

# 昆药集团 (600422)

## 2023 年报点评：融合效果明显，发布五年“战略规划”迈入发展新篇章

买入 (维持)

2024 年 03 月 23 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	8,282	7,703	8,591	9,734	10,990
同比	0.35%	-6.99%	11.53%	13.30%	12.90%
归母净利润 (百万元)	383.18	444.68	613.54	756.79	966.61
同比	-24.52%	16.05%	37.97%	23.35%	27.72%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.51	0.59	0.81	1.00	1.28
P/E (现价 & 最新摊薄)	40.80	35.16	25.48	20.66	16.17

### 股价走势



**关键词：** #业绩不及预期

### 投资要点

- **事件：**2023 全年实现营收 77.03 亿元 (-7%，同比，下同)；归母净利润亿元 4.45 亿元 (+16.05%)；扣非归母净利润 3.35 亿元 (+33.45%)；业绩低于我们预期。
- **业务调整及计提减值影响表观业绩，24 年有望轻装上阵：**2023 年因商业板块业务结构优化及对外援助业务减少，致使 23 年收入整体有所下降；此外，23Q4 单季度公司实现收入 20.1 亿元 (+0.14%)，实现归母净利润 5867 万元 (+458.75%)，实现扣非归母净利润 2460 万元 (+388.53%)。其中，单 Q4 公司计提较大减值，信用减值 1192 万元，资产减值 5212 万元，同样影响表观业绩。我们认为，公司 23 年计提减值，同时叠加 23 年华润入主后的“百日融合”、“一年融合”等一系列整合，已为 24 年公司轻装上阵以及高质量发展打下良好的基础。
- **“战略规划”目标明确，未来五年工业 CAGR 超过 20%：**公司十届二十四次董事会决议：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。我们以工业口径估算，公司 24-28 年工业收入 CAGR 接近 20%。在老龄健康-慢病管理领域聚焦三七产业链，提供优质产品服务及系统解决方案；同时深入挖掘“昆中药 1381”精品国药文化瑰宝，发挥“昆中药 1381”百年老字号的品牌影响力，打造“精品国药领先者”。我们认为，公司战略规划明确，落实措施具体，同时，华润的赋能也将带动昆药集团管理效率的提升，未来净利率有望持续提升。
- **业务线条划分清晰，品牌重塑正当时：**公司成立“1381、1951、777”三个事业部，1)“1381”承载拥有 640 余年历史的昆中药，多维度重塑文化品牌、多渠道突破终端覆盖，2023 年已完成全国范围内的零售、医疗体系昆药销售渠道整合建设，实现从多级渠道到聚焦重点主流客户重点管控。2)“1951”承载院内严肃医疗产品，结合“学术赋能+品牌打造”，以学术赋能营销，构建、提升昆药品牌价值；3)“777”承载三七口服制剂，通过持续的学术和品牌探索，进一步深挖三七产业链的学术价值，搭建以中风防治为核心的心脑血管慢病管理生态圈。从品种上看，2023 年注射用血塞通（冻干）保持稳健增长，增长 22.65%；血塞通口服剂产品实现增长 19.44%，其中，血塞通软胶囊增长 33.04%，血塞通片增长 15.09%。口咽清丸增长 44.32%，板蓝清热颗粒增长 21.19%，清肺化痰丸增长 24.21%。
- **盈利预测与投资评级：**我们看好三九在渠道上对昆药集团的赋能，亦看好昆中药作为 640 余年历史老字号在新时代的品牌重塑。同时考虑到公司前期品牌塑造过程中需要一定的费用投入，我们将公司 2024-2025 年归母净利润由 6.4/7.7 下调至 6.1/7.6 亿元，预计 2026 年公司归母净利润为 9.7 亿元，当前市值对应 PE 为 25/21/16X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**品牌打造不及预期，行业发生重大政策变更风险等。

### 市场数据

收盘价(元)	21.29
一年最低/最高价	15.18/26.09
市净率(倍)	3.05
流通 A 股市值(百万元)	16,116.01
总市值(百万元)	16,118.96

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	6.99
资产负债率(% ,LF)	42.75
总股本(百万股)	757.11
流通 A 股(百万股)	756.98

### 相关研究

《昆药集团(600422)：华润入主持续赋能，品牌重塑焕发新生》

2023-12-11

## 昆药集团三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>7,031</b>	<b>7,444</b>	<b>7,433</b>	<b>5,745</b>	<b>营业总收入</b>	<b>7,703</b>	<b>8,591</b>	<b>9,734</b>	<b>10,990</b>
货币资金及交易性金融资产	2,097	2,830	2,284	5,666	营业成本(含金融类)	4,251	4,597	5,037	5,516
经营性应收款项	3,030	2,771	3,132	0	税金及附加	75	77	88	99
存货	1,688	1,596	1,749	0	销售费用	2,433	2,775	3,115	3,517
合同资产	0	0	0	0	管理费用	314	395	487	550
其他流动资产	216	246	268	79	研发费用	71	86	97	110
<b>非流动资产</b>	<b>2,534</b>	<b>2,407</b>	<b>3,431</b>	<b>3,328</b>	财务费用	10	0	0	0
长期股权投资	24	24	24	24	加:其他收益	118	108	38	0
固定资产及使用权资产	1,153	1,075	1,350	1,247	投资净收益	17	0	0	0
在建工程	96	96	96	96	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	312	262	1,012	1,012	减值损失	(119)	0	0	0
商誉	92	92	92	92	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	22	22	22	22	<b>营业利润</b>	<b>568</b>	<b>769</b>	<b>948</b>	<b>1,199</b>
其他非流动资产	836	836	836	836	营业外净收支	(5)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>9,565</b>	<b>9,850</b>	<b>10,864</b>	<b>9,074</b>	<b>利润总额</b>	<b>564</b>	<b>769</b>	<b>948</b>	<b>1,199</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,644</b>	<b>3,311</b>	<b>3,561</b>	<b>803</b>	减:所得税	109	149	184	233
短期借款及一年内到期的非流动负债	749	749	749	749	<b>净利润</b>	<b>454</b>	<b>620</b>	<b>764</b>	<b>967</b>
经营性应付款项	933	894	979	0	减:少数股东损益	9	6	8	0
合同负债	91	86	97	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>445</b>	<b>614</b>	<b>757</b>	<b>967</b>
其他流动负债	1,872	1,582	1,735	55	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.59	0.81	1.00	1.28
非流动负债	445	445	445	445	EBIT	582	769	948	1,199
长期借款	108	108	108	108	EBITDA	797	907	1,124	1,302
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	44.82	46.49	48.25	49.81
租赁负债	44	44	44	44	归母净利率(%)	5.77	7.14	7.77	8.80
其他非流动负债	293	293	293	293	收入增长率(%)	(6.99)	11.53	13.30	12.90
<b>负债合计</b>	<b>4,089</b>	<b>3,756</b>	<b>4,005</b>	<b>1,248</b>	归母净利润增长率(%)	16.05	37.97	23.35	27.72
归属母公司股东权益	5,297	5,909	6,666	7,633					
少数股东权益	179	185	193	193					
<b>所有者权益合计</b>	<b>5,477</b>	<b>6,095</b>	<b>6,859</b>	<b>7,826</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>9,565</b>	<b>9,850</b>	<b>10,864</b>	<b>9,074</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	356	745	654	3,382	每股净资产(元)	6.99	7.81	8.80	10.08
投资活动现金流	(339)	(10)	(1,200)	0	最新发行在外股份(百万股)	757	757	757	757
筹资活动现金流	(202)	(3)	0	0	ROIC(%)	7.42	9.27	10.36	11.73
现金净增加额	(183)	733	(546)	3,382	ROE-摊薄(%)	8.39	10.38	11.35	12.66
折旧和摊销	215	138	175	103	资产负债率(%)	42.75	38.13	36.87	13.75
资本开支	(57)	(10)	(1,200)	0	P/E(现价&最新股本摊薄)	35.16	25.48	20.66	16.17
营运资本变动	(415)	(13)	(285)	2,312	P/B(现价)	2.95	2.65	2.35	2.05

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527

