

医药生物

2025 年 06 月 19 日

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据： 2025 年 06 月 18 日

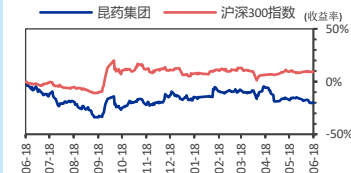
收盘价 (元)	14.99
一年内最高/最低 (元)	19.98/11.92
市净率	2.1
股息率% (分红/股价)	1.33
流通 A 股市值 (百万元)	11,347
上证指数/深证成指	3,388.81/10,175.59

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025 年 03 月 31 日

每股净资产 (元)	7.06
资产负债率%	45.99
总股本/流通 A 股 (百万)	757/757
流通 B 股/H 股 (百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

张静含 A0230522080004
zhangjh@swsresearch.com
王道 A0230523080001
wangdao@swsresearch.com

联系人

李敏杰
(8621)23297818×
limj2@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

昆药集团 (600422)

——老牌中药企业，深耕银发健康领域

投资要点：

- 百年历史，争当银发领域领导者。**昆明中药厂有限公司（简称“昆中药”），肇启于明太祖洪武十四年（1381 年），正式开工于清道光六年（1826 年），至今已有 600 多年的历史。昆中药是我国五大中药老号之一，是“中华老字号”企业、高新技术企业、云南省企业技术中心、云南十大历史品牌。昆药集团股份有限公司成立于 1951 年 3 月，2000 年 12 月在上海证券交易所上市。公司拥有深厚的专业制药经验。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。
- 昆药集团自华润三九入主后，加强协同发展。**2023 年 1 月 19 日，随着公司董、监事会改组工作圆满完成，公司控股股东变更为华润三九，实际控制人变更为中国华润有限公司，公司正式成为华润三九旗下成员。华润三九医药股份有限公司持股比例高达 28.05%，成为昆药集团的控股股东。这一变化不仅加强了昆药集团在三七产业链的竞争力，而且助力公司实现三七业务战略性整合，推动公司成为“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”。
- 老龄健康+精品国药，开拓全新发展局面。**公司积极响应国家中医药振兴发展战略，紧抓银发经济的新机遇，依托资源优势、产业优势、品牌优势和研发优势，制定了 2024 年至 2028 年的战略发展规划。昆药集团以“大药厚德、痼疾在抱”为企业使命，以“银发健康产业的引领者”为企业愿景，聚焦精品国药和老龄健康-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，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”。
- 盈利预测和估值。**昆药集团作为国内中药百年老字号品牌上市公司，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.14/8.41/9.99 亿元，分别同比增长 10.1%/17.9%/18.7%，对应 PE 分别为 16/13/11 倍。我们选取中药行业里同为老字号品牌的中药上市公司同仁堂、东阿阿胶、云南白药、太极集团为可比公司，使用相对估值法，4 家可比公司 2025 年预测市盈率均值为 21 倍，以此计算，公司合理市值 153 亿元，相对 2025 年 6 月 18 日市值有约 35% 的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**药品集采风险，中药材涨价风险、销售不及预期风险等

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	8,401	1,608	9,176	10,063	11,060
同比增长率 (%)	-0.3	-16.5	9.2	9.7	9.9
归母净利润 (百万元)	648	90	714	841	999
同比增长率 (%)	19.9	-31.1	10.1	17.9	18.7
每股收益 (元/股)	0.86	0.12	0.94	1.11	1.32
毛利率 (%)	43.5	36.9	44.5	45.6	46.6
ROE (%)	12.3	1.7	12.0	12.6	13.3
市盈率	18		16	13	11

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 7.14/8.41/9.99 亿元，分别同比增长 10.1%/17.9%/18.7%，对应 PE 分别为 16/13/11 倍。我们选取中药行业里同为老字号品牌的中药上市公司同仁堂、东阿阿胶、云南白药、太极集团为可比公司，使用相对估值法，4 家可比公司 2025 年预测市盈率均值为 21 倍，以此计算，公司合理市值 153 亿元，相对 2025 年 6 月 18 日市值有约 35% 的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

1) 口服剂：昆药集团持续推进以血塞通软胶囊为核心的三七口服系列，借助地理资源优势和深厚的中医药文化沉积，聚焦参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒三大黄金单品，这三大黄金单品过去几年都保持了快速增长，基本都在 18%-30% 以上的增速，我们保守预计口服剂板块 2025-2027 年口服剂收入同比增速为 15.0%、15.0%、15.0%。

2) 针剂：公司积极参与省际联盟集采，较快速提升产品在相关市场占有率，以注射用血塞通（冻干）等药品被纳入医保药品支付试点品种范围为突破口，积极推动纳入产品在各省的解限落地执行，为增量盘稳步提速奠定基础，血塞通注射剂过去 4 年销量平均增速基本都在个位数，我们预计针剂业务 2025-2027 年收入同比增速为 5.0%、8.0%、8.0%。

3) 药品器械批发与零售：公司旗下医药流通平台昆药商业，夯实基层市场、深耕医药流通业务，持续改善业务结构，提升盈利能力，该板块 2019-2024 平均增速基本在 5%，我们预计 2025-2027 年收入同比增速为 4.0%、4.0%、4.0%。

有别于大众的认识

市场认为集采会导致公司产品持续降价，从而影响公司增长。

我们认为，去年集采平稳落地，公司主要产品均为 0 降幅续约中标。按照此次集采续约规则，公司三七血塞通系列产品，包括公司注射用血塞通（冻干）（其他品规）、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）等共计 14 个品规均为本次集采“供应清单”内品种。此次集采续约执行至 2027 年 12 月 31 日，期限长，为公司集采品种的价格稳定提供了保障。公司积极参与省际联盟集采，较快速提升产品在相关市场占有率，有利于公司未来稳定增长。

股价表现的催化剂

心脑血管市场深度受益于人口老龄化，助力公司基本盘稳健发展。上游中药材价格回落，成本压力有望缓解。公司品牌能力不断加强。

核心假设风险

药品集采风险，中药材涨价风险、销售不及预期风险等。

目录

1. 聚焦银发领域，华润入主协同发展	6
1.1 百年历史，争当银发领域领导者	6
1.2 华润入主，加强协同发展	7
1.3 华润团队带来新气象	8
1.4 利润端逐步改善	9
2. 老龄健康慢病管理+精品国药双轮驱动	11
2.1 老龄健康慢病管理平台	11
2.1.1 国内老龄化加剧，心血管疾病占比高	11
2.1.2 争做“老龄健康-慢病管理领域领导者”	13
2.2 精品国药平台，聚焦“昆中药 1381”	15
2.2.1 六百年历史传承	15
2.2.2 重点打造强单品	16
3. 盈利预测与估值	19
3.1 盈利预测	19
3.2 估值	20
4. 风险提示	20

图表目录

图 1：公司发展历程	6
图 2：公司股权架构（截至 2024 年末）	7
图 3：昆药集团收入和利润情况（百万元）	9
图 4：昆药集团费用率情况	9
图 5：公司按照行业分类收入结构变化	10
图 6：2024 年公司按照产品分类收入结构	10
图 7：中国 60 周岁及以上人口数量（万人）及占比	11
图 8：中国居民人均医疗保健支出（元/年）及占比	11
图 9：中国农村居民主要疾病死亡率变化	12
图 10：中国城市居民主要疾病死亡率变化	12
图 11：2021 年中国农村居民主要疾病死因构成比	12
图 12：2021 年中国城市居民主要疾病死因构成比	12
图 13：2023 重点城市医院中成药各大类市占率	13
图 14：注射用血塞通（冻干）产品销售情况	14
图 15：血塞通软胶囊产品销售情况	14
图 16：拟中选产品（报价代表品）基本情况	15
图 17：昆中药各品牌	15
图 18：昆中药收入情况（亿元）	17
图 19：昆中药净利润情况（亿元）	17
图 20：参苓健脾胃颗粒收入情况（百万元）	17
图 21：参苓健脾胃颗粒天猫旗舰店宣传	17
图 22：舒肝颗粒收入情况（百万元）	18
图 23：《2025 年国民情绪健康白皮书》中舒肝颗粒介绍	18
图 24：香砂平胃颗粒收入情况（百万元）	19
图 25：香砂平胃颗粒获得专家共识推荐	19
表 1：昆药集团主要主体和产品情况（亿元）	7
表 2：公司现任管理层	8
表：昆药集团血塞通系列主要产品情况	

表 4: 昆中药主要产品	16
表 5: 主营业务收入拆分 (百万元)	19
表 6: 估值表	20

1. 聚焦银发领域，华润入主协同发展

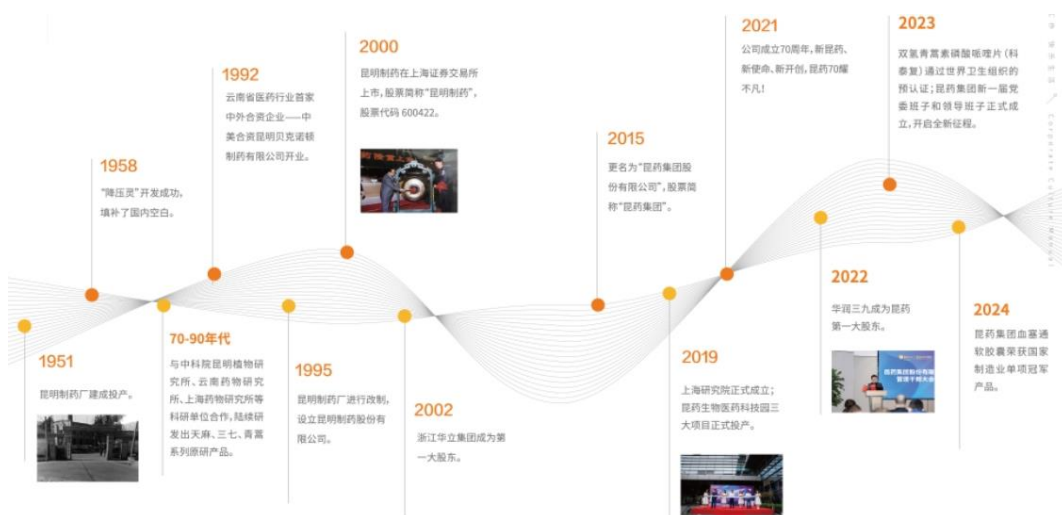
1.1 百年历史，争当银发领域领导者

昆明中药厂有限公司（简称“昆中药”），肇启于明太祖洪武十四年（1381年），正式开工于清道光六年（1826年），至今已有600多年的历史。昆中药是我国五大中药老字号之一，是“中华老字号”企业、高新技术企业、云南省企业技术中心、云南十大历史品牌。

昆药集团股份有限公司成立于1951年3月，2000年12月在上海证券交易所上市。公司拥有深厚的专业制药经验。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。

根据公司公告，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。根据公司“关于公司战略规划（2024年-2028年）的议案”，在华润三九的赋能下，昆药紧紧围绕“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。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，申万宏源研究

目前，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，并拥有规模化智能制造中心、研发中心和博士后工作站。公司拥有30多年青蒿素业务海外拓展经验，产品销售网络覆盖全球60多个国家。

表 1：昆药集团主要主体和产品情况（亿元）

	营业收入	净利润	核心产品
昆药集团母公司	13.41	2.17	“络泰”牌血塞通软胶囊，血塞通注射液等
昆明华润圣火	8.17	2.1	“理渔王”牌血塞通软胶囊等
昆明中药厂	8.09	1.33	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
昆明贝克诺顿制药	4.23	0.81	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
昆药集团医药商业	39.83	0.38	药品器械流通业务
昆药集团血塞通药业	1.62	0.29	血塞通片、血塞通滴丸、血塞通颗粒
西双版纳药业	0.85	0.28	珠子肝泰胶囊、肾茶袋泡茶、双姜胃痛丸等具有民族特色的品种

资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 华润入主，加强协同发展

昆药集团自华润三九入主后，加强协同发展。2022 年 5 月，华立医药及其一致行动人华立集团与华润三九签署《股份转让协议》，将其所持有的公司合计约 2.12 亿股股份（占公司已发行股份总数 28%）转让给华润三九，总交易价款为 29.02 亿元，对应每股转让价格 13.67 元。2023 年 1 月 19 日，随着公司董、监事会改组工作圆满完成，公司控股股东变更为华润三九，实际控制人变更为中国华润有限公司，公司正式成为华润三九旗下成员。华润三九医药股份有限公司持股比例高达 28.05%，成为昆药集团的控股股东。这一变化不仅加强了昆药集团在三七产业链的竞争力，而且助力公司实现三七业务战略性整合，推动公司成为“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”。

图 2：公司股权架构（截至 2024 年末）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

昆药集团与华润三九均从事医药生产和销售业务，双方在业务发展、技术开发等领域具有较强的协同效应。一方面，有利于双方发挥在医药大健康领域的协同效应，围绕三七资源发展产业体系，促进双方共同发展；另一方面，华润三九将充分利用其丰富的经营管理经验与产业资源背景对公司赋能，全面推进公司的战略性发展，进一步增强公司的竞争

优势和综合实力，提升昆药集团的持续经营能力和盈利能力，保持公司发展战略的持续性和稳定性。

1.3 华润团队带来新气象

昆药集团管理层架构调整，华润三九全面入主。华润三九收购完成后，多名高管入主昆药集团：华润三九董事、总裁吴文多任昆药集团董事会董事长，原华润三九 OTC 事业部总经理、康复慢病事业部总经理颜炜任昆药集团董事会副董事长、总裁，原华润三九财务管理中心助理总经理、副总经理钟江现任华润三九医药股份有限公司财务管理中心总经理、昆药集团股份有限公司监事会主席。华润三九团队入主昆药集团管理层，引入成功管理经验，有望带来全新的发展局面。

表 2：公司现任管理层

姓名	职务	任职日期	简介
吴文多	董事长,董事	2025-01-22	男，1973 年生，生物化学专业学士学位。曾任北京赛科昌盛医药有限责任公司业务部经理、总经理助理兼策划部经理、人力资源部经理、副总经理、常务副总经理、总经理，北京赛科药业有限责任公司营销部经理、副总经理、总经理，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,董事， 总裁	2023-01-19	男，1971 年生，项目管理学硕士学位，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。现任昆药集团股份有限公司副董事长、总裁。
李泓燊	副董事长,董事	2024-02-02	男，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，兼任云南红塔银行股份有限公司、中维资本控股股份有限公司、云南白药集团股份有限公司董事，昆药集团股份有限公司副董事长。
钟江	监事会主席,监事	2023-01-19	男，1975 年生，工商管理硕士。曾任华润三九（雅安）药业有限公司副总经理、财务总监，华润三九医药股份有限公司财务管理中心助理总经理、副总经理，现任华润三九医药股份有限公司财务管理中心总经理、昆药集团股份有限公司监事会主席。
孟丽	常务副总裁	2018-11-02	女，1976 年生，经济学士、法学学士。曾任昆药集团股份有限公司董事会办公室主任、证券事务代表、行政总监、综合平台负责人、副总裁、党委书记。现任昆药集团股份有限公司常务副总裁。
张梦珣	副总裁,董事会秘书,总法律顾问	2020-04-01	女，1978 年生，博士研究生学历，法学博士学位，高级经济师、公司律师。曾任上海里兆律师事务所、上海毅石律师事务所执业律师，上海实业发展股份有限公司法务部助理总经理、董事会办公室副总经理、总经理兼证券事务代表等职务。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。

孙志强 财务总监

2023-01-03 男，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。

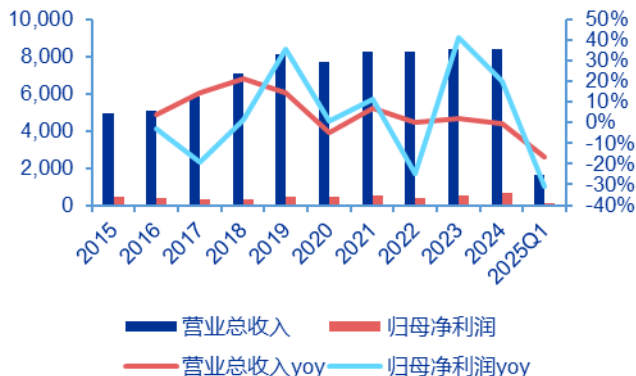
资料来源：wind，申万宏源研究

1.4 利润端逐步改善

昆药依托悠久的药物研发传统、植物药研发实力以及全球化布局的营销网络，秉承“大药厚德，痼疾在抱”的企业使命，聚焦“健康老龄化”赛道，把准战略方向、明晰发展路径，锚定将公司打造成为“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，传承精品国药，聚焦三七产业链，提升公司品牌影响力及议价能力，并以数智赋能和创新研发为助推剂，构建起昆药特色行业壁垒，持续提升公司核心竞争力。

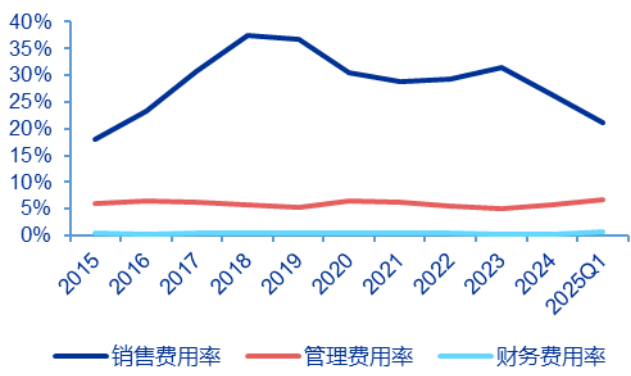
2024 年，昆药集团受业务结构持续优化及针剂业务因相关政策影响收入有所下滑的影响，公司实现营业收入 84.01 亿元，同比下降 0.34%；乐成改革成效初显、华润圣火并购如期完成、昆中药 1381、777 协同并进、公司内生动力持续增强，公司实现归属于上市公司股东的净利润 6.48 亿元，同比增长 19.86%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 4.19 亿元，同比增长 25.09%。公司归母净利润、扣非后归母净利润双创历史新高。

图 3：昆药集团收入和利润情况（百万元）



资料来源：wind，申万宏源研究

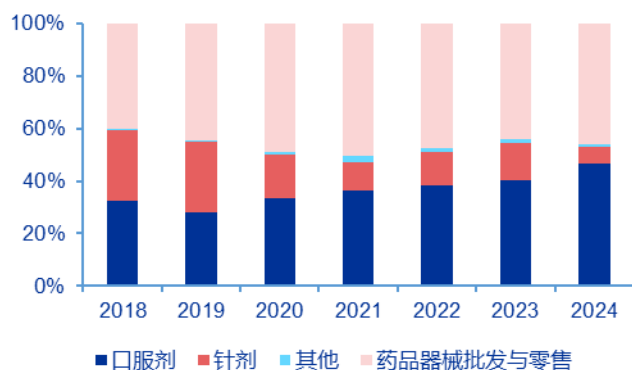
图 4：昆药集团费用率情况



资料来源：wind，申万宏源研究

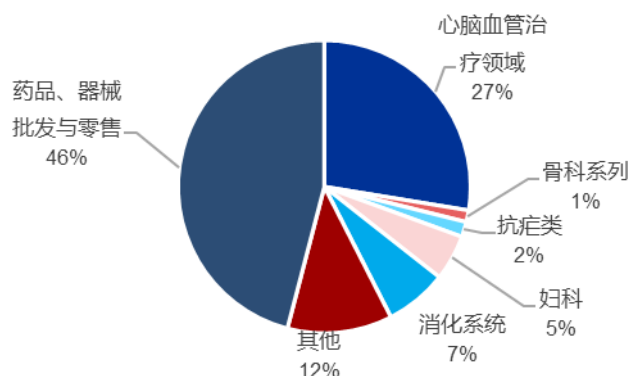
业务结构持续优化，口服剂占比持续提高。2018 年以来，公司口服产品销售占比持续提升，重点口服产品持续突破，带动品类集群及潜力品种快速上量。在零售终端，公司品类拓展与品牌影响双管齐下，强化头部零售企业合作、提升中小连锁终端覆盖、加快电商渠道布局，院外业务收入持续增长。公司业务收入结构持续优化，推动核心大品种和院外业务潜力的持续释放，成为公司业绩增长的新引擎，为公司未来规模的进一步提升、第二增长曲线的打造奠定坚实基础。

图 5：公司按照行业分类收入结构变化



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6：2024 年公司按照产品分类收入结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

医药制造业（口服剂+针剂）：昆药依托昆药、昆中药、贝克诺顿、贝克诺顿（浙江）、血塞通药业、版纳药业、华润三九（酉阳）、华润圣火等八大国家 GMP 标准的现代化医药生产平台，拥有粉针剂、注射剂、胶囊剂、片剂、颗粒剂、丸剂、散剂等全剂型智能化生产线，公司共有产品批准文号 600 余项，是全国独具特色的天然植物药研发、生产、营销一体化企业。公司核心产品包括昆药血塞通系列、蒿甲醚系列，昆中药参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒，贝克诺顿阿法骨化醇软胶囊、玻璃酸钠注射液等，公司多个核心产品市场份额多年占领中国市场优势地位。

从公司营销模式看，公司依托品类丰富且独具竞争优势的产品群，强化“昆中药 1381”、“777”三七系列产品在慢病管理尤其是老龄健康领域的品牌优势；持续推动营销模式转型升级，已建立起兼具医药专业背景与医药营销的专业团队，打造全渠道、全终端、多模式的营销模式，全面覆盖等级医院、基层医疗机构、零售药店等全类别终端，积极拓展电商渠道，探索多模式营销。

从公司研发模式看，公司坚持以研发创新作为业务核心驱动力，围绕公司战略核心领域持续加大研发投入。一方面，依托公司在植物药领域的深厚积淀和研发优势，组建拥有较高影响力的高水平药物研发团队，围绕老龄化健康需求，聚焦包括心脑血管等慢病管理及老龄健康领域，持续推进植物药、创新药、改良型新药、差异化仿制药品种的研究开发。另一方面，通过外部合作、投资并购、产品引进等多渠道，优化配置短中长期创新药物布局，构建公司未来丰富且梯队化、有竞争壁垒的产品管线，为公司高质量发展提供核心驱动力。

医药流通商业：昆药旗下医药流通平台昆药商业，确立了“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”的目标；聚焦基层网络优势、持续优化业务结构；夯实基层医疗业务、等级医疗业务。聚焦优质品种合力突破，紧盯国家集采、联盟集采等品种，抓牢医疗市场开拓的重要利器，夯实基础管理，推动子公司协同发展。提升物流效率，多仓织网切入，打造一体化、标准化、集约化的现代医药物流体系，构建高效、敏捷、智慧的现代化供应链服务渠道。

健康产业（药食同源系列、护理系列等）：聚焦“三七、青蒿、天麻、甘草”等特色植物资源，在产品研发、生产制造、品牌形象、团队搭建、渠道拓展方面不断发力，运用现代高新技术研发，形成快速将科研成果转化健康产品产业化的发展新模式，将公司在植物药

领域的研发、品牌、技术优势延伸到大健康领域，开拓并深化公司在健康产业的布局，并以营销渠道重构为契机，探索大健康领域的新零售模式，通过线上线下一体化综合渠道为用户提供高品质的健康服务和健康产品。

2. 老龄健康慢病管理+精品国药双轮驱动

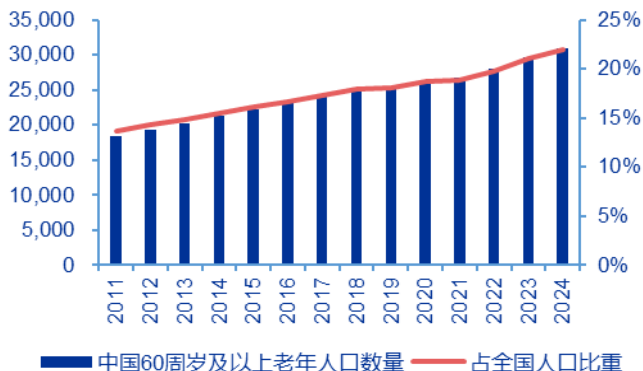
2.1 老龄健康慢病管理平台

2.1.1 国内老龄化加剧，心血管疾病占比高

2024 年国务院办公厅印发的《深化医药卫生体制改革 2024 年重点工作任务》聚焦医保、医疗、医药协同发展与高效治理，推动行业规范化、有序化、标准化、现代化发展。国家大力推进中医药传承创新中心与中西医协同“旗舰”医院建设，支持中药企业全产业链布局，完善追溯与审评体系，确保产品质量。《国务院办公厅关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》鼓励医疗机构将康复服务延伸至社区和家庭，为中医药在老龄化社会的发展指明方向。中医药领域政策暖风频吹，鼓励企业加大科研投入，推动现代科技与中医药深度融合，开展“新时代神农尝百草”工程；产业升级方面，引导企业完善全产业链布局，产业集聚效应凸显。

人口老龄化已成为我国经济社会发展的重要特征之一。根据国家统计局数据，2024 年我国 60 岁及以上人口为 31,031 万人，占全国人口的 22.0%，中老年慢病群体基数大且将保持较快速增长，慢性疾病医疗服务、老龄化医疗产品正在逐渐成为中国社会的新“刚需”。随着中医学诊疗体系与现代生物医学模式的不断发展和相互渗透，中医药在慢病防治中的作用和应用越来越受到重视。此外，我国人均医疗保健支出也逐年增高，2024 年全国居民人均医疗保健支出已达 2,547 元、占消费总支出的 9.02%，医疗保健消费升级趋势明显，消费者更加关注个人的健康状态、注重个体的养生保健。中医药在治未病及辨证施治方面已逐步被大众所认可；未来随着消费人群对慢病诊疗及中医养生需求的不断增加，中药消费品市场发展潜力巨大，具备品牌优势的中医药企业如果能够抓住慢病市场需求释放的机遇，将有望获得更多的发展空间。

图 7：中国 60 周岁及以上人口数量（万人）及占比



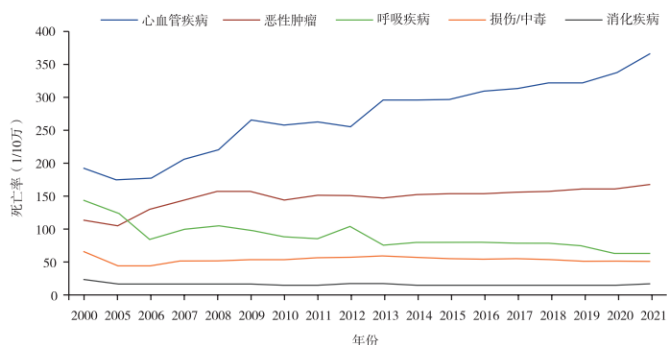
资料来源：国家统计局，申万宏源研究

图 8：中国居民人均医疗保健支出（元/年）及占比

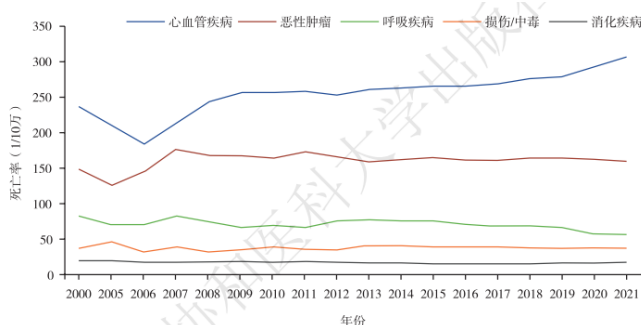


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

根据《中国心血管健康与疾病报告 2023》，中国 CVD 患病率处于持续上升阶段，推算 CVD 现患人数 3.3 亿，其中卒中 1300 万、冠心病 1139 万、心力衰竭 890 万、肺源性心脏病 500 万、心房颤动 487 万、风湿性心脏病 250 万、先天性心脏病 200 万、外周动脉疾病 4530 万、高血压 2.45 亿。2021 年 CVD 死亡率仍居首位，高于肿瘤及其他疾病。农村 CVD 死亡率从 2009 年起超过并持续高于城市水平。2021 年农村 CVD 粗死亡率为 364.16/10 万，其中心脏病粗死亡率为 188.58/10 万；城市 CVD 粗死亡率为 305.39/10 万。

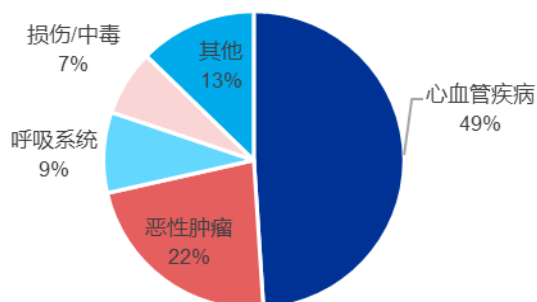
图 9：中国农村居民主要疾病死亡率变化

资料来源：《中国心血管健康与疾病报告 2023》，申万宏源研究

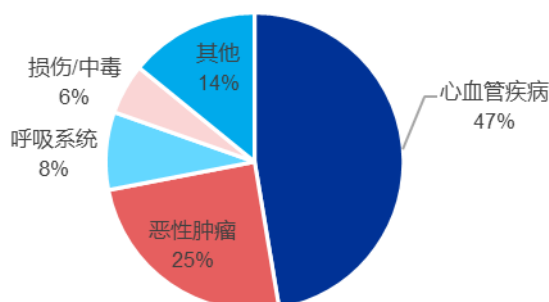
图 10：中国城市居民主要疾病死亡率变化

资料来源：《中国心血管健康与疾病报告 2023》，申万宏源研究

根据《中国心血管健康与疾病报告 2023》，城乡居民疾病死亡构成比中，CVD 占首位。2021 年，CVD 分别占农村、城市主要疾病死因的 48.98%和 47.35%

图 11：2021 年中国农村居民主要疾病死因构成比

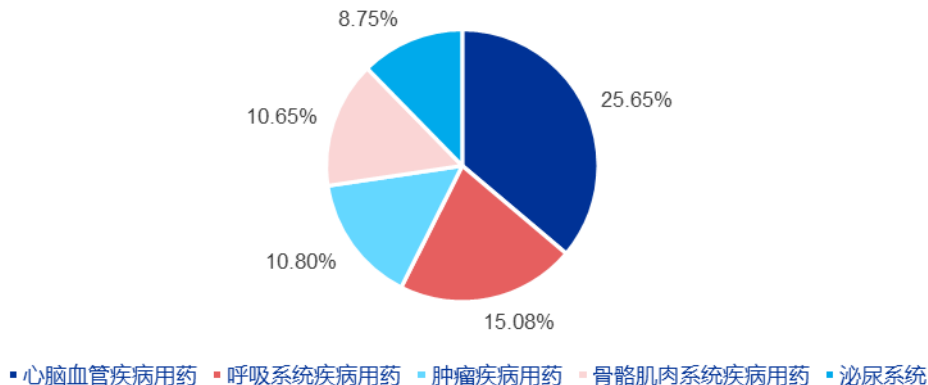
资料来源：《中国心血管健康与疾病报告 2023》，申万宏源研究

图 12：2021 年中国城市居民主要疾病死因构成比

资料来源：《中国心血管健康与疾病报告 2023》，申万宏源研究

从我国重点城市公立医院个疾病大类用药采购情况来看，2023 年心脑血管疾病用药、呼吸系统疾病用药、肿瘤疾病用药仍占据用药规模的前三位。

图 13：2023 重点城市医院中成药各大类市占率



资料来源：米内网，申万宏源研究

2.1.2 争做“老龄健康-慢病管理领域领导者”

根据公司官网资料，三七，是传统名贵中药材，栽培历史已有 400 多年，主产于云南，又以文山三七品质最为道地。三七药用价值极高，具有止血、活血散瘀、消肿止痛及滋补强壮等作用，享有“金不换”、“参中之王”、“南国明珠”等美誉。昆药集团围绕老龄健康-慢病管理核心业务领域，聚焦三七产业链，深耕老龄健康赛道，拓展慢病管理领域，致力于面向“老龄健康-慢病管理领域”提供优质产品服务及系统解决方案。锚定“老龄健康-慢病管理领域领导者”目标，通过三步走发展行动规划实现目标：

(1) 短期以三七产业链为核心，完善老龄健康领域的产品布局。在治疗领域拓展“中+西”管线，在预防康复领域以中药为核心构建产品矩阵。

(2) 中期打造“品牌+学术”的差异化竞争优势。专注老龄人群需求，对产品进行适老化改良，开发老年人的专属化产品，构建领先学术体系，打造老龄慢病专业品牌。

(3) 长期实现“产品+服务”的商业模式。以“产品+服务”构筑老龄健康商业生态闭环，打造高品质产品组合，围绕老龄人群探索慢病管理全周期服务体系。

根据公司官网资料，昆药集团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。2017 年，公司承担三七制剂原料药提取任务的“天然植物药提取智能制造试点示范项目”，被评为国家智能制造试点示范项目。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；“络泰”牌血塞通系列产品历年市场抽检合格率均为 100%。根据公司公众号信息，中国老年医学学会脑血管病分会于 2025 年 04 月 29 日发布了《缺血性卒中脑细胞保护临床实践中国专家共识》，推荐缺血性脑卒中患者急性期个体化应用血塞通软胶囊。

表 3：昆药集团血塞通系列主要产品情况

产品	注册分类	适应症或功能主治	是否处方药	是否属于中药保护品种	发明专利其实期限（如适用）	是否纳入国家基药目录	是否纳入国家医保目录
注射用血塞通（冻干）	中成药	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，	是	否	2009.9.24-2029.9.23	是	是

		视网膜中央静脉阻塞属瘀血阻滞者。					
血塞通软胶囊	中成药	活血祛瘀，通脉活络。用于是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	2008.7.7-2028.7.6, 2009.9.24-2029.9.23	否	是	
血塞通片	中成药	活血祛瘀，通脉活络，抑制血小板聚集和增加脑血流量。用于脑路瘀阻，中风偏瘫，心脉瘀阻，胸痹心痛；脑血管病后遗症，冠心病心绞痛属上述证候者	否	无	否	是	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

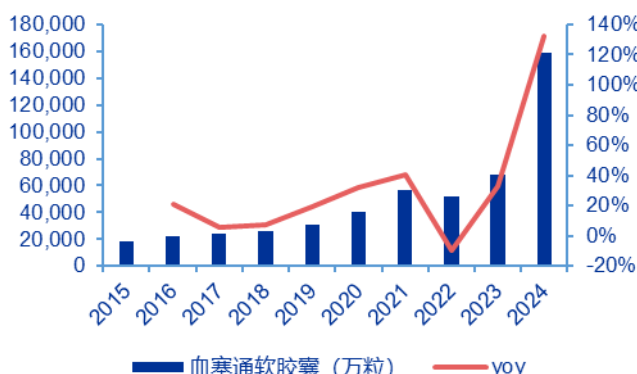
2023 年 10 月公司公告，公司与华润三九、华润圣火、华润现代共同参与投资新设云南省三七研究院有限公司（三七研究院），其中公司以自有资金出资 4000 万元，持有三七研究院 40% 股权。此交易有利于加速实现华润三九、昆药集团三七产业的资源整合和协同赋能，打造公司在三七产业的创新研发链条，增强公司研发创新实力，完善公司三七产业链的业务布局，进一步提升公司市场竞争力。

图 14：注射用血塞通（冻干）产品销售情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 15：血塞通软胶囊产品销售情况



资料来源：公司公告，申万宏源研究

根据公司公告，注射用血塞通（冻干）下降主要是受医保支付政策影响。2024 年血塞通软胶囊包含昆药集团络泰血塞通软胶囊和 2024 年新并入的华润圣火理洳王血塞通软胶囊，若是按照重述口径（包含络泰和理洳王），本期销售量较同期上升 11.27%，主要是公司加快产业布局，加强品牌建设，促进销量增长。

平稳落地，估值压制因素集采去除。根据公司公告，公司 200mg 规格注射用血塞通（冻干）中标价为 9.22 元/支，血塞通滴丸中标价为 24.38 元/盒。血塞通软胶囊中标价为 25.88 元/盒，根据米内网数据，均为 0 降幅续约中标。按照此次集采续约规则，公司三七血塞通系列产品，包括公司注射用血塞通（冻干）（其他品规）、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）等共计 14 个品规均为本次集采“供应清单”内品种。此次集采续约执行至 2027 年 12 月 31 日，期限长，为公司集采品种的价格稳定提供了保障。

序号	拟中选产品 (报价代表品)	规格	功能主治	包装 数量	拟中选 价格
1	注射用血塞通 (冻干)	每支装 200mg	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证者。	1 支	9.22 元/ 支
2	血塞通滴丸	每丸含三七 总皂苷 5mg	活血祛瘀，通脉活络，抑制血小板聚集和增加脑血流量。用于脑络瘀阻，中风偏瘫，心脉瘀阻，胸痹心痛；脑血管病后遗症，冠心病心绞痛属上述证候者。	300 丸/盒	24.38 元/ 盒
3	血塞通软胶囊	每粒装 0.33g (含三七总 皂苷 60mg)	活血祛瘀，通脉活络。用于瘀血闭脉络证的中风中经络恢复期，证见偏瘫，半身不遂，口舌歪斜，舌强言蹇或不语。或用于心血瘀阻型冠心病心绞痛，证见胸闷，胸痛，心慌，舌紫暗或有瘀斑。	24 粒 /盒	25.88 元/ 盒

2.2 精品国药平台，聚焦“昆中药 1381”

根据公司公告，秉承“大药厚德、痼疾在抱”理念的“昆中药 1381”肇启于明太祖洪武十四年（公元 1381 年），至今已有 643 年历史，获得吉尼斯世界纪录“全球最古老的制药企业”，是中国五大中药老字号之一，中国非物质文化遗产保护单位，中国国家知识产权示范企业。600 多年来，古今一脉、薪火相传，“昆中药 1381”造就众多精品国药，已成为消费者熟知品牌，知名度和辨识度逐年提升。以昆中药参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒、清肺化痰丸等为代表的传统精品国药持续发力。公司围绕老龄化健康需求，致力打造“老龄健康产业引领者”、“精品国药领先者”“老龄健康-慢病管理领导者”，持续推进品牌建设，不断提升品牌价值。

昆中藥 KUNZHONG PHARM -1381-

源昌生 厚安堂 白齡 阮氏长春坊 百宝丹大药房 福兴泰 协兴泰 如意花 石文记 永生丰记 宝华利 康敬斋 德寿堂 体德堂 翟玉六大药房 利济堂 朱氏双美号 吉盛昌 怡森祥 悦康 万松草堂 明生利 大安瑞昌 张鸿记药号 姚济堂 伯泰祥 杨大安堂 慢阻灵 烦沐余记 康敬斋

传承精品国药，深入挖掘“昆中药 1381”精品国药文化瑰宝，发挥“昆中药 1381”百年老字号的品牌影响力，充分挖掘精品国药的市场价值，锚定“精品国药的领先者”目标，提出三步走发展行动规划：

- 简单金融 成就梦想

(2) 中期以精品国药特色产品为基础，拓展高品质、高价值产品，构建精品国药产品组合；

(3) 长期推动精品国药品牌全球化，扩大中药在国际市场的民族品牌影响力；基于七大战略举措（研发、产品、学术、品牌、服务、供应链、人才）、六项规划保障（党建引领、合规监管、文化建设、安全发展、组织协同、人才强企）和六大核心能力（品牌运营、全渠道营销、研发创新、BD、组织与人才发展、供应链管理），通过内生发展加外延扩张方式，努力实现质量更高、结构更优、发展更稳、优势更显的发展水平。

表 4：昆中药主要产品

产品	注册分类	适应症或功能主治	是否处方药	是否属于中药保护品种	发明专利起止期限	是否纳入国家基本药物目录	是否纳入国家医保目录
参苓健脾胃颗粒	中成药	补脾健胃，利湿止泻。用于脾胃虚弱，饮食不消，或泻或吐，形瘦色萎，神疲乏力。	否	否	无	否	否
舒肝颗粒	中成药	舒肝理气，散郁调经。用于肝气不舒的两胁疼痛，胸腹胀闷，月经不调，头痛目眩，心烦意乱，口苦咽干，以及肝郁气滞所致的面部黧黑斑（黄褐斑）。	否	否	2008.4.23-2028.4.22, 2010.1.28-2030.1.27	否	是
香砂平胃颗粒	中成药	健脾，温中，燥湿。用于饮食不节，食湿互滞，胃脘胀痛，消化不良。	是	否	无	是	是

资料来源：公司公告，申万宏源研究

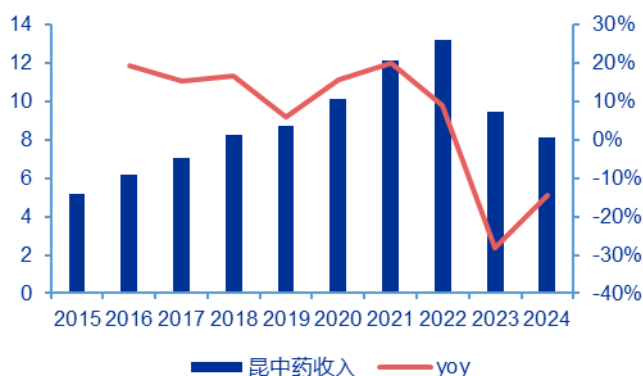
2.2.2 重点打造强单品

主品牌多维度重塑提升：作为公司精品国药平台，“昆中药 1381”聚合中医药大师，共谋中医药创新发展，打造保护好，发掘好，发展好、传承好中医药的品牌形象，为新时代中医药改革创新谋良方。昆中药首发品牌文化宣传片《问道 1381》，为“昆中药 1381”奠定厚重的历史底色和宏大的品牌格局；重磅登陆央视，携手央视共同铸就“中药瑰宝品牌”，为“昆中药 1381”迎来品牌发展高光时刻；昆中药核心黄金单品参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒分别在湖南卫视小年夜春晚、云南卫视跨年春晚等综艺品宣精彩亮相，在《南来北往》等大剧、热播剧中持续高频露出，借力社区梯媒、移动 App 等媒介精准触达消费者，借势大流量媒体提高品牌声量同时，快速建立品牌形象，实现品牌引爆与消费者深度沟通双效并举。

终端覆盖多渠道纵深拓展：公司借助三九商道的资源，对既有商业渠道进行深度整合，优化原有商业模式。持续构建“合理覆盖、快速流通、有效销售”的昆药销售渠道，完成全国零售、医疗体系的渠道整合建设，实现从多级渠道向聚焦重点主流客户重点管控的转变；充分发挥利他精神和昆药商道的独特优势，秉承昆药商道“诚、信、礼、勤、智、识”的文化价值体系，推动昆药商道合作伙伴建立持久稳固的合作关系，实现真正的互利共赢。价格体系建设、数据直连等关键举措落地见效，为一阶段商道建设顺利完成奠定坚实基础。昆中药参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、清肺化痰丸等终端覆盖率稳步提升，黄金单品纯销规模逆势突破。

大单品重点打造成效显著：依托华润三九在终端运营管理能力、品牌运作能力和战略规划能力的赋能，公司围绕“大品种-大品牌-大品类”，重点打造强单品、持续培育高增长潜力产品、挖掘更多底蕴悠久的经典名方产品，为昆中药 1381 实现持续稳健增长注入澎湃动能。2018-2022 年昆中药收入稳健增长，2023-2024 年收入有所下降，主要是因为公司新设营销公司，整合昆药、昆中药、贝克诺顿三大营销体系，因此昆中药的结算口径有所调整，23-24 年净利率大幅提升也与此相关。

图 18：昆中药收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 19：昆中药净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

参苓健脾胃颗粒（OTC）：参苓健脾胃颗粒是昆明中药厂有限公司生产的治疗脾胃虚弱、饮食不消，或泻或吐、形瘦色萎、神疲乏力的中药制剂。

根据公司官网信息，中医认为，脾与胃互为表里，脾主运化，又主统血，胃主受纳腐熟，脾升胃降，燥湿相济，共同完成食物的消化、吸收和分布，因此若脾胃升降失常，则水谷的受纳、腐熟、转输等功能发生障碍，因而出现饮食不消化，呕吐、泄泻、腹胀等症，长期得不到有效治疗将导致神疲乏力、身体消瘦、面色萎黄，西医统称为慢性胃炎。参苓健脾胃颗粒以北沙参益胃生津，配伍山药、扁豆、白术等药，共同发挥补脾健胃，利湿止泻的功效。对脾胃虚弱饮食不消，或泻或吐，形瘦色萎，神疲乏力有明显的治疗作用。

连续多年高增长。参苓健脾胃颗粒从 2017-2022 年收入持续创新高，连续多年高增长。根据米内网公众号，昆中药参苓健脾胃颗粒销量连续三年高速增长，并在 2020 年、2021 年实现参苓健脾胃颗粒斩获全国健脾胃领域的销量冠军。

图 20：参苓健脾胃颗粒收入情况（百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

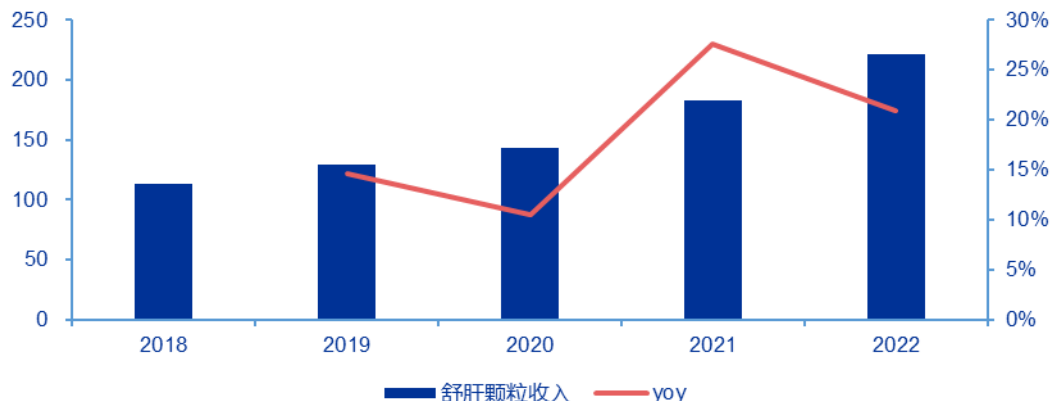
图 21：参苓健脾胃颗粒天猫旗舰店宣传



资料来源：昆中药天猫旗舰店，申万宏源研究

舒肝颗粒 (OTC)：根据公司官网信息，舒肝颗粒是昆中药研制的全国医保产品，荣获云南名牌产品称号，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。

图 22：舒肝颗粒收入情况（百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

在快节奏的现代社会中，情绪健康已成为全民关注的焦点。随着经济高速发展、社会结构变迁的持续影响，焦虑、抑郁等情绪问题逐渐从个体困扰演变为社会性议题。在此背景下，昆中药联合京东健康于5月19日正式发布《2025年国民情绪健康白皮书》，深刻揭示了当前国民情绪健康的现状。

图 23：《2025 年国民情绪健康白皮书》中舒肝颗粒介绍

舒肝颗粒是可以治疗肝郁气滞的常用中成药，受多方医学学会权威推荐



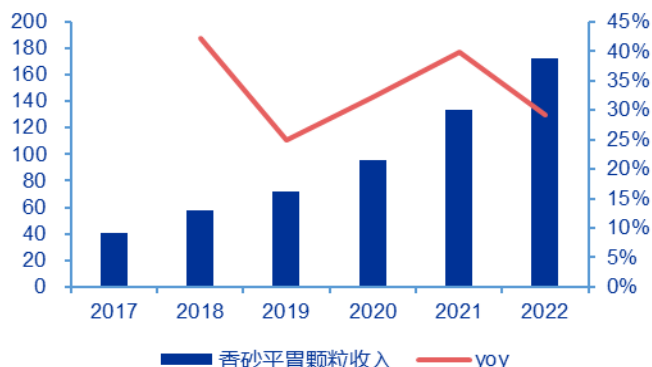
资料来源：《2025 年国民情绪健康白皮书》，申万宏源研究

报告揭示，肝郁气滞型情绪问题在人群中占比最高，尤其在疫情后呈现激增态势。针对这一症结，昆药集团经典中成药“舒肝颗粒”以舒肝理气为治疗原理，通过调节气机平衡缓解焦虑抑郁症状。这种治疗策略不仅着眼症状缓解，更通过改善肝脾功能重建情绪稳态，其“治未病”的预防性理念，恰与现代医学倡导的“生物—心理—社会”医学模式不谋而合。

香砂平胃颗粒（双跨，已纳入基药目录）：根据公司官网信息，香砂平胃颗粒来源于宋代周应《简要济众方》“平胃散”加减。此后，历代医书，如《太平惠民和剂局方》《万病回春》《景岳全书》等，均把“平胃散”作为治疗湿滞脾胃的基础方。主治用于饮食不节，食湿互滞，胃脘胀痛，消化不良。中国中西医结合学会消化系统疾病专业委员会于2025年

3月13日发布了《胃食管反流病中西医结合诊疗专家共识（2025）》，强推荐胃食管反流（气郁痰阻证）患者应用香砂平胃颗粒。

图 24：香砂平胃颗粒收入情况（百万元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 25：香砂平胃颗粒获得专家共识推荐



资料来源：公司公众号，申万宏源研究

3. 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

公司主营业务主要包括口服剂、针剂、药品器械批发与零售三个部分：

1) 口服剂：昆药集团持续推进以血塞通软胶囊为核心的三七口服系列，借助地理资源优势 and 深厚的中医药文化沉积，聚焦参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒三大黄金单品，这三大黄金单品过去几年都保持了快速增长，基本都在 18%-30% 以上的增速，我们保守预计口服剂板块 2025-2027 年口服剂收入同比增速为 15.0%、15.0%、15.0%。

2) 针剂：公司积极参与省际联盟集采，较快速提升产品在相关市场占有率，以注射用血塞通（冻干）等药品被纳入医保药品支付试点品种范围为突破口，积极推动纳入产品在各省的解限落地执行，为增量盘稳步提速奠定基础，血塞通注射剂过去 4 年销量平均增速基本都在个位数，我们预计针剂业务 2025-2027 年收入同比增速为 5.0%、8.0%、8.0%。

3) 药品器械批发与零售：公司旗下医药流通平台昆药商业，夯实基层市场、深耕医药流通业务，持续改善业务结构，提升盈利能力，该板块 2019-2024 平均增速基本在 5%，我们预计 2025-2027 年收入同比增速为 4.0%、4.0%、4.0%。

表 5：主营业务收入拆分（百万元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8282	8430	8401	9176	10063	11060
yoy	0.30%	1.80%	-0.30%	9.20%	9.70%	9.90%
主营业务收入分拆						
口服剂	2893	3055	3693	4247	4884	5616
yoy	0.06%	5.58%	20.89%	15.00%	15.00%	15.00%
针剂	953	1059	539	566	611	660
yoy	12.10%	11.09%	-49.09%	5.00%	8.00%	8.00%
药品器械批发与零售						

yoy	-10.55%	-7.40%	10.04%	4%	4%	4%
-----	---------	--------	--------	----	----	----

资料来源：公司公告，申万宏源研究

综上，我们预计公司 2025-2027 年收入分别为 91.76/100.63/110.60 亿元，分别同比增长 9.2%/9.7%/9.9%，归母净利润分别为 7.14/8.41/9.99 亿元，分别同比增长 10.1%/17.9%/18.7%。

3.2 估值

昆药集团作为国内中药百年老字号品牌上市公司，我们选取中药行业里同为老字号品牌的中药上市公司同仁堂、东阿阿胶、云南白药、太极集团为可比公司，使用相对估值法，4 家可比公司 2025 年预测市盈率均值为 21 倍，以此计算，公司合理市值 153 亿元，相对 2025 年 6 月 18 日市值有约 35% 的上涨空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：估值表

代码	公司	市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE (2025.6.18)		
			2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
600085.SH	同仁堂	494	17.66	20.47	23.62	28	24	21
000423.SZ	东阿阿胶	337	18.53	22.02	25.99	18	15	13
000538.SZ	云南白药	986	52.12	57.14	62.28	19	17	16
600129.SH	太极集团	119	5.71	7.10	8.24	21	17	14
		平均				21	18	16
600422.SH	昆药集团	113	7.14	8.41	9.99	16	13	11

资料来源：wind 一致预期，申万宏源研究

4. 风险提示

药品集采风险：目前国家正在积极推进中成药集采政策，目前看集采对公司的影响较小，如未来其他药品进入集采，可能出现降价幅度超出预期和利润下滑的风险。

中药材涨价风险：上游中药材涨价对公司可能对公司造成成本压力，对利润有较大影响。

销售不及预期风险：若公司市场开拓与学术推广力度不足，或新产品不能获得市场认可，将对公司经营造成较大风险。

财务摘要

合并损益表

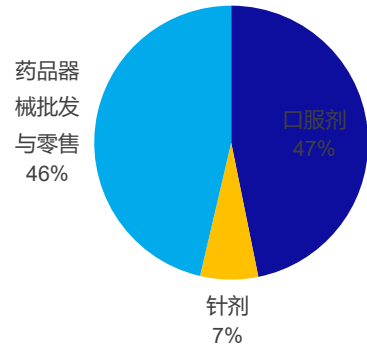
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	7,703	8,401	9,176	10,063	11,060
营业收入	7,703	8,401	9,176	10,063	11,060
口服剂	3,055	3,693	4,247	4,884	5,616
针剂	1,059	539	566	611	660
药品器械批发与零售	3,322	3,655	3,801	3,953	4,111
营业总成本	7,153	7,550	8,192	8,861	9,644
营业成本	4,251	4,750	5,095	5,478	5,902
口服剂	975	1,202	1,383	1,590	1,828
针剂	176	94	99	107	115
药品器械批发与零售	2,841	3,074	3,197	3,325	3,458
税金及附加	75	82	89	98	108
销售费用	2,433	2,226	2,450	2,677	2,953
管理费用	314	371	422	463	520
研发费用	71	107	117	128	141
财务费用	10	14	19	18	20
其他收益	118	121	0	0	0
投资收益	17	15	0	0	0
净敞口套期收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	1	7	0	0	0
信用减值损失	-53	-46	0	0	0
资产减值损失	-66	-22	0	0	0
资产处置收益	1	1	0	0	0
营业利润	568	928	984	1,202	1,416
营业外收支	-5	7	0	0	0
利润总额	564	935	984	1,202	1,416
所得税	109	183	191	232	277
净利润	454	751	794	969	1,139
少数股东损益	9	103	80	128	141
归母净利润	445	648	714	841	999

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

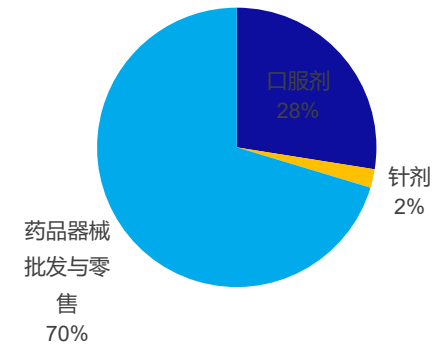
合并现金流量表

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	454	751	794	969	1,139
加：折旧摊销减值	300	253	122	139	154
财务费用	22	24	19	18	20
非经营损失	-39	-15	0	0	0
营运资本变动	-414	-230	-520	-962	-664
其它	86	71	0	0	0
经营活动现金流	356	808	415	165	650
资本开支	57	79	76	150	150
其它投资现金流	-282	165	-76	28	-24
投资活动现金流	-339	86	-152	-122	-174
吸收投资	18	1	0	0	0
负债净变化	-29	-65	-102	19	19
支付股利、利息	-	-	-	-	-
其它融资现金流	-	-	-	-	-

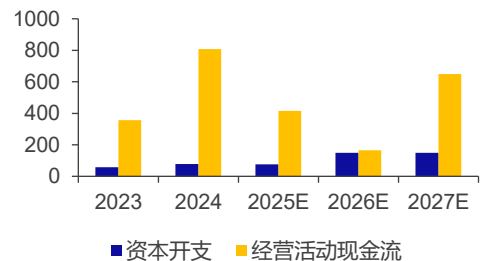
收入结构



成本结构



资本开支与经营活动现金流



流					
融资活动现金流	-202	-128	-123	-141	-170
净现金流	-183	767	139	-98	307

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

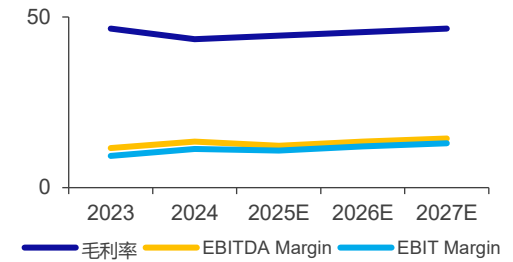
百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,148	8,555	9,229	10,268	11,402
现金及等价物	2,098	2,737	2,952	2,825	3,156
应收款项	4,199	4,149	4,391	5,357	5,756
存货净额	1,772	1,540	1,757	1,956	2,361
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	79	129	129	129	129
长期投资	320	305	305	305	305
固定资产	1,236	1,218	1,173	1,183	1,179
无形资产及其他资产	2,592	2,533	2,533	2,533	2,533
资产总计	12,295	12,611	13,240	14,290	15,419
流动负债	3,865	5,491	5,349	5,554	5,693
短期借款	749	738	658	658	658
应付款项	1,442	1,620	1,559	1,763	1,902
其它流动负债	1,673	3,133	3,133	3,133	3,133
非流动负债	476	374	353	372	391
负债合计	4,341	5,865	5,703	5,926	6,084
股本	758	757	757	757	757
其他权益工具	0	0	0	0	0
资本公积	2,316	521	521	521	521
其他综合收益	-4	-8	-8	-8	-8
盈余公积	377	380	383	387	391
未分配利润	3,113	3,602	4,312	5,007	5,833
少数股东权益	1,392	1,493	1,572	1,701	1,841
股东权益	7,954	6,746	7,537	8,364	9,335
负债和股东权益合计	12,295	12,611	13,240	14,290	15,419

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

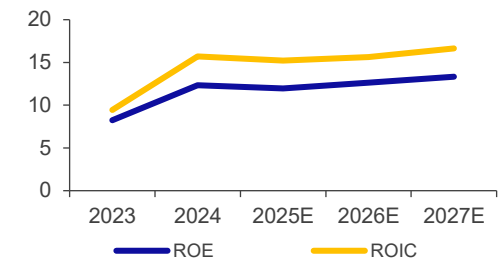
重要财务指标

报告期	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)					
每股收益	0.71	0.86	0.94	1.11	1.32
每股经营现金流	1.00	1.07	0.55	0.22	0.86
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.19	0.22
每股净资产	8.67	6.94	7.88	8.80	9.90
关键运营指标(%)					
ROIC	9.4	15.7	15.2	15.6	16.6
ROE	8.2	12.3	12.0	12.6	13.3
毛利率	46.6	43.5	44.5	45.6	46.6
EBITDA Margin	11.6	13.5	12.3	13.5	14.4
EBIT Margin	9.3	11.3	10.9	12.1	13.0
营业总收入同比增长	1.8	-0.3	9.2	9.7	9.9
归母净利润同比增长	41.1	19.9	10.1	17.9	18.7
资产负债率	35.3	46.5	43.1	41.5	39.5
净资产周转率	1.28	1.60	1.54	1.51	1.48
总资产周转率	0.69	0.67	0.69	0.70	0.72
有效税率	18.7	19.9	19.4	19.3	19.5
股息率	.	.	.	.	.
估值指标(倍)					

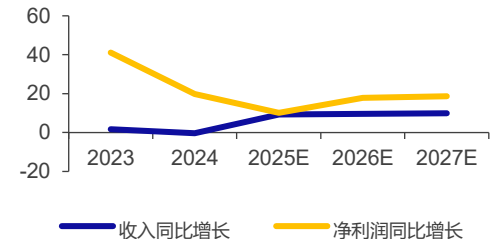
经营利润率(%)



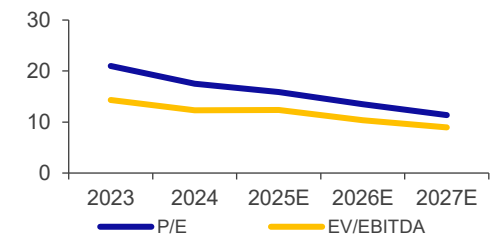
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



P/E	21.0	17.5	15.9	13.5	11.4
P/B	1.7	2.2	1.9	1.7	1.5
EV/Sale	1.7	1.7	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	14.3	12.3	12.4	10.4	9.0
股本	758	757	757	757	757

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。