



## 买入（维持）

所属行业：医药生物/中药 II  
当前价格(元)：13.83

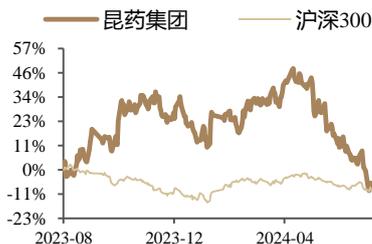
### 证券分析师

周新明

资格编号：S0120524060001

邮箱：zhouxm@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-13.22	-22.44	-37.98
相对涨幅(%)	-11.01	-18.57	-30.28

资料来源：德邦研究所，聚源数据

### 相关研究

- 《昆药集团 (600422.SH)：华润入主持续赋能发展，强品牌、强渠道加速产品放量》，2023.10.31
- 《昆药集团 (600422.SH)：华润“百日融合”完成，慢病+国药两大平台双重驱动》，2023.8.30

# 昆药集团 2024 年中报点评：针剂拖累表观业绩，口服核心品种表现亮眼。

## 投资要点

**事件：**1.24H1，公司实现收入 35.54 亿元 (-5.73%，同比，下同)，实现归母净利润 2.3 亿元 (+2.74%)，实现扣非归母净利润 1.6 亿元 (-9.75%)。2.24Q2，公司实现收入 17.02 亿元 (-8.54%)，实现归母净利润 1.11 亿元 (+19.98%)，实现扣非归母净利润 4713 万元 (-36.18%)。24H1，受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影响，公司表观业绩承压。

**“777”品牌重磅亮相，整合圣火持续推进，核心品种血软历史新高：**24H1，公司正式推出“777”全新品牌，构建“三七就是 777”品牌认知，强化消费者对于血塞通软胶囊有效成分三七总皂苷的认知。通过强化渠道拓展协同、增强产品品牌价值，带动产品在院外实现较快增长，24H1，受益于品牌打造与纯销攻坚，公司血塞通软胶囊销售创下近年同期历史新高。此外，24 年 6 月 27 日，公司股东大会已决议通过收购华润三九持有的华润圣火 51% 股权议案，在不稀释公司股权的情况下，以现金收购获得优质资产圣火的 51% 股权，未来，圣火“理湔王”凭借其优秀的学术能力、临床证据主打院内，昆药“络泰”规格剂型丰富主打院外，共同谱写银发健康产业发展的全新篇章。

**“昆中药 1381”品牌重塑，渠道赋能效果显著，核心品种快速增长：**24H1，昆中药 1381 事业部打造专属品牌 IP，参苓健脾胃颗粒亮相湖南卫视、热播大剧等，舒肝颗粒推出系列短片、大型快闪活动等，品牌打造深入人心。此外，24H1，公司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；昆中药系列产品销售表现突出，其中，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。

**盈利预测与投资评级：**考虑到血塞通针剂业绩下滑，我们预计公司 24-26 年归母净利润为 5.4/6.8/8.8 亿元，当前市值对应 pe 为 19/15/12x，维持“买入”评级。

**风险提示：**集采续约进度不及预期，行业重大政策变更，市场竞争加剧风险等。

### 股票数据

总股本(百万股)：	757.11
流通 A 股(百万股)：	756.98
52 周内股价区间(元)：	13.83-23.45
总市值(百万元)：	10,470.89
总资产(百万元)：	10,057.79
每股净资产(元)：	7.10

资料来源：公司公告

### 主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,282	7,703	8,274	9,415	10,661
(+/-)YOY(%)	0.3%	-7.0%	7.4%	13.8%	13.2%
净利润(百万元)	383	445	543	679	875
(+/-)YOY(%)	-24.5%	16.0%	22.1%	25.1%	28.8%
全面摊薄 EPS(元)	0.51	0.59	0.72	0.90	1.16
毛利率(%)	41.5%	44.8%	45.1%	46.8%	48.6%
净资产收益率(%)	7.7%	8.4%	9.3%	10.4%	12.1%

资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.59	0.72	0.90	1.16
每股净资产	6.99	7.70	8.60	9.55
每股经营现金流	0.47	1.14	0.85	1.06
每股股利	0.20	0.20	0.20	0.20
价值评估(倍)				
P/E	35.36	19.29	15.41	11.97
P/B	2.98	1.80	1.61	1.45
P/S	1.36	1.27	1.11	0.98
EV/EBITDA	19.10	10.81	8.46	6.31
股息率%	1.0%	1.4%	1.4%	1.4%
盈利能力指标(%)				
毛利率	44.8%	45.1%	46.8%	48.6%
净利润率	5.9%	6.6%	7.3%	8.3%
净资产收益率	8.4%	9.3%	10.4%	12.1%
资产回报率	4.6%	5.7%	6.5%	7.6%
投资回报率	7.4%	8.4%	9.4%	10.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-7.0%	7.4%	13.8%	13.2%
EBIT 增长率	4.0%	20.3%	22.6%	27.7%
净利润增长率	16.0%	22.1%	25.1%	28.8%
偿债能力指标				
资产负债率	42.7%	37.2%	36.1%	35.5%
流动比率	1.9	2.3	2.6	2.7
速动比率	1.4	1.7	1.9	2.1
现金比率	0.4	0.7	0.8	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	116.6	105.5	93.9	94.2
存货周转天数	142.7	127.4	113.8	111.4
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0
固定资产周转率	6.8	7.9	9.7	12.0

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	445	543	679	875
少数股东损益	9	5	7	9
非现金支出	333	238	228	219
非经营收益	-16	3	14	13
营运资金变动	-415	73	-282	-312
经营活动现金流	356	862	646	803
资产	-57	-40	0	0
投资	-290	0	0	0
其他	8	30	15	15
投资活动现金流	-339	-10	15	15
债权募资	-29	-156	-50	50
股权募资	18	-9	0	0
其他	-191	-31	-29	-180
融资活动现金流	-202	-195	-79	-130
现金净流量	-183	656	582	689

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 26 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7,703	8,274	9,415	10,661
营业成本	4,251	4,543	5,012	5,484
毛利率%	44.8%	45.1%	46.8%	48.6%
营业税金及附加	75	74	85	96
营业税金率%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	2,433	2,565	2,994	3,465
营业费用率%	31.6%	31.0%	31.8%	32.5%
管理费用	314	331	377	426
管理费用率%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用	71	83	113	128
研发费用率%	0.9%	1.0%	1.2%	1.2%
EBIT	582	701	859	1,097
财务费用	10	20	8	1
财务费用率%	0.1%	0.2%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-66	-50	-50	-50
投资收益	17	15	15	15
营业利润	568	680	851	1,096
营业外收支	-5	0	0	0
利润总额	564	680	851	1,096
EBITDA	797	838	997	1,236
所得税	109	132	165	213
有效所得税率%	19.4%	19.4%	19.4%	19.4%
少数股东损益	9	5	7	9
归属母公司所有者净利润	445	543	679	875

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,493	2,149	2,732	3,420
应收账款及应收票据	2,734	2,448	2,785	3,154
存货	1,688	1,527	1,640	1,754
其它流动资产	1,116	1,071	1,116	1,164
流动资产合计	7,031	7,195	8,273	9,492
长期股权投资	24	24	24	24
固定资产	1,083	1,005	927	849
在建工程	96	116	96	76
无形资产	312	272	232	192
非流动资产合计	2,534	2,388	2,210	2,041
资产总计	9,565	9,583	10,483	11,533
短期借款	725	525	425	425
应付票据及应付账款	933	883	975	1,066
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,986	1,661	1,833	2,010
流动负债合计	3,644	3,069	3,233	3,502
长期借款	108	158	208	258
其它长期负债	337	340	340	340
非流动负债合计	445	498	548	598
负债总计	4,089	3,567	3,781	4,100
实收资本	758	757	757	757
普通股股东权益	5,297	5,831	6,510	7,234
少数股东权益	179	185	191	200
负债和所有者权益合计	9,565	9,583	10,483	11,533

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

周新明 德邦证券研究所 所长助理兼医药首席分析师，医药行业全覆盖。本科、硕士分别毕业于浙江大学材料科学专业、北京大学卫生经济专业，具有 10 年证券从业经验。分别在 2023 年、2022 年、2021 年、2016 年获得新财富医药生物行业第四、三、四、三名。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	<b>股票投资评级</b>	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。