

# 昆药集团(600422)公司深度报告： “777” 前瞻布局老年慢病，“1381” 重塑最老老字号

评级：买入(维持)

周小刚(证券分析师)  
S0350521090002  
zhouxg@ghzq.com.cn

年庆功(证券分析师)  
S0350524060001  
nianqg@ghzq.com.cn

## 最近一年走势



## 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
昆药集团	-5.9%	6.4%	-8.2%
沪深300	-0.3%	1.5%	-6.9%

## 市场数据

2024/06/04

当前价格 (元)	21.37
52周价格区间 (元)	15.18-25.23
总市值 (百万)	16,179.53
流通市值 (百万)	16,176.57
总股本 (万股)	75,711.40
流通股本 (万股)	75,697.58
日均成交额 (百万)	173.38
近一月换手 (%)	1.18

## 相关报告

《昆药集团 (600422) 2023年年报点评报告：持续融入华润三九，公司发布五年战略规划 (买入) \*中药 II \*周小刚》——2024-03-26

《昆药集团 (600422) 2023年半年报点评报告：业务整合变革，业绩短期波动 (买入) \*中药 II \*周小刚》——2023-08-31

《昆药集团 (600422) 点评报告：控股股东变更，公司成长进入新阶段 (买入) \*中药 II \*周小刚》——2023-01-29

- ◆ **地处云南，深耕植物药和经典中药：**昆药集团1951年成立，持续深耕“三棵草”（三七、青蒿、天麻），三七制剂布局全面、青蒿类产品通过WHO PQ认证、国内首家人工合成天麻素制剂。2003年收购昆明中药厂进入经典中药领域，持续深挖“昆中药 1381”的历史内涵和丰富产品。同时公司通过与外资合作引进优秀化药产品。
- ◆ **重回国资序列，华润赋能可期：**2002年民企华立集团获得公司控制权，2022年央企华润三九收购公司28%股权，公司重回国资序列。华润三九是国内品牌OTC的头部企业，2022年收入180.79亿元。华润三九在渠道管理和品牌运作上积累丰富，有望赋能公司未来发展。
- ◆ **三七大品类，“777”大品牌值得期待：**中国人口老龄化程度不断深入，心脑血管疾病预防、治疗、康复市场潜力大。三七类中成药制剂和三七饮片市场规模大、群众基础良好。公司深度布局三七全产业链，2024年发布“777”品牌，有望推动三七产业升级和品牌集中度提升。
- ◆ **“昆中药 1381”历史悠久，经典中药重放光彩：**昆中药肇始于1381年，是经过吉尼斯认证的最古老的中药企业。昆中药的核心产品参苓健脾胃颗粒和舒肝颗粒，形成差异化特色。悠久历史和特色产品在品牌赋能和渠道赋能下，有望重新焕发光彩。
- ◆ **盈利预测和评级：**我们预计，2024-2026年公司营业收入85.78亿元/95.79亿元/107.49亿元，归母净利润5.87亿元/7.64亿元/9.58亿元，对应PE 26.97X/20.72X/16.54X。我们认为，公司质地优秀，华润三九成为控股股东后多方面赋能，有望带动公司经营持续改善。维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**产品销售放量不及预期，行业集采政策降价超预期，渠道能力建设不及预期，品牌打造速度不及预期，公司业绩表现不及预期

一、重回国资序列，品类焕然新发.....	5
二、心脑血管大市场，三七产品大有可为.....	11
三、三七产品全面布局，软胶囊潜力大.....	24
四、昆中药1381，打造精品国药领先者.....	36
五、组建1951事业部，推动院内重拾稳健.....	43
六、融入华润三九，发展进入新阶段.....	53
七、公司概况和财务分析.....	60
八、投资评级和风险提示.....	66

01

## 重回国资序列，品类焕然新发

图表：昆药集团公司发展历程

阶段	产品与研发	销售与财务	股权与并购
1951-2000年： 上市前			<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 1951年，昆明制药厂成立，云南第一家国营药企。</li> <li>➢ 1992年，与美国爱华克斯合资成立贝克诺顿制药（KBN）。</li> </ul>
2000-2008年 天然植物药	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 2000年，公司主要制药产品是蒿甲醚系列、三七系列、天麻系列。</li> <li>➢ 2001年，天麻素注射液系列产品获批。贝克诺顿的阿法骨化醇软胶囊获批。</li> <li>➢ 2004年，从日本SKK引进的阿尔治（玻璃酸钠注射液）上市，血塞通软胶囊获批。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 2000年，主营收入5.12亿元，净利润0.35亿元，外购商品收入1.68亿元。</li> <li>➢ 2003年，主营收入6.65亿元，其中工业收入5.57亿元，净利润0.70亿元。</li> <li>➢ 2005年，主营收入12.08亿元，其中商业流通收入6.48亿元、蒿甲醚系列收入1.5亿元，净利润-0.45亿元。</li> <li>➢ 2008年，总收入13.11亿元，其中工业收入8.41亿元，净利润0.36亿元。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 2000年，上海证券交易所上市。</li> <li>➢ 2002年，云南红塔、云南医药、昆明科耀将股权转让给华立集团，华立集团成为昆药第一大股东（29.34%）。</li> <li>➢ 2003年，收购云南金泰得三七产业股份57.39%股份，加强三七产业链布局；收购昆明中药厂65%股权，进入经典中药领域。</li> <li>➢ 2005年，收购西双版纳药业51.1%股权，主要经营傣药。</li> <li>➢ 2006年，股权分置改革。</li> <li>➢ 2007年，云南医药国有法人股无偿划拨给云南国有资产经营责任有限公司，云南国有资产成为昆药第三大股东（7.43%）。</li> </ul>
2009年-2014年： 心脑血管注射剂		<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 2009年，总收入14.3亿元，工业收入9.29亿元，外购商品收入5.1亿元。净利润0.58亿元，其中，昆明中药厂净利润0.14亿元。</li> <li>➢ 2010年，完成营销组织架构调整，对全国销售地区实行分区管理；同时对产品进行分组管理，单独管理并重点发展口服制剂。</li> <li>➢ 2014年，总收入40.93亿元，其中工业收入19.96亿元。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 2009年，云南国有资产经营责任有限公司所持股份变更为云南省工业投资控股集团持有，云南省工业投资控股集团成为昆药第二大股东（12.35%）。</li> </ul>
2015年至今 注射剂向口服， 院内向院外	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 2016年，参股美国 GPI 公司，介入新型抗癌纳米配位聚合物（NCP）技术平台；参股美国 RiMO 公司，介入全球首创的高效、低毒的革命性癌症治疗技术平台；取得“双氢青蒿素片新适应症-红斑狼疮”项目临床批件，拓展青蒿素新适应症研究。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 2015年，总收入49.16亿元，归母净利润4.21亿元。工业收入23.54亿元。舒肝系列产品销售额首次突破亿元大关。</li> <li>➢ 2023年，总收入77.03亿元，归母净利润4.45亿元。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 2015年，公司更名昆药集团股份有限公司，金泰得药业更名血塞通药业。收购华方科泰100%股权，完成青蒿素产业链布局。收购贝克诺顿49%股权，公司拥有贝克诺顿99%的股权。</li> <li>➢ 2016年，云南合和股份有限公司吸收合并云南红塔集团有限公司，红塔所持有昆药股份全部变更至合和名下，云南合和股份有限公司成为昆药第二大股东（7.61%）。</li> <li>➢ 2017年，实施有效期五年800万股股票的股权激励计划。</li> <li>➢ 2022年底，华润三九通收购昆药集团28%股份。</li> </ul>

- **布局现代中药和经典中药，国际合作引入化药：**公司引领中国三七制剂现代化。20世纪70年代公司分离出三七总皂苷中间体，1983年应用于临床。2003年公司并购昆明中药厂布局经典中药。公司通过与外资建立合资公司引进全球经典化药。

图表：昆药集团主要产品（价格截至2024年4月）

产品名称	适应症	上市年份	医保目录	基药目录	独家产品	价格	日用量
注射用血塞通(冻干)	活血祛瘀，通脉活络	1997年	2004年	2009年		16.28元/100g; 9.22元/200mg; 30.55元/400mg	200-400mg
天麻素注射液	神经衰弱、神经衰弱综合征及血管神经性头痛等症	2001年	2004年			14.71元/0.2g	0.2g*3
血塞通软胶囊	活血祛瘀，通脉活络	2004年	2004年			1.74元/100mg	100mg*6
舒肝颗粒	舒肝理气，散郁调经	1995年	2004年		是 (独家剂型)	68.00元/16*3g	3g*2
参苓健脾胃颗粒	补脾健胃，利湿止泻	1995年				36.8元/8*5g	5g*2
香砂平胃颗粒	健脾，温中，燥湿	1995年	2009年	2012年		24.80元/8*5g	5g*2
阿法骨化醇软胶囊	钙代谢紊乱性疾病	2001年	2004年	2012年		1.09元/0.25 μg	0.25 μg*4
玻璃酸钠注射液	变形性膝关节病	2014年	2017年			166.83元/25mg	25mg（每周）

# 推荐理由1：华润三九入局，渠道和品牌赋能逐渐落地

- **品牌OTC龙头企业入主，确立新目标：**2022年华润三九收购昆药集团28%股份。华润三九是国内OTC头部企业，2022年收入180.79亿元，24.03亿元。华润三九采取“1+N”品牌策略，主品牌“999”知名度高。2022年28个产品收入过亿。2023年昆药集团提出打造“银发健康产业引领者、精品国药领先者、老龄健康-慢病管理领导者”。

图表：华润三九入主昆药集团主要事件

2022年5月，原控股股东华立医药及其一致行动人华立集团与华润三九签署了《股份转让协议》，收购昆药集团28%股权。

2022年12月，华立医药和华润三九完成股份完成过户登记。

2023年1月，昆药集团改组董事会和监事会改组工作暨控制权发生变更。

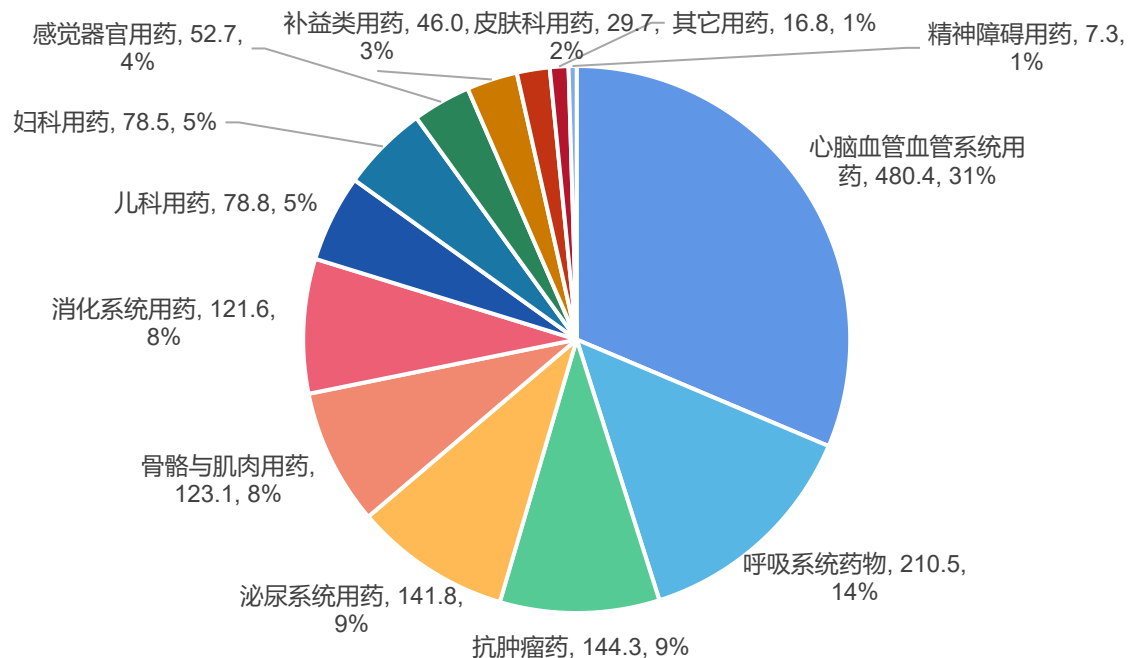
2023年年底，公司完成营销组织变革，在原有营销体系架构基础上，成立“1381、1951、777”三个事业部。



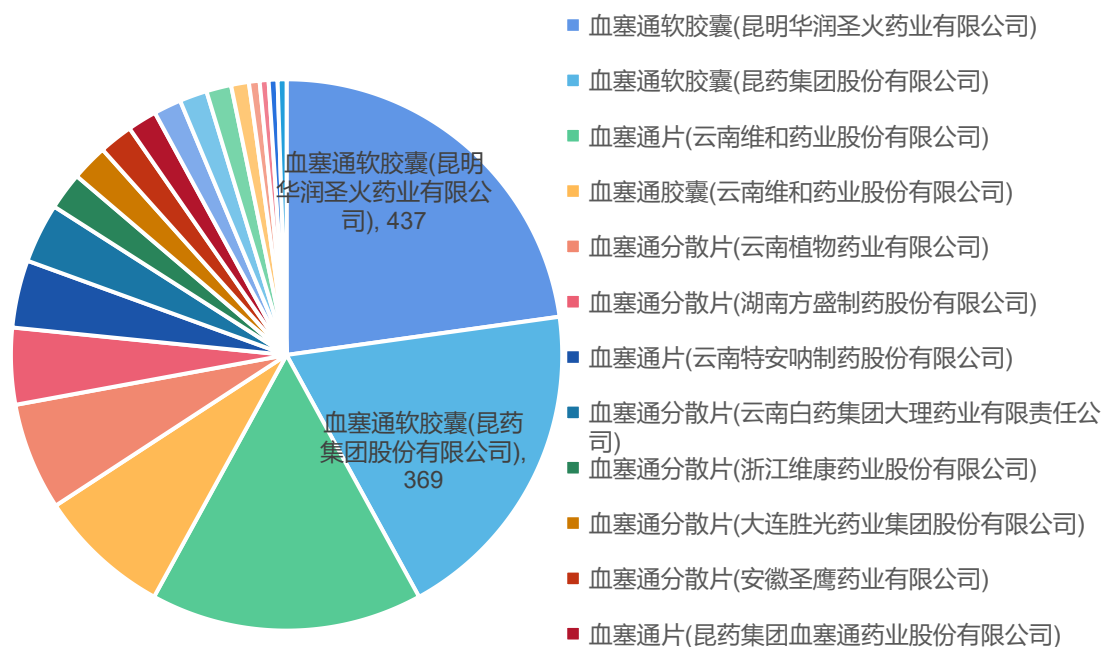
# 推荐理由2：老年慢病大市场，三七产品大有可为

- **心脑血管是中药大领域，三七产品大有可为**：根据PDB中药数据，2023年心脑血管用药占比31%，是第一大适应症板块。三七药材历史悠久，三七类产品是心脑血管头部品类。根据中康CMH零售数据，华润圣火和昆药集团的血塞通软胶囊是三七口服头部产品。三七饮片是零售渠道的头部饮片品类。“777”品牌有望受益三七产品品牌集中度提升。

图表：2023年PDB中药数据库院内中药大类构成（亿元）



图表：中康CMH零售2023年血塞通系列产品竞争格局（百万元）



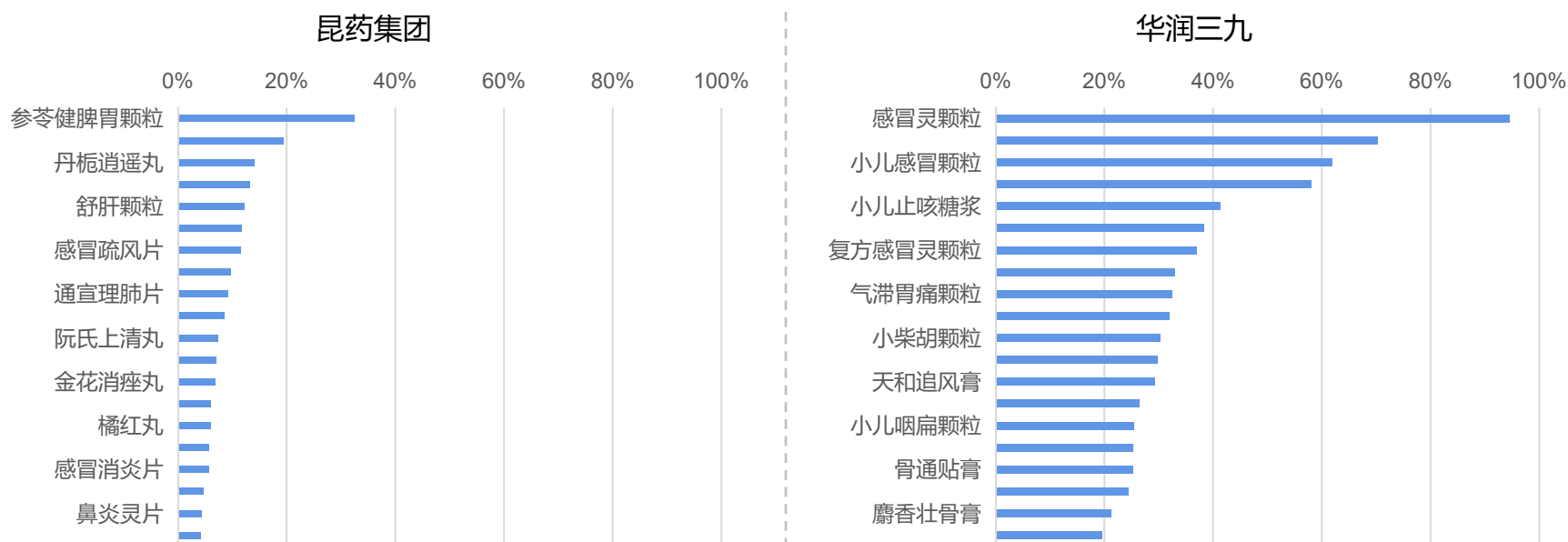
# 推荐理由3：昆中药1381，国内中药最老老字号

- 昆中药1381国内最老老字号，焕发新生：昆中药历史肇起于1381年，是国内最老的中药老字号。公司成为华润三九子公司后，华润三九品牌运营和渠道能力能够赋能昆中药。

图表：国内头部中药OTC企业起源年代

企业名称	品牌起源年代
昆中药	1381年
广誉远	1541年
广药集团	1600年
片仔癀	明朝末年
九芝堂	1650年
北京同仁堂	1669年
云南白药	1902年
达仁堂	1912年
华润三九	1985年
东阿阿胶	1952年
华润江中	1969年
康恩贝	1969年
扬子江	1971年
太极集团	1972年
仲景宛西	1978年
济川药业	1979年
羚锐制药	1992年
以岭药业	1992年
天士力	1994年
修正药业	1995年
葵花药业	1998年
步长制药	2001年

图表：中康CMH 2023年Q4昆药集团和华润三九Top20产品零售药店铺货率



## 02 心脑血管大市场，三七产品大有可为

# 心血管和脑血管疾病对人类健康危害重大

- **心脑血管疾病死亡率高**：GBD 2015数据显示，心血管疾病、癌症和慢性呼吸道疾病是前三位的非传染病致死因素。2015年全球因心血管疾病死亡1792.1万人，年龄标准化死亡率为285.5/10万人。其中缺血性心脏病和脑血管疾病是最高发的心脑血管疾病。根据《中国卫生健康统计年鉴2022年》，2021年中国城市居民疾病死亡率前三位分别是心脏病、恶性肿瘤和脑血管病，分别为165.37/10万人、158.70/10万人、140.02/10万人。

图表：2005和2015年全球各病因造成的死亡人数和死亡率

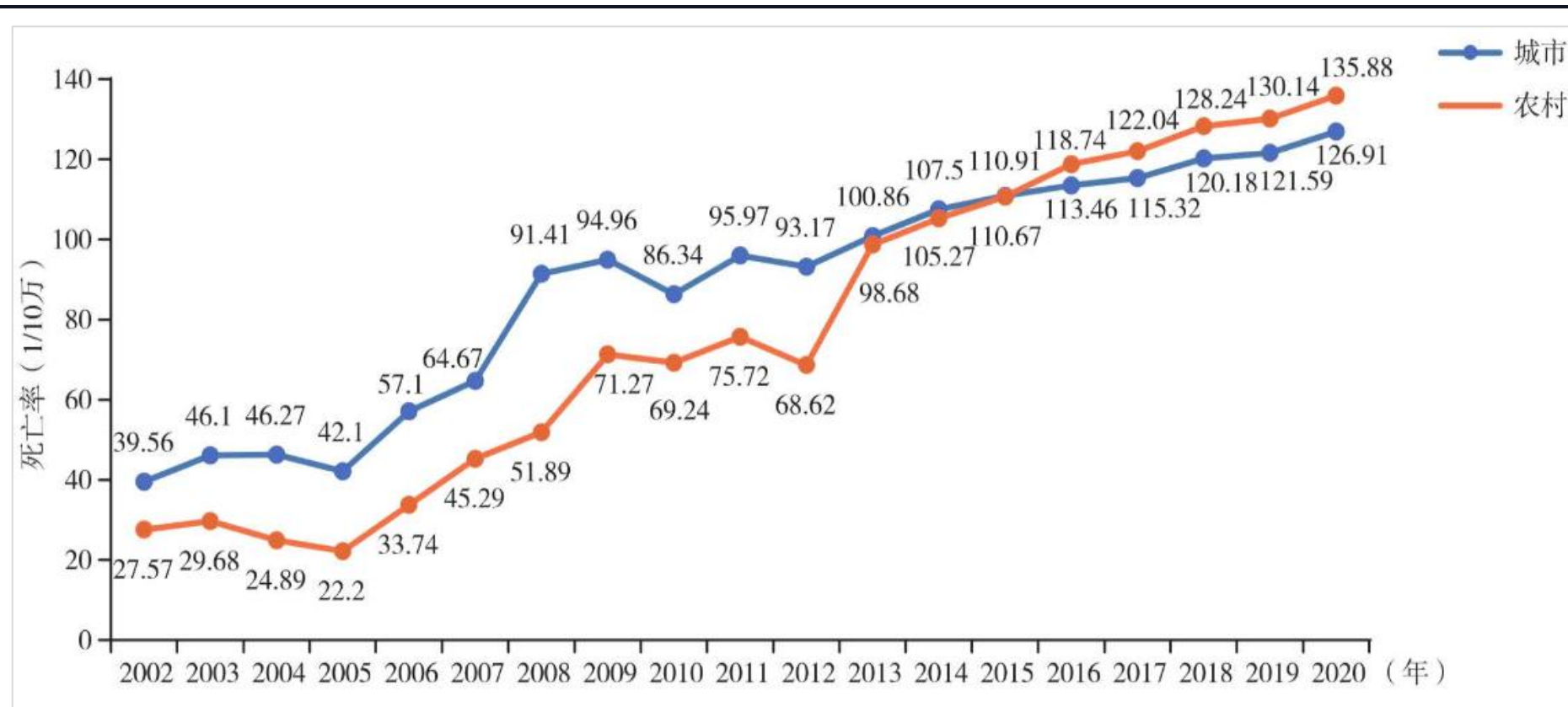
	All age deaths (thousands)			Age-standardised mortality rate (per 100 000)		
	2005	2015	Percentage change, 2005-15	2005	2015	Percentage change, 2005-15
<b>All causes</b>	53 618.5 (53 139.8 to 54 075.8)	55 792.9 (54 984.1 to 56 640.3)	4.1 (2.6 to 5.6)	1024.0 (1015.1 to 1032.6)	850.1 (838.3 to 862.4)	-17.0 (-18.1 to -15.8)
<b>Communicable, maternal, neonatal, and nutritional diseases (Group 1 causes)</b>	14 023.9 (13 734.8 to 14 335.3)	11 263.6 (10 922.7 to 11 594.5)	-19.7 (-21.6 to -17.8)	226.2 (221.3 to 231.6)	159.3 (154.4 to 163.9)	-29.6 (-31.3 to -27.9)
<b>Non-communicable diseases</b>	34 835.6 (34 441.3 to 35 277.1)	39 804.2 (39 210.8 to 40 452.2)	14.3 (12.6 to 16.0)	719.1 (711.9 to 727.3)	624.7 (615.8 to 634.5)	-13.1 (-14.3 to -11.9)
<b>Cardiovascular diseases</b>	15 933.7 (15 732.1 to 16 161.6)	17 921.0 (17 590.5 to 18 276.8)	12.5 (10.6 to 14.4)	338.1 (333.8 to 342.9)	285.5 (280.2 to 291.2)	-15.6 (-16.9 to -14.2)
Rheumatic heart disease	333.2 (313.1 to 349.5)	319.4 (297.3 to 337.3)	-4.1 (-8.2 to -0.1)	6.4 (6.0 to 6.7)	4.8 (4.5 to 5.1)	-24.7 (-27.9 to -21.6)
Ischaemic heart disease	7648.4 (7551.5 to 7774.3)	8917.0 (8751.6 to 9108.8)	16.6 (14.6 to 18.6)	163.1 (160.8 to 165.6)	142.1 (139.5 to 145.2)	-12.8 (-14.2 to -11.4)
Cerebrovascular disease	6020.9 (5920.2 to 6127.1)	6326.1 (6175.2 to 6492.9)	5.1 (2.7 to 7.5)	127.9 (125.8 to 130.1)	101.0 (98.6 to 103.6)	-21.0 (-22.8 to -19.2)
Ischaemic stroke	2760.8 (2682.7 to 2837.5)	2978.0 (2880.8 to 3068.8)	7.9 (5.2 to 10.6)	61.3 (59.5 to 62.9)	48.9 (47.3 to 50.4)	-20.2 (-22.1 to -18.1)
Haemorrhagic stroke	3260.1 (3169.2 to 3359.8)	3348.2 (3240.9 to 3500.1)	2.7 (-0.6 to 6.4)	66.7 (64.9 to 68.7)	52.1 (50.4 to 54.5)	-21.9 (-24.3 to -19.0)
Hypertensive heart disease	760.5 (711.9 to 823.7)	962.4 (873.6 to 1024.5)	26.5 (17.5 to 32.3)	16.2 (15.2 to 17.5)	15.4 (13.9 to 16.4)	-4.9 (-11.9 to -0.6)
Cardiomyopathy and myocarditis	328.8 (315.8 to 338.8)	353.7 (339.5 to 370.6)	7.6 (3.8 to 11.4)	6.4 (6.2 to 6.6)	5.4 (5.2 to 5.7)	-16.1 (-18.9 to -13.2)
Atrial fibrillation and flutter	142.8 (117.3 to 172.0)	195.3 (159.5 to 236.2)	36.8 (34.0 to 39.6)	3.4 (2.8 to 4.1)	3.3 (2.7 to 4.0)	-3.4 (-4.9 to -1.9)
Aortic aneurysm	134.8 (131.7 to 138.3)	168.2 (163.6 to 172.8)	24.8 (19.5 to 28.5)	2.9 (2.8 to 3.0)	2.7 (2.6 to 2.8)	-6.6 (-10.4 to -3.8)
Peripheral vascular disease	38.1 (36.7 to 39.6)	52.5 (49.7 to 55.7)	37.7 (30.1 to 46.5)	0.9 (0.8 to 0.9)	0.9 (0.8 to 0.9)	-0.3 (-5.9 to 6.3)
Endocarditis	68.8 (60.4 to 74.7)	84.9 (74.7 to 93.0)	23.4 (18.5 to 28.2)	1.4 (1.2 to 1.5)	1.3 (1.2 to 1.4)	-4.6 (-8.1 to -1.1)
Other cardiovascular and circulatory diseases	457.4 (446.7 to 470.6)	541.4 (521.7 to 561.2)	18.4 (14.0 to 22.5)	9.6 (9.3 to 9.8)	8.6 (8.3 to 8.9)	-10.3 (-13.5 to -7.4)

图表：2021年中国城市居民主要疾病死亡率及构成

疾病名称	11-1-5 2021年城市居民主要疾病死亡率及构成								
	合计			男			女		
	死亡率 (1/10万)	构成 (%)	位次	死亡率 (1/10万)	构成 (%)	位次	死亡率 (1/10万)	构成 (%)	位次
传染病（含呼吸道结核）	5.30	0.82	10	7.36	1.00	10	3.21	0.58	11
寄生虫病	0.07	0.01	16	0.06	0.01	16	0.08	0.01	16
恶性肿瘤	158.70	24.61	2	200.10	27.20	1	116.76	21.11	3
血液、造血器官及免疫疾病	1.33	0.21	13	1.39	0.19	13	1.27	0.23	13
内分泌、营养和代谢疾病	24.15	3.74	6	24.31	3.30	6	23.99	4.34	6
精神障碍	3.45	0.54	11	3.07	0.42	11	3.84	0.70	10
神经系统疾病	9.44	1.46	8	9.36	1.27	8	9.53	1.72	8
心脏病	165.37	25.64	1	171.26	23.28	2	159.40	28.83	1
脑血管病	140.02	21.71	3	155.32	21.11	3	124.52	22.52	2

- **冠心病是心脏疾病中死亡率最高的病种**：2013年中国第五次卫生服务调查显示，中国大陆15岁及以上人口冠心病的患病率城市地区为12.3%，15岁以上人口冠心病的患病人数为1140万例。2002-2020年中国冠心病死亡率持续提升。

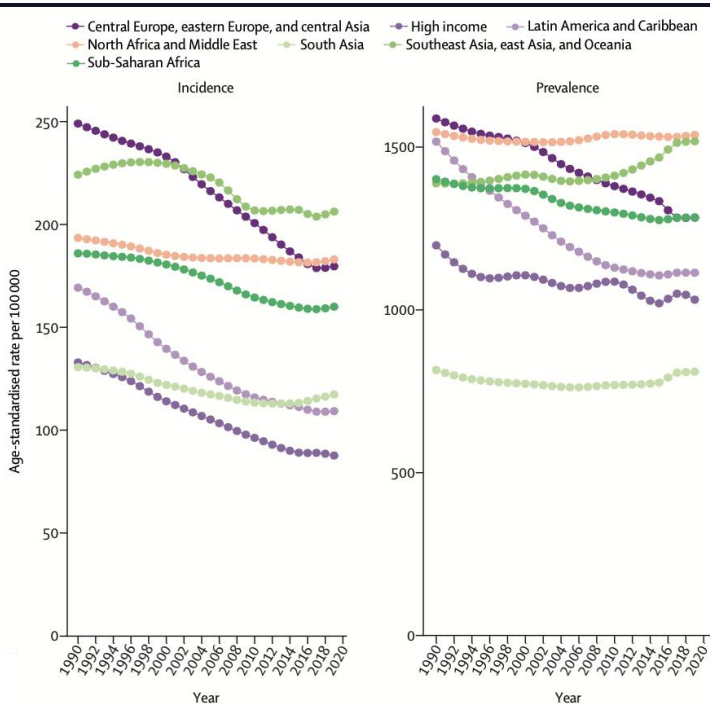
图表：2002-2020年中国城乡地区冠心病死亡率变化趋势



# 心血管和脑血管疾病对人类健康危害重大

- **脑卒中发病率高、危害大：**脑卒中是一组突发的局部脑血液循环障碍引起的神经功能障碍的疾病总称。据全球疾病负担组织数据，2019年全球有1220万新发病例，现存1.01亿患者，造成655万例死亡。2019年，中国新发病例394万，现存患者2876万，造成死亡219万例。脑卒中是全球第二位的死亡因素。
- **脑卒中症状严重、恢复较慢：**脑卒中可分为缺血性脑卒中和出血性脑卒中。据默沙东诊疗指南（2020年4月审查版），其中缺血性脑卒中占比约80%。症状的严重程度与受累的大脑预期和持续时间高度相关。约50%严重和中等偏瘫患者通过长期康复治疗最终可以恢复到生活自理水平，约10%的病人能够完全康复，约20%的缺血性脑卒中患者在住院期间死亡。

图表：全球脑卒中发病率和流行率变化



图表：脑卒中发生部位和主要症状

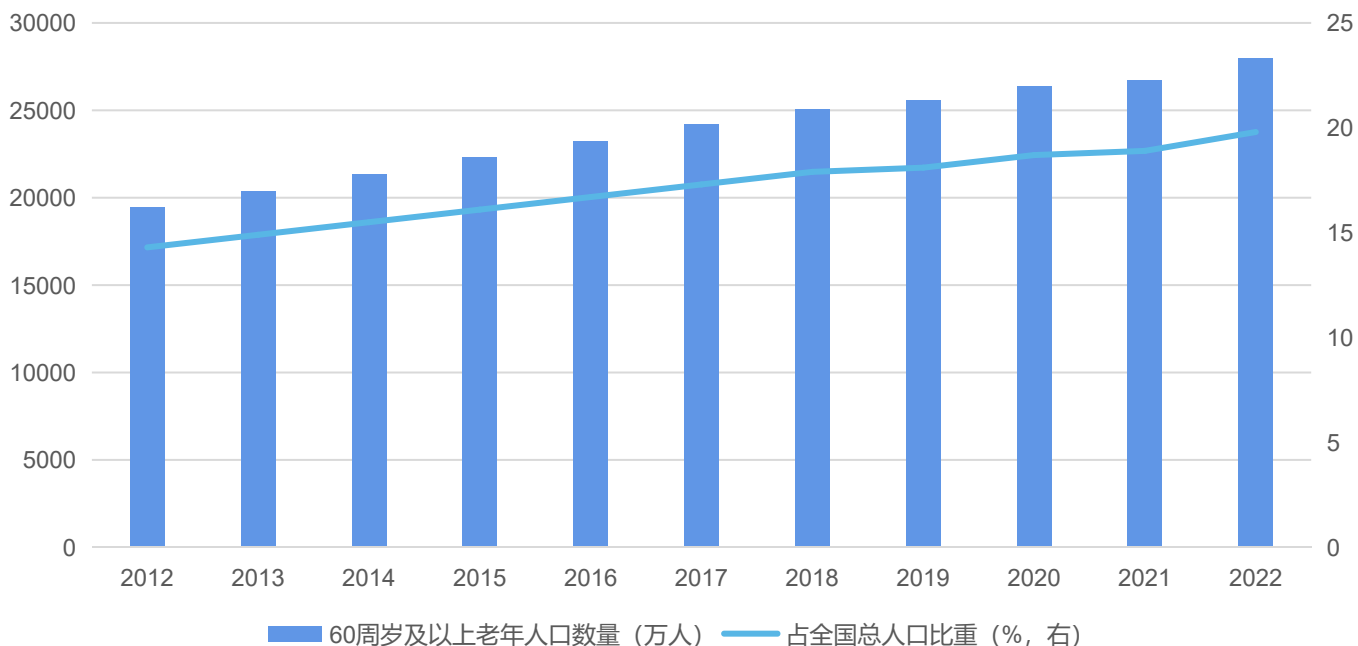
症状和体征	综合征
对侧肢体偏瘫（下肢为重），尿失禁、淡漠、意识障碍、判断力下降、缄默、握持反射、失用性步态	大脑前动脉（不常见）
对侧肢体偏瘫（脸部、上肢重于下肢），构音障碍，偏身感觉缺失，对侧同向偏盲，失语（如果优势半球受累），或失用、偏身感觉忽略（如果非优势半球受累）	大脑中动脉（常见）
对侧同向偏盲、单侧皮层盲、记忆力减退、单侧动眼神经麻痹、偏身投掷	大脑后动脉
单眼视力减退（黑矇症）	眼动脉（颈内动脉分支）
单侧或双侧脑神经受累（如眼震、眩晕、吞咽困难、构音障碍、复视、失明等）、躯干或肢体共济失调、痉挛性瘫痪、交叉性感觉运动障碍*、意识障碍或昏迷、死亡（如果基底动脉完全性阻塞）、心动过速、血压不稳定	椎基底动脉系统
不伴有皮层功能受累，并伴有下列一项： <ul style="list-style-type: none"> <li>• 单纯运动轻偏瘫</li> <li>• 单纯偏身感觉障碍</li> <li>• 共济失调轻偏瘫</li> <li>• 构音障碍手笨拙综合征</li> </ul>	腔隙性脑梗
*同侧面部无力、感觉缺失及对侧肢体偏瘫、偏身感觉减退提示病变在脑桥或延髓。	

资料来源：默沙东诊疗指南、《Global, regional and national burden of stroke and its risk factors, 1990–2019: a systematic for the Global Burden of Disease Study 2019》、国海证券研究所

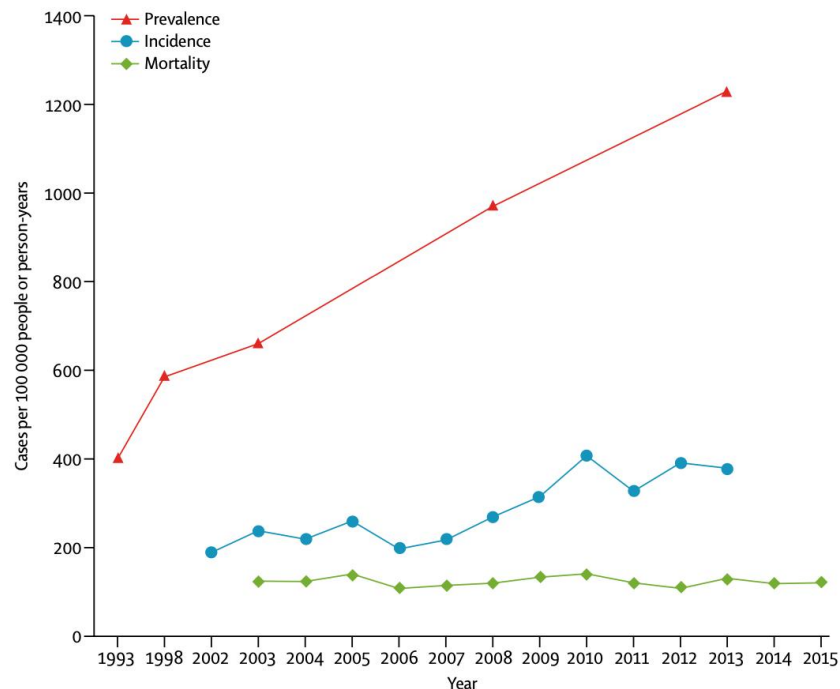
# 心血管和脑血管疾病对人类健康危害重大

- **中国人口老龄化加剧，推动心脑血管疾病高发：**据国家卫健委测算，我国老年人口（60岁及以上）将从2021年的2.67亿增加至2035年突破4亿人。脑卒中在50岁以上人群高发，70-79岁人群发病率6670.5例每十万人\*。中国2019年脑卒中发病人数相较1990年提高123.5%，发病率提高86.0%#。据《中国心血管健康与疾病报告2022》，60岁以上人群冠心病患病率为27.8%。

图表：2012年-2022年全国60周岁及以上老年人口数量及占全国总人口比重



图表：中国脑卒中流行、发病率和死亡率变化

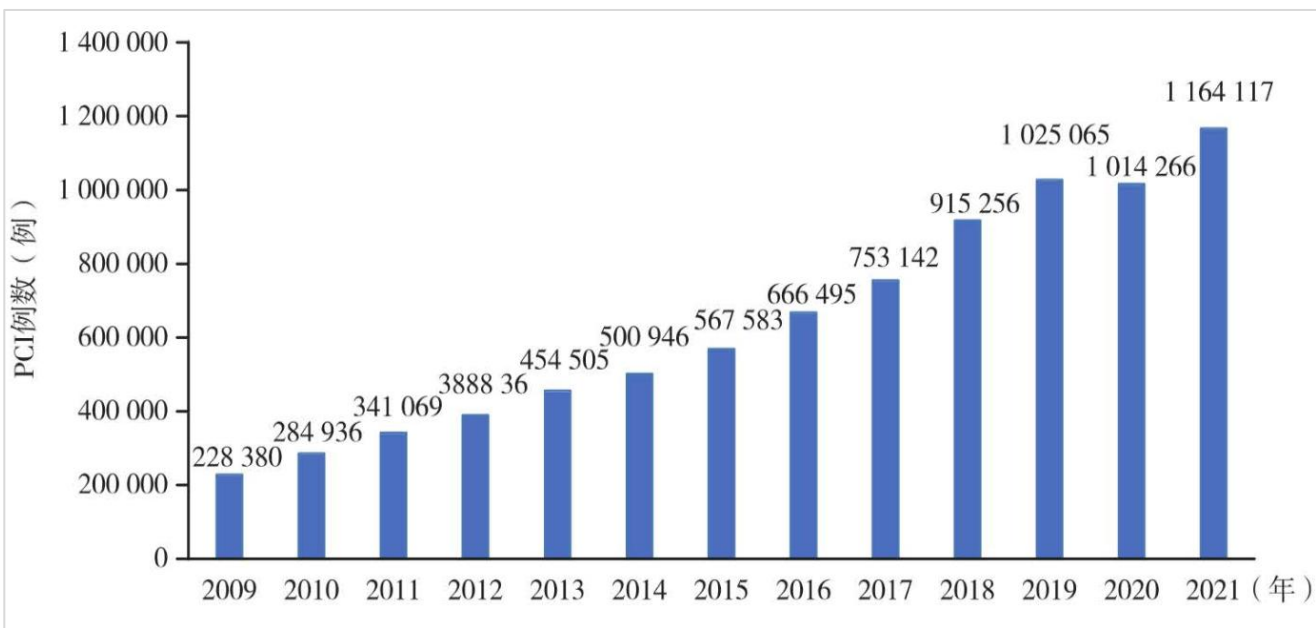


资料来源：《2022年度国家老龄事业发展公报》、《Stroke in China: advances and challenges in epidemiology, prevention and management》、国海证券研究所  
\*Prevalence, Incidence and Mortality of Stroke in China, #Temporal trend and attributable risk factors of stroke burden in China, 1990-2019: an analysis for the Global Burden of Disease Study 2019

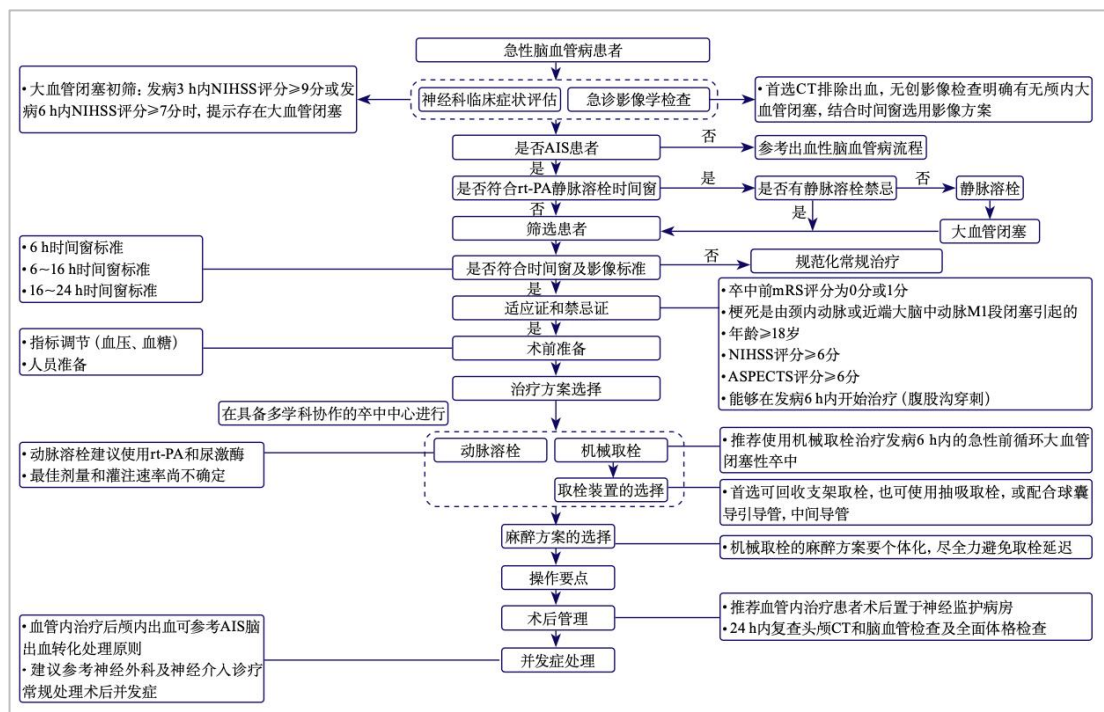
# 心脑血管疾病是中药重点板块

- **手术治疗是冠心病和急性缺血性脑卒中的核心治疗方式**：溶栓治疗是急性心肌梗死的有效治疗方法，具有快速、简便的优点，在不具备PCI条件或PCI时间延迟时应首选溶栓治疗，且在12h以内皆可获得较好的疗效。与单纯药物治疗相比，PCI和CABG在提高老年患者的生活质量、减少再住院率等方面更有优势。《中国脑血管病临床管理指南（第2版）》推荐，急性缺血性脑卒中患者接受静脉溶栓治疗和桥接/血管内治疗。

图表： 2009—2021年中国大陆地区PCI治疗例数



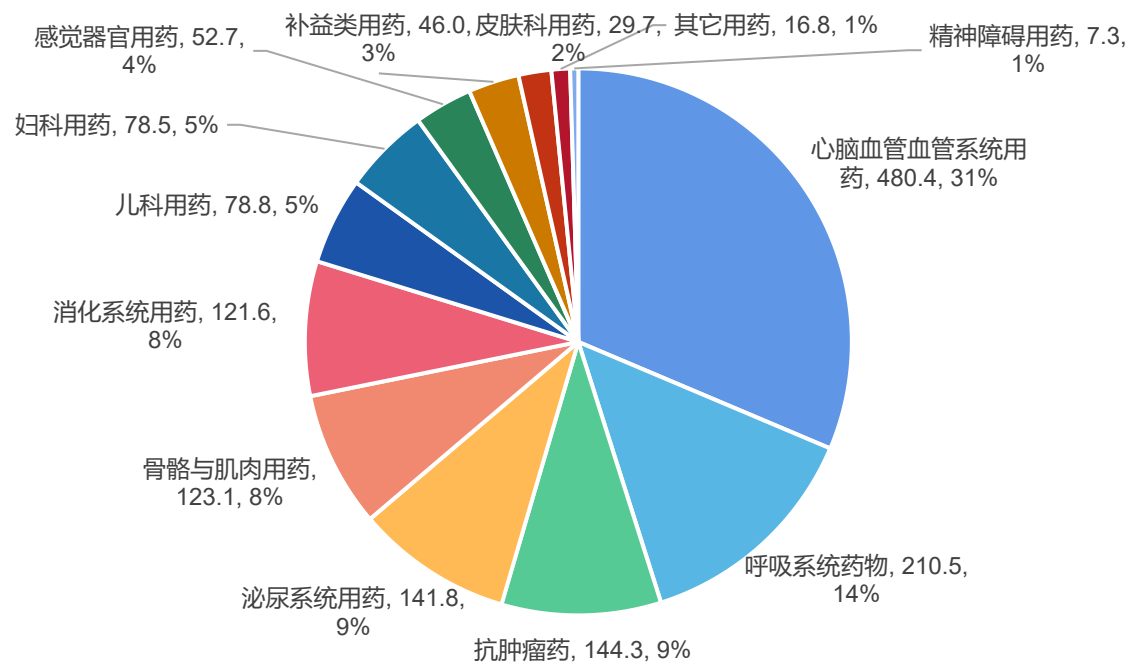
图表：急性缺血性脑卒中血管内治疗救治流程



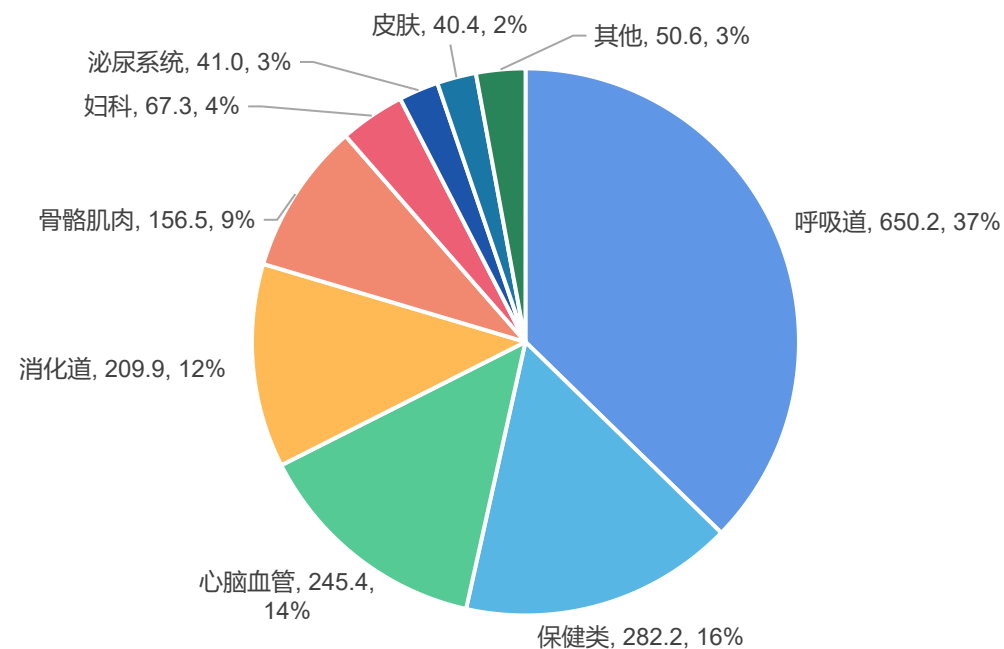


- **心脑血管疾病预防和康复孕育中药大市场**：从现代医学角度，心脑血管疾病发病涉及多方面因素，如高血压、血脂代谢异常、糖尿病、慢性肾病等，无法从单方面排除风险、进行预防。冠心病和脑卒中一旦发病对身体损伤较大，度过危险期后的康复期也主要以对症治疗为主。在中医药理论指导下，心脑血管用中成药为患者提供了另外的选择。根据PDB中药数据库和中康CMH，心脑血管用中药分别是中药领域院内第一大板块和院外第三大板块。

图表：2023年PDB中药数据库院内大类构成（亿元）

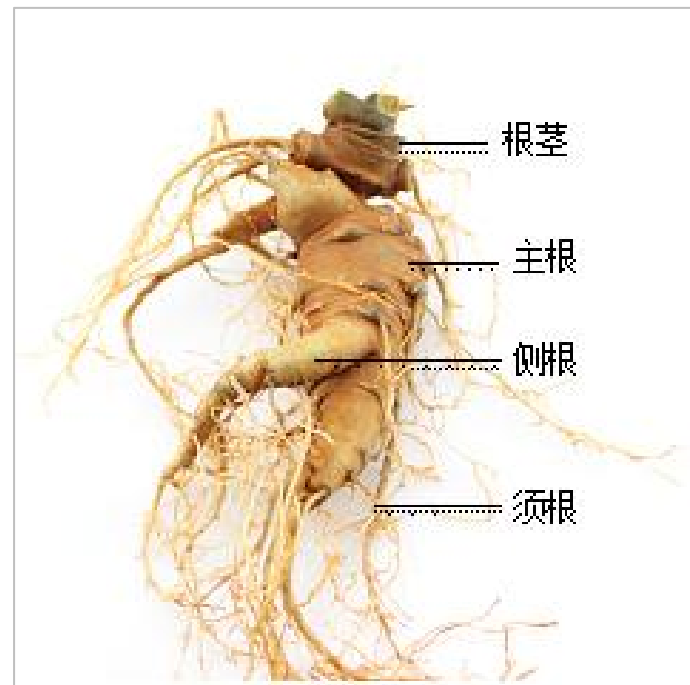


图表：2023年中康CMH零售渠道中成药大类构成（亿元）



- **三七**：属于五加科人参属。三七的干燥根及根茎，性温，味甘、微苦，归肝、胃经，具有“散瘀止血，消肿止痛”的功效，用于咯血、吐血、衄血、便血、崩漏、外伤出血、胸腹刺痛、跌扑肿痛的治疗。对心脑血管系统、代谢系统、血液系统、神经系统、免疫系统疾病防治有确切效用，享有“金不换”、“南国神草”、“参中之王”之美誉。
- **药用历史**：三七作为药材为民间所用始于明朝。最早最确切的文字记录出自1575年成书的《医门密旨》，1578年李时珍编撰《本草纲目》，认为三七“阳明厥阴血分之药，故能治一切血病”。

图表：三七药材图样

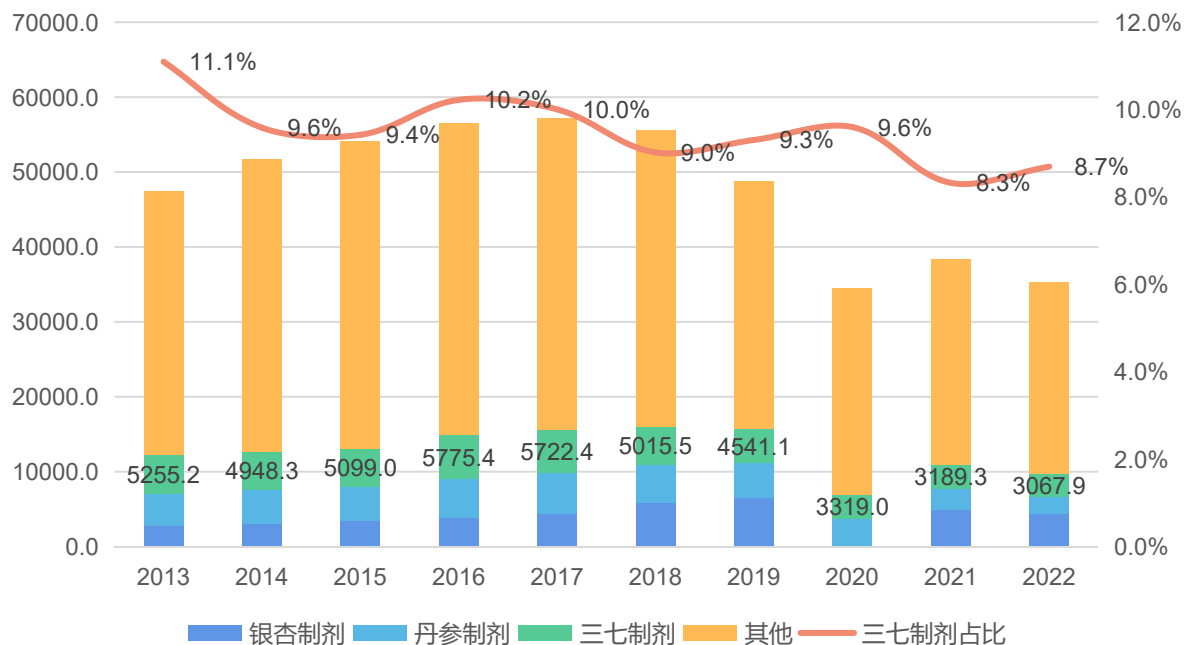


- **三七类药品众多**：据云南省三七研究院统计，以三七为原料的中成药制剂有460余种，药品批准文号3600多个，其中国家基本药物和中药保护品种目录中有10种。知名产品包括血塞通、血栓通、云南白药、复方丹参滴丸、稳心颗粒等。
- **三七类药品功效多样**：三七传统药理功效主要集中在“活血化瘀、消肿止痛”等方面，随着三七药理活性研究的深入，三七的抗肿瘤、抗衰老、增强免疫、改善中枢神经等系统功能的药理功效也不断被发现，现已成为我国预防和治疗心血管疾病的基础药物，在治疗脑动脉血管硬化、缺血性脑损伤、脑梗死、脑出血等疾病中发挥了重要作用。
- 2021年，国家中医心血管病临床医学研究中心、中国医师协会中西医结合医师分会、中国中西医结合学会活血化瘀专业委员会等编写《三七总皂苷制剂临床应用中国专家共识》。推荐三七总皂苷制剂用于治疗：
  - 心血管疾病，包括冠心病心绞痛、急性心肌梗死、中医辨证属瘀血阻滞型；
  - 神经系统疾病，包括缺血性脑卒中、出血性脑卒中、短暂性脑缺血发作、中医辨证属瘀血阻滞型；
  - 治疗糖尿病及并发症，包括2型糖尿病、糖尿病周围神经病变、糖尿病肾病、中医辨证属瘀血阻滞型；
  - 周围血管疾病，包括视网膜静脉阻塞、下肢静脉栓塞、动脉硬化闭塞症、中医辨证属瘀血阻滞型；
  - 呼吸系统疾病，包括慢性阻塞性肺病、慢性呼吸衰竭、急性肺栓塞、中医辨证属瘀血阻滞型；
  - 消化系统疾病，包括急性胰腺炎、肝纤维化、胃溃疡、中医辨证属瘀血阻滞型；
  - 泌尿系统疾病，包括肾病综合征、慢性肾衰竭、中医辨证属瘀血阻滞证。

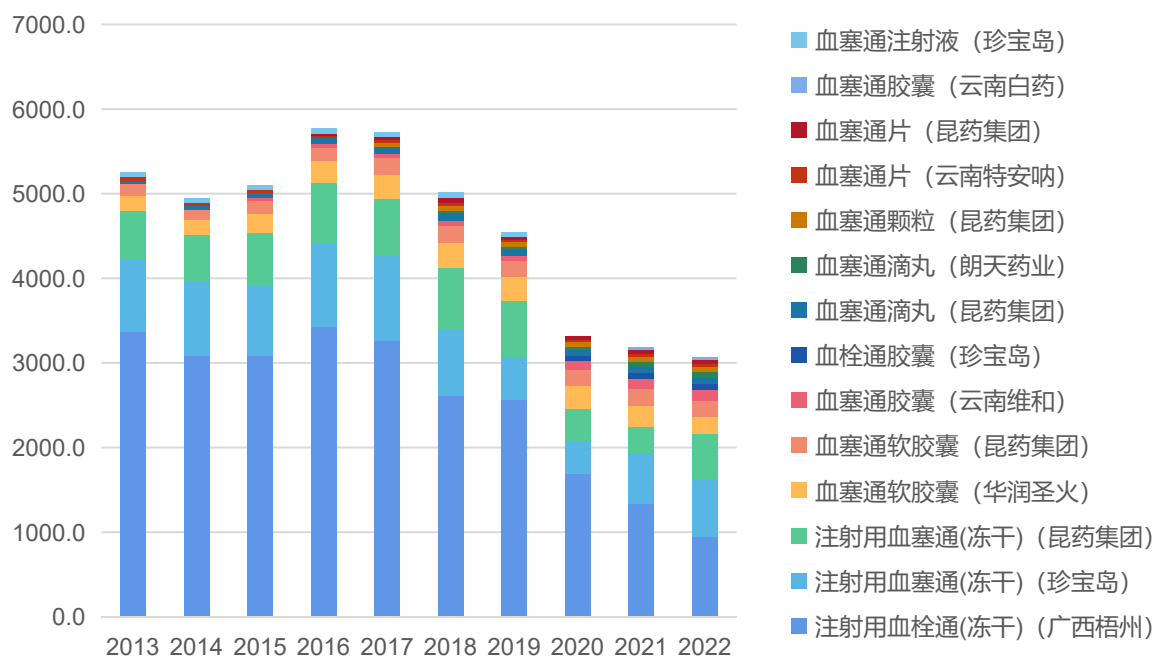
# 三七类药品在心脑血管市场大有可为

- **血塞通和血栓通占心脑血管用药市场约10%份额**：根据PDB中药数据库，通用名为血塞通和血栓通的三七类产品占心脑血管中成药市场比例，在10%上下波动。其中以冻干注射剂为主，其次为软胶囊和胶囊剂型。

图表： PDB中药数据库心脑血管产品结构 and 规模（百万元）

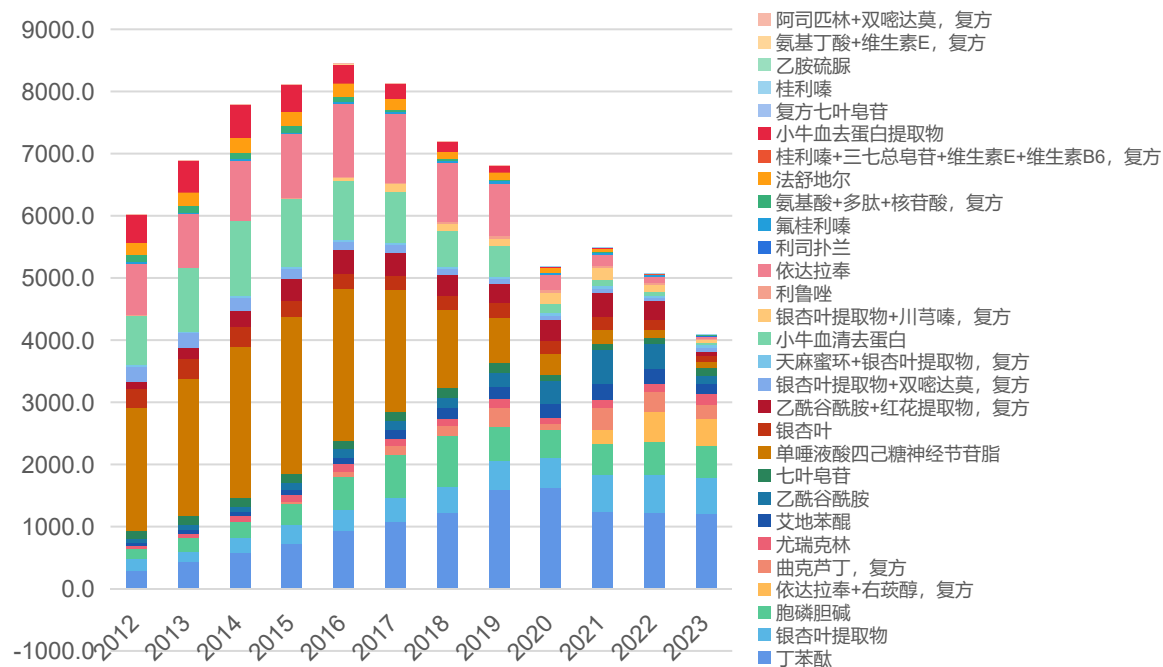


图表： PDB中药数据库血塞通系列产品销售规模（百万元）



- **脑血管疾病相关化药多为辅助治疗**：2019年和2023年国家卫健委先后印发的《国家重点监控合理用药药品目录》的第一批和第二批。脑血管疾病相关化药中，银杏叶提取物、依达拉奉、神经节苷脂、小牛血清白蛋白、乙酰谷酰胺等被纳入目录。

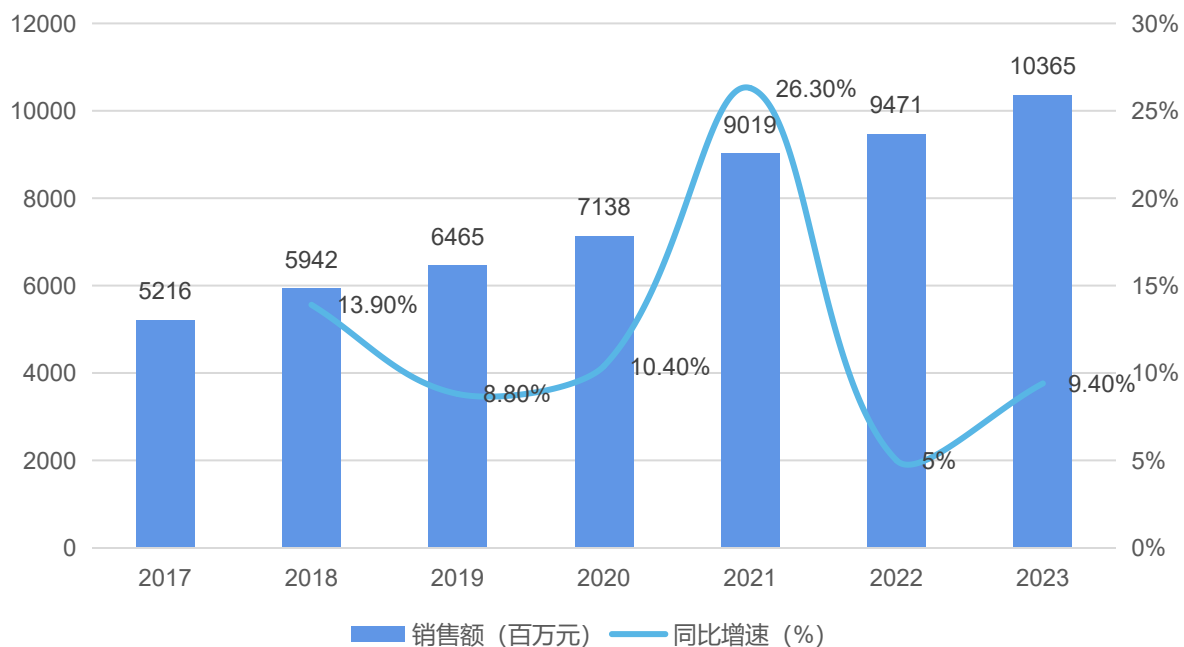
图表：PDB样本医院脑血管病用药规模（百万元）



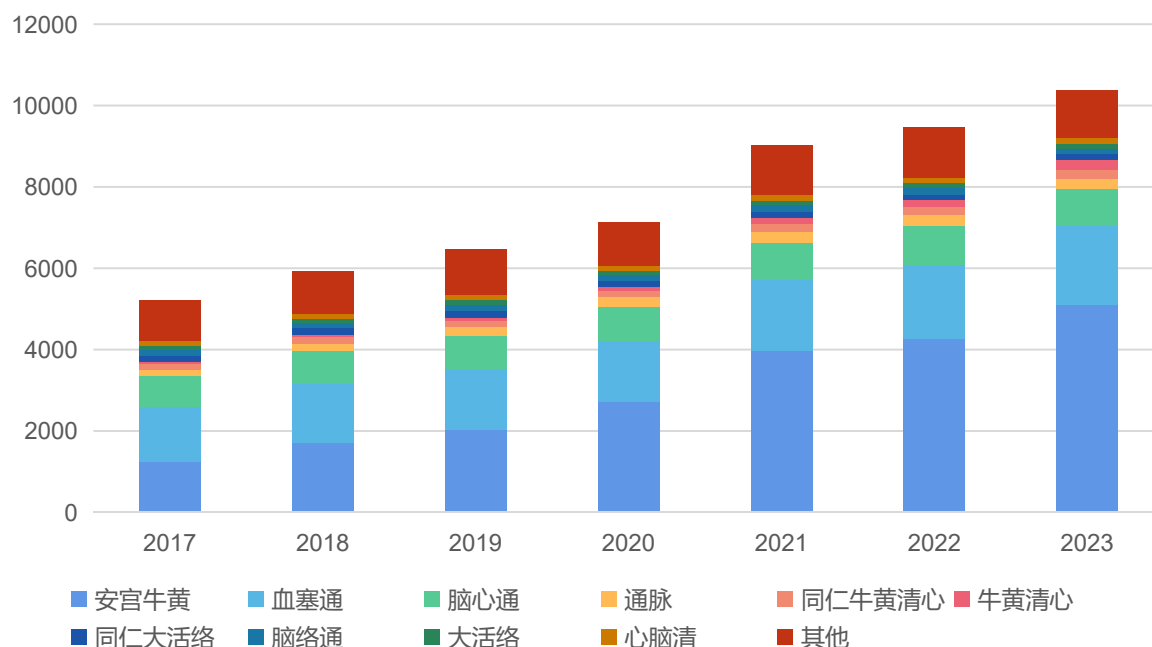
# 三七类药品在心脑血管市场大有可为

- 中药零售市场脑血管疾病用药规模超百亿，血塞通是第二大品类：根据中康CMH数据，2017-2023年中药零售脑血管疾病用药市场规模从52.16亿元增长至103.65亿元，持续保持增长。其中血塞通是仅次于安宫牛黄丸的第二大品类。

图表：中康CMH零售脑血管疾病用药规模和增速（百万元）

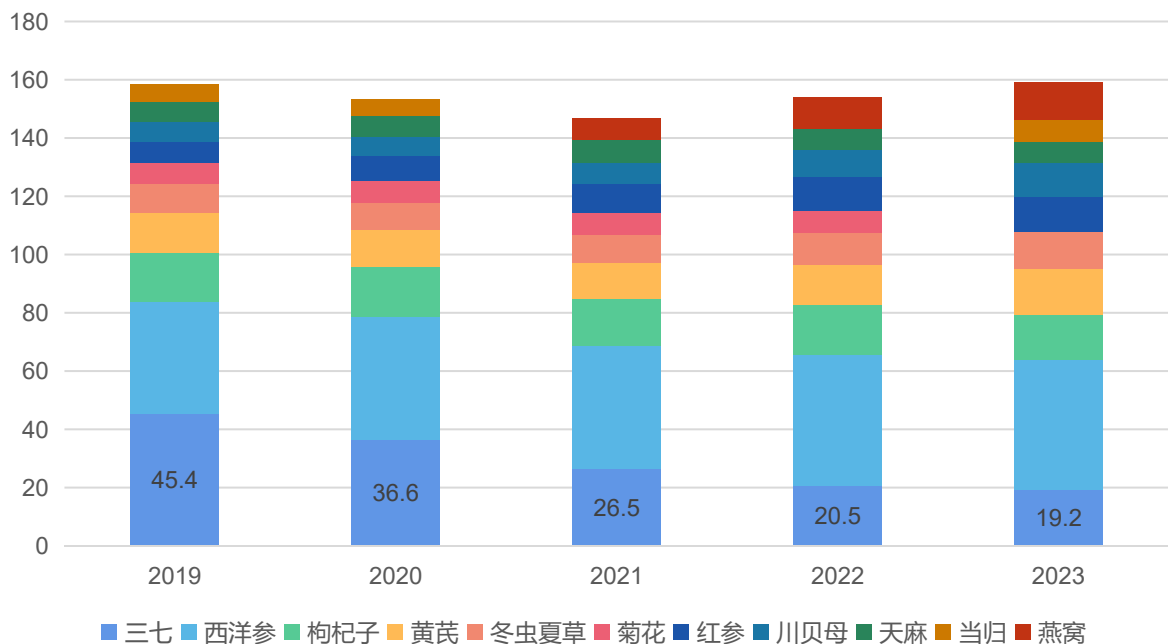


图表：中康CMH零售脑血管疾病用药产品结构（百万元）

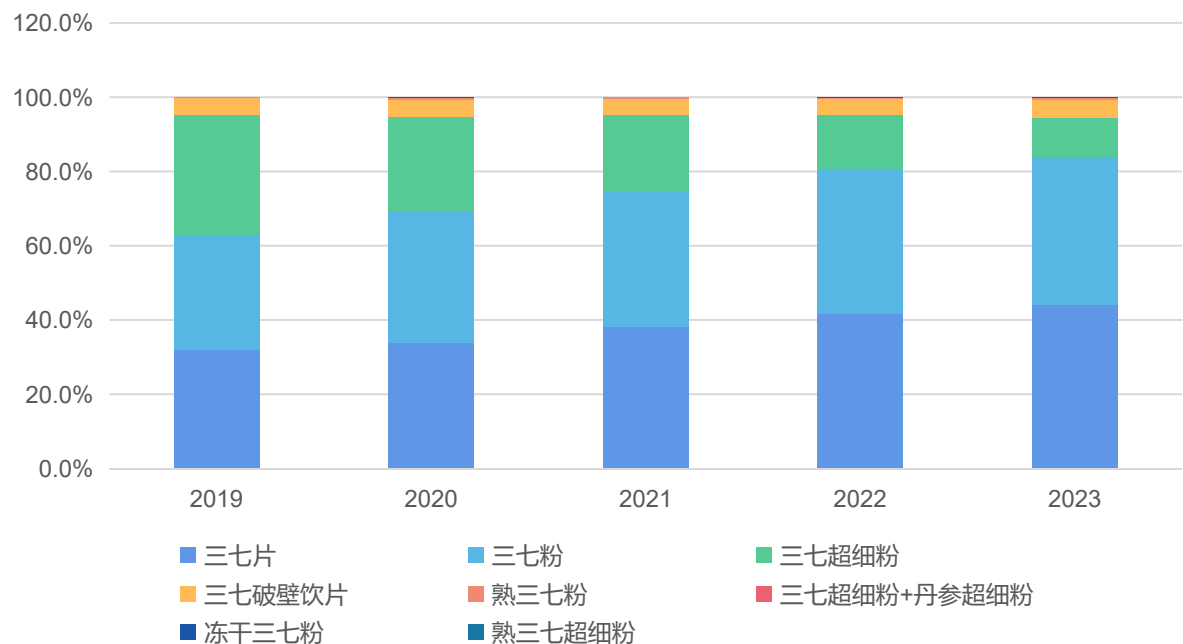


- 三七药材消费者接受度高：根据中康CMH数据，2019年三七饮片是零售市场第一大饮片类别。2020-2023年市场环境变化，三七饮片为零售市场第二大饮片。三七饮片的细分类型中，三七片和三七粉占比最高。

图表：2019-2023年中康CMH零售Top10中药饮片品类规模（亿元）



图表：2019-2023年中康CMH零售三七饮片不同类型产品结构



03

三七产品布局全面，软胶囊潜力大



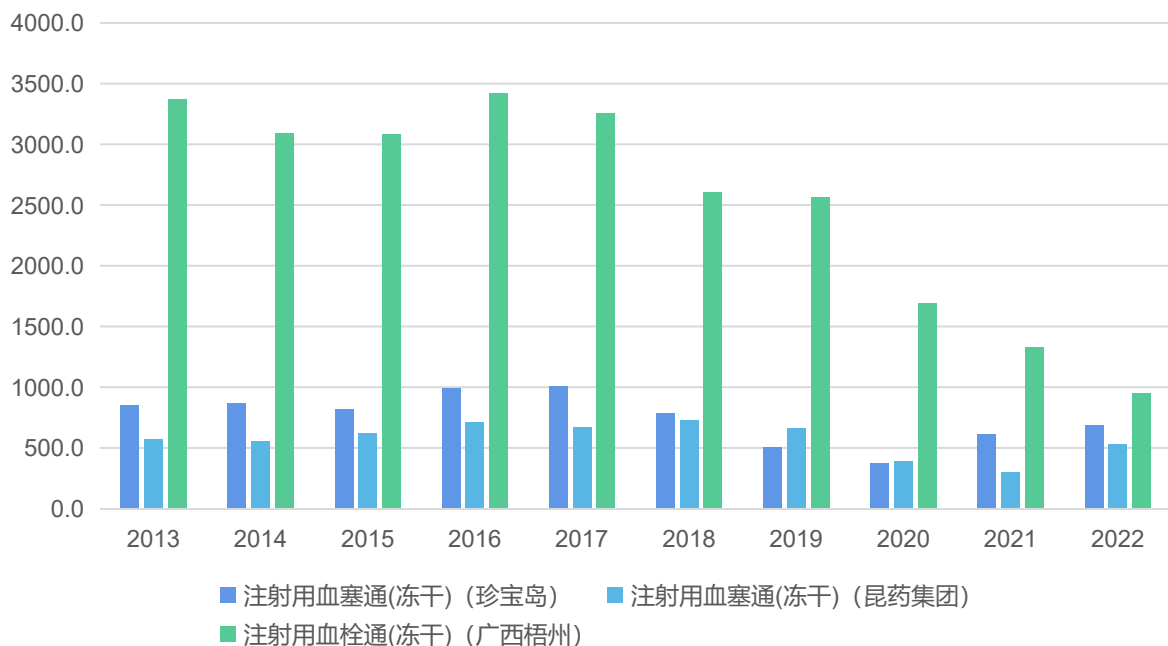
- 上下游全面布局，三七产品丰富：**公司自1951年成立以来，始终致力于云南天然药物为特色的药品开发。公司是三七制剂国家标准制定者，是全球三七类产品剂型较全的企业。20世纪70年代分离出三七总皂苷中间体，1983年应用于临床。1985年申请使用“血塞通”名称，1986年推出血塞通注射液。1997年研制生产注射用血塞通冻干，2003年研制生产血塞通软胶囊，同年通过收购云南金泰得三七产业股份有限公司获得丰富的血塞通口服产品。公司同时拓展三七类大健康产品，如三七护肤和三七牙膏。在原材料端，公司具备三七GAP种植和饮片加工的能力。2023年6月，公司三七种植获得文山三七道地药材认证证书。

图表：昆药集团血塞通系列产品布局

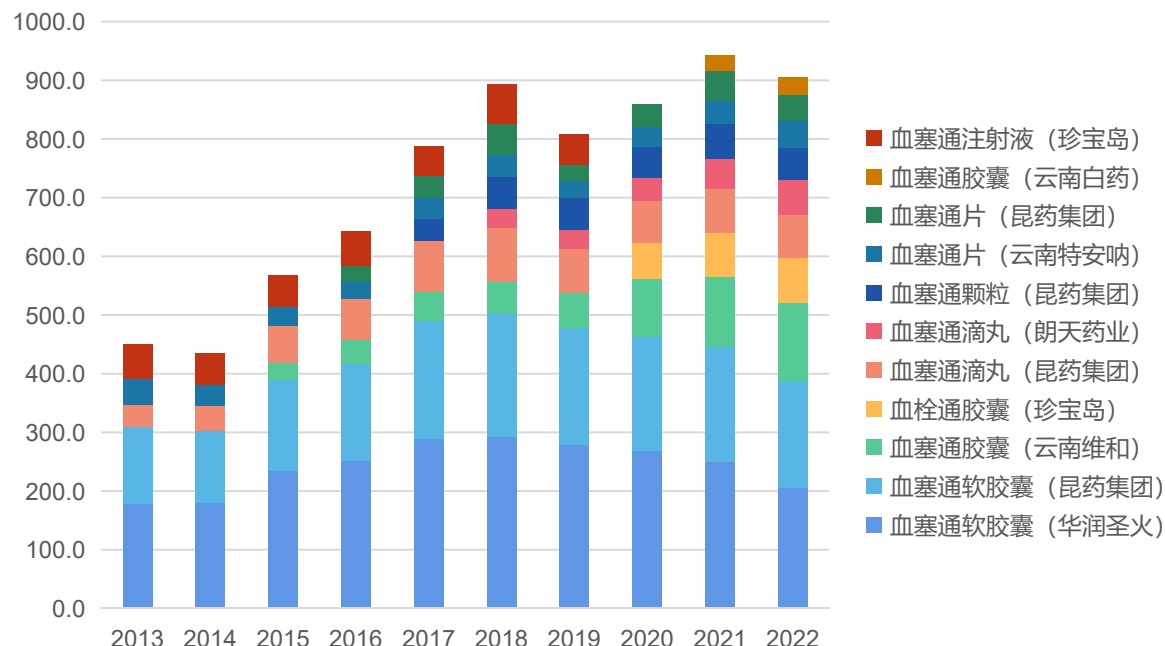
药品名称	药品规格	生产单位	批准文号	同品种厂家数（同品规厂家数）	批准日期	医保类别
血塞通注射液	5ml:250mg	昆药集团股份有限公司	国药准字Z53020665	14(8)	2020-08-12	甲
血塞通注射液	2ml:200mg	昆药集团股份有限公司	国药准字Z53020663	14(7)	2020-08-12	甲
注射用血塞通(冻干)	每支装200mg;每支装400mg;每支装100mg	昆药集团股份有限公司	国药准字Z20026438	2(1)	2020-08-12	甲
血塞通注射液	2ml:100mg	昆药集团股份有限公司	国药准字Z53020664	14(12)	2020-08-12	甲
血塞通注射液	10ml:250mg	昆药集团股份有限公司	国药准字Z53020662	14(7)	2020-08-12	甲
血塞通片	50mg	昆药集团血塞通药业股份有限公司	国药准字Z53021342	5(4)	2020-07-17	乙
血塞通软胶囊	每粒装0.55g(含三七总皂苷100mg)	昆药集团股份有限公司,安士制药(中山)有限公司	国药准字Z20040016	2(1)	2020-07-17	乙
血塞通滴丸	每丸含三七总皂苷5mg	昆药集团血塞通药业股份有限公司	国药准字Z20070009	4(1)	2020-07-17	乙
血塞通片	每片重0.125g(含三七总皂苷50mg)	昆药集团血塞通药业股份有限公司	国药准字Z20093021	5(1)	2020-07-17	乙
血塞通片	每片重0.225g(含三七总皂苷100mg)	昆药集团血塞通药业股份有限公司	国药准字Z53021343	5(1)	2020-07-17	乙
血塞通颗粒	每袋3g,含三七总皂苷50mg。	昆药集团血塞通药业股份有限公司	国药准字Z53021344	3(2)	2020-07-17	乙
血塞通颗粒	每袋装1.5g(含三七总皂苷50mg,无蔗糖)	昆药集团血塞通药业股份有限公司	国药准字Z20113072	3(1)	2020-07-17	乙
血塞通片	每片重0.113g(含三七总皂苷25mg)	昆药集团血塞通药业股份有限公司	国药准字Z53021554	5(1)	2020-07-17	乙

- **三七注射剂逐步企稳，口服制剂稳健增长：**2017年国家医保药品目录调整，限制三七皂苷注射制剂（注射用血塞通、注射用血栓通等）在基层医疗结构的医保报销，2019年进一步限制其在相关适应症中的使用，导致三七类注射剂2017年后销售规模逐年下滑。2022年国家医保目录和省级医保试点放宽三七类注射剂的等级医院和适应症限制，2022年销售规模逐步企稳。2013-2022年三七类口服制剂产品稳健增长。

图表：PDB中药数据库三七注射剂主要产品销售规模（百万元）

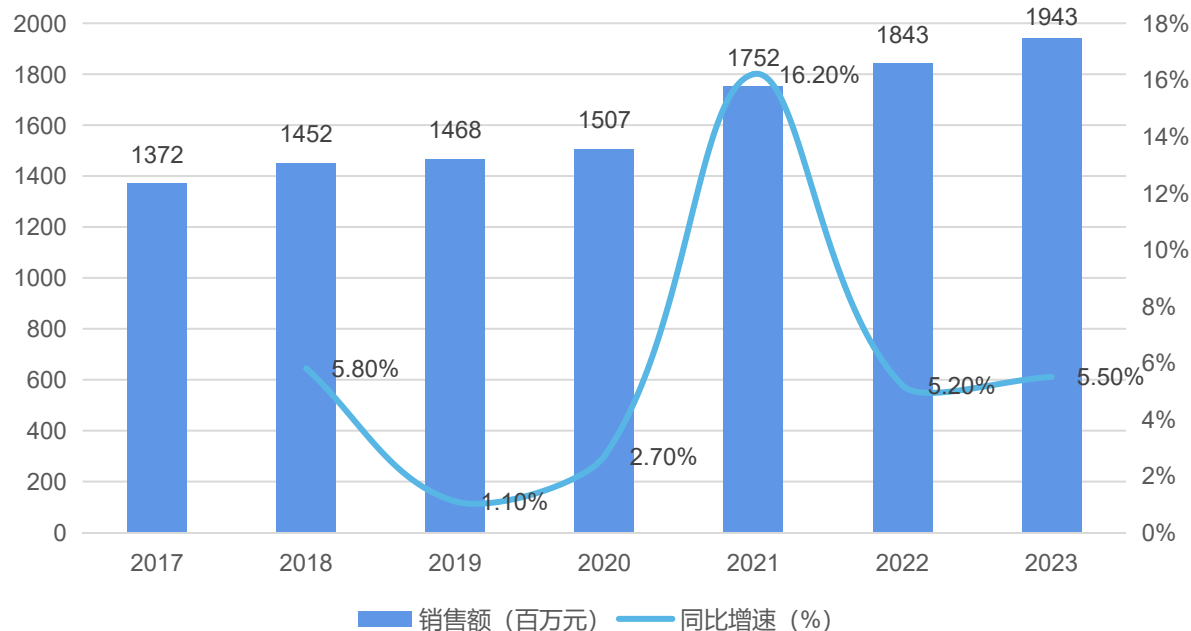


图表：PDB中药数据库三七口服制剂主要产品销售规模（百万元）

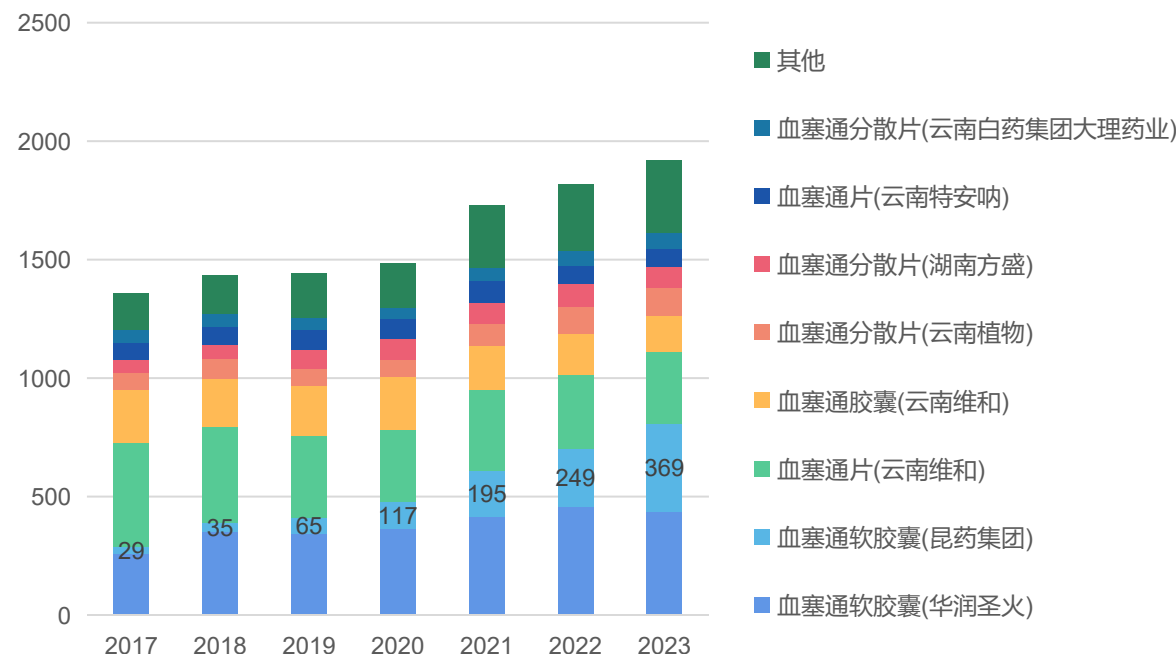


- **零售渠道三七口服产品持续增长，公司产品为主要推动因素：**根据中康CMH数据，零售渠道三七口服产品销售规模从2017年13.72亿元增长至2023年19.43亿元。昆药集团的血塞通软胶囊从2017年0.29亿元增长至2023年3.69亿元，是主要增长驱动因素。

图表：中康CMH零售血塞通品类规模和增速（百万元）



图表：中康CMH零售血塞通产品销售规模（百万元）



- **脑血管中药注射剂产品政策风险充分释放：**头部脑血管中药注射剂产品，其医保目录限制从2022年起逐步放宽，且产品价格经历集采和国谈。

图表：脑血管疾病相关主要中药注射剂品种比较（截至2024年5月）

药品名称 (所属企业)	使用方式	日费用 (元/日)	获批时间	是否纳入医 保目录 (年份)	医保后续变化	纳入 基药目录 (年份)	是否 独家	国谈/集采	2023年PDB销售额 (亿元)
注射用血塞通(冻干) (哈尔滨珍宝制药)	200mg/天	17.12	2002年	2004年	2017年限二级及以上医疗机构； 2019年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； 2022年限二级及以上医疗机构	2009年	否	2022年广东集采(17.12元/200mg, 备选)	16.62
注射用血栓通 (广西梧州)	300mg/天	27.0	2002年	2004年	2017年限二级及以上医疗机构； 2019年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； 2022年限二级及以上医疗机构	2009年	是	2021年湖北集采(13.5元/150mg)	14.87
银杏叶提取物注射液 (悦康药业)	25ml/天	120.5	2007年	2009年	2017年限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性心脑血管疾病急性期患者； 2019年限缺血性心脑血管疾病急性期住院患者；限耳部血流及神经障碍患者。支付不超过14天		是	2023年全国集采(未中标)	3.71(未放大)
丹红注射液 (山东丹红)	40ml/天	57.5	2002年	2004年	2009年限心脑血管病发作期； 2017年限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性心脑血管疾病急性发作证据的重症患者； 2021年活血化瘀，通脉舒络。用于瘀血阻滞所致的胸痹及中风，冠心病、心绞痛、心肌梗塞，瘀血型肺心病，缺血性脑病、脑血栓； 2023年限二级以上医疗机构。		是	2020年国谈(2ml 5.05元；10ml 17.32元；20ml 29.44元)； 2021年国谈(2ml 4.94元；10ml 16.92元；20ml 28.76元)	10.99
银杏二萜内酯葡胺注射液 (江苏康缘)	5ml/天	93.7	2012年	2017年	2017年限二级及以上医疗机构脑梗死恢复期患者，单次住院最多支付14天		是	2017年国谈(316元/支，5ml)； 2019年-2022年国谈(93.7元/支)。	9.73
疏血通注射液 (牡丹江友搏)	6ml/天	100.1	2001年	2004年	2017年限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性脑血管疾病急性期患者； 2023年限二级及以上医疗机构缺血性心脑血管疾病的患者。		是		8.23
醒脑静注射液 (无锡济煜山禾药业)	10ml/天	19.64	1998年	2004年	2004年限神志障碍； 2017年限二级及以上医疗机构并有中风昏迷、脑外伤昏迷或酒精中毒昏迷抢救的患者		否	2022广东集采(22.87元/10ml)； 2023年全国集采(32.8元/10ml天然麝香，19.64元/10ml人工麝香)	6.77
注射用血塞通(冻干) (昆药集团)	200mg/天	9.22	1997年	2004年	2017年限二级及以上医疗机构； 2019年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； 2022年限二级及以上医疗机构	2009年	否	2021年湖北集采(9.22元/200mg)； 2022年广东集采(9.22元/200mg, 30.55元/400mg)； 2022年北京集采(16.28元/100mg)	6.02
银杏内酯注射液 (成都百裕)	10ml/天	98.4	2011年	2017年	2017年限二级及以上医疗机构脑梗死恢复期患者，单次住院最多支付14天		是	2017年国谈(79元/2ml)； 2019年国谈(19.68元/2ml)	0.63(未放大)

- 公司积极血塞通注射剂参与集采：公司积极参与湖北联盟、广东联盟和京津冀三个省际联盟集采，均实现中标。

图表：三七类注射剂产品集采中标和价格（元/支）变化

规格/含量		100mg	150mg	200mg	250mg	400mg
原价	昆药集团-血塞通（冻干）	47	-	20.08	-	37.24
	珍宝岛-血塞通（冻干）	48.2	-	20.14	-	35.88
	广西梧州-血栓通（冻干）	20.37	31.89	-	46.06	-
湖北集采中标价格	昆药集团-血塞通（冻干）	16.28		9.22		
	珍宝岛-血塞通（冻干）	48.2（非中选）				
	广西梧州-血栓通（冻干）	8.62	13.50		19.49	
广东集采中标价格	昆药集团-血塞通（冻干）			9.22		30.55
	珍宝岛-血塞通（冻干）			17.12（备选）		
	广西梧州-血栓通（冻干）					
京津冀“3+N”联盟集采	昆药集团-血塞通（冻干）	16.28				
	珍宝岛-血塞通（冻干）	16.27				
	广西梧州-血栓通（冻干）		13.50		19.49	

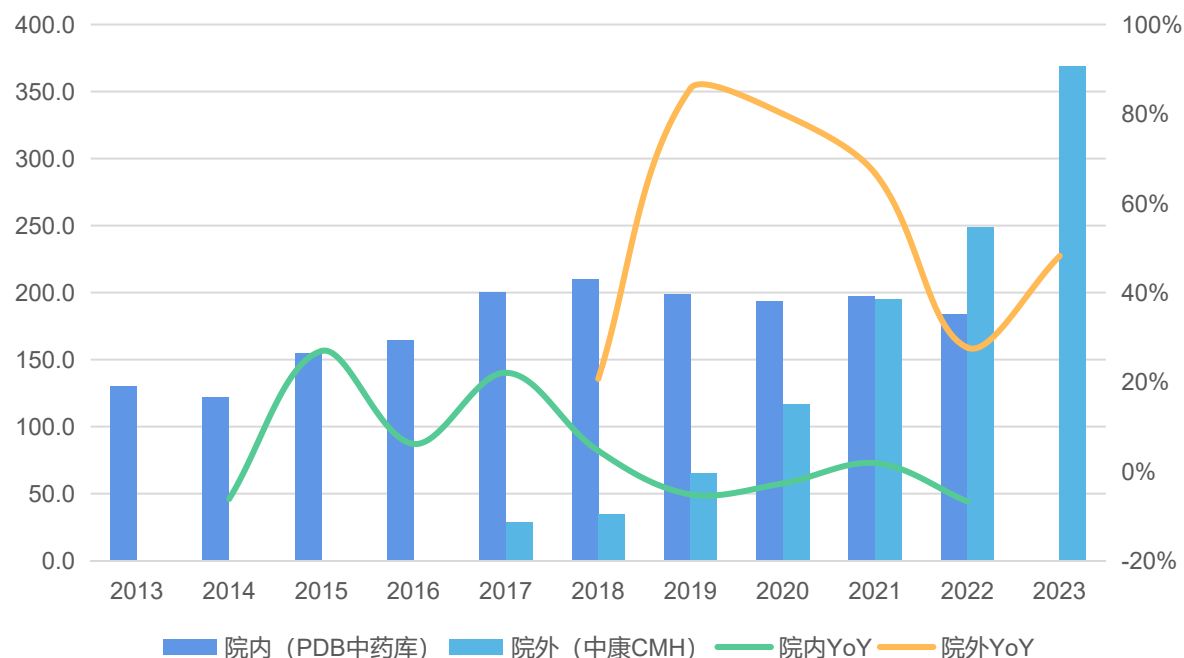
- **脑血管疾病相关中药口服制剂**：脑血管疾病相关中成药头部口服制剂大多为独家产品，且其中部分产品经历广东省际联盟集采。

图表：脑血管疾病相关主要中药口服制剂品种比较（截至2024年5月）

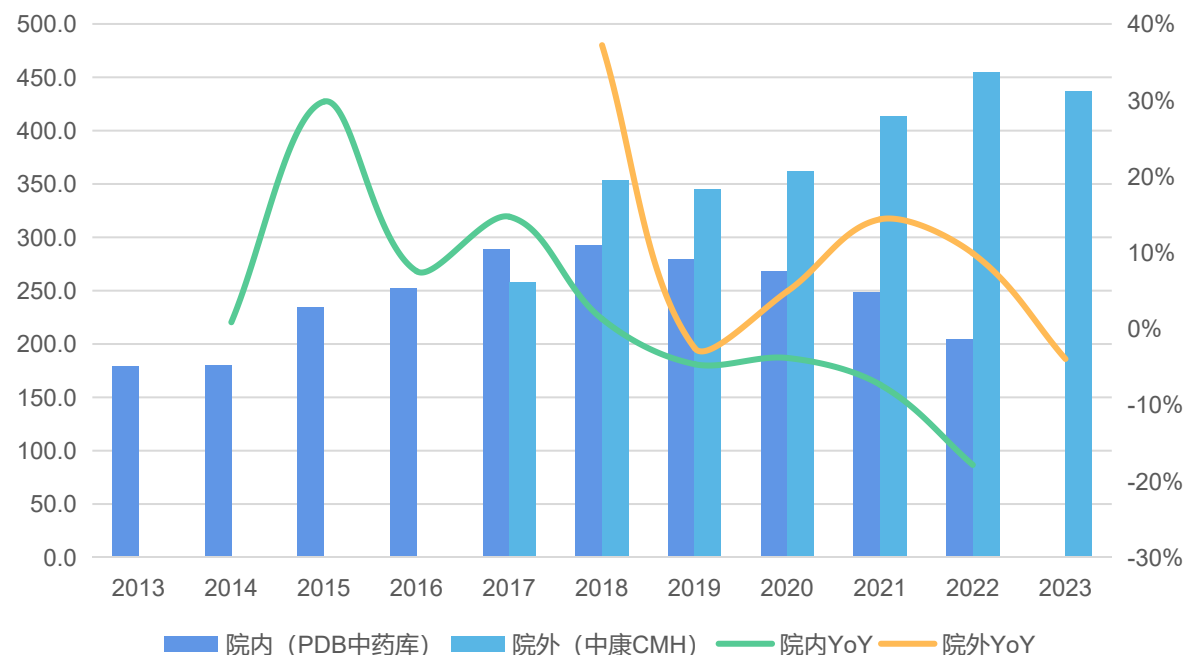
药品名称 (所属企业)	日用量	日费用 (元/日)	获批时间	纳入医保目录 (年份)	纳入基药目录 (年份)	是否独家	国谈/集采	2023年PDB销售额 (亿元)
脑心通胶囊 (陕西步长制药)	9*0.4g/天	4.975	2002年	2004年	-	是	2022年广东集采（未中标）	8.89
天丹通络片 (山东凤凰制药)	15*0.415g/天	13.455	2009年	2009年	-	是	-	3.68
灯盏生脉胶囊 (云南生物谷药业)	6*0.18g/天	8.99	2002年	2004年	2018年	是	2022年广东集采（1.4987元/粒 每粒0.18g）	2.78
血塞通软胶囊 (昆药集团)	6*0.55g/天	10.49	2004年	2004年	-	否	2022年广东集采（未中标）	2.62
培元通脑胶囊 (河南羚锐制药)	9*0.6g/天	16.67	2000年	2004年	-	是	-	2.18
养血清脑颗粒 (天士力医药集团)	3*4g/天	6.258	1996年	2004年	-	是	-	2.18
三七通舒胶囊 (成都华神科技集团)	3*0.2g/天	7.82	2003年	2004年	-	是	-	1.86
血塞通软胶囊 (昆明华润圣火药业)	4*0.33g/天	4.32	1999年	2004年	-	否	2022年广东集采（1.0792元/粒）	1.78

- **血塞通软胶囊院外渠道高速成长**：根据中康CMH数据，2017-2023年昆药集团和华润圣火的血塞通软胶囊均保持增长。
- **昆明华润圣火**：成立于1995年，华润三九2016年收购该公司100%股份。2022年华润三九收购昆药集团时承诺，五年内解决昆明华润圣火和昆药集团在血塞通产品方面的同业竞争。
- 2023年，昆药集团成立“777”事业部，负责三七口服产品营销。

图表：昆药集团血塞通软胶囊院内和院外销售规模（百万元）

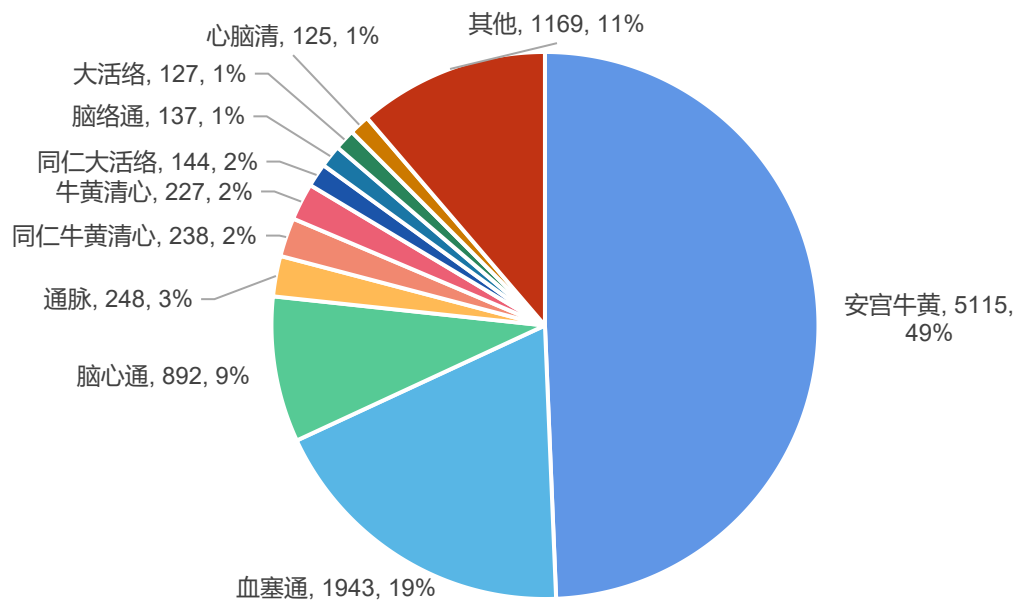


图表：昆明华润圣火血塞通软胶囊院内和院外销售规模（百万元）

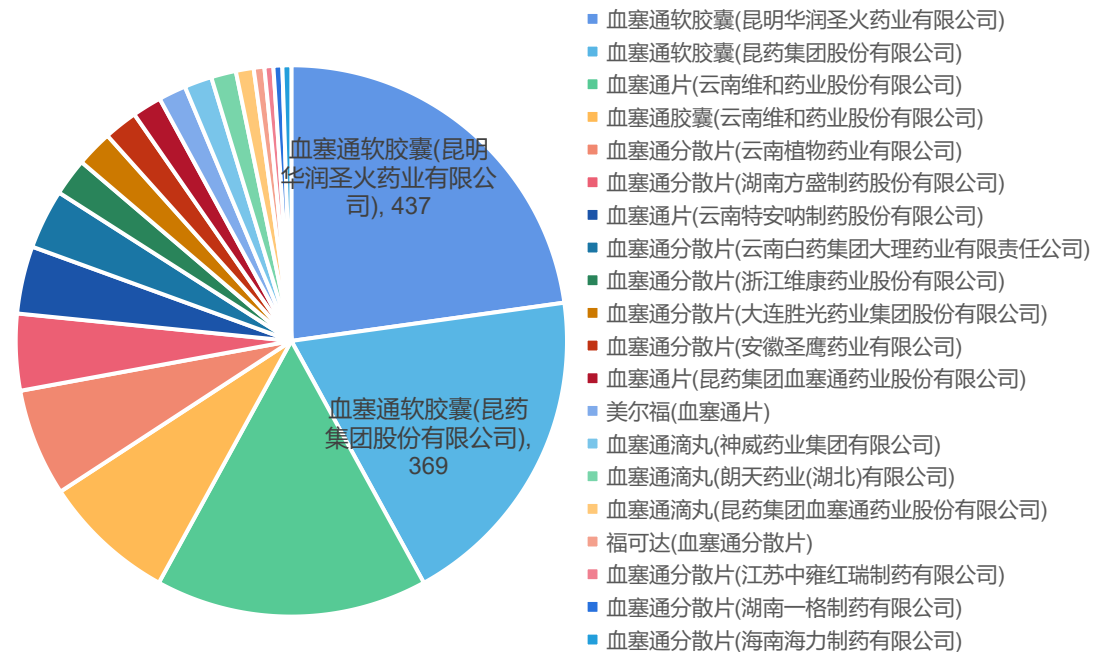


- **大单品缺少大品牌**：根据中康CMH数据，2023年脑血管用中成药零售销售规模为103.65亿元，其中安宫牛黄和血塞通为前二，分别占比49%和19%。通用名安宫牛黄对应主要产品为安宫牛黄丸，其与血塞通适应症有差异，且价格带差异较大。血塞通作为脑血管疾病预防、治疗和康复的日用品类，尚未出现民众认知度较高的大品牌。

图表：中康CMH零售2023年脑血管用中成药竞争格局（百万元）



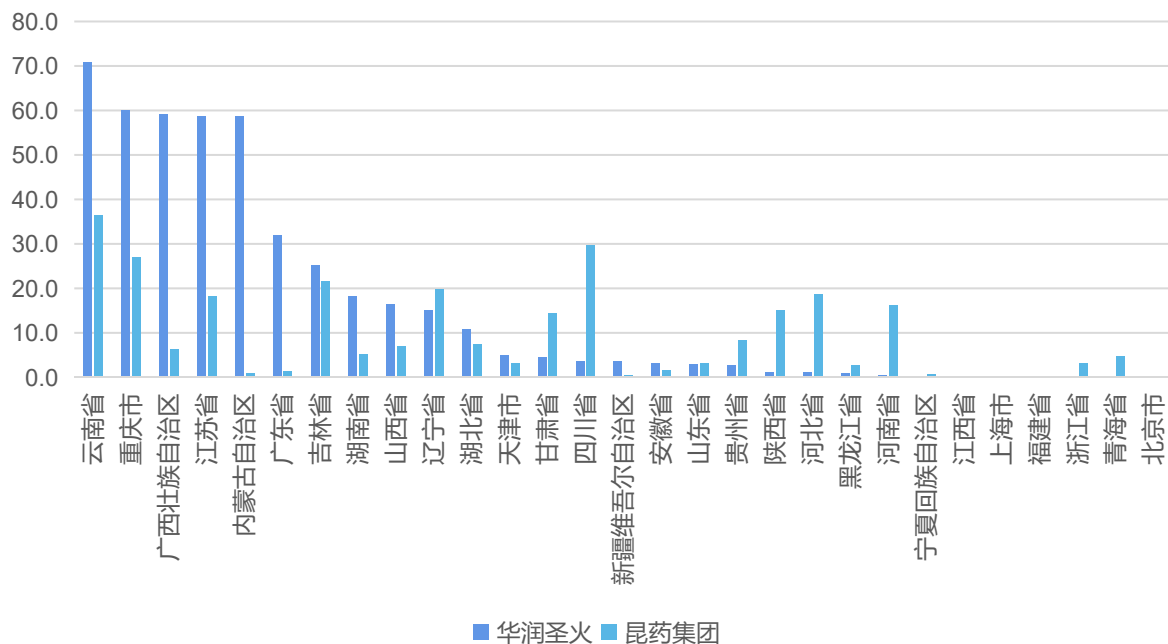
图表：中康CMH零售2023年血塞通系列产品竞争格局（百万元）



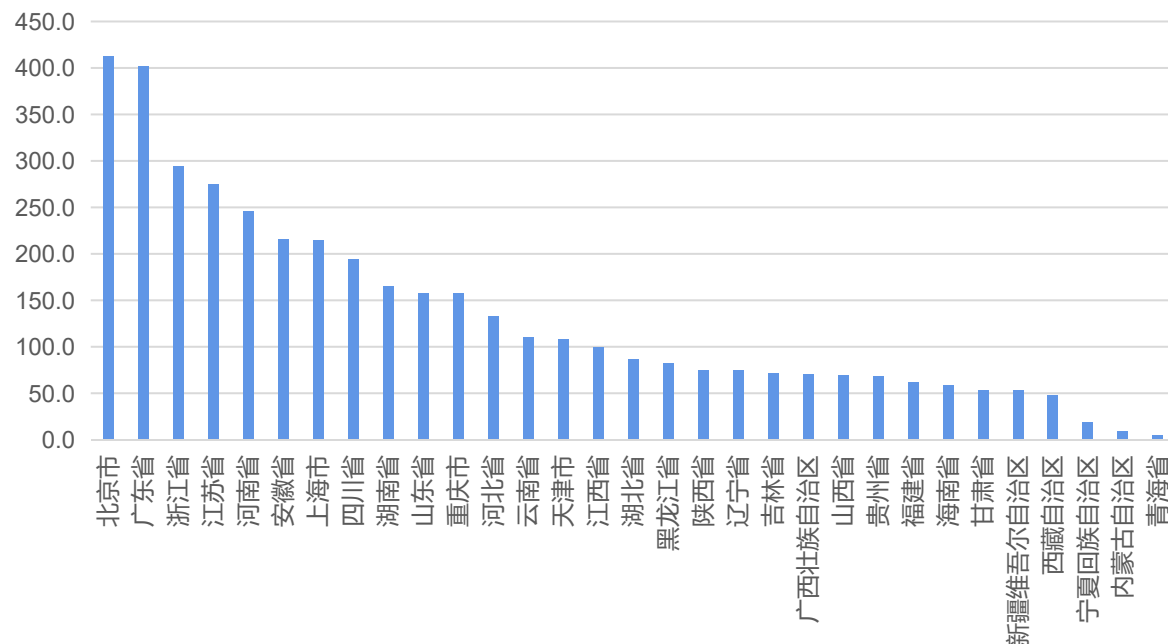


- **血塞通软胶囊全国市场尚未充分开发：**根据PDB数据，云南省和重庆市是2022年血塞通软胶囊销售规模最大的省级地区，北京、广东、浙江、河南等（据《药品流通行业运行统计分析报告（2022年）》）中成药大省尚未充分开发。根据中康CMH数据，2023Q4血塞通产品零售药店铺货率偏低。

图表：2022年血塞通软胶囊不同省份零售规模（百万元）



图表：2022年各省中成药销售规模（亿元）



- **公司血塞通软胶囊价格体系保持稳定**：2021年以来，血塞通口服制剂经历多次省际联盟集采。昆明华润圣火在2022年广东联盟集采中降价19.6%中标。昆药集团在集采中均未中标，院端价格保持在1.75元/粒。昆明华润圣火血塞通软胶囊在集采后日费用为4.32元。昆药集团血塞通软胶囊用于预防每天3粒5.25元、用于治疗每天6粒10.5元。

图表：昆明华润圣火和昆药集团血塞通软胶囊



图表：血塞通软胶囊产品比较（截至2024年5月）

	上市获批时间	规格	日用量	单价	广东集采	湖北集采	北京集采
昆药集团	2004年	0.55g (含100mg) 瓶：12粒、30粒、60粒 盒：24粒、36粒	一日3次， 一次1-2粒	1.75元/粒	-	-	-
昆明华润圣火	1999年	0.33g (含60mg) 瓶：30粒、60粒、120粒 盒：12粒、24粒	一日2次， 一次2粒	1.3425元/粒	1.0792元/粒 (-19.6%)	-	-

- 治疗和预防市场渗透率提升，血塞通软胶囊潜力大：《中国心血管健康与疾病报告2020》显示，我国脑卒中患者1300万，心脑血管高风险人群超3亿人。血塞通软胶囊依靠扎实疗效、便捷的剂型有望在院外市场持续放量。

图表：脑卒中人群中血塞通软胶囊市场规模测算

市场规模 (亿元)		脑卒中人群规模 (万人)						
		1300	1500	1700	1900	2100	2300	2500
血塞通 软胶囊 渗透率	3%	14.9	17.2	19.5	21.8	24.1	26.4	28.7
	4%	19.9	23.0	26.1	29.1	32.2	35.3	38.3
	5%	24.9	28.7	32.6	36.4	40.2	44.1	47.9
	6%	29.9	34.5	39.1	43.7	48.3	52.9	57.5
	7%	34.9	40.2	45.6	51.0	56.3	61.7	67.1
	8%	39.9	46.0	52.1	58.3	64.4	70.5	76.7
	9%	44.8	51.7	58.6	65.5	72.4	79.3	86.2
	10%	49.8	57.5	65.2	72.8	80.5	88.1	95.8

图表：心脑血管疾病高风险人群中血塞通软胶囊市场规模测算

市场规模 (亿元)		心脑血管疾病高风险人群规模 (亿人)						
		3.1	3.2	3.3	3.4	3.5	3.6	3.7
血塞通 软胶囊 渗透率	0.20%	11.9	12.3	12.6	13.0	13.4	13.8	14.2
	0.40%	23.8	24.5	25.3	26.1	26.8	27.6	28.4
	0.60%	35.6	36.8	37.9	39.1	40.2	41.4	42.5
	0.80%	47.5	49.1	50.6	52.1	53.7	55.2	56.7
	1.00%	59.4	61.3	63.2	65.2	67.1	69.0	70.9
	1.20%	71.3	73.6	75.9	78.2	80.5	82.8	85.1
	1.40%	83.2	85.8	88.5	91.2	93.9	96.6	99.3
	1.60%	95.0	98.1	101.2	104.2	107.3	110.4	113.4

04

昆中药1381，打造精品国药领先者

# 昆中药品牌优秀，产品梯队丰富

- **昆中药品牌历史悠久：**昆中药肇起于1381年朱氏双美号。1956年，整合昆明中药业的82家“前店铺、后作坊”合并为“公私合营昆明市中药材加工厂”。1986年公司改名为“昆明中药厂”，2000年11月公司正式更名为“昆明中药厂有限公司”。
- **产品梯队丰富：**昆中药在产品开发上继承与发展并重，参苓健脾胃颗粒、口炎清丸、清肺化痰丸、止咳丸等均源于经典名方，核心产品舒肝颗粒、板蓝根清热颗粒、感冒消炎片为昆中药研制产品。

图表：昆中药1381品牌历史悠久



图表：头部中药OTC品牌起源年代

企业名称	品牌起源年代
昆中药	1381年
广誉远	1541年
广药集团	1600年
片仔癀	明朝末年
九芝堂	1650年
北京同仁堂	1669年
云南白药	1902年
达仁堂	1912年
华润三九	1985年
东阿阿胶	1952年
华润江中	1969年
康恩贝	1969年
扬子江	1971年
太极集团	1972年
仲景宛西	1978年
济川药业	1979年
羚锐制药	1992年
以岭药业	1992年
天士力	1994年
修正药业	1995年
葵花药业	1998年
步长制药	2001年

# 昆中药品牌优秀，产品梯队丰富

- **焕新品牌：**公司用“一个国家展”、“一个纪录片”、“一系列非遗丛书”为载体，充分挖掘“昆中药 1381”丰富厚重的历史文化价值，探索老字号品牌新定位、打造专属品牌IP，并通过多平台、多维度的全民品牌互动活动，树立品牌化认知，持续提升品牌价值。
- **产品矩阵再定位：**公司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，不断开拓增长新动能。

图表：2023年4月国家博物馆《国博闪“药”，探秘昆中药瑰宝》



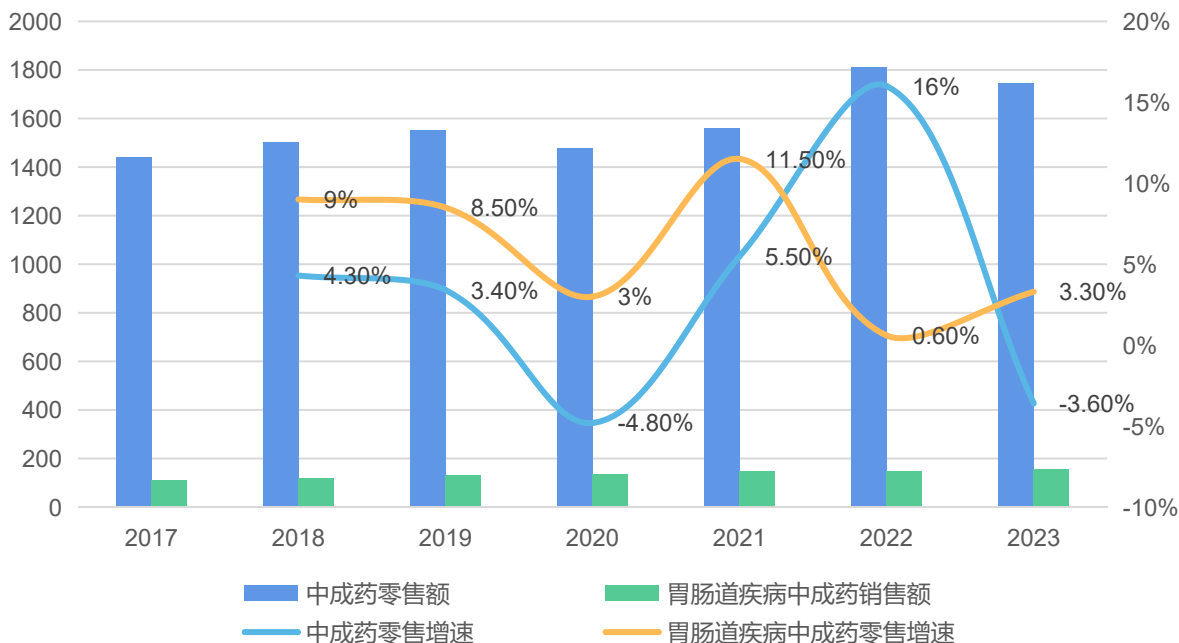
图表：昆中药主要产品



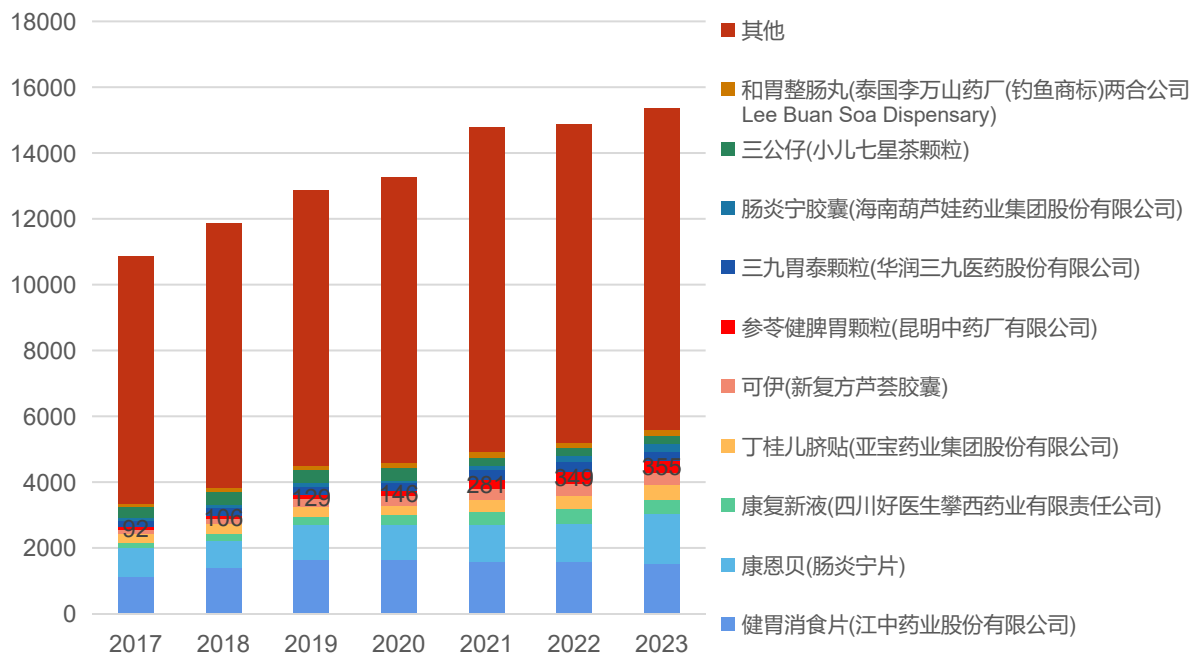
# 参苓健脾胃颗粒定位差异化，市场潜力大

- **参苓健脾胃颗粒**：源自宋代（公元 1080 年）《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，用于调理脾胃虚弱、腹胀、腹泻、不思饮食。仅有昆中药和云南白药有此产品的批文。
- **胃肠道疾病市场规模超150亿元**：根据中康CMH数据，2023年零售市场胃肠道疾病中成药规模153.59亿元，2017-2023年复合增速5.92%，高于中成药零售市场整体的3.24%。昆中药参苓健脾胃颗粒是胃肠调理类第一大单品。

图表：中康CMH中成药和胃肠道疾病中成药销售额和增速（百万元）

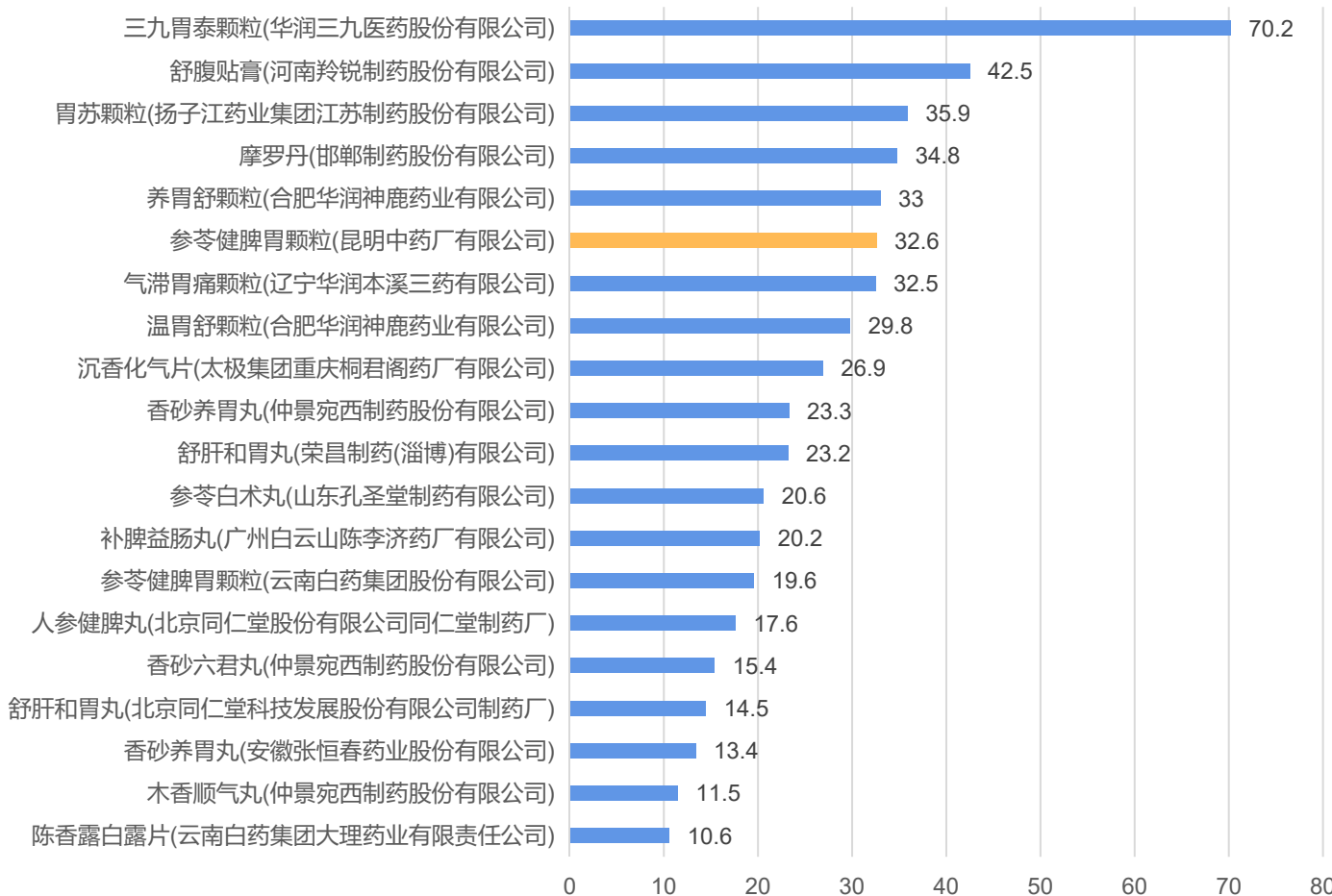


图表：中康CMH胃肠道疾病中成药产品结构和规模（百万元）



- 参苓健脾胃颗粒潜在空间大：参苓健脾胃颗粒铺货率低于行业领先企业，随着铺货率提升，销售额有望实现新高。

图表：中康CMH 2023年Q4胃肠调理类中成药产品铺货率(%)



图表：昆中药补脾演说家宣传册

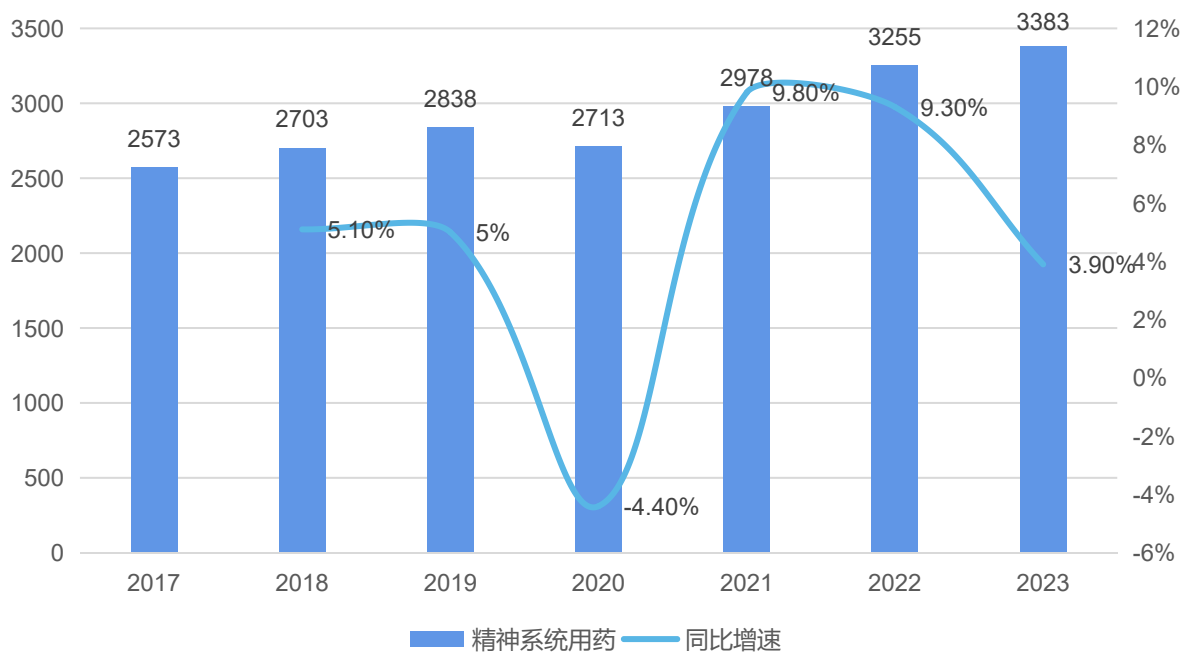




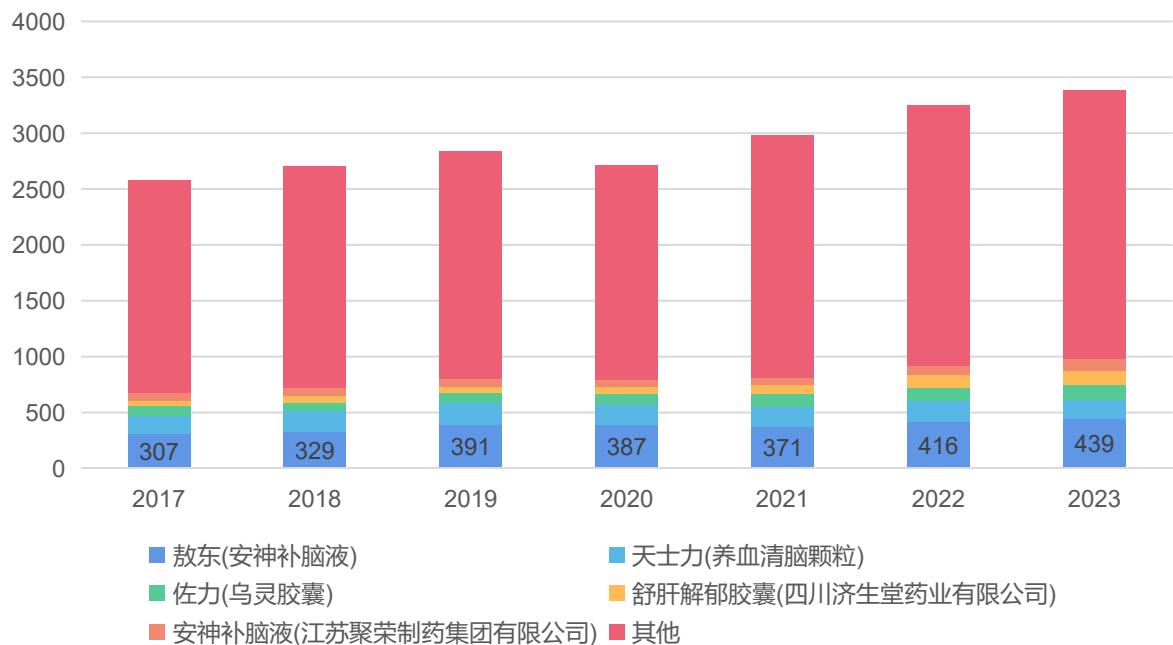
# 舒肝颗粒瞄准轻抑郁，增长值得期待

- **舒肝颗粒**：昆中药研制的独家剂型产品，曾荣获云南名牌产品称号。舒肝颗粒是舒肝理气、调节内分泌、改善心情的经典药物，广泛用于抑郁焦虑、神经官能症、乳腺增生、月经不调、黄褐斑等症。2020年被纳入《抑郁症中西医结合诊疗专家共识》等专家共识/指南推荐用药目录，2022年被纳入《中成药治疗抑郁障碍临床应用指南》。
- **精神系统用药市场格局较分散**：根据中康CMH，2023年精神系统用中成药规模为33.83亿元，其中第一大单品为敖东安神补脑液4.39亿元，不超过5亿元。

图表：中康CMH精神系统中成药销售规模和增速（百万元）



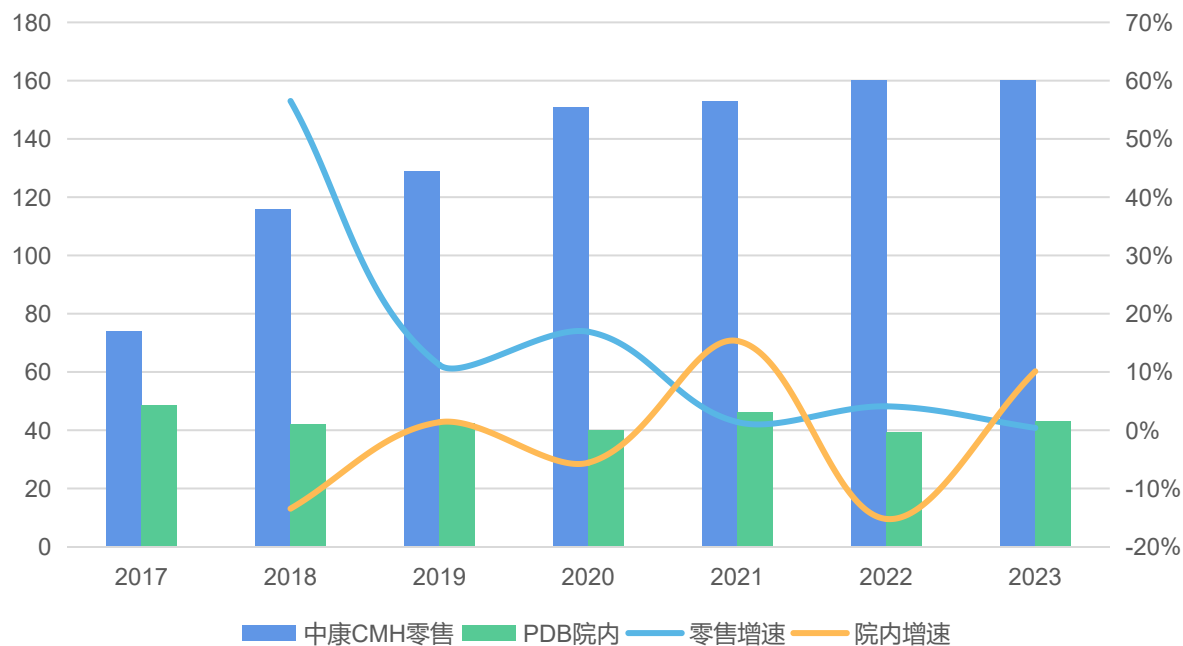
图表：中康CMH精神系统中成药产品结构（百万元）



# 舒肝颗粒瞄准轻抑郁，表现值得期待

- 推广发力，舒肝颗粒表现值得期待：根据中康CMH和PDB中药库数据，2018-2022年院内市场有所下滑，2017-2023年院外市场稳健增长。2023年12月公司发布《焦虑，不可能的》舒肝颗粒宣传短片，提升舒肝颗粒知名度。

图表：舒肝颗粒零售和院内渠道销售额和增速（百万元）



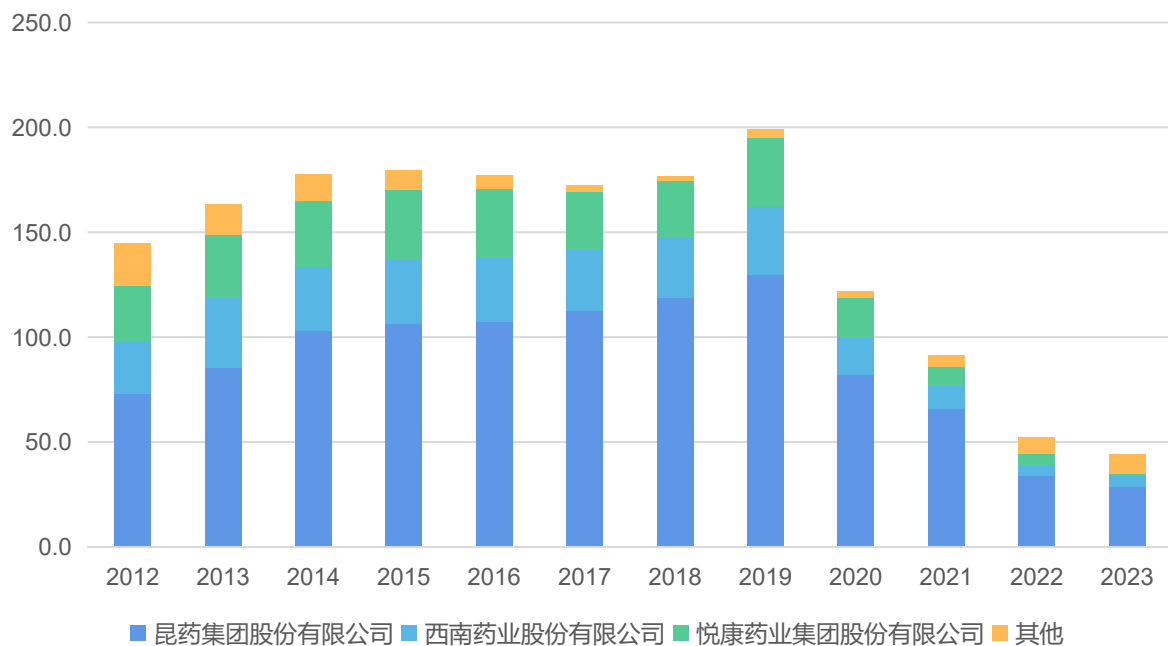
图表：舒肝颗粒宣传系列短片《焦虑 不可能的》



# 05 组建1951事业部，推动院内重拾稳健

- **天麻素注射液**：天麻是名贵中药材。1979年公司与昆明植物研究所等合作，人工合成天麻素。公司“天眩清”天麻素品牌已成为国内治疗眩晕首选品牌。截至2024年5月，国内共有39个天麻素注射液文号。
- **医保限制**：2019年医保目录开始限制天麻素注射液的适应症和用药时长。2023年医保目录解除适应症限制，仅保留“支付不超过14天”的限制。
- **省际联盟集采**：2022年3月，广东19省联盟集采，公司降价32%获得备选资格。

图表：PDB样本医院天麻素注射液规模和结构（百万元）



图表：2022年广东联盟集采天麻素注射液中标结果

生产企业	规格	包装规格	价格单位	结果	拟备选价格 (元)	拟中选价格 (元)
昆药集团股份有限公司	2ml:0.2g	6瓶/盒	瓶	拟备选	11.22	
悦康药业集团股份有限公司	1ml:0.1g	6瓶/盒	瓶	拟中选		4.6413
西南药业股份有限公司	5ml:0.5g	6瓶/盒	瓶	拟备选	19.272	
悦康药业集团股份有限公司	2ml:0.2g	6瓶/盒	瓶	拟中选		7.8901
悦康药业集团股份有限公司	5ml:0.6g	5瓶/盒	瓶	拟中选		18.2952
辅仁药业集团有限公司	2ml:0.2g	6瓶/盒	瓶	拟中选		0.95
上海现代哈森(商丘)药业有限公司	2ml:0.2g	10瓶/盒	瓶	拟中选		0.88
辅仁药业集团有限公司	2ml:0.2g	10支/盒	支	拟中选		0.95
华润双鹤利民药业(济南)有限公司	2ml:0.2g	6支/盒	支	拟中选		0.9766
湖南五洲通药业股份有限公司	2ml:0.2g	10瓶/盒	瓶	拟中选		1.08
浙江诚意药业股份有限公司	2ml:0.2g	10支/盒	支	拟中选		1.02
海南倍特药业有限公司	2ml:0.2g	10支/盒	支	拟中选		0.97

# 疟疾持续流行，特效药通过PQ认证、有望实现增长

- 全球疟疾流行处于平台期，每年造成约60万死亡：根据WHO发布的《世界疟疾报告2023》，2000-2022年疟疾患者处于2.3-2.5亿人平台。疟疾导致的死亡人数从2000年的86.4万人下降至2022年60.8万人。

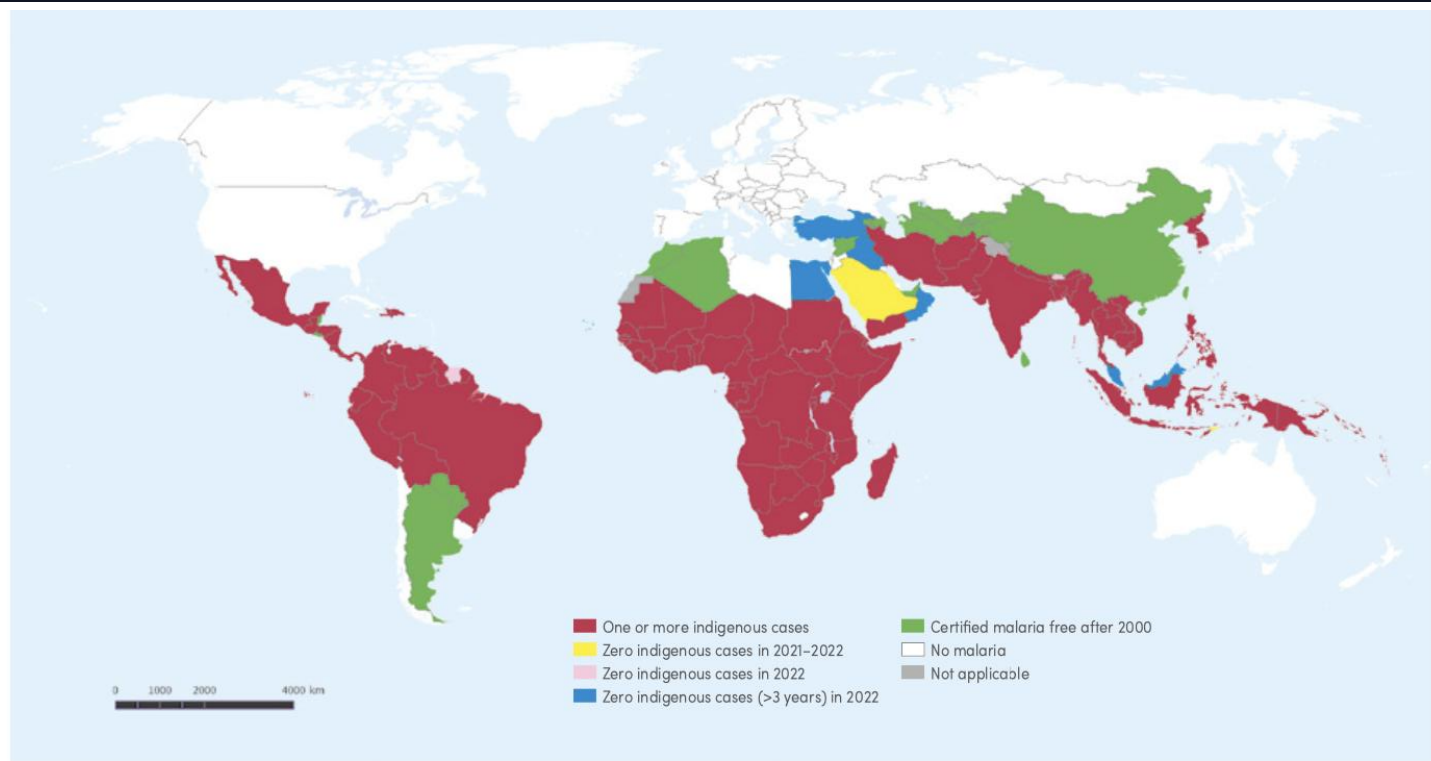
图表：2000-2022年全球疟疾患者和死亡病例估计

Year	Number of cases (000)				Number of deaths		
	Point	Lower bound	Upper bound	% <i>P. vivax</i>	Point	Lower bound	Upper bound
2000	243 000	227 000	263 000	8.3%	864 000	835 000	905 000
2001	248 000	230 000	271 000	8.3%	873 000	841 000	918 000
2002	245 000	227 000	267 000	7.7%	841 000	811 000	885 000
2003	249 000	232 000	271 000	8.0%	813 000	783 000	856 000
2004	250 000	232 000	277 000	7.9%	808 000	774 000	866 000
2005	249 000	232 000	273 000	8.0%	770 000	738 000	819 000
2006	244 000	226 000	268 000	6.9%	776 000	745 000	826 000
2007	240 000	223 000	262 000	6.6%	754 000	723 000	796 000
2008	239 000	223 000	259 000	6.4%	716 000	686 000	757 000
2009	245 000	227 000	267 000	6.4%	726 000	692 000	775 000
2010	247 000	229 000	272 000	6.6%	703 000	668 000	755 000
2011	241 000	225 000	263 000	7.0%	665 000	633 000	707 000
2012	237 000	221 000	257 000	7.0%	619 000	590 000	660 000
2013	232 000	215 000	251 000	6.0%	591 000	560 000	633 000
2014	230 000	209 000	253 000	5.5%	588 000	551 000	643 000
2015	231 000	211 000	254 000	4.9%	586 000	548 000	645 000
2016	232 000	214 000	253 000	4.6%	582 000	546 000	645 000
2017	237 000	219 000	258 000	3.7%	580 000	545 000	644 000
2018	232 000	215 000	253 000	3.0%	581 000	545 000	656 000
2019	233 000	213 000	255 000	2.7%	576 000	537 000	660 000
2020	244 000	221 000	271 000	1.9%	631 000	587 000	747 000
2021	244 000	220 000	272 000	2.1%	610 000	568 000	726 000
2022	249 000	225 000	278 000	2.8%	608 000	566 000	738 000

*P. vivax*: *Plasmodium vivax*; WHO: World Health Organization.

\* Estimated cases and deaths are shown with 95% upper and lower confidence intervals.

图表：2000年存在疟疾患者的国家以及2022年当地的流行水平



WHO: World Health Organization.

<sup>a</sup> Malaysia has a significant number of indigenous malaria cases caused by *Plasmodium knowlesi* infection.

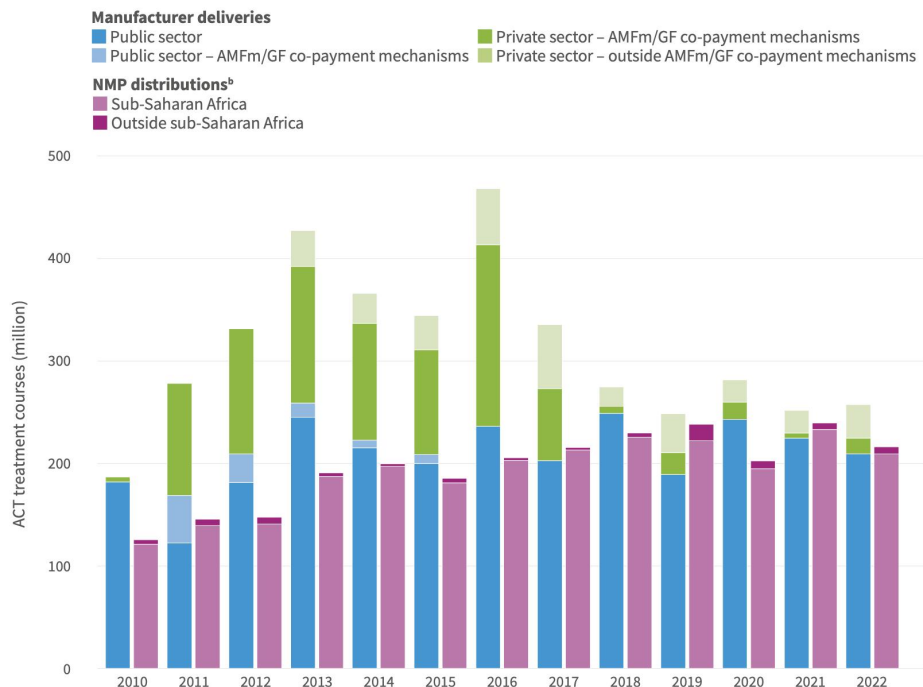
<sup>b</sup> Countries with zero indigenous cases for at least 3 consecutive years are considered to have eliminated malaria. In 2022, Malaysia reported zero indigenous cases caused by human *Plasmodium species*<sup>a</sup> for the fifth consecutive year and Cabo Verde reported zero indigenous cases for the fourth year. Belize was certified malaria free in 2023, following 4 years of zero malaria cases.

# 疟疾持续流行，特效药通过PQ认证、有望实现增长

- 根据《世界疟疾报告2023》，2022年全世界分发的基于青蒿素的组合疗法超过2亿疗程。
- 2023年10月，公司全资子公司北京华方科泰的双氢青蒿素磷酸哌喹片获得PQ认证。截至2024年2月，全球有三家企业的同类产品通过PQ认证。

图表：2010-2022年企业和政府项目分发的青蒿素组合疗法的疗程数

Number of ACT treatment courses delivered by manufacturers and distributed by NMPs to people with malaria, 2010-2022<sup>a,b</sup> Sources: Companies eligible for procurement by WHO/UNICEF and NMP reports.



ACT: artemisinin-based combination therapy; AMFm: Affordable Medicines Facility-malaria; GF: Global Fund to Fight AIDS, Tuberculosis and Malaria; NMP: national malaria programme; UNICEF: United Nations Children's Fund; WHO: World Health Organization.

<sup>a</sup> NMP deliveries to patients reflect consumption reported in the public health sector.

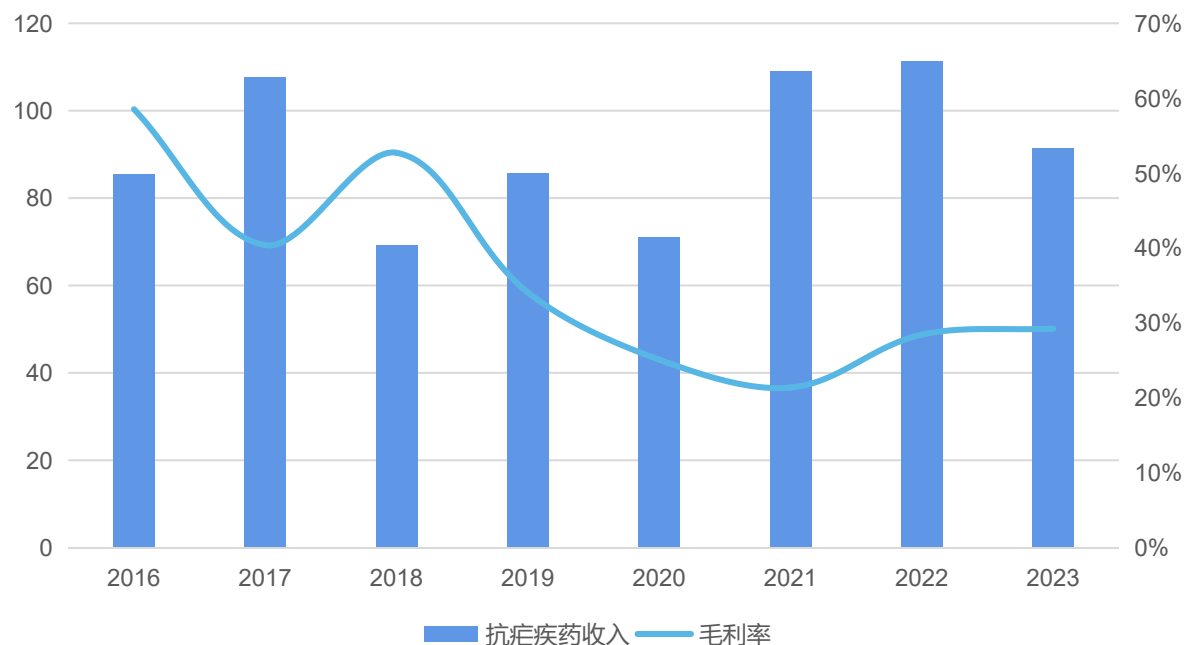
<sup>b</sup> AMFm/GF indicates that the AMFm operated from 2010 to 2013, with the GF co-payment mechanism operating from 2014.

图表：获得WHO PQ认证的治疗疟疾的青蒿素药物（截至2024年4月）

WHO Reference Number	INN, Dosage Form and Strength	Product Type	Therapeutic Area	Applicant	Dosage Form	Basis of Listing	Date of Prequalification
MA093	Dihydroartemisinin/Piperaquine phosphate Tablet, Film-coated 20mg/160mg	Finished Pharmaceutical Product	Malaria	Alfasigma S.p.A	Tablet, Film-coated	Prequalification - Abridged	9 Oct, 2015
MA094	Dihydroartemisinin/Piperaquine phosphate Tablet, Film-coated 40mg/320mg	Finished Pharmaceutical Product	Malaria	Alfasigma S.p.A	Tablet, Film-coated	Prequalification - Abridged	9 Oct, 2015
MA131	Dihydroartemisinin/Piperaquine phosphate Tablet, Film-coated 40mg/320mg	Finished Pharmaceutical Product	Malaria	Guilin Pharmaceutical Co. Ltd	Tablet, Film-coated	Prequalification - Full	19 Nov, 2019
MA139	Dihydroartemisinin/Piperaquine phosphate Tablet, Dispersible 40mg/320mg	Finished Pharmaceutical Product	Malaria	Guilin Pharmaceutical Co. Ltd	Tablet, Dispersible	Prequalification - Full	19 Nov, 2019
MA140	Dihydroartemisinin/Piperaquine phosphate Tablet, Film-coated 80mg/640mg	Finished Pharmaceutical Product	Malaria	Guilin Pharmaceutical Co. Ltd	Tablet, Film-coated	Prequalification - Full	19 Nov, 2019
MA141	Dihydroartemisinin/Piperaquine phosphate Tablet, Dispersible 20mg/160mg	Finished Pharmaceutical Product	Malaria	Guilin Pharmaceutical Co. Ltd	Tablet, Dispersible	Prequalification - Full	19 Nov, 2019
MA151	Dihydroartemisinin/Piperaquine phosphate Tablet, Film-coated 60mg/480mg	Finished Pharmaceutical Product	Malaria	Guilin Pharmaceutical Co. Ltd	Tablet, Film-coated	Prequalification - Full	16 Sep, 2020
MA157	Dihydroartemisinin/Piperaquine phosphate Tablet, Dispersible 30mg/240mg	Finished Pharmaceutical Product	Malaria	Guilin Pharmaceutical Co. Ltd	Tablet, Dispersible	Prequalification - Full	25 Nov, 2020
MA177	Dihydroartemisinin/Piperaquine phosphate Tablet, Film-coated 40mg/320mg	Finished Pharmaceutical Product	Malaria	Beijing Holley-Cotec Pharmaceuticals Co Ltd	Tablet, Film-coated	Prequalification - Full	10 Oct, 2023

- PQ认证助力产品进入公立采购市场，推动抗疟疾药板块收入增长、毛利率提升：WHO的PQ认证是国际组织采购药品的重要门槛。2022年公共卫生部门分发的青蒿类药物约占市场的84%。公司产品通过PQ后，能够参与国际组织采购，推动抗疟疾药板块收入增长。2023年公司抗疟疾药物板块毛利率仅有29.24%，随制剂收入占比提高，毛利率有望提高。

图表：2016-2023年昆药集团抗疟疾药物收入（百万元）和毛利率



- **植物大健康产品布局丰富**：在大健康产品上，公司以 KPC 为核心品牌的功效护肤产品群、以K昆药为核心品牌的口腔护理产品群、以云昆为核心品牌的保健养生产品群。同时，充分发挥公司天然植物优势，以天麻、三七等植物为产品特色。
- 2022年，公司大健康产品销售规模突破2亿元，同比增长104%。

图表：昆中药大健康产品系列



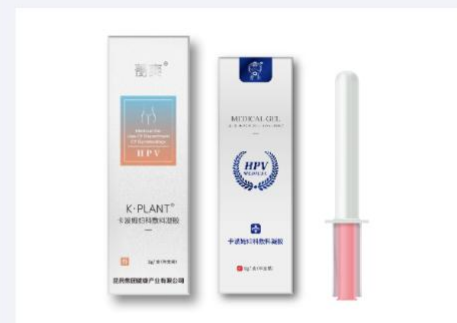
药食同源系列



肌肤护理系列



口腔护理系列



私护系列



老字号食品系列



- **贝克诺顿**：昆明贝克诺顿制药成立于1992年，由昆药集团与美国IVAX Corporation合资成立。2005年，以色列梯瓦制药工业有限公司（TEVA）通过并购IVAX成为KBN的外方股东。2015年，昆药集团收购贝克诺顿100%股权。公司主要产品包括骨科阿法迪三、阿尔治以及抗感染药物阿莫西林系列和头孢克洛系列。

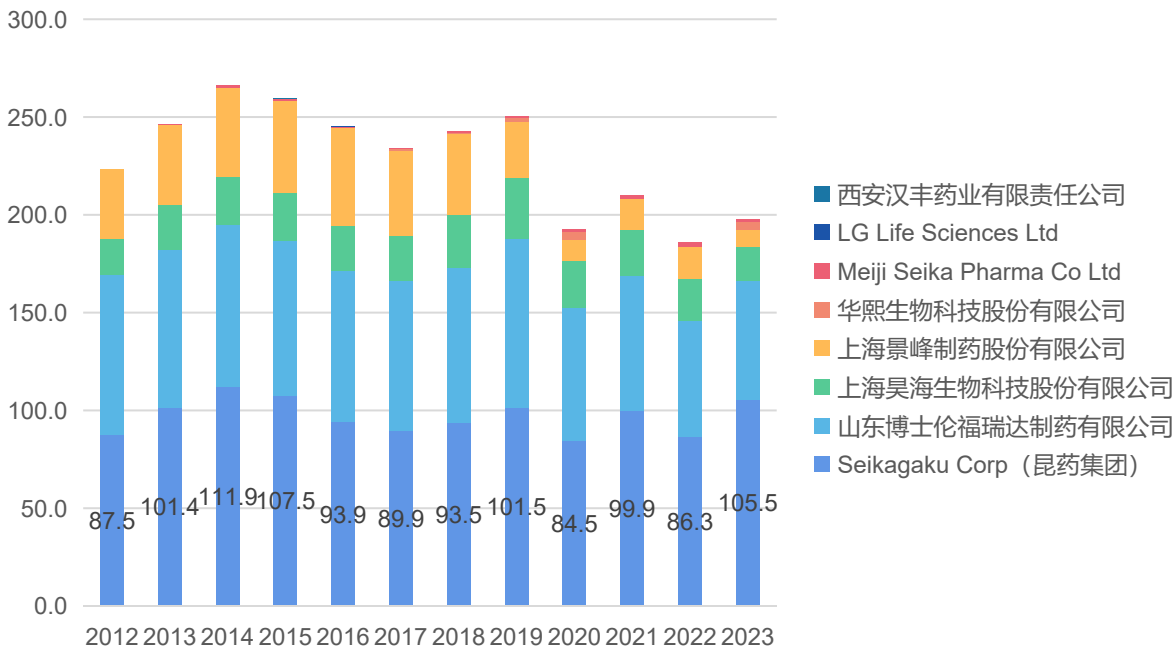
图表：昆药集团骨科用药主要产品信息

药品名称	主要适应症	上市时间	纳入医保目录年份	纳入基药目录年份	是否独家	国谈/集采
阿尔治 (玻璃酸钠注射液)	膝关节骨关节炎、肩关节周围炎	2014年	2017年		否	重庆联盟 (2.5ml:25mg/支 157.85元)；广东联盟 (2.5ml:25mg/支 139.984元)
阿法迪三 (阿法骨化醇软胶囊)	骨质疏松症；肾性骨病；甲状旁腺机能亢进（伴有骨病者）；甲状旁腺机能减退；营养和吸收障碍引起的佝偻病和骨软化症；假性缺钙（D-依赖型I）的佝偻病和骨软化症	2001年	2004年	2012年	否	国家集采 (0.25μg*20粒/盒 20.79元)

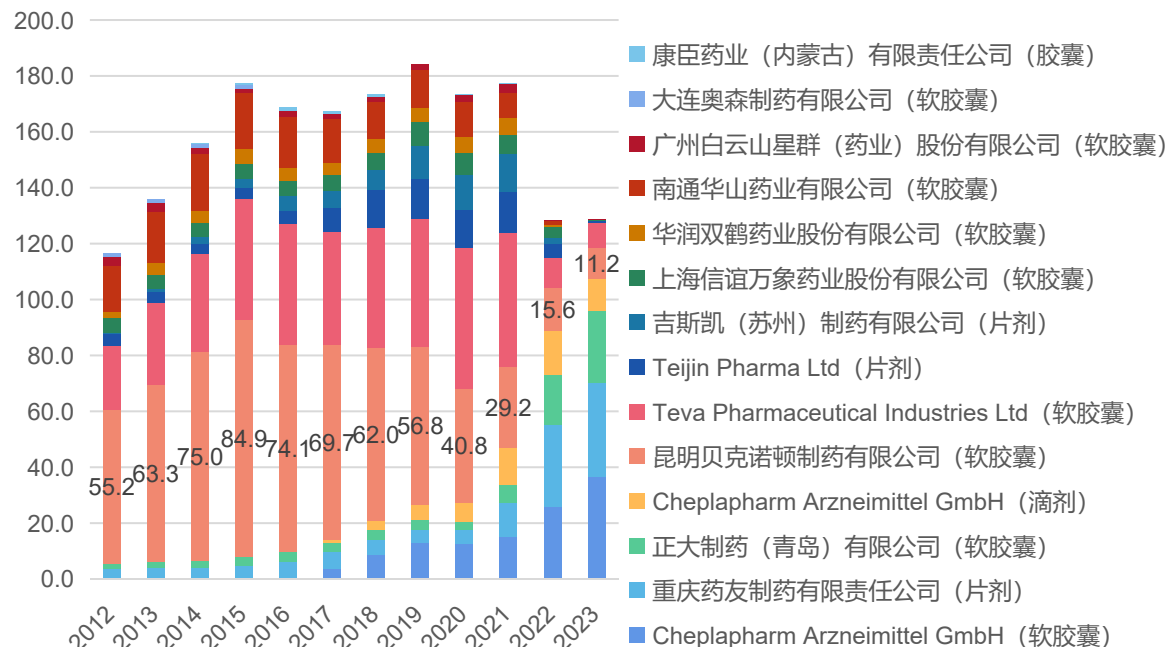
# 骨科业务整体有望保持稳定

- 玻璃酸钠注射液被纳入省际联盟集采，2022年贝克诺顿在重庆联盟以157.85元/支（-9.8%）中选、在广东联盟以139.984元/支（-20.0%）中选。
- 阿法骨化醇被纳入2022年国家集采，贝克诺顿降价53%中选。

图表：2012-2023年PDB样本医院玻璃酸钠注射液销售额（百万元）

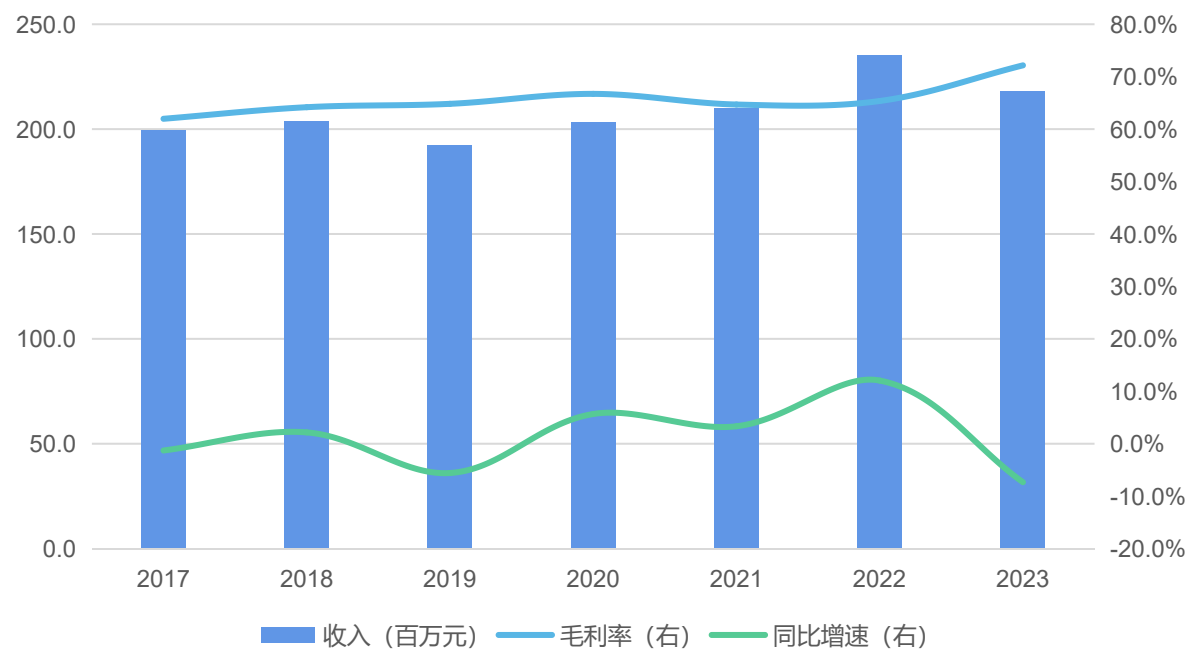


图表：2012-2023年PDB样本医院阿法骨化醇市场份额（百万元）



- 公司骨科业务2017-2023年收入规模整体保持稳定，2023年收入2.18亿元。

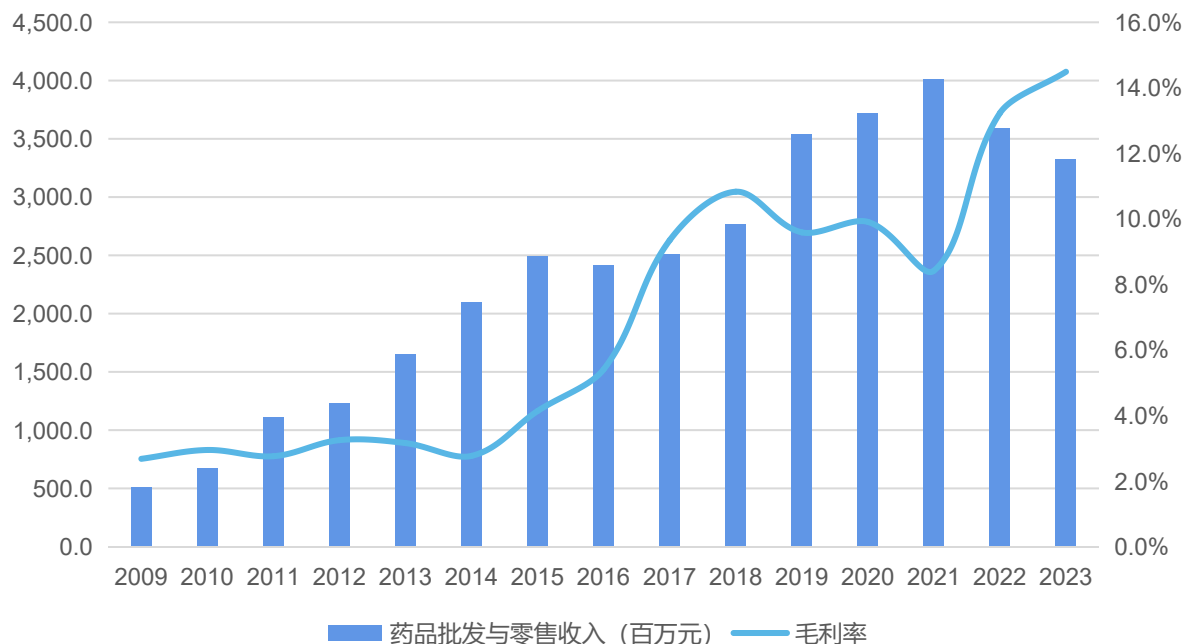
图表：2017-2023年昆药集团骨科系列产品收入和毛利率



# 昆药商业调整再出发，同业竞争有望剥离

- **昆药集团医药商业**：2023年收入33.22亿元，是云南地区规模第二的医药商业公司，仅次于云南省医药。
- **同业竞争**：2022年华润三九收购昆药集团，昆药集团医药商业的业务与华润三九控股股东华润医药构成同业竞争关系，公司承诺自并购交易完成五年内完成同业竞争的解决。

图表：2009-2023年昆药集团药品批发和零售收入和毛利率



## 06 融入华润三九，发展进入新阶段

- **企业融合全方位推进**：2023年1月19日，公司完成董事会和监事会改组，控股股东变更为华润三九。“百日融合”阶段，公司确立“银发健康产业引领者、精品国药领先者、老龄健康-慢病管理领导者”的战略目标。首年融合阶段，公司全面推进四个重塑，推动与华润集团、华润三九的全面融合。
- **华润三九**：华润三九是国内OTC头部企业，2022年收入180.79亿元，归母净利润24.49亿元。华润三九采取“1+N”品牌策略，主品牌“999”知名度高。2022年28个产品收入过亿。

图表：华润三九入主昆药集团主要事件

2022年5月，原控股股东华立医药及其一致行动人华立集团与华润三九签署了《股份转让协议》，收购昆药集团28%股权。

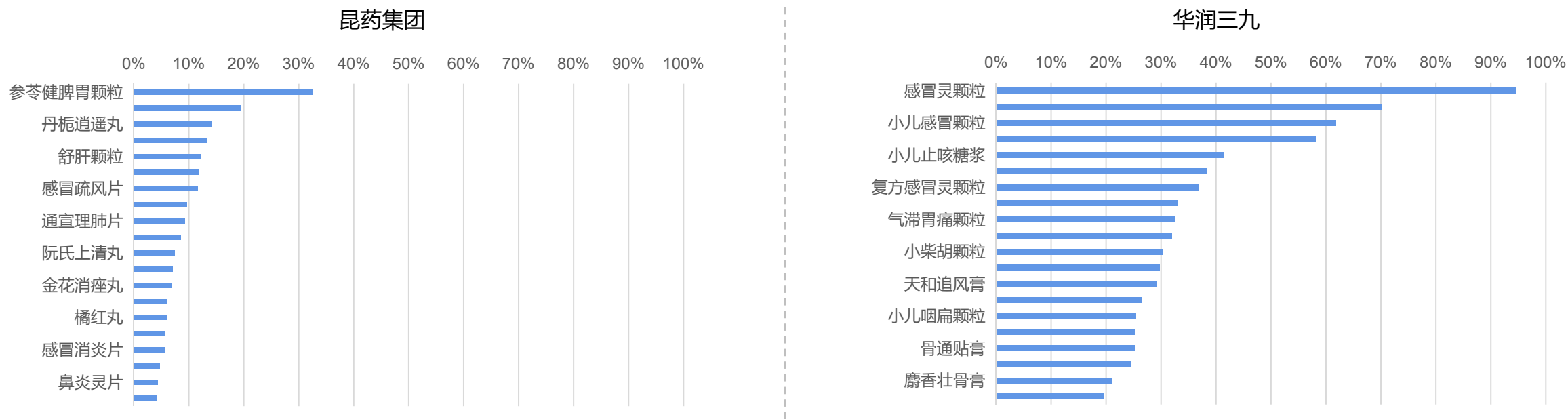
2022年12月，华立医药和华润三九完成股份完成过户登记。

2023年1月，昆药集团改组董事会和监事会改组工作暨控制权发生变更。

2023年年底，公司完成营销组织变革，在原有营销体系架构基础上，成立“1381、1951、777”三个事业部。

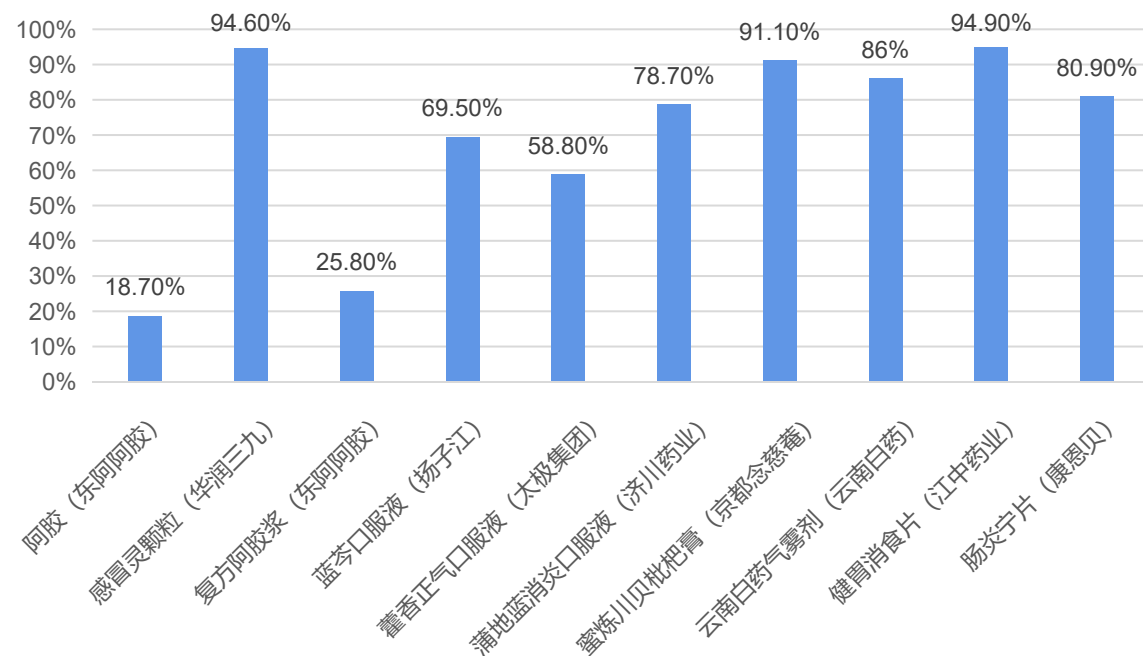
- 商道赋能，公司渠道管理能力有望提升：华润三九从2009年开始建立“三九商道”，借助商道覆盖全国超过40万家药店。根据中康CMH数据，2023年Q4华润三九Top20产品中19个铺货率为20%以上。昆药集团仅参苓健脾胃颗粒一个产品的铺货率超过20%。

图表：中康CMH 2023年Q4昆药集团和华润三九Top20产品零售药店铺货率



- **大单品需要高铺货率：**根据中康CMH数据，2023年销售额Top10产品中，有8个产品的铺货率高于50%。另外2个铺货率低于50%的产品，是单价较高的阿胶（东阿阿胶）和复方阿胶浆。

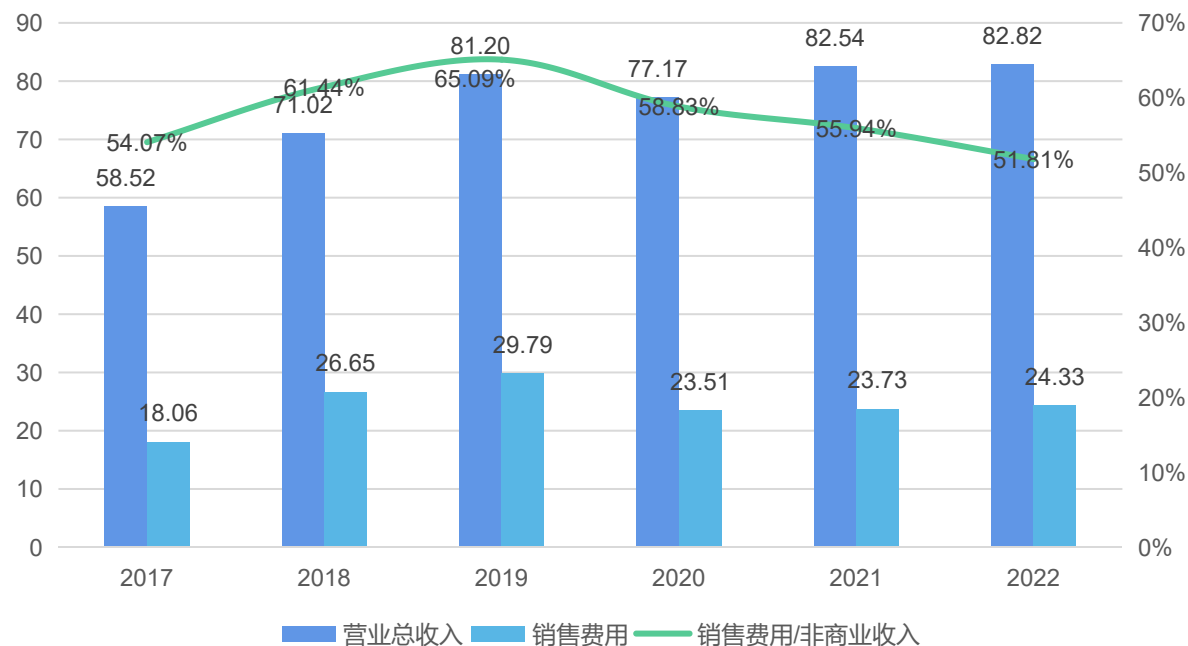
图表：中康CMH 2023年销售额Top10产品铺货率



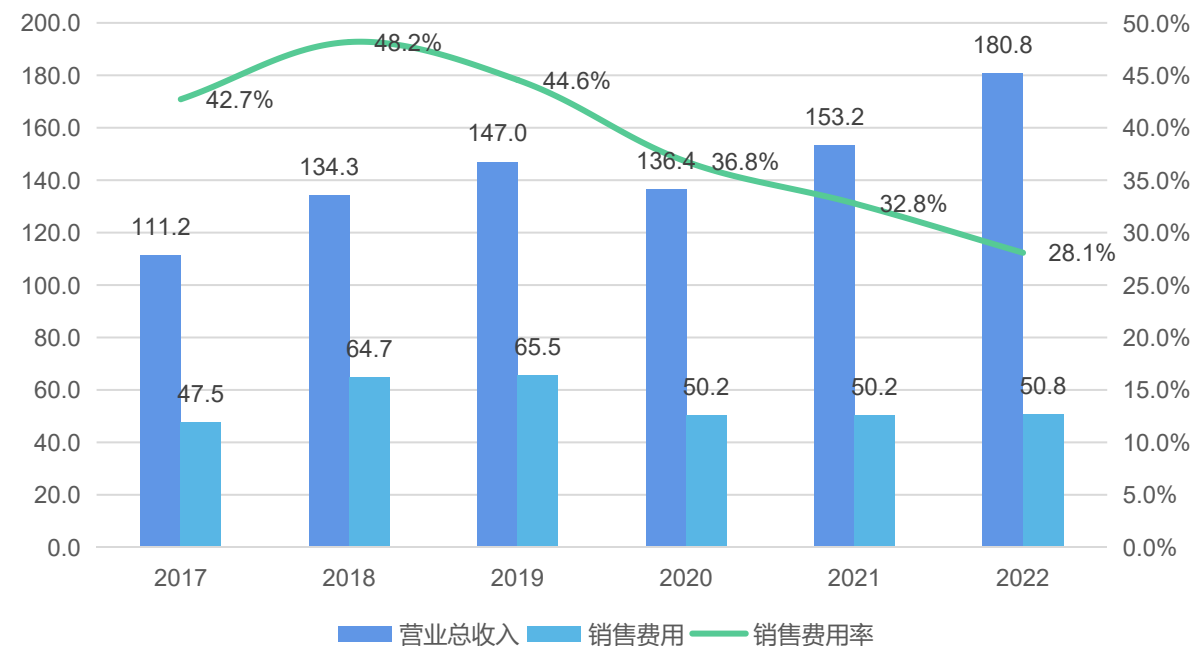


- 昆药集团销售费用率有下降潜力：2017-2022年，公司销售费用/非商业收入均高于50%。2018-2022年，华润三九销售费用率稳步下行，2022年仅为28.1%。随着公司销售系统和品牌打造改革逐步落地，销售费用有一定下降潜力。

图表：2017-2022年昆药集团收入和销售费用分析（亿元）



图表：2017-2022年华润三九收入和销售费用分析（亿元）



- 全方位品牌打造，新品牌调性逐渐形成：2023年12月27日公司上线《焦虑 不可能的》跨年系列短片。2024年湖南卫视春节联欢晚会中“昆中药 1381”品牌亮相。

图表：舒肝颗粒宣传系列短片《焦虑 不可能的》



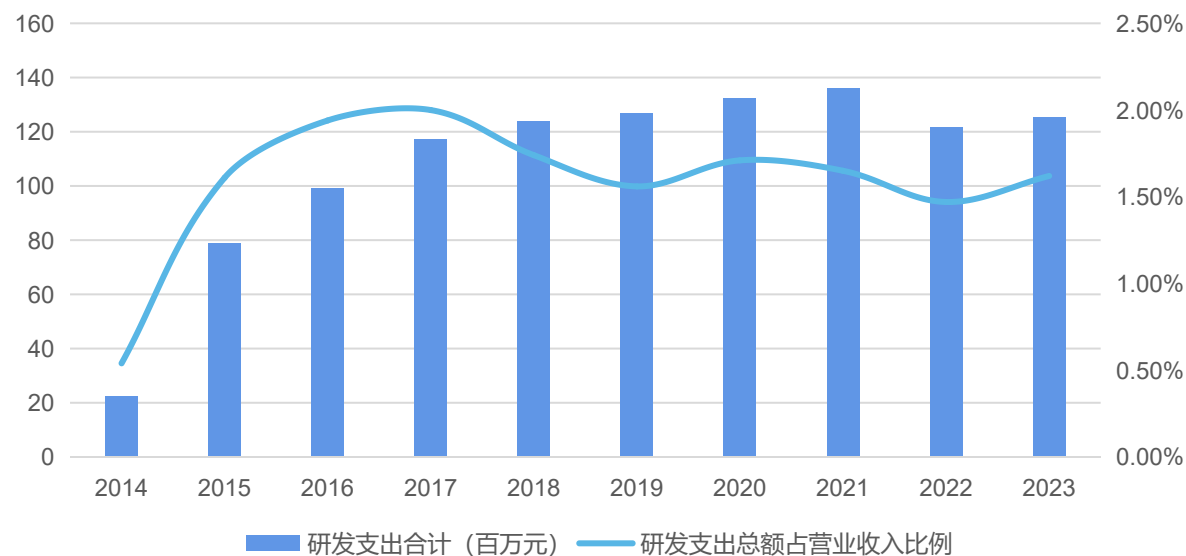
图表：昆中药1381亮相湖南卫视2024年春节联欢晚会



# 打造差异化研发，服务战略目标

- **打造差异化研发：**公司研发方向聚焦心脑血管、骨风关节、免疫等目标适应症领域，特别是脑病专科特色治疗领域，同时注重优势植物药的二次开发。

图表：2014-2023年昆药集团研发支出情况



图表：昆药集团研发管线（截至2023年年报）

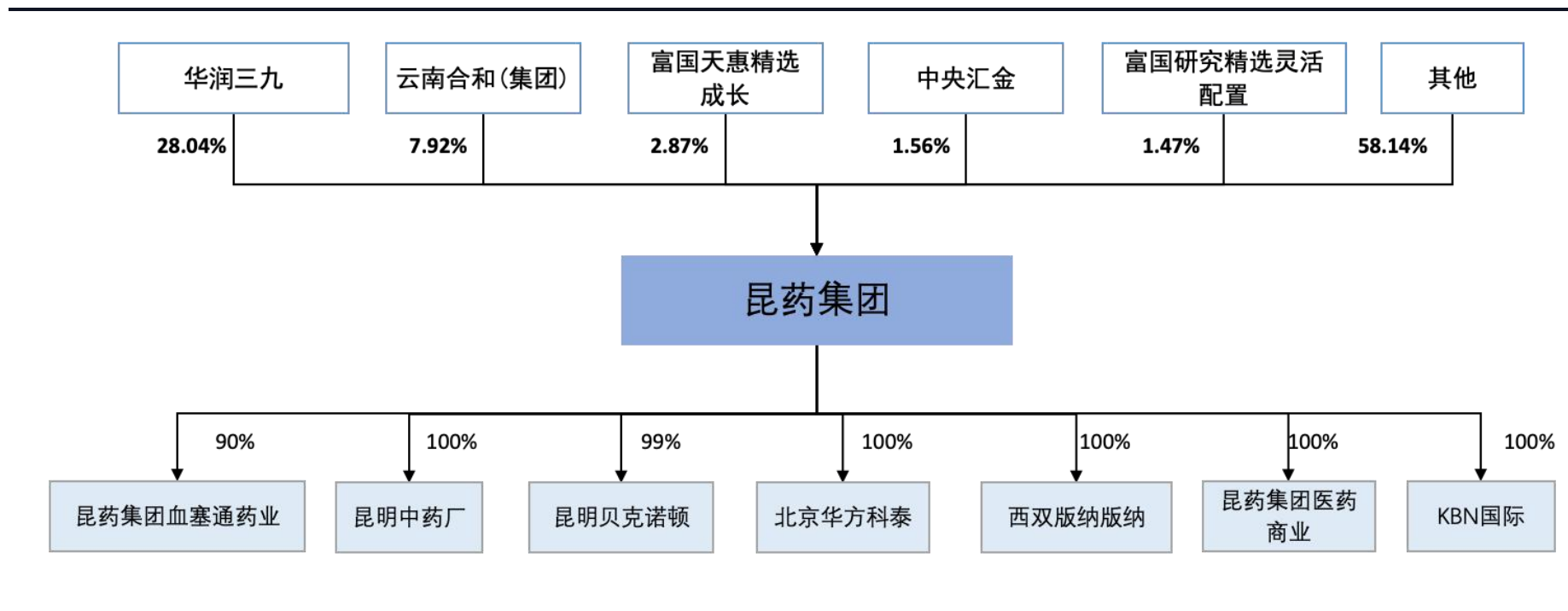
药品名称	注册分类	适应症或功能主治	临床前	IND	临床I期	临床II期
KYAH02-2016-078	化药 1.6 类 (原注册分类办法)	治疗红斑狼疮				
注射用KPCXM18	中药/天然药物 1类	拟用于治疗急性缺血性脑卒中				
KY100001片	化药 1 类	用于异柠檬酸脱氢酶-1 (IDH1) 基因突变的实体瘤·包括但不限于肝内胆				
KYAH01-2018-111	化药 1 类	非酒精性脂肪肝				
KYAH02-2020-149	化药 2.2 类	痛风预防及治疗				

07

## 公司概况和财务分析

- **股权结构：**截至2024年一季报，公司第一大股东华润三九持有28.04%股权，第二大股东云南中烟下的云南合和（集团）持股7.92%。其他股东持股均低于5%。

图表：昆药集团股权结构和主要参控股公司（截至2024年一季报）



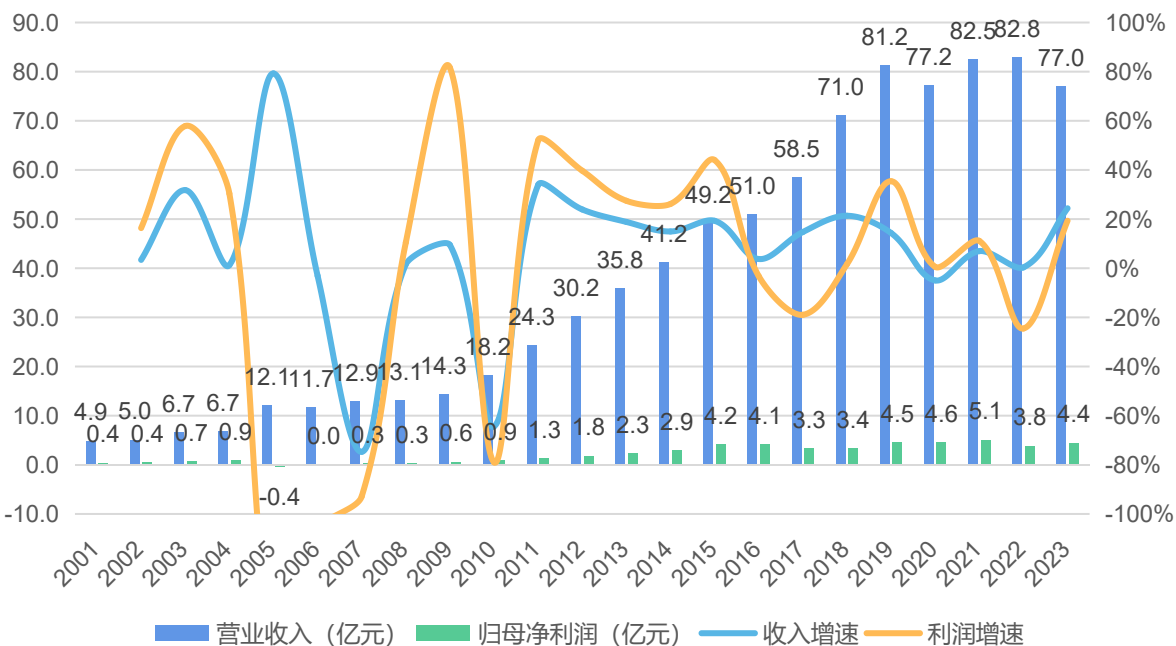
图表：昆药集团主要高管简介

姓名（职务）	个人简介
邱华伟 (董事长)	1967年生，复旦大学遗传与遗传工程专业学士学位，高级工程师。曾任深圳市三九医药贸易有限公司董事长，华润三九医药股份有限公司高级副总裁，总裁，华润江中制药集团有限责任公司董事。兼任中国非处方药物协会轮值会长，中国农村卫生协会副会长。现任华润三九医药股份有限公司董事长。
颜炜 (副董事长, 总裁)	1971年生，研究生学历。曾任华润三九医药股份有限公司OTC事业部总经理、康复慢病事业部总经理。现任昆药集团副董事长、总裁。
李泓葵 (副董事长)	1978年生，经济学博士，工程师。曾任招商银行昆明分行国际业务部总经理，春城路支行副行长，红云红河烟草(集团)有限责任公司曲靖卷烟厂副厂长，厂长，红云红河烟草(集团)有限责任公司昆明卷烟厂厂长，红云红河烟草(集团)有限责任公司副总裁，副总经理。现任云南合和(集团)股份有限公司总经理。
刘军峰 (副总裁)	1976年10月出生，高级工程师职称。1998年7月至2005年1月历任山东绿叶制药股份有限公司研发中心办公室主任，天然药物实验室副主任。2005年1月至2011年5月任山东靶点药物研究有限公司常务副总经理。2011年5月至2014年6月任神威药业集团有限公司药物研究院院长。2015年9月至2017年11月任健民药业集团股份有限公司副总裁。2017年12月至今任昆药集团股份有限公司副总裁。
孟丽 (副总裁)	1976年出生，经济学士、法学学士双学位。1999年7月起在昆明制药集团股份有限公司工作。2002年10月至2011年6月任昆明制药集团股份有限公司董事会办公室主任兼证券事务代表，2011年6月至2017年11月任昆明制药集团股份有限公司行政总监，综合平台负责人；2016年10月至今任昆药集团股份有限公司党委书记；2017年4月至今任昆药集团股份有限公司经营管理委员会办公室主任；2017年11月至今任昆药集团股份有限公司行政人力总监。
席凯 (副总裁)	1977年生，本科学历。曾任华润三九医药股份有限公司公共事务中心副总经理、纪委办公室副主任、昆药集团股份有限公司纪委书记。现任昆药集团股份有限公司副总裁。
孙志强 (财务总监)	1980年生，管理学学士学位。曾任华润三九医药股份有限公司财务管理中心助理总经理。现任昆药集团股份有限公司财务总监、财务负责人。

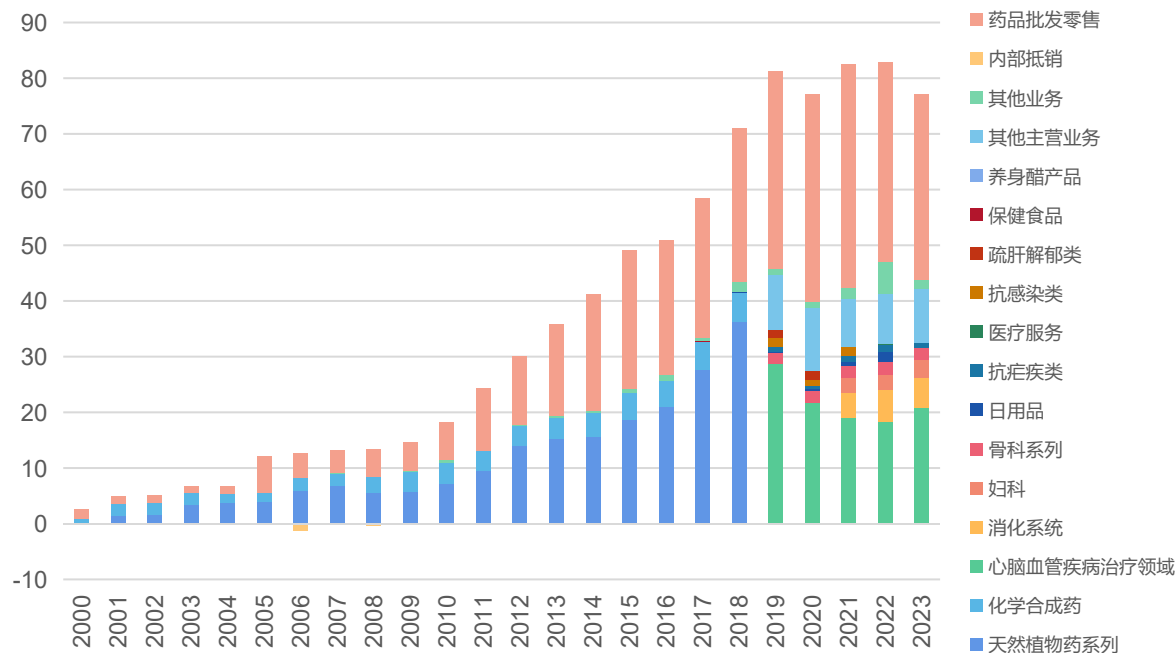
# 收入和利润处于平台期

- **收入和利润处于平台期：**公司营业收入从2001年4.9亿元增长至2019年81.2亿元，2020-2023年收入规模稳定的80亿元左右。公司归母净利润从2001年0.4亿元增长至2015年4.2亿元，2016-2023年归母净利润稳定在4亿元左右。2019年后，工业中心脑血管业务收入下滑。

图表：2001-2023年昆药集团营业收入和归母净利润（部分极值未显示）



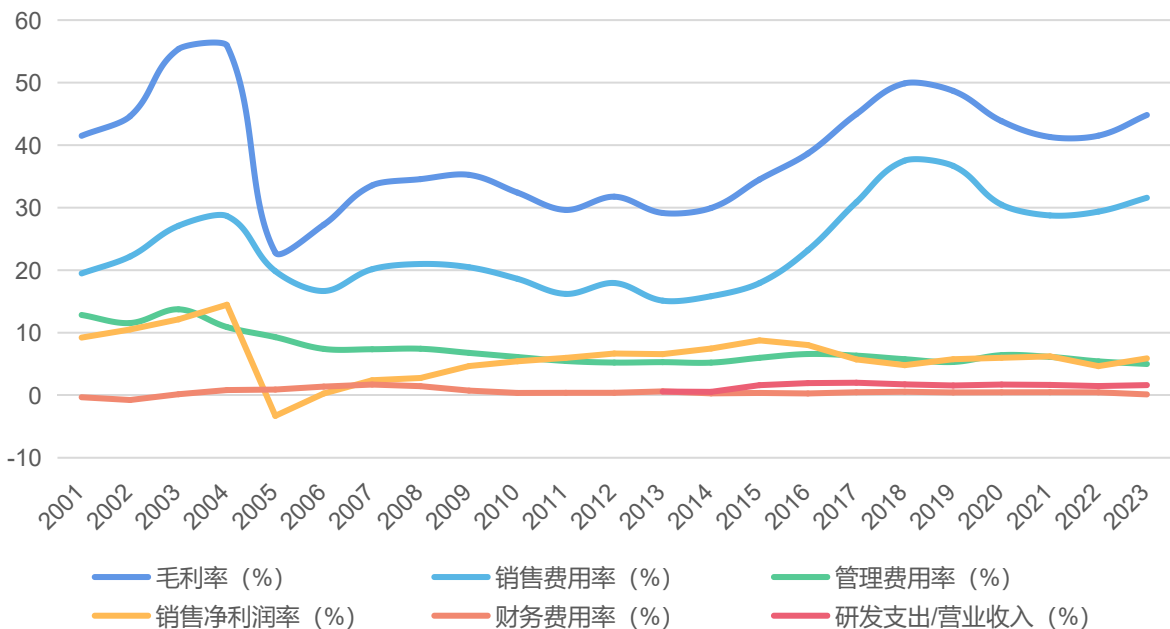
图表：2000-2023年昆药集团营业收入拆分（亿元）



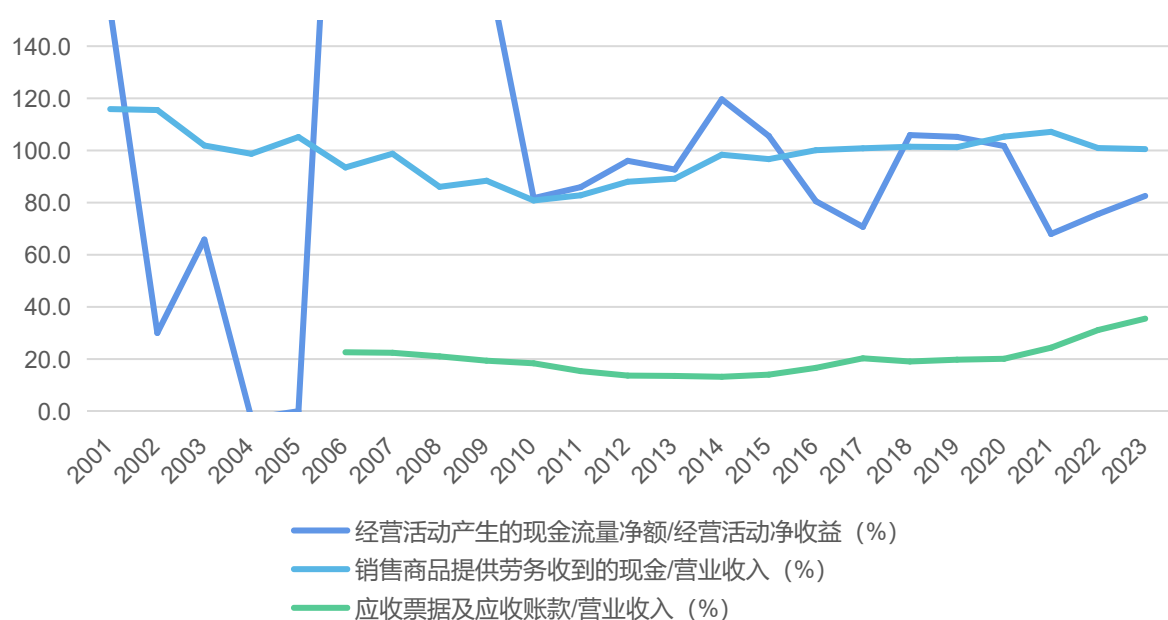
# 盈利能力和现金流存在波动

- 销售净利润率保持稳定：2009年以后，公司销售净利润率保持在5%左右。
- 现金流波动较大：医药商业占公司收入比例超30%，导致现金流波动较大。

图表：昆药集团费用结构和盈利能力



图表：昆药集团经营现金流质量（部分极值未显示）

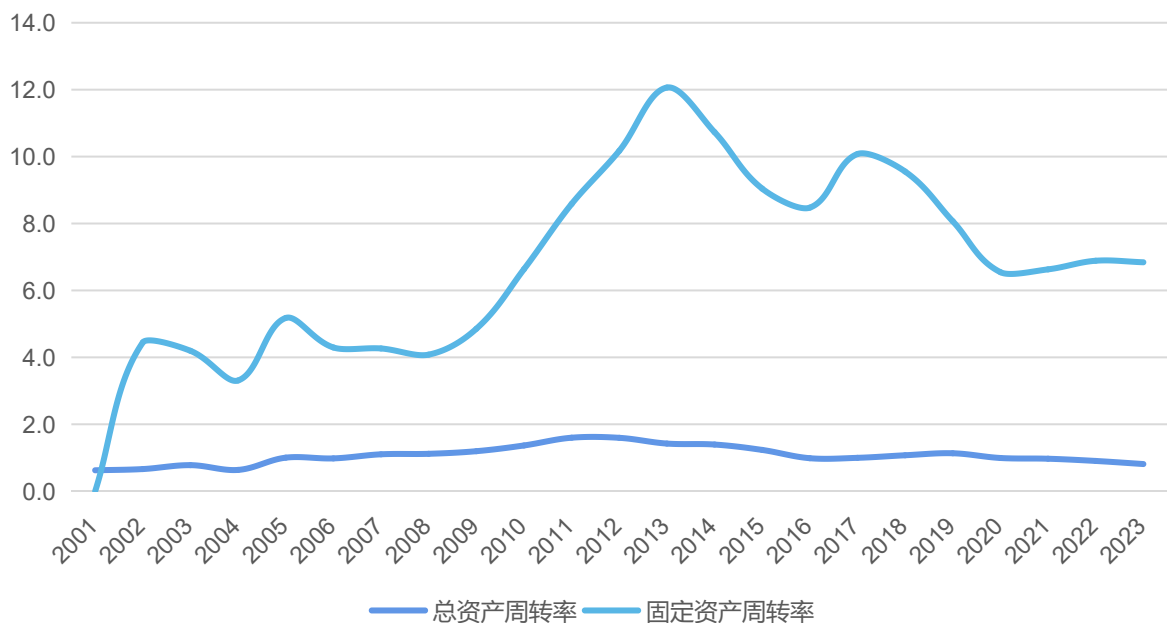




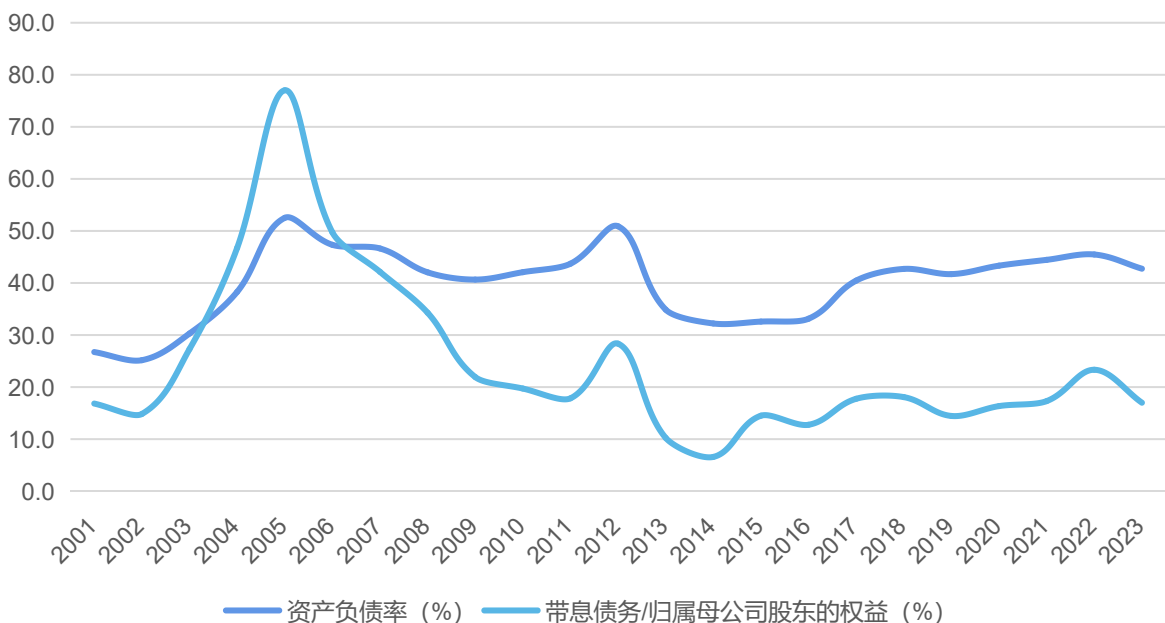
# 营运能力和负债保持稳定

- 营运能力稳定：公司总资产周转率保持在1左右。
- 负债率稳定：2015年后公司资产负债率保持在40%左右。

图表：昆药集团营运能力分析



图表：昆药集团负债分析



# 08

## 投资评级与风险提示

- **盈利预测与投资评级：**我们预计，2024-2026年公司营业收入85.78亿元/95.79亿元/107.49亿元，归母净利润5.87亿元/7.64亿元/9.58亿元，对应PE 26.97X/20.72X/16.54X。我们认为，公司质地优秀，华润三九成为控股股东后多方面赋能，有望带动公司经营持续改善。维持“买入”评级。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7703	8578	9579	10749
增长率(%)	-7	11	12	12
归母净利润（百万元）	445	587	764	958
增长率(%)	16	32	30	25
摊薄每股收益（元）	0.59	0.78	1.01	1.27
ROE(%)	8	10	11	13
P/E	35.36	26.97	20.72	16.54
P/B	2.98	2.69	2.37	2.07
P/S	2.05	1.85	1.65	1.47
EV/EBITDA	19.10	17.15	13.48	10.29

资料来源：Wind资讯、国海证券研究所

- **产品销售放量不及预期：**公司院内和院外产品销售均面临激烈竞争，销量增长有不达预期的风险
- **行业集采政策降价超预期：**院内集采政策和院外药品价格监测，可能导致公司产品降价超预期
- **渠道能力建设不及预期：**院外产品销售高度依赖销售渠道的建设，公司当前处于渠道变革期，存在不达预期的风险
- **品牌打造速度不及预期：**公司重点发力院外OTC市场，“777”和“昆中药 1381”品牌打造可能不及预期
- **公司业绩表现不及预期：**公司当前处于经营层面的融合整合阶段，业绩可能不达预期

# 昆药集团盈利预测表

证券代码： 600422

股价： 21.37

投资评级： 买入(维持)

日期： 20240604

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2097	2723	3200	4035	<b>营业收入</b>	<b>7703</b>	<b>8578</b>	<b>9579</b>	<b>10749</b>	<b>每股指标</b>				
应收款项	2734	2267	2510	2797	营业成本	4251	4711	5166	5681	EPS	0.59	0.78	1.01	1.27
存货净额	1688	1701	1866	2051	营业税金及附加	75	73	81	97	BVPS	6.99	7.79	8.82	10.11
其他流动资产	512	553	609	673	销售费用	2433	2745	3065	3440	<b>估值</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>7031</b>	<b>7245</b>	<b>8185</b>	<b>9557</b>	管理费用	314	343	383	430	P/E	35.4	27.0	20.7	16.5
固定资产	1083	1071	1062	996	财务费用	10	-20	-42	-53	P/B	3.0	2.7	2.4	2.1
在建工程	96	133	164	108	其他费用/(-收入)	71	77	86	97	P/S	2.1	1.8	1.7	1.5
无形资产及其他	1332	1425	1529	1574	<b>营业利润</b>	<b>568</b>	<b>752</b>	<b>973</b>	<b>1214</b>	<b>财务指标</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
长期股权投资	24	24	24	24	营业外净收支	-5	-20	-20	-20	<b>盈利能力</b>				
<b>资产总计</b>	<b>9565</b>	<b>9898</b>	<b>10963</b>	<b>12258</b>	<b>利润总额</b>	<b>564</b>	<b>732</b>	<b>953</b>	<b>1194</b>	ROE	8%	10%	11%	13%
短期借款	725	725	725	725	所得税费用	109	139	181	227	毛利率	45%	45%	46%	47%
应付款项	933	916	1005	1105	<b>净利润</b>	<b>454</b>	<b>593</b>	<b>772</b>	<b>967</b>	期间费率	36%	36%	36%	36%
合同负债	91	172	192	215	少数股东损益	9	6	8	10	销售净利率	6%	7%	8%	9%
其他流动负债	1895	1562	1726	1910	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>445</b>	<b>587</b>	<b>764</b>	<b>958</b>	<b>成长能力</b>				
<b>流动负债合计</b>	<b>3644</b>	<b>3375</b>	<b>3648</b>	<b>3955</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	收入增长率	-7%	11%	12%	12%
长期借款及应付债券	108	108	108	108	<b>经营活动现金流</b>	<b>356</b>	<b>888</b>	<b>723</b>	<b>896</b>	利润增长率	16%	32%	30%	25%
其他长期负债	337	336	336	336	净利润	445	587	764	958	<b>营运能力</b>				
<b>长期负债合计</b>	<b>445</b>	<b>443</b>	<b>443</b>	<b>443</b>	少数股东损益	9	6	8	10	总资产周转率	0.81	0.88	0.92	0.93
<b>负债合计</b>	<b>4089</b>	<b>3818</b>	<b>4091</b>	<b>4398</b>	折旧摊销	215	135	139	162	应收账款周转率	3.09	3.67	4.29	4.34
股本	758	757	757	757	公允价值变动	-1	6	-7	-8	存货周转率	2.52	2.78	2.90	2.90
股东权益	5477	6080	6872	7860	营运资金变动	-415	117	-222	-262	<b>偿债能力</b>				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9565</b>	<b>9898</b>	<b>10963</b>	<b>12258</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>-339</b>	<b>-131</b>	<b>-336</b>	<b>-151</b>	资产负债率	43%	39%	37%	36%
					资本支出	-57	-224	-231	-59	流动比	1.93	2.15	2.24	2.42
					长期投资	-290	65	-130	-120	速动比	1.41	1.53	1.62	1.79
					其他	8	27	25	27					
					<b>筹资活动现金流</b>	<b>-202</b>	<b>-33</b>	<b>-18</b>	<b>-18</b>					
					债务融资	-29	1	7	7					
					权益融资	18	-9	0	0					
					其它	-191	-26	-25	-25					
					<b>现金净增加额</b>	<b>-183</b>	<b>723</b>	<b>370</b>	<b>727</b>					

## 医药小组介绍

周小刚，首席分析师，复旦大学经济学硕士、西安交通大学工学本科，具有5年医药实业工作经验、9年医药研究工作经验。

赵宁宁，分析师，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖中药、生物药。

孔维崎，分析师，北京大学药学院化学生物学硕士，四年半医药股权投资经验，主要覆盖创新药和CXO板块。

沈崇皓，分析师，华东师范大学药化硕士，3年海外医药投研经验，2022年加入国海证券医药组，主要覆盖部分中药和生命科学上游产业链等板块。

李畅，分析师，北京大学药理学硕士，具有1年医疗实业工作经验，2022年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药等板块。

李明，分析师，北京大学金融科技硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗服务板块。

林羽茜，研究助理，悉尼大学数据分析硕士，2021年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械板块。

万鹏辉，分析师，中科院药物所药物化学硕士，3年医药二级市场投研经验，主要覆盖CXO及软镜等板块。

年庆功，分析师，北京大学物理学本科，军事医学科学院微生物博士，2022年加入国海证券研究所医药组，主要覆盖中药、零售药店、干扰素、疫苗和血制品等板块。

## 分析师承诺

周小刚、年庆功，本报告中的分析师均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，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

## 免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 医药研究团队

# 心怀家国，洞悉四海



## 国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋  
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银  
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168  
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597