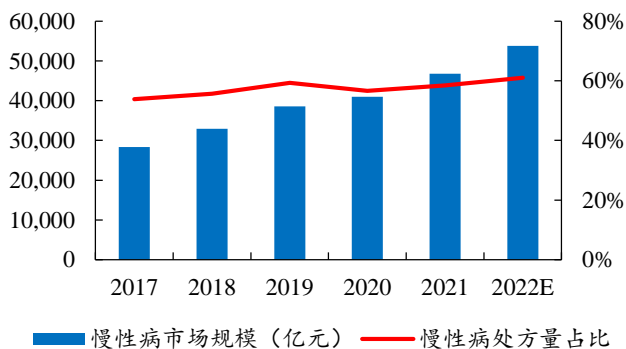


数据来源：《中国人口慢性病的总体状况与群体差异》郑伟等、开源证券研究所

**中国慢性病市场规模持续提升，医保和自付为主要支付手段。**根据中商产业研究院数据，中国慢性病市场规模近年来增长较快，支出总额从 2017 年的 28,369 亿元增长至 2021 年的 46,788 亿元，CAGR 达 13.32%，预估 2022 年中国慢性病市场支出总额约为 53,807 亿元，同比增长 15%。具体来看，中国的基础医疗保险支出和自付健康支出为慢性病诊疗支出的主要方式，预计 2022 年两类支出分别可增长至 17,999 和 17,021 亿元。此外中国慢性病处方量占医疗行业全部处方量的比例基本呈现小幅上升态势，预计 2022 年占比可达 61.1%。我们认为随着经济增长、人民生活水平的

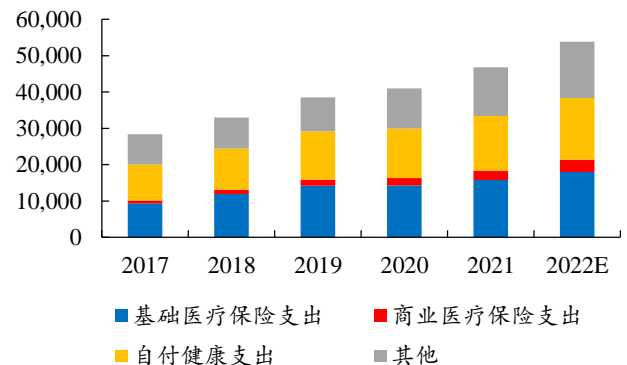
提高以及新冠疫情带来的健康概念普及，未来无论是中老年人，或是青壮年人群，都会更加重视慢病诊疗及健康管理，市场将迎来新的发展机遇。

图16：2017-2021年中国慢性病市场规模持续增长



数据来源：弗若斯特沙利文、中商产业研究院、开源证券研究所

图17：医保和自付为主要的慢病支付方式（单位：亿元）



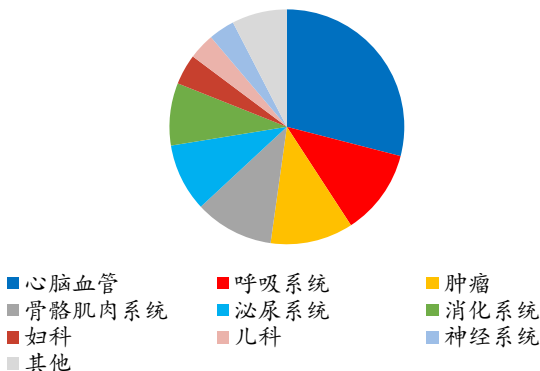
数据来源：弗若斯特沙利文、中商产业研究院、开源证券研究所

## 2.2、中医药可有效防治慢性病，适用范围广，心脑血管疾病需求大

**中医药“治未病”功能凸显。**随着中医学诊疗体系与现代生物学模式的不断发展和相互渗透，中医药在疾病防治中的作用和应用也被更多的学者重视，尤其是在病程长、发病率高、治疗效果不理想及远期预后差的慢性病防治中，且有时在西医临床治疗效果不及预期的情况下，中医药可以协助延缓病情进展、减轻患者症状，因此需进一步挖掘具有良好疗效的产品，达到“圣人治未病”的目的。

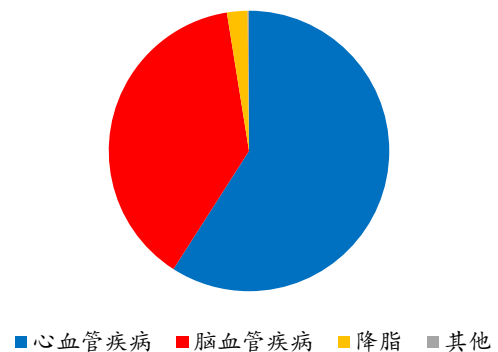
**中成药诊疗领域多元化，心脑血管疾病用药需求大。**随着人口老龄化程度不断加深，心脑血管疾病、糖尿病、恶性肿瘤等慢病的发病率随之上升。在慢性病中，心脑血管死因构成合计占比超过45%，从2022年重点城市公立医院中成药终端疾病用药需求来看，13个中成药治疗大类中，心脑血管疾病用药占比最高，达29.01%；呼吸系统、肿瘤和骨骼肌肉系统，此三大品类疾病用药的占比均超10%。米内网数据显示，2022年中国心脑血管中成药市场规模达810.93亿元，同比下降2.68%。具体来看，心脑血管中成药的四个亚类里面，心血管疾病用药市场份额最大，达59.06%；脑血管疾病用药市场份额为38.41%，降脂用药市场份额为2.37%。

图18：2022年重点城市公立医院中成药用药领域多元化



数据来源：米内网、开源证券研究所

图19：2022年心、脑血管疾病用药市场份额为前两名



数据来源：米内网、珍医学术中心公众号、开源证券研究所

心脑血管疾病用药规模持续上升，医院为中药用药的主要销售渠道。根据智研瞻产业研究院数据,2017-2021年我国的心脑血管疾病用药市场规模稳步提升,CAGR约为7.2%，其中中药销售额占比自2017年起至2020年逐渐下降，这主要由于中药注射剂使用受到相对严格限制，而此后行业内公司逐渐向口服制剂等产品业务方向转型，因此行业颓势自2021年得到扭转。同时，中成药治疗除高血压之外其他的心脑血管疾病在终端渠道中的占比相对较高，2023H1在零售药店中的占比已经达到60.4%，在医院终端的占比也维持在40%以上。

图20：中国心脑血管疾病用药规模整体稳步提升

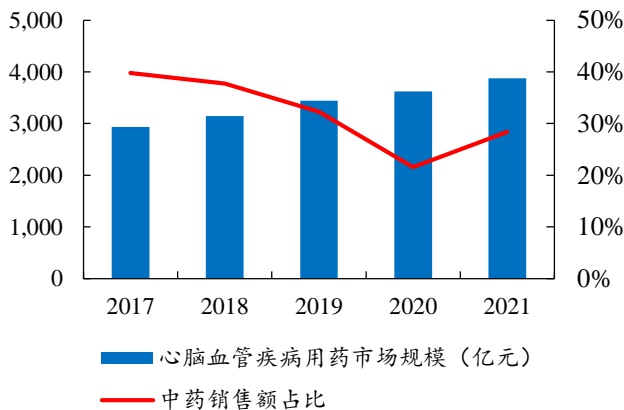
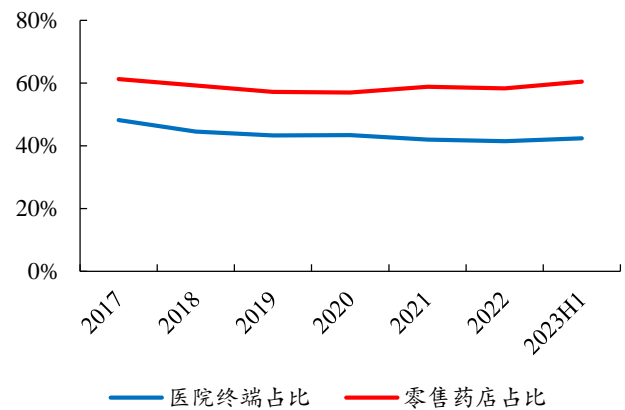


图21：心脑血管类疾病中成药销售占比在终端渠道较高



数据来源：智研瞻产业研究院、米内网、前瞻产业研究院、开源证券研究所

数据来源：新康界公众号、开源证券研究所（注：此占比为不含高血压的心脑血管疾病数据）

### 2.3、政策支持行业发展，中医药战略地位迈上新台阶

中医药发展收获政策支持，企业创新积极性提升。随着支持中医药创新发展的利好政策陆续出台，中医药产业创新精神不断提升。同时，随着医保支付改革的不断深入，国家医保对待国谈和集采的中成药价格降幅更趋理性。此外，在2023年12月13日国家医疗保障局发布的基本医疗保障目录（2023版）中药品总数达到3,088种，其中西药1,698种、中成药1,390种。本次医保目录更新，部分中成药的使用限制得到调整，新版目录对于药品支付的限制性有所缓和。并且2022年获批上市的7款中成药已全部纳入2023医保常规目录中，充分显示国家医保局对于中药创新的鼓励态度。因此企业研发动力愈加充足，有望推动中医药产业实现高速、高质量发展。

表1：2022年以来国家陆续出台政策，支持中医药产业创新、快速发展

发布时间	发布单位	政策/事件名称	主要内容
2022年3月	国务院办公厅	《关于印发“十四五”中医药发展规划的通知》	到2025年，中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，统筹考虑医疗、科研、产业、教育、文化、国际合作等中医药发展重点领域，共提出十个方面重点任务，及15项主要发展指标。
2022年3月	国家中医药局	《基层中医药服务能力提升工程“十四五”行动计划》	明确实现“一般病在市县解决，日常疾病在基层解决”提供中医药保障。
2022年5月	国务院办公厅	《关于印发深化医药卫生体制改革2022年重点工作任务的通知》	推进中医药综合改革。开展医疗、医保、医药联动促进中医药传承创新发展试点。加强基层医疗卫生机构中医药服务能力建设。
2022年6月	国家中医药管理局	《关于加强新时代中医药人才工作的意见》	明确到2025年，实现全部社区卫生服务中心和乡镇卫生院设置中医馆、配备中医医师。

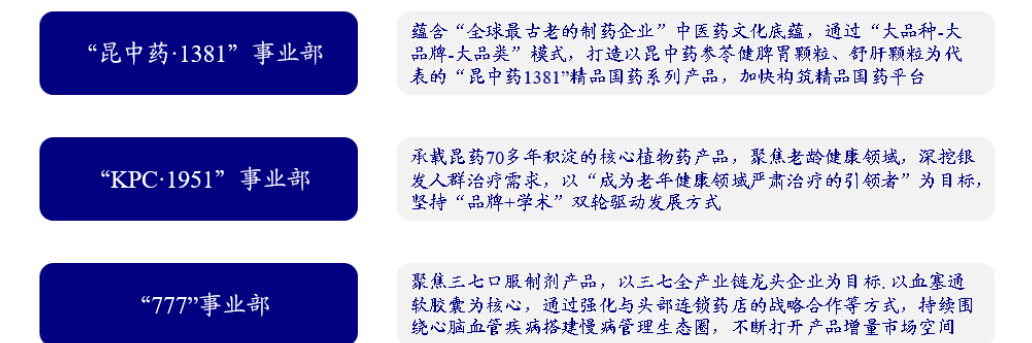
发布时间	发布单位	政策/事件名称	主要内容
2023年1月	国家药监局	《关于进一步加强中药科学监管促进中药传承创新发展的若干措施》	要求加强中药材质量管理,强化中药饮片、中药配方颗粒监管,优化医疗机构中药制剂管理,同时完善中药审评审批机制,重视中药上市后管理,提升中药标准管理水平,加大中药安全监管力度,推进中药监管全球化合作。
2023年2月	国务院办公厅	《中医药振兴发展重大工程实施方案》	方案从十个方向(包括总体要求、中医药健康服务高质量发展工程、中西医协同推进工程、中医药传承创新和现代化工程、中医药特色人才培养工程、中药质量提升及产业促进工程、中医药文化弘扬工程、中医药开放发展工程、国家中医药综合改革试点工程、相应保障措施)提出实施细则,整体方案建设目标确切、建设任务清晰、配套措施完善、部分分工明确。
2023年2月	国家药监局	《中药注册管理专门规定》	全面落实《中共中央、国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》,充分吸纳药品审评审批制度改革成熟经验,借鉴国内外药品监管科学研究成果,全方位、系统地构建了中药注册管理体系,全力推进中国式药品监管现代化建设。
2023年3月	国家财政部	《关于组织申报中央财政支持中医药传承创新发展示范试点项目的通知》	试点项目主要聚焦:加快促进中医药技术传承创新;加快促进中医药人才发展;加快促进中医药服务模式创新发展;加快促进中医药管理体系创新。
2023年4月	国家中医药管理局等	《关于全面加强县级中医医院建设基本实现县办中医医疗机构全覆盖的通知》	要求完善县办中医医疗机构设置,加强县级中医医院基础设施建设,提升县级中医医院服务能力,深化体制机制改革。以县级中医医院为重点,全面加强县级中医医疗机构建设,有效提高基层中医药服务可及性。
2023年12月	国家医疗保障局	《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2023年)》	2023版医保目录内药品总数达到3,088种,其中西药1,698种、中成药1,390种。本次医保目录调整,部分中成药的使用限制得到调整,新版目录对于药品支付的限制性有所缓和。

