

昆药集团 (600422.SH) 增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

加速与华润三九融合，坚持以创新引领公司发展 业绩简评

2023年8月29日，公司发布23年半年度报告。公司2023年上半年实现收入37.71亿元，同比-10.81%；实现归母净利润2.23亿元，同比+3.12%；实现扣非归母净利润1.77亿元，同比+22.78%。单季度来看，2023Q2实现收入18.61亿元，同比-0.18%；实现归母净利润0.92亿元，同比-9.59%；实现扣非归母净利润0.74亿元，同比+93.70%。

经营分析

与华润三九加速融合。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。目前，公司与华润三九顺利完成“百日融合”，确立了昆药集团成为“银发经济健康第一股”、“慢病管理领导者、精品国药领先者”的新战略目标，全面打造以三七产业为核心的慢病管理平台和以“昆中药1381”为核心的精品国药平台。

坚持以研发创新驱动公司发展。创新药物方面，自主研发的适用于缺血性脑卒中的中药/天然药物1类新药KYAZ01-2011-020 II期临床研究进展顺利。适用于异柠檬酸脱氢酶-1 (IDH1) 基因突变的1类创新药KYAH01-2016-079持续推进I期临床研究。此外，公司多个仿制药项目也顺利推进。我们认为未来在华润三九的赋能下，公司有望持续加大研发投入，丰富产品管线，构建长期研发创新优势。

“院内+院外”双重发力，推动产品营收增长。在院内市场，公司在巩固公立医疗等级医院市场的同时，积极拓展基层和诊所渠道，深挖核心潜力市场，加强处方药下沉能力。2023年1-6月，注射用血塞通（冻干）持续实现稳健增长，同比增长10%，玻璃酸钠注射液、草乌甲素软胶囊等骨风关类产品在院内诊疗需求上升带动下实现恢复性增长，同比增长19%。在院外市场，公司推进“强品牌+强学术”的市场策略，持续提升终端覆盖率。

盈利预测、估值与评级

预计2023-2025年公司分别实现归母净利润6.12、7.44、8.81亿元，同比增长60%、22%、18%。公司2023-2025年EPS分别为0.81、0.98、1.16元，对应PE分别为21、17、14倍。维持“增持”评级。

风险提示

政策风险；产品集采风险、产品推广不及预期、医保药品限价风险、品牌价值变动风险、原材料价格波动风险、股东减持风险。

医药组

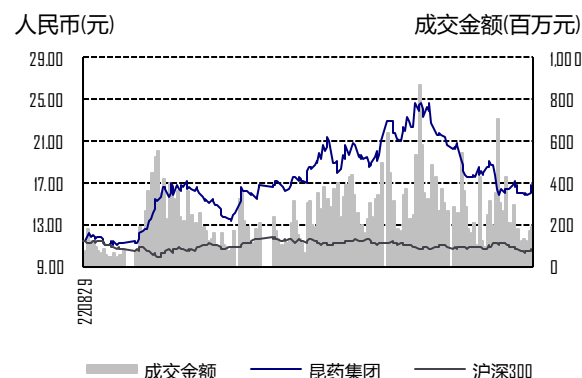
分析师：袁维 (执业 S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：16.74 元

相关报告：

- 《昆药集团公司点评：工业稳健增长，业务结构优化未来可期》，2023.4.28
- 《昆药集团公司点评：短期因素公司业绩承压，轻装上阵未来可期》，2023.3.23
- 《昆药集团公司深度研究：黄金单品带动品类集群，渠道优化驱动业绩...》，2023.3.1



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,254	8,282	9,362	10,768	11,585
营业收入增长率	6.95%	0.35%	13.04%	15.01%	7.59%
归母净利润(百万元)	508	383	612	744	881
归母净利润增长率	11.12%	-24.52%	59.78%	21.50%	18.46%
摊薄每股收益(元)	0.670	0.505	0.808	0.981	1.163
每股经营性现金流净额	0.33	0.33	0.63	0.85	1.25
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.61%	7.69%	11.42%	12.81%	13.91%
P/E	16.50	27.94	20.72	17.06	14.40
P/B	1.75	2.15	2.37	2.18	2.00

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	7,717	8,254	8,282	9,362	10,768	11,585	货币资金	1,473	1,574	1,658	1,473	1,589	1,802	
增长率	7.0%	7.0%	0.3%	13.0%	15.0%	7.6%	应收款项	1,707	2,148	2,772	2,982	3,407	3,656	
主营业务成本	-4,334	-4,845	-4,844	-5,310	-6,035	-6,463	存货	1,718	1,884	1,681	1,872	2,128	2,279	
%销售收入	56.2%	58.7%	58.5%	56.7%	56.1%	55.8%	其他流动资产	666	574	655	593	626	645	
毛利	3,383	3,409	3,438	4,052	4,732	5,122	流动资产	5,564	6,180	6,766	6,921	7,750	8,382	
%销售收入	43.8%	41.3%	41.5%	43.3%	43.9%	44.2%	%总资产	68.5%	69.5%	71.7%	70.0%	71.5%	72.2%	
营业税金及附加	-65	-65	-72	-75	-86	-93	长期投资	244	280	346	464	464	464	
%销售收入	0.8%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	1,328	1,281	1,233	1,295	1,358	1,440	
销售费用	-2,351	-2,373	-2,433	-2,752	-3,176	-3,360	%总资产	16.4%	14.4%	13.1%	13.1%	12.5%	12.4%	
%销售收入	30.5%	28.8%	29.4%	29.4%	29.5%	29.0%	无形资产	715	775	647	728	780	826	
管理费用	-367	-406	-379	-421	-495	-521	非流动资产	2,558	2,713	2,666	2,962	3,093	3,235	
%销售收入	4.8%	4.9%	4.6%	4.5%	4.6%	4.5%	%总资产	31.5%	30.5%	28.3%	30.0%	28.5%	27.8%	
研发费用	-128	-101	-70	-94	-108	-116	资产总计	8,122	8,893	9,432	9,883	10,843	11,617	
%销售收入	1.7%	1.2%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	短期借款	628	678	1,035	1,040	1,123	1,088	
息税前利润 (EBIT)	472	464	485	710	867	1,032	应付款项	2,143	2,426	2,275	2,476	2,808	2,999	
%销售收入	6.1%	5.6%	5.9%	7.6%	8.0%	8.9%	其他流动负债	356	382	579	427	502	568	
财务费用	-36	-40	-38	-45	-50	-49	流动负债	3,127	3,485	3,889	3,943	4,433	4,656	
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	长期贷款	100	100	60	60	60	60	
资产减值损失	-33	-54	-111	-32	-16	-13	其他长期负债	293	368	341	355	373	391	
公允价值变动收益	-1	-1	11	0	5	5	负债	3,519	3,953	4,289	4,357	4,866	5,107	
投资收益	16	151	6	20	10	10	普通股股东权益	4,451	4,783	4,983	5,361	5,807	6,336	
%税前利润	2.9%	23.9%	1.3%	2.6%	1.1%	0.9%	其中：股本	758	758	758	758	758	758	
营业利润	541	634	497	763	926	1,095	未分配利润	2,269	2,563	2,715	3,083	3,529	4,058	
营业利润率	7.0%	7.7%	6.0%	8.2%	8.6%	9.5%	少数股东权益	152	157	159	164	169	174	
营业外收支	0	-3	-20	-1	-1	-1	负债股东权益合计	8,122	8,893	9,432	9,883	10,843	11,617	
税前利润	540	631	477	762	925	1,094	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	7.0%	7.6%	5.8%	8.1%	8.6%	9.4%	每股指标							
所得税	-78	-118	-92	-145	-176	-208	每股收益	0.603	0.670	0.505	0.808	0.981	1.163	
所得税率	14.5%	18.7%	19.2%	19.0%	19.0%	19.0%	每股净资产	5.870	6.308	6.572	7.073	7.662	8.359	
净利润	462	513	385	617	749	886	每股经营现金净流	0.541	0.332	0.335	0.627	0.851	1.249	
少数股东损益	5	6	2	5	5	5	每股股利	0.200	0.230	0.270	0.323	0.392	0.465	
归属于母公司的净利润	457	508	383	612	744	881	回报率							
净利率	5.9%	6.2%	4.6%	6.5%	6.9%	7.6%	净资产收益率	10.26%	10.61%	7.69%	11.42%	12.81%	13.91%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	5.62%	5.71%	4.06%	6.20%	6.86%	7.59%	
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	投入资本收益率	7.55%	6.58%	6.27%	8.65%	9.77%	10.87%	
净利润	462	513	385	617	749	886	增长率							
少数股东损益	5	6	2	5	5	5	主营业务收入增长率	-4.96%	6.95%	0.35%	13.04%	15.01%	7.59%	
非现金支出	205	252	355	167	166	181	EBIT 增长率	-0.44%	-1.74%	4.46%	46.44%	22.07%	19.07%	
非经营收益	-66	-118	-11	49	53	55	净利润增长率	0.56%	11.12%	-24.52%	59.78%	21.50%	18.46%	
营运资金变动	-192	-395	-476	-358	-322	-175	总资产增长率	9.24%	9.49%	6.06%	4.78%	9.72%	7.14%	
经营活动现金净流	410	252	254	475	645	947	资产管理能力							
资本开支	-47	-226	-66	-281	-251	-281	应收账款周转天数	65.9	72.0	94.8	100.0	100.0	100.0	
投资	-76	219	-178	-118	5	5	存货周转天数	132.6	135.7	134.3	130.0	130.0	130.0	
其他	30	27	9	20	10	10	应付账款周转天数	51.6	48.2	49.8	43.0	42.0	42.0	
投资活动现金净流	-92	19	-235	-379	-236	-266	固定资产周转天数	59.3	54.7	51.5	46.0	40.4	38.6	
股权募资	11	10	2	13	0	0	偿债能力							
债权募资	120	13	331	35	92	-24	净负债/股东权益	-23.47%	-19.38%	-17.17%	-12.53%	-12.14%	-14.94%	
其他	-232	-242	-265	-315	-369	-427	EBIT 利息保障倍数	13.1	11.7	12.7	15.7	17.4	21.1	
筹资活动现金净流	-101	-219	68	-267	-277	-451	资产负债率	43.33%	44.45%	45.48%	44.09%	44.88%	43.96%	
现金净流量	213	49	90	-170	132	230								

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-03-01	增持	18.22	18.00~19.00
2	2023-03-23	增持	19.09	N/A
3	2023-04-28	增持	19.80	N/A

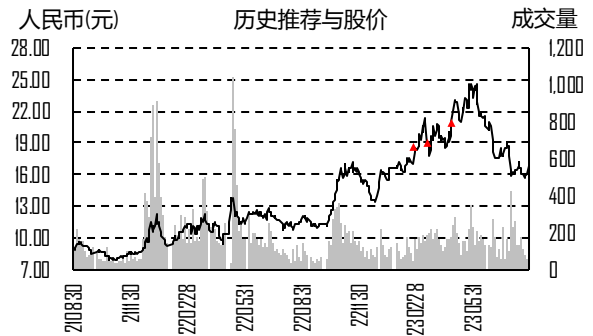
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806