

昆药集团 (600422.SH)

三九赋能改革持续深化，战略目标明确

投资要点:

➤ 公司高基数下短期承压，Q3有望迎来拐点

24年H1：公司实现营业收入35.54亿元，同比下滑5.73%；实现归母净利润2.29亿元，同比增长2.74%；实现扣非归母净利润1.6亿元，同比下滑9.75%。

24年Q2：公司实现营业收入17.02亿，同比下滑8.54%；实现归母净利润1.11亿元，同比增长19.98%，实现扣非归母净利润0.47亿元，同比下降36.18%。

收入下滑主要系短期业务结构持续优化及针剂业务因相关政策的影响，核心品种放量明确，战略规划目标不变，在相关因素出清后随着华润赋能不断深化，公司有望持续兑现战略目标。

➤ 华润赋能改革持续深化，百亿工业战略目标明确

2024年是公司加入华润大家庭、与华润三九稳步推进融合重塑的第二年，公司持续推动全面融合工作，加深双方在价值、业务、组织及精神层面的深度融合，锚定“银发健康产业引领者”战略核心，力争2028年末实现营业收入翻番，工业收入达到100亿元的战略目标。

➤ 重塑品牌，整合渠道，核心品种明确放量。

公司重点围绕“昆中药1381”的企业品牌、聚焦昆中药参苓健脾胃、舒肝颗粒等核心大单品，通过全方位、多维度、高频次的广告投放强势出击，以大流量、大声势、大布局增加品牌曝光率、驱动品牌跃级发展。2024H1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

➤ 启动收购华润圣火51%股份，布局银发健康产业发展新阶段。

公司已于2024年6月27日召开股东大会，审议通过了华润圣火收购方案，拟以17.91亿收购华润圣火51%股权，圣火2023年营业收入7.51亿，净利润2.03亿。收购完成后将解决公司同业竞争问题，且有望进一步完善三七产业链优势布局，提升公司在心脑血管疾病治疗领域业务规模，持续增厚公司“老龄健康-慢病管理”领域的业绩。

➤ 盈利预测与投资建议

由于H1收入下降，我们将2024/2025/2026年公司营收分别由85.44/95.44/107.22亿元下调至84.81/93.95/104.61亿元，增速为10%/11%/11%。将2024/2025/2026年公司净利润分别由5.89/7.7/9.81亿元下调至5.65/7.18/8.92亿元，增速为27%/27%/24%。我们看好华润赋能昆药集团，以及未来打造银发健康产业第一股的战略核心，维持“买入”评级。

➤ 风险提示

产品销售和推广不及预期风险，重点产品集采降价幅度超预期风险，研发失败或进度不及预期风险，原材料价格波动的风险

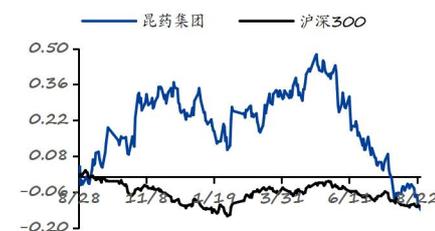
买入 (维持评级)

当前价格: 13.83元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	757.11/756.98
流通A股市值(百万元)	10,468.97
每股净资产(元)	7.10
资产负债率(%)	44.76
一年内最高/最低价(元)	24.11/13.69

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 盛丽华(S0210523020001)
SLH30021@hfzq.com.cn
分析师: 张俊(S0210524040002)
zj30486@hfzq.com.cn
联系人: 万喆瑞(S0210123050066)
wzr30132@hfzq.com.cn

相关报告

1、昆药集团：华润赋能，打造银发经济第一股——2024.06.29

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,282	7,703	8,481	9,395	10,461
增长率	0%	-7%	10%	11%	11%
净利润(百万元)	383	445	565	718	892
增长率	-25%	16%	27%	27%	24%
EPS(元/股)	0.51	0.59	0.75	0.95	1.18
市盈率(P/E)	27.3	23.5	18.5	14.6	11.7
市净率(P/B)	2.1	2.0	1.8	1.7	1.5

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,493	1,644	1,968	2,081	营业收入	7,703	8,481	9,395	10,461
应收票据及账款	2,734	2,976	3,311	3,699	营业成本	4,251	4,532	4,840	5,199
预付账款	136	145	155	166	税金及附加	75	82	91	101
存货	1,688	1,716	1,609	1,888	销售费用	2,433	2,714	3,053	3,452
合同资产	0	0	0	0	管理费用	314	339	371	408
其他流动资产	980	1,025	1,052	1,116	研发费用	71	85	103	126
流动资产合计	7,031	7,506	8,095	8,950	财务费用	10	28	27	25
长期股权投资	24	24	24	24	信用减值损失	-53	-50	-60	-70
固定资产	1,084	1,170	1,227	1,259	资产减值损失	-66	-66	-70	-80
在建工程	96	96	106	126	公允价值变动收益	1	1	1	1
无形资产	312	319	308	300	投资收益	17	17	17	17
商誉	92	92	92	92	其他收益	118	118	118	118
其他非流动资产	927	938	943	941	营业利润	568	721	915	1,136
非流动资产合计	2,534	2,639	2,700	2,741	营业外收入	7	6	7	6
资产合计	9,565	10,144	10,795	11,692	营业外支出	11	11	11	11
短期借款	725	769	725	725	利润总额	564	716	911	1,131
应付票据及账款	933	994	1,062	1,141	所得税	110	139	177	220
预收款项	0	0	0	0	净利润	454	577	734	911
合同负债	91	114	133	162	少数股东损益	9	12	15	19
其他应付款	1,392	1,392	1,392	1,392	归属母公司净利润	445	565	718	892
其他流动负债	504	525	550	579	EPS (按最新股本摊薄)	0.59	0.75	0.95	1.18
流动负债合计	3,644	3,794	3,863	3,999					
长期借款	108	108	108	108					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	337	337	337	337					
非流动负债合计	445	445	445	445					
负债合计	4,089	4,238	4,307	4,444					
归属母公司所有者权益	5,297	5,715	6,281	7,022					
少数股东权益	179	191	206	225					
所有者权益合计	5,477	5,906	6,488	7,248					
负债和股东权益	9,565	10,144	10,795	11,692					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	356	524	751	480
现金收益	645	753	921	1,103
存货影响	-8	-27	106	-279
经营性应收影响	19	-185	-275	-319
经营性应付影响	49	62	68	79
其他影响	-350	-78	-69	-104
投资活动现金流	-339	-236	-204	-190
资本支出	-84	-241	-216	-210
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-255	5	12	20
融资活动现金流	-202	-137	-222	-177
借款增加	-238	43	-43	0
股利及利息支付	-147	-191	-191	-190
股东融资	18	0	0	0
其他影响	165	11	12	13

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-7.0%	10.1%	10.8%	11.3%
EBIT 增长率	11.3%	29.7%	26.0%	23.3%
归母公司净利润增长率	16.0%	27.0%	27.2%	24.2%
获利能力				
毛利率	44.8%	46.6%	48.5%	50.3%
净利率	5.9%	6.8%	7.8%	8.7%
ROE	8.1%	9.6%	11.1%	12.3%
ROIC	11.5%	13.6%	15.6%	17.1%
偿债能力				
资产负债率	42.7%	41.8%	39.9%	38.0%
流动比率	1.9	2.0	2.1	2.2
速动比率	1.5	1.5	1.7	1.8
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转天数	117	114	114	114
存货周转天数	143	135	124	121
每股指标 (元)				
每股收益	0.59	0.75	0.95	1.18
每股经营现金流	0.47	0.69	0.99	0.63
每股净资产	7.00	7.55	8.30	9.28
估值比率				
P/E	24	19	15	12
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	4	4	3	2

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn