

## 昆药集团 (600422.SH) 2024H1 营收小幅承压，品牌建设工作稳步推进

2024 年 08 月 24 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

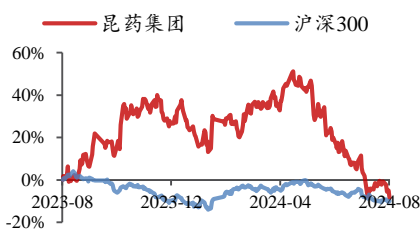
余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

日期	2024/8/23
当前股价(元)	14.18
一年最高最低(元)	24.11/13.99
总市值(亿元)	107.36
流通市值(亿元)	107.34
总股本(亿股)	7.57
流通股本(亿股)	7.57
近 3 个月换手率(%)	84.91

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《与华润圣火整合在即，协同助力慢病管理业务发展——公司信息更新报告》-2024.6.8

《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

### ● 2024H1 营收小幅承压，提质增效策略效果明显，维持“买入”评级

公司 2024H1 实现营收 35.54 亿元（同比-5.73%，下文皆为同比口径），同比下滑主要系公司业务结构持续优化及针剂业务因相关政策影响收入有所下滑导致；归母净利润 2.29 亿元（+2.74%）；扣非归母净利润 1.60 亿元（-9.75%）。分季度来看，2024Q2 单季度实现营收 17.02 亿元（-8.54%）；归母净利润 1.11 亿元（+19.98%）；扣非归母净利润 0.47 亿元（-36.18%）。从盈利能力来看，2024H1 毛利率为 41.10%（-3.88pct）；净利率为 6.58%（+0.47pct）。从费用端来看，2024H1 销售费用率为 27.46%（-4.04pct）；管理费用率为 4.17%（-0.18pct）；研发费用率为 1.07%（+0.26pct）；财务费用率为 0.31%（+0.16pct）。我们看好公司银发经济布局带来的潜在成长空间，考虑到短期针剂业务政策扰动等因素影响，下调原盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 5.57/7.04/8.51 亿元（原预计 2024-2026 年分别为 6.11/7.43/8.99 亿元），EPS 为 0.74/0.93/1.12 元，当前股价对应 PE 为 19.3/15.3/12.6 倍，维持“买入”评级。

### ● 品牌建设稳步推进，创新能力持续提升

**品牌建设方面**，（1）慢病管理领域：紧抓银发经济发展，启动华润圣火 51% 股权收购工作，提升在心脑血管领域的核心竞争力，强化消费者对于 777 品牌以及血塞通软胶囊有效成分的认知，使血塞通软胶囊销售创下近年同期历史新高。（2）精品国药领域：围绕“昆中药 1381”品牌，通过全方位、多维度、高频次的营销增加品牌曝光率、驱动品牌跃级发展，2024H1 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。**研发创新方面**，公司自主研发的适用于缺血性脑卒中的中药 1 类新药 KYAZ01-2011-020 II 期临床研究进展顺利，已完成数据清理；首个自主研发的小分子创新分子、拟用于非酒精性脂肪肝的 KYAH01-2018-111 完成 pre-IND 沟通咨询，IND 资料准备中，且其他研发项目的稳步推进将持续丰富产品管线，为公司实现战略目标蓄势赋能。

● **风险提示**：市场及政策变化风险、产品销售不及预期、新品研发不及预期。

### 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	8,500	9,436	10,498
YOY(%)	0.3	-7.0	10.3	11.0	11.3
归母净利润(百万元)	383	445	557	704	851
YOY(%)	-24.5	16.0	25.2	26.5	20.9
毛利率(%)	41.5	44.8	44.4	44.8	45.2
净利率(%)	4.6	5.8	6.5	7.5	8.1
ROE(%)	7.5	8.3	9.6	11.1	12.1
EPS(摊薄/元)	0.51	0.59	0.74	0.93	1.12
P/E(倍)	28.0	24.1	19.3	15.3	12.6
P/B(倍)	2.2	2.0	1.9	1.7	1.5

