

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

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号：S1500523080002

联系电话：19328759065

邮箱：tangaijin@cindasc.com

吴欣 医药行业分析师

执业编号：S1500523050001

联系电话：15821927090

邮箱：wuxin@cindasc.com

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

针剂业务表现较好、梳理三大事业部发力

2024 年 03 月 23 日

事件：昆药集团发布 2023 年年度报告，2023 年公司实现营业收入 77.03 亿元，同比下降 6.99%；实现归母净利润 4.45 亿元，同比增长 16.05%；实现扣非归母净利润 3.35 亿元，同比增长 33.45%；经营性现金流量净额 3.56 亿元，同比增长 40.25%；2023 年公司 EPS 为 0.59 元/股，同比增长 15.69%。公司 2023 年年度合计拟派发现金红利为人民币 1.51 亿元（含税）。

点评：

- **归母净利润增速较快，针剂业务表现较好。**据公司公告，2023 年四季度，公司实现营收 20.92 亿元（同比+0.14%），实现归母净利润 0.58 亿元（同比+458.75%）。2023 年净利润的增长主要是由于公司产品结构持续优化和多举措推进带来的降本增效，据年度报告，从收入端来看，公司口服剂业务 2023 年实现营收 30.55 亿元（+5.58%），针剂业务 2023 年实现营收 10.59 亿元（+11.09%），其他业务 2023 年实现营收 1.05 亿元（-63.39%）。公司 2023 年整体销售毛利率和净利率同比略有提升。费用端来看，2023 年，公司管理费用率和财务费用率同比下降，销售费用率和研发费用率同比上升，整体费用控制较为稳健。
- **持续推进新药研发，丰富核心产品管线。**据公司年报，2023 年，公司新增专利授权 29 件，并顺利通过 2023 年度国家知识产权示范企业复验，再次获评“国家知识产权示范企业”称号，除此之外，试验也正有序推进，适用于异柠檬酸脱氢酶-1（IDH1）的基因突变类创新药 KYAH01-2016-079 临床 I 期爬坡期研究已完成 3 个剂量组的入组；碳酸司维拉姆干混悬剂的药物上市许可及化药 2.2 类改良型新药 KPC-149 口服溶液药品临床试验申请已获得国家药监局受理，国内同品种首家申报一致性评价的精神类用药氯硝西洋注射液通过仿制药质量和疗效一致性评价。上述产品研发进展稳获推进，持续丰富核心产品管线。我们认为公司对新药研发投入有望带来新的业绩增长点。
- **2024 年三大事业部蓄势待发，聚焦银发健康产业发展。**据年报中 2024 年经营计划，公司将聚焦于银发群体，着重打造老龄健康-慢病管理和精品国药 1381 两大业务平台。围绕重塑银发健康产业发展格局这一战略目标，公司三大事业部蓄势待发，分别为围绕“心脑血管、骨骼肌肉、呼吸系统、神经精神”等核心治疗领域的 KPC·1951 事业部；拥有六百多年老字号品牌价值并致力于打造“精品国药领先者”的目标的昆中药 1381 事业部；聚焦于三七产业链并致力于慢病管理和老龄健康领域的三七口服 777 事业部。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计昆药集团 2024-2026 年营收分别为 81.80/86.72/91.22 亿元，归母净利润分别为 5.61/6.86/8.12 亿元，对应 PE 分别为 29/23/20X，维持“增持”评级。
- **风险因素：**市场及政策风险、药品降价风险、原材料价格波动风险、研

发创新风险。

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	8,282	7,703	8,180	8,672	9,122
增长率 YoY %	0.3%	-7.0%	6.2%	6.0%	5.2%
归属母公司净利润(百万元)	383	445	561	686	812
增长率 YoY%	-24.5%	16.0%	26.2%	22.3%	18.3%
毛利率%	41.5%	44.8%	48.9%	51.2%	53.4%
净资产收益率 ROE%	7.7%	8.4%	9.8%	11.0%	11.9%
EPS(摊薄)(元)	0.51	0.59	0.74	0.91	1.07
市盈率 P/E(倍)	27.90	35.52	28.73	23.49	19.86
市净率 P/B(倍)	2.15	2.98	2.82	2.59	2.36

资料来源: WIND, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 03 月 22 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	6,766	7,031	7,412	7,959	8,535	
货币资金	1,658	1,493	1,716	1,379	1,660	
应收票据	142	183	143	713	750	
应收账款	2,437	2,551	2,689	2,861	3,004	
预付账款	244	136	167	152	161	
存货	1,681	1,688	1,604	1,651	1,644	
其他	605	980	1,092	1,204	1,315	
非流动资产	2,666	2,534	2,472	2,428	2,381	
长期股权投资	24	24	24	24	24	
固定资产（合	1,168	1,083	1,064	1,036	996	
计）						
无形资产	356	312	301	300	299	
其他	1,118	1,115	1,083	1,068	1,062	
资产总计	9,432	9,565	9,884	10,388	10,916	
流动负债	3,889	3,644	3,528	3,500	3,407	
短期借款	913	725	700	600	500	
应付票据	284	268	254	262	261	
应付账款	693	665	626	647	643	
其他	1,999	1,986	1,947	1,991	2,003	
非流动负债	401	445	445	445	445	
长期借款	60	108	108	108	108	
其他	341	337	337	337	337	
负债合计	4,289	4,089	3,973	3,945	3,852	
少数股东权益	159	179	194	211	232	
归属母公司股	4,983	5,297	5,718	6,232	6,832	
东权益						
负债和股东权益	9,432	9,565	9,884	10,388	10,916	

重要财务指标		单位：百万元				
主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	8,282	7,703	8,180	8,672	9,122	
同比(%)	0.3%	-7.0%	6.2%	6.0%	5.2%	
归属母公司净	383	445	561	686	812	
利润						
同比(%)	-24.5%	16.0%	26.2%	22.3%	18.3%	
毛利率(%)	41.5%	44.8%	48.9%	51.2%	53.4%	
ROE(%)	7.7%	8.4%	9.8%	11.0%	11.9%	
EPS（摊薄）	0.51	0.59	0.74	0.91	1.07	
（元）						
P/E	27.90	35.52	28.73	23.49	19.86	
P/B	2.15	2.98	2.82	2.59	2.36	
EV/EBITDA	13.97	19.64	19.67	16.61	13.85	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	8,282	7,703	8,180	8,672	9,122	
营业成本	4,844	4,251	4,182	4,228	4,248	
营业税金及附加	72	75	74	78	82	
销售费用	2,433	2,433	2,781	3,035	3,284	
管理费用	379	314	409	434	456	
研发费用	70	71	98	104	109	
财务费用	38	10	9	14	8	
减值损失合计	-68	-66	-18	-17	-19	
投资净收益	6	17	16	17	18	
其他	112	67	83	88	92	
营业利润	497	568	708	867	1,026	
营业外收支	-20	-5	2	2	2	
利润总额	477	564	710	869	1,028	
所得税	92	109	135	165	195	
净利润	385	454	575	704	832	
少数股东损益	2	9	14	18	21	
归属母公司净	383	445	561	686	812	
利润						
EBITDA	729	775	777	934	1,093	
EPS（当年）	0.51	0.59	0.74	0.91	1.07	
（元）						

现金流量表		单位：百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	254	356	604	165	826	
净利润	385	454	575	704	832	
折旧摊销	244	215	141	141	151	
财务费用	38	22	39	36	31	
投资损失	-6	-17	-16	-17	-18	
营运资金变动	-476	-415	-149	-712	-186	
其它	68	98	15	14	16	
投资活动现金	-235	-339	-129	-146	-154	
流						
资本支出	-66	-57	-50	-66	-74	
长期投资	-178	-290	-100	-100	-100	
其他	9	8	20	19	20	
筹资活动现金流	68	-202	-252	-356	-391	
吸收投资	2	18	-1	0	0	
借款	331	-29	-25	-100	-100	
支付利息或股息	-233	-147	-209	-256	-291	
现金净增加额	90	-183	223	-337	281	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所，负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，团队成员，上海交通大学药学硕士，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。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本硕，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，负责中药和生物制品板块行业研究。

赵骁翔，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。

曹佳琳，团队成员，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL等领域的工作。

章钟涛，团队成员，暨南大学国际投融资硕士，1年医药生物行业研究经历，CPA（专业阶段），曾任职于方正证券，2023年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2年创新药行业研究经历，2024年加入信达证券，负责创新药板块研究工作。

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 15% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~15%；	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。