

昆药集团 (600422)

收购华润圣火解决同业竞争，打造银发健康产业引领者

买入 (维持)

2024年06月10日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

研究助理 向潇

执业证书: S0600122080021

xiangx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	8282	7703	8591	9734	10990
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	756.80	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)	42.26	36.42	26.40	21.40	16.75

投资要点

- **事件:** 2024年6月7日,昆药集团发布公告,拟与关联方华润三九签署股权转让协议,以自有或自筹资金人民币17.91亿元收购华润三九持有的昆明华润圣火药业有限公司51%股权。
- **并购标的华润圣火基本情况:** 华润圣火主要业务为生产销售血塞通软胶囊(核心产品)等,2023年华润圣火净资产为9.95亿元,营业收入为7.5亿元,净利润为2亿元,净利率高达27%。本次评估值对应市盈率和市净率分别为17.5倍和3.97倍,相对可比公司处于合理估值区间。
- **并购圣火 1+1>2,核心产品血软有望成为数十亿级产品:** 华润三九在并购昆药时即承诺会解决同业竞争问题,公司与圣火业务层面融合持续推进,2024年乌镇健康大会上,公司已正式发布“777”品牌,未来圣火的沥血王和昆药的络泰正式更名为777“沥血王”以及777“络泰”,打造心脑血管防治的最佳天然用药。此次收购方案发布后,我们认为近期即有望实现股权层面的融合,24年即可在报表端贡献业绩,未来血塞通软胶囊在解决同业竞争后,有望实现1+1>2的情形,既能提升血软这一大单品的市场规模,昆药也有望借鉴圣火经验,提升昆药血软净利率,未来,昆药和圣火血塞通软胶囊有望迅速成长为数十亿级体量品种。
- **“战略规划”目标明确,业务线条划分清晰,品牌重塑正当时:** “战略规划”将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,致力于成为银发健康产业第一股。我们以工业口径估算,公司24-28年工业收入CAGR接近20%。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。我们预计到28年公司战略规划完成时,“昆中药1381”有望成长为35-40亿级体量,“777”有望成长为30-35亿级体量,“KPC1951”有望成长为25-30亿级体量,对应2023-2028年cagr分别为30%+、30%+、7%。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑到收购方案尚未执行,我们维持公司24-26年归母净利润为6.1/7.6/9.7亿元,当前市值对应PE为26/21/17倍,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 收购进展不及预期,品牌打造不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	20.42
一年最低/最高价	15.18/24.11
市净率(倍)	2.85
流通A股市值(百万元)	15,457.44
总市值(百万元)	15,460.27

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.15
资产负债率(% ,LF)	43.04
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): 2024 一季报点评: “昆中药 1381” 品牌打造初见成效, 三大黄金单品表现亮眼》

2024-04-21

《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》

2024-03-23

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
流动资产	7,031	7,435	7,425	5,737	营业总收入	7,703	8,591	9,734	10,990
货币资金及交易性金融资产	2,097	2,822	2,276	5,658	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
非流动资产	2,534	2,402	3,427	3,323	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	营业利润	568	769	948	1,199
其他非流动资产	836	831	831	831	营业外净收支	(5)	0	0	0
资产总计	9,565	9,837	10,851	9,061	利润总额	564	769	948	1,199
流动负债	3,644	3,307	3,557	800	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	745	745	745	净利润	454	620	764	967
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	归属母公司净利润	445	614	757	967
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	443	443	443	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	291	291	291	收入增长率(%)	(6.99)	11.53	13.30	12.90
负债合计	4,089	3,750	4,000	1,243	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	5,901	6,658	7,625					
少数股东权益	179	185	193	193					
所有者权益合计	5,477	6,087	6,851	7,818					
负债和股东权益	9,565	9,837	10,851	9,061					

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	735	654	3,382	每股净资产(元)	6.99	7.79	8.79	10.07
投资活动现金流	(339)	4	(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)	(13)	0	0	ROIC(%)	7.42	9.28	10.38	11.74
现金净增加额	(183)	725	(546)	3,382	ROE-摊薄(%)	8.39	10.40	11.37	12.68
折旧和摊销	215	138	175	103	资产负债率(%)	42.75	38.13	36.86	13.72
资本开支	(57)	(1)	(1,200)	0	P/E (现价&最新股本摊薄)	36.42	26.40	21.40	16.75
营运资本变动	(415)	(13)	(285)	2,312	P/B (现价)	3.06	2.74	2.43	2.12

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

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>