资料来源:公司财报、开源证券研究所

### 3、重点赋能核心品牌业务,“三七+昆中药”迎来发展新篇章

**产品矩阵丰富,战略规划清晰。**公司历史积淀深厚,截至2023H1拥有产品批准文号600余项,具有丰富的产品资源,且多个核心产品的市场份额领先。公司在与华润三九的百日融合目标达成背景下,正迈步走向一年融合、三年融合的有序发展阶段,并明确了以成为“银发健康第一股”为战略目标,现已形成“1381、1951、777”三大事业部发展格局。

图22:公司已形成“1381、1951、777”三大事业部发展格局



资料来源:公司公告、昆药集团公众号、开源证券研究所

“慢病管理+精品国药”为两大核心业务的发展思路。公司未来将着力纵横拓展三七产业链及核心产品竞争力，重点布局慢病管理平台，并以“昆中药 1381”全面打造精品国药平台。同时加强管线创新研发，开拓营销渠道，有望为两大业务提供发展的持续助力，构建长期优势。

### 3.1、发挥三七全产业链优势，实现资源协同，赋能慢病管理平台建设

**把握区域优势，塑造核心产品。**云南省药用植物资源非常丰富，是全国中药材主要产区之一。其中，中药材三七产量可占全国总量的 90% 以上，因此给予公司良好的中药材产业链发展环境。三七药用价值极高，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”等美誉，公司依托地理位置优势，大力进行三七入药应用研究。目前，公司的三七系列产品主要以治疗心脑血管领域的血塞通系列的“血塞通软胶囊”为代表，形成“黄金单品+品类集群”的产品梯度，以软胶囊优势单品带动片剂、滴丸、颗粒剂等优质品类集群建设，多角度挖掘市场需求，全方位构筑慢病管理平台。

表2：三七产品集群以品类丰富的血塞通产品系列为主

主要治疗领域	药品名称	适应症或功能主治	处方药	中药保护品种	纳入国家基药目录	纳入国家医保目录
	血塞通软胶囊	 活血祛瘀，通脉活络。用于瘀血阻滞所致的缺血性中风病（脑梗塞）中经络恢复期，症见半身不遂、偏身麻木、口舌歪斜，语言蹇涩等。	是	否	否	是
	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者。	是	是	是	是
心脑血管	血塞通片	 活血祛瘀，通脉活络，抑制血小板聚集和增加脑血流量。用于脑路瘀阻，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。	是	否	否	是
	血塞通滴丸	 活血化瘀，通脉活络。具有抑制血小板聚集和增加脑血流量的作用。用于脑路瘀阻，胸痹心痛；脑血管后遗症、冠心病心绞痛属上述证候者。	是	否	否	是
	血塞通颗粒	 活血祛瘀，通脉活络，抑制血小板聚集和增加脑血流量。用于脑路瘀阻，中风偏瘫，心脉瘀阻，胸痹心痛；脑血管后遗症、冠心病心绞痛属上述证候者。	是	否	否	是

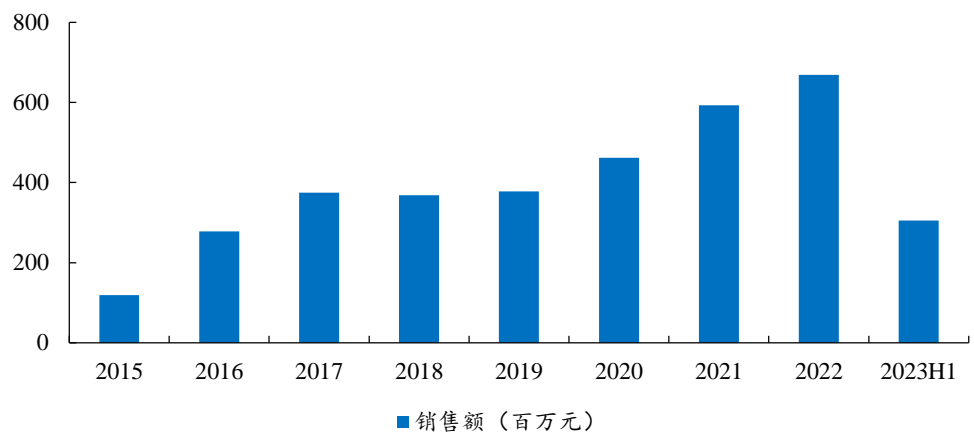
资料来源：公司年报、公司官网、中国政府网、昆药健康说微信公众号、药品通、文山三七产业协会公众号、开源证券研究所

**全产业链布局，产学研协同赋能。**此外，公司三七产业链完整，现已拥有从三七 GAP 种植、饮片加工到三七总皂苷提取、制剂生产、专业营销推广的完整产业链，有利于公司降低生产成本，保证产品质量及销量。此外，公司在 2023 年 10 月公告拟与华润三九、华润圣火、华润现代共同设立云南省三七研究院，此举是以围绕“延链-补链-强链”的战略布局，通过三七研究院加速实现与华润三九在三七产业的资源整合和协同赋能。同时，将三七研究院建设成为政府与市场共同引导的高水平研发机构，有助于公司在三七基础研究、应用研究、产业发展及示范应用等方面实现突破，为打造产业链标杆、助推三七产业高质量跨越式发展奠定坚实基础。

### 3.1.1、口服制剂：血塞通软胶囊有望协同赋能“院内+院外”市场

软胶囊分散均匀、质量稳定、装量准确，是公司的核心产品。公司的血塞通软胶囊采用独有的国家专利软胶囊制备技术，与三七总皂苷的常用口服制剂相比，软胶囊能较快崩解并释放有效成分，避免硬胶囊剂、片剂等口服制剂存在的生物利用度低等缺点，且具有分散均匀、质量稳定、装量准确等优点，因此成为公司的核心“拳头”产品，并于2019年进入国家医保目录乙类。据PDB国内全渠道放大数据库显示，公司血塞通软胶囊销售额从2015年的1.2亿元增至2022年的6.7亿元，CAGR达28%，特别是自2020年以来呈快速增长态势，截至2023H1销售额约为3.1亿元。

