

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

昆药集团（600422）

投资评级 增持

上次评级 增持

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号：S1500522110002

联系电话：15000310173

邮箱：liujiaren@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

集采和疫情影响业绩短期承压，看好未来业务发展

2023年3月23日

事件：3月22日，昆药集团发布2022年年度报告，2022年，公司实现营业收入82.82亿元，同比增长0.35%；实现归母净利润3.83亿元，同比下降24.52%；实现营业利润4.97亿元，同比下降21.59%。

点评：

- **收入受集采和疫情影响持平，血塞通注射制剂医保后续解除适应症限制增长具备前景。**22Q4公司实现营业收入20.89亿元（-6.15%），归母净利润0.11亿元（-85.77%），单季度毛利率为37.51%，环比有所下滑，公允价值变动净收益为-0.27亿元，资产减值损失为-0.31亿元，四季度非经常性损益对归母净利润影响较大。据公司2021-2022年报，子公司贝克诺顿2022年实现营收4.99亿元（-16%）、净利润0.53亿元（+31.24%），我们推测或因疫情影响以及部分产品进入集采，导致收入下滑，但利润率向好；公司血塞通口服剂产品因未参与部分省际联盟集采，导致血塞通系列口服产品收入同比下滑15.60%，而注射用血塞通（冻干）剂型收入同比增长72.64%，随着新版医保目录中血塞通注射剂型解除了临床适应症的使用限制，我们认为公司血塞通注射剂在院内放量具备潜力。
- **昆中药、大健康及海外板块营收较好，收购后昆中药净利率有望提升。**2022年昆中药实现营收13.19亿元（+8.80%）、净利润1.42亿元（+57.50%），其中参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒分别同比增长22.66%、20.90%、29.22%，我们看好昆药被三九收购后零售端的协同效应，利润率有望提升。公司大健康业务2022年销售规模突破2亿元（+104%），系公司聚焦渠道拓展、单品打造、研发提速多频共振，随着三七系列新品上市，我们看好该业务贡献增量。公司海外业务2022年实现强劲增长，实现营收5.62亿元（+169.31%）。
- **研发创新多管齐下，打造新引擎注入新活力。**据年报经营计划部分，2023年公司将聚焦三七产业链，加快实现资源整合，深耕精品国药，推动大品种、打造强品牌。同时公司将立足自身研发特色，围绕“健康老龄化”需求，丰富产品管线，推进研发布局，创新驱动、多管齐下，促进新产品、新业务和新产业的快速成长，实现夯实研发创新基础与跨越式发展的同步。
- **盈利预测与评级：**我们预计昆药集团2023-2025年营收分别为93.30/104.22/115.75亿元，归母净利润为6.57/8.26/10.03亿元，维持“增持”评级。
- **风险因素：**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。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	8,254	8,282	9,330	10,422	11,575
增长率 YoY %	7.0%	0.3%	12.7%	11.7%	11.1%
归属母公司净利润 (百万元)	508	383	657	826	1,003
增长率 YoY%	11.1%	-24.5%	71.5%	25.7%	21.4%
毛利率%	41.3%	41.5%	43.9%	45.0%	45.7%
净资产收益率 ROE%	10.6%	7.7%	11.9%	13.3%	14.2%
EPS(摊薄)(元)	0.67	0.51	0.87	1.09	1.32
市盈率 P/E(倍)	16.50	27.94	22.03	17.53	14.43
市净率 P/B(倍)	1.75	2.15	2.62	2.33	2.05

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 3 月 22 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	6,180	6,766	7,487	8,488	9,734	
货币资金	1,574	1,658	412	1,455	1,534	
应收票据	145	142	164	211	266	
应收账款	1,866	2,437	3,067	3,246	3,705	
预付账款	382	244	338	330	384	
存货	1,884	1,681	2,868	2,566	3,126	
其他	330	605	638	680	718	
非流动资产	2,713	2,666	2,654	2,602	2,525	
长期股权投资	32	24	24	24	24	
固定资产(合计)	1,237	1,168	1,192	1,204	1,200	
无形资产	409	356	321	281	236	
其他	1,035	1,118	1,117	1,093	1,065	
资产总计	8,893	9,432	10,140	11,090	12,258	
流动负债	3,485	3,889	4,049	4,305	4,628	
短期借款	642	913	830	800	800	
应付票据	610	284	483	433	527	
应付账款	628	693	714	801	867	
其他	1,605	1,999	2,022	2,271	2,434	
非流动负债	467	401	401	401	401	
长期借款	100	60	60	60	60	
其他	368	341	341	341	341	
负债合计	3,953	4,289	4,450	4,706	5,028	
少数股东权益	157	159	163	168	175	
归母权益	4,783	4,983	5,527	6,215	7,056	
负债和股东权益	8,893	9,432	10,140	11,090	12,258	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	8,254	8,282	9,330	10,422	11,575	
同比(%)	7.0%	0.3%	12.7%	11.7%	11.1%	
归母净利润	508	383	657	826	1,003	
同比(%)	11.1%	-24.5%	71.5%	25.7%	21.4%	
毛利率(%)	41.3%	41.5%	43.9%	45.0%	45.7%	
ROE%	10.6%	7.7%	11.9%	13.3%	14.2%	
EPS(摊薄)(元)	0.67	0.51	0.87	1.09	1.32	
P/E	16.50	27.94	22.03	17.53	14.43	
P/B	1.75	2.15	2.62	2.33	2.05	
EV/EBITDA	11.53	13.97	18.40	13.67	11.38	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	8,254	8,282	9,330	10,422	11,575	
营业成本	4,845	4,844	5,234	5,734	6,281	
营业税金及附加	65	72	79	89	98	
销售费用	2,373	2,433	2,799	3,127	3,472	
管理费用	406	379	466	521	579	
研发费用	101	70	93	104	116	
财务费用	40	38	9	13	-4	
减值损失合计	-20	-68	-3	-1	-1	
投资净收益	151	6	9	10	12	
其他	79	112	159	177	197	
营业利润	634	497	814	1,021	1,239	
营业外收支	-3	-20	-3	-1	-1	
利润总额	631	477	811	1,020	1,238	
所得税	118	92	150	189	229	
净利润	513	385	661	831	1,009	
少数股东损益	6	2	4	5	6	
归母净利润	508	383	657	826	1,003	
EBITDA	662	729	822	1,028	1,227	
EPS(当年)(元)	0.67	0.51	0.87	1.09	1.32	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	252	254	-839	1,391	414	
净利润	513	385	661	831	1,009	
折旧摊销	198	244	164	181	199	
财务费用	34	38	43	40	40	
投资损失	-151	-6	-9	-10	-12	
营运资金变动	-395	-476	-1,704	348	-825	
其它	53	68	6	2	2	
投资活动现金流	19	-235	-142	-117	-116	
资本支出	-226	-66	-131	-108	-107	
长期投资	219	-178	-20	-20	-20	
其他	27	9	9	10	12	
筹资活动现金流	-219	68	-266	-230	-220	
吸收投资	10	2	0	0	0	
借款	13	331	-83	-30	0	
支付利息或股息	-211	-233	-183	-200	-220	
现金流净增加额	49	90	-1,247	1,043	78	

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

赵晓翔，团队成员，上海交通大学生物技术专业学士，卡耐基梅隆大学信息管理专业硕士，2年证券从业经验，2022年加入信达证券，负责医疗器械、医疗设备、AI医疗、数字医疗等行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijial@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com

华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。