



昆药集团 (600422.SH)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

融合渐入佳境，营销变革为增长赋能

业绩简评

2024年3月21日，公司发布2023年年度报告。2023年公司实现收入77.03亿元，同比-6.99%；归母净利润4.45亿元，同比+16.05%；扣非归母净利润3.35亿元，同比+33.45%。

单季度看，公司2023年Q4实现收入20.92亿元，同比+0.14%；归母净利润0.59亿元，同比+458.75%；扣非归母净利润0.25亿元，同比+388.53%。

经营分析

营销变革启动，融合成效初显。公司进行业务重塑，成立“KPC1951、昆中药1381、777”三大核心事业部。KPC1951事业部于老龄健康-慢病管理领域持续发力，积极拓展基层和诊所渠道，紧抓集采中标窗口，核心品种稳步上量。注射用血塞通（冻干）同比+22.65%；血塞通口服剂产品同比+19.44%，其中，血塞通软胶囊同比+33.04%，血塞通片同比+15.09%。昆中药1381加大终端覆盖，重点打造强单品，核心品种舒肝颗粒同比+11.11%；流感、支原体肺炎等呼吸道疾病高发，公司口咽清丸同比+44.32%，板蓝清热颗粒同比+21.19%，清肺化痰丸同比+24.21%。

出海与创新持续推进，为公司未来增长赋能。公司自主研发产品双氢青蒿素磷酸哌喹片40mg/320mg通过WHO预认证，有利于加速国际化布局。公司研发投入共计约1.26亿元，自主研发的适用于缺血性脑卒中的1类药KYAZ01-2011-020临床II期入组进度顺利。适用于异柠檬酸脱氢酶-1（IDH1）基因突变1类创新药KYAH01-2016-079临床I期爬坡期研究已完成3个剂量组的入组。

五年战略规划目标清晰，看好公司持续提升品牌力。在关于公司战略规划（2024年-2028年）的议案中，公司提出“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”的战略目标，目标明晰，举措清楚，彰显十足发展信心。

盈利预测、估值与评级

公司与华润三九融合渐入佳境，我们看好公司发展前景。考虑到品牌建设仍需持续投入，我们下调24-25年利润预测，24-25年归母净利润原预测值为7.44/8.81亿元，现预计2024-2026年归母净利润分别为5.83/7.18/9.09亿元，分别同比增长31%/23%/27%，EPS分别为0.77/0.95/1.20元，现价对应PE分别为27/22/17倍，维持“增持”评级。

风险提示

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等。

医药组

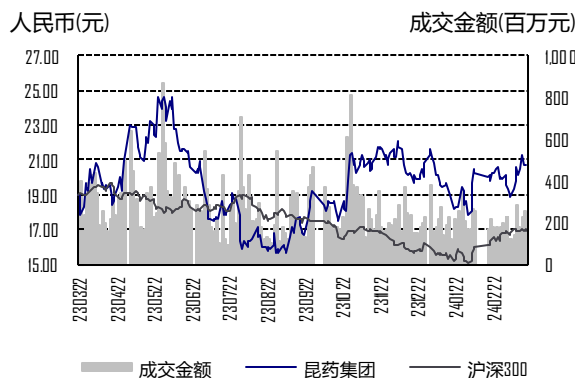
分析师：袁维 (执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：20.65元

相关报告：

- 《昆药集团公司点评：百日融合目标圆满完成，重点品种实现高速增长》，2023.10.29
- 《昆药集团公司点评：加速与华润三九融合，坚持以创新引领公司发展》，2023.8.31
- 《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



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,282	7,703	9,013	10,500	12,180
营业收入增长率	0.35%	-6.99%	17.00%	16.50%	16.00%
归母净利润(百万元)	383	445	583	718	909
归母净利润增长率	-24.52%	16.05%	31.19%	23.00%	26.61%
摊薄每股收益(元)	0.505	0.587	0.771	0.948	1.200
每股经营性现金流净额	0.33	0.47	0.59	1.12	1.18
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.69%	8.39%	10.17%	11.45%	13.01%
P/E	27.94	35.56	26.80	21.79	17.21
P/B	2.15	2.98	2.73	2.50	2.24

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)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	8,254	8,282	7,703	9,013	10,500	12,180
增长率	0.3%	-7.0%	17.0%	16.5%	16.0%	
主营业务成本	-4,845	-4,844	-4,251	-4,957	-5,764	-6,674
%销售收入	58.7%	58.5%	55.2%	55.0%	54.9%	54.8%
毛利	3,409	3,438	3,453	4,056	4,735	5,505
%销售收入	41.3%	41.5%	44.8%	45.0%	45.1%	45.2%
营业税金及附加	-65	-72	-75	-72	-84	-97
%销售收入	0.8%	0.9%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-2,373	-2,433	-2,433	-2,884	-3,307	-3,751
%销售收入	28.8%	29.4%	31.6%	32.0%	31.5%	30.8%
管理费用	-406	-379	-314	-370	-430	-499
%销售收入	4.9%	4.6%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
研发费用	-101	-70	-71	-99	-126	-146
%销售收入	1.2%	0.8%	0.9%	1.1%	1.2%	1.2%
息税前利润 (EBIT)	464	485	560	631	787	1,011
%销售收入	5.6%	5.9%	7.3%	7.0%	7.5%	8.3%
财务费用	-40	-38	-10	-16	-10	0
%销售收入	0.5%	0.5%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-54	-111	-119	-22	-17	-16
公允价值变动收益	-1	11	1	0	0	0
投资收益	151	6	17	25	20	20
%税前利润	23.9%	1.3%	3.1%	3.4%	2.2%	1.8%
营业利润	634	497	568	727	891	1,125
营业利润率	7.7%	6.0%	7.4%	8.1%	8.5%	9.2%
营业外收支	-3	-20	-5	-1	-1	-1
税前利润	631	477	564	726	890	1,124
利润率	7.6%	5.8%	7.3%	8.1%	8.5%	9.2%
所得税	-118	-92	-109	-138	-167	-210
所得税率	18.7%	19.2%	19.4%	19.0%	18.8%	18.7%
净利润	513	385	454	588	723	914
少数股东损益	6	2	9	5	5	5
归属于母公司的净利润	508	383	445	583	718	909
净利率	6.2%	4.6%	5.8%	6.5%	6.8%	7.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	513	385	454	588	723	914
少数股东损益	6	2	9	5	5	5
非现金支出	252	355	333	148	157	175
非经营收益	-118	-11	-16	29	3	0
营运资金变动	-395	-476	-414	-316	-35	-194
经营活动现金净流	252	254	357	450	848	894
资本开支	-226	-66	-57	-336	-251	-281
投资	219	-178	-290	-118	0	0
其他	27	9	8	25	20	20
投资活动现金净流	19	-235	-339	-429	-231	-261
股权募资	10	2	18	10	0	0
债权募资	13	331	-29	-145	-98	-68
其他	-242	-265	-191	-188	-216	-213
筹资活动现金净流	-219	68	-202	-323	-315	-282
现金净流量	49	90	-182	-302	302	352

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,574	1,658	1,493	1,176	1,462	1,796
应收款项	2,148	2,772	3,031	3,043	3,180	3,514
存货	1,884	1,681	1,688	1,757	2,039	2,358
其他流动资产	574	655	818	862	898	939
流动资产	6,180	6,766	7,031	6,837	7,578	8,608
%总资产	69.5%	71.7%	73.5%	70.4%	71.5%	73.1%
长期投资	280	346	342	460	460	460
固定资产	1,281	1,233	1,179	1,248	1,318	1,407
%总资产	14.4%	13.1%	12.3%	12.8%	12.4%	11.9%
无形资产	775	647	639	685	740	788
非流动资产	2,713	2,666	2,534	2,879	3,019	3,170
%总资产	30.5%	28.3%	26.5%	29.6%	28.5%	26.9%
资产总计	8,893	9,432	9,565	9,716	10,597	11,778
短期借款	678	1,035	749	564	456	377
应付款项	2,426	2,275	2,325	2,360	2,723	3,140
其他流动负债	382	579	571	410	484	584
流动负债	3,485	3,889	3,644	3,333	3,663	4,101
长期贷款	100	60	108	108	108	108
其他长期负债	368	341	337	354	373	391
负债	3,953	4,289	4,089	3,795	4,143	4,600
普通股股东权益	4,783	4,983	5,297	5,736	6,265	6,984
其中：股本	758	758	758	757	757	757
未分配利润	2,563	2,715	3,017	3,449	3,978	4,697
少数股东权益	157	159	179	184	189	194
负债股东权益合计	8,893	9,432	9,565	9,716	10,597	11,778

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.670	0.505	0.587	0.771	0.948	1.200
每股净资产	6.308	6.572	6.989	7.577	8.274	9.224
每股经营现金净流	0.332	0.335	0.471	0.594	1.120	1.181
每股股利	0.230	0.270	0.160	0.200	0.250	0.250
回报率						
净资产收益率	10.61%	7.69%	8.39%	10.17%	11.45%	13.01%
总资产收益率	5.71%	4.06%	4.65%	6.00%	6.77%	7.71%
投入资本收益率	6.58%	6.27%	7.12%	7.72%	9.07%	10.68%
增长率						
主营业务收入增长率	6.95%	0.35%	-6.99%	17.00%	16.50%	16.00%
EBIT增长率	-1.74%	4.46%	15.58%	12.58%	24.82%	28.37%
净利润增长率	11.12%	-24.52%	16.05%	31.19%	23.00%	26.61%
总资产增长率	9.49%	6.06%	1.41%	1.58%	9.07%	11.14%
资产管理能力						
应收账款周转天数	72.0	94.8	118.2	107.0	95.0	90.0
存货周转天数	135.7	134.3	144.6	130.0	130.0	130.0
应付账款周转天数	48.2	49.8	58.3	43.0	42.0	42.0
固定资产周转天数	54.7	51.5	51.3	44.6	39.0	34.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-19.38%	-17.17%	-22.65%	-18.71%	-23.27%	-26.68%
EBIT利息保障倍数	11.7	12.7	54.6	38.3	81.0	5,315.4
资产负债率	44.45%	45.48%	42.75%	39.06%	39.10%	39.05%

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
买入	1	3	6	7	15
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.25	1.14	1.13	1.00

来源：聚源数据

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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 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 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究