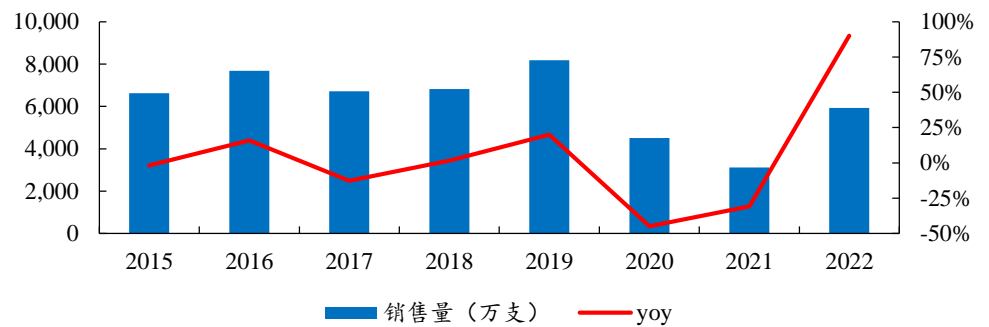
图23：2015-2022年公司血塞通软胶囊销售额稳健增长



数据来源：PDB、开源证券研究所

### 3.1.2、注射剂：政策放宽对中药注射剂报销范围限制，助力销量回暖

中药注射剂使用限制有望逐渐放松，销量逐渐回暖。公司注射用血塞通销售量从2015年的0.7亿支降至2022年的0.6亿支，其中2017年/2020年/2021年为销售量下滑较大的年份，同比下降分别为12.64%/44.88%/30.97%。这主要是由于2017年医保目录对中药注射剂使用增添限制，同时在2020-2021年新冠疫情导致医疗机构诊疗秩序受到影响，针剂类产品销售受限。2022年注射用血塞通（冻干）在以湖北、广东、北京、上海牵头的省际联盟集采中连下数城，同时被纳入医保药品支付试点品种范围，进而驱动销售量呈现较为明显的改善状态。此外，2023年12月国家医疗保障局发布《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2023年）》，共有49款中药注射剂产品被纳入医保常规目录中。其中26款中药注射剂相应放宽原界定的适应症范围；2款是新增产品，分别是银杏内酯注射液和银杏二萜内酯葡胺注射液，用于治疗脑梗死恢复期患者。虽然公司的注射用血塞通（冻干）和血塞通注射液两款产品适用范围仍限制二级及以上医疗机构，但我们认为中药注射剂放宽使用界限对于行业整体存在积极催化，有望为公司针剂类产品销量回暖带来利好作用。

**图24：2022年公司注射用血塞通（冻干）销售量明显改善**


数据来源：PDB、开源证券研究所

### 3.1.3、血塞通产品院内外市场前景广阔，有待整合资源，提高市场份额

**血塞通产品在心脑血管治疗领域排名领先，市场前景广阔。**院内市场，据药融云2022年院内销售数据，心脑血管中成药10亿以上的大单品共有7款。其中，注射用血塞通位列第二，销售额约12.1亿元，市场份额约2.9%；血塞通软胶囊位列第二十，销售额约5.6亿元，市场份额约1.3%。**院外市场**，据米内网统计，2022年血塞通软胶囊位列实体药店零售心脑血管中成药产品的第五名，销售额超5亿元。

**表3：2022年我国院内及院外实体药店心脑血管中成药销售品种繁多**

排名	院内		院外	
	药品名称	销售额 (亿元)	药品名称	销售额 (亿元)
1	注射用血栓通	17.7	安宫牛黄丸	40+
2	注射用血塞通	12.1	复方丹参滴丸	7+
3	醒脑静注射液	11.8	参松养心胶囊	6+
4	脑心痛胶囊	11.7	复方丹参片	5+
5	复方丹参滴丸	11.5	血塞通软胶囊	5+
6	舒血宁注射液	11.5	速效救心丸	小于5
7	注射用丹参多酚酸盐	10.2	脑心痛胶囊	小于5
8	麝香保心丸	9.6	银杏叶片	小于5
9	通心络胶囊	8.9	通心络胶囊	小于5
10	参松养心胶囊	8.8	芪苈强心胶囊	小于5
11	香丹注射液	8.6	银杏叶提取物片	小于5
12	丹红注射液	8.4	稳心颗粒	小于5
13	银杏二萜内酯葡胺注射液	8.3	血脂康胶囊	小于5
14	参麦注射液	8.2	同仁牛黄清心丸	小于5
15	疏血通注射液	7.9	血塞通分散片	小于5
16	冠心宁注射液	7.7	血塞通片	小于5
17	稳心颗粒	6.7	丹参保心茶	小于5
18	芪苈强心胶囊	6.5	麝香保心丸	小于5
19	银杏内酯注射液	6.4	牛黄清心丸(局方)	小于5
20	血塞通软胶囊	5.6	同仁大活络丸	小于5

数据来源：药融云、米内网、开源证券研究所

**整合资源，提高行业集中度。**在华润三九入主昆药集团之后，华润圣火的血塞通软胶囊与昆药集团的血塞通软胶囊构成同业竞争。作为同名同剂型药物，两款产品在销售渠道等方面具有一定的重合，且当前血塞通类药物市场竞争格局内，仅有华润圣火与昆药集团布局血塞通软胶囊。因此华润三九在2022年12月就同业竞争问题出具了承诺函，承诺在5年内解决同业竞争问题，以加快三七产业链的整合，提高行业集中度。我们认为此举措一旦完成，将有利于公司加深在院内及院外市场的渗透，增强议价权。

**表4：血塞通系列产品种类多样化，软胶囊类型仅有昆药集团和华润圣火为竞争关系**

产品	生产企业	适应症	2022年销售额（百万元） (同比增长率%)	2023H1 销售额（百万元） (同比增长率%)
血塞通软胶囊	昆药集团、华润圣火	活血祛瘀，通脉活络。用于瘀血阻滞所致的缺血性中风病（脑梗塞）中经络恢复期，症见半身不遂、偏身麻木、口舌歪斜，语言蹇涩等。	1,440.9 (+6.4%)	526.6 (-27.9%)
血塞通片	昆药集团、云南特安 纳制药、维和药业、 湖南湘雅制药等		575.2 (-7.4%)	273.0 (-8.7%)
血塞通胶囊	维和药业、云南白药	活血祛瘀，通脉活络，抑制血小板聚集和增加脑血流量。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。	343.1 (-11.2%)	230.2 (-32.8%)
血塞通颗粒	昆药集团、云南特安 纳制药、维和药业		64.5 (-23.5%)	40.9 (+5.3%)
血塞通滴丸	昆药集团、神威药 业、朗天药业等		280.3 (-13.4%)	163.6 (-8.9%)
血塞通分散片	云南白药、方盛制 药、云南植物药业、 浙江维康药业等		413.1 (-5.6%)	285.9 (+34.4%)
注射用血塞通 (冻干)	昆药集团、珍宝岛	活血祛瘀，通脉活络。用于中风偏瘫、瘀血阻络及脑血管病后遗症、胸痹心痛、视网膜中央静脉阻塞属瘀血阻滞证者。	1,051.9 (-7.4%)	598.9 (+13.3%)
血塞通注射液	昆药集团、珍宝岛、 云南白药、康缘药 业、云南植物药业等	适用于视网膜中央静脉阻塞，眼前房出血，青光眼，脑血管病后遗症的治疗，也可用于治疗病毒性肝炎。	668.2 (+22.3%)	368.9 (+22.0%)

