

昆药集团 (600422.SH) 与华润圣火整合在即，协同助力慢病管理业务发展

2024年06月08日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

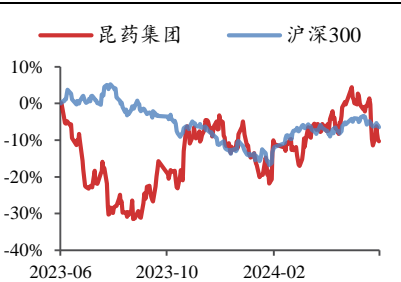
余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

日期	2024/6/7
当前股价(元)	20.42
一年最高最低(元)	25.13/15.18
总市值(亿元)	154.60
流通市值(亿元)	154.57
总股本(亿股)	7.57
流通股本(亿股)	7.57
近3个月换手率(%)	73.2

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《降本增效成果初显，五年规划明晰坚定——公司信息更新报告》-2024.3.24
 《华润三九入主掌舵，“慢病+国药”核心两翼促新生——公司首次覆盖报告》-2024.1.23

● 公司拟收购华润圣火 51% 股权，整合加速在即，维持“买入”评级

2024年6月7日，公司公告拟以自有或自筹资金17.91亿元收购华润圣火51%股权（原华润三九持有100%股权）。本次交易完成后，华润圣火将成为公司的控股子公司，纳入合并报表范围。若收购顺利落地，公司将有望显著提升自身在三七产业链中的竞争力，同时解决血塞通软胶囊存在的同业竞争问题、巩固市场地位。维持原盈利预测，预计2024-2026年归母净利润为6.11/7.43/8.99亿元，EPS分别为0.81/0.98/1.19元/股，当前股价对应PE分别为25.3/20.8/17.2倍，维持“买入”评级。

● 华润圣火布局慢病赛道，经营业绩稳健

华润圣火成立于1995年，2016年成为华润三九全资子公司，是一家集研产销为一体的现代化制药企业，并以“理洫王”血塞通软胶囊为核心产品，深耕慢病赛道。此外，旗下共有3家控股子公司：（1）昆明圣火医药主要进行医药营销服务；（2）云南圣火三七药业主要进行口服三七总皂苷提取、血塞通制剂及GSP物流；（3）华润三九（云南）三七产业发展主要进行三七产业链相关业务。综合来看，华润圣火三七产业链成熟，产品拥有较高知名度，且经营业绩稳健，2023年实现营业收入7.51亿元，同比增长1.61%；净利润2.03亿元，同比增长0.88%。

● 整合优化三七产业链布局，协同助力银发健康产业发展

基于公司与华润圣火在三七产业的深厚积累，未来收购整合成功后，将有望助推“三七产业”规范发展，进一步将公司打造为三七产业链标杆企业；同时充分发挥两者在产品、渠道、品牌和供应链等方面的协同优势，助力公司心脑血管疾病治疗领域业务规模的不断扩大，增厚“老龄健康-慢病管理”领域业绩，有助于公司实现成为“银发健康产业引领者、精品国药领先者、老龄健康-慢病管理领导者”的战略目标，推动公司长期可持续稳健发展。

● **风险提示：**市场环境变化风险、市场竞争加剧的风险、收购失败风险。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,282	7,703	8,884	10,128	11,590
YOY(%)	0.3	-7.0	15.3	14.0	14.4
归母净利润(百万元)	383	445	611	743	899
YOY(%)	-24.5	16.0	37.4	21.5	21.1
毛利率(%)	41.5	44.8	46.8	47.6	48.4
净利率(%)	4.6	5.8	6.9	7.3	7.8
ROE(%)	7.5	8.3	10.1	11.2	12.1
EPS(摊薄/元)	0.51	0.59	0.81	0.98	1.19
P/E(倍)	40.3	34.8	25.3	20.8	17.2
P/B(倍)	3.1	2.9	2.6	2.4	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6766	7031	8507	8930	10703
现金	1658	1493	1722	1963	2246
应收票据及应收账款	2578	2734	3393	3592	4401
其他应收款	148	137	191	183	245
预付账款	244	136	302	197	375
存货	1681	1688	2055	2152	2592
其他流动资产	457	843	843	843	843
非流动资产	2666	2534	2565	2575	2609
长期投资	24	24	22	21	20
固定资产	1168	1083	1186	1284	1391
无形资产	530	525	467	398	336
其他非流动资产	944	902	890	872	862
资产总计	9432	9565	11072	11504	13313
流动负债	3889	3644	4553	4379	5410
短期借款	913	725	1174	829	1297
应付票据及应付账款	977	933	1189	1195	1494
其他流动负债	1999	1986	2190	2355	2619
非流动负债	401	445	424	403	382
长期借款	60	108	87	66	45
其他非流动负债	341	337	337	337	337
负债合计	4289	4089	4977	4782	5793
少数股东权益	159	179	187	196	208
股本	758	758	758	758	758
资本公积	1161	1158	1158	1158	1158
留存收益	3071	3394	3842	4407	5126
归属母公司股东权益	4983	5297	5909	6526	7312
负债和股东权益	9432	9565	11072	11504	13313

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	254	356	-53	867	137
净利润	385	454	619	752	911
折旧摊销	216	181	147	162	171
财务费用	38	10	34	31	30
投资损失	-6	-17	-47	-55	-32
营运资金变动	-477	-414	-819	-54	-984
其他经营现金流	97	142	14	31	41
投资活动现金流	-235	-339	-111	-104	-159
资本支出	102	65	180	172	207
长期投资	-183	-291	2	1	1
其他投资现金流	50	17	67	68	46
筹资活动现金流	68	-202	-55	-178	-163
短期借款	271	-187	448	-345	468
长期借款	-40	48	-20	-21	-21
普通股增加	0	-0	0	0	0
资本公积增加	-8	-4	0	0	0
其他筹资现金流	-156	-58	-483	188	-610
现金净增加额	90	-183	-219	586	-185

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8282	7703	8884	10128	11590
营业成本	4844	4251	4723	5308	5986
营业税金及附加	72	75	77	89	104
营业费用	2433	2433	2951	3390	3879
管理费用	379	314	353	372	391
研发费用	70	71	127	144	177
财务费用	38	10	34	31	30
资产减值损失	-68	-66	0	0	0
其他收益	129	118	108	117	118
公允价值变动收益	11	1	2	3	4
投资净收益	6	17	47	55	32
资产处置收益	15	1	17	9	11
营业利润	497	568	761	935	1133
营业外收入	3	6	5	4	4
营业外支出	23	11	11	12	14
利润总额	477	564	754	926	1122
所得税	92	109	135	174	212
净利润	385	454	619	752	911
少数股东损益	2	9	8	9	12
归属母公司净利润	383	445	611	743	899
EBITDA	703	751	917	1100	1300
EPS(元)	0.51	0.59	0.81	0.98	1.19

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	0.3	-7.0	15.3	14.0	14.4
营业利润(%)	-21.6	14.4	33.9	22.9	21.1
归属于母公司净利润(%)	-24.5	16.0	37.4	21.5	21.1
获利能力					
毛利率(%)	41.5	44.8	46.8	47.6	48.4
净利率(%)	4.6	5.8	6.9	7.3	7.8
ROE(%)	7.5	8.3	10.1	11.2	12.1
ROIC(%)	6.2	7.2	8.5	9.9	10.3
偿债能力					
资产负债率(%)	45.5	42.7	45.0	41.6	43.5
净负债比率(%)	-6.1	-7.2	-3.3	-12.0	-8.5
流动比率	1.7	1.9	1.9	2.0	2.0
速动比率	1.2	1.4	1.3	1.5	1.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	3.8	3.1	3.1	3.1	3.1
应付账款周转率	7.3	6.3	6.3	6.3	6.3
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.59	0.81	0.98	1.19
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.47	-0.07	1.15	0.18
每股净资产(最新摊薄)	6.58	7.00	7.80	8.62	9.66
估值比率					
P/E	40.3	34.8	25.3	20.8	17.2
P/B	3.1	2.9	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	21.3	19.5	16.2	13.0	11.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn