

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

昆药集团 (600422)

投资评级 增持

上次评级 增持

唐爱金 医药首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业分析师

执业编号: S1500524120003

邮箱: hexin1@cindasc.com

相关研究

针剂业务表现较好、梳理三大事业部
发力血塞通系列增长亮眼, 商业板块业务
结构优化集采和疫情影响业绩短期承压, 看好
未来业务发展

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B

积极拥抱集采政策, 构建昆药商道体系, 2025
年有望扬帆起航

2025年03月12日

事件: 2025年3月11日, 公司发布《2024年年度报告》。2024年公司实现营业收入 84.01 亿元, 重述调整后同比基本持平, 实现归母净利润 6.48 亿元, 重述调整后同比增长 19.86%, 实现扣非净利润 4.19 亿元, 重述调整后同比增长 25.09%。2024 年公司收购华润圣火 51% 股权, 属于同一控制下企业合并, 因此财务数据进行重述调整。

点评:**➤ 口服剂保持稳定增长, 针剂同比大幅下滑。**

业绩符合预期, 分业务类型来看: 1) 2024 年公司口服剂实现营业收入 36.93 亿元, 同比增长 8.15%; 2024 年公司血塞通系列口服产品整体保持稳健增长, 血塞通滴丸通过“以价换量”逐步缓解因集采价格下降所带来的收入承压, 重归过亿产品阵营; 2024 年公司血塞通软胶囊实现销量 15.84 亿粒 (含络泰和理洩王), 同比增长 11.27%; 2024 年昆中药的核心品种参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、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、舒肝颗粒营收规模创历史新高。2) 2024 年公司针剂实现营业收入 5.39 亿元, 同比下滑 49.09%, 其中, 2024 年注射用血塞通 (冻干) 销量 3,348 万支, 同比下滑 54.66%, 主要是受到医保支付试点政策调整等因素的影响。3) 2024 年公司批发与零售业务实现营业收入 36.55 亿元, 同比增长 6.07%。展望 2025 年, 公司预计实现营业收入双位数增长。

➤ 积极拥抱集采政策, 医疗终端覆盖度有望提升。

公司积极参与国家和省级/省际联盟组织的药品集中带量采购工作, 公司三七血塞通系列产品, 包括公司的注射用血塞通 (冻干)、血塞通软胶囊、血塞通滴丸、血塞通颗粒、血塞通片, 以及圣火药业的血塞通软胶囊等全剂型顺利中选全国中成药集采首批扩围接续项目。我们认为, 公司的血塞通系列在本次集采中全面中选, 带量采购期间公司产品供应价格相对稳定, 有望凭借集采身份持续开发医疗终端, 提升血塞通系列产品在各级医疗机构的覆盖率, 实现快速放量。

➤ 构建昆药商道体系, 渠道改革成效显著。

公司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, 积极建构昆药商道, 公司将通过昆药商道实现各类型产品通过商业渠道快速到达终端和用户, 并通过商业网络的丰富, 逐步实现全终端覆盖、建设全渠道生态平台, 强化终端管控、提升渠道效率。我们认为, 昆药商道的建设, 有望带动公司 777 事业部和昆中药 1381 事业部核心品种提升零售终端覆盖度, 具体来看:

座
邮编：100031

1) 777 事业部全面对标华润三九 KA 管理体系，持续提升百强连锁战略合作和终端覆盖率，通过昆药商道深入布局中小连锁及广阔市场，有效提升核心产品的终端覆盖数量，提高产品的市场可及性，持续搭建商销渠道网络，全国范围内开展多场商销启动会。

2) 昆中药 1381 事业部持续构建“合理覆盖、快速流通、有效销售”的昆药销售渠道，完成全国零售、医疗体系的渠道整合建设，实现从多级渠道向聚焦重点主流客户重点管控的转变；蒲公英计划助力实现全渠道提升覆盖，铁架子项目试点推进搭建纯销型精准营销网络，专业动销、品牌动销、市场动销多管齐下助力纯销规模提升，昆中药参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、清肺化痰丸等终端覆盖率稳步提升，黄金单品纯销规模逆势突破。

- **盈利预测：**预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 93.00 亿元、103.09 亿元、114.40 亿元，归母净利润分别为 7.57 亿元、9.14 亿元、10.90 亿元，EPS（摊薄）分别为 1.00 元、1.21 元、1.44 元，对应 PE 估值分别为 17.76 倍、14.71 倍、12.34 倍。我们看好公司积极拥抱集采，医疗终端覆盖度有望提升，构建昆药商道体系，渠道改革成效显著，维持公司“增持”评级。
- **风险因素：**渠道改革效果不及预期；集采政策变化风险；消费环境复苏不及预期；行业竞争加剧的风险。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	8,430	8,401	9,300	10,309	11,440
增长率 YoY %	1.8%	-0.3%	10.7%	10.8%	11.0%
归属母公司净利润 (百万元)	541	648	757	914	1,090
增长率 YoY%	41.1%	19.9%	16.9%	20.7%	19.3%
毛利率%	46.6%	43.5%	44.1%	44.7%	45.4%
净资产收益率ROE%	8.2%	12.3%	13.2%	14.4%	15.5%
EPS(摊薄)(元)	0.71	0.86	1.00	1.21	1.44
市盈率 P/E(倍)	24.88	20.76	17.76	14.71	12.34
市净率 P/B(倍)	2.05	2.56	2.34	2.12	1.91

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 3 月 11 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8,148	8,555	9,560	10,766	12,195
货币资金	1,494	2,266	2,743	3,352	4,107
应收票据	183	79	88	97	108
应收账款	2,771	2,817	3,078	3,376	3,716
预付账款	148	164	179	196	215
存货	1,772	1,540	1,665	1,807	1,965
其他	1,780	1,689	1,806	1,936	2,083
非流动资产	4,147	4,056	4,106	4,128	4,122
长期股权投资	24	23	23	23	23
固定资产(合)	1,135	1,142	1,232	1,299	1,343
无形资产	442	412	373	332	290
其他	2,546	2,479	2,478	2,474	2,466
资产总计	12,295	12,611	13,666	14,894	16,317
流动负债	3,865	5,491	5,932	6,420	6,962
短期借款	725	658	658	658	658
应付票据	268	491	537	589	646
应付账款	669	565	618	677	743
其他	2,203	3,777	4,118	4,496	4,915
非流动负债	476	374	374	374	374
长期借款	108	46	46	46	46
其他	369	328	328	328	328
负债合计	4,341	5,865	6,306	6,794	7,336
少数股东权益	1,392	1,493	1,613	1,759	1,932
归属母公司	6,562	5,254	5,747	6,341	7,049
负债和股东权益	12,295	12,611	13,666	14,894	16,317

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8,430	8,401	9,300	10,309	11,440
同比(%)	1.8%	-0.3%	10.7%	10.8%	11.0%
归属母公司净利润	541	648	757	914	1,090
同比(%)	41.1%	19.9%	16.9%	20.7%	19.3%
毛利率(%)	46.6%	43.5%	44.1%	44.7%	45.4%
ROE%	8.2%	12.3%	13.2%	14.4%	15.5%
EPS(摊薄)(元)	0.71	0.86	1.00	1.21	1.44
P/E	24.88	20.76	17.76	14.71	12.34
P/B	2.05	2.56	2.34	2.12	1.91
EV/EBITDA	14.98	9.35	8.75	6.97	5.52

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8,430	8,401	9,300	10,309	11,440
营业成本	4,501	4,750	5,200	5,697	6,248
营业税金及	84	82	91	101	112
销售费用	2,640	2,226	2,465	2,701	2,974
管理费用	343	371	409	454	503
研发费用	94	107	140	155	172
财务费用	2	14	-3	-8	-14
减值损失合	-67	-22	-20	-20	-20
投资净收益	17	15	17	18	20
其他	73	83	96	110	127
营业利润	790	928	1,092	1,318	1,572
营业外收支	-3	7	0	0	0
利润总额	786	935	1,092	1,318	1,572
所得税	144	183	214	259	308
净利润	643	751	878	1,060	1,264
少数股东损	102	103	121	146	174
归属母公司	541	648	757	914	1,090
EBITDA	1,016	1,130	1,319	1,568	1,844
EPS(当	0.71	0.86	1.00	1.21	1.44

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	754	808	1,023	1,210	1,414
净利润	643	751	878	1,060	1,264
折旧摊销	221	209	231	258	286
财务费用	13	24	19	19	19
投资损失	-17	-15	-17	-18	-20
营运资金变	-216	-230	-147	-168	-193
其它	111	68	59	59	59
投资活动现金流	-326	86	-262	-260	-258
资本支出	-101	-79	-279	-279	-279
长期投资	-240	150	0	0	0
其他	15	16	17	18	20
筹资活动现金流	-613	-128	-285	-340	-401
吸收投资	12	1	0	0	0
借款	-140	-129	0	0	0
支付利息或	-467	-187	-285	-340	-401
现金流净增加额	-182	767	477	609	755

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师，浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超 9 年。

贺鑫，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5 年医药行业研究经验，2024 年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，超 2 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药分析师，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。