资料来源：PDB、药品通、开源证券研究所（注：销售额为各品规销售总额）

### 3.2、拥抱老字号，提升精品国药“昆中药 1381”品牌国民认知度

**充分挖掘老字号品牌价值，强单品带来高增长。**“昆中药 1381”具有逾六百年的深厚历史积淀，2003年云南省国有医药企业大整合之际加盟昆药集团。公司重点围绕昆中药品牌 IP 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，培育清肺化痰丸、止咳丸、口咽清丸等具有高增长潜力的产品，持续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，不断开拓增长新动能。



**表5：“昆中药 1381”旗下有三个核心强单品，为公司精品国药板块贡献主要业绩**

主要治疗领域	药品名称	适应症或功能主治	处方药	中药保护品种	纳入国家基药目录	纳入国家医保目录
消化系统	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。	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。	是	否	是	是
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）。	否	否	否	是
呼吸系统	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。	否	否	否	否
	止咳丸 	降气化痰，止咳定喘。用于风寒入肺，肺气不宣引起的咳嗽痰多，喘促胸闷，周身酸痛或久咳不止，以及老年支气管炎咳嗽。	否	是	否	是
咽喉科	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，口干舌燥。	否	是	否	否

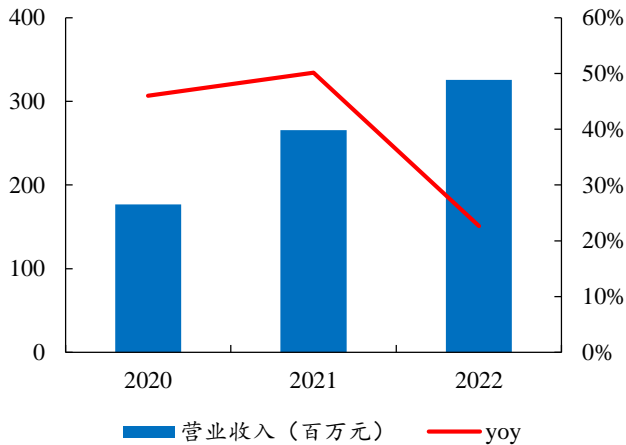
资料来源：公司年报、公司官网、昆中药官网、开源证券研究所

### 3.2.1、参苓健脾胃颗粒：“补脾健胃，利湿止泻”，多元合作拓展适用场景

参苓健脾胃颗粒，源自宋代《太平惠民和剂局方》，传承经典名方“参苓白术散”，药性平和，温而不燥，用于腹胀、腹泻、不思饮食，是调理脾胃虚弱的传统方剂。经昆中药改良后，成为能够有效治疗脾胃虚弱、饮食不消，或泻或吐、形瘦色萎、神疲乏力的中药制剂。

**营收快速增长，市场份额有待提升。**参苓健脾胃颗粒营收从 2020 年的 1.77 亿元增长至 2022 年约 3.26 亿元，CAGR 达 35.7%，营收增长迅猛。据米内网统计，2022 年中国城市实体药店消化系统中成药产品中，参苓健脾胃颗粒销售额排名为第十三。根据健胃消食亚类来看，除参苓健脾胃颗粒外，仅健胃消食片位列第二名，因此公司产品仍具有较大的市场发展空间和潜力。

图25：2020-2022年参苓健脾胃颗粒营收稳健增长



数据来源：公司年报、开源证券研究所

图26：2022年实体药店消化系统中成药产品亚类较多

排名	产品名称	企业名称	亚类
1	藿香正气口服液	太极集团重庆涪陵制药	祛暑类
2	健胃消食片	江中药业	健胃消食类
3	片仔癀	片仔癀药业	肝病用药
4	肠炎宁片	康恩贝	肠道用药
5	护肝片	葵花药业	肝病用药
6	马应龙麝香痔疮膏	马应龙药业	痔疮用药
7	三九胃泰颗粒	华润三九	胃病
8	藿香正气滴丸	天士力	祛暑类
9	康复新液	四川好医生攀西药业	胃病
10	麝香痔疮栓	马应龙药业	痔疮用药
11	迈之灵片	德国礼达	痔疮用药
12	肠炎宁胶囊	葫芦娃药业	肠道用药
13	参苓健脾胃颗粒	昆药集团	健胃消食类

数据来源：米内网、开源证券研究所

**多渠道强营销，以单一药品向外延伸。**参苓健脾胃颗粒的主要成分，茯苓、山药、薏苡仁、甘草等均为药食同源物质，因此兼具药品和食品的特性，有利于开展OTC快消战略，由单一药品品种向大健康产品周边延伸。公司依托参苓健脾胃颗粒延伸出参苓白切鸡、参苓鸡汤等“参苓健脾胃”大健康产品，通过药食同源的养生之道，打造“药品组方+食品配方”的“治、养、调”一体化解决方案，覆盖多人群的脾胃健康需求。营销方面，积极通过《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，提高曝光率，积累消费者规模；联合头部连锁零售药店实现梯媒广告高覆盖、广投放，并开展“快消化物料覆盖工程”，将参苓补脾概念直接传递给广大消费者，提高品牌渗透率。

图27：参苓健脾胃颗粒快消化物料覆盖工程助力OTC营销



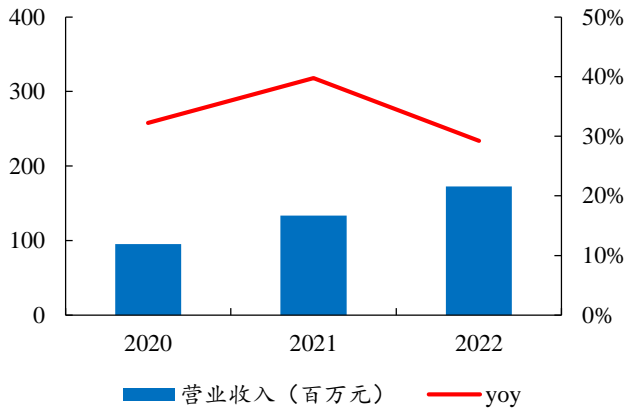
资料来源：昆药集团营销公司公众号、开源证券研究所

### 3.2.2、香砂平胃颗粒：“健脾，温中，燥湿”，市场竞争地位优势突出

香砂平胃颗粒来源于宋代周应的《简要济众方》“平胃散”，历代医书，如《太平惠民和剂局方》《万病回春》《景岳全书》等，均把“平胃散”作为治疗湿滞脾胃的基础方。通过在“平胃散”基础上加香附和砂仁，香附能疏理脾胃气滞、砂仁能消散脾胃湿邪，两位药材与主药苍术一起增强气运湿化功效，进而得到香砂平胃散。香砂平胃散1954年收载于《昆明市人民政府卫生局审查合格国药八十一一种成药配方目录》，1984年将散剂改成颗粒剂，定名“香砂平胃颗粒”。

