


2024年03月22日
昆药集团(600422.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

中成药

投资评级

买入-A
首次评级

6个月目标价

24.60元

股价(2024-03-21)

20.65元

交易数据

总市值(百万元)

15,634.40

流通市值(百万元)

15,631.55

总股本(百万股)

757.11

流通股本(百万股)

756.98

12个月价格区间

15.6/24.83元

发布五年战略发展规划，未来看点在于“存量整合”和“增量拓展”

事件：

2024年3月21日，公司发布2023年年度报告。2023年公司实现营业收入77.03亿元，同比减少6.99%，实现归母净利润4.45亿元，同比增长16.05%，实现扣非净利润3.35亿元，同比增长33.45%。单季度来看，2023年Q4公司实现营业收入20.92亿元，同比增长0.14%，实现归母净利润0.59亿元，同比增长458.75%，实现扣非净利润0.25亿元，同比增长388.53%。

业务结构优化调整，核心品种保持高增长。

2023年是华润三九入驻昆药集团的第一年，是国企改革各项举措落地实施的关键年，由于公司内部调整变化相对较多，业绩出现阶段性波动，符合我们在中药国企改革分析框架中对于“改革落地”阶段的定义特征（详见深度报告《2024年中药行业有哪些潜在催化》）。从收入端来看，2023年公司营业收入同比出现下降，主要是由于业务结构优化及对外援助业务减少；分业务拆分来看：2023年口服剂实现营业收入30.55亿元，同比增长5.58%；针剂实现营业收入10.59亿元，同比增长11.09%；医药商业实现营业收入33.22亿元，同比减少7.40%。从利润端来看，2023年公司归母净利润和扣非净利润同比增长显著，主要得益于公司深入推进降本增效，严控各项费用开支，2023年管理费用同比减少17.29%，财务费用同比减少73.19%。2023年公司坚持大品种战略，业务结构优化调整凸显核心品种价值，其中，2023年注射用血塞通（冻干）同比增长22.65%，血塞通口服剂产品整体同比增长19.44%（其中血塞通软胶囊同比增长33.04%，血塞通片同比增长15.09%），舒肝颗粒同比增长11.11%，口咽清丸同比增长44.32%，板蓝清热颗粒同比增长21.19%，清肺化痰丸同比增长24.21%。

股东融合顺利，发布五年战略发展规划，未来看点在于“存量整合”和“增量拓展”。

公司与股东华润三九的融合按照百日融合、一年融合、三年融合的机制稳步推进，目前百日融合和一年融合已经顺利完成，公司和华润三九在战略、业务、组织、文化等层面趋于一致，为公司持续推进三年融合奠定基础。公司同期发布未来五年（2024年-2028年）战略发展规划——“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”。根据公司的发展战略，未来将重点聚焦以三七系列产品为核心的慢病管理平台和以“昆中药1381”系列产品为核心的精品国药平台。1)慢病管理平台的看点在

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.5	-4.8	18.4
绝对收益	4.1	2.7	8.3

马帅

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

贺鑫

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522110001

hexin1@essence.com.cn

相关报告

于存量整合: 华润三九旗下华润圣火的血塞通系列产品与公司存在竞争关系，随着华润三九的入驻，2023 年华润圣火和昆药集团先后一同参与三七产业链研讨会、中药产业链沙龙等活动的联合举办，共同投资成立云南省三七研究院有限公司，双方的关系从竞争走向协同，如果未来同业竞争问题得到妥善解决，双方有望强强联合，成为三七产业链的领军者。**2) 精品国药平台的看点在于增量拓展:** 昆中药作为云南当地的中药老字号品牌，由于渠道资源短缺，销售半径受限，未能成功走向全国，华润三九拥有全国领先的经销商和连锁终端客户体系——“三九商道”，可以覆盖全国超过 40 万家药店，2023 年昆中药借助“三九商道”加大终端覆盖度，根据《投资者关系活动记录》，截至 2023 年前三季度，昆药集团已完成针对国内 20 个省区一级渠道商的整合工作，有望将昆中药打造成全国知名的精品国药品牌。

目 贯彻落实“四个重塑”，国企改革高质量发展可期。

2023 年公司深入贯彻落实“价值重塑、业务重塑、组织重塑、精神重塑”的“四个重塑”。1) 价值重塑：召开“十四五”战略中期研讨会及检讨推进会，为推动战略解码落地奠定坚实基础。2) 业务重塑：启动营销组织变革，成立“KPC1951、昆中药 1381、777”三大核心事业部，推动公司实现精品国药传承、三七标杆打造、老年健康产业深耕的业务落地。3) 组织重塑：借助华润三九丰富的管理经验、6S 管理体系和工具，推动数字化转型和精细化管理落地。4) 精神重塑：正式发布“乐成文化”理念，引导重塑企业文化。“四个重塑”作为华润集团的企业文化，在本轮国企改革过程中发挥重要作用，以华润集团旗下东阿阿胶为例，十四五期间东阿阿胶深度践行“四个重塑”，推动公司高质量发展，取得一系列令人瞩目的成果，连续实现业绩高增长。我们认为，昆药集团正处于国企改革的关键时期，随着各项举措落地实施，未来实现高质量发展可期。

目 投资建议：

结合公司发展规划和业务特点，我们假设 2024 年-2026 年公司口服剂收入增速分别为 16%、16%、16%，针剂收入增速分别为 12%、12%、12%，医药商业收入增速分别为 10%、10%、10%。根据以上假设，我们预计公司 2024 年-2026 年的营业收入分别为 86.72 亿元、97.69 亿元、110.13 亿元，归母净利润分别为 6.23 亿元、7.61 亿元、9.29 亿元。考虑到公司正处于国企改革的关键时期，战略规划清晰，远期目标明确，高质量发展可期，参考东阿阿胶、同仁堂、华润三九等可比公司估值水平，给予公司 2024 年 30 倍 PE 估值，对应 6 个月目标价 24.60 元，给予买入-A 的投资评级。

目 风险提示： 中成药集采降价风险；中药材价格波动风险，国企改革不及预期的风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	8,282.1	7,703.1	8,671.8	9,769.1	11,012.8
净利润	383.2	444.7	623.0	761.2	929.2

每股收益(元)	0.84	0.93	0.82	1.01	1.23
每股净资产(元)	6.58	7.00	7.59	8.29	9.15

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	24.6	22.2	25.1	20.5	16.8
市净率(倍)	3.1	3.0	2.7	2.5	2.3
净利润率	4.6%	5.8%	7.2%	7.8%	8.4%
净资产收益率	7.7%	8.4%	10.8%	12.1%	13.4%
股息收益率	0.8%	0.0%	1.2%	1.5%	1.8%
ROIC	13.2%	13.4%	18.5%	19.7%	24.2%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034