



昆药集团 (600422.SH)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

经营趋势持续向好，未来发展值得期待

业绩简评

2025 年 3 月 11 日，公司发布 2024 年年度报告。合并华润圣火后，公司 2024 年实现收入 84.0 亿元，同比-0.34%；归母净利润 6.48 亿元，同比+19.86%；扣非归母净利润 4.19 亿元，同比+25.09%。

单季度看，公司 2024 年 Q4 实现扣非归母净利润约 1.30 亿元，较 23 年 Q4 的 0.25 亿元有明显改善。

经营分析

全面深化改革，持续推进昆药商道建设。公司全面构建 4C 型系统运营体系平台，重塑升级组织与人才体系，向高效一体化组织迈进。同时，借助三九商道体系等优势，持续推动渠道变革，重点加强经销商管理，并积极建构昆药商道。价格体系建设、数据直连等关键举措落地见效，为一阶段商道建设顺利完成奠定坚实基础。在纯销型精准营销网络持续搭建下，看好公司核心产品终端销售稳步增长。

集采平稳续约，核心产品放量可期。在全国中成药集采（首批扩围接续）中，公司血塞通口服系列平稳续约，同时，公司针剂 24 年收入同比下降 49%，注射用血塞通（冻干）基数降低，100mg 集采降价影响可能较小。且集采身份有望提升公司三七系列产品医疗机构覆盖率，促进产品放量。公司完成对华润圣火的并表，整合络泰和理渔王共同打造 777 品牌。在商道建设、渠道营销等合力下，昆中药核心产品表现良好，参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒及清肺化痰丸合计同比增长 20%，清肺化痰丸营收规模破亿，参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒营收规模再创历史新高。

盈利预测、估值与评级

在华润三九赋能下，公司渠道改革已显成效，有望在 25 年进入新阶段，叠加集采落地，公司核心产品有望进入放量期，整体经营趋势有望持续向好。预计公司 25-27 年归母净利润分别为 7.40/8.93/10.72 亿元，分别同比增长 14%/21%/20%，EPS 分别为 0.98/1.18/1.42 元，现价对应 PE 分别为 18/15/13 倍，维持“增持”评级。

风险提示

产品放量不及预期、行业监管政策力度加强风险、公司产品成本提高风险、市场竞争加剧风险等。

医药组

分析师：袁维（执业 S1130518080002）

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：17.77 元

相关报告：

- 《昆药集团公司点评：短期业绩有所波动，看好长期盈利质量提升》，2024.8.23
- 《昆药集团公司点评：融合渐入佳境，营销变革为增长赋能》，2024.3.22



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,703	8,401	9,395	10,356	11,463
营业收入增长率	-6.99%	9.07%	11.83%	10.23%	10.70%
归母净利润(百万元)	445	648	740	893	1,072
归母净利润增长率	16.05%	45.74%	14.25%	20.57%	20.10%
摊薄每股收益(元)	0.587	0.856	0.978	1.179	1.416
每股经营性现金流净额	0.47	1.07	-0.50	1.59	1.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.39%	12.34%	13.01%	14.39%	15.72%
P/E	35.56	18.51	18.17	15.07	12.55
P/B	2.98	2.28	2.36	2.17	1.97

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	8,282	7,703	8,401	9,395	10,356	11,463
增长率		-7.0%	9.1%	11.8%	10.2%	10.7%
主营业务成本	-4,844	-4,251	-4,750	-5,179	-5,556	-6,030
%销售收入	58.5%	55.2%	56.5%	55.1%	53.7%	52.6%
毛利	3,438	3,453	3,651	4,216	4,800	5,434
%销售收入	41.5%	44.8%	43.5%	44.9%	46.3%	47.4%
营业税金及附加	-72	-75	-82	-94	-104	-115
%销售收入	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	-2,433	-2,433	-2,226	-2,584	-2,848	-3,152
%销售收入	29.4%	31.6%	26.5%	27.5%	27.5%	27.5%
管理费用	-379	-314	-371	-413	-456	-504
%销售收入	4.6%	4.1%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
研发费用	-70	-71	-107	-117	-129	-143
%销售收入	0.8%	0.9%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
息税前利润 (EBIT)	485	560	865	1,007	1,263	1,519
%销售收入	5.9%	7.3%	10.3%	10.7%	12.2%	13.3%
财务费用	-38	-10	-14	3	-3	11
%销售收入	0.5%	0.1%	0.2%	0.0%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-111	-119	-68	-61	-59	-39
公允价值变动收益	11	1	7	0	0	0
投资收益	6	17	15	15	15	15
%税前利润	1.3%	3.1%	1.6%	1.4%	1.2%	1.0%
营业利润	497	568	928	1,064	1,267	1,506
营业利润率	6.0%	7.4%	11.0%	11.3%	12.2%	13.1%
营业外收支	-20	-5	7	0	0	0
税前利润	477	564	935	1,064	1,267	1,506
利润率	5.8%	7.3%	11.1%	11.3%	12.2%	13.1%
所得税	-92	-109	-183	-207	-247	-294
所得税率	19.2%	19.4%	19.6%	19.5%	19.5%	19.5%
净利润	385	454	751	856	1,020	1,212
少数股东损益	2	9	103	116	127	140
归属于母公司的净利润	383	445	648	740	893	1,072
净利率	4.6%	5.8%	7.7%	7.9%	8.6%	9.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	385	454	751	856	1,020	1,212
少数股东损益	2	9	103	116	127	140
非现金支出	355	333	277	198	209	207
非经营收益	-11	-16	10	25	18	17
营运资金变动	-476	-414	-230	-1,457	-43	57
经营活动现金净流	254	357	808	-378	1,203	1,493
资本开支	-66	-57	-79	-230	-260	-290
投资	-178	-290	150	-118	0	0
其他	9	8	16	15	15	15
投资活动现金净流	-235	-339	86	-333	-245	-275
股权募资	2	18	1	1	0	0
债权募资	331	-29	-65	-17	-14	3
其他	-265	-191	-64	-338	-411	-486
筹资活动现金净流	68	-202	-128	-354	-425	-483
现金净流量	90	-182	767	-1,065	533	735

