



买入（维持）

所属行业：医药生物/中药 II
当前价格(元)：15.77

证券分析师

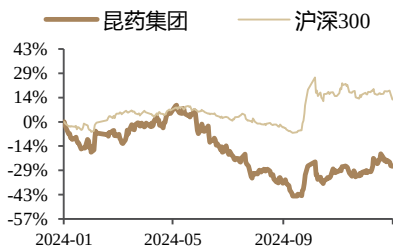
周新明

资格编号：S0120524060001

邮箱：zhouxm@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.30	4.78	-0.44
相对涨幅(%)	7.52	6.57	4.47

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《昆药集团 2024 年中报点评：针剂拖累表现业绩，口服核心品种表现亮眼。》，2024.8.26

昆药集团：集采续约平稳落地，圣火并表未来可期

投资要点

- 事件 1：**2024 年 12 月 20 日，华润圣火股权转让的相关工商变更登记手续办理完成，公司持有华润圣火 51% 股权，华润圣火成为公司的控股子公司并纳入公司合并报表范围；
- 事件 2：**2024 年 12 月 30 日，《全国中成药采购联盟集中带量采购拟中选结果公示》（以下简称《结果》）显示，公司注射用血塞通（冻干）、昆药集团血塞通药业股份有限公司（以下简称“血塞通药业”）血塞通滴丸、昆明华润圣火药业有限公司（以下简称“圣火药业”）血塞通软胶囊等产品拟中选本次集中采购。
- 集采平稳落地，估值压制因素去除。**根据《结果》，公司 200mg 规格注射用血塞通（冻干）中标价为 9.22 元/支，血塞通滴丸中标价为 24.38 元/盒。血塞通软胶囊中标价为 25.88 元/盒，均为 0 降幅续约中标；此外，按照此次集采续约规则，公司三七血塞通系列产品，包括公司注射用血塞通（冻干）（其他品规）、血塞通软胶囊、血塞通滴丸（其他品规）、血塞通颗粒、血塞通片，圣火药业血塞通软胶囊（其他品规）等共计 14 个品规均为本次集采“供应清单”内品种，除 100mg 规格冻干粉需满足小剂型价格不高于高剂型外，其余品种也均满足 0 降幅续约条件。此次集采续约执行至 2017 年 12 月 31 日，期限长，为公司集采品种的价格稳定提供了保障。我们认为，公司集采平稳落地，前期估值压制因素已去除，未来估值有望得到一定修复。
- 并购优质资产圣火，打造银发健康产业引领者。**根据公司公告，华润圣火 2023 年净利润 2.0 亿元，净利率高达 27%，此次华润圣火正式纳入公司并表范围，不仅增厚公司利润，也低于公司实现公司三七业务战略性、专业化整合，助力公司打造三七产业链标杆企业，进一步提升公司在心脑血管领域产品的市场份额，实现将公司打造成为“银发健康产业引领者、精品国药领先者、老龄健康-慢病管理领导者”的战略目标起到重要作用。此外，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。在收购圣火后，血塞通软胶囊成为公司事实上的独家品种，未来圣火“理湔王”将与昆药“络泰”一起，共同谱写银发健康产业发展的全新篇章。
- 五年规划稳步推进，核心品种快速放量。**公司于十届二十四次董事会决议通过公司战略规划（2024 年-2028 年）：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。核心业务为“老龄健康-慢病管理领域领导者”以及“精品国药领先者”。根据公司规划，其主要抓手为“777”事业部以及“昆中药 1381”事业部；24H1，公司“777”事业部下血塞通软胶囊受益于品牌打造与纯销攻坚，销售创下近年同期历史新高；昆中药 1381 事业部打造专属品牌 IP，24H1 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。我们认为，公司背靠华润，拥有成熟的管理团队，丰富的产品矩阵以及品牌打造经验。未来有望通过品牌赋能，稳步实现五年战略规划，打造银发健康产业第一股。
- 盈利预测与投资评级：**考虑到 24 年华润圣火已纳入合并报表范围，我们将公司 24-26 年盈利预测由 5.4/6.8/8.8 上调至 6.1/7.3/8.9 亿元，同时我们看好公司长期发展，维持“买入”评级。
- 风险提示：**品牌打造不及预期风险，市场竞争加剧风险，宏观政策变化风险等。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	756.98		2022	2023	2024E	2025E	2026E
流通 A 股(百万股):	756.98	营业收入(百万元)	8,282	7,703	8,274	9,415	10,661
52 周内股价区间(元):	12.04-23.45	(+/-)YOY(%)	0.3%	-7.0%	7.4%	13.8%	13.2%
总市值(百万元):	11,937.51	净利润(百万元)	383	445	609	725	893
总资产(百万元):	10,021.69	(+/-)YOY(%)	-24.5%	16.0%	36.9%	19.1%	23.1%
每股净资产(元):	7.31	全面摊薄 EPS(元)	0.51	0.59	0.80	0.96	1.18
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	41.5%	44.8%	45.1%	46.8%	48.6%
		净资产收益率(%)	7.7%	8.4%	10.3%	11.0%	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	0.80	0.96	1.18
每股净资产	6.99	7.79	8.75	9.73
每股经营现金流	0.47	1.23	0.91	1.09
每股股利	0.20	0.20	0.20	0.20
价值评估(倍)				
P/E	35.36	19.60	16.46	13.37
P/B	2.98	2.02	1.80	1.62
P/S	2.05	1.44	1.27	1.12
EV/EBITDA	19.10	11.41	9.33	7.30
股息率%	1.0%	1.3%	1.3%	1.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	44.8%	45.1%	46.8%	48.6%
净利润率	5.9%	7.4%	7.8%	8.5%
净资产收益率	8.4%	10.3%	11.0%	12.1%
资产回报率	4.6%	6.3%	6.8%	7.6%
投资回报率	7.4%	9.2%	9.7%	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%	34.5%	16.9%	22.2%
净利润增长率	16.0%	36.9%	19.1%	23.1%
偿债能力指标				
资产负债率	42.7%	37.2%	35.9%	35.3%
流动比率	1.9	2.3	2.5	2.7
速动比率	1.4	1.7	1.9	2.1
现金比率	0.4	0.7	0.9	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	609	725	893
少数股东损益	9	6	7	9
非现金支出	333	238	228	219
非经营收益	-16	8	14	13
营运资金变动	-415	73	-282	-312
经营活动现金流	356	934	693	821
资产	-57	-41	0	0
投资	-290	0	0	0
其他	8	20	15	15
投资活动现金流	-339	-21	15	15
债权募资	-29	-86	-50	50
股权募资	18	-9	0	0
其他	-191	-71	-29	-180
融资活动现金流	-202	-167	-79	-130
现金净流量	-183	746	628	707

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 1 月 2 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	2,482	2,937	3,411
营业费用率%	31.6%	30.0%	31.2%	32.0%
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	160
研发费用率%	0.9%	1.0%	1.2%	1.5%
EBIT	582	783	916	1,118
财务费用	10	20	7	-0
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	763	909	1,119
营业外收支	-5	0	0	0
利润总额	564	763	909	1,119
EBITDA	797	921	1,054	1,257
所得税	109	148	176	217
有效所得税率%	19.4%	19.4%	19.4%	19.4%
少数股东损益	9	6	7	9
归属母公司所有者净利润	445	609	725	893

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,493	2,240	2,868	3,575
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	7,285	8,410	9,647
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	2,393	2,214	2,046
资产总计	9,565	9,678	10,624	11,693
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	1,730	1,903	2,079
流动负债合计	3,644	3,139	3,303	3,571
长期借款	108	158	208	258
其它长期负债	337	300	300	300
非流动负债合计	445	458	508	558
负债总计	4,089	3,596	3,810	4,128
实收资本	758	757	757	757
普通股股东权益	5,297	5,896	6,621	7,363
少数股东权益	179	185	193	202
负债和所有者权益合计	9,565	9,678	10,624	11,693

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

1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 2. 市场基准指数的比较标准： 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。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	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。
	行业投资评级	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经营范围包括证券投资咨询业务。