

## 昆药集团(600422.SH)

## 三大事业部协调发展，有望加速释放改革红利

## 强烈推荐（上调）

股价：17.24元

## 主要数据

行业	医药
公司网址	www.kpc.com.cn
大股东/持股	华润三九医药股份有限公司/28.04%
实际控制人	国务院国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	757
流通A股(百万股)	757
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	131
流通A股市值(亿元)	131
每股净资产(元)	7.31
资产负债率(%)	43.0

## 行情走势图



## 相关研究报告

【平安证券】昆药集团(600422.SH)三季报点评\*2024Q3单季度营收增速转正，销售费用率改善\*推荐20241028

【平安证券】昆药集团(600422.SH)\*半年报点评\*收入端短期受业务结构优化影响，并购圣火迈入新阶段\*推荐20240823

【平安证券】昆药集团(600422.SH)\*年报点评\*2028年末工业收入目标翻倍，奠定中长期高成长基础\*推荐20240328

## 证券分析师

曹艳凯	投资咨询资格编号 S1060524120001 caoyankai947@pingan.com.cn
韩盟盟	投资咨询资格编号 S1060519060002 hanmengmeng005@pingan.com.cn
叶寅	投资咨询资格编号 S1060514100001 BOT335 YEYIN757@pingan.com.cn

## 平安观点：

■ 24年业绩超预期，改革红利有望加速释放。公司在2025年2月10日发布24年业绩快报，重塑调整后，预计2024年实现营业收入84.01亿元(同比-0.34%)，预计2024年实现归母净利润6.48亿元(同比+19.86%)，预计2024年实现扣非归母净利润4.36亿元(同比+30.14%)，公司利润端表现亮眼。公司致力于成为“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，华润三九成为昆药集团控股股东后，双方已进行充分融合。公司2024年-2028年战略规划是2028年工业收入目标达百亿，随着昆药商道进一步完成改革，三大事业部协同发展有望加速释放改革红利，公司业绩有望稳步向上。

■ 政策风险基本出清，三大事业部协同发展锚定未来向上通道。1) KPC1951事业部：以院内严肃医疗为主，医保报销政策放宽背景下，中药注射剂行业迎来恢复性增长。公司注射用血塞通(冻干)(200mg)在全国中成药首批扩围接续采购中，成功实现不降价续约。我们认为，采购周期内全国中成药集采中选的品种有望价稳量增。2) 777事业部：聚焦三七产业链，公司在血塞通口服制剂市场竞争优势突出，血塞通软胶囊是公司血塞通口服制剂核心品种，院内销量略有下滑，零售端在公司强品牌打造和渠道建设下，近几年放量迅速。随着公司完成整合华润圣火，血塞通软胶囊有望形成络泰+理洙王双品牌、院内外渠道双轨并行发展的局面。理洙王学术营销+集采中选身份有望持续提升医疗机构渗透率，络泰有望借助不断增强的品牌优势和昆药商道渠道优势加快院外渠道放量，此外络泰血塞通软胶囊作为非报价代表品中选全国中成药首批扩围接续采购，院内准入进一步打开，血塞通软胶囊长期增长可期。3) 1381事业部：致力于打造“精品国药领先者”目标，昆中药具有640多年的品牌历史，拥有药品批准文号143个，独家产品21个，1个国家二级中药保护品种，品种具有较大的可挖掘潜力。参苓健脾胃颗粒、香砂平胃颗粒、舒肝颗粒等一线品种放量显著，在昆中药“精品国药领先者”品牌打造及昆药商道渠道赋能下，昆中药事业部有望保持较快增长。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,282	7,703	8,401	9,419	10,603
YOY(%)	0.3	-7.0	9.1	12.1	12.6
净利润(百万元)	383	445	642	727	923
YOY(%)	-24.5	16.0	44.4	13.1	27.0
毛利率(%)	41.5	44.8	44.8	46.6	48.4
净利率(%)	4.6	5.8	7.6	7.7	8.7
ROE(%)	7.7	8.4	11.2	11.8	13.6
EPS(摊薄/元)	0.51	0.59	0.85	0.96	1.22
P/E(倍)	34.1	29.3	20.3	18.0	14.1
P/B(倍)	2.6	2.5	2.3	2.1	1.9

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

- **公司政策风险基本出清，未来业绩有望稳步向上，我们上调“推荐”评级至“强烈推荐”评级。**考虑到公司政策风险基本出清，改革红利有望加速释放，调整此前盈利预测，我们预计公司 24-26 年净利润分别为 6.42 亿/7.27 亿/9.23 亿元（原预测值分别为 5.52 亿/7 亿/8.89 亿元），分别同比+44.4%/13.1%/27.0%，对应 2025 年 3 月 7 日收盘价，2024-2026 年 PE 分别为 20.3 倍/18.0 倍/14.1 倍。选取华润三九、达仁堂、云南白药三家中药国有企业作为可比公司进行估值比较，2024-2026 年 3 家可比公司平均预期 PE 分别为 20.23 倍、17.81 倍、15.82 倍。考虑到公司政策风险基本出清，业绩未来有望稳步向上，我们上调“推荐”评级至“强烈推荐”评级。
- **风险提示。**1. 集采降价风险：中成药集采提质扩面，随着中成药集采持续推进，公司部分品种有可能因集采而进一步降价风险。2. 中药材价格波动风险：公司原材料的中药材价格如果出现较大上涨，可能对导致公司生产成本增加进而盈利能力有所下滑。3. 产品销售放量不及预期风险：公司核心品种有可能受市场竞争加剧，进而有可能销售推广不及预期。4. 品牌建设不及预期风险：公司拟打造成为银发健康第一股，品牌建设存在不及预期风险。

# 正文目录

<b>一、 业绩改善明显，5年战略规划瞄准未来增长目标</b> .....	<b>6</b>
1.1 业绩逐步改善，24年业绩超市场预期 .....	6
1.2 深度推进业务、组织变革，5年战略规划增长路径清晰 .....	7
<b>二、 政策风险基本出清，三大事业部协同发展锚定未来向上通道</b> .....	<b>7</b>
2.1 KPC1951 事业部：政策风险基本出清，有望稳健增长 .....	8
2.2 777 事业部：血塞通口服多剂型协同发展，血塞通软胶囊空间广阔 .....	11
2.3 1381 事业部：昆中药收入有望加速增长，净利率具有更高弹性 .....	15
2.4 昆药商业：业务结构持续优化，预计平稳增长 .....	18
<b>三、 公司业绩有望稳步向上，上调“推荐”评级至“强烈推荐”评级</b> .....	<b>18</b>
<b>四、 风险提示</b> .....	<b>20</b>

# 图表目录

图表 1	公司营业收入及 YOY .....	6
图表 2	公司归母净利润及 YOY .....	6
图表 3	公司毛利率和净利率 .....	6
图表 4	公司费用率情况 .....	6
图表 5	公司营业收入构成（百万元） .....	7
图表 6	公司口服剂和针剂收入情况（百万元） .....	7
图表 7	昆药集团核心高管团队情况 .....	7
图表 8	公司 1951 事业部主要产品介绍 .....	8
图表 9	公司注射剂产品收入（百万元）及毛利率情况 .....	8
图表 10	贝壳诺顿子公司收入及利润情况 .....	8
图表 11	2023 年中药注射剂销售额及增速 .....	9
图表 12	心脑血管疾病中成药市场规模及 YOY .....	9
图表 13	2023 年中国公立医疗机构心脑血管疾病中成药 TOP10 .....	10
图表 14	注射用血塞通国内公立医疗机构销售额（亿元）及增速 .....	10
图表 15	昆药集团和珍宝岛注射用血塞通（冻干）集采情况 .....	11
图表 16	公司注射用血塞通（冻干）销量及 YOY .....	11
图表 17	血塞通口服产品剂型主要厂家及销售情况 .....	12
图表 18	血塞通口服系列产品对比及集采政策梳理 .....	12
图表 19	昆药集团血塞通口服系列产品销售情况 .....	13
图表 20	昆药集团血塞通软胶囊销售额及 YOY .....	14
图表 21	公司血塞通软胶囊分渠道销量（万粒） .....	14
图表 22	昆药集团和华润圣火血塞通软胶囊销售额（百万元） .....	14
图表 23	血塞通软胶囊纳入的临床指南及专家共识 .....	14
图表 24	华润圣火收入及利润情况（万元） .....	15
图表 25	血塞通软胶囊市场空间测算 .....	15
图表 26	昆中药主要产品情况 .....	16
图表 27	胃肠道疾病中成药市场零售端销售情况 .....	16
图表 28	公司参苓健脾胃颗粒销售情况 .....	16
图表 29	胃药用药中成药市场医疗机构销售情况 .....	17
图表 30	公司香砂平胃颗粒销售情况 .....	17
图表 31	医疗机构神经系统疾病中成药销售情况 .....	17
图表 32	公司舒肝颗粒销售情况 .....	17
图表 33	昆中药收入(亿元)和利润率情况 .....	18
图表 34	昆药商业收入情况 .....	18
图表 35	昆药商业净利润及净利率情况 .....	18
图表 36	公司收入拆分(百万元) .....	19

