

2023年03月30日

昆药集团 (600422.SH)

公司分析

医药 | 中成药III

投资评级

买入-B(首次)

股价(2023-03-29)

19.60 元

交易数据

总市值(百万元)	14,859.30
流通市值(百万元)	14,836.72
总股本(百万股)	758.13
流通股本(百万股)	756.98
12个月价格区间	20.70/10.16

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	15.62	35.43	62.69
绝对收益	14.69	39.3	59.59

分析师

周平

 SAC 执业证书编号: S0910523020001
 zhouping@huajinsec.cn

相关报告

血塞通系列快速增长, 昆中药黄金单品放量

投资要点

- ◆ **血塞通注射剂恢复增长, 口服剂量放量。**2022年注射用血塞通在医保目录里取消了“中风偏瘫或视网膜中央静脉阻塞的患者”的使用限制,且在联盟地区集采中标,销售额大增73%,带动2022年公司针剂产品实现营业收入9.53亿元(+12%),未来随着需求恢复将保持稳定增长。血塞通软胶囊在城市公立医院和城市实体药店的市占率分别排名第二和第一,销售额从2018年的3.44亿元增长到2021年的5.93亿元,主要是得益于公司在OTC渠道的强力推广放量,销售占比从9%提升至32%。血塞通软胶囊在OTC渠道的持续放量将带动口服剂量销售快速增长。
- ◆ **昆中药品牌知名度高, 黄金单品快速放量。**昆中药有600多年历史,是我国五大中药老号之一,拥有药品批准文号143个,独家产品21个。公司致力于打造“黄金单品+品类集群”的核心产品群。核心产品参苓健脾胃颗粒、香砂平胃颗粒、舒肝颗粒在2019-2022年期间的复合增速分别为39%、34%、19%。公司大力布局OTC渠道,未来还有望借助华润三九的OTC渠道打造全国品牌,推动产品高速放量。
- ◆ **华润三九控股, 盈利能力有望提升。**2022年底华润三九受让公司28%的股权成为控股股东,华润三九拥有覆盖全国的医院和OTC渠道,公司拥有血塞通系列产品和昆中药知名品牌,双方有望强强联手推动产品销售快速增长。公司医药工业业务的毛利率高于华润三九但净利率却更低,未来有望吸收华润三九的经营管理能力,从而提升盈利能力。
- ◆ **投资建议:**我们预测公司2023-2025年归母净利润分别为6.13/7.58/9.10亿元,增速分别为60%/24%/20%,对应PE分别为24/20/16倍。考虑到公司血塞通注射剂和口服剂型持续增长,我们首次覆盖,给予“买入”建议。
- ◆ **风险提示:**行业政策变化风险;产品质量风险;研发创新风险;原材料价格波动风险;环保及安全经营风险等。

财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,254	8,282	9,327	10,370	11,483
YoY(%)	7.0	0.3	12.6	11.2	10.7
净利润(百万元)	508	383	613	758	910
YoY(%)	11.1	-24.5	60.1	23.5	20.1
毛利率(%)	41.3	41.5	42.8	44.0	44.9
EPS(摊薄/元)	0.67	0.51	0.81	1.00	1.20
ROE(%)	10.4	7.5	11.0	12.3	13.1
P/E(倍)	29.3	38.8	24.2	19.6	16.3
P/B(倍)	3.1	3.0	2.7	2.4	2.2
净利率(%)	6.2	4.6	6.6	7.3	7.9

数据来源: 聚源、华金证券研究所



内容目录

一、华润控股强协同，有望迎来业绩拐点	4
（一）老牌中药公司，华润控股强协同	4
（二）注射剂恢复增长，口服剂型成为新的增长点	5
二、血塞通注射剂恢复增长，口服剂型打开长期增长空间	7
三、打造昆中药精品国药，黄金单品持续放量	10
四、销售模式转型，研发持续推进	11
（一）销售模式转型升级	11
（二）创新药项目稳步推进临床研究	12
五、盈利预测与投资建议	13
（一）盈利预测	13
（二）估值及投资建议	14
六、风险提示	14

图表目录

图 1：公司股权结构	4
图 2：昆药集团医药工业业务毛利率和扣非净利率	5
图 3：华润三九毛利率和净利率	5
图 4：2018-2022 年公司营业收入及增速	6
图 5：2018-2022 年公司扣非后归母净利润及增速	6
图 6：2018-2022 年公司收入结构	6
图 7：2018-2022 年公司毛利结构	6
图 8：2018-2022 年公司销售费用	7
图 9：2018-2022 年公司期间费用率	7
图 10：中国农村居民（左）和城市居民主要疾病死亡率变化	8
图 11：注射用血塞通销量变化趋势	9
图 12：血塞通软胶囊销量变化趋势	9
图 13：血塞通软胶囊销售额增长趋势	10
图 14：血塞通软胶囊在 OTC 渠道高速放量	10
图 15：2018-2022 年参苓健脾胃颗粒销售额	11
图 16：2018-2022 年昆中药系列舒肝颗粒销售额	11
图 17：2018-2022 年销售人员数量	12
图 18：2018-2022 年销售人均创收	12
图 19：2018-2022 年公司研发投入	12
图 20：2018-2021 年公司研发人员数量	12
表 1：华润三九控股后昆药集团管理层变化	4
表 2：公司主要产品	7
表 3：血塞通注射剂和口服剂型在心血管中成药产品销售额排名均处于前 10	8
表 4：公司血塞通注射剂和软胶囊市占率高	8
表 5：昆中药核心产品	10
表 6：公司研发项目	13

表 7: 昆药集团盈利预测 (百万元)	13
表 8: 中药公司可比估值	14

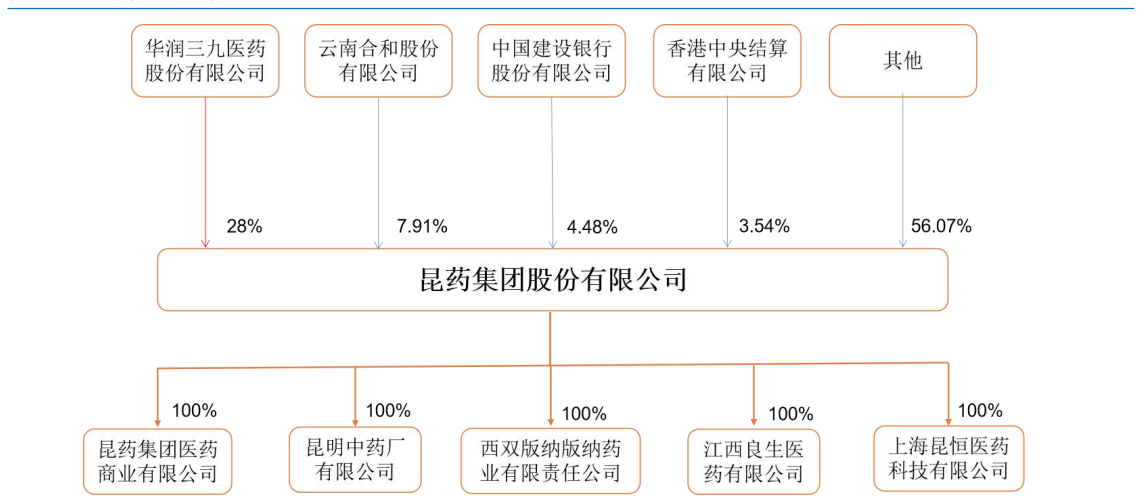
一、华润控股强协同，有望迎来业绩拐点

（一）老牌中药公司，华润控股强协同

老牌中药公司，打造精品国药。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。公司业务领域覆盖医药全产业链，涉及药物研发、生产及销售、医药流通及大健康产业。依托云南丰富的植物资源，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，打造了一批以参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒等为代表的精品国药。

华润三九收购后成为公司控股股东。2022年12月30日原股东持有的2.12亿股（占公司总股份的28%）交割给华润三九，华润三九成为公司新的控股股东。

图1：公司股权结构



资料来源：Wind，华金证券研究所

华润三九多名高管进入公司管理层。华润三九完成后，公司完成了董事会和经营管理层调整，华润三九全面入驻公司，有望为公司未来发展带来新动力。华润三九董事长邱华伟加入昆药集团董事会任董事长，把握公司未来战略发展方向。华润三九原OTC事业部总经理、康复慢病事业部总经理颜炜任昆药集团副董事长，为公司产品销售赋能。华润三九向昆药集团输入了营销管理、财务管理、投资管理、人力资源管理的高管，助力公司长期发展。

表1：华润三九控股后昆药集团管理层变化

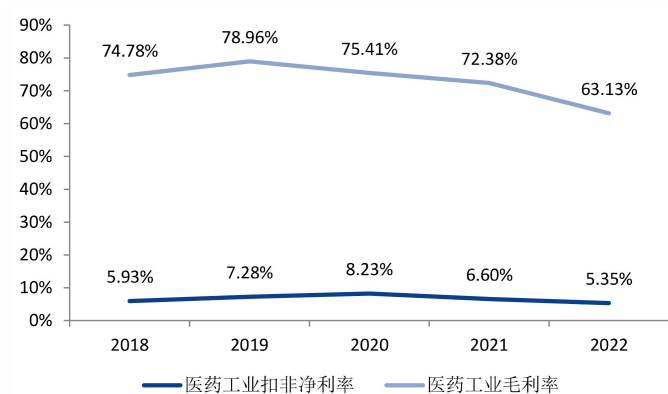
姓名	职位	履历
邱华伟	董事长	华润三九现任董事长，现任昆药集团董事长
颜炜	副董事长	曾任华润三九OTC事业部总经理、康复慢病事业部总经理，现任昆药集团副董事长
郭霆	董事	曾任华润三九营销中心副总经理，现任华润三九副总裁，现任昆药集团董事
梁征	董事	现任华润三九财务总监，现任昆药集团董事
钟江	监事会主席	现任华润三九财务管理中心总经理，现任昆药集团监事会主席
邵金锋	监事	现任华润三九投资中心副总经理，现任昆药集团监事
孙振	副总裁	曾任华润三九组织部副部长、人力资源中心副总经理，现任昆药集团副总裁
孙志强	财务总监	曾任华润三九财务管理中心助理总经理，现任昆药集团财务总监、财务负责人

资料来源：Wind，华金证券研究所

华润三九与昆药协同效应强。华润三九核心业务包括健康消费品和处方药领域，收购整合完成后其与昆药集团在多领域将具备较强的协同效应。产品销售方面，华润三九是央企华润集团旗下的中药上市平台，品牌知名度高且销售能力强。在医院端，华润三九产品包括中药配方颗粒、中药饮片、专科处方药等，覆盖了全国核心医院市场，拥有极强的销售能力，可以与公司的血塞通系列产品形成了联动。在 OTC 端，999 品牌深入全国，覆盖了 40 多家药店终端，与昆中药 OTC 产品能够实现协同。

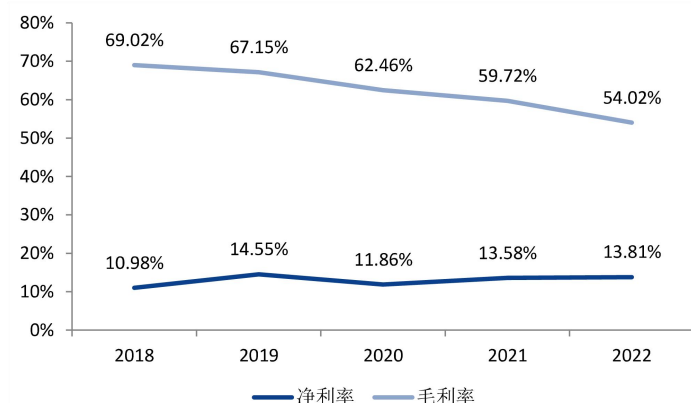
华润三九营销和管理能力助力公司盈利能力提升。从盈利能力来看，昆药集团医药工业业务的毛利率明显高于华润三九，但净利率却明显更低。未来有望吸收华润三九的经营管理能力，从而提升盈利能力。

图 2：昆药集团医药工业业务毛利率和扣非净利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：华润三九毛利率和净利率

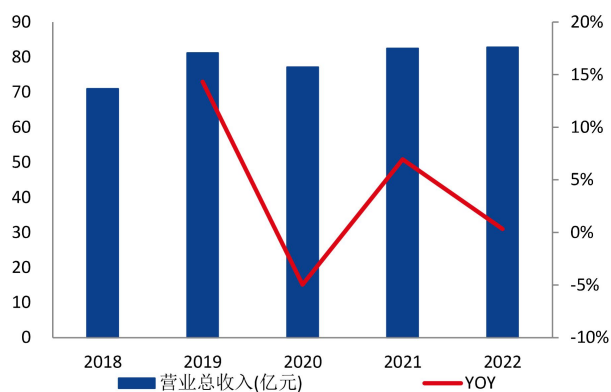


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）注射剂恢复增长，口服剂型成为新的增长点

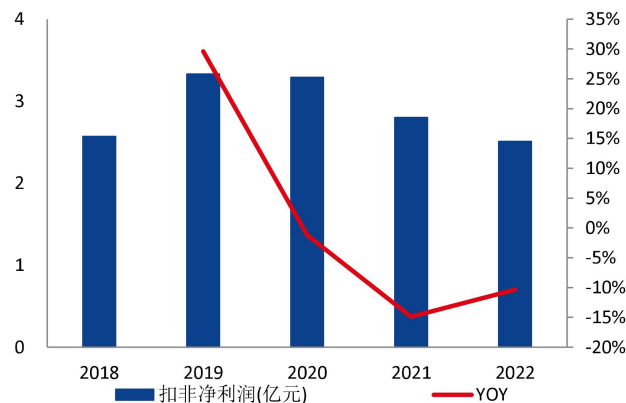
战略调整效果初显，有望迎来业绩拐点。受新冠疫情及中药注射剂使用受限和集采等因素影响，公司收入有所波动，扣非净利润持续下滑。公司为此积极进行战略调整，围绕“两把尖刀，一面红旗，三年内成为中国中药品牌企业 TOP10”的战略定位，持续构建以医药工业为内生核心、国际合作和医药流通为外延拓展、医药大健康产业为整合扩张的三级生态圈。2022 年公司实现营业收入 82.82 亿元（+0.34%）和扣非净利润 2.51 亿元（-10.36%），如剔除 2022 年公司资产和信用减值损失大增的影响，2022 年扣非净利润略有增长。随着华润三九控股后，公司经营管理质量有望迎来提升，业绩有望提升至一个新台阶。

图 4：2018-2022 年公司营业收入及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

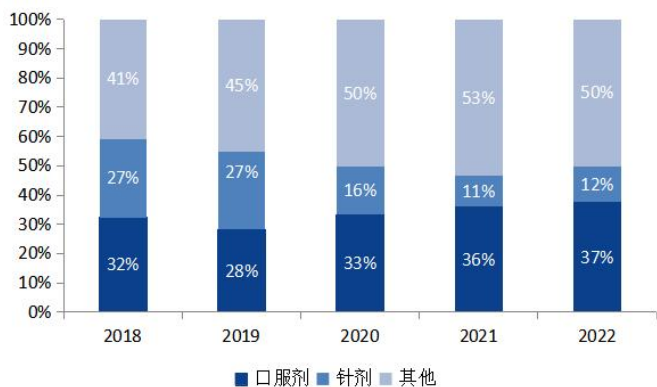
图 5：2018-2022 年公司扣非后归母净利润及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

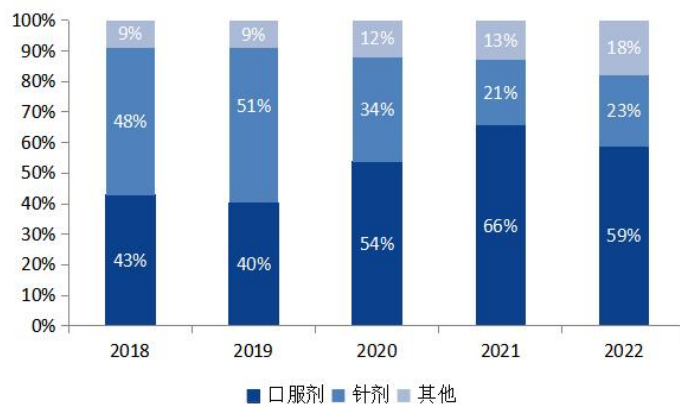
注射剂恢复增长，口服产品成公司业绩增长新引擎。2019-2021 年，受注射剂使用限制影响，公司针剂收入占比与毛利占比均呈下降趋势，收入占比由 27% 下降至 11%，毛利占比由 51% 下降至 21%。2022 年注射剂医保报销限制解除，注射用血塞通集采中标放量推动注射剂恢复增长，收入占比和毛利占比略有提升，分别为 12% 和 23%。公司对口服剂的重点发展使口服剂收入占比与毛利占比呈上升趋势，收入占比由 2018 年的 32% 增长至 2022 年的 37%，毛利占比由 2018 年的 43% 增长至 2022 年的 59%。

图 6：2018-2022 年公司收入结构



资料来源：Wind，华金证券研究所

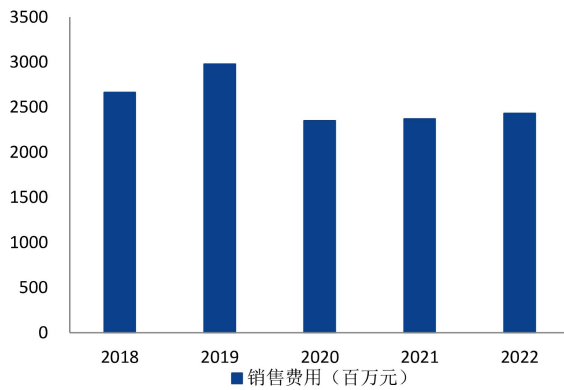
图 7：2018-2022 年公司毛利结构



资料来源：Wind，华金证券研究所

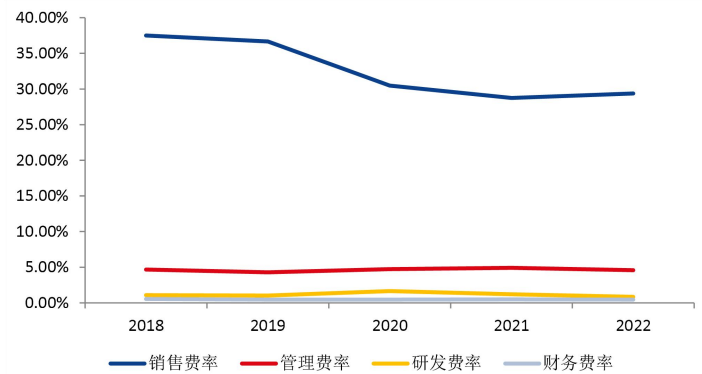
产品、渠道结构双调整，毛利率与销售费率呈下降趋势。受注射剂使用限制，公司积极调整业务结构，持续推进“处方-零售”、“针剂-口服”的双轮驱动战略，全力打造口服、零售两个增长极。由于产品结构重心向口服品种调整，口服剂毛利率低于针剂，2018-2022 年公司毛利率整体呈下降趋势，由 50% 下降至 42%，但净利率较为稳定，维持在 5-6% 范围内。由于渠道结构重心向零售端调整，2018-2022 年公司销售费用有所下降，从 2019 年峰值的接近 30 亿降至 2020-2022 年 24 亿左右，销售费率下降趋势明显，由 38% 下降至 29%，期间费率从 2018 年的 44% 降至 2022 年的 35%。

图 8：2018-2022 年公司销售费用



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 9：2018-2022 年公司期间费用率



资料来源：Wind，华金证券研究所

二、血塞通注射剂型恢复增长，口服剂型打开长期增长空间

产品种类众多，打造“黄金单品+品类集群”组合战略。公司产品涵盖心脑血管、骨科、抗疟疾及脾胃类、感冒呼吸类、妇科类等治疗领域，包括青蒿系列、三七系列、天麻系列、特色植物药、精品国药系列等。公司注重核心产品推广，包括以注射用血塞通为主的注射剂型系列，以血塞通软胶囊为主的口服系列产品，以昆中药参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒为代表的“昆中药 1381”精品国药系列产品等，形成“黄金单品+品类集群”的大单品及系列产品梯度。

表 2：公司主要产品

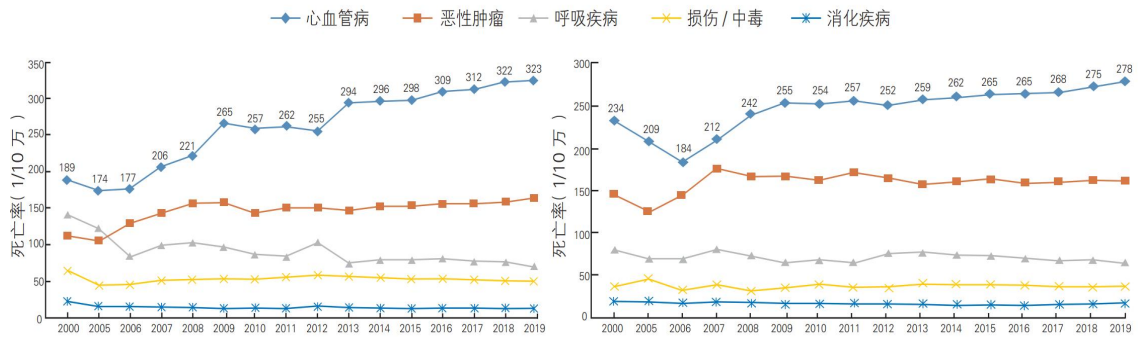
系列	药品	适用症
	科泰复	用于治疗恶性疟及间日疟。
青蒿系列	蒿甲醚注射液	适用于各类疟疾，包括抗氯喹恶性疟治疗和凶险型恶性疟的急救。
	复方蒿甲醚片	适用于各型疟疾的治疗。
三七系列	注射用血塞通（冻干）	动脉粥样硬化性血栓性脑梗塞、脑栓塞、视网膜中央静脉阻塞见瘀血阻络证者。
	血塞通软胶囊	用于瘀血阻滞所致的缺血性中风病（脑梗塞）中经络恢复期。
	天麻素注射液	用于神经衰弱、神经衰弱综合征及血管神经性头痛等症。
天麻系列	天麻素片	用于神经衰弱、头痛、偏头痛等症状。
	天麻素胶囊	用于神经衰弱、神经衰弱综合征及血管神经性头痛等症。
	秋水仙碱片	用于治疗痛风性关节炎的急性发作，预防复发性痛风性关节炎的急性发作。
特色植物药	草乌甲素胶丸	用于骨关节炎、类风湿性关节炎。
	灯银脑通胶囊	用于脑动脉硬化症，脑梗塞，脑力衰退，痴呆，中风后遗症等。
	银苓胶囊	用于外感风热所致的发热、咳嗽、咽痛等症状，适用于上呼吸道感染、扁桃体感染、咽炎。
	参苓健脾胃颗粒	用于脾胃虚弱，饮食不消，或泻或吐，形瘦色萎，神疲乏力
	舒肝颗粒	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，口苦咽干等
精品国药	香砂平胃颗粒	用于饮食不节，食湿互滞，胃脘胀痛，消化不良
	痰咳双星	用于肺热咳嗽，痰多气喘，痰涎壅盛，肺气不畅。
	口咽清丸	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，华金证券研究所

心血管用药市场规模持续扩张。根据《中国心血管健康与疾病报告 2021》，中国心血管疾病患病率处于持续上升阶段，推算现患人数 3.3 亿，其中脑卒中 1300 万，冠心病 1139 万，心力

衰竭 890 万。心血管疾病已成为中国城乡居民死亡原因首位，由于不健康饮食、身体活动不足、吸烟等危险因素的广泛流行，患者人数还在持续增加。

图 10：中国农村居民（左）和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 2021》，华金证券研究所

血塞通对心血管疾病疗效显著，成为院内和 OTC 渠道重磅品种。血塞通系列产品具有疏通脉络、活血化瘀的功效，适应症包括中风偏瘫、脑血管病后遗症、冠心病心绞痛等，临床应用广泛。注射用血塞通在 2021 年心血管中成药院内（部分样本数据）销售品种里排名第 5，销售额超过 12 亿元。血塞通软胶囊在 2022 年中国城市实体药店（部分样本数据）终端心脑血管中成药产品里排名第 7，销售额超过 4 亿元。

表 3：血塞通注射和口服剂型在心血管中成药产品销售额排名均处于前 10

医院销售额排名	产品	销售额	药店销售额排名	产品	销售额
1	注射用血栓通	23.37	1	安宫牛黄丸	38+
2	银杏叶提取物注射液	21.45	2	复方丹参滴丸	6+
3	注射用丹参多酚酸盐	14.61	3	复方丹参片	6+
4	醒脑静注射液	13.27	4	脑心痛胶囊	4+
5	注射用血塞通	12.24	5	银杏叶片	4+
6	脑心痛胶囊	11.89	6	速效救心丸	4+
7	舒血宁注射液	11.52	7	血塞通软胶囊	4+
8	复方丹参滴丸	11.15	8	银杏叶提取物片	3+
9	参麦注射液	9.84	9	稳心颗粒	3+
10	麝香保心丸	9.28	10	血塞通片	2+

资料来源：药融云，米内网，华金证券研究所

公司血塞通产品市占率领先。公司的血塞通产品拥有包括冻干、软胶囊等多种剂型。米内网数据显示公司产品市占率高，在市场上处于领先地位。血塞通软胶囊：2021 年在城市公立医院的市占率为 44%，排名第二；在城市实体药店的市占率为 70%，排名第一。注射用血塞通（冻干）：在城市公立医院的市占率为 36%，排名第二；在城市实体药店的市占率为 20%，排名第二。

表 4：公司血塞通注射剂和软胶囊市占率高

	城市公立医院		城市实体药店	
	市占率	排名	市占率	排名
血塞通软胶囊	44%	第二	70%	第一
注射用血塞通（冻干）	36%	第二	20%	第二
血塞通片	46%	第一	18%	第三

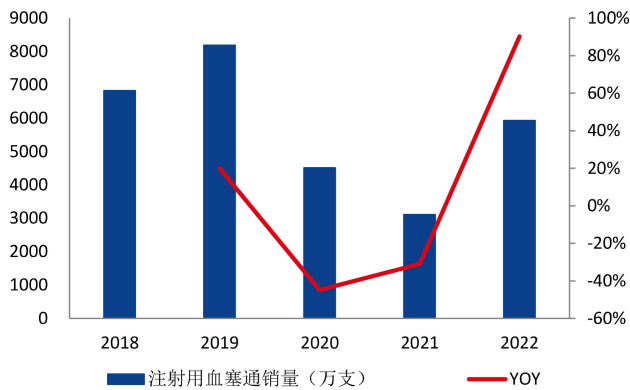
城市公立医院			城市实体药店	
	市占率	排名	市占率	排名
血塞通滴丸	58%	第一	46%	第一
血塞通颗粒	89%	第一	86%	第一

资料来源：米内网，华润三九公告，华金证券研究所

政策端限制放松，集采中标，注射剂恢复增长。根据 2022 年国家医保目录，血塞通注射剂的医保报销限制由“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”变为“限二级及以上医疗机构”，取消了“中风偏瘫或视网膜中央静脉阻塞的患者”的使用限制。注射用血塞通（冻干）、天麻素注射液为公司重点针剂产品，针剂的营业收入自 2019 年医保目录限制中药注射剂使用以来就呈下降趋势，由 2019 年的 21.26 亿元下降至 2021 年的 8.5 亿元。2022 年医保目录取消使用限制，且公司注射剂核心产品注射用血塞通（冻干）集采中标，推动注射剂恢复增长，注射剂实现营业收入 9.53 亿元（+12%）。主要是因为核心产品注射用血塞通销量大增，虽然在联盟地区集采价格下降，但销量大增 90%，销售额增长 73%。

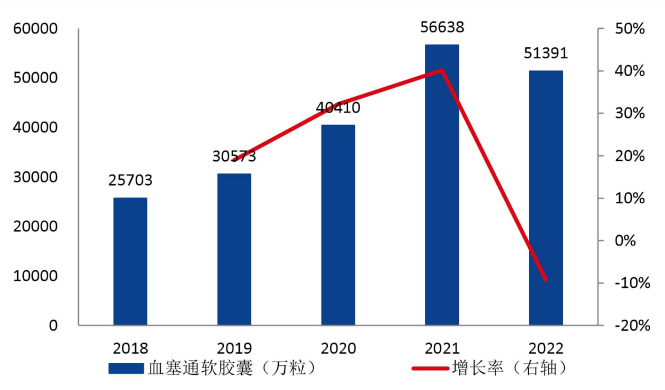
血塞通口服剂受集采影响销量下滑，有望恢复增长。2022 年，昆药血塞通系列口服产品同比下滑 15.60%。血塞通软胶囊则受益于口服产品院外渠道拓展，销售量由 2018 年的 2.6 亿粒增长至 2021 年的 5.7 亿粒，2022 年院内因集采未中标导致销售量下滑，实现销量 5.1 亿粒（-9%）。疫情结束后医疗需求恢复将拉动血塞通软胶囊增长，同时公司大力拓展优势领域的院外零售渠道，“学术赋能+品牌打造”双管齐下，预计血塞通软胶囊将恢复快速增长。

图 11：注射用血塞通销量变化趋势



资料来源：公司公告，华金证券研究所

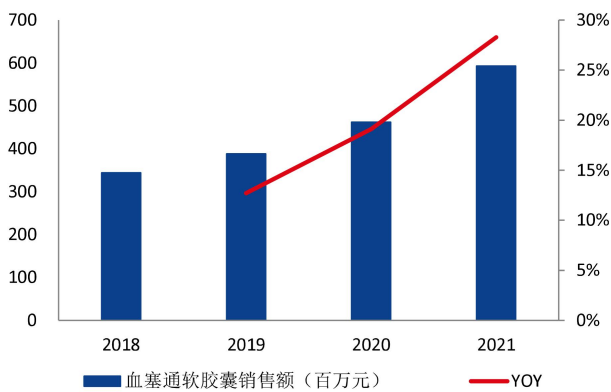
图 12：血塞通软胶囊销量变化趋势



资料来源：公司公告，华金证券研究所

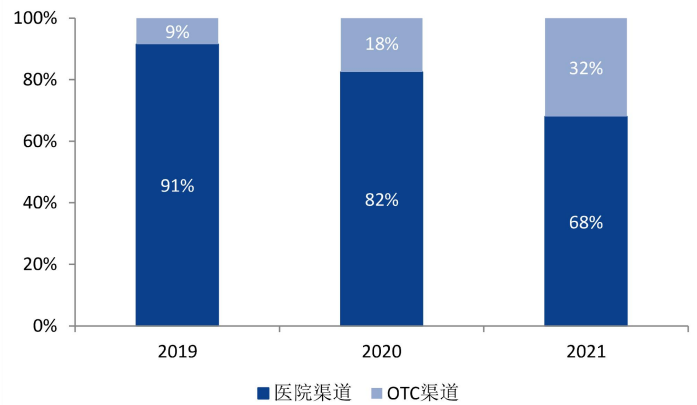
血塞通软胶囊在 OTC 渠道高速放量。血塞通软胶囊销售额从 2018 年的 3.44 亿元增长到 2021 年的 5.93 亿元，主要是得益于公司在 OTC 渠道的强力推广放量，销售额从 2018 年的 0.33 亿元增长到 2021 年的 1.90 亿元，销售占比从 9%提升至 32%。OTC 渠道无集采压力，公司凭借质量和渠道优势可以实现高速放量，是血塞通口服系列的核心增长点。

图 13：血塞通软胶囊销售额增长趋势



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 14：血塞通软胶囊在 OTC 渠道高速放量



资料来源：公司公告，华金证券研究所

三、打造昆中药精品国药，黄金单品持续放量

昆中药历史悠久，品种众多。昆中药起源于 1381 年，至今已有 600 多年的历史，是我国五大中药老字号之一，国家级非物质文化遗产保护单位。昆中药以其得天独厚的资源、技术、设备、人才、网络优势开发出了大量优势品种，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。

表 5：昆中药核心产品

产品	适应症
参苓健脾胃颗粒	药性平和，温而不燥，用于腹胀、腹泻、不思饮食，是调理脾胃虚弱的传统方剂
舒肝颗粒	舒肝理气、调节内分泌、改善心情的经典药物，用于抑郁焦虑、神经官能症、乳腺增生、月经不调、黄褐斑等。
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
清肺化痰丸	清肺养身
板蓝清热颗粒	板蓝根颗粒的升级产品，具有清热解毒，疏散风热，利咽消肿的功效
暖胃舒乐颗粒	中药抑酸抗溃疡，治疗胃炎、胃溃疡、十二指肠溃疡疗效显著不易复发

资料来源：昆中药官网，华金证券研究所

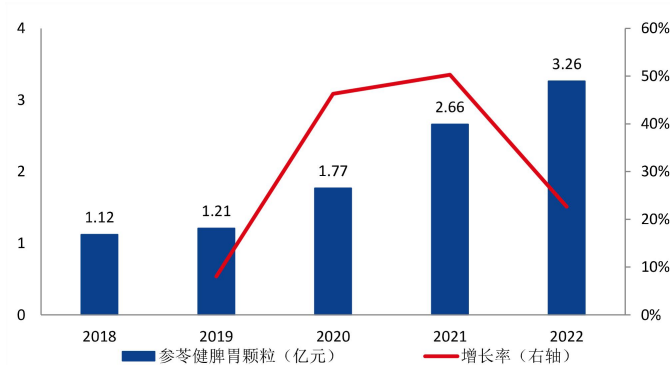
“黄金单品+品类集群”打造精品国药。公司稳步打造昆中药“1381”精品国药健康消费平台，重点聚焦参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒等核心品种打造的同时，持续培育潜力品种和特色品种，推动大品牌大 C 建设，开创 OTC 快消化营销模式，全面构建“昆中药 1381”品牌力。精品国药系列以参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒三大黄金单品为主，同时培育清肺化痰丸、止咳丸、金花消痙丸等具有高增长潜力的产品，挖掘更多如安宫牛黄丸等底蕴悠久的经典名方产品，形成产品集群丰富且有梯度的精品国药平台。

参苓健脾胃颗粒推动销售、品牌双突破，细分领域市占率第一。昆中药参苓健脾胃颗粒紧抓脾胃调理市场机遇，携手专业机构推出补脾白皮书，成立补脾研究院，将补脾科普知识与产品特定功效精准触达消费者，与消费者实现深度互动；并持续打造千万省区，聚焦战略品牌连锁 TOP10 抢占战略高地，与 TOP30 战略品牌连锁共建标杆，推动销售、品牌实现双突破。根据米内网数据，2022 年参苓健脾胃颗粒在中国城市实体药店终端消化系统中成药产品排名第 12 位；2021 年昆药集团参苓健脾胃颗粒在城市实体药店中的市占率为 81%，在参苓健脾胃颗粒细分领

域排名第一。参苓健脾胃颗粒销售额保持高增长，从 2019 年的 1.12 亿元增长至 2022 年的 3.26 亿元，3 年增长了 3 倍，2022 年同比增长 23%。

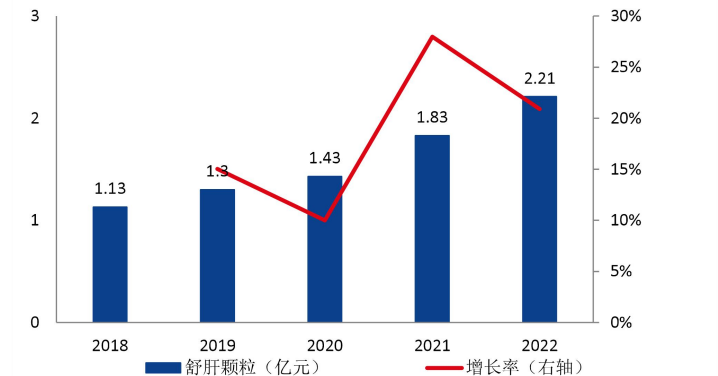
基药独家品种香砂平胃颗粒，销量快速增长。香砂平胃颗粒作为基药独家品种，与参苓健脾胃颗粒在消化类产品矩阵中形成院内、院外强势互补。2018-2022 年，香砂平胃颗粒销售额稳定增长，由 0.85 亿元增长至 1.72 亿元，2022 年同比增长 29%。根据米内网数据，香砂平胃颗粒在城市实体药店中的市占率为 16%，在所处细分领域排名第三。

图 15：2018-2022 年参苓健脾胃颗粒销售额



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 16：2018-2022 年昆中药系列舒肝颗粒销售额



资料来源：公司公告，华金证券研究所

舒肝颗粒持续开拓市场空间，持续快速增长。舒肝颗粒以扎实的学术力持续打开院内、院外市场空间，全力拓展等级、基层医疗机构、零售药店及第三终端市场渠道，2022 年舒肝颗粒纳入中国中医心身医学 2022 学术年会的《中成药治疗抑郁障碍临床应用指南》。2018-2022 年，舒肝颗粒销售额实现快速增长，由 1.13 亿元增长至 2.21 亿元，2022 年同比增长 21%。

四、销售模式转型，研发持续推进

（一）销售模式转型升级

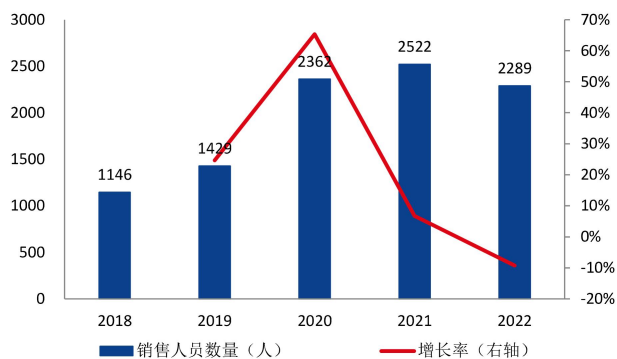
营销整合价值重构，彰显组织变革活力。2022 年公司整合集团本部、昆中药、贝克诺顿三大营销团队，成立了昆药集团营销有限公司，整合营销团队，共享后台资源，提升企业运作效率，数字化重构企业价值链，全方位赋能公司变革升级，促进集团内资源共享、工作协同，制造效率、人均效率、整体效率提升。

“昆药血塞通”加速构建慢病管理平台。公司持续探索基层医疗 FBBC 模式（“F”即上游药品生产企业，“B”即医药流通企业，第二个“B”即终端药店和诊所，“C”即消费者）以承接处方药下沉，借助 DDI（渠道数据自动采集）直连等数字化手段助力营销模式升级，加强非医保品种销售渠道的挖掘和建设，通过多维探索模式升级驱动销售增长。

“昆中药 1381”稳步打造精品国药平台。参加“智慧之光——中医药文化展”，传承好中医药文化精髓，擦亮“老字号”金字招牌。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，全力打造中国老字号一线品牌。高曝光、高流量、高渗透，提升中药老字号品牌价值。多渠道全方位推广，提升品牌力的同时促进核心产品销量快速增长。

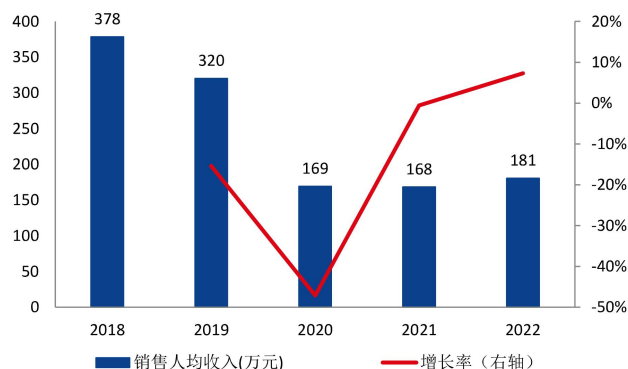
销售人员数量稳定，销售产出恢复增长。2018-2021 年公司销售人员数量大幅增长，由 1146 人增长至 2522 人，2022 年销售人员数量为 2289 人（-9%）。2020 年公司销售人均收入受注射剂集采和销售人员数量剧增影响大幅下降，由 320 万元下降至 169 万元；2022 年由于注射剂收入显著增长，销售人均创收增长至 181 万元（+7%）。

图 17：2018-2022 年销售人员数量



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 18：2018-2022 年销售人均创收



资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）创新药项目稳步推进临床研究

聚焦核心治疗领域，研发创新持续蓄力。公司立足植物药资源优势，对已有植物药产品深挖研究进行二次开发，延长现有大品种的生命周期；同时探寻“小而美”专科产品管线的机会与突破，聚焦心脑血管、骨风关肾、免疫、中枢等目标适应症领域，进行创新药、改良创新药、差异化仿制药品种的开发或引进，实行短、中、长期的管线布局，构建公司未来丰富且梯队化、有竞争壁垒的产品管线。

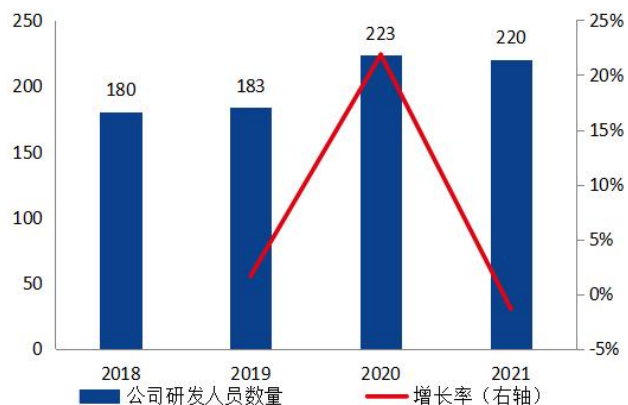
研发升级，创新提速，控制研发投入。昆药健康坚守长期主义，逐步探索从渠道营销向研发布局的跨越，搭建符合业务发展的研发体系。2018-2021 年，公司研发投入稳定增长，由 2018 年的 1.24 亿元增长至 2021 年的 1.36 亿元，2022 年研发投入为 1.22 亿元（-10%）；公司研发人员数量近年来有所增长，由 2018 年的 180 人增长至 2021 年的 220 人。

图 19：2018-2022 年公司研发投入



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 20：2018-2021 年公司研发人员数量



资料来源：Wind，华金证券研究所

研发持续推进，多个创新药进入临床。公司有 3 个创新药处于临床试验中，进展最快的系统性红斑狼疮治疗药物正在进行 II 期临床试验总结报告修订，缺血性脑卒中新药处于 II 期临床，治疗异柠檬酸脱氢酶-1 (IDH1) 基因突变的新药处于 I 期临床。

表 6: 公司研发项目

类型	产品名称	适应症	临床进展
创新药	KYAH02-2016-078	系统性红斑狼疮	II 期临床总结报告修订中
	KYAZ01-2011-020	缺血性脑卒中	II 期临床研究
	KYAH01-2016-079	异柠檬酸脱氢酶-1 (IDH1) 基因突变	I 期临床研究
一致性评价	KYAH06-2018-094	精神用药	NDA

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

五、盈利预测与投资建议

(一) 盈利预测

口服剂: 主要产品包括血塞通软胶囊、参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒和香砂平胃颗粒等。随着疫情后医疗需求恢复+公司大力开拓 OTC 零售市场, 预计收入将恢复快速增长, 预计 2023-2025 年收入增速分别为 20%/16%/15%, 毛利率维持在 70%。

针剂: 主要产品包括注射用血塞通和天麻素注射液。注射用血塞通受益于中成药中标和医保限制解除放量, 天麻素注射液有望恢复增长, 预计 2023-2025 年收入增速分别为 18%/14%/12%, 毛利率维持在 83%。

医药商业: 预计 2023-2025 年收入增速分别为 5%/5%/5%, 毛利率维持在 12%。

表 7: 昆药集团盈利预测 (百万元)

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
	合计						
收入	8120	7717	8254	8282	9327	10370	11483
YOY	14%	-5%	7%	0.35%	13%	11%	11%
成本	4167	4334	4845	4844	5334	5811	6326
毛利率	49%	44%	41%	42%	43%	44%	45%
	口服剂						
收入	2260	2536	2891	2893	3460	4013	4612
YOY	1%	12%	14%	0%	20%	16%	15%
成本	692	756	699	889	1038	1204	1384
毛利率	69%	70%	76%	69%	70%	70%	70%
	针剂						
收入	2126	1241	850	953	1124	1280	1428
YOY	13%	-42%	-32%	12%	18%	14%	12%
成本	155	110	131	158	191	218	243
毛利率	93%	91%	85%	83%	83%	83%	83%
	医药商业						
收入	3544	3720	4011	3587	3767	3955	4153

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
YOY	28%	5%	8%	-11%	5%	5%	5%
成本	3204	3351	3673	3113	3315	3480	3654
毛利率	10%	10%	8%	13%	12%	12%	12%
				其他			
收入	191	220	501	848	976	1122	1290
YOY		15%	128%	69%	15%	15%	15%
成本	116	116	342	683	790	909	1045
毛利率		47%	32%	19%	19%	19%	19%

资料来源：华金证券研究所

（二）估值及投资建议

我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.13/7.58/9.10 亿元，增速分别为 60%/24%/20%，对应 PE 分别为 24/20/16 倍。可比公司太极集团和达仁堂均为国企改革概念公司，与昆药集团相似均有盈利能力提升的巨大空间，2023 年平均 PE 为 31 倍。考虑到公司血塞通注射和口服剂型持续增长，昆中药品牌有望提升，我们首次覆盖，给予“买入”建议。

表 8：中药公司可比估值

代码	公司	总市值（亿元）	归母净利润（亿元）		PE	
			2023E	2024E	2023E	2024E
600129.SH	太极集团	218	5.65	7.97	39	27
600329.SH	达仁堂	244	10.74	13.28	23	18
	平均值				31	23
600422.SH	昆药集团	149	6.13	7.58	24	20

资料来源：Wind 一致预期，华金证券研究所

六、风险提示

行业政策变化风险：在审评审批制度改革、仿制药一致性评价、医保目录调整、药品带量采购常态化、医保支付改革等政策调控下，医药行业整体承压。药品标准也在不断提高，监管政策更加严格，辅助用药目录、医院重点监控药品及中药注射剂目录等出台，行业优胜劣汰洗牌加速。

产品质量风险：药品质量直接关系到用药者的健康和生命安全，药品的质量和最终疗效取决于原材料采购、制剂生产、运输、贮存和使用等多个环节，任一环节的疏漏都有可能对药品质量产生不利影响。

研发创新风险：新药研发具有高投资、高风险的特点，药品的前期研发以及产品从研制、临床试验报批到投产、上市销售的周期长、环节多，容易受到众多不确定因素的影响。

原材料价格波动风险：中药材具有产地分布区域性显著、采收季节性强、自然生长质量不均一、品种独立性强等特性，市场价格易受气候、供需关系、资本炒作、生产成本、国家新版药典质量标准等因素影响，将在一定程度上影响公司相关产品的生产成本。

环保及安全经营风险：随着新环保法等新规出台，环保要求日益提高，对于污染物排放管控力度加大，对公司在环保规范化管理和污染防治等方面有更高的要求。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6180	6766	9189	9781	11063	营业收入	8254	8282	9327	10370	11483
现金	1574	1658	3264	3629	4019	营业成本	4845	4844	5334	5811	6326
应收票据及应收账款	2011	2578	2590	3157	3206	营业税金及附加	65	72	77	88	96
预付账款	382	244	461	323	545	营业费用	2373	2433	2705	3007	3330
存货	1884	1681	2244	2031	2624	管理费用	406	379	420	467	517
其他流动资产	330	605	630	641	669	研发费用	101	70	75	83	115
非流动资产	2713	2666	2687	2684	2673	财务费用	40	38	69	87	82
长期投资	32	24	19	13	8	资产减值损失	-54	-111	-30	-40	-50
固定资产	1237	1168	1244	1310	1376	公允价值变动收益	-1	11	10	10	10
无形资产	609	530	483	430	366	投资净收益	151	6	10	10	10
其他非流动资产	835	944	940	931	924	营业利润	634	497	767	947	1137
资产总计	8893	9432	11876	12465	13736	营业外收入	1	3	3	3	3
流动负债	3485	3889	5846	5845	6375	营业外支出	4	23	5	5	5
短期借款	642	913	2439	2490	2441	利润总额	631	477	765	945	1135
应付票据及应付账款	1239	977	1463	1195	1699	所得税	118	92	145	179	216
其他流动负债	1605	1999	1944	2159	2236	税后利润	513	385	620	765	919
非流动负债	467	401	390	378	365	少数股东损益	6	2	6	8	9
长期借款	100	60	49	37	24	归属母公司净利润	508	383	613	758	910
其他非流动负债	368	341	341	341	341	EBITDA	802	703	937	1148	1330
负债合计	3953	4289	6236	6222	6740	主要财务比率					
少数股东权益	157	159	166	173	183	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
股本	758	758	758	758	758	成长能力					
资本公积	1169	1161	1161	1161	1161	营业收入(%)	7.0	0.3	12.6	11.2	10.7
留存收益	2894	3071	3468	3953	4541	营业利润(%)	17.2	-21.6	54.3	23.4	20.1
归属母公司股东权益	4783	4983	5475	6070	6814	归属于母公司净利润(%)	11.1	-24.5	60.1	23.5	20.1
负债和股东权益	8893	9432	11876	12465	13736	获利能力					
						毛利率(%)	41.3	41.5	42.8	44.0	44.9
						净利率(%)	6.2	4.6	6.6	7.3	7.9
						ROE(%)	10.4	7.5	11.0	12.3	13.1
						ROIC(%)	9.0	6.4	8.0	9.2	10.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	44.4	45.5	52.5	49.9	49.1
						流动比率	1.8	1.7	1.6	1.7	1.7
						速动比率	1.1	1.2	1.1	1.2	1.2
						营运能力					
						总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
						应收账款周转率	4.6	3.6	3.6	3.6	3.6
						应付账款周转率	4.7	4.4	4.4	4.4	4.4
						估值比率					
						P/E	29.3	38.8	24.2	19.6	16.3
						P/B	3.1	3.0	2.7	2.4	2.2
						EV/EBITDA	17.7	20.2	15.0	11.9	10.0

现金流量表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	252	254	534	710	828
净利润	513	385	620	765	919
折旧摊销	173	216	143	156	159
财务费用	40	38	69	87	82
投资损失	-151	-6	-10	-10	-10
营运资金变动	-388	-477	-277	-278	-312
其他经营现金流	65	97	-10	-10	-10
投资活动现金流	19	-235	-144	-133	-129
筹资活动现金流	-219	68	-224	-163	-161

每股指标(元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
每股收益(最新摊薄)	0.67	0.51	0.81	1.00	1.20
每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	0.33	0.70	0.94	1.09
每股净资产(最新摊薄)	6.31	6.57	7.22	8.01	8.99

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

周平声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn