

昆药集团（600422.SH）

收入端短期承压，品牌+渠道赋能初见成效

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	8,430	8,401	9,214	10,220	11,316
增长率 yoy（%）	1.8	-0.3	9.7	10.9	10.7
归母净利润（百万元）	541	648	749	914	1,121
增长率 yoy（%）	41.1	19.9	15.6	22.1	22.6
ROE（%）	8.1	11.1	11.8	12.9	14.0
EPS 最新摊薄（元）	0.71	0.86	0.99	1.21	1.48
P/E（倍）	24.1	20.1	17.4	14.3	11.6
P/B（倍）	2.0	2.5	2.3	2.0	1.8

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：3月11日，公司发布2024年年报，考虑到公司收购华润圣火51%股权并将其纳入合并范围，2024年实现营业收入84.01亿元（yoy+9.07%，重述调整为-0.34%），实现归母净利润6.48亿元（yoy+45.74%，重述调整为+19.86%），实现扣非归母净利润4.19亿元（yoy+25.09%）。

利润端表现亮眼，提质增效释放利润弹性。2024年实现营业收入84.01亿元（yoy+9.07%，重述调整为-0.34%），实现归母净利润6.48亿元（yoy+45.74%，重述调整为+19.86%），实现扣非归母净利润4.19亿元（yoy+25.09%）。

分板块来看：口服剂、针剂、药品批发与零售分别实现营收36.93/5.39/36.55亿元，分别同比+1.18%/-49.09%/+6.07%，**口服剂方面**，“昆中药1381”消化、情绪治疗、感冒呼吸三大产品矩阵的核心品种参苓健脾胃颗粒、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，“777品牌”昆药集团络泰®血塞通软胶囊和华润圣火理洫王®血塞通软胶囊共同贡献全年血软销量增长11.27%；**针剂**受医保支付试点政策调整等因素影响，注射用血塞通冻干承压明显；**药品批发与零售业务**企稳回升主要受益于昆药商业推动精细化管理、完善运营体系等举措。

2024年公司毛利率/归母净利率分别为43.46%/7.71%，分别同比-3.15/+3.74pct（重述后）。毛利率下滑主要系产品结构调整，归母净利率提升主要系费用率优化。2024年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为26.50%/4.42%/1.27%/0.17%，分别同比-4.82/+0.35/+0.15/+0.15pct（重述后），销售费用率大幅改善，提质增效效果显著。

聚焦“老年慢病管理”，品牌与渠道加固护城河。2024年公司完成对华润圣火51%股权的收购，解决了与华润三九就血软产品的同业竞争问题，进一步统一血软市场，推动三七产业链的整合和优化。公司聚焦“老年慢病管理”，持续打造以血软为代表的“777”品牌三七系列口服产品和以昆药注射用血塞通（冻干）为核心的“1951”老年健康领域严肃治疗产品群。

血软差异化打法明确：产品方面，络泰聚焦自费/商保的高端人群，辅以内冻干治疗后“出院带药”场景联动，理洫王主攻等级医院/基层医疗医保渠道；**渠道方面**，院外借助“昆药商道”体系整合终端资源，院内积极参与集采；**品牌方面**，深化777品牌内涵是三七资源的认知，加强“品牌+学术”建设提升壁垒。

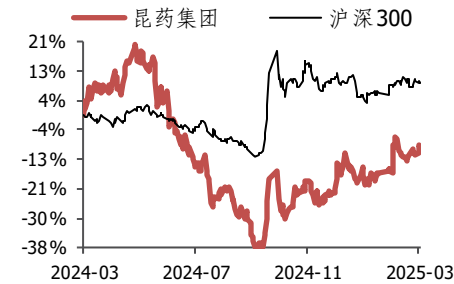
投资建议：公司是天然植物药领先企业，专注慢病治疗，已形成较高的品牌

买入（维持评级）

股票信息

行业	医药
2025 年 3 月 12 日收盘价（元）	17.56
总市值（百万元）	13,292.49
流通市值（百万元）	13,292.49
总股本（百万股）	756.98
流通股本（百万股）	756.98
近 3 月日均成交额（百万元）	216.00

股价走势



作者

分析师 刘鹏
执业证书编号：S1070520030002
邮箱：liupeng@cgws.com
分析师 袁紫馨
执业证书编号：S1070524090004
邮箱：yuanzixin@cgws.com

相关研究

- 《收入端短期承压，品牌+渠道赋能初见成效》2024-08-28
- 《聚焦慢病管理，开启银发健康战略新篇章》2024-07-19

壁垒。过去两年在华润带领下持续推进四大重塑，盈利能力持续提升。公司定位更加清晰，乘银发经济东风，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”。预计公司 2025-2027 年实现营收 92.14/102.2/113.16 亿元，分别同比增长 10%/11%/11%；实现归母净利润 7.49/9.14/11.21 亿元，分别同比增长 16%/22%/23%；对应 PE 估值分别为 17/14/12X，我们看好华润对公司在品牌、产品、渠道、管理多方面的赋能，维持“买入”评级。

风险提示：行业集采政策风险、中药材成本上升风险、产品销售不及预期、研发创新风险。

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8148	8555	8833	11534	12339
现金	1494	2266	2009	3991	4441
应收票据及应收账款	2954	2896	2951	3350	3434
其他应收款	827	130	153	159	185
预付账款	148	164	179	198	217
存货	1772	1540	1889	2070	2171
其他流动资产	953	1559	1652	1767	1892
非流动资产	4147	4056	4007	3991	3985
长期股权投资	24	23	20	19	17
固定资产	1134	1142	1161	1192	1220
无形资产	655	632	584	529	493
其他非流动资产	2334	2259	2242	2251	2256
资产总计	12295	12611	12840	15525	16325
流动负债	3865	5491	5071	6944	6679
短期借款	725	658	692	675	683
应付票据及应付账款	937	1056	1003	1276	1134
其他流动负债	2203	3777	3376	4993	4862
非流动负债	476	374	382	361	354
长期借款	108	46	36	26	17
其他非流动负债	369	328	346	335	337
负债合计	4341	5865	5453	7305	7033
少数股东权益	1392	1493	1612	1757	1936
股本	758	757	757	757	757
资本公积	2327	521	521	521	521
留存收益	3490	3981	4545	5233	6077
归属母公司股东权益	6562	5254	5775	6462	7356
负债和股东权益	12295	12611	12840	15525	16325

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	754	808	135	2386	812
净利润	643	751	868	1059	1299
折旧摊销	187	185	184	185	200
财务费用	2	14	16	-10	-46
投资损失	-17	-15	-16	-16	-16
营运资金变动	-215	-230	-864	1229	-564
其他经营现金流	156	103	-53	-62	-62
投资活动现金流	-326	86	-119	-150	-182
资本支出	110	79	114	164	184
长期投资	-241	150	3	2	2
其他投资现金流	25	16	-9	12	0
筹资活动现金流	-613	-128	-273	-254	-181
短期借款	-187	-67	34	-17	8
长期借款	48	-62	-10	-10	-9
普通股增加	0	-1	0	0	0
资本公积增加	1165	-1806	0	0	0
其他筹资现金流	-1638	1808	-297	-228	-180
现金净增加额	-182	767	-257	1982	450

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8430	8401	9214	10220	11316
营业成本	4501	4750	5315	5939	6573
营业税金及附加	84	82	90	100	110
销售费用	2640	2226	2396	2555	2716
管理费用	343	371	415	409	430
研发费用	94	107	117	130	144
财务费用	2	14	16	-10	-46
资产和信用减值损失	-67	-22	-24	-27	-30
其他收益	123	121	124	123	123
公允价值变动收益	1	7	0	0	0
投资净收益	17	15	16	16	16
资产处置收益	1	1	0	0	0
营业利润	790	928	1084	1321	1621
营业外收入	8	4	5	6	5
营业外支出	12	-3	9	9	10
利润总额	786	935	1080	1318	1616
所得税	144	183	212	259	317
净利润	643	751	868	1059	1299
少数股东损益	102	103	119	145	178
归属母公司净利润	541	648	749	914	1121
EBITDA	980	1094	1251	1466	1743
EPS (元/股)	0.71	0.86	0.99	1.21	1.48

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	1.8	-0.3	9.7	10.9	10.7
营业利润 (%)	58.8	17.5	16.8	21.9	22.7
归属母公司净利润 (%)	41.1	19.9	15.6	22.1	22.6
获利能力					
毛利率 (%)	46.6	43.5	42.3	41.9	41.9
净利率 (%)	7.6	8.9	9.4	10.4	11.5
ROE (%)	8.1	11.1	11.8	12.9	14.0
ROIC (%)	8.4	11.6	12.7	13.9	14.9
偿债能力					
资产负债率 (%)	35.3	46.5	42.5	47.1	43.1
净负债比率 (%)	-4.8	-18.2	-13.8	-36.8	-37.4
流动比率	2.1	1.6	1.7	1.7	1.8
速动比率	1.6	1.2	1.3	1.3	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	3.2	3.0	3.3	3.4	3.5
应付账款周转率	6.6	7.7	8.0	8.5	9.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.71	0.86	0.99	1.21	1.48
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.00	1.07	0.18	3.15	1.07
每股净资产 (最新摊薄)	8.67	6.94	7.63	8.54	9.72
估值比率					
P/E	24.1	20.1	17.4	14.3	11.6
P/B	2.0	2.5	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	13.7	11.7	10.5	7.7	6.3

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
 邮编：100044
 传真：86-10-88366686