

投资评级 优于大市 维持

银发健康产业引领者，战略重塑再起航

股票数据

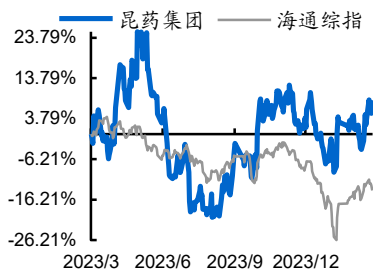
04 月 17 日收盘价(元)	21.89
52 周股价波动(元)	15.18-26.09
总股本/流通 A 股(百万股)	757/757
总市值/流通市值(百万元)	16263/16260

相关研究

《百日融合顺利完成，借力三九加速拓展院外渠道》2023.09.22

《核心品种快速放量，昆药品牌迎风新生》2023.05.07

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.7	17.1	6.8
相对涨幅(%)	2.1	10.8	0.2

资料来源：海通证券研究所

分析师:余文心

Tel:(8610)58067941

Email:ywx9461@haitong.com

证书:S0850513110005

分析师:郑琴

Tel:(021)23219808

Email:zq6670@haitong.com

证书:S0850513080005

分析师:彭婧

Tel:(021)23185619

Email:pp13606@haitong.com

证书:S0850524040001

联系人:张澄

Tel:(010)58067988

Email:zc15254@haitong.com

投资要点:

- 股权革新迈向新征程，业务架构重塑优化。**昆药集团前身“昆明制药厂”成立于 1951 年，1995 年公司历经整体改制，2000 年成功上市。历经多年发展，公司形成了以自主天然植物药为主，涵盖中药、化学药和医药流通领域的业务格局。2023 年 1 月 19 日，公司完成董、监事会改组工作，控股股东由华立医药变更为华润三九，此后公司结合业务重塑，开启营销组织变革项目，在原有营销体系架构基础上，成立“1381、1951、777”三个事业部，进一步明确公司发展着力点，确立了“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”新战略目标。
- 推动内部提质增效，经营质量稳步提升。**2023 年公司实现营收 77.03 亿元（-6.99%），收入下滑主要商业板块业务结构优化及对外援助业务减少，归母净利润 4.45 亿元（+16.05%），扣非归母净利润 3.35 亿元（+33.45%）。公司产品结构持续优化、多举措推进降本增效，在运营管理方面引入 6S 管理体系，推动数字化转型和精细化管理落地，公司运营管理水平、组织机制效率显著提升，管理费用、财务费用等均有所下降，经营质量稳步提升。
- 持续构建昆药销售渠道，三大事业部蓄势待发。**公司借助三九商道，进一步整合商业渠道、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，完成全国范围内的零售、医疗体系昆药销售渠道整合建设。公司从品牌+学术覆盖 C 端，从昆药商道建设 B 端，从党建、文化引领 O 端，充分挖掘三大事业部的潜力：1) 777 事业部：聚焦三七产业链，充分发挥血塞通口服系列多剂型、多品规的组合优势的同时，进一步夯实三七产业链上中下游能力建设；2) 1381 事业部：聚焦核心单品，锻造铁架子、助力渠道战，借势三九商道启动“铁架子工程”，建立以固化终端、销量增长为目标的新型医药营销模式，打造有影响力的国药品牌；3) 1951 事业部：做实做强院内优势品种，加快潜力产品推升上量，主动做好集采应对策略以稳住基本盘，同时提高渠道效率和覆盖能力。
- 盈利预测：**我们预计公司 2024-2026 年的归母净利润分别为 6.11 亿元、7.44 亿元、8.99 亿元，对应 EPS 分别为 0.81 元、0.98 元、1.19 元。公司战略重心再确认，致力于成为银发经济第一股，借力华润构建昆药商道后，公司的营销力和品牌力均有望提升。我们给予公司 2024 年 25-30X PE（对应 PB 为 2.59-3.10X，PS 为 1.79-2.15X，参考可比公司，我们认为处于合理水平），对应合理价值区间为 20.16-24.20 元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示：**市场及政策风险，药品降价风险，原材料价格波动风险，研发创新风险。

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8282	7703	8539	9424	10420
(+/-)YoY(%)	0.3%	-7.0%	10.9%	10.4%	10.6%
净利润(百万元)	383	445	611	744	899
(+/-)YoY(%)	-24.5%	16.0%	37.3%	21.9%	20.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.51	0.59	0.81	0.98	1.19
毛利率(%)	41.5%	44.8%	47.6%	48.7%	49.7%
净资产收益率(%)	7.7%	8.4%	10.3%	11.2%	11.9%

资料来源：公司年报（2022-2023），海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 战略重心再确立，股权革新迈向新征程	5
1.1 发展历史悠久，产业底蕴雄厚	5
1.2 华润入主，改革优化迎来新一轮发展	6
1.3 收入结构持续优化，经营底盘趋于更稳固健康	8
2. 业务重分类三大事业部，蓄能老龄健康产业	11
2.1 777 事业部：聚焦三七口服制剂产品，打造三七全产业链标杆	11
2.1.1 人口老龄化趋势凸显，心脑血管市场战略地位显现	12
2.1.2 “处方-零售”双渠道战略，血塞通口服系列院内院外两开花	12
2.2 昆中药 1381 事业部：历史底蕴丰富，专注精品国药	14
2.2.1 参苓健脾胃颗粒：补脾领域黄金单品，多渠道广领域延伸发展	15
2.2.2 舒肝颗粒：妇科市场业绩稳定，抗郁疗效显著有望带来增量	17
2.2.3 香砂平胃颗粒：主治湿滞脾胃，药方立论可考	19
2.3 KPC·1951 事业部：关注院内严肃医疗产品，深挖银发人群治疗需求	20
2.3.1 血塞通注射剂：集采推进和医保解限，共助销售回升	20
2.3.2 天麻素注射液：天麻素系列黄金单品，集采影响出清后有望恢复增长	21
2.3.3 骨科系列产品：打造优势产品集群，巩固骨科市场领导地位	22
3. 盈利预测	24
4. 风险提示	25
财务报表分析和预测	26

图目录

图 1	公司发展历程.....	5
图 2	公司股权结构.....	5
图 3	公司产品划分.....	6
图 4	2007-2023 年华润三九医药行业毛利率.....	8
图 5	2007-2023 年华润三九应收账款周转天数变化（天）.....	8
图 6	2017-2023 年公司营收及增速.....	9
图 7	2017-2023 年公司扣非归母净利润及增速.....	9
图 8	2017-2023 年公司分行业营收占比.....	9
图 9	2017-2023 年公司工业业务营收格局.....	9
图 10	2017-2023 年公司毛利率与净利率变化.....	10
图 11	2017-2023 年公司期间费用率变化.....	10
图 12	2017-2023 年公司研发费用变化.....	10
图 13	2018-2022 年中国城市实体药店中成药心脑血管疾病销售额.....	12
图 14	2019-2023 年公司血塞通口服系列销售收入及增长率.....	12
图 15	2017-2023 年昆中药收入和净利润变化.....	15
图 16	2017-2023 年昆中药净利率变化.....	15
图 17	2018-2022 年参苓健脾胃颗粒销售收入变化.....	16
图 18	“每餐一包，四季健脾胃”参苓健脾胃颗粒营销展示.....	17
图 19	2018-2029E 妇科中成药市场增长情况.....	17
图 20	2018-2022 年舒肝颗粒销售额及增长率.....	17
图 21	舒肝颗粒治疗 MADD 有效性实验原理图.....	18
图 22	2019-2022 年香砂平胃颗粒销售收入变化.....	19
图 23	2015-2023 年公司注射用血塞通（冻干）销售量变化.....	21
图 24	2012-2023 年血塞通注射液样本医院销售规模变化.....	21
图 25	2012-2023 年公司血塞通注射液医院销售规模变化.....	21
图 26	2015-2023 年天麻素注射液销量及增速.....	22
图 27	2016-2023 年公司骨科系列产品收入情况.....	23
图 28	2016-2023 年公司骨科系列产品毛利润及毛利率.....	23
图 29	2015-2023 年阿法骨化醇软胶囊销量及增速.....	23

表目录

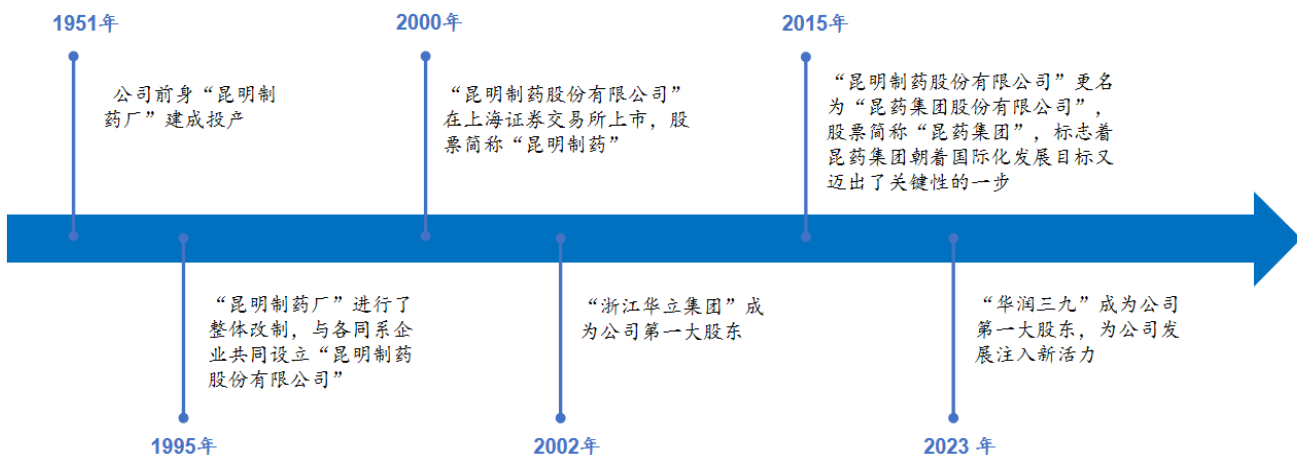
表 1	公司董监高改组完成.....	7
表 2	777 事业部产品介绍	11
表 3	2022 年中国城市实体药店心脑血管中成药产品 TOP5（亿元）	13
表 4	表 2022 年中国城市实体药店心脑血管中成药品牌 TOP20（亿元）	13
表 5	昆中药主要产品介绍	14
表 6	2022 年中国城市实体药店消化系统中成药品牌 TPO20（亿元）	16
表 7	2023 上半年中国公立医疗机构终端中成药胃药 TPO20 品牌（亿元）	19
表 8	1951 事业部主要药（产）品基本情况	20
表 9	中国骨质疏松流行病学调查结果	23
表 10	收入分拆	24
表 11	可比公司估值	25

1. 战略重心再确立，股权革新迈向新征程

1.1 发展历史悠久，产业底蕴雄厚

昆药集团是集药物研发、生产、销售、商业批发和国际营销为一体的先进医药集团，其形成了以自主天然植物药为主，涵盖中药、化学药和医药流通领域的业务格局。回顾发展历程，公司前身“昆明制药厂”成立于1951年；1995年，公司经过整体改制设立“昆明制药股份有限公司”；2000年，公司在上交所成功上市（股票简称“昆明制药”）；2015年，公司重新更名为“昆药集团股份有限公司”（股票简称“昆药集团”）。2022年5月9日，华润三九公告收购昆药集团28%股份的重大资产重组预案；2022年12月30日，双方就本次股份协议转让事项完成过户登记手续；2023年1月19日，公司完成对董、监事会的改组工作，昆药集团控股股东由华立医药变更为华润三九。

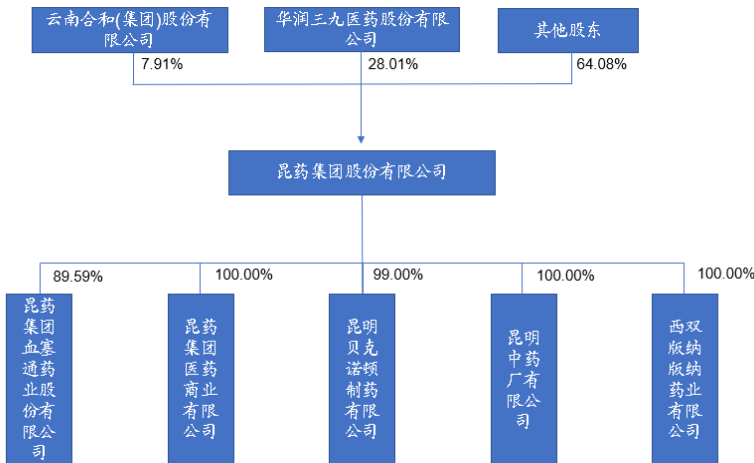
图1 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司2022年年报，海通证券研究所

控股众多子公司，产线并行拓展产业布局。公司旗下核心子公司包括昆中药、贝克诺顿、血塞通药业、版纳药业、昆药商业等，各子公司职责分明，其中昆中药负责昆中药1381系列产品产线、贝克诺顿负责化药产线、血塞通药业负责血塞通片剂和颗粒剂产线、版纳药业负责民族药材产线，而昆药商业则负责完善医药流通和推进基层市场。

图2 公司股权结构



资料来源：公司2023年年报，海通证券研究所

产品文号丰富，覆盖多个疾病领域。公司作为全国医药制造业百强企业，业务布局完善，涵盖医药制造、医药流通、医药大健康三大业务板块。公司依托昆药、昆中药、贝克诺顿、贝克诺顿（浙江）、血塞通药业、版纳药业、武陵山制药七大国家 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，产品批准文号 600 余项。产品涵盖心脑血管、骨科、抗疟疾及脾胃类、妇科（身心）类等治疗领域，形成了以血塞通软胶囊、注射用血塞通（冻干）等核心产品为代表的昆药血塞通系列产品、以参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒为代表的精品国药系列产品、以玻璃酸钠注射液、阿法骨化醇软胶囊等为代表的骨科优势领域产品集群及以灯银脑通胶囊为代表的特色植物药潜力产品集群。

图3 公司产品划分



资料来源：公司官网，海通证券研究所

1.2 华润入主，改革优化迎来新一轮发展

2023 年，昆药集团正式成为华润三九旗下成员企业，烙就新起点，开启新征程。在华润三九的赋能下，在新董事会的带领下，公司紧抓“银龄”时代机遇，紧跟中医药振兴发展国家战略，秉承“大药厚德，痼疾在抱”的企业使命，聚焦“健康老龄化”赛道，强化战略引领、把准发展方向，锚定成为“银发健康产业引领者”的核心战略目标，赓续国药传统、打造三七标杆；坚定践行华润“1246”模式，深入推进“四个重塑”，聚焦主责主业，持续提升核心竞争力；聚焦改革深化，充分激活内生动力，在融合中促改革，在改革中促发展，打造面向未来的业绩创造能力、市场运营能力和科研创新能力，用业绩践行国有企业的责任与担当。

➤ 董监高改组完成，业务架构重塑优化

2023 年以来，公司持续推进公司董事会、监事会的改组工作。2023 年 1 月，原控股股东华立集团汪思洋辞去董事长等职务，改由华润三九董事长邱华伟担任公司董事长，原华润三九 OTC 事业部总经理颜炜任公司副董事长职务，并于 2023 年 9 月出任公司总裁。颜炜曾任华润三九医药 OTC 事业部总经理、康复慢病事业部总经理、华润三九首席营销官。此外，公司新聘任董事、副总裁、财务总监等也都来自华润体系。我们认为公司核心管理层及董、监事会的顺利改组，赋能公司“十四五”高质量发展，携手促进健康产业发展，为公司高质量改革发展打下坚实基础。

表 1 公司董监高改组完成

姓名	职务	主要工作经历
邱华伟	董事长	曾任深圳市三九医药贸易有限公司董事长，华润三九医药股份有限公司高级副总裁、总裁，华润江中制药集团有限责任公司董事。兼任中国非处方药物协会轮值会长、中国农村卫生协会副会长、世界中医药学会联合会中药新药创制专业委员会理事会常务理事、国家中药材标准化与质量评估创新联盟副理事长。现任华润三九医药股份有限公司董事长，昆药集团董事长。
颜炜	副董事长、总裁	曾任华润三九医药股份有限公司 OTC 事业部总经理、康复慢病事业部总经理。现任昆药集团副董事长、总裁。
李泓霖	副董事长	曾任招商银行春城路支行副行长（主持工作）、昆明分行国际业务部总经理，红云红河烟草（集团）有限责任公司曲靖卷烟厂厂长助理、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，兼任云南白药集团股份有限公司董事、云南红塔银行股份有限公司董事、中维资本控股股份有限公司董事、昆药集团副董事长。
周辉	董事	曾任深圳市三九医药贸易有限公司投资管理部部长助理，深圳市三九医药连锁股份有限公司业务发展与投资管理中心负责人。现任华润三九医药股份有限公司董事、副总裁、董事会秘书、总法律顾问、首席合规官，昆药集团董事。兼任深圳上市公司协会生物医药与大健康专业委员会副主任委员、董事会秘书专业委员会副主任委员、中国上市公司协会董事会秘书专业委员会委员。
郭霆	董事	曾任北京双鹤药业股份有限公司财务总监、北京双鹤药业股份有限公司副总裁、华润北贸副总经理、华润北贸总经理、华润三九医药股份有限公司营销中心副总经理，华润三九医药股份有限公司助理总裁。兼任中国中药协会第四届理事会副会长。现任华润三九医药股份有限公司副总裁，昆药集团董事。兼任福棠儿童医学发展研究中心非医院理事单位代表、中国中药协会第四届理事会副会长。
梁征	董事	曾任华润（集团）有限公司财务部高级经理，泰国长春置地有限公司财务董事，珠海华润银行股份有限公司运营管理部总经理、风险管理部总经理，华润租赁有限公司副总经理兼首席风险官，华润金融控股有限公司财务部总经理，华润三九医药股份有限公司助理总裁兼财务总监。现任华润三九医药股份有限公司财务总监，昆药集团董事。
钟江	监事会主席	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，昆药集团监事会主席。
邵金锋	监事	曾任华润三九医药股份有限公司投资发展部总经理。现任华润三九医药股份有限公司投资中心副总经理，昆药集团监事。
席凯	副总裁	曾任华润三九医药股份有限公司公共事务中心副总经理、纪委办公室副主任，昆药集团股份有限公司纪委书记。现任昆药集团股份有限公司副总裁。
孙志强	财务总监	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：公司 2023 年年报，海通证券研究所

公司结合业务重塑，开启营销组织变革项目，在原有营销体系架构基础上，成立“1381、1951、777”三个事业部，进一步明确公司发展着力点。其中：

- ✓ **“昆中药 1381”事业部**围绕“强渠道、优制度、建铁军”三大核心路径高效推进，把握市场机遇、优化产品组合，凭借六百多年老字号品牌价值和昆药商道优势助力实现打造“精品国药领先者”的目标；
- ✓ **“KPC·1951”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，通过以“智慧管线、智慧营销、智慧平台、智慧组织”为核心的“四提工程”，持续价值创造、坚守长期主义，打造老年健康领域严肃治疗的引领者；
- ✓ **三七口服“777”事业部**重点聚焦三七产业链，致力于慢病管理和老龄健康领域，进一步深挖三七产业链的学术价值，提供更专业化的解决方案以满足临床需求。

随着人口老龄化的加速，银发经济已经成为一个潜力巨大的市场。复旦大学老龄研究院发布的《中国银发经济发展研究报告》显示，2035 年银发经济规模将达到 19 万亿元，届时将占总消费的 28%，占 GDP 的 9.6%。瞄准银发经济蓝海，三个事业部将成为公司打造精品国药、深耕慢病管理、拓展老龄健康产业的核心支撑，为公司的蓬勃高质量发展注入源源不断的活水。

➤ 同业竞争亟待解决，竞争格局有望优化

在公司并入华润三九之前，华润圣火的血塞通软胶囊与公司的血塞通软胶囊为同名同剂型药物，双方客户、渠道具有高度重合性，为直面竞争关系，且血塞通软胶囊的生产厂家仅有二者，再无其它。华润三九在收购过程中就同业竞争问题出具了承诺函，承

诺在 5 年内解决现存的同业竞争问题，并避免再发生与公司主营业务构成同业竞争的业
务活动。

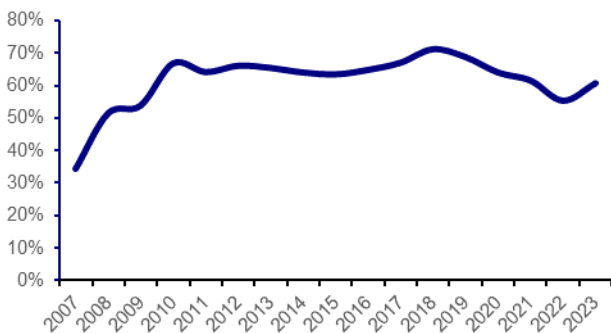
目前华润圣火和昆药的协同工作在持续推进。2023 年以来，公司和华润圣火一同
参与了三七产业链研讨会、中药产业链沙龙、中国老龄产业中长期发展趋势与研判专家
座谈会等一系列重要活动的联合举办，协力推动三七产业链平台搭建、助力中药产业链
高质量发展。2023 年 11 月，公司与华润三九、华润圣火及华润现代共同参与投资新设
云南省三七研究院有限公司，加速实现各方对三七产业的资源整合和协同赋能，力争将
三七研究院打造成为高水平的三七产业新型研发机构，并在三七基础研究、应用研究、
产业发展及示范应用等方面实现突破，共同助推三七产业高质量跨越式发展。

➤ “三九商道、6S 体系”，赋能公司新发展

以往昆药集团与渠道商的业务合作模式较为粗放，存在一个省区拥有几百上千家渠
道商的情况。我们认为渠道商数量过多，不仅降低了营销效率，也不利于公司对终端库
存、回款账期的管理；同时分配给每个渠道商的产品量较少，在渠道商的业务层面，公
司的重要性降低，即公司失去在渠道商前的定价主动权。

