

昆药集团 (600422.SH) 2024 年利润超预期增长, 2025 年轻装上阵稳步向前

2025 年 02 月 11 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

余汝意（分析师）

巢舒然 (联系人)

yuruyi@kysec.cn

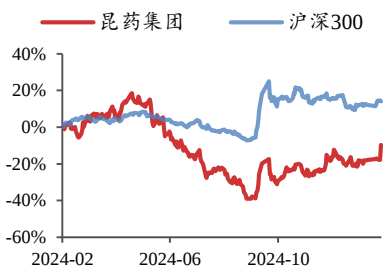
chaoshuran@kysec.cn

证书编号: S0790523070002

证书编号: S0790123110015

日期	2025/2/11
当前股价(元)	17.85
一年最高最低(元)	24.11/11.92
总市值(亿元)	135.12
流通市值(亿元)	135.12
总股本(亿股)	7.57
流通股本(亿股)	7.57
近 3 个月换手率(%)	96.98

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Q3 单季度营收利润环比向上，融合变革深入推进—公司信息更新报告》
-2024.10.28

《2024H1 营收小幅承压，品牌建设工
作稳步推进—公司信息更新报告》
-2024.8.24

《与华润圣火整合在即，协同助力慢病管理业务发展——公司信息更新报告》-2024.6.8

● 2024 年稳健经营有序变革，利润端实现超预期增长

2025 年 2 月 10 日，公司公告 2024 年度业绩快报，预计 2024 年实现营收 84.01 亿元（重述调整前同比+9.07%，重述调整后同比-0.34%，下文皆为同比口径）；归母净利润 6.48 亿元（重述调整前+45.74%，重述调整后+19.86%）；扣非归母净利润 4.36 亿元（重述调整前+30.14%，重述调整后+30.14%）。其中 2023 年经营业绩重述调整主要系 2024 年公司以现金方式收购华润圣火 51% 股权并纳入合并范围（属于同一控制下企业合并）。我们看好银发健康产业发展，考虑到整合华润圣火将有望助力血塞通软胶囊竞争力提升，叠加全国第三批中成药集采基本落地有望赋能利润改善，上调 2024-2026 年归母净利润预测，预计分别为 6.48/7.25/8.73 亿元（原预计为 5.57/7.04/8.51 亿元），EPS 分别为 0.86/0.96/1.15 元/股，当前股价对应 PE 分别为 20.9/18.6/15.5 倍，维持“买入”评级。

● 圣火赋能 777 协同增长，1951 集采扰动基本出清，稳步迈向工业 5 年规划

777 事业部：2024 年 12 月公司完成华润圣火 51%股权的收购，标志着血塞通软胶囊两个重点品牌开启协同发展新阶段，目前昆药集团和华润圣火的软胶囊分别以“777 络泰”和“777 理湔王”品牌共同助力慢病管理及三七产业发展。**1951 事业部：**2025 年 2 月 10 日公告的全国第三批中成药联盟集采中选结果中，公司的注射用血塞通（冻干）200mg/支代表品以 9.22 元价格中选，非报价代表品同步中选，由此 2024 年受集采续约等因素影响而承压的针剂板块有望在 2025 年企稳并恢复增长。**昆中药 1381：**通过“大品种-大品牌-大品类”模式，打造以昆中药参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒等为代表的精品国药系列产品，加快构筑精品国药平台，为公司提供长期可持续的业绩增长力。**综合来看，**我们认为 2025 年公司有望持续提升工业板块的经营质量，以稳步迈向 2024-2028 年战略规划，即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的引领者。

● **风险提示：**政策变化风险、产品销售不及预期、新产品研发不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,282	7,703	8,401	9,293	10,200
YOY(%)	0.3	-7.0	9.1	10.6	9.8
归母净利润(百万元)	383	445	648	725	873
YOY(%)	-24.5	16.0	45.7	11.9	20.4
毛利率(%)	41.5	44.8	44.0	45.4	46.9
净利率(%)	4.6	5.8	7.7	7.8	8.6
ROE(%)	7.5	8.3	11.1	11.3	12.2
EPS(摊薄/元)	0.51	0.59	0.86	0.96	1.15
P/E(倍)	35.3	30.4	20.9	18.6	15.5
P/B(倍)	2.7	2.6	2.3	2.1	1.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6766	7031	8027	8548	9710
现金	1658	1493	1628	2025	2337
应收票据及应收账款	2578	2734	3060	3349	3685
其他应收款	148	137	173	170	207
预付账款	244	136	279	180	323
存货	1681	1688	2044	1981	2314
其他流动资产	457	843	843	843	843
非流动资产	2666	2534	2493	2456	2418
长期投资	24	24	24	24	24
固定资产	1168	1083	1117	1169	1206
无形资产	530	525	467	398	336
其他非流动资产	944	902	885	865	852
资产总计	9432	9565	10520	11003	12128
流动负债	3889	3644	4113	4042	4458
短期借款	913	725	749	725	725
应付票据及应付账款	977	933	1183	1099	1336
其他流动负债	1999	1986	2180	2218	2397
非流动负债	401	445	421	397	373
长期借款	60	108	84	60	36
其他非流动负债	341	337	337	337	337
负债合计	4289	4089	4534	4439	4832
少数股东权益	159	179	193	208	227
股本	758	758	758	758	758
资本公积	1161	1158	1158	1158	1158
留存收益	3071	3394	3817	4294	4880
归属母公司股东权益	4983	5297	5794	6356	7069
负债和股东权益	9432	9565	10520	11003	12128

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	254	356	357	683	583
净利润	385	454	662	741	892
折旧摊销	216	181	144	155	158
财务费用	38	10	33	24	10
投资损失	-6	-17	-49	-56	-32
营运资金变动	-477	-414	-446	-211	-483
其他经营现金流	97	142	13	30	38
投资活动现金流	-235	-339	-35	-51	-77
资本支出	102	65	103	117	121
长期投资	-183	-291	0	0	0
其他投资现金流	50	17	68	66	44
筹资活动现金流	68	-202	-210	-211	-194
短期借款	271	-187	24	-24	-0
长期借款	-40	48	-24	-24	-24
普通股增加	0	-0	0	0	0
资本公积增加	-8	-4	0	0	0
其他筹资现金流	-156	-58	-210	-163	-170
现金净增加额	90	-183	111	421	312

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8282	7703	8401	9293	10200
营业成本	4844	4251	4708	5078	5419
营业税金及附加	72	75	73	81	91
营业费用	2433	2433	2463	2811	3111
管理费用	379	314	353	409	449
研发费用	70	71	101	112	122
财务费用	38	10	33	24	10
资产减值损失	-68	-66	0	0	0
其他收益	129	118	108	117	118
公允价值变动收益	11	1	1	1	1
投资净收益	6	17	49	56	32
资产处置收益	15	1	17	9	11
营业利润	497	568	814	921	1109
营业外收入	3	6	5	4	4
营业外支出	23	11	11	12	14
利润总额	477	564	807	912	1099
所得税	92	109	145	172	207
净利润	385	454	662	741	892
少数股东损益	2	9	14	15	19
归属母公司净利润	383	445	648	725	873
EBITDA	703	751	955	1063	1241
EPS(元)	0.51	0.59	0.86	0.96	1.15

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	0.3	-7.0	9.1	10.6	9.8
营业利润(%)	-21.6	14.4	43.1	13.2	20.4
归属于母公司净利润(%)	-24.5	16.0	45.7	11.9	20.4
获利能力					
毛利率(%)	41.5	44.8	44.0	45.4	46.9
净利率(%)	4.6	5.8	7.7	7.8	8.6
ROE(%)	7.5	8.3	11.1	11.3	12.2
ROIC(%)	6.2	7.2	9.7	10.0	10.9
偿债能力					
资产负债率(%)	45.5	42.7	43.1	40.3	39.8
净负债比率(%)	-6.1	-7.2	-8.9	-14.9	-18.0
流动比率	1.7	1.9	2.0	2.1	2.2
速动比率	1.2	1.4	1.4	1.6	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	3.8	3.1	3.1	3.1	3.1
应付账款周转率	7.3	6.3	6.3	6.3	6.3
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.59	0.86	0.96	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.47	0.47	0.90	0.77
每股净资产(最新摊薄)	6.58	7.00	7.65	8.40	9.34
估值比率					
P/E	35.3	30.4	20.9	18.6	15.5
P/B	2.7	2.6	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	18.6	16.9	13.2	11.4	9.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2 / 4

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn