

## 昆药集团(600422.SH)

## 收入端短期受业务结构优化影响，并购圣火迈入新阶段

## 推荐 (维持)

股价:14.75元

## 主要数据

行业	医药
公司网址	www.kpc.com.cn
大股东/持股	华润三九医药股份有限公司/28.04%
实际控制人	国务院国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	757
流通A股(百万股)	757
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	112
流通A股市值(亿元)	112
每股净资产(元)	7.10
资产负债率(%)	44.8

## 行情走势图



## 相关研究报告

【平安证券】昆药集团(600422.SH)\*年报点评\*2028年末工业收入目标翻倍，奠定中长期高成长基础\*推荐20240328

【平安证券】昆药集团(600422.SH)\*季报点评\*与华润三九融合深化，看好发展潜力持续释放\*推荐20231030

【平安证券】昆药集团(600422.SH)\*半年报点评\*2023H1收入端承压，盈利能力提升\*推荐20230830

## 证券分析师

叶寅	投资咨询资格编号 S1060514100001 BOT335 YEYIN757@pingan.com.cn
韩盟盟	投资咨询资格编号 S1060519060002 hanmengmeng005@pingan.com.cn



## 事项:

公司公布2024年半年报，实现收入35.54亿元(-5.73%)，归母净利润2.29亿元(+2.74%)，扣非后归母净利润1.60亿元(-9.75%)，业绩基本符合预期。

其中24Q2单季度实现收入17.02亿元(-8.54%)，归母净利润1.11亿元(+19.98%)，扣非后归母净利润0.47亿元(-36.18%)。

## 平安观点:

- 24H1受业务结构优化和针剂影响收入下滑，昆中药表现亮眼。**24年上半年公司收入下滑主要是受业务结构持续优化及针剂业务因政策影响收入有所下滑的影响，此外对外援助项目减少也影响了收入表现。上半年昆中药系列产品表现亮眼，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。因针剂毛利率较高，收入下滑影响了整体毛利率表现，2024H1公司毛利率41.10%(-3.88 pp)；净利率6.58%(+0.47 pp)，净利率提升主要得益于销售费用率的改善，销售费用率27.46%(-4.04 pp)。上半年非经常性损益和各项资产减值，非经项目6947万元(+51%)；各项减值合计影响净利润5216万元(+32%)。
- 收购华润圣火51%股权，银发产业进入新阶段。**2024年6月27日股东大会通过了交易方案，公司收购华润圣火51%股权，对价17.91亿元。此次收购，一方面解决了血塞通软胶囊同业竞争问题，另一方面整合能更好推进三七产业链高质量发展。2023年华润圣火收入7.5亿元，净利润2.0亿元，并表后能显著增厚公司利润。伴随着公司“777”品牌发布，和华润圣火的收购整合，公司进入银发产业新阶段。
- 五年规划工业百亿目标，看好公司发展后劲，维持“推荐”评级。**此前公司发布五年规划，2028年工业收入达到百亿，发展后劲十足。考虑到短期收入结构调整带来的压力，我们将公司2024-2026年净利润预测调整

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,282	7,703	8,271	9,050	10,012
YOY(%)	0.3	-7.0	7.4	9.4	10.6
净利润(百万元)	383	445	552	700	889
YOY(%)	-24.5	16.0	24.1	26.9	26.9
毛利率(%)	41.5	44.8	43.6	44.7	46.3
净利率(%)	4.6	5.8	6.7	7.7	8.9
ROE(%)	7.7	8.4	9.8	11.5	13.3
EPS(摊薄/元)	0.51	0.59	0.73	0.93	1.17
P/E(倍)	29.1	25.1	20.2	15.9	12.6
P/B(倍)	2.2	2.1	2.0	1.8	1.7

至5.52亿、7.00亿、8.89亿元（原预测为6.56亿、8.31亿、10.37亿元），当前市值对应2024年PE仅20倍，维持“推荐”评级。

- 风险提示。1) 针剂产品降价风险：针剂主要有血塞通和天麻素，存在集采持续降价风险。2) 品牌打造不及预期风险：公司打造银发经济第一股，品牌形象打造可能存在不及预期可能。3) 外延并购不及预期：公司除了内生外，还需要依靠外延并购完成2028年目标，外延并购存在不及预期可能。

## 资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	7,031	6,900	7,797	8,840
现金	1,493	1,482	1,964	2,511
应收票据及应收账款	2,895	2,581	2,824	3,125
其他应收款	137	144	157	174
预付账款	136	257	282	312
存货	1,688	1,761	1,889	2,031
其他流动资产	683	673	680	688
<b>非流动资产</b>	2,534	2,279	2,015	1,754
长期投资	24	23	23	23
固定资产	1,153	986	816	644
无形资产	312	290	261	227
其他非流动资产	1,046	980	914	860
<b>资产总计</b>	9,565	9,178	9,812	10,594
<b>流动负债</b>	3,644	2,939	3,156	3,397
短期借款	725	0	0	0
应付票据及应付账款	933	1,052	1,129	1,213
其他流动负债	1,986	1,886	2,027	2,184
<b>非流动负债</b>	445	399	354	308
长期借款	152	107	61	15
其他非流动负债	293	293	293	293
<b>负债合计</b>	4,089	3,338	3,509	3,706
少数股东权益	179	186	195	206
股本	758	757	757	757
资本公积	1,158	1,158	1,158	1,158
留存收益	3,382	3,739	4,192	4,766
<b>归属母公司股东权益</b>	5,297	5,654	6,107	6,682
<b>负债和股东权益</b>	9,565	9,178	9,812	10,594

## 现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	322	941	742	869
净利润	454	559	709	900
折旧摊销	181	255	264	261
财务费用	10	17	-2	-6
投资损失	-17	-58	-58	-58
营运资金变动	-414	141	-198	-255
其他经营现金流	108	27	27	27
<b>投资活动现金流</b>	-339	31	31	31
资本支出	69	-0	0	-0
长期投资	-291	0	0	0
其他投资现金流	-117	31	31	31
<b>筹资活动现金流</b>	-202	-983	-291	-354
短期借款	-187	-725	0	0
长期借款	47	-45	-46	-45
其他筹资现金流	-62	-212	-246	-308
<b>现金净增加额</b>	-217	-11	482	547

## 利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	7,703	8,271	9,050	10,012
营业成本	4,251	4,664	5,002	5,377
税金及附加	75	80	88	97
营业费用	2,433	2,481	2,715	3,003
管理费用	314	364	409	453
研发费用	71	82	90	100
财务费用	10	17	-2	-6
资产减值损失	-66	-25	-18	-20
信用减值损失	-53	-41	-27	-30
其他收益	118	120	120	120
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	17	58	58	58
资产处置收益	1	6	6	6
<b>营业利润</b>	568	700	886	1,122
营业外收入	6	3	3	3
营业外支出	11	13	13	13
<b>利润总额</b>	564	691	877	1,113
所得税	109	132	168	213
<b>净利润</b>	454	559	709	900
少数股东损益	9	7	9	11
<b>归属母公司净利润</b>	445	552	700	889
EBITDA	755	963	1,139	1,367
EPS (元)	0.59	0.73	0.93	1.17

## 主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	-7.0	7.4	9.4	10.6
营业利润(%)	14.4	23.2	26.5	26.6
归属于母公司净利润(%)	16.0	24.1	26.9	26.9
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	44.8	43.6	44.7	46.3
净利率(%)	5.8	6.7	7.7	8.9
ROE(%)	8.4	9.8	11.5	13.3
ROIC(%)	9.9	12.2	16.2	20.4
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	42.7	36.4	35.8	35.0
净负债比率(%)	-11.2	-23.6	-30.2	-36.2
流动比率	1.9	2.3	2.5	2.6
速动比率	1.4	1.6	1.8	1.9
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	2.8	3.4	3.4	3.4
应付账款周转率	6.4	7.0	7.0	7.0
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.59	0.73	0.93	1.17
每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	1.24	0.98	1.15
每股净资产(最新摊薄)	7.00	7.47	8.07	8.83
<b>估值比率</b>				
P/E	25.1	20.2	15.9	12.6
P/B	2.1	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	20.2	10.3	8.3	6.6

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）  
推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）  
中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）  
回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）  
中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）  
弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2024版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话:4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路5023号平安金融中心B座25层	上海市陆家嘴环路1333号平安金融大厦26楼	北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层