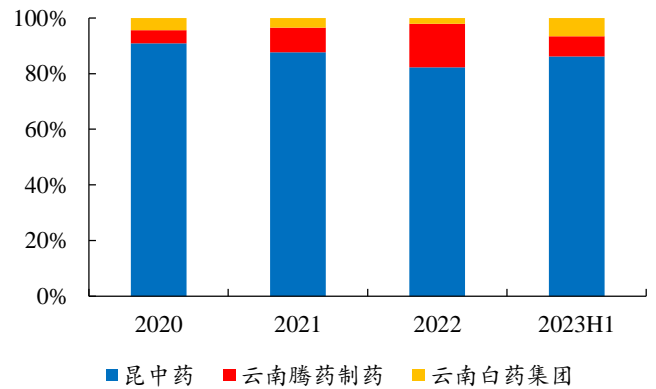
**营收稳增，单品市占率高。**随着现代人养生意识逐渐加深，香砂平胃颗粒在理化湿、和胃止痛方面效果良好，近年来销售额持续增长。2022年香砂平胃颗粒营收约1.7亿元，同比增长29.2%。此外，目前市场上仅有昆药集团、云南白药和云南腾药三家企业生产此产品，竞争格局集中。且据PDB数据统计测算，公司生产的香砂平胃颗粒在2020-2023H1间，销售额占市场总销售额的比例均超80%，市占率高。

图28：2020-2022年香砂平胃颗粒营收稳健增长



数据来源：公司年报、开源证券研究所

图29：公司的香砂平胃颗粒销售额在市场中占比超80%

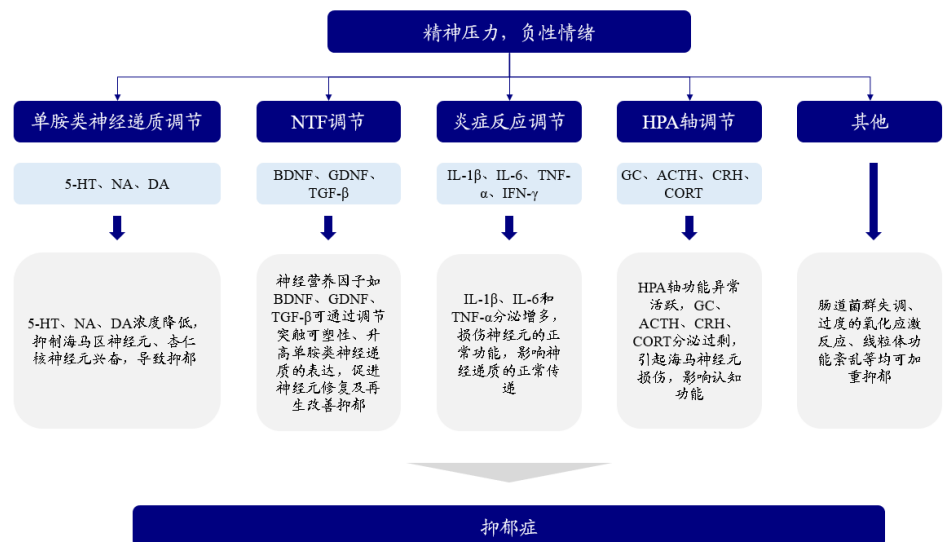


数据来源：PDB、开源证券研究所

### 3.2.3、舒肝颗粒：“舒肝理气，散郁调经”，临床效果凸显

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。在药品作用机制方面，舒肝颗粒内的柴胡皂苷能增加脑源性神经营养因子（BDNF）的表达，且柴胡皂苷A可使5-羟色胺（5-HT）、去甲肾上腺素（NA）和多巴胺（DA）水平升高，并通过抑制天冬氨酸特异性半胱氨酸蛋白酶1的活性而减少TNF- $\alpha$ ，IL-6和IL-1的产生，进而从多角度减轻抑郁症状，除此之外的白术、甘草等成分也有相对应的抗抑郁作用。

图30：中药特性是以多靶点同时作用，缓解患者抑郁症状



资料来源：《中药抗抑郁作用及其机制研究进展》王春芳等、开源证券研究所

**临床价值凸显，业绩稳定增长。**2022年，郭荣娟教授团队的学术论文《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》正式发表于国际学术期刊《Journal of Ethnopharmacology》，通过试验证明了舒肝颗粒治疗MADD的有效性、安全性和应用前景。目前已有多项现代研究围绕舒肝颗粒开展，表明此产品对轻至中度抑郁症，围绝经期抑郁、更年期焦虑、功能性消化不良等症状具有良好的疗效。借由临床疗效佳、适应症范围扩大，舒肝颗粒近年来加速放量，营收从2020年的1.43亿元增至2022年约2.21亿元，CAGR为24.2%。

图31：舒肝颗粒可有效治疗肝气郁结证（MADD）

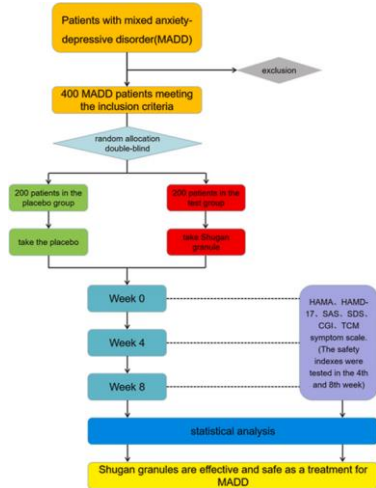
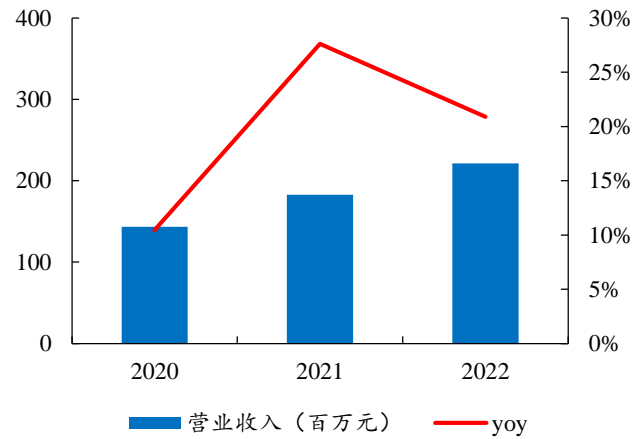


图32：2020-2022年舒肝颗粒产品营收逐年增长



资料来源：《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》郭荣娟等

数据来源：公司年报、开源证券研究所

### 3.3、创新管线布局，提供持续高质量发展动力

**重视研发创新，构建核心竞争力。**公司通过“自主研发+投资并购+合作研发+引进代理”多种模式结合，建立了覆盖心脑血管、风湿免疫、骨科的创新研发管线，并不断夯实在优势治疗领域的核心竞争力。截至2023Q3，公司自主研发的适用于缺血性脑卒中的1类药KYAZ01-2011-020临床II期已启动逾二十家研究中心，试验正有序推进；适用于异柠檬酸脱氢酶-1（IDH1）基因突变1类创新药KYAH01-2016-079临床I期继续入组中；且多个仿制药项目陆续开展预BE研究。我们认为公司在优势领域上面不断地研发创新管线布局，有利于维持长期的市场活跃度以及竞争力，为公司提供高水平、高质量的发展动力。

**表6: 公司研发管线储备充足, 有利于构建长期竞争力**

药品名称	研发项目(含一致性评价项目)	注册分类	适应症或功能主治	是否处方药	研发(注册)所处阶段
KYAH01-2016-079	KYAH01-2016-079	化药1类	用于异柠檬酸脱氢酶-1(IDH1)基因突变的实体瘤, 包括但不限于肝内胆	是	临床I期
KYAH01-2018-111	KYAH01-2018-111	化药1类	非酒精性脂肪肝	是	药学研究
KYAH02-2016-078	KYAH02-2016-078	化药1.6类 (原注册分类办法)	治疗红斑狼疮	是	临床II期报告修订中
KYAZ01-2011-020	KYAZ01-2011-020	中药/天然药物1类	拟用于治疗急性缺血性脑卒中	是	临床II期
KYAH02-2020-149	KYAH02-2020-149	化药2.2类	痛风预防及治疗	是	药学研究
KYAH03-2020-150	KYAH03-2020-150	化药3类	高磷血症	是	药学研究
KYAH03-2020-159	KYAH03-2020-159	化药3类	肾移植术后难治性排斥反应的治疗; 抑制以下器官移植的排斥反应肾脏移植, 心脏移植, 肝移植, 肺移植, 胰腺移植; 狼疮性肾炎	是	药学研究
KYAH06-2018-094	KYAH06-2018-094	化药一致性评价	适用于控制癫痫持续状态, 癫痫频繁发作。可对症处理精神运动兴奋	是	药学研究
参苓健脾胃颗粒	研究	中药	补脾健胃, 利湿止泻的功效。主要用于脾胃虚弱, 饮食不消, 或泻或吐, 形瘦色萎, 神疲乏力	否	项目研究报告撰写中
舒肝颗粒	基于炎症介导的脑-肠-微生物轴研究舒肝颗粒防治抑郁大鼠(肝郁气滞症)的效应机理	中药	舒肝理气, 散郁调经。用于肝气不舒的两胁疼痛, 胸腹胀闷, 月经不调, 头痛目眩, 心烦意乱, 口苦咽干, 以及肝郁气滞所致的面部黧黑斑(黄褐斑)	否	已取得项目研究报告
安宫牛黄丸	新产品引进	中药	清热解毒, 镇惊开窍。用于热病, 邪入心包, 高热惊厥, 神昏谵语; 中风昏迷及脑炎、脑膜炎、中毒性脑病、脑出血、败血症见上述证候者	否	获国家药监局关于安宫牛黄药品上市许可人变更的药品补充申请批件
板蓝根颗粒		中药	清热解毒, 凉血利咽。用于肺胃热盛所致的咽喉肿痛、口咽干燥; 急性扁桃体炎见上述证候者	否	完成了板蓝根颗粒批文引进上市许可持有人变更, 生产场地变更研究及恢复生产注册备案

资料来源: 公司年报、开源证券研究所

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、关键假设

随着昆药集团与华润三九融合工作的持续推进，公司的慢病管理及精品国药两大核心业务具备较大的成长空间，我们假设：

(1) 口服剂：以血塞通软胶囊、参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒等核心品种为主。我们预计 2023-2025 年公司口服剂业务收入增速分别为 5.97%、11.02%、11.91%，毛利率分别为 70.00%/70.00%/70.00%。

(2) 针剂：以注射用血塞通为主，随着中药注射剂在 2023 年更新的医保目录中放宽对部分中药注射剂产品的适用范围限制，公司业务有望迎来进一步增长。我们预计 2023-2025 年公司针剂业务收入增速分别为 24.45%/9.22%/9.23%，毛利率分别为 80.00%/80.00%/80.00%。

(3) 日用品：随着公司营销渠道的拓展，公司大健康日用品系列营业收入有望延续相对较快增速。我们预计 2023-2025 年公司日用品业务收入增速分别为 25.00%/25.00%/25.00%，毛利率分别为 50.00%/52.00%/52.00%。

(4) 医疗服务：我们预计 2023-2025 年公司医疗服务业务收入增速分别为 20.00%/25.00%/25.00%，毛利率分别为 30.00%/32.00%/32.00%。

(5) 其他：我们预计 2023-2025 年公司其他业务收入增速分别为 15.00%/15.00%/15.00%，毛利率分别为 10.00%/10.00%/10.00%。

(6) 药品、器械批发与零售：我们预计 2023-2025 年公司药品、器械批发与零售业务收入增速分别为 5.00%/6.00%/7.00%，毛利率分别为 10.00%/10.50%/11.00%。

**表7：基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健**

昆药集团 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8282.06	8366.74	9116.72	10015.75
同比(%)	0.35%	1.02%	8.96%	9.86%
毛利率(%)	41.52%	43.04%	43.93%	44.69%
归属母公司股东的净利润	383.18	483.02	640.02	758.00
同比(%)	-24.52%	26.06%	32.50%	18.43%
按业务拆分				
1 口服剂				
收入	2,893.27	3065.96	3403.81	3809.29
同比(%)	0.06%	5.97%	11.02%	11.91%
毛利率(%)	69.26%	70.00%	70.00%	70.00%
业务收入比例(%)	34.93%	36.64%	37.34%	38.03%
2 针剂				
收入	953.13	1186.16	1295.51	1415.11
同比(%)	12.10%	24.45%	9.22%	9.23%
毛利率(%)	83.39%	80.00%	80.00%	80.00%
业务收入比例(%)	11.51%	14.18%	14.21%	14.13%
3 日用品				