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
<b>流动资产</b>	6766	7031	6723	7375	8327
现金	1658	1493	3359	4113	4436
应收票据及应收账款	2578	2734	0	0	0
其他应收款	148	137	177	171	216
预付账款	244	136	283	182	336
存货	1681	1688	2061	2065	2495
其他流动资产	457	843	843	843	843
<b>非流动资产</b>	2666	2534	2507	2473	2456
长期投资	24	24	22	21	20
固定资产	1168	1082	1131	1187	1245
无形资产	530	525	467	398	336
其他非流动资产	944	903	887	867	855
<b>资产总计</b>	9432	9565	9230	9848	10783
<b>流动负债</b>	3889	3644	2919	3011	3266
短期借款	913	725	725	725	725
应付票据及应付账款	977	933	0	0	0
其他流动负债	1999	1986	2194	2285	2541
<b>非流动负债</b>	401	445	422	399	377
长期借款	60	108	85	62	40
其他非流动负债	341	337	337	337	337
<b>负债合计</b>	4289	4089	3341	3410	3643
少数股东权益	159	179	186	195	206
股本	758	758	758	758	758
资本公积	1161	1158	1158	1158	1158
留存收益	3071	3394	3754	4214	4780
<b>归属母公司股东权益</b>	4983	5297	5702	6243	6934
<b>负债和股东权益</b>	9432	9565	9230	9848	10783

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	254	356	2100	966	558
净利润	385	454	563	713	862
折旧摊销	216	181	144	156	161
财务费用	38	10	9	-30	-45
投资损失	-6	-17	-47	-55	-32
营运资金变动	-477	-414	1418	154	-424
其他经营现金流	97	142	13	28	36
<b>投资活动现金流</b>	-235	-339	-49	-55	-97
资本支出	102	65	119	124	145
长期投资	-183	-291	2	1	1
其他投资现金流	50	17	67	68	46
<b>筹资活动现金流</b>	68	-202	-185	-156	-137
短期借款	271	-187	0	0	0
长期借款	-40	48	-23	-23	-22
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	-163	-133	-115
<b>现金净增加额</b>	90	-183	1866	754	323

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	8282	7703	8500	9436	10498
营业成本	4844	4251	4730	5205	5753
营业税金及附加	72	75	74	82	94
营业费用	2433	2433	2678	2953	3233
管理费用	379	314	357	368	378
研发费用	70	71	102	113	126
财务费用	38	10	9	-30	-45
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
<b>营业利润</b>	497	568	694	887	1072
营业外收入	3	6	5	4	4
营业外支出	23	11	11	12	14
<b>利润总额</b>	477	564	687	878	1062
所得税	92	109	123	165	200
<b>净利润</b>	385	454	563	713	862
少数股东损益	2	9	7	9	11
<b>归属母公司净利润</b>	383	445	557	704	851
EBITDA	703	751	809	972	1144
EPS(元)	0.51	0.59	0.74	0.93	1.12

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	0.3	-7.0	10.3	11.0	11.3
营业利润(%)	-21.6	14.4	22.0	27.8	20.9
归属于母公司净利润(%)	-24.5	16.0	25.2	26.5	20.9
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	41.5	44.8	44.4	44.8	45.2
净利率(%)	4.6	5.8	6.5	7.5	8.1
ROE(%)	7.5	8.3	9.6	11.1	12.1
ROIC(%)	6.2	7.2	8.0	9.1	10.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	45.5	42.7	36.2	34.6	33.8
净负债比率(%)	-6.1	-7.2	-38.8	-47.6	-47.8
流动比率	1.7	1.9	2.3	2.4	2.5
速动比率	1.2	1.4	1.5	1.7	1.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	3.8	3.1	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	7.3	6.3	14.2	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.59	0.74	0.93	1.12
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.47	2.77	1.28	0.74
每股净资产(最新摊薄)	6.58	7.00	7.53	8.25	9.16
<b>估值比率</b>					
P/E	28.0	24.1	19.3	15.3	12.6
P/B	2.2	2.0	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	14.6	13.2	9.9	7.5	6.1

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	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	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3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