



买入（维持）

所属行业：医药生物/中药 II
当前价格(元)：17.77

证券分析师

周新明

资格编号：S0120524060001

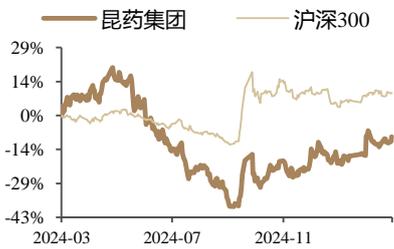
邮箱：zhouxm@tebon.com.cn

向潇

资格编号：S0120525020001

邮箱：xiangxiao@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.45	13.91	12.18
相对涨幅(%)	-1.95	8.31	13.37

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《昆药集团：集采续约平稳落地，圣火并表未来可期》，2025.1.3
- 《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2024年报点评：核心品种快速增长，品牌+渠道建设稳步推进

投资要点

事件：1.2024年公司实现收入84.01亿元(-0.34%，同比，口径均为重述后，下同)，实现归母净利润6.48亿元(+19.86%)，实现扣非归母净利润4.19亿元(+25.09%)；2.2024Q4公司实现收入26.01亿元，实现归母净利润2.03亿元，扣非归母净利润1.30亿元；3.公司拟每十股派发股利3元，股利支付率达35.04%。

品牌打造稳步推进，核心品种保持快速增长：2024年，公司围绕“昆中药1381”企业品牌、昆中药参苓健脾胃颗粒及舒肝颗粒的产品品牌，以多维度、全方位、高频次的广告投放驱动品牌蓄势跃迁，以聚主流、拓渠道、广覆盖的高道建设助力终端覆盖提升，并将品牌声量与渠道营销紧密结合，加速实现终端转化。昆中药1381整体销售实现历史突破，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。

顺利完成收购圣火，打造银发健康引领者：2024年12月，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；华润圣火2024年实现收入8.2亿元(+8.8%)，实现净利润2.1亿元(+3.6%)，净利率仍高达26%。此次华润圣火正式纳入公司并表范围，不仅增厚公司利润，也对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起到重要作用。未来，公司将对旗下的络泰及理洫王血塞通软胶囊产品依据各自特点做好市场定位区分，共同打造777品牌，做大做强三七口服制剂品类，拓展业务领域，提升市场份额。2024年，血塞通系列口服产品整体保持稳健增长，其中，得益于渠道覆盖及医院开发持续上量，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。

集采平稳落地，25年集采品种有望实现恢复性增长。24年12月，全国中成药集采续约落地，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2027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。2024年，公司注射用血塞通（冻干）产量下降60.78%，销量下降54.66%，库存也同比减少36.3%，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。

盈利预测与投资评级：考虑到公司背靠华润，当前品牌打造与渠道建设稳步推进中，我们预计公司25-27年利润为7.5/9.1/11.4亿元，3月11日收盘价市值对应PE为18/15/12X，维持“买入”评级。

风险提示：品牌打造不及预期，市场竞争加剧，政策变更风险等。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	756.98		2023	2024	2025E	2026E	2027E
流通 A 股(百万股):	756.98	营业收入(百万元)	8,430	8,401	9,301	10,102	11,041
52 周内股价区间(元):	12.04-23.45	(+/-)YOY(%)	1.8%	-0.3%	10.7%	8.6%	9.3%
总市值(百万元):	13,451.46	净利润(百万元)	541	648	747	912	1,135
总资产(百万元):	12,611.37	(+/-)YOY(%)	41.1%	19.9%	15.3%	22.0%	24.5%
每股净资产(元):	6.94	全面摊薄 EPS(元)	0.71	0.86	0.99	1.20	1.50
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	46.6%	43.5%	45.2%	46.7%	48.2%
		净资产收益率(%)	8.2%	12.3%	12.5%	13.2%	14.4%
		资料来源: 公司年报 (2023-2024), 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	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)				
每股收益	0.86	0.99	1.20	1.50
每股净资产	6.94	7.93	9.13	10.43
每股经营现金流	1.07	-0.15	1.13	1.59
每股股利	0.30	0.20	0.20	0.20
价值评估(倍)				
P/E	18.43	18.00	14.75	11.85
P/B	2.28	2.24	1.95	1.70
P/S	1.43	1.45	1.33	1.22
EV/EBITDA	9.35	10.14	8.16	6.27
股息率%	1.9%	1.1%	1.1%	1.1%
盈利能力指标(%)				
毛利率	43.5%	45.2%	46.7%	48.2%
净利润率	8.9%	9.2%	10.1%	11.2%
净资产收益率	12.3%	12.5%	13.2%	14.4%
资产回报率	5.1%	6.3%	7.2%	8.1%
投资回报率	9.8%	10.3%	11.0%	11.9%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-0.3%	10.7%	8.6%	9.3%
EBIT 增长率	15.8%	16.9%	18.4%	20.9%
净利润增长率	19.9%	15.3%	22.0%	24.5%
偿债能力指标				
资产负债率	46.5%	35.9%	32.3%	30.5%
流动比率	1.6	2.1	2.4	2.7
速动比率	1.2	1.5	1.9	2.1
现金比率	0.4	0.5	0.7	1.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	119.7	104.5	96.0	95.7
存货周转天数	125.5	115.1	116.6	115.1
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
固定资产周转率	7.4	8.1	8.7	9.3

现金流量表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	648	747	912	1,135
少数股东损益	103	112	107	105
非现金支出	277	222	215	138
非经营收益	10	18	14	-15
营运资金变动	-230	-1,215	-390	-157
经营活动现金流	808	-116	858	1,206
资产	-79	-90	-90	-90
投资	150	0	0	0
其他	16	15	15	15
投资活动现金流	86	-75	-75	-75
债权募资	-65	-50	-50	-50
股权募资	1	0	0	0
其他	-64	-33	-29	-151
融资活动现金流	-128	-83	-79	-201
现金净流量	767	-273	704	930

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 11 日
 资料来源：公司年报 (2023-2024)，德邦研究所

利润表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8,401	9,301	10,102	11,041
营业成本	4,750	5,097	5,389	5,723
毛利率%	43.5%	45.2%	46.7%	48.2%
营业税金及附加	82	84	91	99
营业税金率%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	2,226	2,586	2,808	3,114
营业费用率%	26.5%	27.8%	27.8%	28.2%
管理费用	371	372	404	442
管理费用率%	4.4%	4.0%	4.0%	4.0%
研发费用	107	112	152	199
研发费用率%	1.3%	1.2%	1.5%	1.8%
EBIT	920	1,076	1,274	1,539
财务费用	14	10	9	0
财务费用率%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%
资产减值损失	-22	-50	-50	0
投资收益	15	15	15	15
营业利润	928	1,066	1,264	1,539
营业外收支	7	0	0	0
利润总额	935	1,066	1,264	1,539
EBITDA	1,130	1,207	1,408	1,677
所得税	183	207	245	299
有效所得税率%	19.6%	19.4%	19.4%	19.4%
少数股东损益	103	112	107	105
归属母公司所有者净利润	648	747	912	1,135

资产负债表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,266	1,993	2,697	3,626
应收账款及应收票据	2,896	2,752	2,989	3,266
存货	1,540	1,720	1,771	1,887
其它流动资产	1,853	1,425	1,390	1,347
流动资产合计	8,555	7,889	8,846	10,127
长期股权投资	23	23	23	23
固定资产	1,142	1,160	1,176	1,188
在建工程	76	56	36	16
无形资产	412	372	332	292
非流动资产合计	4,056	3,975	3,900	3,853
资产总计	12,611	11,864	12,746	13,979
短期借款	658	558	458	358
应付票据及应付账款	1,056	991	1,048	1,113
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	3,777	2,284	2,141	2,269
流动负债合计	5,491	3,833	3,647	3,740
长期借款	46	96	146	196
其它长期负债	328	328	328	328
非流动负债合计	374	424	474	524
负债总计	5,865	4,258	4,121	4,264
实收资本	757	757	757	757
普通股股东权益	5,254	6,002	6,914	7,898
少数股东权益	1,493	1,604	1,711	1,817
负债和所有者权益合计	12,611	11,864	12,746	13,979

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、北京大学卫生经济学专业，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

	类别	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；	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。
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。	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范围包括证券投资咨询业务。