---

图表 37 可比公司估值比较 ..... 20

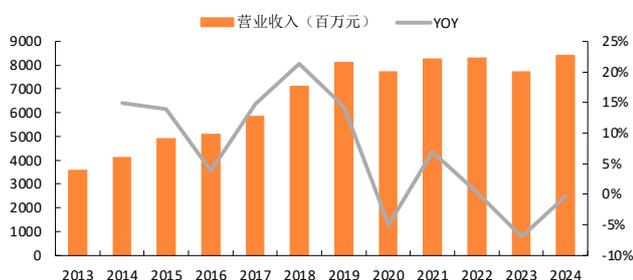
## 一、业绩改善明显，5年战略规划瞄准未来增长目标

### 1.1 业绩逐步改善，24年业绩超市场预期

公司24年业绩超市场预期，利润表现亮眼。公司在2025年2月10日发布24年业绩快报，重塑调整后，预计2024年实现营业收入84.01亿元（同比-0.34%），预计2024年实现归母净利润6.48亿元（同比+19.86%），预计2024年实现扣非归母净利润4.36亿元（同比+30.14%）。

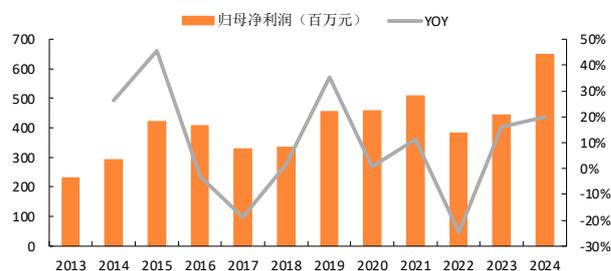
公司2024年单Q4预计实现归母净利润2.61亿元，扣非归母净利润1.47亿元。公司利润端表现亮眼，主要系：1）公司在2024年12月20日完成华润圣火51%股权的收购并将其纳入合并报表范围，根据公司公告，2023年华润圣火实现净利润2.03亿元，我们预计2024年华润圣火并表贡献在1亿元左右；2）强化公司在慢病管理尤其是老龄健康领域、三七系列产品及“昆中药1381”、“777”的品牌优势，不断提升公司业务规模，持续增厚公司业绩。

图表1 公司营业收入及YOY



资料来源：公司公告，平安证券研究所

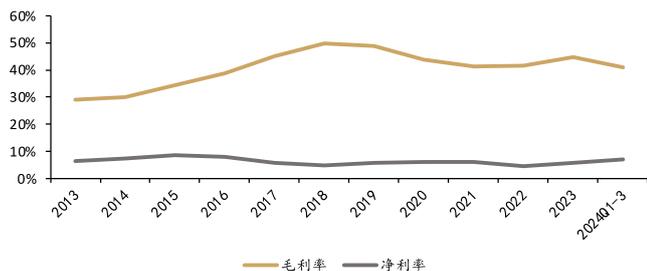
图表2 公司归母净利润及YOY



资料来源：公司公告，平安证券研究所

盈利能力方面，公司毛利率保持稳定，净利率稳中有升。2024Q1-3 毛利率为 40.91%(-4.15pct)；2024Q1-3 净利率为 7.16%(+0.09pct)。费用率方面，公司近年来持续加强费用控制，销售费用率下降明显。2024Q1-3 销售费用率为 25.99%(-5.06pct)；2024Q1-3 管理费用率为 4.20%(+0.02pct)；2024Q1-3 财务费用率为 0.31%(+0.14pct)。

图表3 公司毛利率和净利率



资料来源：公司公告，平安证券研究所

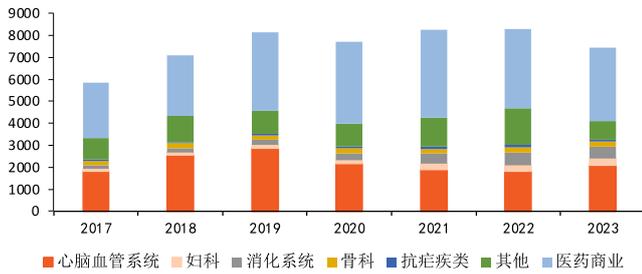
图表4 公司费用率情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

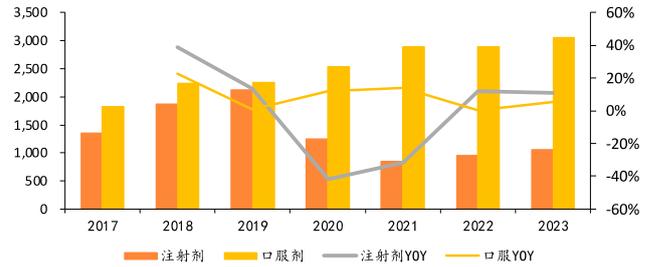
公司收入构成持续优化，口服产品持续突破奠定未来发展基础。从治疗疾病领域来看，心脑血管系统是公司医药工业收入占比最高的领域，2023年实现收入20.79亿元（同比+13.67%）。公司近年来持续发力口服产品，2023年实现收入30.55亿元（同比+5.58%），口服产品销售占比由2019年的28%提升至2023年的40%。

图表5 公司营业收入构成（百万元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表6 公司口服剂和针剂收入情况（百万元）



资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 1.2 深度推进业务、组织变革，5年战略规划增长路径清晰

公司致力于成为“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，打造品类丰富且独具竞争优势的产品群，强化“昆中药 1381”“777”的品牌优势，巩固公司在“老龄健康-慢病管理”领域的市场地位。华润三九成为昆药集团控股股东后，双方已进行充分融合，成立“KPC1951、777、1381”三大事业部，并由核心高管分别担任事业部负责人；营销渠道方面，借助三九商道基础，公司进一步整合商业渠道，搭建“合理覆盖、快速流通、有效销售”的昆药商道。公司 2024 年-2028 年战略规划是 2028 年工业收入目标达百亿，随着昆药商道进一步完成改革，三大事业部协同发展有望加速释放改革红利，公司业绩有望稳步向上。

图表7 昆药集团核心高管团队情况

姓名	职务	任职日期	主要工作经历
吴文多	董事长	2025年1月22日	曾任华润赛科药业有限责任公司总经理，华润双鹤药业股份有限公司副总裁，华润三九医药股份有限公司副总裁，华润江中制药集团有限责任公司总经理。现任江中药业股份有限公司董事、华润三九医药股份有限公司董事、总裁。
颜炜	副董事长、总裁	2023年1月19日	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。现任昆药集团股份有限公司副董事长、总裁。
李泓燊	副董事长	2024年2月2日	现任云南合和（集团）股份有限公司总经理
高童	副总裁	2024年6月25日	曾任昆药集团股份有限公司营销中心总经理，昆药集团营销有限公司 PHC（专业医疗营销平台）执行总裁。现任昆药集团股份有限公司副总裁、KPC1951 事业部总经理。
孙成	副总裁	2024年6月25日	曾任昆药集团营销有限公司 CHC（消费者健康管理平台）执行总裁、昆明中药厂有限公司总经理。现任昆药集团股份有限公司副总裁、昆中药 1381 事业部总经理。
张梦珣	副总裁、董事会秘书	2020年4月1日	现任昆药集团股份有限公司副总裁、董事会秘书、总法律顾问。
李立春	副总裁	2025年1月22日	曾任深圳市三九医药贸易有限公司产品包产品经理、华润三九医药股份有限公司 OTC 事业部助理总经理、四川区域经理。现任昆药集团股份有限公司副总裁、昆明华润圣火药业有限公司总经理。
孙志强	财务总监	2023年1月3日	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。