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	1,658	1,493	2,266	1,185	1,701	2,418
应收款项	2,772	3,031	3,985	3,481	3,623	3,723
存货	1,681	1,688	1,540	1,714	1,794	1,903
其他流动资产	655	818	764	739	756	778
流动资产	6,766	7,031	8,555	7,119	7,874	8,822
%总资产	71.7%	73.5%	67.8%	62.5%	64.1%	66.0%
长期投资	346	342	328	446	446	446
固定资产	1,233	1,179	1,218	1,283	1,348	1,432
%总资产	13.1%	12.3%	9.7%	11.3%	11.0%	10.7%
无形资产	647	639	2,153	2,186	2,236	2,279
非流动资产	2,666	2,534	4,056	4,279	4,409	4,551
%总资产	28.3%	26.5%	32.2%	37.5%	35.9%	34.0%
资产总计	9,432	9,565	12,611	11,399	12,283	13,373
短期借款	1,035	749	738	732	708	701
应付款项	2,275	2,325	3,964	2,403	2,578	2,809
其他流动负债	579	571	788	606	687	781
流动负债	3,889	3,644	5,491	3,742	3,972	4,292
长期贷款	60	108	46	46	46	46
其他长期负债	341	337	328	313	325	338
负债	4,289	4,089	5,865	4,100	4,344	4,675
普通股股东权益	4,983	5,297	5,254	5,690	6,204	6,822
其中：股本	758	758	757	757	757	757
未分配利润	2,715	3,017	3,602	4,039	4,554	5,172
少数股东权益	159	179	1,493	1,609	1,736	1,876
负债股东权益合计	9,432	9,565	12,611	11,399	12,283	13,373

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.505	0.587	0.856	0.978	1.179	1.416
每股净资产	6.572	6.989	6.940	7.516	8.196	9.012
每股经营现金净流	0.335	0.471	1.067	-0.499	1.590	1.972
每股股利	0.160	0.200	0.300	0.400	0.500	0.600
回报率						
净资产收益率	7.69%	8.39%	12.34%	13.01%	14.39%	15.72%
总资产收益率	4.06%	4.65%	5.14%	6.50%	7.27%	8.02%
投入资本收益率	6.27%	7.12%	9.21%	10.02%	11.67%	12.92%
增长率						
主营业务收入增长率	0.35%	-6.99%	9.07%	11.83%	10.23%	10.70%
EBIT 增长率	4.46%	15.58%	54.40%	16.43%	25.41%	20.23%
净利润增长率	-24.52%	16.05%	45.74%	14.25%	20.57%	20.10%
总资产增长率	6.06%	1.41%	31.84%	-9.62%	7.76%	8.87%
资产管理能力						
应收账款周转天数	94.8	118.2	116.6	114.0	110.0	105.0
存货周转天数	134.3	144.6	124.0	122.0	120.0	118.0
应付账款周转天数	49.8	58.3	47.2	43.0	42.0	42.0
固定资产周转天数	51.5	51.3	49.6	44.9	41.3	38.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-17.17%	-22.65%	-28.94%	-12.03%	-17.86%	-24.63%
EBIT 利息保障倍数	12.7	54.6	61.9	-359.0	471.6	-144.3
资产负债率	45.48%	42.75%	46.51%	35.97%	35.36%	34.96%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	7	10	17	32
增持	0	2	3	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.22	1.23	1.26	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究