昆药集团 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	180.74	225.93	282.41	353.01
同比 (%)	122.56%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率 (%)	60.03%	50.00%	52.00%	52.00%
业务收入比例 (%)	2.18%	2.70%	3.10%	3.52%
4 医疗服务				
收入	16.73	20.08	25.10	31.37
同比 (%)	103.28%	20.00%	25.00%	25.00%
毛利率 (%)	60.21%	30.00%	32.00%	32.00%
业务收入比例 (%)	0.20%	0.24%	0.28%	0.31%
5 其他				
收入	88.63	101.92	117.21	134.80
同比 (%)	-56.36%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率 (%)	13.88%	10.00%	10.00%	10.00%
业务收入比例 (%)	1.07%	1.22%	1.29%	1.35%
6 药品、器械批发与零售				
收入	3,587.32	3766.69	3992.69	4272.18
同比 (%)	-10.55%	5.00%	6.00%	7.00%
毛利率 (%)	13.23%	10.00%	10.50%	11.00%
业务收入比例 (%)	43.31%	45.02%	43.80%	42.65%

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.2、盈利预测与估值

我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 83.67/91.17/100.16 亿元，同比增长 1.02%/8.96%/9.86%，归母净利润为 4.83/6.40/7.58 亿元，同比增长 26.06%/32.50%/18.43%，EPS 为 0.64/0.84/1.00 元，当前股价对应 PE 为 28.6/21.6/18.2 倍。基于公司中药主营业务及国企改革性质，选取太极集团、同仁堂及达仁堂作为可比公司。与可比公司的平均估值相比，昆药集团估值合理，我们认为公司慢病管理及精品国药业务成长空间大，未来有望迎来业绩高质量提升，首次覆盖给予“买入”评级。

表8：对比可比公司，公司估值合理

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE(倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600129.SH	太极集团	36.26	0.63	1.68	2.23	2.86	57.7	21.6	16.3	12.7
600085.SH	同仁堂	49.78	1.04	1.31	1.55	1.82	43.0	37.9	32.2	27.4
600329.SH	达仁堂	29.63	1.11	1.41	1.70	2.09	26.1	21.0	17.4	14.2
	平均值		0.93	1.47	1.83	2.26	42.3	26.9	22.0	18.1
600422.SH	昆药集团	18.20	0.51	0.64	0.84	1.00	36.0	28.6	21.6	18.2

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2024.1.22，昆药集团和太极集团为开源证券研究所预测数据，其他使用 Wind 一致预期预测数据）

## 5、风险提示

业务整合不及预期、产品销售不及预期、新产品研发速度不及预期。



**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	6180	6766	7217	7991	8767
现金	1574	1658	2347	2131	2985
应收票据及应收账款	2011	2578	2058	2994	2556
其他应收款	137	148	140	173	171
预付账款	382	244	388	301	456
存货	1884	1681	1826	1935	2141
其他流动资产	192	457	457	457	457
<b>非流动资产</b>	2713	2666	2529	2486	2452
长期投资	32	24	13	3	-6
固定资产	1237	1168	1107	1139	1184
无形资产	609	530	483	430	366
其他非流动资产	835	944	925	914	908
<b>资产总计</b>	8893	9432	9746	10478	11219
<b>流动负债</b>	3485	3889	3853	4115	4269
短期借款	642	913	913	913	913
应付票据及应付账款	1239	977	1203	1135	1399
其他流动负债	1605	1999	1738	2066	1957
<b>非流动负债</b>	467	401	381	368	355
长期借款	100	60	41	27	14
其他非流动负债	368	341	341	341	341
<b>负债合计</b>	3953	4289	4235	4483	4624
少数股东权益	157	159	166	173	181
股本	758	758	758	758	758
资本公积	1169	1161	1161	1161	1161
留存收益	2894	3071	3385	3795	4285
<b>归属母公司股东权益</b>	4783	4983	5345	5822	6414
<b>负债和股东权益</b>	8893	9432	9746	10478	11219

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	252	254	906	15	1088
净利润	513	385	490	647	766
折旧摊销	173	216	138	144	144
财务费用	40	38	39	35	29
投资损失	-151	-6	-53	-56	-67
营运资金变动	-401	-477	293	-756	201
其他经营现金流	78	97	-0	2	14
<b>投资活动现金流</b>	19	-235	72	-20	-25
资本支出	236	102	12	112	119
长期投资	209	-183	11	10	9
其他投资现金流	47	50	74	81	85
<b>筹资活动现金流</b>	-219	68	-290	-211	-208
短期借款	14	271	0	0	0
长期借款	-0	-40	-19	-13	-13
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	6	-8	0	0	0
其他筹资现金流	-239	-156	-271	-198	-195
<b>现金净增加额</b>	49	90	689	-216	854

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	8254	8282	8367	9117	10016
营业成本	4845	4844	4766	5112	5540
营业税金及附加	65	72	70	76	83
营业费用	2373	2433	2625	2814	3092
管理费用	406	379	358	372	408
研发费用	101	70	70	77	84
财务费用	40	38	39	35	29
资产减值损失	-20	-68	0	0	0
其他收益	112	129	100	103	111
公允价值变动收益	-1	11	3	3	4
投资净收益	151	6	53	56	67
资产处置收益	2	15	17	22	14
<b>营业利润</b>	634	497	592	789	942
营业外收入	1	3	5	4	3
营业外支出	4	23	10	11	12
<b>利润总额</b>	631	477	588	782	934
所得税	118	92	98	135	168
<b>净利润</b>	513	385	490	647	766
少数股东损益	6	2	7	7	8
<b>归属母公司净利润</b>	508	383	483	640	758
EBITDA	802	703	727	920	1062
EPS(元)	0.67	0.51	0.64	0.84	1.00

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	7.0	0.3	1.0	9.0	9.9
营业利润(%)	17.2	-21.6	19.1	33.2	19.4
归属于母公司净利润(%)	11.1	-24.5	26.1	32.5	18.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	41.3	41.5	43.0	43.9	44.7
净利率(%)	6.2	4.6	5.8	7.0	7.6
ROE(%)	10.4	7.5	8.9	10.8	11.6
ROIC(%)	8.7	6.2	7.5	9.1	9.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	44.4	45.5	43.5	42.8	41.2
净负债比率(%)	-10.0	-6.1	-20.5	-15.5	-27.2
流动比率	1.8	1.7	1.9	1.9	2.1
速动比率	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	5.1	3.8	3.8	3.8	3.8
应付账款周转率	7.6	7.3	7.3	7.3	7.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.51	0.64	0.84	1.00
每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	0.33	1.20	0.02	1.44
每股净资产(最新摊薄)	6.31	6.57	7.05	7.68	8.46
<b>估值比率</b>					
P/E	27.2	36.0	28.6	21.6	18.2
P/B	2.9	2.8	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	16.6	19.0	17.2	13.8	11.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn