



# 昆药集团 (600422.SH)

增持 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 短期业绩有所波动, 看好长期盈利质量提升 业绩简评

2024年8月22日, 公司发布2024年半年报。1H24年公司实现收入35.54亿元, 同比-5.73%; 归母净利润2.29亿元, 同比+2.74%; 扣非归母净利润1.60亿元, 同比-9.75%。

单季度看, 2Q24公司实现收入17.02亿元, 同比-8.54%; 归母净利润1.11亿元, 同比+19.98%; 扣非归母净利润0.47亿元, 同比-36.18%, 其中与政府补助相关的非经常性损益项目约0.69亿元。

### 经营分析

启动收购华润圣火 51%股份, 三七领域影响力有望进一步加强。

公司此前发布公告, 拟以自有或自筹资金17.91亿元收购华润圣火51%股权。受益于品牌打造与纯销攻坚, 公司“络泰”血塞通软胶囊销售创下近年同期历史新高, 华润圣火加入后, 其“理渔王”血塞通软胶囊将进一步加强公司血塞通口服系列产品影响力。且公司正式推出“777”全新品牌, 双方强强联手, 有望不断拓展夯实777品牌认知, 通过渠道整合与协同, 院内+院外双向布局, 血塞通软胶囊有望持续放量。

“昆中药 1381”核心品种表现亮眼, 其盈利能力向好发展。公司上半年针对昆中药核心单品强化市场营销, 树立品牌认知, 成效已显, 参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒三大核心单品合计同比增长20%以上。1H24子公司昆中药实现收入约4.26亿元, 净利润约0.97亿元, 净利率约23%, 昆中药盈利质量近年来逐步提升, 精品国药平台成为公司重要利润贡献点。

费用同比优化, 毛利率有所下降可能与产品结构变化有关。1H24公司销售费用率为27.46%, 同比减少约4pct, 公司上半年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, 同时借助三九商道, 实现渠道联动与赋能; 毛利率为41.1%, 同比减少3.88pct, 可能与针剂业务收入下滑有关。

### 盈利预测、估值与评级

考虑到上半年业务结构优化及针剂业务收入下滑, 且不考虑华润圣火并表影响, 我们将24年归母净利润预测值由5.83亿元下调至5.30亿元, 现预计24-26年归母净利润分别为5.30/6.98/8.90亿元, 分别同比增长19%/32%/28%, EPS分别为0.70/0.92/1.18元, 现价对应PE分别为21/16/13倍, 维持“增持”评级。

### 风险提示

行业监管政策力度加强风险、带量采购降价风险、公司产品成本提高风险、市场竞争加剧风险等。

医药组

分析师: 袁维 (执业 S1130518080002)

yuan\_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币): 14.75 元

相关报告:

- 《昆药集团公司点评: 融合渐入佳境, 营销变革为增长赋能》, 2024.3.22
- 《昆药集团公司点评: 百日融合目标圆满完成, 重点品种实现高增长》, 2023.10.29
- 《昆药集团公司点评: 加速与华润三九融合, 坚持以创新引领公司发展》, 2023.8.31



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,282	7,703	8,580	9,985	11,589
营业收入增长率	0.35%	-6.99%	11.38%	16.38%	16.06%
归母净利润(百万元)	383	445	530	698	890
归母净利润增长率	-24.52%	16.05%	19.09%	31.74%	27.54%
摊薄每股收益(元)	0.505	0.587	0.699	0.922	1.175
每股经营性现金流净额	0.33	0.47	0.62	1.12	1.17
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.69%	8.39%	9.33%	11.29%	12.93%
P/E	27.94	35.56	21.09	16.01	12.55
P/B	2.15	2.98	1.97	1.81	1.62

来源: 公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	8,254	8,282	7,703	8,580	9,985	11,589
增长率		0.3%	-7.0%	11.4%	16.4%	16.1%
主营业务成本	-4,845	-4,844	-4,251	-4,885	-5,590	-6,420
%销售收入	58.7%	58.5%	55.2%	56.9%	56.0%	55.4%
毛利	3,409	3,438	3,453	3,695	4,395	5,169
%销售收入	41.3%	41.5%	44.8%	43.1%	44.0%	44.6%
营业税金及附加	-65	-72	-75	-69	-80	-93
%销售收入	0.8%	0.9%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-2,373	-2,433	-2,433	-2,617	-3,026	-3,477
%销售收入	28.8%	29.4%	31.6%	30.5%	30.3%	30.0%
管理费用	-406	-379	-314	-352	-409	-475
%销售收入	4.9%	4.6%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
研发费用	-101	-70	-71	-94	-120	-139
%销售收入	1.2%	0.8%	0.9%	1.1%	1.2%	1.2%
息税前利润 (EBIT)	464	485	560	563	760	985
%销售收入	5.6%	5.9%	7.3%	6.6%	7.6%	8.5%
财务费用	-40	-38	-10	-16	-8	2
%销售收入	0.5%	0.5%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-54	-111	-119	-21	-16	-15
公允价值变动收益	-1	11	1	0	0	0
投资收益	151	6	17	25	20	20
%税前利润	23.9%	1.3%	3.1%	3.8%	2.3%	1.8%
营业利润	634	497	568	661	866	1,102
营业利润率	7.7%	6.0%	7.4%	7.7%	8.7%	9.5%
营业外收支	-3	-20	-5	-1	-1	-1
税前利润	631	477	564	660	865	1,101
利润率	7.6%	5.8%	7.3%	7.7%	8.7%	9.5%
所得税	-118	-92	-109	-125	-163	-206
所得税率	18.7%	19.2%	19.4%	19.0%	18.8%	18.7%
净利润	513	385	454	535	703	895
少数股东损益	6	2	9	5	5	5
归属于母公司的净利润	508	383	445	530	698	890
净利率	6.2%	4.6%	5.8%	6.2%	7.0%	7.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	513	385	454	535	703	895
少数股东损益	6	2	9	5	5	5
非现金支出	252	355	333	147	156	174
非经营收益	-118	-11	-16	28	0	-4
营运资金变动	-395	-476	-414	-241	-13	-176
经营活动现金净流	252	254	357	469	846	889
资本开支	-226	-66	-57	-336	-251	-281
投资	219	-178	-290	-118	0	0
其他	27	9	8	25	20	20
投资活动现金净流	19	-235	-339	-429	-231	-261
股权募资	10	2	18	0	0	0
债权募资	13	331	-29	-208	-121	-84
其他	-242	-265	-191	-187	-213	-209
筹资活动现金净流	-219	68	-202	-395	-334	-293
现金净流量	49	90	-182	-355	281	335

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,574	1,658	1,493	1,123	1,388	1,705
应收款项	2,148	2,772	3,031	2,897	3,024	3,344
存货	1,884	1,681	1,688	1,731	1,977	2,268
其他流动资产	574	655	818	859	890	928
流动资产	6,180	6,766	7,031	6,609	7,279	8,245
%总资产	69.5%	71.7%	73.5%	69.7%	70.7%	72.2%
长期投资	280	346	342	460	460	460
固定资产	1,281	1,233	1,179	1,248	1,318	1,407
%总资产	14.4%	13.1%	12.3%	13.2%	12.8%	12.3%
无形资产	775	647	639	685	740	788
非流动资产	2,713	2,666	2,534	2,879	3,019	3,170
%总资产	30.5%	28.3%	26.5%	30.3%	29.3%	27.8%
资产总计	8,893	9,432	9,565	9,489	10,298	11,415
短期借款	678	1,035	749	501	370	276
应付款项	2,426	2,275	2,325	2,287	2,610	2,998
其他流动负债	382	579	571	382	467	566
流动负债	3,486	3,889	3,644	3,169	3,447	3,840
长期贷款	100	60	108	108	108	108
其他长期负债	368	341	337	354	373	391
负债	3,953	4,289	4,089	3,631	3,927	4,339
普通股股东权益	4,783	4,983	5,297	5,673	6,182	6,882
其中：股本	758	758	758	757	757	757
未分配利润	2,563	2,715	3,017	3,395	3,904	4,604
少数股东权益	157	159	179	184	189	194
负债股东权益合计	8,893	9,432	9,565	9,489	10,298	11,415

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	0.670	0.505	0.587	0.699	0.922	1.175
每股净资产	6.308	6.572	6.989	7.493	8.165	9.090
每股经营现金净流	0.332	0.335	0.471	0.619	1.118	1.174
每股股利	0.230	0.270	0.160	0.200	0.250	0.250
回报率						
净资产收益率	10.61%	7.69%	8.39%	9.33%	11.29%	12.93%
总资产收益率	5.71%	4.06%	4.65%	5.58%	6.77%	7.80%
投入资本收益率	6.58%	6.27%	7.12%	7.03%	8.98%	10.69%
增长率						
主营业务收入增长率	6.95%	0.35%	-6.99%	11.38%	16.38%	16.06%
EBIT增长率	-1.74%	4.46%	15.58%	0.47%	35.07%	29.53%
净利润增长率	11.12%	-24.52%	16.05%	19.09%	31.74%	27.54%
总资产增长率	9.49%	6.06%	1.41%	-0.80%	8.53%	10.85%
资产管理能力						
应收账款周转天数	72.0	94.8	118.2	107.0	95.0	90.0
存货周转天数	135.7	134.3	144.6	130.0	130.0	130.0
应付账款周转天数	48.2	49.8	58.3	43.0	42.0	42.0
固定资产周转天数	54.7	51.5	51.3	46.9	41.0	36.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-19.38%	-17.17%	-22.65%	-19.09%	-23.77%	-27.21%
EBIT利息保障倍数	11.7	12.7	54.6	35.7	94.5	-534.0
资产负债率	44.45%	45.48%	42.75%	38.27%	38.14%	38.01%

来源：公司年报、国金证券研究所


**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	6	15	36
增持	0	1	2	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>1.50</b>	<b>1.25</b>	<b>1.12</b>	<b>1.00</b>

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



**特别声明：**

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究