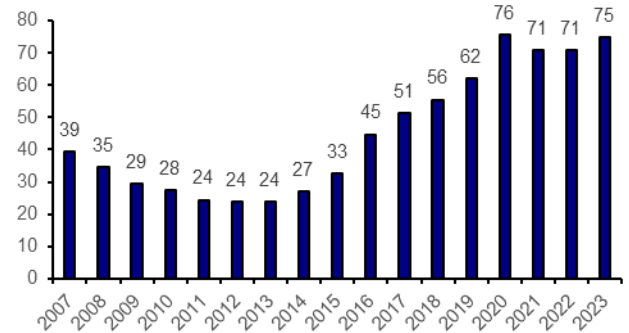
华润三九自 2009 年开始建立“三九商道”，其重视渠道的价值观、生意观，注重与
渠道商的长期合作模式，十余年来，“三九商道”对于企业业务体量的做大起到了至关
重要的作用。在该模式下，每家渠道商所分配到的业务量较大，使得三九能够掌握定价
主动权，同时回款账期也能得到有效的管理。从财务数据上来看，华润三九医药行业的
毛利率明显提升，由 2007 年的 49.74% 提升至 2010 年的 66.9%，且在此之后基本都维
持在 60% 以上；应收账款周转天数下降，2010-2014 年间应收账款周转天数均在 28 天
以下，2015 年后，随着华润三九并购项目的增加，周转天数有所增加。

图4 2007-2023 年华润三九医药行业毛利率



资料来源：wind，海通证券研究所

图5 2007-2023 年华润三九应收账款周转天数变化（天）



资料来源：wind，海通证券研究所

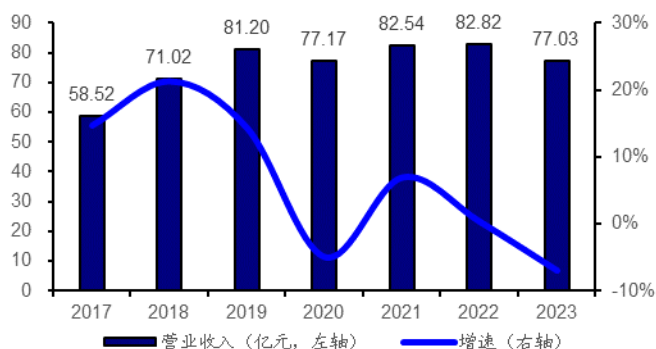
华润三九成为公司控股股东后，昆药借助三九商道体系和终端覆盖等优势，持续推
动渠道变革。2023 年，公司已完成全国范围内的零售、医疗体系昆药销售渠道整合建
设，实现从多级渠道到聚焦重点主流客户重点管控，从粗放式渠道商合作模式转变为聚
焦少数、关键渠道商，院外业务提质增速明显。公司持续优化全链路渠道，在夯实院内、
院外线下渠道优势的同时，面对新零售等新兴业态，大胆试新、小步试错，通过大单品
突破抢滩新零售，不断开拓新零售渠道网络。此外，公司在华润体系的指引下拟定更为
长远的战略目标，在公司运营管理方面引入 6S 管理体系，推动数字化转型和精细化管理
落地，公司运营管理水平、组织机制效率显著提升，管理费用、财务费用等均有所下
降，经营质量稳步提升。

战略重心再确认，致力于成为银发健康产业第一股。公司第十届二十四次董事会决
议明确，公司将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。

1.3 收入结构持续优化，经营底盘趋于更稳固健康

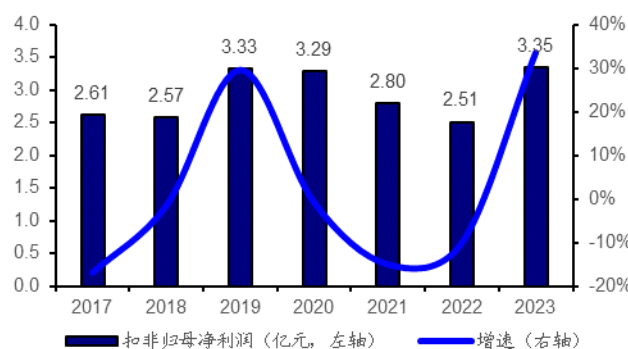
收入稳定增长，利润受业务结构调整有波动。2017-2023 年，公司的营业收入从 58.52 亿元增长至 77.03 亿元，期间 CAGR 为 4.69%，其中 2023 年收入同比下降 6.99%，主要系商业板块业务结构持续优化及对外援助业务有所减少。扣非归母净利润方面，2021 年和 2022 年连续两年出现较大幅度下滑，我们认为主要原因是公司收入结构调整，毛利率较高的针剂收入占比下降，此外 2022 年计提了 6759 万元的资产减值损失也进一步拖累了净利润；2023 年公司实现扣非归母净利润 3.35 亿元，同比增加 33.45%，全年计提各项资产减值准备共计 1.35 亿元，转回各项资产减值准备 1605.15 万元，核销各项资产减值准备 2745.27 万元，转销及转出各项资产减值准备 699.80 万元，对 23 全年利润总额影响额为-1.19 亿元。

图6 2017-2023 年公司营收及增速



资料来源：wind，海通证券研究所

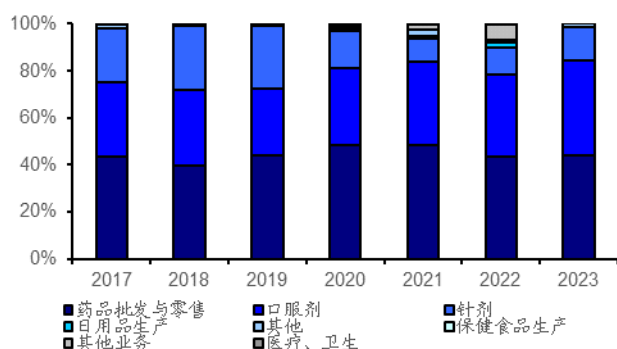
图7 2017-2023 年公司扣非归母净利润及增速



资料来源：wind，海通证券研究所

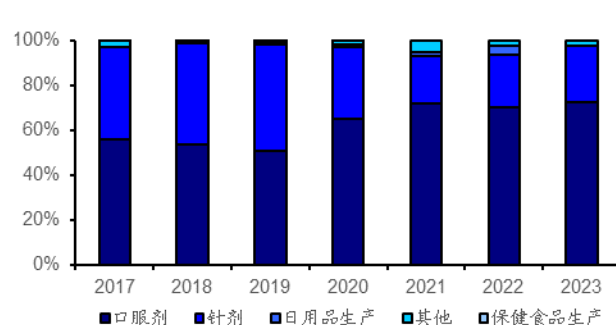
业务结构调整，口服、院外业务快速发展。分行业来看，药品批发与零售、口服剂、针剂为公司收入的主要来源，2023 年分别占营业收入的 40.11%、36.89%、12.79%。2020 年以来，受新冠疫情反复、医疗机构住院治疗与医保支付适应症受限及中成药带量采购预期等因素影响，公司针剂产品的收入出现下滑，在工业收入中的占比由 2019 年的 47.60%下降至 2022 年的 23.15%，2023 年小幅回升至 25.10%，主要是注射用血塞通（冻干）集采中标使得其销量增长。公司积极调整战略，在大品类、强品牌、拓渠道多维共振驱动下，公司口服剂产品业务、院外业务持续实现快速增长：一方面，公司立足优势治疗领域，集中核心资源，加快推动以昆药血塞通软胶囊为核心的昆药血塞通口服系列产品和以参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒为核心的“昆中药 1381”精品国药系列产品在院外市场的业务布局，2023 年口服产品实现收入 30.55 亿元，同比增长 5.6%，在工业收入中的占比达 72.41%；另一方面，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。

图8 2017-2023 公司分行业营收占比



资料来源：wind，海通证券研究所

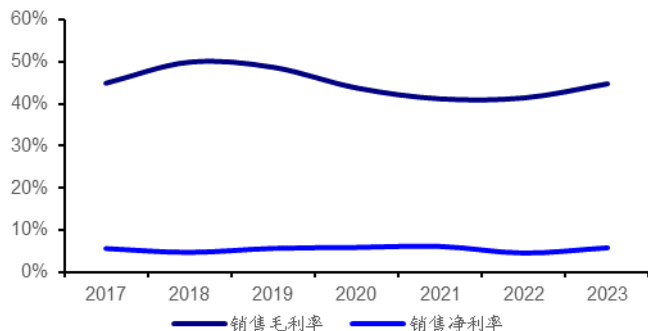
图9 2017-2023 年公司工业业务营收格局



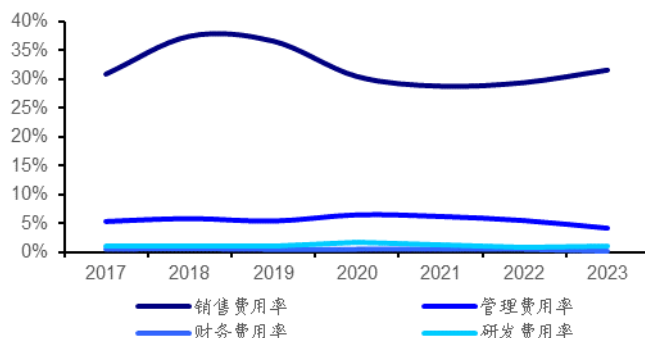
资料来源：wind，海通证券研究所

公司药品产品群覆盖心脑血管、骨科、抗疟疾类、妇科和消化系统领域。分治疗领域来看，心脑血管治疗领域是公司重要的收入来源，2023 年实现收入为 20.79 亿元，同比增长 13.67%，收入占比为 27.57%。消化系统领域 2023 年实现收入 5.35 亿元，同比下降 6.36%；妇科领域收入增长迅速，2023 年收入 3.32 亿元，同比增加 20.61%；骨科领域收入 2.18 亿元，同比下降 7.34%。

毛利率企稳回升，费用结构优化。毛利率方面，公司的毛利率在 2018-2021 年期间呈下降趋势，主要是因为中药注射剂使用受限背景下，公司毛利率较高的注射剂产品收入占比下降所致。2023 年公司毛利率为 44.82%，同比增加 3.30pcts，我们认为主要跟毛利率较低的商业收入下降有关。费用方面，公司的管理、研发和财务费用基本维持稳定，2023 年管理费用在降本增效背景下有所下降，销售费用同比持平，我们认为主要系一些产品的集采和费用结构优化的影响。随着后续公司对品牌的持续打造、华润的持续赋能以及工业收入规模的不断提升，我们认为公司的净利率仍有改善空间。

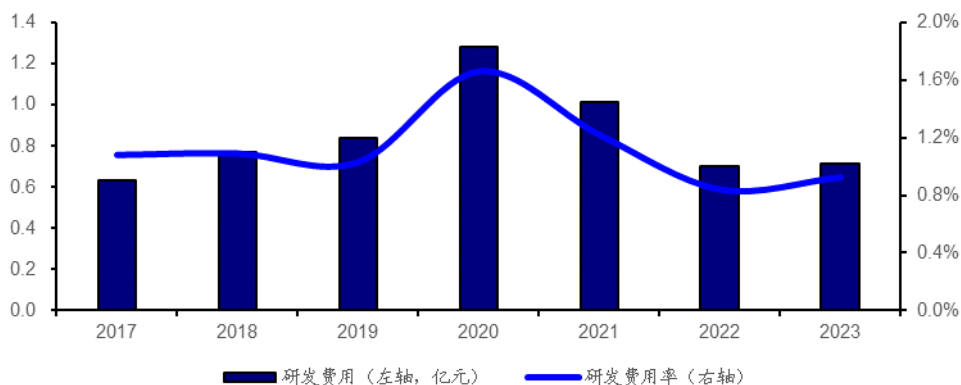
图10 2017-2023 年公司毛利率与净利率变化


资料来源：wind，海通证券研究所

图11 2017-2023 年公司期间费用率变化


资料来源：wind，海通证券研究所

聚焦核心治疗领域，研发创新持续蓄力。研发方面，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。

图12 2017-2023 年公司研发费用变化


资料来源：wind，海通证券研究所

2. 业务重分类三大事业部，蓄能老龄健康产业

2023 年，公司结合业务重塑，开启营销组织变革项目，在原有营销体系架构基础上，成立“1381、1951、777”三个事业部，为助推公司精品国药业务、慢病管理业务及老龄健康产业蓄势赋能。三七口服“777”事业部重点聚焦三七产业链，致力于慢病管理和老龄健康领域，进一步深挖三七产业链的学术价值，提供更专业化的解决方案以满足临床需求；“昆中药 1381”事业部围绕“强渠道、优制度、建铁军”三大核心路径高效推进，把握市场机遇、优化产品组合，凭借六百多年老字号品牌价值和昆药商道优势助力实现打造“精品国药领先者”的目标；“KPC·1951”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，通过以“智慧管线、智慧营销、智慧平台、智慧组织”为核心的“四提工程”，持续价值创造、坚守长期主义，打造老年健康领域严肃治疗的引领者。

2.1 777 事业部：聚焦三七口服制剂产品，打造三七全产业链标杆

“777 事业部”聚焦三七口服制剂产品，包含血塞通软胶囊、血塞通滴丸、血塞通片。血塞通系列产品成分有据可循，药用功效可考，核心成分为“三七”。三七是传统名贵中药材，栽培历史已有 400 多年，主产于云南。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，在治疗心血管疾病方面疗效显著，且随着现代中药提取技术的提高，极大提高了其作用功效。三七总皂苷是三七的主要有效成分，目前临床常用的三七总皂苷制剂以口服制剂和注射制剂为主，《中华人民共和国药典》2020 版规定制剂含三七皂苷 R1、人参皂苷 Rg1、Re、Rb1、Rd 分别不少于 5%、25%、2.5%、30%、5%，且上述 5 种皂苷在口服制剂中总量不得低于 75%，在注射制剂中总量不得低于 85%。公司拥有三七 GAP 种植基地，其内控质量标准始终高于《中国药典》标准，此外公司通过工艺改进将三七总皂苷含量由 85%提升至 90%以上，有效降低了三七总皂苷原料中蛋白质、鞣质、异常毒性物质的含量，大幅提升了安全性。

表 2 777 事业部产品介绍

药品名称	适应症或功能主治	是否处方药	是否属于中药保护品种	是否纳入国家基药目录	是否纳入国家医保目录
 血塞通软胶囊	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	是	否	否	是
 血塞通片	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。	是	否	否	是
 血塞通滴丸	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；脑血管后遗症、冠心病心绞痛属上述证候者。	是	否	否	是
 血塞通颗粒	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；脑血管后遗症、冠心病心绞痛属上述证候者。	是	否	否	是

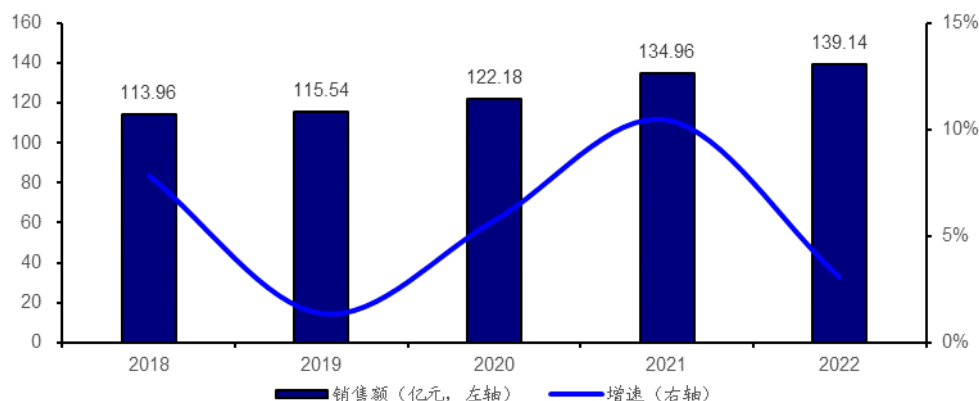
资料来源：公司 2022 年年报，药品通网站，公司官网，方舟健客网，药品交易网，国家医保目录（2023 年），海通证券研究所

2.1.1 人口老龄化趋势凸显，心脑血管市场战略地位显现

老龄化趋势下，心脑血管疾病市场稳定增长。人口老龄化趋势不可逆转，庞大的中老年与慢病患者为消费健康市场塑造需求基本盘。其中，心脑血管疾病作为中老年人口常见疾病种类，药品市场份额也进一步扩张。根据米内网数据，2018-2022年间，中国城市实体药店中成药心脑血管疾病市场销售额由113.96亿元增至139.14亿元，CAGR为5.12%。

卒中+三高群体人数攀升，用药需求大。我国卒中患病总人数超过2800万，带病生存的卒中患者多达1700多万，卒中不仅死亡率逐年上升，发病也在趋于年轻化，45岁以下人群的发病率超过总发病率的10%，卒中成为威胁中国国民健康的重大疾病之一。此外，我国三高人群（高血压、高血糖、高血脂）人数超过3亿，拥有庞大的用药需求。

图13 2018-2022年中国城市实体药店中成药心脑血管疾病销售额

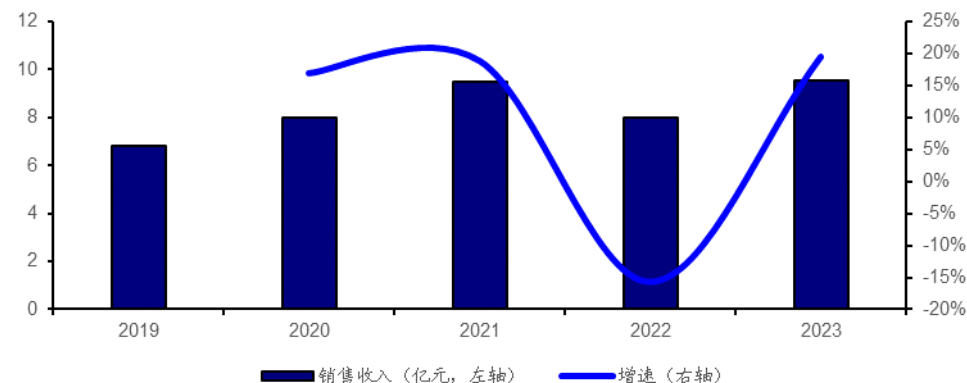


资料来源：米内网，海通证券研究所

2.1.2 “处方-零售”双渠道战略，血塞通口服系列院内院外两开花

2020年和2021年，公司血塞通口服系列实现销售收入分别为7.98亿元和9.48亿元，同比分别增加16.89%、18.80%；2022年血塞通口服系列实现销售收入为8亿元，同比下滑15.6%，主要系血塞通软胶囊在湖北等19省中成药联盟、广东等6省中成药联盟集采未中标导致院内销售下滑；2023年血塞通口服系列销售收入反弹，同比增长19.44%，血塞通多剂型、多品规的组合优势凸显，三七产品集群的市场占有率、渠道渗透率和品牌知名度提升。随着公司在院内非集采区域以及院外市场的持续深耕，我们认为公司的血塞通口服系列有望实现稳定增长。

图14 2019-2023公司血塞通口服系列销售收入及增长率



资料来源：公司2019-2023年报，海通证券研究所

深耕院内市场，发挥渠道组合优势。公司努力克服 2022 年血塞通胶囊广东等 6 省、湖北等 19 省省级集采联盟未中标、血塞通滴丸在广东等 6 省中成药联盟集采未中标等因素，以“自营+招商”模式，持续提升终端掌控与医院开发能力，并充分发挥血塞通软胶囊与血塞通滴丸的渠道组合优势，尽可能保持院内市场销售平稳度过集采“阵痛期”。2023 年，公司的血塞通片在上海市中成药带量采购中中标，为该产品在上述区域内销售实现量的突破奠定基础，亦为血塞通口服系列的院内市场带来增长动力。

积极开拓院外市场，“学术赋能+品牌打造”双管齐下。据米内网数据显示，2022 年中国城市实体药店心脑血管中成药产品中，血塞通软胶囊位列实体药店零售心脑血管中成药产品的第五名，销售额超 5 亿元，在心脑血管领域中成药零售端有重要地位。公司的血塞通胶囊在 2022 年中国城市实体药店心脑血管中成药品牌排名第 11，受到消费者的认可。公司建立一支面向全域零售企业的专业终端营销团队，持续精耕零售渠道，加大与头部品牌连锁药店的战略合作，积极开展与京东、阿里等“互联网+医疗健康”平台合作，以专业的品牌力、学术力持续推动以血塞通软胶囊为核心的血塞通口服产品在零售端的快速增长。我们认为随着华润三九入驻助力营销渠道改革，公司将加强与大型商业公司的销售合作，院外市场有望进一步发展。

表 3 2022 年中国城市实体药店心脑血管中成药产品 TOP5（亿元）

排名	产品名称	销售额	国家医保	国家基药	OTC
1	安宫牛黄丸	40+	甲类	是	——
2	复方丹参滴丸	7+	甲类	是	——
3	参松养心胶囊	6+	甲类	是	——
4	复方丹参片	5+	甲类	是	——
5	血塞通软胶囊	5+	乙类	——	——

资料来源：米内网，海通证券研究所

表 4 表 2022 年中国城市实体药店心脑血管中成药品牌 TOP20（亿元）

排名	产品名称	企业简称	销售额
1	安宫牛黄丸	北京同仁堂股份同仁堂制药	14+
2	安宫牛黄丸	北京同仁堂科技制药	9+
3	复方丹参滴丸	天士力医药集团	7+
4	参松养心胶囊	北京以岭药业	6+
5	速效救心丸	津药达仁堂集团第六中药	*
6	脑心通胶囊	陕西步长制药	*
7	安宫牛黄丸	山东宏济堂制药集团	*
8	通心络胶囊	石家庄以岭药业	*
9	芪苈强心颗粒		*
10	复方丹参片	白云山和记黄埔中药	*
11	血塞通软胶囊	昆药集团	*
12	银杏叶提取物片	德国威玛舒培博士	*
13	稳心颗粒	山东步长制药	*
14	血脂康胶囊	北京北大维信生物	*
15	同仁堂牛黄清心丸	北京同仁堂股份同仁堂制药	*
16	安宫牛黄丸	南京同仁堂制药	*
17	安宫牛黄丸	山西广誉远国药	*
18	血塞通软胶囊	昆明华润圣火药业	*
19	丹参保心茶	大兴安岭天草药业	*
20	麝香保心丸	上海和黄药业	*

资料来源：米内网，海通证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/578007140064006124>