

# 昆药集团 (600422.SH)

## 华润赋能，打造银发经济第一股

买入 (首次评级)

当前价格: 17.83 元

### 投资要点:

#### ➤ 华润入主赋能，打造银发经济第一股

经过“百日融合”和“一年融合”的磨合期，目前两家公司已进入“三年融合”阶段。**百日融合阶段:** 1.大动作不断，华润系掌舵人为昆药赋能。聘任华润系领导为公司董事长与总裁。2.确定“打造银发经济健康第一股、成为慢病管理领导者、精品国药领先者”的新战略目标。**一年融合阶段:** 1.成立三大事业部:“昆中药 1381”事业部、“KPC·1951”事业部、三七口服“777”事业部; 2.发布未来五年(2024年-2028年)战略发展规划:以三七产业链为核心,立足于老龄健康,拓展慢病管理领域,成为银发健康产业第一股。通过内生发展加外延扩张方式,力争2028年末实现营业收入翻番,工业收入达到100亿元,致力于成为银发健康产业第一股。3.品牌建设:发布“777”品牌,三七就是777。4.渠道和商道文化价值:逐步导入华润三九的商道体系,完成全国昆药销售渠道整合建设。

#### ➤ 公司拟现金收购昆明圣火 51% 股权，血塞通口服剂竞争格局持续优化

“777 事业部”血塞通口服系列核心用户为老年人群，伴随人口老龄化未来市场空间巨大。公司解决核心产品血塞通软胶囊“络泰”与华润圣火“理湔王”同业竞争问题，未来有望差异化布局并开拓应用场景。血塞通颗粒剂、滴丸剂、片剂皆有布局。“昆中药 1381”精品国药系列参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒等亦有望实现高增长。

#### ➤ 注射剂乘注射剂解限东风，抓住集采窗口期实现快速发展。

注射用血塞通(冻干)伴随医保解限政策放松，产品止跌并重回上升通道，2023年注射用血塞通(冻干)保持稳健增长，销量同比增长24.62%。公司血塞通注射剂积极参与国家和省际联盟集采，2021年湖北19省中成药联盟注射用血塞通(冻干)200mg中标价为9.22元，降价幅度为54.07%，实现两年的标内市场独占。湖北联盟两年集采期结束后我们预计今年下半年有望续约，竞争格局较好的产品降价幅度理性。后续广东联盟集采、京津冀“3+N”集采公司血塞通(冻干)皆中标，以价换量优势显著。

#### ➤ 盈利预测与投资建议

我们预测2024/2025/2026年公司营收分别为85.44/95.44/107.22亿元，增速为10.92%/11.70%/12.35%。2024/2025/2026年公司净利润分别为5.89/7.7/9.81亿元，增速为32%/31%/27%。我们看好华润赋能昆药集团，以及未来打造银发健康产业第一股的战略核心，首次覆盖，给予“买入”评级。

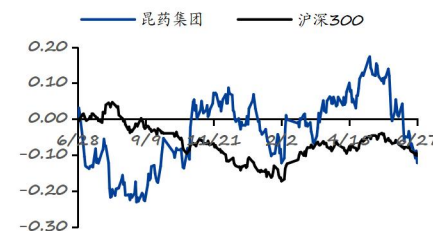
#### ➤ 风险提示

产品销售和推广不及预期风险，重点产品集采降价幅度超预期风险，研发失败或进度不及预期风险，原材料价格波动的风险。

### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	757.11/756.98
流通A股市值(百万元)	13,496.88
每股净资产(元)	7.15
资产负债率(%)	43.04
一年内最高/最低价(元)	24.11/15.18

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师: 盛丽华(S0210523020001)  
SLH30021@hfzq.com.cn  
分析师: 张俊(S0210524040002)  
zj30486@hfzq.com.cn  
联系人: 万喆瑞(S0210123050066)  
wzr30132@hfzq.com.cn

### 相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,282	7,703	8,544	9,544	10,722
增长率	0%	-7%	11%	12%	12%
净利润(百万元)	383	445	589	770	981
增长率	-25%	16%	32%	31%	27%
EPS(元/股)	0.51	0.59	0.78	1.02	1.30
市盈率(P/E)	35.2	30.3	22.9	17.5	13.7
市净率(P/B)	2.7	2.5	2.3	2.1	1.9

数据来源:公司公告、华福证券研究所



## 正文目录

1 昆药集团：银发健康产业的引领者	3
1.1 中药企业历史悠久，华润入主进入新阶段	3
1.2 华润三九赋能，开启三年融合新阶段	4
1.3 业务结构调整，盈利能力趋势向好	5
2 777 事业部：三七就是 777	6
2.1 血塞通软胶囊：昆药解决圣火同业竞争问题，络泰与理洙王差异化布局	7
2.2 其余血塞通口服剂型共同发力	8
3 昆中药 1381：聚焦精品中药	10
3.1 脾胃线：一线品种参苓健脾胃颗粒	10
3.2 情绪产品：舒肝颗粒	11
3.3 感冒呼吸：痰咳双星和抗感家族	11
4 1951 事业部：以注射用血塞通为代表，打造老年健康领域严肃治疗的引领者	12
4.1 心脑血管：血塞通注射剂多剂型、多品规组合优势显著，抓住集采窗口期扩大市场份额。	12
4.2 CNS：天麻系列产品	16
5 盈利预测与投资建议	18
5.1 盈利预测	18
5.2 投资建议	19
6 风险提示	20

## 图表目录

图表 1：昆药集团股权结构图（截至 2024 年一季度）	3
图表 2：23 年商业收入下降，整体营收下滑	5
图表 3：口服剂占比波动提升	5
图表 4：2023 年归母净利润重回上升通道	6
图表 5：2023 年销售净利率大幅提升	6
图表 6：销售费用率伴随推广活动增加而提高	6
图表 7：昆药集团血塞通口服制剂销售额（亿元）	7
图表 8：三七就是“777”	7
图表 9：昆药与圣火关联关系图	8
图表 10：昆药收购圣火后，血塞通软胶囊实现整合	8
图表 11：血塞通各剂型集采情况	9
图表 12：香砂平胃颗粒销售额（亿元）	10
图表 13：参苓健脾胃颗粒销售额（亿元）	10
图表 14：昆中药感冒呼吸类产品布局	11
图表 15：血塞通全市场销售额（亿元）	13
图表 16：血塞通注射剂占比	13
图表 17：注射用血塞通（冻干）终端销售竞争格局	13
图表 18：血塞通注射剂作用机制	14
图表 19：血塞通注射剂入选指南	14
图表 20：2022 版医保目录部分中药注射剂解限	14
图表 21：昆药集团注射用血塞通（冻干）销售量（万支）	15
图表 22：注射用血塞通（冻干）集采情况	15
图表 23：头晕/眩晕常用药物	17
图表 24：“天眩清”天麻系列产品	17
图表 25：天麻素注射液销售量（万支）	18
图表 26：公司业绩拆分预测表	19
图表 27：可比公司估值表	20
图表 28：财务预测摘要	21



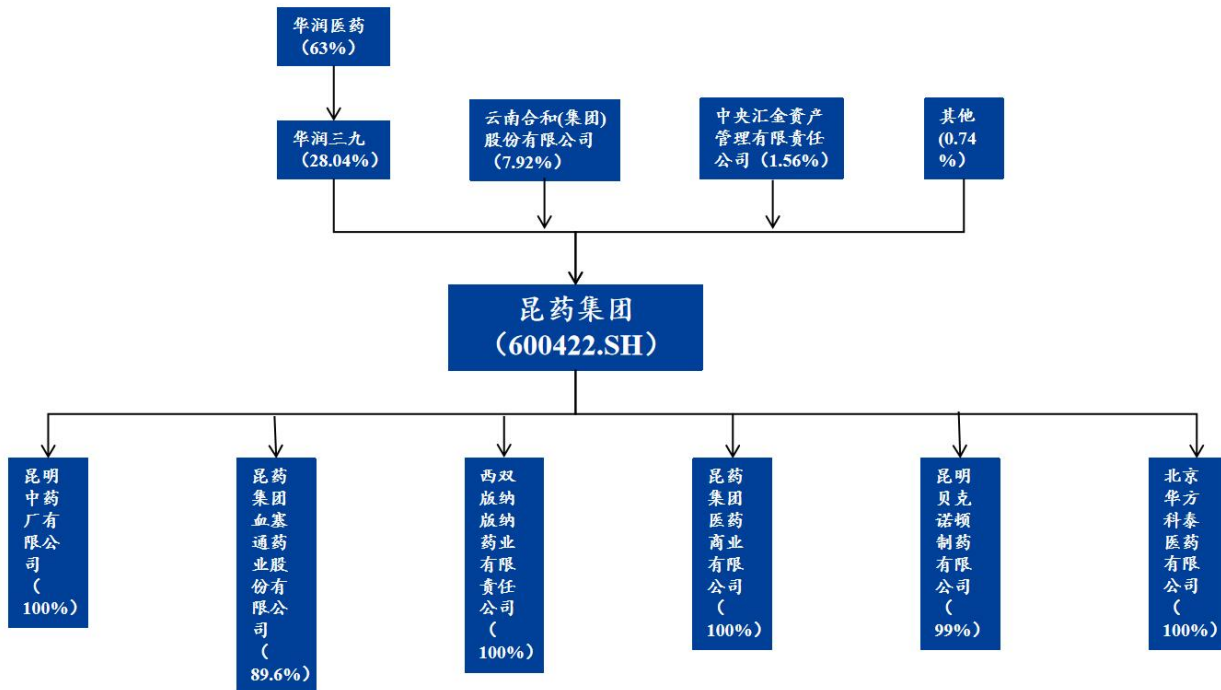
## 1 昆药集团：银发健康产业的引领者

### 1.1 中药企业历史悠久，华润入主进入新阶段

昆药集团成立于1951年3月，2000年12月在上海证券交易所上市。2022年12月，华润三九完成昆药集团部分股权的收购工作，成为昆药第一大股东。依托云南丰富的植物资源，昆药集团先后开发了青蒿、三七、天麻三大系列及特色中药、民族药等40多个具有国内外先进水平的天然药物新产品，同时传承精品国药，聚焦三七产业链，致力于面向慢病管理和老龄健康领域提供优质产品服务及系统解决方案。

昆药集团旗下拥有昆明中药厂有限公司、昆明贝克诺顿制药有限公司等50多家参控股公司。昆药集团血塞通药业：公司为国内三七制剂药品和三七总皂苷原料药生产基地，拥有27个药品生产批文，主要生产血塞通片、血塞通滴丸、血塞通颗粒。昆中药：公司现有药品批准文号140个，独家产品21个，主要产品为舒肝颗粒、清肺化痰丸、感冒消炎片、止咳丸、暖胃舒乐颗粒、参苓健脾胃颗粒等多个独家生产或原研产品。西双版纳版纳药业：主要产品为珠子肝泰胶囊、肾茶袋泡茶、双姜胃痛丸等具有民族特色品种。昆药商业：云南省重点药品流通企业。昆明贝克诺顿制药：公司产品定位于高端抗生素及骨关节产品，包括阿莫西林系列、头孢克洛系列、阿法迪三、阿尔治、斯耐普系列、利巴韦林喷雾剂等。华方科泰：主要从事青蒿素类抗疟药、品牌仿制药和医疗器械的国际销售。

图表 1：昆药集团股权结构图（截至 2024 年一季度）



数据来源：iFinD，华福证券研究所



## 1.2 华润三九赋能，开启三年融合新阶段

**百日融合阶段：开展一系列“百日”融合行动，坚定贯彻落实“四同步、四对接”工作，加强思想转变，推动与华润集团、华润三九全面融合。**

**1.加强制度建设，提升企业治理效能：大动作不断，华润系掌舵人为昆药赋能。** 2022年12月，原昆药集团董事长汪思洋、三名董事及财务总监辞职。2023年1月，聘任原华润三九高管孙振为公司副总裁、孙志强为公司财务总监，原华润三九董事长邱华伟担任公司董事长，原华润三九OTC事业部总经理颜炜为公司副董事长；2023年6月，聘任原华润三九公共事务中心副总经理席凯为公司副总裁；2023年9月，聘任颜炜为公司总裁。

**2.确定战略目标：打造银发经济健康第一股、成为慢病管理领导者、精品国药领先者”的新战略目标。**

**一年融合阶段：深入推进价值重塑、业务重塑、组织重塑、精神重塑。**

**1.成立三大事业部：“昆中药 1381”事业部：**专注精品国药领域，助推公司精品国药业务实现快速发展，具体产品包括参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒、清肺化痰丸等系列精品国药；**“KPC·1951”事业部：**昆药70多年核心植物药领域深度耕耘的传承，将重点关注院内严肃医疗产品，为公司持续巩固在心脑血管、骨风关肾、CNS等治疗领域的优势、拓展老龄健康产业领域奠定基础，具体产品包括注射用血塞通（冻干）、天麻注射液、玻璃酸钠注射液、草乌甲素软胶囊等严肃医疗产品；**三七口服“777”事业部：**对三七口服制剂产品的重点聚焦，将以打造三七全产业链标杆企业为核心目标，带动云南道地药材三七走出国门、助推中医药文化国际传播。具体产品包括血塞通软胶囊及其他血塞通系列口服产品等特色三七口服制剂。

**2. 战略引领：**引入华润集团6S管理体系，同时华润三九与昆药集团共同成立了三七联合创新体，以推动持续和创新的发展；**发布未来五年（2024年-2028年）战略发展规划：**

➤ **企业使命：** 大药厚德 痼疾在抱

➤ **企业愿景：** “银发健康产业的引领者”。

➤ **战略目标：** 围绕“传承精品国药，以三七产业链为核心，立足于老龄健康，拓展慢病管理领域，成为银发健康产业第一股”的战略核心， 聚焦精品国药、老龄健康-慢病管理两大核心业务领域，通过短期、中期、长期三步走的发展行动规划、七大战略举措、六项规划保障和六大核心能力， 重点打造三七系列产品为核心的慢病管理以及“昆中药 1381”系列为核心的精品国药两大平台，致力于成为“老龄健康-慢病管理领域领导者”和“精品国药领先者”。**通过内生发展加外延扩张方式，力**



争 2028 年末实现营业收入翻番，工业收入达到 100 亿元，致力于成为银发健康产业第一股。

3. **品牌建设**：2024 年 3 月 9 日发布“777”品牌，致力于对昆药集团全方位赋能，打造产业链品牌，使“777”品牌能更好地代表三七产业，代表三七软胶囊，推动昆药集团三七产业的发展。

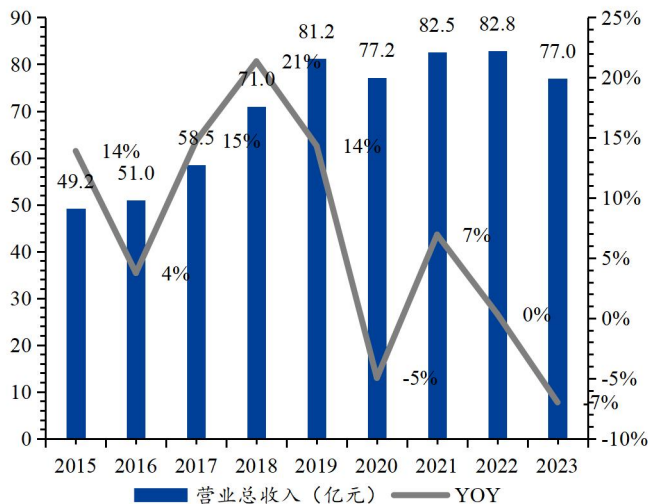
4. **渠道和商道文化价值观**：逐步导入华润三九的商道体系，完成全国范围内的零售、医疗体系昆药销售渠道整合建设，实现从多级渠道到聚焦重点主流客户重点管控；将三九商道“诚、信、礼、勤、智、识”为核心的工商合作文化价值体系融入昆药商道，旨在实现合作共赢。

### 1.3 业务结构调整，盈利能力趋势向好

2015-2022 年，公司的营业收入从 49.2 亿元增长至 77 亿元，期间复合增长率为 6%。2023 年公司营收为 77 亿元，同比下降 7%，主要系商业板块业务结构持续优化及对外援助业务有所减少。

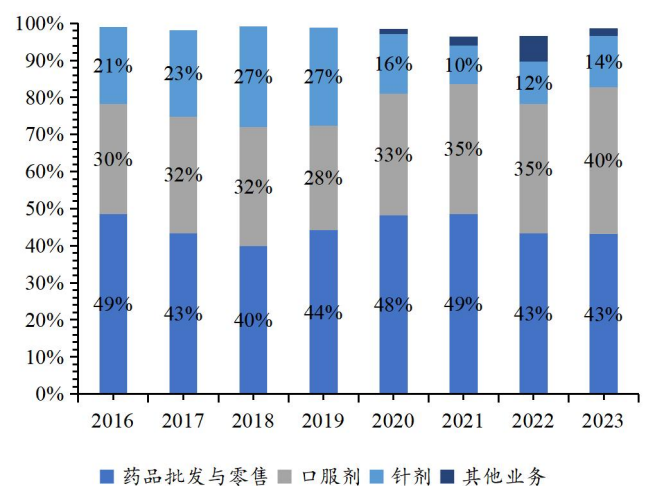
从收入结构看，公司针剂及医药商业占比波动下降，2023 年分别为 14%和 43%。公司 2023 年口服产品销售占比增加至 40%，777 血塞通口服系列及 1951 事业部大单品为公司业绩增长支撑。

图表 2：23 年商业收入下降，整体营收下滑



数据来源：iFinD，华福证券研究所

图表 3：口服剂占比波动提升



数据来源：iFinD，华福证券研究所

公司归母净利润 2017-2021 年始终保持上升趋势，由 3.3 亿提升至 5.1 亿。2022 年下滑至 3.8 亿元，我们认为主要原因是高毛利率的针剂品种收入占比持续下滑带来利润端表现短期受限。2023 年公司产品结构持续优化、多举措推进降本增效，2023 年实现归母净利润 4.45 亿元，同比增长 16.05%。扣非归母净利润为 3.35 亿元，同比增长 33.45%

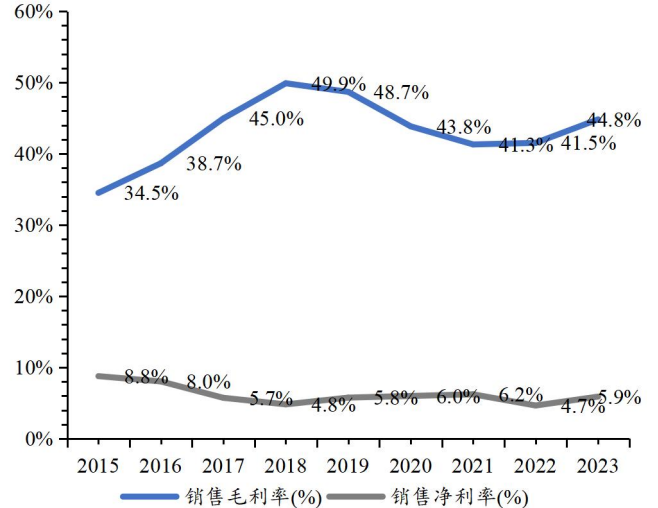
2023年加入华润第一年，销售毛利率与净利率双增，盈利能力大幅度增强。公司2023年毛利率大幅上升至44.8%，同比提高3.3pct；净利率实现大幅提高至5.9%，同比提高1.2pct。

图表 4：2023 年归母净利润重回上升通道



数据来源：iFinD，华福证券研究所

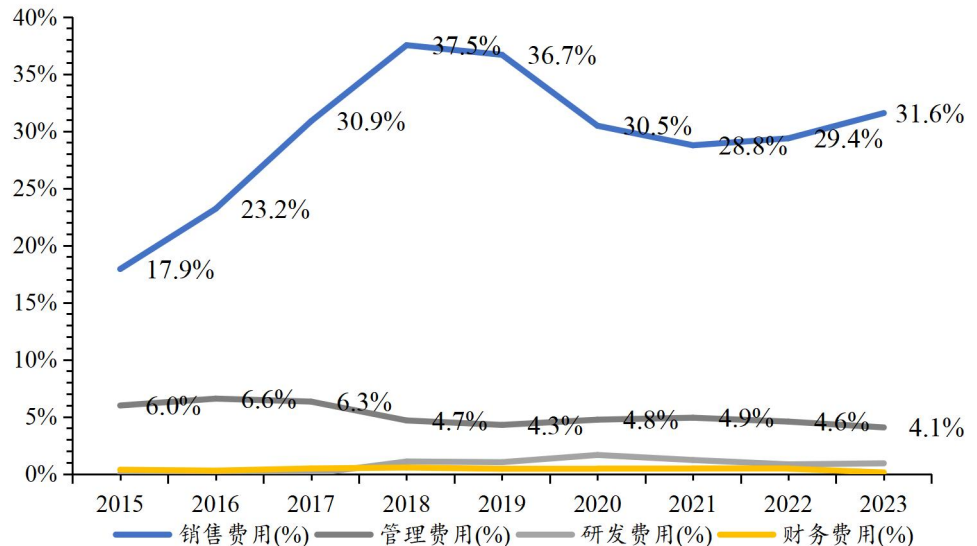
图表 5：2023 年销售净利率大幅提升



数据来源：iFinD，华福证券研究所

2023年，管理费用率和财务费用率平稳下降，分别为4.1%和0.1%。销售费用率伴随公司收入规模扩大，相关市场推广活动增加所致，2023年销售费用率为31.6%。研发费用率较2022年有所提升，2023年研发费用率为0.9%。

图表 6：销售费用率伴随推广活动增加而提高



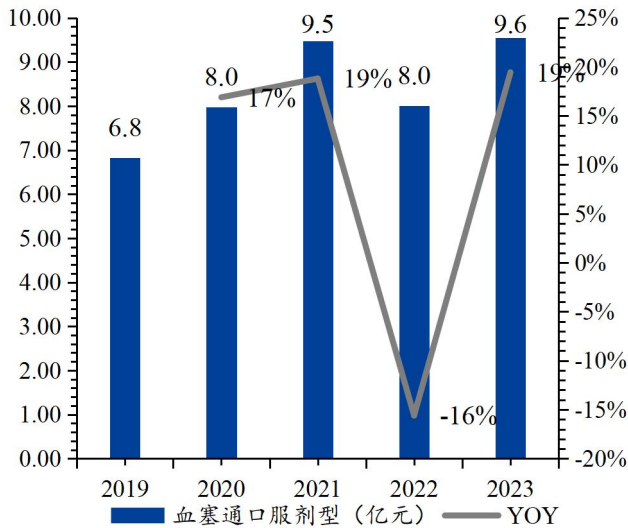
数据来源：iFinD，华福证券研究所

## 2 777 事业部：三七就是 777

品牌打造——三七就是 777。2024 乌镇健康大会，昆药集团 777 品牌隆重发布，提出了三七就是“777”的广告宣传口号，将“777 理沭王”、“777 络泰”血塞通软胶囊打造成为心脑血管防治最佳天然用药。“777”品牌的推出，是昆药集团、

华润圣火在扎根银龄健康与慢病管理领域的战略布局上迈出的坚实的一步。在“人口老龄化”“慢病年轻化”的趋势下，777 品牌打造三七产业链，引领三七产业链高质量发展。

图表 7: 昆药集团血塞通口服制剂销售额 (亿元)



数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

图表 8: 三七就是“777”



数据来源: 昆药集团公众号, 华福证券研究所

血塞通口服制剂包括血塞通软胶囊、血塞通片、血塞通颗粒及血塞通滴丸。公司血塞通口服制剂销售额波动上涨，其中络泰血塞通软胶囊销售占比最高。根据 23 年报，23 年血塞通口服剂产品实现同比增长 19.44%，其中血塞通软胶囊同比增长 33.04%，血塞通片同比增长 15.09%。昆药血塞通核心用户人群为银发人群，有很好的三七用药基础，未来市场空间巨大。

### 2.1 血塞通软胶囊: 昆药解决圣火同业竞争问题, 络泰与理洙王差异化布局

国内仅有昆药集团和华润三九的全资子公司华润圣火拥有血塞通软胶囊批文，自 2022 年华润三九收购昆药集团 28% 股份，昆药集团成为华润三九的控股子公司后，昆药与圣火关于血软产生了同业竞争问题。

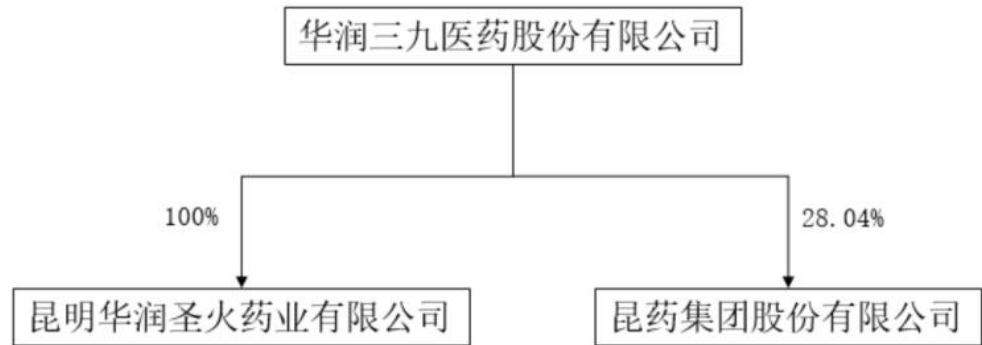
2023 年 10 月 27 日，昆药与华润三九、华润圣火等关联方共同参与注册成立三七研究院，昆药持有三七研究院 40% 股权。2024 年 6 月 8 日，为落实公司战略规划，实现公司三七业务战略性、专业化整合，助力公司打造三七产业链标杆企业，提升心脑血管领域产品的市场份额，实现将公司打造成为“银发健康产业引领者、精品国药领先者、老龄健康-慢病管理领导者”的战略目标。昆药拟以自有或自筹资金人民币 17.91 亿元收购华润三九持有的昆明华润圣火药业有限公司 51% 股权。

华润圣火为一家小而美的三七产业链企业，以血塞通软胶囊、黄藤素、磺胺嘧啶银乳膏、三七冻干系列产品为主，其他普药为辅，其中“理洙王”牌血塞通软胶囊是国家重点新产品。23 年华润圣火营收为 7.51 亿，净利润 2.03 亿，净利率 27%，圣火收购估值为 35.12 亿，PE 为 17.5 倍（市盈率=交易价值对应标的公司估值/标的



公司 2022 年度合并口径归属母公司所有者净利润)。

图表 9: 昆药与圣火关联关系图



数据来源：公司公告，华福证券研究所

我们认为昆药络泰和华润圣火理洩王有望打造差异化血软格局，独占血塞通软胶囊市场：

1. 二者现阶段为治疗用药，未来开拓预防用药。血塞通软胶囊经多年临床观察，其对缺血性脑卒中、冠心病等有明显疗效，目前用药人群尚主要集中在治疗性人群，未来有望共同开拓预防性用药市场。

2. 渠道端：理洩王中标广东 6 省中成药联盟集采，院内学术底蕴深厚，首诊与学术建设优势显著。《冠心病稳定型心绞痛中医诊疗指南(2019 年)》、《中国脑卒中合理用药指导规范(2021 年)》、《中国脑卒中防治指导规范(第 2 版)》、《糖尿病周围神经病变中医临床诊疗指南(2016 年)》等对其均有推荐。络泰则入选 2023 中国药品零售排行榜（中药）TOP50，院外零售端优势较为显著。

图表 10: 昆药收购圣火后，血塞通软胶囊实现整合

产品	适应症	是否基药	是否医保	23 年销售额(亿元)	集采	规格	单位价格(元)	日使用金额(元)
昆药络泰	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	否	是	8.64	地区挂网	100mg	1.69-2.67	≈9.81
圣火理洩王		否	是	5.79	2021 年广东 6 省中成药联盟	0.33mg	1.08	≈4.32
					地区挂网	0.33g/60mg	0.57-1.58	

数据来源：公司官网、公司年报，医药魔方，医联媒体，华福证券研究所

## 2.2 其余血塞通口服剂型共同发力

公司同样布局血塞通片、颗粒剂、滴丸，血塞通滴丸共有 4 家公司获得批文，





分别为昆药集团、朗天药业、神威药业和云南金不换药业；血塞通片共有 5 家公司获得批文，分别为昆药集团、湖南绅泰春制药、湖南湘雅制药、云南维和药业和云南特安呐制药；血塞通颗粒共有 3 家公司获得批文，分别为昆药集团、云南维和药业和云南特安呐制药。其中公司滴丸参与湖北十九省集采，片剂与颗粒剂均参与地方挂网。

**图表 11: 血塞通各剂型集采情况**

产品	企业	是否基药	是否医保	集采	规格	单位价格	日使用金额(元)
血塞通滴丸	昆药集团	否	是	2021年湖北19省中成药联盟	每丸含三七总皂苷 5mg	0.08	1.6
				地区挂网	/	/	/
	朗天药业	否	是	2021年广东6省中成药联盟	28mg	0.15	2.25-4.5
				2021年湖北19省中成药联盟	28mg	0.15	2.25-4.5
				地区挂网	/	/	/
	神威药业	否	是	2021年湖北19省中成药联盟	45mg	0.23	6.9
				地区挂网	/	/	/
	云南金不换药业	否	是	2021年广东6省中成药联盟	40mg	0.06	1.8
地区挂网				/	/	/	
血塞通片	湖南绅泰春制药	否	是	2021年湖北19省中成药联盟	25/50/100mg	0.42/0.85/1.7	2.55-5.1
				地区挂网	/	/	/
	湖南湘雅制药	否	是	2021年湖北19省中成药联盟	100mg	1.3	1.95-3.9
				地区挂网	/	/	/
	云南维和药业	否	是	2021年湖北19省中成药联盟	25/100mg/0.086g	0.27/0.89/0.55	1.62-3.24
				地区挂网	/	/	/
	云南特安呐制药	否	是	地区挂网	/	/	/
	昆药集团	否	是	地区挂网	/	/	/
血塞通颗粒	云南维和药业	否	是	2021年湖北19省中成药联盟	6g,三七总皂苷 100mg	2.65	1.33-2.65



				地区挂网	/	/	/
	昆药集团	否	是	地区挂网	/	/	/
	云南特安呐 制药	否	是	地区挂网	/	/	/

数据来源：公司年报，医药魔方，医联媒体，药品通，药源网，丁香园说明书，华福证券研究所

### 3 昆中药 1381：聚焦精品中药

#### 3.1 脾胃线：一线品种参苓健脾胃颗粒

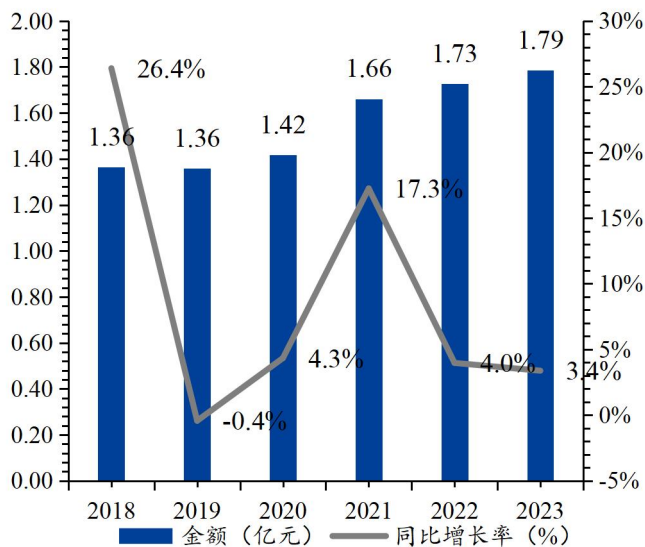
参苓健脾胃颗粒适应症为补脾健胃，利湿止泻。用于脾胃虚弱，饮食不消，或泻或吐，形瘦色萎，神疲乏力。

昆中药依托参苓健脾胃颗粒开启快消化模式，与跨界合作伙伴温氏食品合作推出国内首款融合“治养调”健脾预制菜产品——参苓鸡系列、与恰恰瓜子合作推出能养生的零食——参苓瓜子系列，将参苓从单一药品延展到大健康产品周边，实现“昆中药 1381”六百年老字号品牌跨界新消费的全新尝试。

根据 PDB 数据库，参苓健脾胃颗粒销售额自 2021 年以来稳定在 4 亿以上，未来借助三九商道与昆中药品牌力在脾胃领域仍有较大空间。

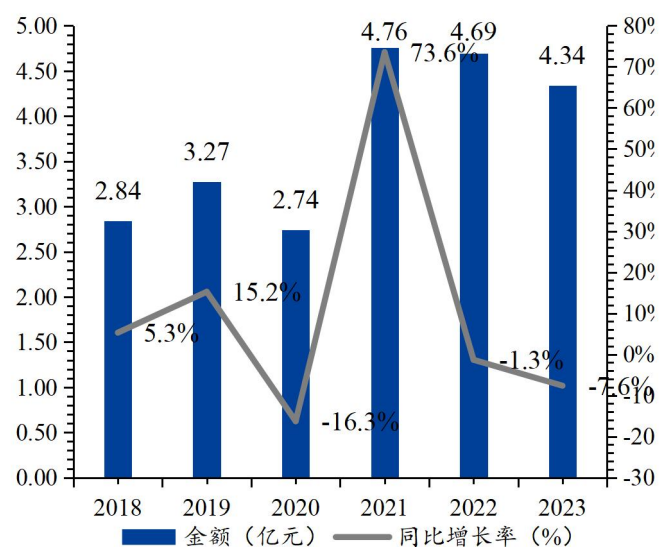
二线品种香砂平胃颗粒为公司独家基药品种，来源于宋代周应的《简要济众方》“平胃散”加减，功能为“健脾，温中，燥湿”。主治是“用于饮食不节，食湿互滞，胃脘胀痛，消化不良。香砂平胃散早于 1954 年便收载于《昆明市人民政府卫生局审查合格国药八十一一种成药配方目录》，1984 年正式定名“香砂平胃颗粒。根据 PDB 数据库，香砂平胃颗粒销售额为稳定过亿品种，呈小幅上涨趋势，未来院内院外协同有望与参苓健脾胃颗粒打造昆中药脾胃线产品矩阵。

图表 12：香砂平胃颗粒销售额（亿元）



数据来源：PDB，华福证券研究所

图表 13：参苓健脾胃颗粒销售额（亿元）



数据来源：PDB，华福证券研究所



### 3.2 情绪产品：舒肝颗粒

中国精神卫生调查显示，我国成人抑郁障碍终生患病率为 6.8%，其中抑郁症为 3.4%，目前我国患抑郁症人数 9500 万，每年大约有 28 万人自杀，其中 40% 患有抑郁症。新冠疫情后，全球精神障碍疾病负担更加沉重，重度抑郁症和焦虑症的病例分别增加了 28% 和 26%，抑郁症患者激增 5300 万，增幅高达 27.6%。

昆中药核心品种舒肝颗粒舒肝理气，散郁调经。用于肝气不舒的两肋疼痛，胸腹胀闷，月经不调，头痛目舒肝颗粒眩，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）。

根据中国社区医师杂志，中成药舒肝解郁胶囊、舒肝颗粒、乌灵胶囊、逍遥丸、圣·约翰草提取物片、巴戟天寡糖胶囊可用于抑郁障碍的治疗。其中，舒肝颗粒对轻中度抑郁障碍属肝郁气滞证者有较好的疗效。舒肝颗粒推荐联合抗抑郁西药西酞普兰可治疗轻中度抑郁障碍属肝郁气滞证者及卒中后抑郁障碍属肝郁气滞证者。舒肝颗粒 2022 年入选《中成药治疗抑郁障碍临床应用指南》，也是中成药治疗情绪障碍官方认可的里程碑。

目前，舒肝颗粒在抗抑郁方面不断夯实循证医学证据，重点切入情绪治疗领域，在稳住院内销售的同时，加速院外渠道布局，2023 年销售额实现 11.11% 的增长。根据 PDB 数据库，舒肝颗粒 2023 年销售额已突破 2 亿元，未来拥有成为大单品的潜力。公司同时布局加味道遥丸、舒肝散、九味宁神颗粒等抗抑郁中成药品种，打造产品矩阵。

### 3.3 感冒呼吸：痰咳双星和抗感家族

昆中药 1381 止咳平喘产品以清肺化痰丸、止咳丸为代表的痰咳双星，以板蓝清热颗粒、感冒消炎片、感冒疏风丸/片为代表的抗感家族产品。

23 年流感、支原体肺炎等呼吸道疾病高发推升终端用药需求增加，昆中药潜力产品群中的口咽清丸、清肺化痰丸等产品持续发力，口咽清丸同比增长 44.32%，板蓝清热颗粒同比增长 21.19%，清肺化痰丸同比增长 24.21%。

图表 14：昆中药感冒呼吸类产品布局

治疗种类	产品名称	功能主治
止咳平喘	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。
	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。
	橘红丸	治疗热痰咳嗽
	通宣理肺片/颗粒	解表散寒，宣肺止咳。用于风寒感冒咳嗽，咯痰不畅，发热恶寒，鼻塞流涕，头痛无汗，肢体酸痛。
清热解毒	板蓝清热颗粒	清热解毒，疏散风热，利咽消肿。用于外感风热，热毒壅盛所致感冒发热，头痛，目赤，咽喉肿痛；流感，急性咽炎，扁桃腺炎，腮腺炎见



		上述证候者。
	口咽清丸	清热降火，生津止渴。用于咽喉肿痛，牙疳口疮，津液不足，口干舌燥。
	金花消痤丸	清热泻火，解毒消肿。用于肺胃热盛所致的痤疮，粉刺，口舌生疮，胃火牙痛，咽喉肿痛，目赤，便秘，尿黄赤。
感冒类	感冒疏风丸	辛温解表，宣肺和中。用于风寒感冒，发热咳嗽，头痛怕冷，鼻流清涕，骨节酸痛，四肢疲倦。
	感冒消炎片	散风清热，解毒利咽。用于感冒发热，咳嗽，咽喉肿痛，扁桃体炎，目赤肿痛。
	桑菊银翘散	辛凉透表，宣肺止咳，清热解毒。用于外感风热，发热恶寒，头痛咳嗽，咽喉肿痛。

数据来源：2023 年年报，昆药集团官网，昆中药官网，华福证券研究所

#### 4 1951 事业部：以注射用血塞通为代表，打造老年健康领域严肃治疗的引领者

“KPC·1951”事业部是对昆药 70 多年核心植物药领域深度耕耘的传承，将重点关注院内严肃医疗产品，为公司持续巩固在心脑血管、骨风关肾、CNS 等治疗领域的优势、拓展老龄健康产业领域奠定基础，具体产品包括注射用血塞通（冻干）、天麻注射液、玻璃酸钠注射液、草乌甲素软胶囊等严肃医疗产品。

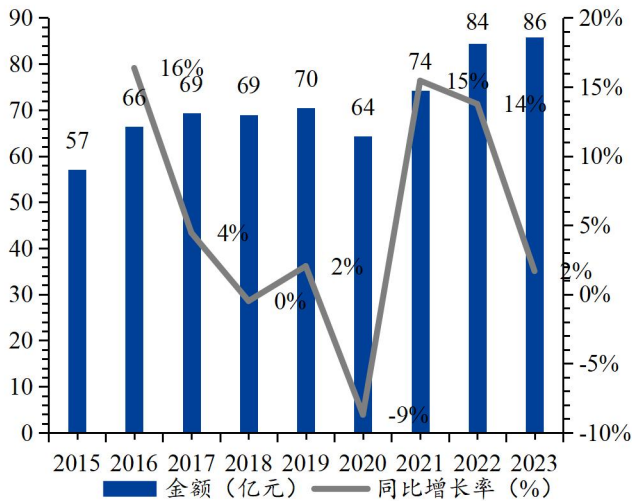
##### 4.1 心脑血管：血塞通注射剂多剂型、多品规组合优势显著，抓住集采窗口期扩大市场份额。

血塞通是临床上常用的心脑血管药物，属于活血化瘀类的中成药，其主要活性成分就是三七提取物，即三七总皂苷。在临床上主要用于通脉活络，活血祛瘀，抑制血小板聚集和增加脑血流量之功效。

血塞通常见的剂型有血塞通口服剂：包括血塞通胶囊、血塞通颗粒、血塞通滴丸、血塞通片；血塞通注射剂：包括血塞通注射液及注射用血塞通（冻干）。根据 PDB 数据库，血塞通全市场销售额已突破 80 亿元，其中注射剂占比由于受到医保限制影响占比先降后升，23 年注射剂与口服剂占比分别为 50%。



图表 15: 血塞通全市场销售额 (亿元)



数据来源: PDB, 华福证券研究所

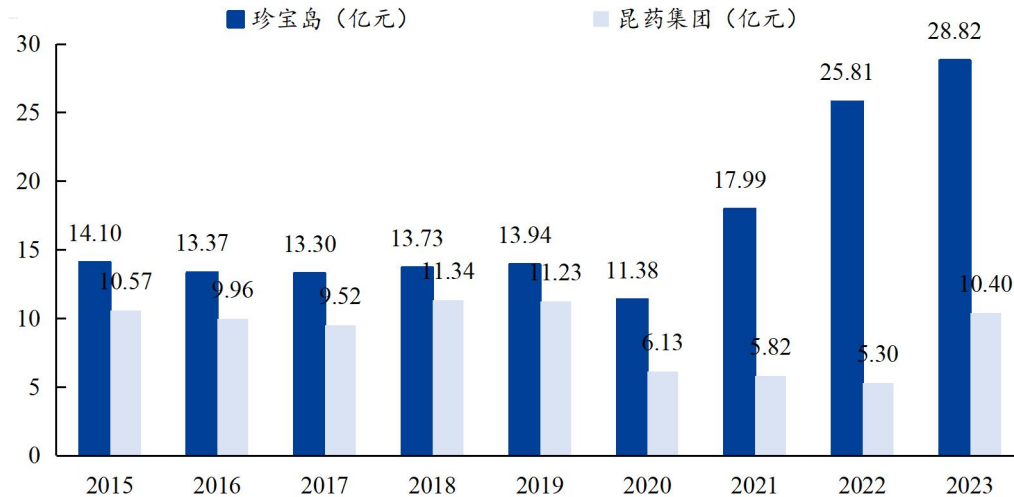
图表 16: 血塞通注射剂占比



数据来源: PDB, 华福证券研究所

中国共有两家企业可生产注射用血塞通(冻干),分别为昆药集团的络泰和珍宝岛药业,其中珍宝岛份额略高于昆药集团。两家企业的注射用血塞通(冻干)有三种规格,分别为100mg/200mg/400mg,医生可以依据疾病严重程度灵活调整剂量,促进临床合理用药。

图表 17: 注射用血塞通(冻干)终端销售竞争格局

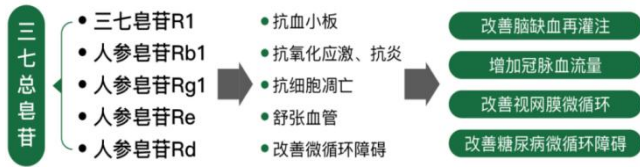


数据来源: PDB 数据库, 华福证券研究所

公司络泰血塞通冻干为国家基药、医保甲类品种,三七总皂苷具有改善心肌缺血、抗血栓、抗炎、抗氧化、抗动脉粥样硬化、调节血管内皮细胞功能、改善脑缺血损伤等方面的作用,多重作用机制改善患者预后。

同时多项权威指南推荐络泰注射用血塞通,包括《中西医结合脑卒中循证实践指南》、《中国脑梗死中西医结合诊治指南》、《脑血管病社区防治指南》等,进一步加强学术引领。

图表 18: 血塞通注射剂作用机制



数据来源: 安和寿公司公众号, 华福证券研究所

图表 19: 血塞通注射剂入选指南

- 《中西医结合脑卒中循证实践指南 2019》
- 《中国脑梗死中西医结合诊治指南 (2017)》
- 《脑血管病社区防治指南 (2020)》
- 《冠心病稳定型心绞痛中医诊疗指南》
- 《中成药临床应用指南 - 心血管疾病分册》
- 《中医临床诊疗指南释义 - 心病分册》
- 《中医临床诊疗指南释义 - 脑病分册》
- 《中医临床诊疗指南释义 - 眼科分册》
- 《糖尿病微循环障碍临床用药专家共识 (2017)》

数据来源: 安和寿公司公众号, 华福证券研究所

2019 年, 新版医保目录对中药注射剂的使用进行了严格的限制, 要求二级以上医疗机构才能使用, 同时规定只能用在重症或者特定病种上。公司注射用血塞通 (冻干) 制剂受到较大的影响, 销售量下滑。2022 年至今, 全国多地医保局陆续发布试点药品医保支付标准通知及相应的实施细则, 医保限制边际放松。

图表 20: 2022 版医保目录部分中药注射剂解限

药品名称	2021 年医保目录备注	2022 年医保目录备注
康莱特注射液	限二级及以上医疗机构中晚期肺癌或中晚期肝癌	限二级及以上医疗机构
清开灵注射液	限二级及以上医疗机构并有急性中风偏瘫患者和上呼吸道感染、肺炎导致的高热患者	限二级及以上医疗机构
丹参注射液	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患者	限二级及以上医疗机构
血塞通注射波	限二级及以上医疗机构的中风偏瘫或视网膜中央静脉阻塞的患者	限二级及以上医疗机构
注射用血塞通 (冻干)	限二级及以上医疗机构的中风偏瘫或视网膜中央静脉阻塞的患者	限二级及以上医疗机构
血栓通注射波	限二级及以上医疗机构的中风偏瘫或视网膜中央静脉阻塞的患者	限二级及以上医疗机构

数据来源: 医保目录、中康开思系统, 中康云瓴公众号, 华福证券研究所

注射用血塞通 (冻干) 销售受政策影响, 伴随政策边际放松, 产品止跌并重回上升通道。1) 对于公司血塞通产品, 2021 年 12 月 8 日国家医保局确定 30 个试点医保药品, 将医保支付范围恢复至药品说明书范围。试点自 2022 年 1 月 1 日起实施, 周期暂定为 2 年。2) 2022 年底医保限制范围由“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”放宽至“限二级及以上医疗机构”, 为第一批少数医保解限的中药注射剂。3) 2023 年医保目录调整中, 多款中药注射剂医保支付限制解绑, 整体有利于中药注射剂的市场推广与销售放量。2023 年公司注射用血塞通 (冻干) 保持稳健增长, 销量同比增长 24.62%;

图表 21: 昆药集团注射用血塞通销售量 (万支)



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

公司血塞通注射剂积极参与国家、省际联盟药品集采、紧抓中标窗口期扩大市场份额。2021年湖北19省中成药联盟中,昆药的注射用血塞通(冻干)200mg中标价为9.22元,相较于申报价20.08元降价幅度为54.07%,降价幅度尚可接受;同时珍宝岛的血塞通冻干在湖北联盟集采中失标,公司产品实现两年的标内市场独占。湖北联盟两年集采期结束后我们预计今年下半年有望续约,竞争格局较好的产品降价幅度理性。后续广东联盟集采、京津冀“3+N”集采公司血塞通(冻干)皆中标,以价换量优势显著。

图表 22: 注射用血塞通(冻干)集采情况

企业	集采	规格	发布时间	省份	原始价格(元)	降价幅度	单位价格(元)	执行时间(开始)	执行时间(结束)
昆药集团	2021年湖北19省中成药联盟	200mg	2021-12-27	重庆、福建、河北、江西、新疆、贵州、甘肃、湖北、西藏、湖南、河南、内蒙古、山西、四川、陕西、辽宁、宁夏	20.08	54.07%	9.22	2022-08-01	2024-08-01
	2021年广东6省中成药联盟	400mg	2022-08-26	广东		17%	30.55	2023-01-10	2025-01-10
		200mg	2022-08-26	广东	20.08	54.07%	9.22	2023-01-10	2025-01-10
	2022年广东11省联盟(双氯芬酸等)	400mg	2023-11-08	广东		17%	30.55	2023-01-10	2024-11-30
	2023年京津冀“3+N”部分西药和中成药带量联动联盟	100mg	2024-02-27	天津			16.28	2024-03-01	2025-03-01
	地区挂网	100/200/400mg							



珍宝 岛药 业	2021年广东6省中 成药联盟	200mg	2022-08-26	广东		17.12	2023-01 -10	2025-0 1-10
	2022年广东11省联 盟(双氯芬酸等)	200mg	2023-11-08	广东		17.12	2023-01 -10	2024-1 1-30
	2023年京津冀 “3+N”部分西药和中 成药带量联动联盟	100mg	2024-02-27	天津		16.27	2024-03 -01	2025-0 3-01
	地区挂网	100/200/ 400mg						

数据来源：医药魔方，华福证券研究所

#### 4.2 CNS：天麻系列产品

天麻系名贵中药材，又名赤箭、定风草、独摇枝等，主产于云、贵、川、陕等地。研究表明，天麻中主要是天麻素及其苷元起镇静、安眠和镇痛作用，且毒性极小。昆药集团与中科院昆明植物所对天麻进行深入研究，成功应用经典糖苷合成工艺合成天麻素，天然天麻素与合成天麻素所有理化参数、红外光谱、药理药效完全一致，昆药集团为全球首次合成天麻素。

昆药集团天眩清天麻素注射液适应症为神经衰弱、神经衰弱综合征及血管神经性头痛等症（如偏头痛、三叉神经痛、枕骨大神经痛等），亦可用于脑外伤性综合征、眩晕症如美尼尔病、药性眩晕、外伤性眩晕、突发性耳聋、前庭神经元炎、椎基底动脉供血不足等。

昆药集团“天眩清”系列产品已成为国内治疗眩晕首选品牌。天麻素整体市场中，“天眩清”占据半壁江山，连续多年排名第一位。天麻素制剂被《头晕/眩晕基层诊疗指南(2019年)》、《前庭疾病国际分类方向下眩晕疾病的临床诊疗思维及治疗原则》、《眩晕急诊诊断与治疗专家共识》及《前庭性偏头痛诊疗多学科专家共识》等多个临床路径、指南和专家共识推荐使用。





图表 23: 头晕/眩晕常用药物

药物类型	药品名称
前庭抑制剂	如抗组胺类、苯二氮卓类或抗胆碱能类等药物，可有效控制眩晕急性发作，原则上使用<72 h。急性期的症状控制后应及时停药，否则会抑制中枢代偿机制的建立。
糖皮质激素	前庭神经炎急性期、突发性聋急性期或梅尼埃病急性期眩晕症状严重或听力下降明显者，可酌情口服或静脉给予糖皮质激素。
对症支持治疗	眩晕急性发作持续时间较长且伴有严重恶心呕吐者，应予以止吐剂等药物，如甲氧氯普胺、多潘立酮；补液支持治疗。
改善微循环药物	突发性聋伴眩晕急性发作期、梅尼埃病发作期可给予银杏叶制剂、倍他司汀、天麻素制剂等药物。

数据来源：《头晕/眩晕基层诊疗指南(2019年)》，中华全科医师杂志，华福证券研究所

图表 24: “天眩清”天麻系列产品



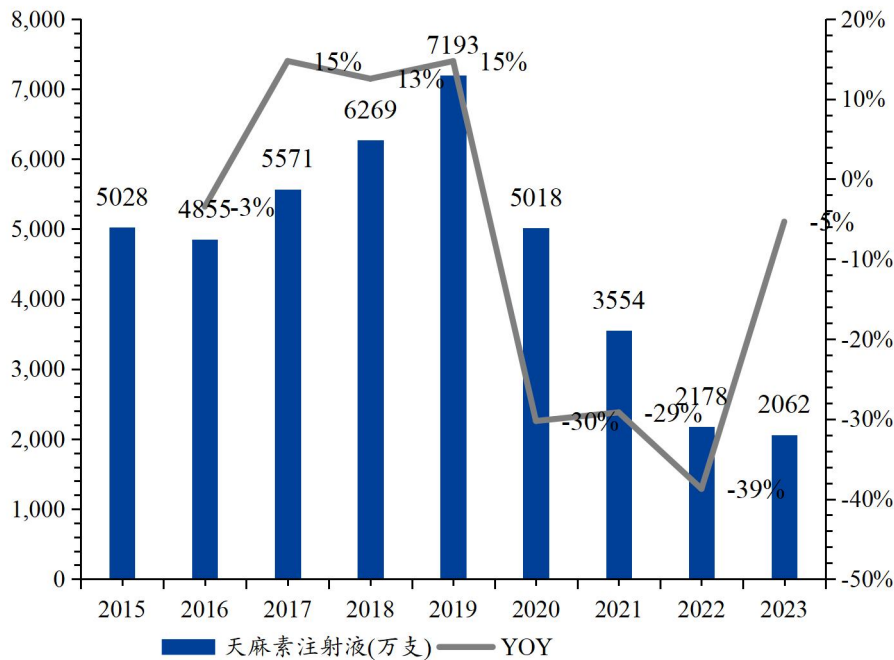
数据来源：昆药集团官网，华福证券研究所

天麻素注射液 2020 年以来销售量呈下降趋势。天麻素注射液最早于 2020 年被纳入《2020 年山西首批药品组团联盟集中带量采购》，2021 年和 2022 年又分别被《2021 年 11 省际联盟带量采购》和《广东联盟双氯芬酸等药品集中带量采购》纳入，昆药天麻素注射液接连失标，且天麻素注射液 39 个批件较多，销量快速下降。

公司天麻系列产品亦布局天麻素片，天麻素胶囊，乙酰天麻素片等产品，与天麻素注射液协同。



图表 25: 天麻素注射液销售量 (万支)



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测

变量 1:

口服剂: 公司血塞通口服系列核心用户为老年人群, 伴随人口老龄化未来市场空间巨大。公司核心产品血塞通软胶囊“络泰”由治疗到预防, 未来有望开拓应用场景。昆中药 1381 精品国药系列参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒等亦有望实现高增长。我们假设 2024/2025/2026 年公司口服剂收入增速分别为 23.1%/22.25%/ 21.34%, 假设毛利率分别为 68.1%/68.12%/68.15%。

注射剂: 公司注射剂伴随政策边际放松, 医保支付解限, 有利于中药注射剂的市场推广。同时公司血塞通注射剂积极参与国家、省际联盟药品集采、紧抓中标窗口期扩大市场份额。我们认为 2024/2025/2026 年公司注射剂收入将保持稳健增速, 假设增速分别为 11.00%/12.00%/13.00%。受集采降价影响, 假设毛利率分别为 83.2%/82.5%/82%。

医药商业: 昆药集团在借助三九商道的基础之上, 整合商业渠道、优化原有商业模式, 构建适合昆药业务的商道体系。我们认为 2024/2025/2026 年公司医药商业收入将保持稳定, 毛利率分别为 14%/14%/14%。

变量 2:

费用率: 公司销售端规模扩大, 品牌宣传带来未来销售费用率提高, 假设

2024/2025/2026 年销售费用为 32%/32.5%/33%；公司“自主研发+投资并购+合作研发+引进代理”多种模式结合，研发费用有所提升，假设未来三年研发费用率分别为 1%/1.1%/1.2%；假设管理费用率稳中有降，分别为 4.00%/3.95%/3.90%；财务费用率保持稳定，分别为 0.34%/0.29%/0.23%。

图表 26: 公司业绩拆分预测表

		2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)		7,703.12	8,544.04	9,544.01	10,722.38
yoy		-6.99%	10.92%	11.70%	12.35%
毛利率		44.82%	46.86%	49.01%	51.07%
按业务划分					
口服剂	收入	3054.62	3760.22	4596.90	5577.91
	yoy	5.58%	23.10%	22.25%	21.34%
	毛利率	68.09%	68.10%	68.12%	68.15%
注射剂	收入	1058.81	1175.27	1316.31	1487.43
	yoy	11.09%	11.00%	12.00%	13.00%
	毛利率	83.39%	83.20%	82.50%	82.00%
医药商业	收入	3321.71	3321.71	3321.71	3321.71
	yoy	-7.40%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	14.49%	14.00%	14.00%	14.00%
其他	收入	104.73	123.58	145.82	172.07
	yoy	18.16%	18.00%	18.00%	18.00%
	毛利率	-19.48%	-20.00%	-20.00%	-20.00%
其他业务	收入	163.27	163.27	163.27	163.27
	yoy	-70.96%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	17.71%	15.00%	15.00%	15.00%

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

## 5.2 投资建议

由于华润圣火在拟收购阶段，我们暂不考虑并表影响。我们预测 2024/2025/2026 年公司营收分别为 85.44/95.44/107.22 亿元，增速为 10.92%/11.70%/12.35%。2024/2025/2026 年公司净利润分别为 5.89/7.7/9.81 亿元，增速为 32%/31%/27%。我们选取与昆药集团同样为国资企业且深耕院外的中成药企业华润三九、江中药业和太极集团作为可比公司，采用相对估值法，24 年可比公司平均 PE 为 16.3X。

我们看好华润赋能昆药集团，以及未来打造银发健康产业第一股的战略核心，首次覆盖，给予“买入”评级。



图表 27: 可比公司估值表

公司代码	公司简称	总市值(亿元)	净利润(亿元)			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
000999.SZ	华润三九	545.8	33.2	38.0	43.2	16.4	14.4	12.6
600750.SH	江中药业	146.0	8.2	9.4	10.8	17.8	15.5	13.5
600129.SH	太极集团	161.4	10.9	9.4	10.8	14.8	17.1	15.0
可比公司平均值						16.3	15.7	13.7
600422.SH	昆药集团	134.8	5.9	7.7	9.8	22.9	17.5	13.7

数据来源: iFinD, 华福证券研究所(注: 盈利预测来自 iFinD 一致预期, 数据截止 2024/06/28)

## 6 风险提示

**产品销售和推广不及预期风险:** 公司口服剂和针剂产品营收占比大, 若销售未及预期将对公司业绩产生较大影响。公司其余份额较小的品种若不能实现有效放量, 则不利于公司长期发展。

**重点产品集采降价幅度超预期风险:** 公司注射用血塞通冻干湖北联盟集采即将面临续标, 若进集采续标或新集采品种降价幅度过大会对公司盈利能力产生影响。

**研发失败或进度不及预期风险:** 公司新产品存在研发失败或不及预期的风险, 会对公司的经营产生较大影响。

**原材料价格波动的风险:** 中药材价格波动, 原材料价格变化将影响产品的利润空间。



图表 28: 财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,493	1,656	1,989	2,147
应收票据及账款	2,734	2,999	3,364	3,791
预付账款	136	145	155	167
存货	1,688	1,719	1,618	1,905
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	980	1,028	1,059	1,129
流动资产合计	7,031	7,547	8,185	9,140
长期股权投资	24	24	24	24
固定资产	1,084	1,170	1,227	1,259
在建工程	96	96	106	126
无形资产	312	319	308	300
商誉	92	92	92	92
其他非流动资产	927	938	943	941
非流动资产合计	2,534	2,639	2,700	2,741
<b>资产合计</b>	<b>9,565</b>	<b>10,185</b>	<b>10,885</b>	<b>11,882</b>
短期借款	725	781	725	725
应付票据及账款	933	996	1,068	1,151
预收款项	0	0	0	0
合同负债	91	115	135	166
其他应付款	1,392	1,392	1,392	1,392
其他流动负债	504	526	554	587
流动负债合计	3,644	3,810	3,875	4,021
长期借款	108	108	108	108
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	337	337	337	337
非流动负债合计	445	445	445	445
<b>负债合计</b>	<b>4,089</b>	<b>4,255</b>	<b>4,319</b>	<b>4,466</b>
归属母公司所有者权益	5,297	5,739	6,357	7,187
少数股东权益	179	192	208	229
<b>所有者权益合计</b>	<b>5,477</b>	<b>5,931</b>	<b>6,565</b>	<b>7,416</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,565</b>	<b>10,185</b>	<b>10,885</b>	<b>11,882</b>

现金流量表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>356</b>	<b>524</b>	<b>771</b>	<b>526</b>
现金收益	645	778	974	1,193
存货影响	-8	-31	101	-287
经营性应收影响	19	-208	-306	-360
经营性应付影响	49	64	71	83
其他影响	-350	-79	-69	-104
<b>投资活动现金流</b>	<b>-339</b>	<b>-236</b>	<b>-204</b>	<b>-190</b>
资本支出	-84	-241	-216	-210
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-255	5	12	20
<b>融资活动现金流</b>	<b>-202</b>	<b>-125</b>	<b>-234</b>	<b>-177</b>
借款增加	-238	55	-55	0
股利及利息支付	-147	-191	-191	-190
股东融资	18	0	0	0
其他影响	165	11	12	13

利润表

单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,703	8,544	9,544	10,722
营业成本	4,251	4,541	4,866	5,246
税金及附加	75	83	93	104
销售费用	2,433	2,734	3,102	3,538
管理费用	314	342	377	418
研发费用	71	85	105	129
财务费用	10	29	27	25
信用减值损失	-53	-50	-60	-70
资产减值损失	-66	-66	-70	-80
公允价值变动收益	1	1	1	1
投资收益	17	17	17	17
其他收益	118	118	118	118
<b>营业利润</b>	<b>568</b>	<b>751</b>	<b>981</b>	<b>1,249</b>
营业外收入	7	7	6	6
营业外支出	11	11	11	11
<b>利润总额</b>	<b>564</b>	<b>747</b>	<b>976</b>	<b>1,244</b>
所得税	110	145	190	242
<b>净利润</b>	<b>454</b>	<b>602</b>	<b>786</b>	<b>1,002</b>
少数股东损益	9	13	16	21
<b>归属母公司净利润</b>	<b>445</b>	<b>589</b>	<b>770</b>	<b>981</b>
EPS (按最新股本摊薄)	0.59	0.78	1.02	1.30

主要财务比率

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-7.0%	10.9%	11.7%	12.3%
EBIT 增长率	11.3%	35.1%	29.4%	26.5%
归母公司净利润增长率	16.0%	32.5%	30.7%	27.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	44.8%	46.9%	49.0%	51.1%
净利率	5.9%	7.0%	8.2%	9.3%
ROE	8.1%	9.9%	11.7%	13.2%
ROIC	11.5%	14.1%	16.5%	18.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	42.7%	41.8%	39.7%	37.6%
流动比率	1.9	2.0	2.1	2.3
速动比率	1.5	1.5	1.7	1.8
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转天数	117	113	113	113
存货周转天数	143	135	123	121
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.59	0.78	1.02	1.30
每股经营现金流	0.47	0.69	1.02	0.69
每股净资产	7.00	7.58	8.40	9.49
<b>估值比率</b>				
P/E	30	23	18	14
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	4	3	3	2

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



## 分析师声明

本人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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn