

2024 年 11 月 10 日

昆药集团 (600422. SH)

投资评级：买入（维持）

——24Q3 业绩平稳，华润赋能成长可期

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2024 年 11 月 08 日

收盘价 (元)	15.75
一年内最高/最低 (元)	24.11/11.92
总市值 (百万元)	11,922.37
流通市值 (百万元)	11,922.37
总股本 (百万股)	756.98
资产负债率 (%)	43.00
每股净资产 (元/股)	7.31

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **事件：**公司发布 2024 年三季报，2024 前三季度实现营业收入 54.57 亿元，同比下降 2.73%，归母净利润 3.87 亿元，同比增长 0.36%，扣非归母净利润 2.89 亿元，同比下降 6.81%。单三季度实现收入 19.03 亿元，同比增长 3.41%，归母净利润 1.58 亿元，同比下降 2.91%，扣非归母净利润 1.29 亿元，同比下降 2.90%。三季度收入平稳增长，业务结构持续优化。
- **销售费用率降低，经营性现金流明显改善。**24Q3 毛利率 40.55%，同比下降 4.68pct，我们预计主要因为高毛利的针剂产品收入占比下降所致；费用控制较好，24Q3 销售费用率 23.25% (同比-6.88pct)，2024Q1-3 销售费用率为 25.99% (同比-5.06pct)。2024Q1-3 公司经营性现金流量净额为 2.16 亿元，去年同期为-3637 万元。
- **打造精品国药领先者，昆中药核心品种快速增长。**公司持续打造以参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒为代表的“昆中药 1381”精品国药系列产品，看好“品牌文化+品类拓展+IP 营销”三轮驱动昆中药持续增长。1) 品牌：首发品牌文化宣传片《问道 1381》，为昆中药 1381 奠定宏大的品牌格局；2) 品类：将参苓健脾胃颗粒等经典产品从传统的补脾赛道拓展至更广阔的消化赛道，实现“参苓健脾胃+”的品类布局；3) IP：联手西瓜视频《健康周刊》开展“脾胃养护指南”系列活动，同时通过跨界合作与创意营销提升品牌力。
- **持续加大 777 品牌建设，战略定位银发经济。**公司深耕三七产业链，携手各大连锁，在全国范围内开展多场 777 三七“生命之河”私享会活动以及“777 银发青年守护行动”，建立“三七就是 777”的品牌联想以及消费者对血塞通软胶囊有效成分三七总皂苷作用的认知。血塞通软胶囊为心脑血管领域中药大单品，公司瞄准银发群体，持续加大终端覆盖，同时加速与华润圣火融合发展，带动血塞通口服系列产品院内外实现较快增长。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.62 亿元、7.03 亿元、8.94 亿元，同比增长 26%、25%、27%，当前股价对应 PE 分别为 21X、17X、13X。2024 年是昆药与华润融合第二年，融合工作稳步推进，基于公司 2024 年-2028 年五年战略发展规划不变（通过内生发展加外延扩张方式，力争 2028 年末实现营业收入翻番，工业收入达到 100 亿元，致力于成为银发健康产业第一股），我们看好华润持续赋能之下公司业绩加速释放，维持“买入”评级。

- **风险提示：**医药行业政策风险；产品销售不及预期风险；原材料价格波动风险。

盈利预测与估值 (人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	8,282	7,703	8,396	9,561	10,690
同比增长率 (%)	0.35%	-6.99%	8.99%	13.88%	11.81%
归母净利润 (百万元)	383	445	562	703	894
同比增长率 (%)	-24.52%	16.05%	26.41%	25.04%	27.14%
每股收益 (元/股)	0.51	0.59	0.74	0.93	1.18
ROE (%)	7.69%	8.39%	9.93%	11.49%	13.35%
市盈率 (P/E)	31.11	26.81	21.21	16.96	13.34

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,493	2,161	2,237	2,545
应收票据及账款	2,895	2,450	2,790	3,119
预付账款	136	115	131	146
其他应收款	137	146	166	186
存货	1,688	1,737	1,868	2,095
其他流动资产	683	674	684	693
流动资产总计	7,031	7,283	7,876	8,785
长期股权投资	24	23	23	23
固定资产	1,153	1,149	1,212	1,235
在建工程	96	108	75	75
无形资产	312	270	254	208
长期待摊费用	22	21	20	20
其他非流动资产	928	936	894	842
非流动资产合计	2,534	2,507	2,478	2,403
资产总计	9,565	9,790	10,354	11,188
短期借款	725	625	525	425
应付票据及账款	933	1,038	1,116	1,251
其他流动负债	1,986	1,866	2,021	2,264
流动负债合计	3,644	3,530	3,662	3,940
长期借款	152	120	89	55
其他非流动负债	293	293	293	293
非流动负债合计	445	413	382	348
负债合计	4,089	3,943	4,044	4,288
股本	758	757	757	757
资本公积	1,158	1,159	1,159	1,159
留存收益	3,382	3,745	4,200	4,778
归属母公司权益	5,297	5,661	6,115	6,693
少数股东权益	179	186	195	206
股东权益合计	5,477	5,847	6,311	6,900
负债和股东权益合计	9,565	9,790	10,354	11,188

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	454	428	571	764
折旧与摊销	215	267	318	345
财务费用	10	30	22	16
投资损失	-17	-58	-58	-58
营运资金变动	-414	401	-284	-223
其他经营现金流	108	169	169	169
经营性现金净流量	356	1,236	738	1,013
投资性现金净流量	-339	-209	-259	-239
筹资性现金净流量	-202	-360	-402	-466
现金流量净额	-183	668	76	308

利润表 (百万元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,703	8,396	9,561	10,690
营业成本	4,251	4,600	4,946	5,547
税金及附加	75	74	84	94
销售费用	2,433	2,603	3,184	3,400
管理费用	314	353	402	428
研发费用	71	95	127	174
财务费用	10	30	22	16
资产减值损失	-66	-54	-61	-68
信用减值损失	-53	-60	-30	-20
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	17	58	58	58
公允价值变动损益	1	0	0	0
资产处置收益	1	6	6	6
其他收益	118	120	120	120
营业利润	568	713	889	1,128
营业外收入	6	3	3	3
营业外支出	11	13	13	13
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	564	704	880	1,119
所得税	109	135	168	214
净利润	454	569	712	905
少数股东损益	9	7	9	11
归属母公司股东净利润	445	562	703	894
EPS(元)	1	1	1	1

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	-6.99%	8.99%	13.88%	11.81%
营业利润增长率	14.35%	25.42%	24.72%	26.86%
归母净利润增长率	16.05%	26.41%	25.04%	27.14%
经营现金流增长率	40.25%	247.22%	-40.34%	37.28%
盈利能力				
毛利率	44.82%	45.21%	48.27%	48.11%
净利率	5.90%	6.78%	7.45%	8.47%
ROE	8.39%	9.93%	11.49%	13.35%
ROA	4.65%	5.74%	6.79%	7.99%
ROIC	9.81%	12.60%	16.76%	19.41%
估值倍数				
P/E	26.81	21.21	16.96	13.34
P/S	1.55	1.42	1.25	1.12
P/B	2.25	2.11	1.95	1.78
股息率	1.27%	1.67%	2.08%	2.65%
EV/EBITDA	19	11	9	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，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本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、意见及推测等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投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数。