

2025 年 02 月 15 日

投资评级：买入（维持）

证券分析师

刘闯
SAC: S1350524030002
liuchuang@huayuanstock.com
孙洁玲
SAC: S1350524120004
sunjieling@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 02 月 14 日

收盘价（元）	18.10
一年内最高/最低（元）	24.11/11.92
总市值（百万元）	13,701.26
流通市值（百万元）	13,701.26
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

昆药集团 (600422.SH)

——2024 年业绩超预期，华润赋能持续推进

投资要点：

- **事件：**公司发布 2024 年业绩快报，2024 年实现营业收入 84.01 亿元（同比重述调整后-0.34%，调整前+9.07%），归母净利润 6.48 亿元（同比重述调整后+19.86%，调整前+45.74%），扣非归母净利润 4.36 亿元（同比+30.14%，重述前后一致）。2024 年 12 月公司完成收购华润圣火 51% 股权（同一控制下企业合并），圣火 2023-2024 年净利润计入非经常性损益。
- **2024 年业绩超预期，华润赋能持续深化。**2024 年公司扣非归母净利润同比增长 30.14%，内生增长超预期，彰显改革成效。公司战略目标明晰，致力于成为“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”。2025 年是昆药与华润融合的第三年，融合工作稳步推进，目前已进入改革后半段，预计 2025 年业绩增长有望提速，进入高质量发展阶段。
- **持续加大 777 品牌投入，血塞通软胶囊大单品可期。**公司深耕三七产业链，我们预计 777 事业部有望实现快速增长，基于：1）圣火并表后，血软成为公司独家品种，双方资源优势互补；2）血软在集采续约中以原价获得拟中选资格，预计国采品种身份将加速医院市场开发，同步借力华润 OTC 渠道优势加快院外市场覆盖；3）持续打造“777”品牌，建立“三七就是 777”的品牌联想，并强化消费者对血塞通软胶囊有效成分三七总皂苷作用的认知，有望将血软打造成为心脑血管疾病防治领域的重磅单品，进一步巩固公司在“老龄健康-慢病管理”领域的市场地位。
- **打造精品国药领先者，昆中药核心品种快速增长。**公司依托“昆中药 1381”六百余年的品牌势能，传承精品国药，看好昆中药事业部实现快速增长，基于：1）公司持续加大品牌投入，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）重点打造参苓健脾胃颗粒及舒肝颗粒等黄金单品，精准定位脾胃调理和情绪治疗等慢病赛道；3）渠道改革显效，2024 年公司顺利完成昆药商道建设，聚焦核心客户，预计昆中药在 OTC 市场覆盖率将加速提升，昆中药产品放量可期。
- **盈利预测与评级：**我们上调对公司 2025-2026 年的归母净利润至 7.51 亿元、9.42 亿元（原预测值为 7.03 亿元、8.94 亿元），同比增长 16%、25%，当前股价对应 2025-2026 年 PE 分别为 18X、15X。基于公司 2024 年-2028 年五年战略发展规划清晰，华润赋能持续推进，公司有望凭借品牌和渠道双轮驱动实现业绩加速释放，维持“买入”评级。
- **风险提示。**医药行业政策风险；渠道建设不及预期风险；品牌投入效果不及预期风险。

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	8,401	9,299	10,350
同比增长率（%）	0.35%	-6.99%	9.07%	10.68%	11.30%
归母净利润（百万元）	383	445	648	751	942
同比增长率（%）	-24.52%	16.05%	45.81%	15.88%	25.39%
每股收益（元/股）	0.51	0.59	0.86	0.99	1.24
ROE（%）	7.69%	8.39%	11.34%	12.11%	13.83%
市盈率（P/E）	35.76	30.81	21.13	18.23	14.54

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	2,228	2,434	2,767
应收票据及账款	2,895	2,451	2,713	3,020
预付账款	136	115	127	142
其他应收款	137	146	162	180
存货	1,688	1,762	1,922	2,093
其他流动资产	683	674	682	691
流动资产总计	7,031	7,377	8,040	8,893
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	9,884	10,518	11,295
短期借款	725	625	525	425
应付票据及账款	933	1,053	1,148	1,250
其他流动负债	1,986	1,889	2,064	2,251
流动负债合计	3,644	3,567	3,738	3,927
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	3,980	4,119	4,275
股本	758	757	757	757
资本公积	1,158	1,159	1,159	1,159
留存收益	3,382	3,801	4,287	4,896
归属母公司权益	5,297	5,717	6,203	6,812
少数股东权益	179	187	197	209
股东权益合计	5,477	5,904	6,399	7,020
负债和股东权益合计	9,565	9,884	10,518	11,295

现金流量表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	454	511	616	812
折旧与摊销	215	267	318	345
财务费用	10	29	22	15
投资损失	-17	-58	-58	-58
营运资金变动	-414	412	-187	-229
其他经营现金流	108	174	173	170
经营性现金净流量	356	1,335	884	1,055
投资性现金净流量	-339	-210	-260	-239
筹资性现金净流量	-202	-390	-419	-482
现金流量净额	-183	735	206	334

利润表（百万元）

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,703	8,401	9,299	10,350
营业成本	4,251	4,667	5,090	5,542
税金及附加	75	74	81	91
销售费用	2,433	2,483	2,771	3,074
管理费用	314	336	372	414
研发费用	71	67	112	124
财务费用	10	29	22	15
资产减值损失	-66	-54	-59	-66
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	815	945	1,187
营业外收入	6	9	8	5
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	812	941	1,180
所得税	109	155	180	226
净利润	454	657	761	954
少数股东损益	9	8	10	12
归属母公司股东净利润	445	648	751	942
EPS(元)	0.59	0.86	0.99	1.24

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%	9.07%	10.68%	11.30%
营业利润增长率	14.35%	43.44%	15.94%	25.58%
归母净利润增长率	16.05%	45.81%	15.88%	25.39%
经营现金流增长率	40.25%	274.95%	-33.75%	19.27%
盈利能力				
毛利率	44.82%	44.45%	45.26%	46.45%
净利率	5.90%	7.82%	8.18%	9.22%
ROE	8.39%	11.34%	12.11%	13.83%
ROA	4.65%	6.56%	7.14%	8.34%
估值倍数				
P/E	30.81	21.13	18.23	14.54
P/S	1.78	1.63	1.47	1.32
P/B	2.59	2.40	2.21	2.01
股息率	1.11%	1.67%	1.94%	2.43%
EV/EBITDA	19	11	9	8

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（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50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，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）。