

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&amp;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

# 血塞通系列增长亮眼，商业板块业务结构优化

2023年5月3日

**事件：**昆药集团发布2023年一季度报告，公司实现营业收入19.10亿元，同比下降19.19%；实现归母净利润1.31亿元，同比上升14.47%；实现扣非归母净利润1.03亿元，同比下降2.67%。

**点评：**

- **剥离商业业务收入暂受影响，利润端表现较好。**据公司公告，2023Q1公司实现营收19.10亿元（-19.19%），其中，工业板块实现收入11亿元（+13.60%）；商业板块因昆药商业业务结构持续优化，与去年同期相比减少了调拨业务，受此影响，商业板块实现收入6.86亿元（-28.70%）；实现归母净利润1.31亿元（+14.47%），利润端表现较好。2023Q1，公司注射用血塞通（冻干）不断提升产品市场占有率，收入同比增长40.50%；血塞通口服系列产品收入同比增长38.40%，其中核心产品血塞通软胶囊持续聚焦“强品牌+强学术”的市场策略，一季度实现收入同比增长82.08%。与此同时，昆中药借助深厚的历史底蕴与老字号品牌势能持续推动黄金单品及潜力品种稳健增长，参苓健脾胃颗粒、清肺化痰丸、板蓝清热颗粒、口咽清丸等核心品种总体收入同比增长21.36%。
- **加速推进各项整合，共同确定战略目标。**2023年1月19日，公司圆满完成董事会、监事会的改组工作，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企业。据一季报，公司与华润三九医药股份有限公司加速推进各项整合，助力公司核心两大平台蓄势赋能。经过第一阶段的百日融合，公司持续与华润三九推进实现战略、组织、文化的融合，共同确定了公司成为“慢病管理领导者、精品国药领先者”的新战略目标，为实现新突破谋篇布局。
- **昆药有望借助三九品牌、营销、渠道等优势资源，促进业务发展。**据公司公告，2023年，站在融合的新起点上，公司借助华润三九在品牌、营销、渠道等优势资源，持续打造以血塞通系列产品为核心的慢病管理平台及以“昆中药1381”精品国药系列产品为核心的健康消费平台。公司将牢牢把握国家支持中医药创新发展及人口老龄化进程加速两大关键契机，聚焦三七产业链，加快实现资源整合，同时，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78.79/83.38/90.56亿元，归母净利润为5.74/7.32/10.07亿元。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、市场竞争风险。

主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	8,254	8,282	7,879	8,338	9,056
增长率 YoY %	7.0%	0.3%	-4.9%	5.8%	8.6%
归属母公司净利润(百万元)	508	383	574	732	1,007
增长率 YoY%	11.1%	-24.5%	49.9%	27.5%	37.6%
毛利率%	41.3%	41.5%	47.7%	52.3%	55.3%
净资产收益率 ROE%	10.6%	7.7%	10.5%	12.2%	14.9%
EPS(摊薄)(元)	0.67	0.51	0.76	0.97	1.33
市盈率 P/E(倍)	16.50	27.94	27.86	21.86	15.89
市净率 P/B(倍)	1.75	2.15	2.94	2.67	2.36

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	<b>6,180</b>	<b>6,766</b>	<b>6,841</b>	<b>7,396</b>	<b>8,343</b>	
货币资金	1,574	1,658	973	1,978	2,299	
应收票据	145	142	138	169	208	
应收账款	1,866	2,437	2,590	2,597	2,899	
预付账款	382	244	266	229	247	
存货	1,884	1,681	2,260	1,780	2,015	
其他	330	605	613	643	674	
<b>非流动资产</b>	<b>2,713</b>	<b>2,666</b>	<b>2,599</b>	<b>2,512</b>	<b>2,420</b>	
长期股权投资	32	24	24	24	24	
固定资产(合计)	1,237	1,168	1,132	1,094	1,050	
无形资产	409	356	326	301	281	
其他	1,035	1,118	1,117	1,093	1,065	
<b>资产总计</b>	<b>8,893</b>	<b>9,432</b>	<b>9,439</b>	<b>9,908</b>	<b>10,763</b>	
<b>流动负债</b>	<b>3,485</b>	<b>3,889</b>	<b>3,420</b>	<b>3,317</b>	<b>3,372</b>	
短期借款	642	913	830	800	800	
应付票据	610	284	381	300	340	
应付账款	628	693	563	556	559	
其他	1,605	1,999	1,647	1,660	1,674	
<b>非流动负债</b>	<b>467</b>	<b>401</b>	<b>401</b>	<b>401</b>	<b>401</b>	
长期借款	100	60	60	60	60	
其他	368	341	341	341	341	
<b>负债合计</b>	<b>3,953</b>	<b>4,289</b>	<b>3,821</b>	<b>3,717</b>	<b>3,773</b>	
少数股东权益	157	159	174	192	216	
归属母公司股东权益	4,783	4,983	5,445	5,999	6,774	
<b>负债和股东权益</b>	<b>8,893</b>	<b>9,432</b>	<b>9,439</b>	<b>9,908</b>	<b>10,763</b>	

重要财务指标		单位:百万元				
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	8,254	8,282	7,879	8,338	9,056	
同比(%)	7.0%	0.3%	-4.9%	5.8%	8.6%	
归属母公司净利润	508	383	574	732	1,007	
同比(%)	11.1%	-24.5%	49.9%	27.5%	37.6%	
毛利率(%)	41.3%	41.5%	47.7%	52.3%	55.3%	
ROE(%)	10.6%	7.7%	10.5%	12.2%	14.9%	
EPS(摊薄)(元)	0.67	0.51	0.76	0.97	1.33	
P/E	16.50	27.94	27.86	21.86	15.89	
P/B	1.75	2.15	2.94	2.67	2.36	
EV/EBITDA	11.53	13.97	19.32	14.96	10.90	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	<b>8,254</b>	<b>8,282</b>	<b>7,879</b>	<b>8,338</b>	<b>9,056</b>	
营业成本	4,845	4,844	4,124	3,978	4,048	
营业税金及附加	65	72	67	71	77	
销售费用	2,373	2,433	2,521	2,918	3,170	
管理费用	406	379	394	417	453	
研发费用	101	70	79	83	91	
财务费用	40	38	45	30	33	
减值损失合计	-20	-68	-3	-1	-1	
投资净收益	151	6	32	33	36	
其他	79	112	61	65	71	
<b>营业利润</b>	<b>634</b>	<b>497</b>	<b>739</b>	<b>939</b>	<b>1,291</b>	
营业外收支	-3	-20	-3	-1	-1	
<b>利润总额</b>	<b>631</b>	<b>477</b>	<b>736</b>	<b>938</b>	<b>1,290</b>	
所得税	118	92	147	188	258	
<b>净利润</b>	<b>513</b>	<b>385</b>	<b>589</b>	<b>750</b>	<b>1,032</b>	
少数股东损益	6	2	14	18	25	
<b>归属母公司净利润</b>	<b>508</b>	<b>383</b>	<b>574</b>	<b>732</b>	<b>1,007</b>	
EBITDA	662	729	833	1,006	1,352	
EPS(当年)(元)	0.67	0.51	0.76	0.97	1.33	

现金流量表		单位:				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	<b>252</b>	<b>254</b>	<b>-385</b>	<b>1,285</b>	<b>616</b>	
净利润	513	385	589	750	1,032	
折旧摊销	198	244	139	136	134	
财务费用	34	38	43	40	40	
投资损失	-151	-6	-32	-33	-36	
营运资金变动	-395	-476	-1,125	395	-550	
其它	53	68	1	-3	-3	
<b>投资活动现金流</b>	<b>19</b>	<b>-235</b>	<b>-35</b>	<b>-9</b>	<b>-6</b>	
资本支出	-226	-66	-46	-23	-22	
长期投资	219	-178	-20	-20	-20	
其他	27	9	32	33	36	
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-219</b>	<b>68</b>	<b>-266</b>	<b>-270</b>	<b>-290</b>	
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	-240	-290	
<b>现金净增加额</b>	<b>49</b>	<b>90</b>	<b>-685</b>	<b>1,005</b>	<b>321</b>	

## 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	hanqiyue@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	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@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	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@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
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@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
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。