资料来源：wind，平安证券研究所

## 二、政策风险基本出清，三大事业部协同发展锚定未来向上通道

## 2.1 KPC1951 事业部：政策风险基本出清，有望稳健增长

KPC1951 事业部围绕“心脑血管、骨骼肌肉、呼吸系统、神经精神”等核心治疗领域，承接公司成为“银发健康产业引领者”战略目标，主要包括注射用血塞通（冻干）、天麻素注射液、玻璃酸钠注射液、阿尔法骨化醇软胶囊等产品，注射用血塞通（冻干）、天麻素注射液为母公司生产，玻璃酸钠注射液、阿尔法骨化醇软胶囊等则由子公司贝克诺顿生产。

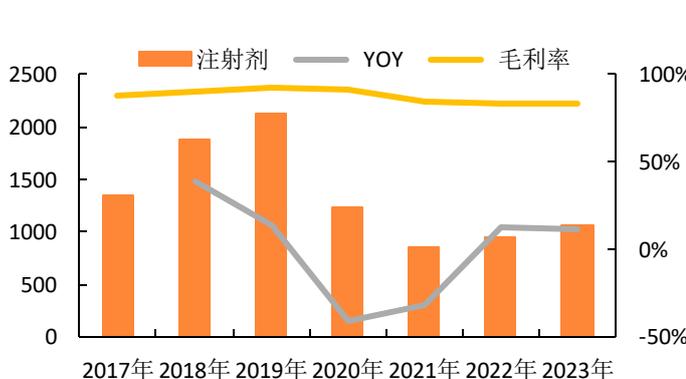
公司针剂产品收入近年呈恢复性增长趋势，2023 年收入规模为 10.59 亿元，毛利率基本保持平稳，2023 年为 83.39%。子公司贝克诺顿收入有所波动，2023 年收入及净利润分别为 5.35 亿、0.53 亿元。

图表8 公司 1951 事业部主要产品介绍

产品名称	主要治疗领域	注册分类	是否纳入国家基药目录	是否纳入国家医保目录	是否独家	适应症
注射用血塞通（冻干）	心脑血管	中成药	是	是	否	活血祛瘀，通脉活络。用于中风偏瘫、瘀血阻络及脑血管疾病后遗症、胸痹心痛，视网膜中央静脉阻塞属瘀血阻滞者。
天麻素注射液	心脑血管	化学药	否	是	否	1.用于神衰、神衰综合征及脑外伤性综合征。2.用于眩晕症：美尼尔氏病、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。3.用于神经痛：三叉神经痛、坐骨神经痛、枕骨大神经痛等。4.用于头痛：血管性头痛、偏头痛、神经衰弱及神衰综合征等。
阿法骨化醇软胶囊	骨科	化学药	是	是	否	1.骨质疏松症；2.肾性骨病（肾病性佝偻病）；3.甲状旁腺机能亢进（伴有骨病者）；4.甲状旁腺机能减退；5.营养和吸收障碍引起的佝偻病和骨软化症；6.假性缺钙（D-依赖型 I）的佝偻病和骨软化症。
玻璃酸钠注射液	骨科	化学药	否	是	否	眼科手术辅助用药，用于白内障囊内、囊外摘除术，抗青光眼手术，角膜移植手术等。

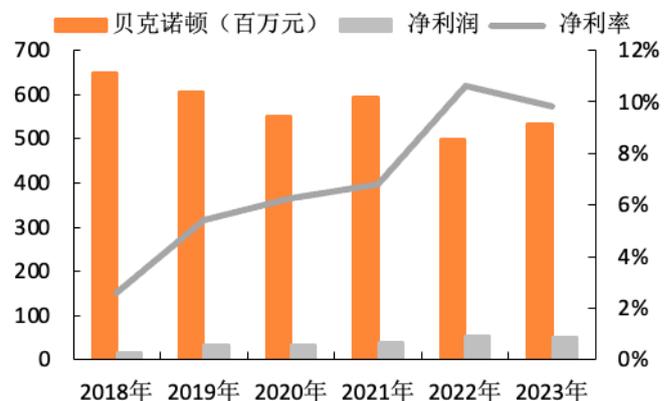
资料来源：wind，平安证券研究所

图表9 公司注射剂产品收入（百万元）及毛利率情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表10 贝壳诺顿子公司收入及利润情况

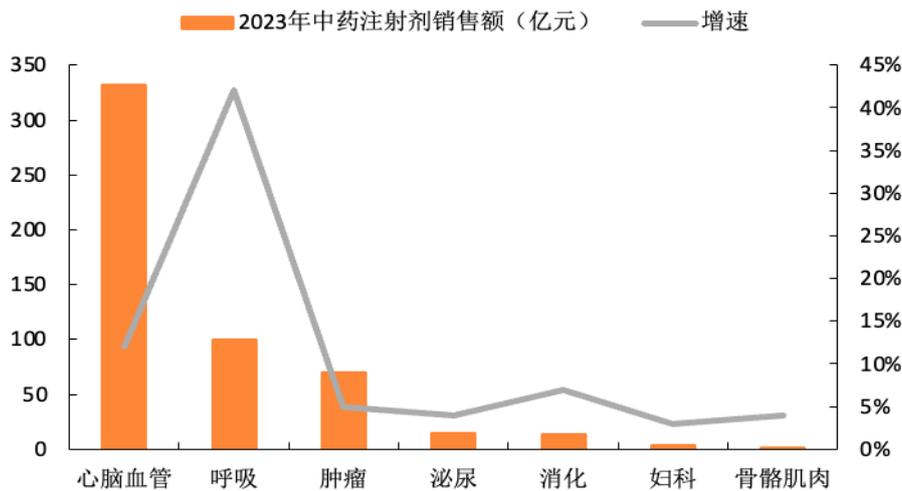


资料来源：公司公告，平安证券研究所

■ 2.1.1 医保政策影响基本见底，行业呈复苏趋势

医保政策对中药注射剂限制逐步放宽。2017 版医保首次对 26 个中药注射剂品种进行医疗机构使用级别和报销病症等进行限制，2019 年限制品种数量进一步增加至 45 个。2021 版医保目录中药注射剂限制有所松动，2023 版医保目录对热毒宁注射液等中药注射剂使用限制放宽。医保政策报销限制放宽下，中药注射剂行业迎来恢复性增长，2023 年中药注射剂销售呈现较为明显增长。根据赛柏蓝数据，中药注射剂各大品类均实现正增长，其中心脑血管、呼吸系统销售规模分别为 332 亿、100 亿元，同比增长 12%、42%。

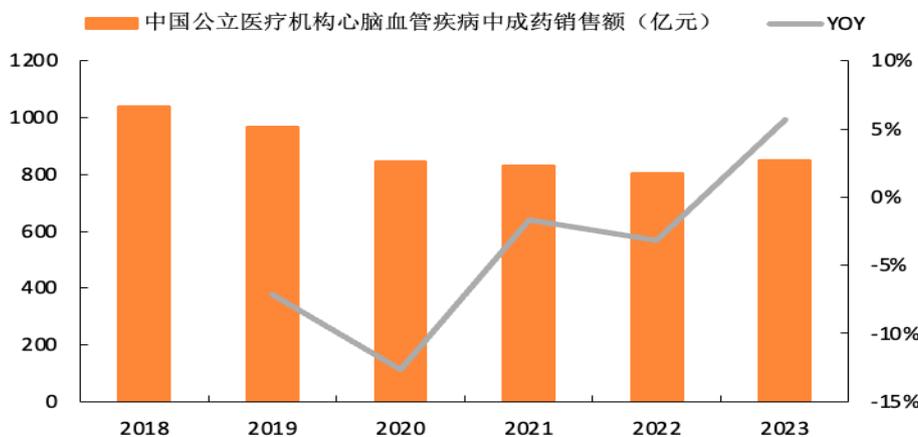
图表11 2023 年中药注射剂销售额及增速



资料来源：赛柏蓝，平安证券研究所

心血管疾病在城乡居民疾病死亡中占据首位，根据《中国心血管健康与疾病报告 2023》，2021 年心血管病分别占农村、城市死因的 48.98% 和 47.35%。广阔的市场规模孕育多个大品种，根据米内网数据，2023 年中国公立医疗机构心脑血管疾病中成药市场为 850.55 亿元，同比增长 5.68%。TOP10 品种中，除通心络胶囊外，2023 年销售额均超过 20 亿元。

图表12 心脑血管疾病中成药市场规模及 YOY



资料来源：赛柏蓝，平安证券研究所

图13 2023年中国公立医疗机构心脑血管疾病中成药 TOP10

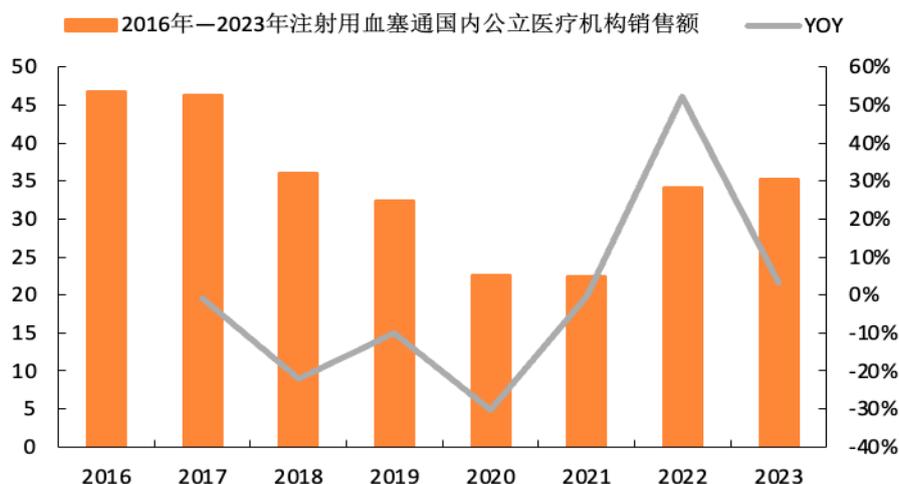
品种	2023年销售额（亿元）	增长率
注射用血塞通（冻干）	43.06	36.71%
复方丹参滴丸	31.12	1.20%
银杏叶提取物注射液	28.99	-1.75%
脑心通胶囊	26.98	6.28%
麝香保心丸	27.41	8.34%
稳心颗粒	24.24	20.62%
丹红注射液	21.95	28.52%
参松养心胶囊	20.64	9.62%
注射用血栓通（冻干）	20.06	2.39%
通心络胶囊	19.18	0.29%

资料来源：米内网，平安证券研究所

### ■ 2.1.2 全国中成药集采实现不降价续约，注射用血塞通（冻干）有望稳步增长

公司注射剂核心品种为注射用血塞通（冻干），为三七总皂苷制剂，具有活血祛瘀，通脉活络等效果，是心脑血管疾病领域的临床使用较高的大品种。注射用血塞通市场在经历 2016 年-2020 年的下跌后，近几年呈现恢复性增长态势。根据赛柏蓝数据，2023 年注射用血塞通国内公立医疗机构销售额 35.28 亿元，同比增长 3.1%。竞争格局方面，国内注射用血塞通（冻干）生产厂家仅昆药集团和珍宝岛两家。

图14 注射用血塞通国内公立医疗机构销售额（亿元）及增速



资料来源：赛柏蓝，平安证券研究所

**集采降价风险基本出清，有望实现价稳量增。**注射用血塞通（冻干）陆续纳入多个地方性联盟和全国中成药集采，除山东联盟集采外，公司注射用血塞通（冻干）均有品规中选，其中公司 200mg 规格在全国中成药首批扩围接续采购中，成功实现不降价续约。我们认为，中成药集采已形成以全国集采+地方性集采共同推进方式，在全国中成药集采中选的品种预计在采购周期内进一步降价的风险较低，价格有望保持稳定。

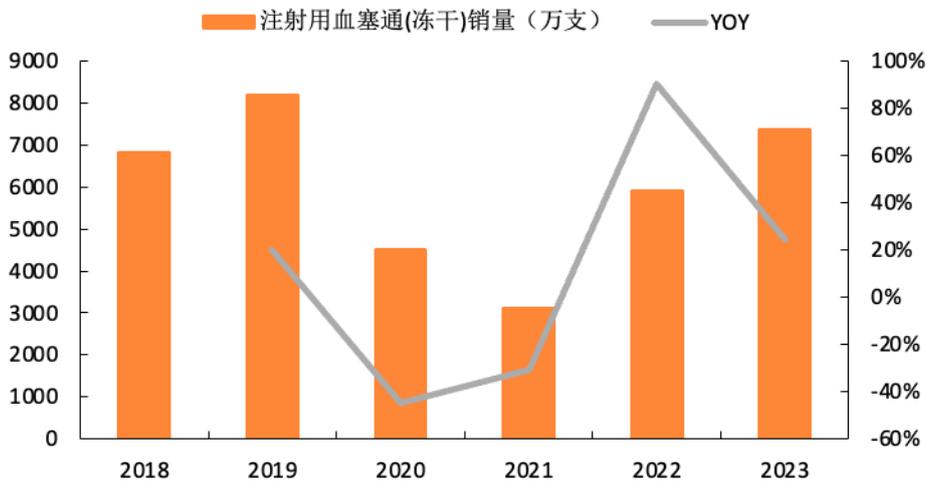
销量方面，2019-2021 年公司注射用血塞通（冻干）呈下滑趋势，主要受适应症限制等因素影响；2021 年成功中选湖北联盟中成药集采以及叠加医保支付基层试点红利，2022 年开始恢复增长，2023 年销量达到 7386 万支，同比增长 24.62%。公司血塞通（冻干）成功续约全国中成药首批扩围接续采购，有利于加快该产品在医疗机构的开发进度，有望提高该产品在医疗机构的市占率，销量有望迎来稳步增长。

图表15 昆药集团和珍宝岛注射用血塞通（冻干）集采情况

	2021 年湖北联盟集采	广东联盟集采	山东联盟集采	北京市中成药集采	江苏第四批药品集采	京津冀 3+N 联盟	首批扩围接续采购
昆药集团	9.22 元/支 (200mg)	9.22 元/支 (200mg)	未中标	16.28 元/支 (100mg)	中选 (200mg, 未公布价格)	16.28 元/支 (100mg)	9.22 元/支 (200mg)
珍宝岛	未中标	17.119 元/支 (200mg)	未中标	未中标	/	16.27 元/支 (100mg)	7.42 元/支 (100mg)

资料来源：广东省药品交易中心，全国中成药联采办，北京市医疗保障局，平安证券研究所

图表16 公司注射用血塞通（冻干）销量及 YOY



资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 2.2 777 事业部：血塞通口服多剂型协同发展，血塞通软胶囊空间广阔

777 事业部聚焦三七产业链，致力于慢病管理和老龄健康领域。公司血塞通口服系列产品包括血塞通软胶囊、血塞通滴丸、血塞通片、血塞通颗粒等多个剂型，其中血塞通软胶囊是公司血塞通口服系列的核心品种。

### ■ 2.2.1 血塞通口服制剂整体竞争较为激烈

血塞通口服剂型主要厂家为昆药集团、华润圣火、云南维和药业等，从生产厂家数量看，血塞通软胶囊、胶囊剂型仅有 2 家企业。从等级医院销售规模来看，血塞通软胶囊、胶囊、滴丸、片剂的市场规模较为靠前。

**集采：**血塞通口服剂型陆续纳入各地方及全国中成药集采，根据公司投资者关系记录表，2024 年全国中成药集采，公司血塞通软胶囊、血塞通滴丸作为报价代表品成功中选，血塞通软胶囊、血塞通滴丸（其他品规）、血塞通颗粒、血塞通片，圣火药业血塞通软胶囊（其他品规）等 14 个品规作为非报价代表品被纳入本次集采供应清单，公司血塞通口服多个剂型中选全国中成药集采，有望提升公司“777”品牌形象，形成良好的院内、外品牌联动，带动血塞通口服产品销售进一步提升。

图表 17 血塞通口服产品剂型主要厂家及销售情况

血塞通口服产品剂型	主要生产厂家	2023 年全国等级医院销售额（百万元）
血塞通软胶囊	昆药集团	260
	华润圣火	149
血塞通胶囊	云南维和药业	183.75
	云南白药	14.83
血塞通滴丸	神威药业	1.2
	朗天药业（湖北）	117.2
	云南金不换（集团）	1.25
	昆药集团血塞通药业	65.29
血塞通片	湖南湘雅制药	7.83
	云南维和药业	28.86
	昆药集团血塞通药业	25.75
	云南特安呐制药	44.75
血塞通颗粒	云南维和药业	7.88
	昆药集团血塞通药业	42.78
血塞通分散片	湖南方盛制药	15.6
	湖南一格制药	3.38
	瑞阳制药	1.47
	云南植物药业	0.84

资料来源：药融云，平安证券研究所

图表 18 血塞通口服系列产品对比及集采政策梳理

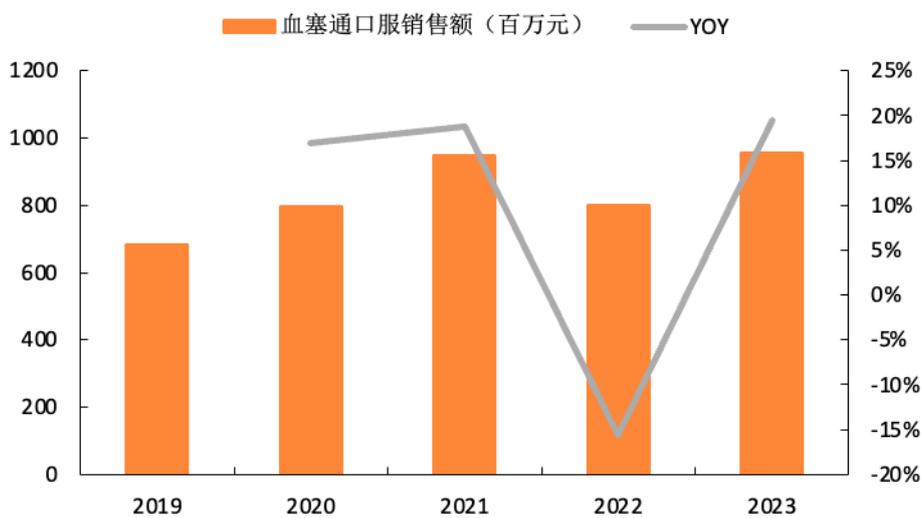
	基药目录	医保目录	2021 年湖北联盟集采	广东联盟集采	山东联盟集采	首批扩围接续采购
血塞通软胶囊	否	医保乙类	/	/	华润圣火	华润圣火
血塞通滴丸	否	医保乙类	朗天药业（湖北）、神威药业	朗天药业（湖北）、云南金不换（集团）	朗天药业（湖北）	神威药业、朗天药业（湖北）、云南金不换（集团）、昆药集团血塞通药业
血塞通片	否	医保乙类	湖南湘雅制药、湖南绅泰春制药	/	云南维和药业	云南特安呐制药、湖南湘雅制药、湖南绅泰春制药
血塞通颗粒	否	医保	/	/	/	/

		乙类				
血塞通胶囊	是	医保乙类	云南维和药业	云南维和药业	云南维和药业	云南维和药业、云南白药
血塞通分散片	否	医保乙类	瑞阳制药	/	云南植物药业、瑞阳制药	云南植物药业等 9 家公司

资料来源：米内网，广东省药品交易中心，全国中成药联采办，山东省公共资源交易平台，平安证券研究所

公司血塞通口服产品整体保持较快增长趋势。根据公司公告，公司血塞通口服产品销售额由 2019 年的 6.82 亿元增长至 2023 年的 9.55 亿元，2023 年血塞通软胶囊同比增长 33.04%，血塞通片同比增长 15.09%。

图表 19 昆药集团血塞通口服系列销售情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

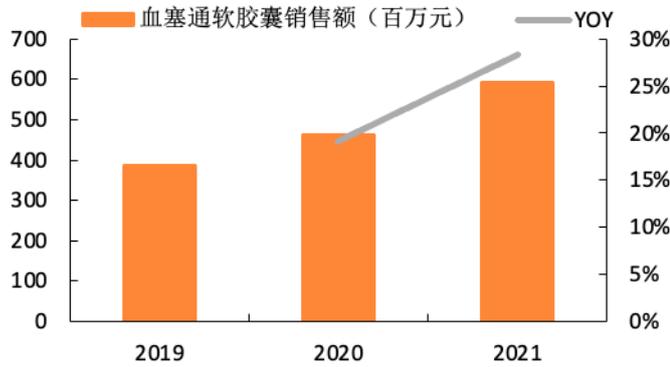
### 2.2.2 血塞通软胶囊竞争优势突出，长期发展可期

**血塞通软胶囊：院内市场略有下滑，零售端放量迅速。**从销量拆分来看，血塞通软胶囊院内销量略有下滑，基本保持在 2 亿粒左右销量。零售端在公司强品牌打造和渠道建设下，近几年放量迅速，2023 年销量达 4.9 亿粒，同比增长 58.58%。

**院内渠道有望重回增长通道。**近几年公司血塞通软胶囊院内销量略有下滑，主要系 2021 年湖北中成药联盟集采未中标影响部分院内销售。2024 年全国中成药首批扩围接续采购中，公司血塞通软胶囊作为非报价代表品被纳入本次集采供应清单，院内准入进一步打开。在公司多个血塞通口服剂型集采中选带动下，公司“777”品牌知名度有望持续提升，我们判断公司血塞通软胶囊在院内市场销售有望重回增长通道。

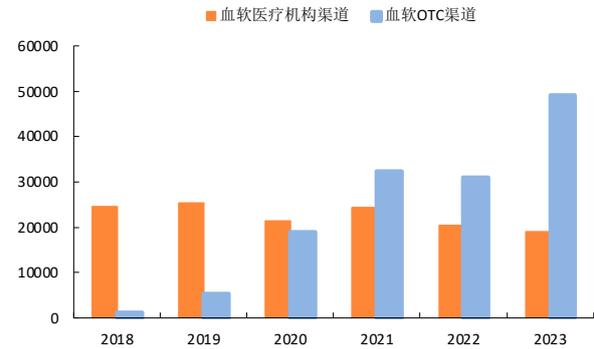
**整合华润圣火，血塞通软胶囊有望形成络泰+理洫王双品牌、院内外渠道双轨并行发展的局面。**2024 年 12 月 20 日，公司正式完成华润圣火 51% 股权收购，华润圣火纳入公司合并报表。**院内渠道：**理洫王血塞通软胶囊学术营销+集采中选身份帮助提升血塞通软胶囊在医疗机构市占率。**院外渠道：**络泰血塞通软胶囊有望借助院内学术营销带动下提升品牌知名度，以及随着昆药商道体系逐步搭建完成，品牌+渠道双轮驱动院外市场放量。

图表20 昆药集团血塞通软胶囊销售额及 YOY



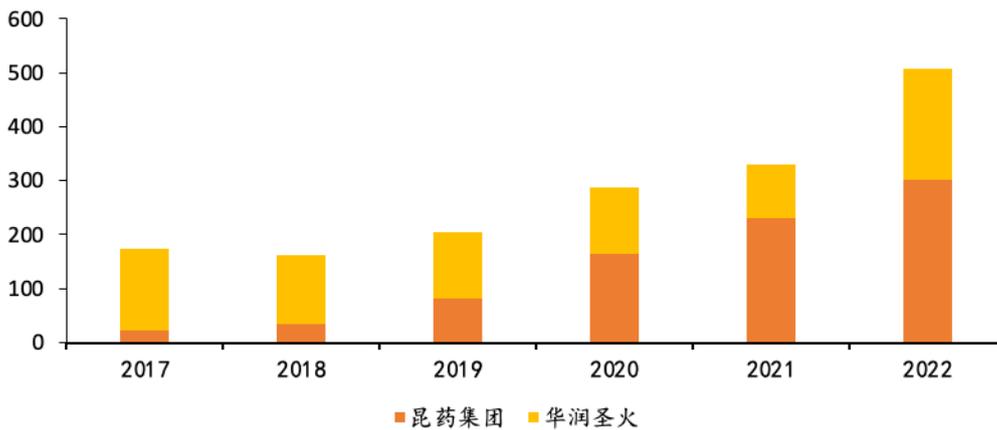
资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表21 公司血塞通软胶囊分渠道销量 (万粒)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表22 昆药集团和华润圣火血塞通软胶囊销售额 (百万元)



资料来源：米内网，平安证券研究所

图表23 血塞通软胶囊纳入的临床指南及专家共识

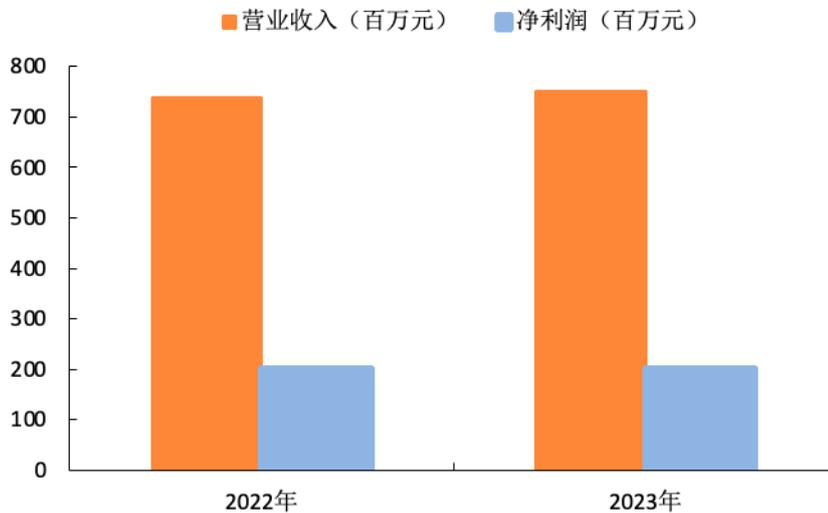
时间	临床指南或专家共识推荐用药
2023 年	《理血王血塞通软胶囊临床应用专家共识》
2021 年	《中国脑卒中合理用药指导规范(2021 年)》
2021 年	《中国脑卒中防治指导规范(第 2 版)》
2019 年	《冠心病稳定型心绞痛中医诊疗指南(2019 年)》
2016 年	《糖尿病周围神经病变中医临床诊疗指南(2016 年)》

资料来源：中华中医药学会，平安证券研究所

**华润圣火并表增厚公司利润。**根据华润三九公司公告，华润圣火 2023 年实现营业收入 7.51 亿元，净利润 2.03 亿元，净利率达 27%。随着络泰和理血王血塞通软胶囊双品牌共同提升血塞通软胶囊销售，华润圣火预计保持平稳增长。假设华润圣

火营业收入未来保持在 15% 的复合增长率，净利率稳步提升，我们预计华润圣火 2025-2026 年有望为公司贡献 1.5-2 亿利润。

图表24 华润圣火收入及利润情况（万元）



资料来源：华润三九公司公告，平安证券研究所

**血塞通软胶囊销量潜在市场空间超 40 亿粒。**治疗方面：根据 2019 年全球疾病负担研究显示，我国每年新发卒中约 394 万例，冠心病发病率为 197.4/10 万人年，因此假设每年我国脑卒中患者和冠心病新增患者分别 394 万和 277 万人，按照理血王血塞通软胶囊临床应用专家共识用量建议，测算出对应用药数量分别达 6.6 和 3.1 亿粒。预防保健方面：根据 2019 年全球疾病负担研究显示，我国有 2.45 亿人高血压人群，假设 1% 渗透率对应日常用药人群 245 万人，测算出对应用药数量达 31.3 亿粒。**我们认为，血塞通软胶囊在治疗脑卒中和冠心病以及预防心脑血管疾病方面优势突出，在需求端仍具有较大的增长空间。**

图表25 血塞通软胶囊市场空间测算

适应症	患病人数	临床指南服用方式	每疗程用药数量（粒）	合计用药数量（亿粒）
脑卒中	394 万人	每天 4 粒，4-8 周一个疗程	168	6.6
冠心病	277 万人	每天 4 粒，4 周一个疗程	112	3.1
预防保健	2.45 亿高血压人群（假设渗透率 1%，即服用人数 245 万人）	每天 3-4 粒	日常服用	31.3
合计				41

资料来源：中华医学会，《脑血管病防治指南(2024 年版)》，《中国心血管健康与疾病报告》，平安证券研究所

### 2.3 1381 事业部：昆中药收入有望加速增长，净利率具有更高弹性

昆中药具有 640 多年品牌历史，公司昆中药 1381 事业部致力于打造“精品国药领先者”目标。主要产品包括参苓健脾胃颗粒、香砂平胃颗粒、舒肝颗粒等一线品种，以及清肺化痰丸、止咳丸、金花消痞丸、板蓝清热颗粒、口咽清丸等潜力品种。

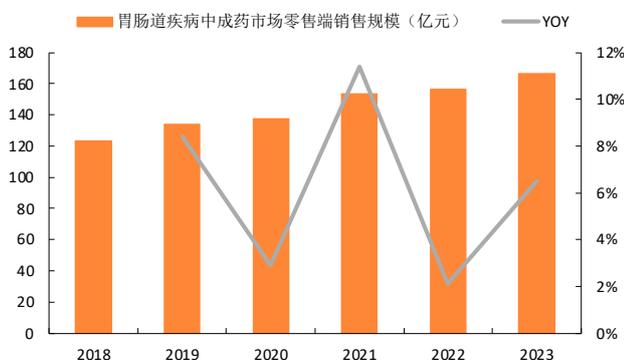
图表26 昆中药主要产品情况

产品名称	主要治疗领域	是否纳入国家基药目录	是否纳入国家医保目录	是否独家	适应症
参苓健脾胃颗粒	消化系统	否	否	否	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。
香砂平胃颗粒	消化系统	是	是	否	健脾，温中，燥湿。用于饮食不节，食湿互滞，胃脘胀痛，消化不良。
舒肝颗粒	妇科	否	是	是	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）。
清肺化痰丸	呼吸系统	否	否	是	降气化痰，止咳平喘。本品用于肺热咳嗽，痰多气喘，痰涎壅盛，肺气不畅。
止咳丸	呼吸系统	否	是	是	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。
金花消痤丸	皮肤科	否	否	是	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。
板蓝清热颗粒	呼吸系统	否	否	是	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，扁桃体炎，腮腺炎 间上述证候者。
口咽清丸 (阮氏上清丸)	五官科	否	否	是	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。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

**参苓健脾胃颗粒保持快速放量趋势，营销破圈打造胃肠用药大单品。**根据中康科技，胃肠道疾病中成药零售市场平稳增长，2023年市场规模为166.8亿元，同比增长6.5%。公司通过和头部连锁药店进行深度合作，打造快消化品牌，参苓健脾胃颗粒跨界营销持续出圈，荣获2023乌镇健康大会·西湖奖等多个行业奖项。在品牌打造和营销推动下，参苓健脾胃颗粒保持快速放量，由2017年的0.88亿元增长至2022年的3.26亿元。展望未来，我们认为参苓健脾胃颗粒在行业扩容、品牌打造和多元营销渠道推动下，有望保持较快增长趋势。

图表27 胃肠道疾病中成药市场零售端销售情况



资料来源：中康科技，平安证券研究所

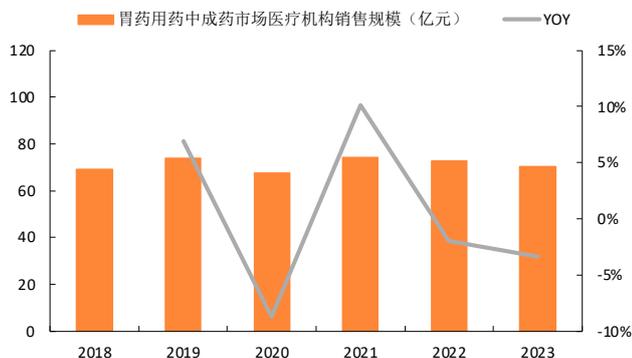
图表28 公司参苓健脾胃颗粒销售情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

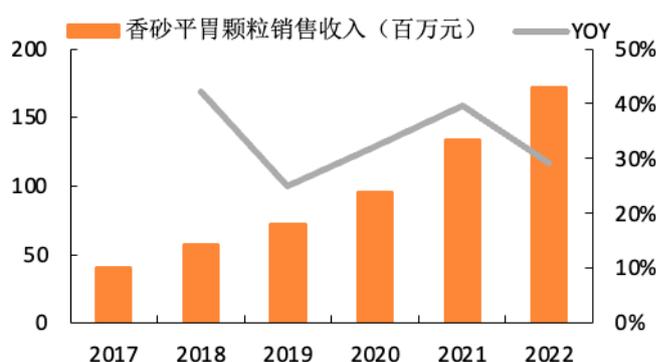
香砂平胃颗粒是公司基药品种，主要用于消化不良等消化系统疾病。根据米内网数据，医疗机构胃药用药中成药市场规模较为平稳，整体保持在 60-70 亿左右。香砂平胃颗粒在 2023 年医疗机构胃药用药中成药市场份额为 2.8%，在 TOP10 产品中排在第 9 位。香砂平胃颗粒临床治疗优势突出，陆续进入《胃痛痛中医诊疗专家共识意见》、《中成药临床应用指南-消化疾病分册》、《消化系统常见病中医诊疗指南(2019)》等多个指南和共识推荐，销售额由 2017 年的 0.41 亿元增长至 2022 年的 1.73 亿元，有望和参苓健脾胃颗粒一起打造消化系统疾病中成药的院内和院外优势品种。

图表 29 胃药用药中成药市场医疗机构销售情况



资料来源：米内网，平安证券研究所

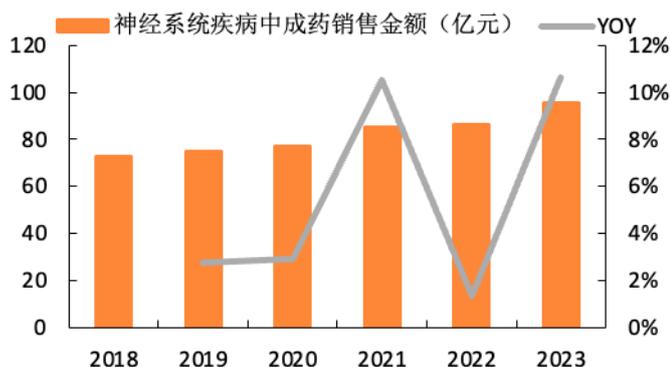
图表 30 公司香砂平胃颗粒销售情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

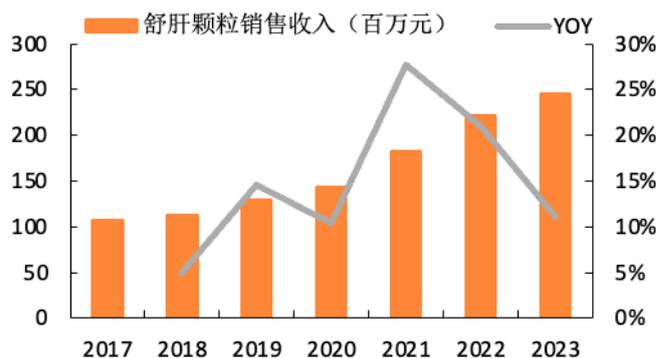
舒肝颗粒重塑学术引领进入抗抑郁用药赛道。舒肝颗粒过去主要用于月经不调等妇科疾病用药，近年来公司重新打造学术引领，不断夯实在抗抑郁方面的循证医学证据，重点切入情绪治疗领域，2022 年“舒肝颗粒治疗混合性焦虑抑郁障碍临床研”发表在《Journal of Ethnopharmacology》，证明了舒肝颗粒对混合性焦虑抑郁障碍治疗效果，并进入中医心身医学 2022 学术年会的《中成药治疗抑郁障碍临床应用指南》。神经系统疾病中成药市场持续扩容，根据米内网数据，医疗机构神经系统疾病中成药市场规模由 2018 年的 73.12 亿元提升至 2023 年的 95.83 亿元。我们认为舒肝颗粒切入抗抑郁用药赛道，有望打开产品未来的市场空间，舒肝颗粒有望迎来加速放量。

图表 31 医疗机构神经系统疾病中成药销售情况



资料来源：米内网，平安证券研究所

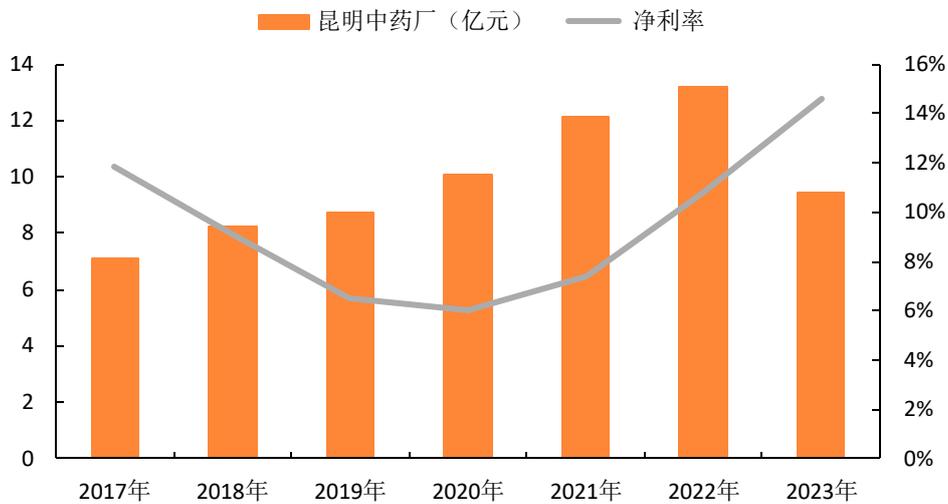
图表 32 公司舒肝颗粒销售情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

昆中药利润率有望稳步提升。昆中药收入平稳增长，2022 年实现收入 13.19 亿元，同比增长 8.83%，2023 年昆中药收入有所下降，主要系公司设立新的营销平台，部分收入未体现在昆中药子公司。随着昆药商道体系搭建完毕，以昆中药为代表的 OTC 品种有望迎来加速增长，我们认为昆中药具有 640 多年的品牌历史，拥有药品批准文号 143 个，独家产品 21 个，1 个国家二级中药保护品种，品种具有较大的可挖掘潜力，在昆中药“精品国药领先者”品牌打造及昆药商道渠道赋能下，昆中药事业部收入预计保持较快增长。利润率方面，我们认为 2023 年之前的利润率更能反应公司昆中药事业部的利润水平，和同行业对比昆中药利润率仍具有较大提升空间，随着华润三九为昆药集团带来全方位的成本及费用控制，昆中药利润率有望迎来稳步提升。

图表33 昆中药收入(亿元)和利润率情况

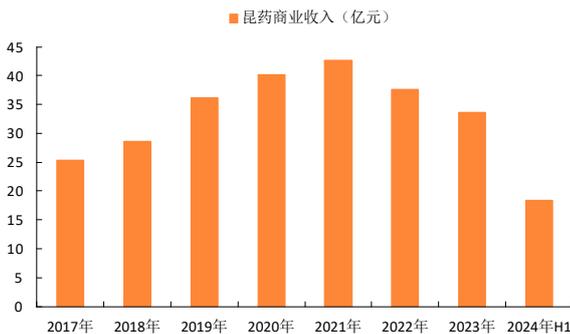


资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 2.4 昆药商业：业务结构持续优化，预计平稳增长

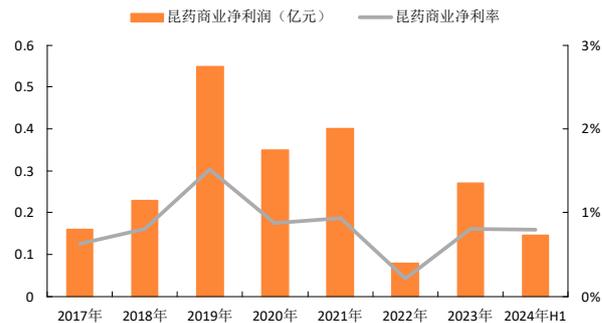
昆药商业以“打造具备老年健康和中药材产业链前端服务能力的特色医药商业公司”为目标，持续夯实基层医疗业务、等级医疗业务，优化业务结构。昆药商业近几年收入略有下滑，2023年实现收入33.69亿元（同比-10.53%），在公司持续优化昆药商业业务结构下，利润率有所提升，我们认为公司昆药商业业务预计保持平稳增长。此外，昆药商业业务和华润医药商业有一定重叠，华润三九在收购昆药集团过程中就同业竞争问题出具了承诺函，计划在5年内解决同业竞争问题，未来同业竞争有望逐步得到解决。

图表34 昆药商业收入情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表35 昆药商业净利润及净利率情况



资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 三、 公司业绩有望稳步向上，上调“推荐”评级至“强烈推荐”评级

考虑到公司政策风险基本出清，改革红利有望加速释放，我们调整此前盈利预测，预计2024-2026年分别实现营业收入84.01/94.19/106.03亿元（原预测值分别为82.71亿/90.50亿/100.12亿元），同比分别9.1%/12.1%/12.6%。1) 针剂：考虑到公司注射用血塞通（冻干）在全国中成药集采成功实现不降价续约，随着全国中成药在2025年执行集采，注射用血塞

通（冻干）有望加快在医疗机构开发进度，提升医疗机构市占率，预计 2025 年放量趋势较为明显，2027 年预计呈现平稳增长。预计 2024-2026 年分别实现收入 9.72/10.99/11.99 亿元，同比分别-8.24%/+13.12%/+9.13%，毛利率方面预计保持稳定，2024-2026 年分别 83.3%/83%/83%。2）口服剂：血塞通软胶囊有望形成络泰+理沭王双品牌并行发展，有望迎来快速放量，随着昆药商道体系搭建完成，昆中药 1381 事业部有望实现较快增长。预计 2024-2026 年分别实现收入 36.07/43.26/52.22 亿元，同比分别+18.09%/+19.93%/+20.71%，毛利率方面预计平稳增长，2024-2026 年分别 68.0%/68.3%/68.6%。3）昆药商业：昆药商业收入规模及毛利率预计保持稳定，预计 2024-2026 年分别实现收入 34.88/35.92/37.00 亿元，同比分别+5%/+3%/+3%，毛利率分别 13.0%/13%/13%。

图表36 公司收入拆分(百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
针剂	850.25	953.13	1058.81	971.59	1099.04	1199.34
YOY		12.10%	11.09%	-8.24%	13.12%	9.13%
毛利率	84.50%	83.40%	83.39%	83.3%	83.0%	83.0%
口服剂	2891.41	2893.27	3054.62	3607.09	4325.86	5221.59
YOY		0.06%	5.58%	18.09%	19.93%	20.71%
毛利率	76%	69%	68.09%	68.0%	68.3%	68.6%
昆药商业	4010.55	3587.32	3321.71	3487.80	3592.43	3700.20
YOY		-10.6%	-7.4%	5.00%	3.00%	3.00%
毛利率	8.42%	13.23%	14.49%	13.0%	13.0%	13.0%
其它业务	501.32	848.34	267.98	334.97	401.97	482.36
YOY		69%	-68.4%	25.00%	20.00%	20.00%
毛利率	32.07%	19.37%	3.01%	15.0%	15.0%	15.0%
总收入	8253.53	8282.06	7703.12	8401.44	9419.29	10603.50
YOY		0.3%	-7.0%	9.07%	12.12%	12.57%
毛利率	41.30%	41.52%	44.82%	44.8%	46.6%	48.4%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

公司政策风险基本出清，未来业绩有望稳步向上，我们上调“推荐”评级至“强烈推荐”评级。调整此前盈利预测，我们预计公司 24-26 年净利润分别为 6.42 亿/7.27 亿/9.23 亿元（原预测值分别为 5.52 亿/7 亿/8.89 亿元），分别同比+44.4%/13.1%/27.0%，对应 2025 年 3 月 7 日收盘价，2024-2026 年 PE 分别为 20.3 倍/18.0 倍/14.1 倍。选取华润三九、达仁堂、云南白药三家中药国有企业作为可比公司进行估值比较，2024-2026 年 3 家可比公司平均预期 PE 分别为 20.23 倍、17.81 倍、15.82 倍。考虑到公司政策风险基本出清，业绩未来有望稳步向上，我们上调“推荐”评级至“强烈推荐”评级。

图表37 可比公司估值比较

代码	公司	股价 (元/ 股)	EPS				PE			
			2023 A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000999.SZ	华润三九	41.63	2.9	2.65	3.03	3.43	14.36	15.68	13.76	12.14
600329.SH	达仁堂	30.39	1.28	1.31	1.52	1.75	23.74	23.29	19.99	17.34
000538.SZ	云南白药	55.17	2.29	2.54	2.80	3.07	24.09	21.73	19.68	17.99
	平均						20.73	20.23	17.81	15.82
600422.SH	昆药集团	17.24	0.59	0.85	0.96	1.22	29.3	20.3	18.0	14.1

资料来源: Wind, 平安证券研究所 (对应 2025 年 3 月 07 日收盘价)

注: 除昆药集团外, 可比公司预测均为 wind 一致预测

## 四、风险提示

### 1. 集采降价风险:

中成药集采提质扩面, 随着中成药集采持续推进, 公司部分品种有可能因集采而进一步降价风险。

### 2. 中药材价格波动风险:

公司原材料的中药材价格如果出现较大上涨, 可能对导致公司生产成本增加进而盈利能力有所下滑。

### 3. 产品销售放量不及预期风险:

公司核心品种有可能受市场竞争加剧, 进而有可能销售推广不及预期。

### 4. 品牌建设不及预期风险:公司拟打造成为银发健康第一股, 品牌建设存在不及预期风险。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	7,031	6,854	7,711	8,729
现金	1,493	1,399	1,734	2,145
应收票据及应收账款	2,895	2,622	2,940	3,309
其他应收款	137	146	164	185
预付账款	136	261	293	330
存货	1,688	1,751	1,898	2,067
其他流动资产	683	674	683	693
<b>非流动资产</b>	2,534	2,375	2,211	2,053
长期投资	24	23	23	23
固定资产	1,153	1,059	964	867
无形资产	312	313	310	304
其他非流动资产	1,046	980	914	860
<b>资产总计</b>	9,565	9,229	9,922	10,782
<b>流动负债</b>	3,644	2,924	3,178	3,468
短期借款	725	0	0	0
应付票据及应付账款	933	1,046	1,134	1,235
其他流动负债	1,986	1,878	2,044	2,234
<b>非流动负债</b>	445	405	365	326
长期借款	152	112	73	33
其他非流动负债	293	293	293	293
<b>负债合计</b>	4,089	3,329	3,543	3,794
少数股东权益	179	187	196	208
股本	758	757	757	757
资本公积	1,158	1,159	1,159	1,159
留存收益	3,382	3,797	4,267	4,864
<b>归属母公司股东权益</b>	5,297	5,713	6,183	6,779
<b>负债和股东权益</b>	9,565	9,229	9,922	10,782

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	322	884	599	742
净利润	454	650	736	935
折旧摊销	181	159	164	158
财务费用	10	17	-1	-4
投资损失	-17	-58	-58	-58
营运资金变动	-414	89	-269	-316
其他经营现金流	108	27	27	27
<b>投资活动现金流</b>	-339	31	31	31
资本支出	69	-0	0	0
长期投资	-291	0	0	0
其他投资现金流	-117	31	31	31
<b>筹资活动现金流</b>	-202	-1,009	-296	-361
短期借款	-187	-725	0	0
长期借款	47	-39	-40	-39
其他筹资现金流	-62	-244	-256	-322
<b>现金净增加额</b>	-217	-94	335	411

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	7,703	8,401	9,419	10,603
营业成本	4,251	4,636	5,025	5,473
税金及附加	75	74	83	93
营业费用	2,433	2,525	2,967	3,353
管理费用	314	344	396	456
研发费用	71	78	104	127
财务费用	10	17	-1	-4
资产减值损失	-66	-54	-60	-68
信用减值损失	-53	-45	-51	-57
其他收益	118	120	120	120
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	17	58	58	58
资产处置收益	1	6	6	6
<b>营业利润</b>	568	813	919	1,165
营业外收入	6	3	3	3
营业外支出	11	13	13	13
<b>利润总额</b>	564	804	910	1,156
所得税	109	154	174	221
<b>净利润</b>	454	650	736	935
少数股东损益	9	8	9	12
<b>归属母公司净利润</b>	445	642	727	923
EBITDA	755	980	1,073	1,309
EPS (元)	0.59	0.85	0.96	1.22

## 主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	-7.0	9.1	12.1	12.6
营业利润(%)	14.4	43.1	13.0	26.7
归属于母公司净利润(%)	16.0	44.4	13.1	27.0
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	44.8	44.8	46.6	48.4
净利率(%)	5.8	7.6	7.7	8.7
ROE(%)	8.4	11.2	11.8	13.6
ROIC(%)	9.9	14.1	16.2	19.6
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	42.7	36.1	35.7	35.2
净负债比率(%)	-11.2	-21.8	-26.0	-30.2
流动比率	1.9	2.3	2.4	2.5
速动比率	1.4	1.6	1.7	1.8
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0
应收账款周转率	2.8	3.4	3.4	3.4
应付账款周转率	6.4	7.0	7.0	7.0
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.85	0.96	1.22
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	1.17	0.79	0.98
每股净资产(最新摊薄)	7.00	7.55	8.17	8.96
<b>估值比率</b>				
P/E	29.3	20.3	18.0	14.1
P/B	2.5	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	20.2	12.1	10.8	8.6

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层