

六百年昆中药匠心传承，华润入主筑双赢局面。昆药集团开创了三七、天麻、青蒿、特色中药等系列重磅产品，形成了集药物研发、生产、销售、商业批发和国际营销为一体，以自主天然植物药为主，涵盖中药、化学药和医药流通领域的业务格局。2023年1月昆药集团正式完成董监事会改组，华润三九成为公司控股股东，持股28%。此次优质资产并购有望实现双赢，一方面两者在业务领域具有协同效应，强强联合打造三七产业链标杆。另一方面华润三九的品牌运作能力、商业渠道优势将助力昆药重塑精品国药品牌、拓展渠道终端、优化内部管理。

深耕三七系列与昆中药，持续发力口服增长极。公司构建了两大主要业务平台：**1) 以血塞通（三七系列）为核心的慢病管理平台：**近年来，公司通过大品牌大C营销等途径，全力开拓血塞通软胶囊的院外渠道，以血软带动系列口服产品发展，同时深挖三七在大健康领域的潜力，切实巩固公司“慢病管理领导者”的角色定位；**2) 昆中药1381精品国药消费平台：**2021年，昆中药1381凭借640年的悠久历史，创下全球最古老的制药企业的吉尼斯世界纪录。该品牌逐步完成由济世救生到品质生活的全面升级，旗下重点打造了参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒等黄金品种，逐步形成“黄金单品+品类集群”的格局。

不断布局谋篇发掘潜能，着力构建三级生态圈。公司构建了三级生态圈：**1) 医药工业为内生核心：**采用“投资并购+合作研发+引进代理”相结合的研发模式，布局梯队化研发管线；依托昆中药、贝克诺顿等7大现代化生产平台，生产覆盖心脑血管、抗疟疾、脾胃类等多治疗领域的产品；2023年开启营销组织变革，成立“昆中药1381”、“KPC-1951”、“777”三大事业部，三大事业部将成为公司打造三七产业链标杆和精品国药平台、深耕慢病管理和拓展老龄健康产业的核心支撑力。**2) 国际合作和医药流通为外延拓展：**通过打造现代化物流体系，促进医药流通业务数字化转型。2023年10月，公司抗疟药获得WHO的PQ认证，纳入国际公立医院采购范围，依托青蒿素的出口优势，稳步提升海外业务。

投资建议：我们选取华润三九（华润系）、东阿阿胶（华润系）、达仁堂、云南白药、太极集团5家作为可比公司，PEG均值0.80。华润入主引入优质资源，整合产业链、提高上下游议价能力，并提高终端渠道渗透率；口服产品梯队将持续优化、大单品带动持续放量，同时注射剂在政策复苏下逐步修复增速。我们预计公司2023-2025年归母净利润为5/7/9亿元，2022-2025年CAGR为31%，PEG为0.69，PEG小于1，低于可比公司PEG均值，考虑到公司未来业绩具有成长性，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：行业政策变化风险，产品销售不及预期风险，产品质量风险，研发创新风险，原材料波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	8,282	8,260	9,477	10,910
增长率 (%)	0.3	-0.3	14.7	15.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	383	529	679	864
增长率 (%)	-24.5	38.0	28.4	27.3
每股收益 (元)	0.51	0.70	0.90	1.14
PE	37	27	21	17
PB	2.9	2.7	2.4	2.2

资料来源：iFind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年3月7日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：
18.97元

分析师 王班

执业证书：S0100523050002

邮箱：wangban@mszq.com

分析师 宋丽莹

执业证书：S0100523090003

邮箱：songliying@mszq.com

目录

1 六百年昆中药匠心传承，华润入主筑双赢局面	3
1.1 六百年精品国药传承，多元业务发展布局	3
1.2 业绩表现整体较平稳，转型成效逐步显现	5
2 深耕三七系列与昆中药，持续发力口服增长极	8
2.1 华润三九协同三七体系，强强联合打造产业龙头	8
2.2 华润三九赋能品牌运营，昆中药 1381 未来可期	13
3 发掘公司潜能，着力构建三级生态圈	20
3.1 以医药制造工业为基本内核，研产销聚力突破	20
3.2 从国际合作与医药流通外拓，挖掘潜力再攀高	22
4 盈利预测与投资建议	24
4.1 盈利预测假设与业务拆分	24
4.2 估值分析与投资建议	25
5 风险提示	26
插图目录	28
表格目录	28

1 六百年昆中药匠心传承，华润入主筑双赢局面

1.1 六百年精品国药传承，多元业务发展布局

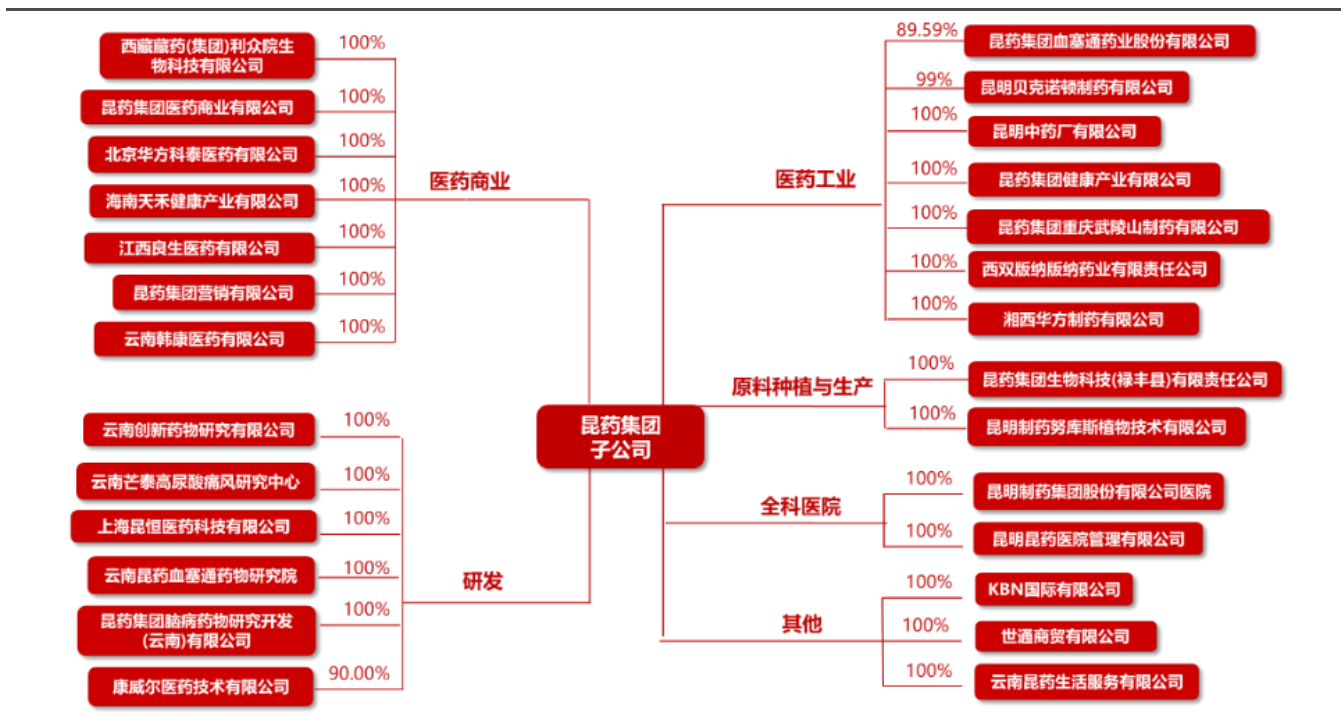
六百年昆中药匠心传承，开创三七、天麻等系列产品。昆药集团股份有限公司成立于 1951 年，前身是昆明制药厂；于 1995 年改制为股份制企业；2000 年在上海证券交易所上市，专注植物药自主研发已 70 余年。旗下的精品国药平台昆中药，始于明太祖洪武十四年，打破世界最古老药企的世界吉尼斯纪录。昆药开创了三七、天麻、青蒿、特色中药等系列重磅产品，具有深厚制药经验，正朝着“三年内成为中国中药品牌 TOP10”的目标迈进。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，民生证券研究院

子公司数量众多，逐步形成综合性业务布局。公司下属子公司众多，其中全资子公司 24 个，非全资子公司 3 个。形成了集药物研发、生产、销售、商业批发和国际营销为一体，以自主天然植物药为主，涵盖中药、化学药和医药流通领域的业务格局。其中，重要子公司昆中药作为精品国药平台，2022 年营收实现 13.2 亿元，同比增长 8.8%；净利润实现 1.4 亿元，同比增长 57.5%；昆药集团医药商业有限公司实现营收 37.65 亿元，净利润 840 万元；血塞通药业股份有限公司实现营收 1.95 亿元，净利润 0.33 亿元；西双版纳药业有限责任公司实现营收 0.71 亿元，净利润 440 万元。

图2：昆药集团旗下全资子公司及业务方向


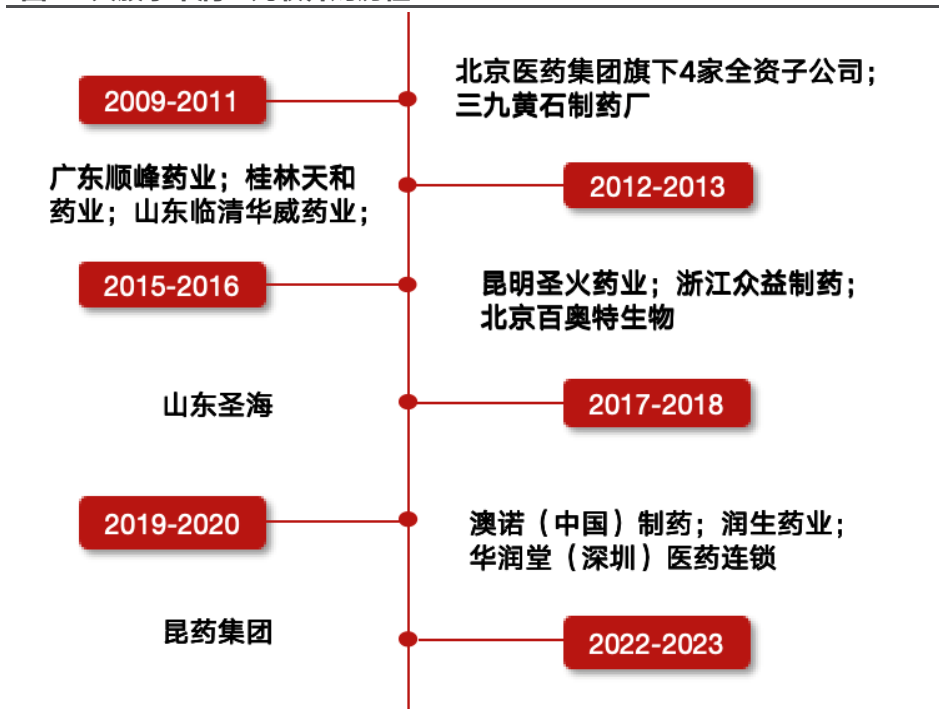
资料来源：Wind，民生证券研究院

华润三九正式入主，昆药开启发展新篇章。2023年1月，昆药集团正式完成董监事会改组。自此，华润三九收购完成昆药集团28%的股份，成为其控股股东，昆药实际控制人由汪力成先生变更为中国华润有限公司。此次入主将实现双赢局面，一方面，两者在业务领域具有协同效应，有望强强联合打造三七产业链标杆。另一方面，华润三九的品牌运作能力、商业渠道等优势将助力昆药集团打造精品国药品牌、拓展渠道终端、优化内部管理。

公司核心管理层变更，迈向新发展轨道。2023年1月19日，公司召开2023年第一次临时股东大会，审议通过《关于增补公司十届董事会部分非独立董事的议案》《关于增补公司十届监事会部分非职工代表监事的议案》，确认增补华润三九推荐的邱华伟先生、颜炜先生、郭霆先生、梁征先生为公司十届董事会成员，增补华润三九推荐的钟江先生、邵金锋先生为公司十届监事会成员。华润入主优化了高级管理团队，使公司迈向了新的发展轨道。

华润三九收并购动作不断，持续弥补专业领域短板。控股股东华润三九近年来已开展数十起收并购项目，以达到不断弥补自身专业领域短板，吸收细分领域优质企业的目的。2011年以来，华润三九打响了“999”品牌知名度，逐渐积累起胃肠等细分赛道优势。自此，通过并购顺峰药业，提升了在抗真菌类皮肤用药市场的竞争实力；并购昆明圣火，补充了三七产业链的空白；此次收购昆药，是华润三九深入拓展三七产业链的关键抓手。

图3: 大股东华润三九收购历程



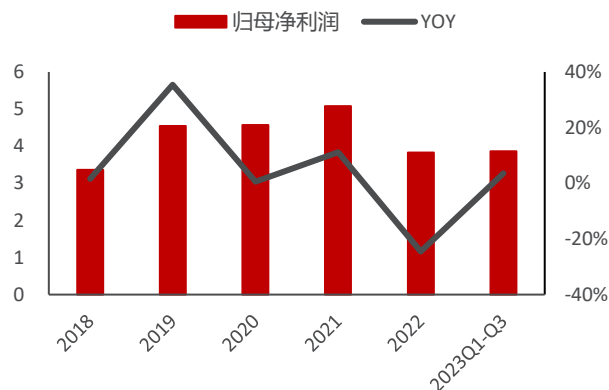
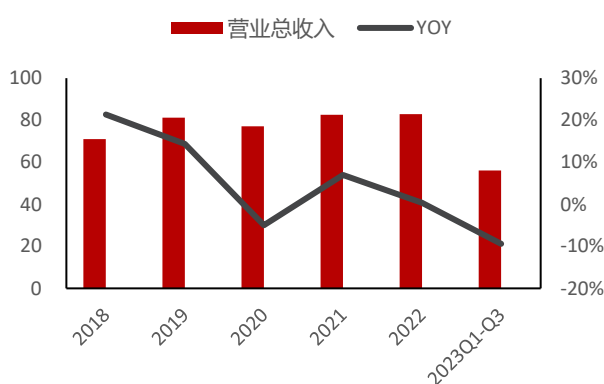
资料来源: 天眼查, 公司官网, 民生证券研究院

1.2 业绩表现整体较平稳, 转型成效逐步显现

收入端与利润端整体表现平稳, 战略转型成效逐步显现。注射剂业务曾是昆药集团核心业务板块, 终端对其依赖度较大, 随着辅助用药管理、医保支付限制与行业监管趋严, 公司业绩受到影响。2022年实现营业收入82.82亿元, YOY+0.35%, 归母净利润3.83亿元, YOY-24.52%; 2023 前三季度实现营业收入56.11亿元, YOY-9.4%, 归母净利润3.86亿元, YOY+3.58%。

图4: 2018~2023Q1-Q3 公司营业总收入 (亿元)

图5: 2018~2023Q1-Q3 公司归母净利润 (亿元)

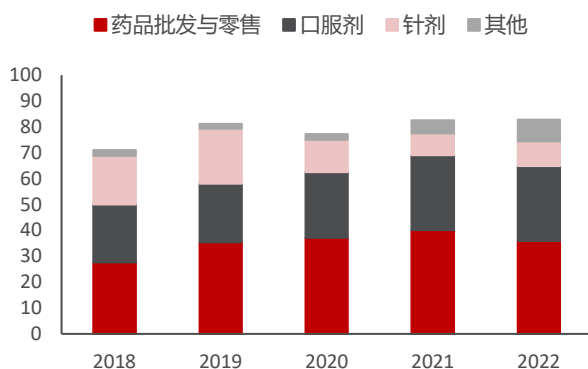
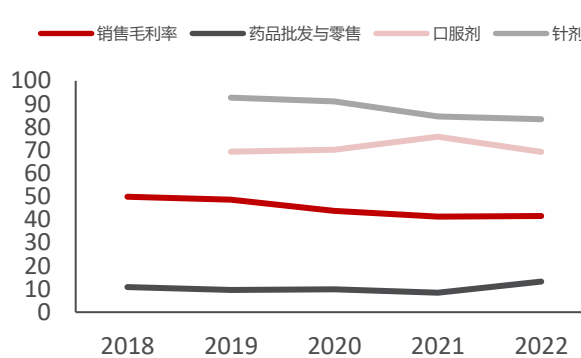


资料来源: iFind, 民生证券研究院

资料来源: iFind, 民生证券研究院

口服产品持续发力, 毛利率逐步企稳。公司注射剂业务自 2020 年起有所下滑, 而口服制剂持续发力, 销售收入不断上升, 2022 年公司口服剂销售收入为 28.9 亿元, 同比增长 0.06%, 占公司营业总收入约 35%。注射用血塞通 (冻干)、天

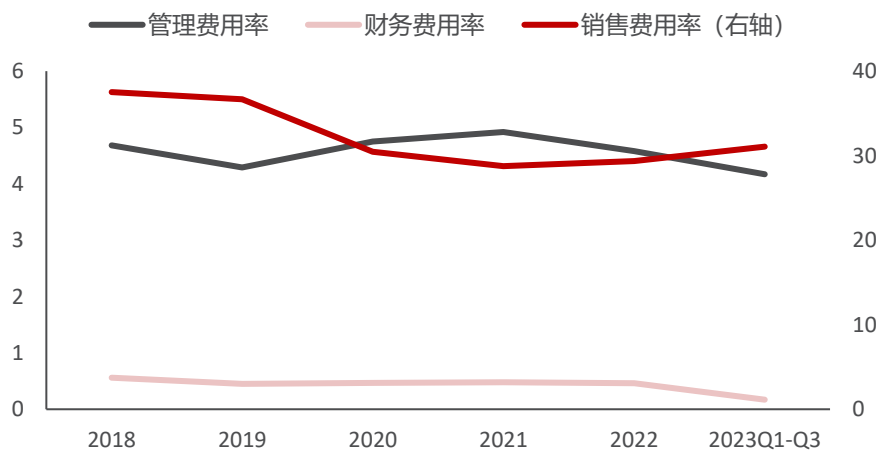
麻素注射液等产品毛利率在 80%-90%左右, 在 2020 年前后受到限制基层机构使用中药注射剂的政策影响, 2021-2022 年针剂产品营收占比快速降低至 10-12%, 其对综合毛利率的影响逐步减小。公司以口服制剂为抓手, 实现口服黄金单品的快速上量与突破, 2022 年综合毛利率逐步企稳, 达 41.5%。

图6: 2018-2022 公司不同品类营收 (亿元)

图7: 2018-2022 公司主要业务毛利率(%)情况


资料来源: iFind, 民生证券研究院

资料来源: iFind, 民生证券研究院

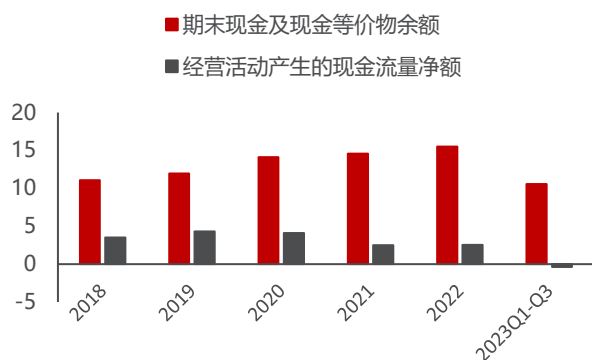
业务结构变动影响销售费用率。2018 年到 2023Q1-Q3 销售费用率在 28-38% 区间, 其中 2018-2019 年销售费用率变动较大, 主要是由于公司业务结构变动所致。

图8: 2018~2023Q1-Q3 公司费用率(%)情况


资料来源: iFind, 民生证券研究院

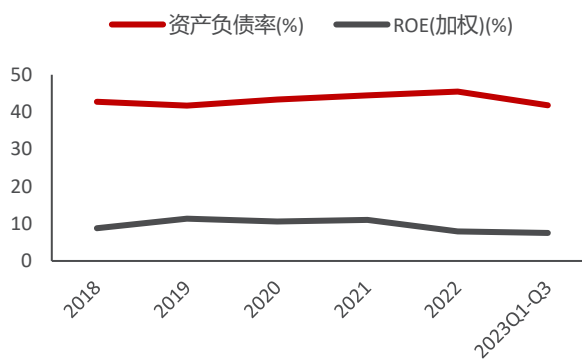
经营性现金流基本稳定, 负债水平总体健康。2018 年以来, 公司经营性现金流量与营收规模基本匹配, 2023Q3 为负值, 主要是受商业配送医院增加及信用政策调整等因素影响导致销售回款减少。从 2018 年至 2023Q3, 公司资产负债率维持在 42%左右, 整体负债水平健康; ROE 维持在 8-12%区间, 股东收益水平良好。

图9: 2018~2023Q3 公司经营性现金流相关情况(亿元)



资料来源: iFind, 民生证券研究院

图10: 2018~2023Q3 公司资产负债率、ROE 情况 (%)



资料来源: iFind, 民生证券研究院

2 深耕三七系列与昆中药，持续发力口服增长极

公司开启营销组织变革，成立三大事业部。1) “昆中药 1381” 事业部打造精品国药平台：围绕“产品梳理、建立商道、品牌驱动、推广策略”四个层面高效推进，优化产品组合，凭借老字号品牌价值和营销力量实现打造精品国药领先者的目标；2) “KPC-1951” 事业部深耕慢病管理：重点关注院内严肃治疗领域，通过智慧管线、智慧平台、智慧营销、智慧组织的战略路径，深耕心脑血管、肌肉骨骼、神经精神三大核心领地，持续巩固公司在该治疗领域的优势，拓展老龄健康产业领域，推动实现“成为老年健康领域严肃治疗的引领者”的目标；3) “777” 事业部重点聚焦三七口服制剂产品：以打造三七全产业链标杆企业为核心目标，致力于慢病管理和老龄健康领域，进一步深挖三七产业链的学术价值。通过提升终端掌控与医院开发能力，以及强化渠道拓展协同，充分发挥血塞通口服系列多剂型、多品规的组合优势，增强产品品牌价值，带动产品实现较快增长。

2.1 华润三九协同三七体系，强强联合打造产业龙头

2.1.1 注射用血塞通搭乘医保东风，学术+品牌赋能口服产品大零售

血塞通系列品牌效应凸显，产品原研、剂型丰富。血塞通的主要成分是从三七中提取的三七总皂苷，公司是三七血塞通系列制剂的原研者和国家标准制定者，拥有 16 项专利技术。血塞通系列是三七产业链上的王牌产品，以血塞通软胶囊为代表，兼有胶囊、片剂、滴剂、针剂等多种剂型。

表1：血塞通系列产品

剂型	产品	规格	单位	最高零售价 (元)
注射剂	血塞通注射液	200mg	支	33
	注射用血塞通 (冻干)	0.2g (冻干粉)	盒	33.6
口服剂	血塞通软胶囊	100mg*12 粒	盒	37.2
	血塞通滴丸	40mg*180 (含三七总皂苷 5mg)	盒 (瓶)	20.9
	血塞通颗粒	每袋装 1.5g(含三七总皂苷 50mg)*12 袋(无糖型)	盒	34
	血塞通片	100mg×24 片(薄膜衣片)	盒	41.2

资料来源：公司官网，药智数据，民生证券研究院

面对中成药集采“扩圈”趋势，公司积极参与省际联盟集采。公司注射用血塞通 (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”。与此同时，公司努力克服部分血塞通口服剂产品未参与部分省际联盟集采等因素影响。一方面，院内持续树立品牌专业标杆，结合“学术赋能+品牌打造”，增强产品品牌价值；积极拓展院内下沉市场，利用集采中标及医保解限窗口期稳步推进和开拓市场渠道，稳定血塞通注射剂市场格局。另一方面，院外市场推进“强品牌+强学

术”的市场策略，围绕心脑血管疾病搭建慢病管理生态圈，打开产品增量空间，持续提升终端覆盖率。

表2：血塞通系列产品集采中标情况

主要药品名称	中标价格区间	医疗机构的合计实际采购量
注射用血塞通 200mg/支	19.08-27.68 (元) (湖北联盟、广东联盟集采中选价 9.223 元)	2589.00 (万支)
注射用血塞通 400mg/支	36.81-53.54 (元)	481.63 (万支)
血塞通软胶囊 100mg*12 粒/盒	20.98-29.19 (元)	527.15 (万盒)
血塞通软胶囊 100mg*30 粒/盒	52.45-69.93 (元)	468.81 (万盒)
血塞通滴丸 5mg×300 丸/瓶	38.19-45.03 (元) (湖北联盟集采中选价 24.38 元)	193.23 (万瓶)
血塞通片 (含三七总皂苷) 0.125g*40 片/盒	上海集采中选价 34.08 元	-

资料来源：公司公告，民生证券研究院

紧抓政策契机逐渐回温，注射剂挖掘院内增量市场。2022 年前后，随着医保支付标准试点工作正在各省市有序推进，注射用血塞通（冻干）在多个省份解限的同时被湖北、广东、北京、上海等省际中成药联盟集采纳入，并入选甘肃、内蒙古、浙江等十余个省医保试点名录。公司紧抓注射用血塞通（冻干）集采联盟中标契机，积极推动纳入产品在各省的解限落地执行，较快速提升产品在相关市场占有率，为增量盘稳步提速奠定基础。2023H1 注射用血塞通（冻干）销售额同比增长 10%，在同品类市场份额中仍处于领先地位，持续挖掘院内市场增量。

血塞通软胶囊为心脑血管中成药销量前列的大单品，认可度较高。血塞通软胶囊这一品种近年来实现了快速增长。米内网数据显示，2023 年上半年在中国城市实体药店终端心脑血管中成药产品榜单中位列第 5，销售额达 2 亿元，同比增长 18%。

表3：2023H1 中国城市实体药店终端心脑血管中成药产品 TOP10 (亿元)

排名	产品名称	销售额
1	安宫牛黄丸	28+
2	复方丹参滴丸	3+
3	参松养心胶囊	3+
4	速效救心丸	3+
5	血塞通软胶囊	2+
6	复方丹参片	2+
7	脑心通胶囊	2+
8	银杏叶片	1+
9	通心络胶囊	1+
10	芪苈强心胶囊	1+

资料来源：米内网，民生证券研究院

聚焦血塞通脑卒中适应症，打造中风防治领域专业品牌。脑卒中（又称中风），

是一种致病率、致死率极高的急性心脑血管疾病。据贝哲斯调研报告显示，全球和中国脑中风用药市场规模在 2022 年分别达到 1891.34 亿元与 500.64 亿元。近年来，公司特别聚焦血塞通在“中风防治”这一重要慢病新市场的潜力，持续推进循证医学研究，成果提示血塞通在心脑血管的二级预防及治疗、一级预防和治疗上都 有着良好的效果和安全性。

表4：2022 年公司在脑卒中治疗领域相关循证医学成果

序号	项目	意义
1	北京大学医药管理国际研究中心合作开展“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”	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。
2	APM (Annals Of Palliative Medicine) 最新 Meta 分析文章 (The efficacy and safety of the Xuesaitong softcapsule in the treatment of patients with ischemic stroke: meta-analysis of randomized controlled trials)	表明昆药血塞通软胶囊对缺血性脑卒中患者预后安全有效。
3	多产品入选 2022 年版《临床路径释义》：《脑梗死临床路径释义》推荐血塞通制剂。	为产品临床疗效再添新证据

资料来源：公司公告，民生证券研究院

昆药血塞通依托云南道地优势，道地药材品质佳。作为血塞通主要原料的三七，其对生长环境与气候的要求严苛，只能在北纬 23.5°，海拔 1000-2500 米之内的土地生长，绝大部分生长在云南文山等地区。昆药血塞通的原料均源于此，具备道地优势，药材品质佳。

国内仅昆药与华润圣火具备血塞通软胶囊生产批文，华润收购将推动头部资源整合。2022 年血塞通软胶囊的样本医院销售额为 3.4 亿元，昆药集团、华润圣火的血塞通软胶囊占血塞通口服剂市场份额的 19.6%、17.9%。据中康 CMH 数据，2021 年华润圣火血塞通软胶囊实现终端销售额 6.58 亿元，市占率第一。此次收购将完全占据血塞通软胶囊的市场份额，实现三七头部企业的深度资源整合。

表5：2022 年血塞通口服制剂样本医院销售份额

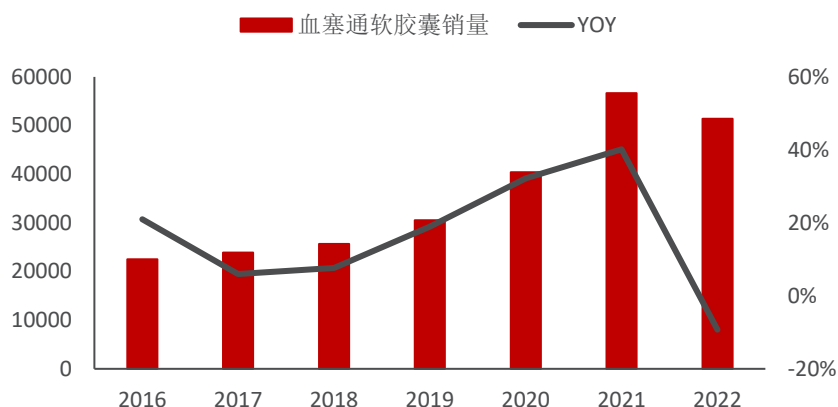
药品名称	销售金额占比
血塞通软胶囊-昆药集团	19.6%
血塞通软胶囊-华润圣火	17.9%
血塞通滴丸	26%
其他口服剂型	36.5%

资料来源：开思数据库，民生证券研究院

血塞通软胶囊销量提升，带动口服系列持续放量。近几年来，由于中药注射剂受到辅助用药管理、医保支付限制与行业监管趋严影响，公司战略即以血塞通注射剂为主转变为注射-口服并重。血塞通软胶囊销售额由 2018 年的 3.44 亿元增长到 2021 年的 5.93 亿元；2021 年，血塞通系列口服产品实现销售 9.5 亿元，同比增长 18.80%。2022 年，由于部分血塞通口服剂产品未参与部分省际联盟集采，销售额同比下滑 15.60%，血塞通软胶囊销量同比下降 9.3%。2023Q1-Q3 血塞通

口服产品同比实现 10%以上增长，核心产品血塞通软胶囊同比增长 20%以上。

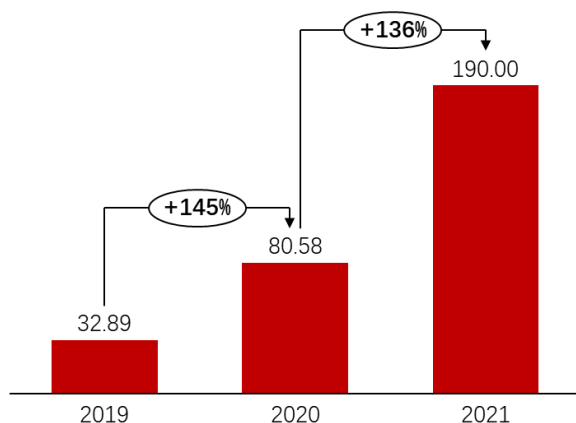
图11：2016-2022 年塞通软胶囊销量（万粒）



资料来源：iFind，民生证券研究院

院外零售端将持续放量。公司全力开拓口服产品院外渠道，建立了一支面向全域零售企业的专业终端营销团队，已完成对国内 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。2021 年，血塞通软胶囊实现销售额为 9.5 亿元，同比增速为 18.8%，其中，院外渠道销售额为 1.9 亿元，同比增速达 135.8%。预计随着华润三九入主，带来其零售终端的渠道资源，产品的终端渗透率将进一步加大，实现持续放量。

图12：2019-2021 年血塞通软胶囊院外销售情况（百万元）



资料来源：公司年报，民生证券研究院

血塞通软胶囊有望量价齐升，实现 10-13 亿元体量。2017 年以来，血塞通软胶囊开启了 OTC 终端推广。由于血塞通软胶囊的 OTC 端售价低于院内中标价，且近年来 OTC 渠道销售规模逐渐提升，因此该单品的销售单价呈下降趋势，从 2018 年的 1.34 元/粒降至 2021 年 1.04 元/粒。我们认为，未来华润圣火与昆药共同占据血塞通软胶囊市场，公司将拥有较强的自主议价能力，后续将推动 OTC 端销售单价提升。假设未来该产品销量保持较好增速水平，在单价提升 3-20%的情况下，该品种将达到 10-13 亿元的销售规模。

表6: 血塞通软胶囊单价变化销售额测算

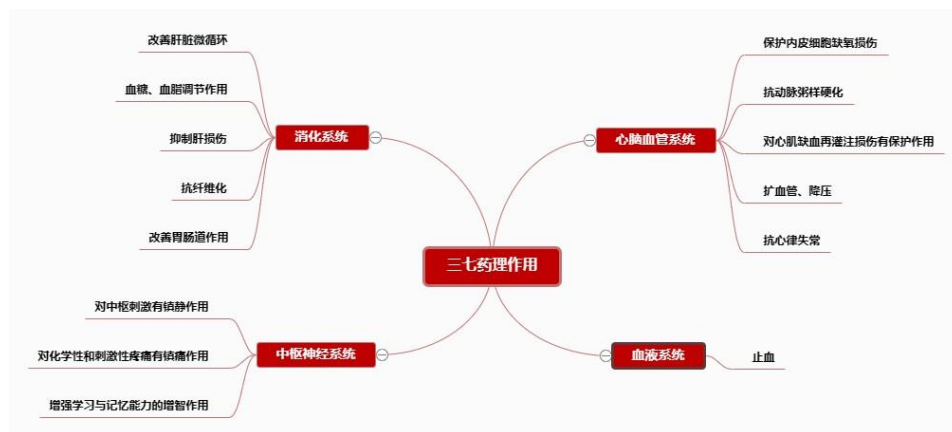
	假设提价幅度				
	0%	3%	5%	10%	20%
对应单粒价格 (粒/元)	1.04	1.07	1.09	1.15	1.25
假设年销售量 (亿粒)	对应年销售额 (亿元)				
5	5	5	5	6	6
6	6	6	7	7	8
7	7	7	8	8	9
9	9	10	10	10	11
10	10	11	11	12	13

资料来源: 民生证券研究院测算

2.1.2 三七药材应用空间广阔, 全产业链正待外延内拓

自古为活血化瘀佳品, 适用多领域疾病治疗。三七是我国传统名贵中药材的代表品种, 与人参同科同属, 其主要成分为三七皂苷、黄酮苷及三七氨酸。《本草纲目拾遗》言“人参补气第一, 三七补血第一”, 三七以其“活血化瘀”的功效成为当前心脑血管病等慢病防治最具产业规模的大品种, 近年在抗肿瘤、肝肾疾病方面发挥的治疗作用也愈发受到重视。

图13: 三七的药理作用



资料来源: 《三七药理学作用研究概述》蒲清荣、税丕先, 民生证券研究院

以三七为主要成分的药品基本应用于心血管领域, 且大单品多。三七在众多疾病领域的应用还有较大成长空间, 目前的制剂开发还是集中在心血管领域, 不少中药企业的主力产品也都是基于三七这一原料。例如, 米内网数据显示, 复方丹参滴丸为天士力独家产品, 2023 年上半年销售规模超 18 亿元; 稳心颗粒为步长制药的独家产品, 2023 年上半年销售额超 12 亿元。此外, 还有云南白药系列产品、复方丹参片、丹参保心茶等品种。

表7：以三七为主要成分的中成药大单品销售情况

产品名称	功效	主要成分	厂家	销售额
复方丹参滴丸	用于气滞血瘀所致的胸痹，症见胸闷、心前区刺痛	丹参、三七以及冰片	天士力	2023 年上半年院内 15 亿元、院外 3 亿元
稳心颗粒	用于气阴两虚，心脉瘀阻所致的心悸不宁，气短乏力，胸闷胸痛	党参、琥珀、三七、甘松、黄精	步长制药	2023 年上半年院内 11 亿元、院外 1 亿元
云南白药气雾剂	用于跌打损伤，瘀血肿痛，吐血，咳血，便血，痔血，崩漏下血	三七、冰片、重楼、麝香等	云南白药	2023 年上半年销售额超 9 亿元
复方丹参片	用于治疗胸闷、心悸、冠心病、心肌梗塞、高血压	丹参，三七和冰片	白云山	2023 上半年院外销售额超 1 亿元

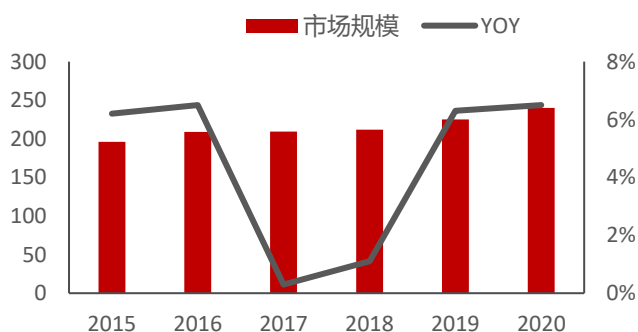
资料来源：药融云，米内网，民生证券研究院

持续深挖三七产业链。除了在药品适应症的拓展机会，三七在大健康领域应用也有较大潜力。昆药是全球三七制剂产品线较全的企业，拥有从三七 GAP 种植、饮片加工到三七总皂苷提取、制剂生产、专业营销推广的完整产业链。既往，公司发展重点在末端药品上，目前公司正加码上游链条包括三七种植、三七新适应症研究等。

2.2 华润三九赋能品牌运营，昆中药 1381 未来可期

2.2.1 参苓健脾胃抢占补脾新市场，开启 OTC 快消化营销元年

源自古方创新优化，黄金单品市场潜力十足。参苓健脾胃颗粒，源自《太平惠民和剂局方》记载的参苓白术散，历经 3 次优化。成分为北沙参、山药、薏苡仁等 10 味药食同源药材。该产品主要功能为补脾健胃，利湿止泻，应用场景为“每餐一包，四季健脾胃”。据前瞻产业研究院测算，2020 年我国 OTC 胃肠用药市场规模为 239.9 亿元，参苓健脾胃颗粒未来的市场容量较大，潜力十足。

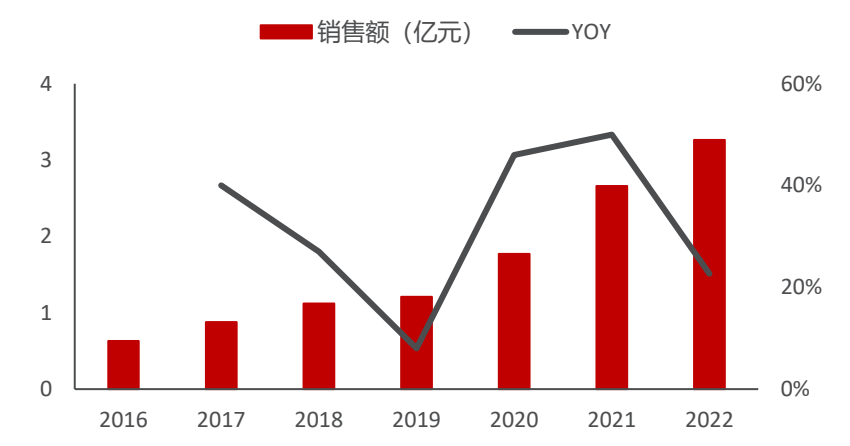
图14：2015-2020 我国 OTC 胃肠用药市场规模 (亿元，%)


资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

参苓健脾胃颗粒独树一帜，市场渗透率不断提升。2022 年，参苓健脾胃颗粒年销售额达 3.26 亿元，同比增长 22.66%，并于 2020 年、2021 年斩获全国健脾胃用药领域的销量冠军。据米内网数据，2022 年中国城市实体药店终端消化系统中成药产品 TOP20 行列（位列 13），较 2021 年又上升 3 个排位。在公司渠道深

耕、品牌强化和资源整合下，参苓健脾胃颗粒市场认可度与渗透率不断提升。这一黄金单品增速可观，带动昆中药整个品类集群不断放量。

图15：2016-2022 年昆中药参苓健脾胃颗粒销售额



资料来源：iFind，民生证券研究院

表8：2022 年中国城市实体药店终端消化系统中成药产品 TOP20 (亿元)

排名	产品名称	销售额	治疗亚类
1	藿香正气口服液	18+	祛暑剂
2	健胃消食片	14+	健胃消食类
3	片仔癀	11+	肝病用药
4	肠炎宁片	10+	肠道用药
5	护肝片	4+	肝病用药
6	马应龙麝香痔疮膏	3+	痔疮用药
7	康复新液	3+	胃药
8	三九胃泰颗粒	3+	胃药
9	迈之灵片	2+	痔疮用药
10	麝香痔疮栓	2+	痔疮用药
11	藿香正气水	2+	祛暑剂
12	参苓健脾胃颗粒	2+	健胃消食类
13	藿香正气滴丸	2+	祛暑剂
14	新复方芦荟胶囊	1+	便秘用药
15	片仔癀胶囊	1+	肝病用药
16	胃康灵胶囊	1+	胃药
17	排毒养颜胶囊	1+	便秘用药
18	消渴丸	1+	糖尿病用药
19	大山楂丸	1+	健胃消食类
20	消炎利胆片	1+	胆道用药

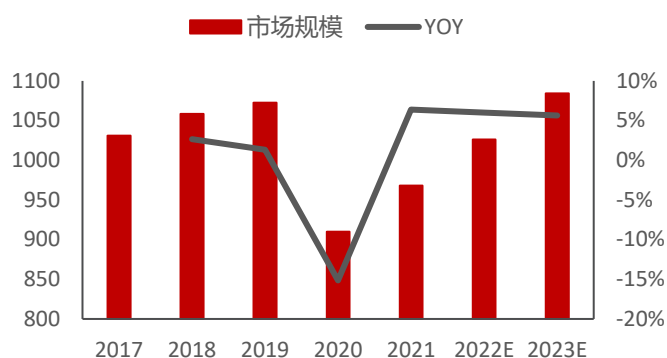
资料来源：米内网，民生证券研究院

开启 OTC 快消化营销，抢占补脾健康大市场。如《黄帝内经》所述，“脾为后天之本，气血生化之源”，人体各项机能都与脾息息相关。近年来人们健康观念不断转变升级，补脾养生的需求也日益显现。昆药瞄准补脾品类的市场需求，将参苓健脾胃颗粒的定位从独立治疗型转变为生活伴随型，开启自媒体渠道推广、引流新零售电商平台等快消化营销模式，充分助力产品渗透率提升。

2.2.2 舒肝颗粒专注精神系统健康，高水平循证医学助推放量

舒肝颗粒专注神经系统健康，多领域用药空间广阔。舒肝颗粒源自《太平惠民和剂局方》中的逍遥散，被收录于《卫生部药品标准·中药成方制剂》，具有治疗肝气不舒的两肋疼痛，月经不调，肝气郁结等作用。用药领域涉及精神系统、神经系统、妇科疾病、心血管系统等市场。据米内网数据，2023 年我国神经系统药物市场规模将达 1084 亿元；2021 年我国公立医院神经系统药物市场中精神安定药占比为 16%。

图16：2017-2023 年中国神经系统药物市场规模 (亿元) 图17：2021 年我国公立医院神经系统药物市场占比

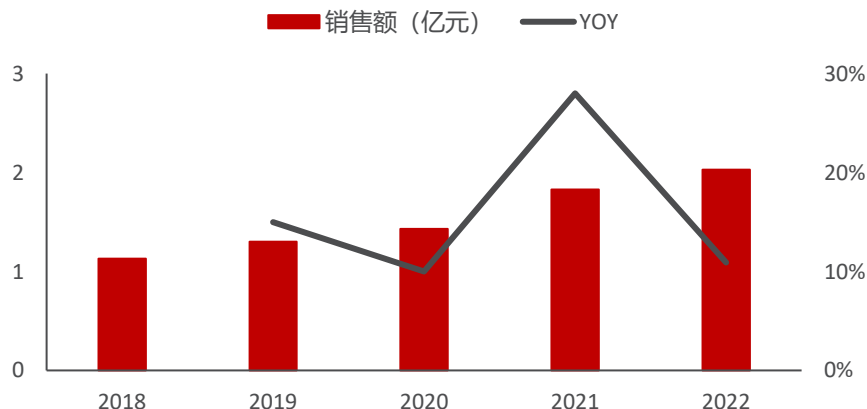


资料来源：米内网，民生证券研究院

资料来源：米内网，民生证券研究院

黄金单品突破 2 亿元规模，新媒体平台传播促快速放量。2022 年舒肝颗粒实现销售 2.03 亿元，同比增长 10.90%。针对舒肝颗粒，公司共举办专业学术推广活动上百场，全力拓展等级、基层医疗机构、零售药店及第三终端市场渠道。2023 年 12 月，围绕舒肝颗粒发布跨年系列短片《焦虑 不可能的》，着重微博、抖音、视频号等多平台开展矩阵式传播，助推产品快速放量。

图18：2018-2022 年舒肝颗粒销售额 (亿元)



资料来源：iFind，民生证券研究院

开展高水平循证医学研究，以学术支撑产品管理。昆中药舒肝颗粒纳入中国中医心身医学 2022 学术年会的《中成药治疗抑郁障碍临床应用指南》，推荐舒肝颗

粒联合抗抑郁化药西酞普兰治疗轻中度抑郁障碍，改善抑郁症状。已被《黄褐斑中医治疗专家共识》《抑郁症中西医结合诊疗专家共识》等 4 个“指南” 5 个“共识”权威推荐。2022 年 CNS Neuroscience & Therapeutics 与 Journal of Ethnopharmacology 发表了相关学术成果，证明了舒肝颗粒抗抑郁的临床作用。

表9：舒肝颗粒入选指南与专家共识情况

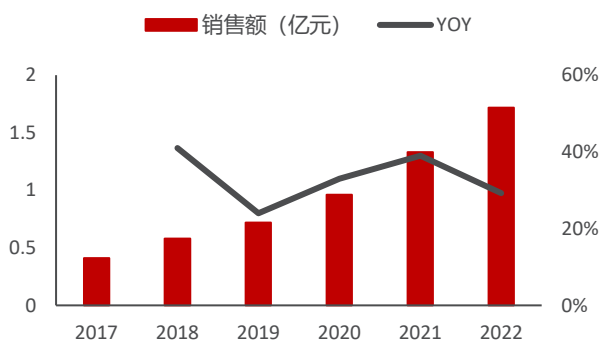
序号	指南名称	入选年份
1	《黄褐斑中医治疗专家共识》	2019 年
2	《稳定性冠心病中西医结合康复治疗专家共识》	2019 年
3	《抑郁症中西医结合诊疗专家共识》	2020 年
4	《中成药治疗抑郁障碍临床应用指南》	2022 年

资料来源：公司官网，民生证券研究院

2.2.3 香砂平胃颗粒主治消化疾病，入选国家基药医保双名录

主治胃肠消化疾病，被纳入基药医保双名录。香砂平胃颗粒由《简要济众方》中的“平胃散”与香附、砂仁等药材制成，适用于功能性消化不良/慢性胃炎合并大便黏滞的患者，具有健脾，温中，燥湿的功效。2022 年实现销售 1.7 亿元，同比增长 29.22%。

图19：2017-2022 年香砂平胃颗粒销售额（亿元）



资料来源：iFind，民生证券研究院

与参苓健脾胃颗粒在消化品类产品矩阵中形成院内、院外强势互补。香砂平胃颗粒是医保甲类消化用药，被纳入基药目录。作为昆中药 1381 核心品种，品牌力强，医院覆盖率高。

表10：香砂胃平颗粒在集采中的中标情况

主要药品名称	中标价格区间	医疗机构的合计实际采购量
香砂平胃颗粒 5g×6 袋/盒	18.77-23.51 (元)	136.00 (万盒)
香砂平胃颗粒 5g×8 袋/盒	25.02-25.02 (元)	346.14 (万盒)
香砂平胃颗粒 5g×10 袋/盒	31.27-32.06 (元)	470.69 (万盒)

资料来源：公司公告，民生证券研究院

持续推进循证医学研究，获多个指南共识推荐。公司重视药物的临床疗效评价，1999 年即有相关研究证实香砂平胃颗粒在止泻、恢复肠动力方面具有疗效；2019 年《现代药物与临床》发表文献提示，香砂平胃颗粒与枸橼酸莫沙必利片联合使用对于治疗功能性消化不良具有较好临床疗效。除此以外，该产品还获《国家基本药物应用指南》《胃脘痛中医诊疗专家共识意见（2017）》《中成药临床应用指南-消化疾病分册》《消化系统常见病中医诊疗指南（2019）》等多个专家指南与共识推荐。

表11：香砂平胃颗粒入选指南与专家共识情况

序号	指南名称	相关描述
1	《国家基本药物应用指南（2018）》	内科用药-温里剂
2	《胃脘痛中医诊疗专家共识意见（2017）》	用于胃脘胀痛
3	《中成药临床应用指南-消化疾病分册》	慢性胃炎湿滞者
4	《消化系统常见病中医诊疗指南（2019）》	脾虚气滞证

资料来源：《国家基本药物用药指南》，《胃脘痛中医诊疗专家共识意见》，《中成药临床应用指南-消化疾病分册》，《消化系统常见病中医诊疗指南（2019）》，民生证券研究院

2.2.4 华润三九品牌运作经验丰富，助力昆中药重塑国药经典

华润三九品牌运作经验丰富，助力精品国药品牌打造。公司近年来着力打造“昆中药 1381”，品牌具有稀缺性与历史底蕴，正契合了较为热门的消费型中药概念。2021 年公司获得吉尼斯世界纪录，并通过参苓健脾胃颗粒产品广告带动整体品牌形象传播。而华润三九是最早进行医药消费品广告营销的企业之一，牢牢把握住了电视广告、明星代言、综艺广告投放等多个关键产品营销的关键节点和模式。

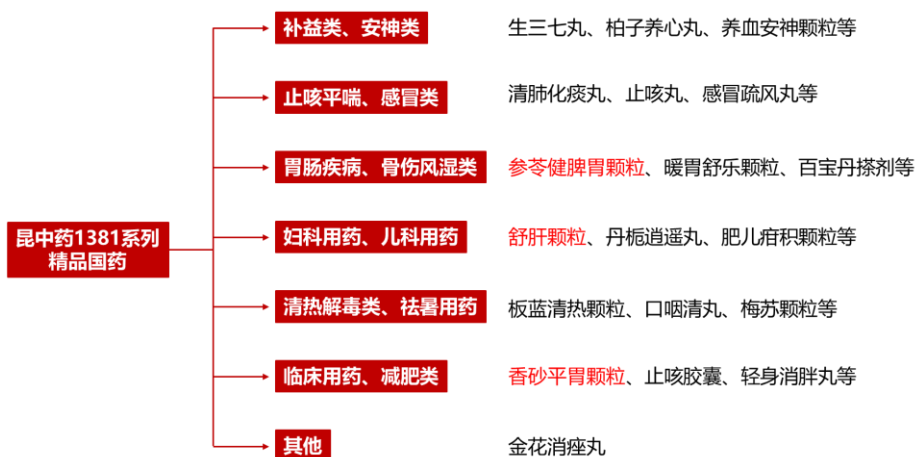
图20：华润三九品牌打造历程



资料来源：公司公告，民生证券研究院

深耕精品国药，推动大品种、打造强品牌。华润三九协同公司深入挖掘“昆中药 1381”品牌内涵，深度挖潜昆中药经典名方，打造更多国药精品。同时借助华润三九在品牌打造方面的经验及优势赋能公司，实现资源协同共享，共同将“昆中药 1381”打造成为有市场影响力的精品国药品牌。

图21：昆中药 1381 精品国药系列

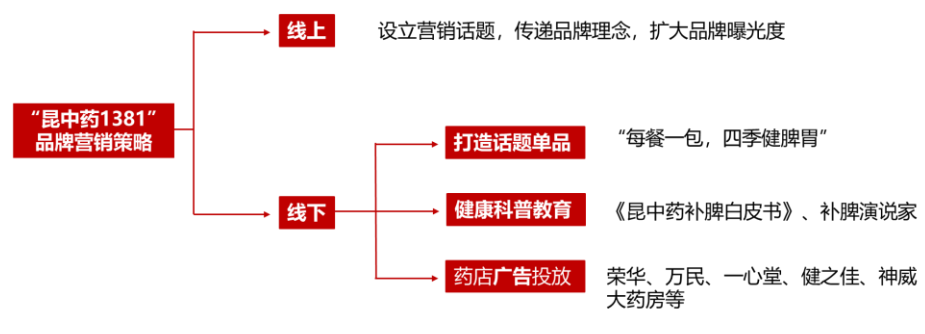


资料来源：公司官网，民生证券研究院整理

“品牌+学术”驱动，“昆中药 1381”稳步打造精品国药平台。“昆中药 1381”借助悠久深厚的中医药文化积淀和老字号品牌势能，全力打造中国老字号一线品牌。线上通过多个媒体渠道设立营销话题，传递品牌理念，扩大品牌曝光度，线下以“每餐一包，四季健脾胃”的形象成为话题单品，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，全域持续积累消费者规模，加深消费群体的品牌忠诚度。携手荣华、万民、一心堂、健之佳、神威大药房等大连锁药店，

实现参苓健脾胃颗粒梯媒广告高覆盖广投放。参苓健脾胃颗粒品牌渗透率从 2019 年-2022 年持续上涨至 3 倍。

图22: 昆中药 1381” 品牌营销策略



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

爆品打造, 管线补充, 昆药营收创新高。在重点聚焦参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒等核心品种打造的同时, 公司持续培育清肺化痰丸、金花消痞丸、口咽清丸等在内的潜力品种和特色品种, 从品类、规模等不同维度构建产品梯队。2022 年昆中药营收、利润再创历史新高, 实现营业收入 13.19 亿元, 同比增长 8.80%, 实现净利润 1.42 亿元, 同比增长 57.50%; 参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒、清肺化痰丸、金花消痞丸分别同比增长 22.66%、20.90%、29.22%、19.44%、60.21%。2023Q1-Q3 昆中药实现净利润 9825.94 亿元, 同比增长 9%。

表12: 昆中药研发项目基本情况

研发项目	药品名称	适应症或功能主治	研发(注册)所处阶段
参苓健脾胃颗粒研究	参苓健脾胃颗粒	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。	项目研究报告撰写中
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	舒肝颗粒	舒肝理气, 散郁调经。用于肝气不舒的两肋疼痛, 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)。	已取得项目研究报告
安宫牛黄丸新产品引进	安宫牛黄丸	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。	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
板蓝根颗粒新产品引进	板蓝根颗粒	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。	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: 公司公告, 民生证券研究院

3 发掘公司潜能，着力构建三级生态圈

融合顺利推进，聚焦新战略目标。 2023年1月，公司董监事会改组完成，公司与华润三九融合顺利推进。公司聚焦“健康老龄化”赛道，将“银发经济健康第一股”作为战略核心，制定了“慢病管理领导者、精品国药领先者”的战略目标。公司聚焦三七产业链，构建患者、医院和药店生态化、专业化、互补性协同的慢病管理平台。同时，公司持续推动大C大品牌建设，打造“昆中药1381”国药精品平台。

3.1 以医药制造业为基本内核，研产销聚力突破

3.1.1 独特研发思路与模式，持续提升研发核心竞争力

华润三九赋能，布局梯队化研发管线。 公司聚焦核心优势慢病领域，推进植物药、创新药等的开发，在自主创新基础上加强协同创新，持续加大研发投入力度。在未来华润三九的赋能下，公司依托央企平台资源和技术优势，围绕“健康老龄化”需求，优化配置短中长期创新药布局，构建梯队化的产品管线。

表13：公司在研项目进展

类型	项目编号	项目情况	研发进度
创新药物临床试验	KYAZ01-2011-020	中药1类新药； 适用于缺血性脑卒中	临床II期
	KYAH01-2016-079	1类创新药； 适用于异柠檬酸脱氢酶-1 (IDH1) 基因突变	继续推进I期临床研究，继续病例入组及观察
	KYAH02-2016-078	与中国中医科学院（屠呦呦团队）合作； 适用于治疗自体免疫疾病系统性红斑狼疮(SLE)	II期临床试验已完成数据清理，质控和总结报告撰写进行中
仿制药、一致性评价项目	KYAH06-2018-094	适用于精神类用药	获得发补通知，已按要求完成所有答补实验工作，正在准备答补资料
产品工艺改进的二次开发项目	KYAH07-2014-071	在产抗疟药产品工艺改进	获批
	KYEH11-2021-167	降血脂药	获准生产
	KYAZ07-2021-171	-	已获CDE审评受理
	KYEZ07-2020-154	-	已获国家药典委公示并完成征求意见
	KYEZ07-2018-099	-	项目资料已提交国家药典委，待上审评会

资料来源：公司公告，民生证券研究院

灵活采取多研发模式，提升研发核心竞争力。 昆药集团立足“四位一体”研发格局，灵活采用“投资并购+合作研发+引进代理”相结合的研发模式，建立覆盖肿瘤、心脑血管、代谢、免疫、骨科的研发管线。公司旗下设有多个研究院，其中血塞通药物研究院具备9个研发中心，5支研发团队。2019年，设立了昆药集团

上海研究院，开设小分子创新药部与差异化仿制药部；2022 年，设立昆药集团脑病药物研究院，专注脑血管病项目研发。

图23：公司“四位一体”研发格局



资料来源：中康产业资本研究中心，民生证券研究院

3.1.2 依托现代化生产平台，品类丰富涵盖多治疗领域

昆药是集天然植物药研发、生产、营销为一体的企业。旗下拥有 7 大国家 GMP 标准现代化医药生产平台，生产线包括粉针剂、注射剂、胶囊剂、片剂、颗粒剂、丸剂、散剂等全剂型。产品覆盖中成药、化药、生物药多类型，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，核心产品血塞通、天麻素、蒿甲醚等系列在国内市场占据优势地位。

图24：公司七大医药生产平台及其主要产品



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图25：公司不同治疗领域主要产品



资料来源：公司官网，民生证券研究院

3.1.3 打造系统性营销生态，开创昆中药 OTC 营销元年

营销模式再次变革，成立三大事业部。2022 年 3 月，昆药集团营销有限公司成立，改变了原由各子公司独立负责营销工作的局面，整合集团本部、昆中药及贝克诺顿三大营销团队。2023 年底，在原有的营销体系架构基础上，成立了“1381、1951、777”三大事业部，助力公司打造三七产业链标杆和精品国药平台，为助推精品国药业务、慢病管理业务、老龄健康产业赋能。

“老字号”拥抱新国潮，开启快消化营销模式。公司利用产品集群优势，强化

昆药三七系列产品和“昆中药 1381”品牌优势，围绕“一大全球号”、三大国字号，以国家展、纪录片等为载体，重塑老字号品牌定位，打造专属品牌 IP，并通过多平台的全民品牌互动活动，树立品牌化认知。公司还围绕“大品种-大品牌-大品类”重点打造以参苓健脾胃颗粒等为核心的强单品，挖掘高增长潜力单品，打造产品集群丰富有梯度的精品国药平台。并依托参苓健脾胃颗粒开启快消化模式，由单一药品向大健康产品周边延伸。

3.2 从国际合作与医药流通外拓，挖掘潜力再攀高

3.2.1 打造现代化物流系统，促进医药流通转型步伐

立足云南辐射全国。昆药集团的医药流通业务由旗下昆药商业有限公司承担，目前实现了覆盖全云南省核心市场的终端网络布局、建设完成了完备的仓储现代化医药物流中心，涵盖医药分销、终端配送、医药推广等业务范畴。在互联网高速发展的背景下，昆药商业通过全面推行 SAP 系统助推运营数字化建设，加快生产、采购、财务及人力资源等现有信息化系统的融合，提速数字化转型步伐。

图26：昆药商业业务布局

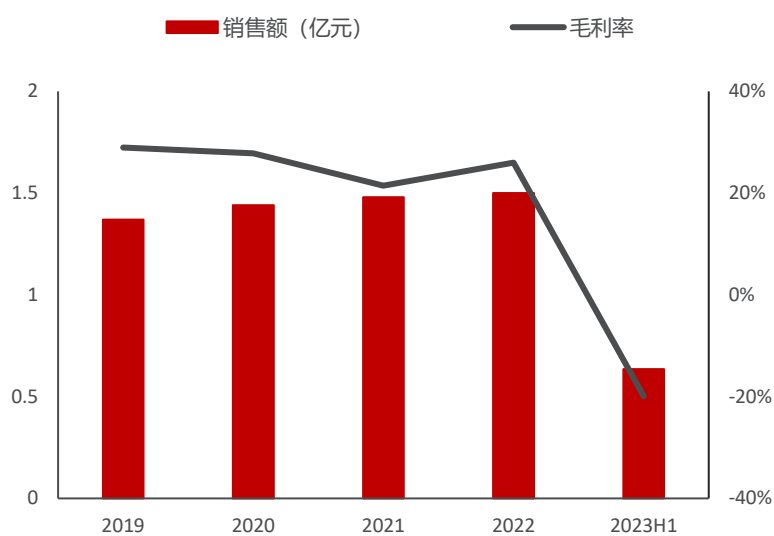


资料来源：公司官网，民生证券研究院

3.2.2 依托青蒿素出口优势，稳步推动海外业务发展

国际销售网络逐步拓展，青蒿素制剂进一步出海。公司主要依托“青蒿素产品出口商”的优势，不断拓展国际销售渠道。截至 2023 年 6 月，昆药海外销售网络已覆盖 55 个国家。2019-2022 年，昆药海外业务收入由 1.37 亿元增长到 1.50 亿元，产品毛利率保持在 27%左右。2021 年，科泰复（抗疟疾药）销售额同比增长 28%，蒿甲醚原料销售额同比增长 173.41%。2023 年，科泰复通过世界卫生组织（WHO）的预认证（PQ），被列入国际组织及公立医院采购范围，潜在市场增量空间大，加速公司产品的国际化进程。

图27: 昆药海外业务销售情况及毛利率 (亿元, %)



资料来源: iFind, 民生证券研究院

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测假设与业务拆分

口服剂业务大力开拓院外渠道，在“品牌+学术”双赋能下，预计血塞通口服系列和昆中药大单品将持续增长。我们预计 2023-2025 年营业收入达到 30/35/42 亿元，同比增速为 2%/20%/20%。考虑到公司未来与华润圣火共同占据血塞通软胶囊市场，将拥有较强的 OTC 渠道自主议价能力，预计 2023-2025 毛利率为 70%/70%/70%。

针剂业务随着医保支付标准试点工作正在各省市有序推进，注射用血塞通（冻干）在多个省份解限的同时被纳入多项集采，预计 2023-2025 年营业收入达到 10/11/12 亿元，同比增速为 6%/10%/10%，同时毛利率逐渐回稳，预计 2023-2025 毛利率为 84%/84%/84%。

药品批发与零售业务较为稳定，预计 2023-2025 年营业收入达到 32/35/38 亿元，同比增速为-10%/8%/8%，毛利率为 10%/10%/10%。

其他业务随着公司大健康板块业务持续增长，预计 2023-2025 年营业收入达到 11/13/17 亿元，同比增速为 26%/25%/25%，毛利率为 20%/21%/21%。

随着华润入主引入优质资源，整合产业链、提高上下游议价能力，并提高终端渠道渗透率、助力产品营销。我们预计 2023-2025 年公司业务营业收入达到 83/95/109 亿元，同比增速分别为 0%/15%/15%。

费用率方面，随着公司在院内进行学术推广以及院外 OTC 营销加强，预计销售费用将有所增加，但销售费用率保持稳定，我们预计 2023-2025 年销售费用率为 29%/29%/29%；同时公司不断加强管理，严格控制各项费用支出，预计 2023-2025 年管理费用率约为 4.5%/4.5%/4.3%；公司秉持“小全面+差异化”思路，灵活采用“投资并购+合作研发+引进代理”相结合的研发模式，布局梯队化研发管线，预计 2023-2025 年研发费用率为 1.1%/1.1%/1.1%。

表14: 昆药集团盈利预测

项目/年度	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (亿元)	77.17	82.54	82.82	82.60	94.77	109.10
增长率 (%)	-4.96%	6.95%	0.35%	-0.26%	14.73%	15.12%
毛利率 (%)	43.84%	41.30%	41.52%	41.78%	42.65%	43.35%
口服剂 (亿元)	25.36	28.91	28.93	29.51	35.41	42.50
增长率 (%)	12.20%	14.03%	0.06%	2.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	70.19%	75.82%	69.26%	70.00%	70.00%	70.00%
针剂 (亿元)	12.41	8.50	9.53	10.10	11.11	12.22
增长率 (%)	-41.60%	-31.51%	12.10%	6.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	91.12%	84.54%	83.39%	84.00%	84.00%	84.00%
药品批发零售 (亿元)	37.20	40.11	35.87	32.29	34.87	37.66
增长率 (%)	4.97%	7.81%	-10.55%	-10.00%	8.00%	8.00%
毛利率 (%)	9.91%	8.42%	13.23%	10.00%	10.00%	10.00%
其他 (亿元)	2.20	5.01	8.48	10.70	13.38	16.72
增长率 (%)	15.42%	127.92%	69.22%	26.15%	25.00%	25.00%
毛利率 (%)	47.04%	31.86%	19.44%	20.00%	21.00%	21.00%

资料来源: iFind, 民生证券研究院预测

4.2 估值分析与投资建议

我们选取华润三九 (华润系)、东阿阿胶 (华润系)、达仁堂、云南白药、太极集团 5 家产品矩阵丰富、具有较强品牌影响力的综合型中药企业作为可比公司, 可比公司 PEG 均值 0.80。随着优质资产并购多方赋能, 市场竞争力将持续提升, 预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.70/0.90/1.14 元/股, 2022-2025 年 CAGR 为 31%, PEG 为 0.69, PEG 小于 1, 低于可比公司 PEG 均值, 考虑到公司未来业绩具有成长性, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

表15: 昆药集团与可比公司盈利预测

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				EPS CAGR	PEG
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
000999.SZ	华润三九	53.60	2.48	3.08	3.57	4.12	22	17	15	13	18%	0.81
600329.SH	达仁堂	28.92	1.12	1.46	1.77	2.17	26	20	16	13	25%	0.66
000538.SZ	云南白药	50.65	1.9	2.43	2.74	2.95	27	21	18	17	16%	1.17
600129.SH	太极集团	35.70	0.63	1.57	2.13	2.76	57	23	17	13	64%	0.26
000423.SZ	东阿阿胶	59.44	1.19	1.68	2.03	2.44	50	35	29	24	27%	1.08
可比公司均值							36	23	19	16	30%	0.80
600422.SH	昆药集团	18.97	0.51	0.70	0.90	1.14	38	28	21	17	31%	0.69

资料来源: iFind, 民生证券研究院;

注: 未覆盖可比公司数据采用 iFind 一致预期, 股价时间为 2024 年 3 月 7 日; CAGR 为预计的 2022-2025 年 EPS 的复合增长率, PEG 计算采用 2024E 的 PE

5 风险提示

1) 行业政策变化风险。行业安全事件对市场带来不小冲击,也促使相关法律文件频频出台。若公司在监管政策区域严格的环境下不能较好调整与适应,公司经营将面临不利变化。

2) 产品销售不及预期风险。产品销售情况受多个方面影响,如是否纳入医保或集采、同类产品多、行业竞争加剧等,都可能导致产品最终销量不及预期。

3) 产品质量风险。药品的质量和最终疗效取决于原材料采购、制剂生产、运输、贮存和使用等多个环节,任一环节的疏漏都有可能对药品质量产生不利影响。

4) 研发创新风险。药品研发要经历从研制、临床报批到投产销售的长周期、多环节,因此公司在研项目具有研发失败、竞争品种抢占先机等风险。

5) 原材料波动风险。公司产品以中成药为主,其原料价格受到气候、供需关系、国家新版质量标准等多因素影响,将一定程度上影响产品生产成本。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,282	8,260	9,477	10,910
营业成本	4,844	4,809	5,435	6,181
营业税金及附加	72	69	79	91
销售费用	2,433	2,395	2,748	3,164
管理费用	379	372	426	469
研发费用	70	91	105	120
EBIT	560	616	789	1,006
财务费用	38	19	15	14
资产减值损失	-68	-18	-20	-23
投资收益	6	56	64	74
营业利润	497	653	838	1,066
营业外收支	-20	0	0	0
利润总额	477	653	838	1,066
所得税	92	119	153	195
净利润	385	533	685	872
归属于母公司净利润	383	529	679	864
EBITDA	804	886	1,077	1,290

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,658	2,083	2,285	2,567
应收账款及票据	2,578	2,388	2,740	3,154
预付款项	244	281	318	361
存货	1,681	1,754	1,982	2,254
其他流动资产	605	623	658	697
流动资产合计	6,766	7,128	7,982	9,033
长期股权投资	24	80	144	218
固定资产	1,168	1,169	1,169	1,169
无形资产	356	365	374	382
非流动资产合计	2,666	2,575	2,607	2,680
资产合计	9,432	9,703	10,589	11,713
短期借款	913	923	933	943
应付账款及票据	977	1,000	1,131	1,286
其他流动负债	1,999	1,796	2,025	2,297
流动负债合计	3,889	3,719	4,089	4,526
长期借款	60	109	119	129
其他长期负债	341	325	319	341
非流动负债合计	401	433	437	470
负债合计	4,289	4,152	4,526	4,996
股本	758	758	757	757
少数股东权益	159	164	170	177
股东权益合计	5,143	5,551	6,063	6,717
负债和股东权益合计	9,432	9,703	10,589	11,713

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	0.35	-0.26	14.73	15.12
EBIT 增长率	7.32	9.98	28.08	27.54
净利润增长率	-24.52	38.04	28.37	27.28
盈利能力 (%)				
毛利率	41.52	41.78	42.65	43.35
净利润率	4.63	6.40	7.16	7.92
总资产收益率 ROA	4.06	5.45	6.41	7.38
净资产收益率 ROE	7.69	9.82	11.52	13.21
偿债能力				
流动比率	1.74	1.92	1.95	2.00
速动比率	1.22	1.33	1.35	1.38
现金比率	0.43	0.56	0.56	0.57
资产负债率 (%)	45.48	42.79	42.74	42.65
经营效率				
应收账款周转天数	107.40	100.00	100.00	100.00
存货周转天数	126.65	134.45	134.45	134.45
总资产周转率	0.90	0.86	0.93	0.98
每股指标 (元)				
每股收益	0.51	0.70	0.90	1.14
每股净资产	6.58	7.11	7.78	8.64
每股经营现金流	0.34	0.96	0.84	1.00
每股股利	0.16	0.22	0.28	0.36
估值分析				
PE	37	27	21	17
PB	2.9	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	17.48	15.87	13.06	10.91
股息收益率 (%)	0.84	1.17	1.50	1.90

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	385	533	685	872
折旧和摊销	244	270	288	283
营运资金变动	-476	-54	-338	-395
经营活动现金流	254	728	637	757
资本开支	-66	-200	-218	-226
投资	-178	0	0	0
投资活动现金流	-235	-49	-203	-221
股权募资	2	-1	-3	0
债务募资	331	-45	20	20
筹资活动现金流	68	-252	-229	-252
现金净流量	90	424	202	282

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 昆药集团旗下全资子公司及业务方向.....	4
图 3: 大股东华润三九收并购历程.....	5
图 4: 2018~2023Q1-Q3 公司营业总收入 (亿元).....	5
图 5: 2018~2023Q1-Q3 公司归母净利润 (亿元).....	5
图 6: 2018-2022 公司不同品类营收 (亿元).....	6
图 7: 2018-2022 公司主要业务毛利率(%)情况.....	6
图 8: 2018~2023Q1-Q3 公司费用率(%)情况.....	6
图 9: 2018~2023Q3 公司经营性现金流相关情况 (亿元).....	7
图 10: 2018~2023Q3 公司资产负债率、ROE 情况 (%).....	7
图 11: 2016-2022 年塞通软胶囊销量 (万粒).....	11
图 12: 2019-2021 年血塞通软胶囊院外销售情况 (百万元).....	11
图 13: 三七的药理作用.....	12
图 14: 2015-2020 我国 OTC 胃肠用药市场规模 (亿元, %).....	13
图 15: 2016-2022 年昆中药参苓健脾胃颗粒销售额.....	14
图 16: 2017-2023 年中国神经系统药物市场规模 (亿元).....	15
图 17: 2021 年我国公立医院神经系统药物市场占比.....	15
图 18: 2018-2022 年舒肝颗粒销售额 (亿元).....	15
图 19: 2017-2022 年香砂平胃颗粒销售额 (亿元).....	16
图 20: 华润三九品牌打造历程.....	18
图 21: 昆中药 1381 精品国药系列.....	18
图 22: 昆中药 1381"品牌营销策略.....	19
图 23: 公司"四位一体"研发格局.....	21
图 24: 公司七大医药生产平台及其主要产品.....	21
图 25: 公司不同治疗领域主要产品.....	21
图 26: 昆药商业业务布局.....	22
图 27: 昆药海外业务销售情况及毛利率 (亿元, %).....	23

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 血塞通系列产品.....	8
表 2: 血塞通系列产品集采中标情况.....	9
表 3: 2023H1 中国城市实体药店终端心脑血管中成药产品 TOP10 (亿元).....	9
表 4: 2022 年公司在脑卒中治疗领域相关循证医学成果.....	10
表 5: 2022 年血塞通口服制剂样本医院销售份额.....	10
表 6: 血塞通软胶囊单价变化销售额测算.....	12
表 7: 以三七为主要成分的中成药大单品销售情况.....	13
表 8: 2022 年中国城市实体药店终端消化系统中成药产品 TOP20 (亿元).....	14
表 9: 舒肝颗粒入选指南与专家共识情况.....	16
表 10: 香砂胃平颗粒在集采中的中标情况.....	17
表 11: 香砂平胃颗粒入选指南与专家共识情况.....	17
表 12: 昆中药研发项目基本情况.....	19
表 13: 公司在研项目进展.....	20
表 14: 昆药集团盈利预测.....	25
表 15: 昆药集团与可比公司盈利预测.....	25
公司财务报表数据预测汇总.....	27

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026