

2024年03月25日

证券研究报告·2023年年报点评

昆药集团 (600422) 医药生物

当前价: 21.29元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

银发产业战略引领，深耕精品国药与三七产业链

投资要点

- **事件:** 公司发布2023年年报, 2023年实现营业总收入77亿元, 同比下降-6.99%; 归母净利润4.4亿元, 同比增加16.1%; 扣非归母净利润3.3亿元, 同比增加33.5%。
- **血塞通持续增长, 创新研发稳步推进。** 2023年1月, 昆药集团正式成为华润三九旗下成员企业, 百日融合、一年融合顺利推进, 力争打造三七标杆。2023年, 公司财务费用同比下降73.2%, 管理费用下降17.3%, 毛利率保持在45.41%, 同比增长1.31%, 主要在于昆药集团产品结构持续优化、多举措推进降本增效, 整体经营稳定。2023年, 公司血塞通口服系列产品同比增长19.44%, 其中血塞通软胶囊销量同比增长33.04%, 血塞通片增长15.09%; 公司针剂同比增长11.09%, 其中注射用血塞通(冻干)同比增长22.65%, 随着公司院外市场的进一步打开, 血塞通有望进一步扩张。2023年公司研发投入共计1.3亿元, 研发费用同比增长2.3%, 公司研发创新取得较大进展。自主研发的适用于缺血性脑卒中的1类药KYAZ01-2011-020临床II期试验正有序推进, 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。
- **优质精品国药平台, “昆中药”稳健增长。** 公司充分挖掘“昆中药1381”六百年老字号品牌价值和历史文化价值, 依托华润三九的终端运营管理能力、品牌运作能力和战略规划能力, 公司围绕“大品种-大品牌-大品类”, 重点打造强单品。2023年昆中药实现9.5亿元, 利润实现1.4亿元。昆中药核心品种舒肝颗粒在稳住院内销售的同时, 加速院外渠道布局, 实现11.11%的增长; 流感、支原体肺炎等呼吸道疾病高发推升终端用药需求增加, 昆中药潜力产品群中的口咽清丸、清肺化痰丸等产品持续发力, 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%。
- **公司发布五年规划, 工业百亿收入可期。** 公司未来将坚持做“银发健康产业的引领者”, 紧紧围绕着“传承精品国药, 以三七产业链为核心, 立足老龄健康, 拓展慢病管理领域, 成为银发健康产业第一股”的战略核心, 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。
- **盈利预测与投资建议:** 考虑到公司血塞通+昆中药品牌竞争力强, 接入华润渠道销售后有望更好发挥公司品牌优势, 并且公司主营业务增长稳健。预计2024-2026年利润分别为6亿元、7.6亿元和9.3亿元, 对应PE为27倍、21倍和17倍, 建议保持关注。
- **风险提示:** 费用管控不及预期、新药研发及推广不及预期、中药材成本上涨明显等风险。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	7703.12	8589.28	9814.36	11235.17
增长率	-6.99%	11.50%	14.26%	14.48%
归属母公司净利润(百万元)	444.68	601.66	762.34	934.56
增长率	16.05%	35.30%	26.71%	22.59%
每股收益EPS(元)	0.59	0.79	1.01	1.23
净资产收益率ROE	8.29%	10.26%	11.84%	13.10%
PE	36	27	21	17
PB	2.94	2.71	2.47	2.23

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳

执业证号: S1250520030002

电话: 021-68416017

邮箱: duxy@swsc.com.cn

分析师: 阮雯

执业证号: S1250522100004

电话: 021-68416017

邮箱: rw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	7.57
流通A股(亿股)	7.57
52周内股价区间(元)	15.6-24.83
总市值(亿元)	161.19
总资产(亿元)	95.65
每股净资产(元)	6.99

相关研究

1. 昆药集团(600422): 华润赋能强化品牌, 聚焦昆中药与三七产业链 (2023-12-15)
2. 昆药集团(600422): 华润赋能强化品牌, 品种开发全面布局 (2023-12-13)

盈利预测

关键假设：

假设 1：考虑到我国社会深度老龄化进程加速，急剧增多的疾病尤其是慢性病的治疗、康复、预防需求增加，加上公司品牌效应，假设血塞通软胶囊 2024-2026 年销量增速分别为 20%、20%和 20%。以及随着血塞通软胶囊生产工艺的改进，口服制剂的毛利率会持续提升；

假设 2：考虑到华润入主，对于昆中药产品渠道进行拓宽，产品重新定位，昆中药核心产品、参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒 2024-2026 年销量增速分别为 20%、20%和 20%。考虑到公司昆中药核心产品的提价，毛利率有望持续提升。

基于以上假设，我们预测公司 2024-2026 年分业务收入成本如下表：

表 1：昆药集团收入及毛利分析

单位：亿元		2023A	2024E	2025E	2026E
工业-口服	收入	30.5	36.6	43.9	52.7
	增速	6%	20%	20%	20%
	毛利率	68%	69%	69%	69%
工业-针剂	收入	10.6	11.6	12.8	14.1
	增速	11%	10%	10%	10%
	毛利率	83.4	82%	81%	81%
药品批发与零售	收入	33.2	36.5	40.2	44.2
	增速	-7%	10%	10%	10%
	毛利率	15%	15%	16%	16%
其他	收入	1.0	1.1	1.2	1.3
	增速	63%	10%	10%	10%
	毛利率	-19%	15%	15%	15%
合计	收入	77.0	85.9	98.1	112.3
	增速	-7%	12%	14%	14%
	毛利率	45%	47%	48%	49%

数据来源：wind，西南证券

相对估值

选取华润集团旗下三家中药公司作为可比公司，2024-206 年平均 PE 分别为 21 倍、18 倍和 15 倍。

表 2：可比公司估值

代码	简称	股价（元）	每股收益（元）				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600750.SH	江中药业	22.53	1.13	1.31	1.53	1.67	19.94	17.20	14.73	13.49
000423.SZ	东阿阿胶	60.48	1.79	2.08	2.5	3.1	33.79	29.08	24.19	19.51
000999.SZ	华润三九	54.53	2.89	3.39	3.87	4.34	18.87	16.09	14.09	12.56
行业均值							24.20	20.79	17.67	15.19

数据来源：wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7703.12	8589.28	9814.36	11235.17	净利润	454.14	610.29	772.89	947.82
营业成本	4250.58	4543.73	5083.84	5729.94	折旧与摊销	180.72	226.37	241.48	259.31
营业税金及附加	74.71	68.71	78.51	89.88	财务费用	10.27	0.00	0.00	0.00
销售费用	2432.64	2791.52	3238.74	3707.61	资产减值损失	-65.93	0.00	0.00	0.00
管理费用	313.54	429.46	490.72	617.93	经营营运资本变动	-99.87	-33.73	-439.53	-416.19
财务费用	10.27	0.00	0.00	0.00	其他	-123.24	4.08	-4.43	-51.94
资产减值损失	-65.93	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	356.08	807.00	570.41	739.02
投资收益	17.31	10.00	50.00	100.00	资本支出	11.55	-100.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	1.03	0.00	0.00	0.00	其他	-350.77	10.00	50.00	100.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-339.22	-90.00	-150.00	-100.00
营业利润	568.50	765.86	972.55	1189.81	短期借款	-187.28	274.51	100.00	100.00
其他非经营损益	-4.88	-3.00	-6.44	-5.03	长期借款	47.56	0.00	0.00	0.00
利润总额	563.62	762.86	966.11	1184.78	股权融资	-3.80	0.00	0.00	0.00
所得税	109.48	152.57	193.22	236.96	支付股利	-121.28	-140.74	-190.43	-241.28
净利润	454.14	610.29	772.89	947.82	其他	62.96	-21.70	0.00	0.00
少数股东损益	9.46	8.63	10.56	13.27	筹资活动现金流净额	-201.84	112.07	-90.43	-141.28
归属母公司股东净利润	444.68	601.66	762.34	934.56	现金流量净额	-183.25	829.06	329.98	497.74
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1493.01	2322.07	2652.05	3149.79	成长能力				
应收和预付款项	3006.38	3116.93	3634.03	4167.16	销售收入增长率	-6.99%	11.50%	14.26%	14.48%
存货	1688.25	1782.93	2000.89	2259.41	营业利润增长率	14.35%	34.72%	26.99%	22.34%
其他流动资产	843.41	691.79	704.34	718.90	净利润增长率	17.82%	34.38%	26.64%	22.63%
长期股权投资	23.79	23.79	23.79	23.79	EBITDA 增长率	1.06%	30.64%	22.35%	19.36%
投资性房地产	22.58	22.58	22.58	22.58	获利能力				
固定资产和在建工程	1179.85	1069.20	1043.43	999.83	毛利率	44.82%	47.10%	48.20%	49.00%
无形资产和开发支出	617.22	603.72	590.23	576.73	三费率	35.78%	37.50%	38.00%	38.50%
其他非流动资产	690.91	688.69	686.47	684.25	净利率	5.90%	7.11%	7.88%	8.44%
资产总计	9565.38	10321.69	11357.80	12602.44	ROE	8.29%	10.26%	11.84%	13.10%
短期借款	725.49	1000.00	1100.00	1200.00	ROA	4.75%	5.91%	6.80%	7.52%
应付和预收款项	1358.47	1383.28	1553.13	1771.37	ROIC	10.85%	14.30%	17.24%	19.12%
长期借款	107.56	107.56	107.56	107.56	EBITDA/销售收入	9.86%	11.55%	12.37%	12.90%
其他负债	1897.30	1883.13	2066.92	2286.78	营运能力				
负债合计	4088.81	4373.97	4827.62	5365.71	总资产周转率	0.81	0.86	0.91	0.94
股本	757.99	757.11	757.11	757.11	固定资产周转率	6.84	8.20	9.93	11.94
资本公积	1157.50	1158.37	1158.37	1158.37	应收账款周转率	2.80	3.01	3.15	3.11
留存收益	3393.98	3854.90	4426.81	5120.09	存货周转率	2.49	2.60	2.66	2.67
归属母公司股东权益	5297.44	5759.97	6331.88	7025.16	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	100.52%	—	—	—
少数股东权益	179.13	187.75	198.31	211.57	资本结构				
股东权益合计	5476.57	5947.72	6530.19	7236.73	资产负债率	42.75%	42.38%	42.50%	42.58%
负债和股东权益合计	9565.38	10321.69	11357.80	12602.44	带息债务/总负债	20.37%	25.32%	25.01%	24.37%
					流动比率	1.93	2.01	2.05	2.09
					速动比率	1.47	1.56	1.59	1.63
					股利支付率	27.27%	23.39%	24.98%	25.82%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	759.48	992.22	1214.03	1449.13	每股收益	0.59	0.79	1.01	1.23
PE	36.25	26.79	21.14	17.25	每股净资产	7.23	7.86	8.63	9.56
PB	2.94	2.71	2.47	2.23	每股经营现金	0.47	1.07	0.75	0.98
PS	2.09	1.88	1.64	1.43	每股股利	0.16	0.19	0.25	0.32
EV/EBITDA	18.65	13.67	10.98	8.93					
股息率	0.75%	0.87%	1.18%	1.50%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	高级销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
