

昆药集团 (600422.SH)

买入 (维持评级)

2024 年年报业绩点评：积极拥抱集采，华润赋能 展望提质增速

投资要点：

➤ 事件：公司发布 2024 年年报。

公司 2024 年实现营收 84 亿元，较重述调整前+9.1%，较重述调整后-0.3%；实现归母净利润 6.5 亿元，较重述调整前+45.7%，较重述调整后+19.9%；实现归母扣非 4.2 亿元，同比+25.1%。

公司 2024 年以现金方式收购华润圣火 51% 股权，并将其纳入合并范围，属于同一控制下企业合并，公司对上年同期财务数据进行了重述调整并重新列报。2024 年公司归母净利润、扣非归母净利润双创历史新高。

➤ 口服剂型产品稳定增长，血塞通针剂受医保支付政策影响略有承压。

分行业看，口服剂营收 36.9 亿（同比+1.2%），毛利率 67.4%（同比-2.1pct）；针剂营收 5.4 亿（同比-49.1%），毛利率 82.6%（同比-0.8pct）；药品器械批零营收 36.6 亿元（同比+6.1%），毛利率 15.9%（同比+1.6pct）。

主要产品上 1) 注射用血塞通（冻干）受医保支付政策影响，销量-54.7%；2) 天麻注射液在集采区域及等级医院医疗的销量上升，销量+12.9%；3) 血塞通软胶囊（含昆药络泰和圣火理湔王）销量+11.3%（重述后）；4) 阿尔法骨化醇软胶囊受产品结构调整影响，销量-63.5%。

➤ 大单品重点打造成效显著，研发持续突破承接战略目标。

依托华润三九终端赋能，公司围绕“大品种-大品牌-大品类”，重点打造强单品、持续培育高增长潜力产品、挖掘更多底蕴悠久的经典名方产品。24 年公司完成对华润圣火控股权收购工作，解决同业竞争的同时加强三七业务产业链的整合与布局优化；三七血塞通系列包括注射用血塞通（冻干）、血塞通软胶囊、血塞通滴丸、血塞通颗粒、血塞通片，圣火药业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。

研发领域，公司自主研发的氯硝西洋注射液成为同品种中首家通过仿制药一致性评价的产品，丰富了神经精神领域产品管线；子公司秋水仙碱片也首家通过一致性评价，且增加了儿童家族性地中海热新适应症。用于非酒精性脂肪肝的 1 类创新药 KPC000154 和 2.2 类改良型新药 KYAH02-2020-149 获得药物临床试验批准通知书，将进一步丰富完善慢病领域产品管线。

➤ 盈利预测与投资建议

根据年报及并表情况调整盈利预测，我们预测 2025/2026/2027 年公司营收分别为 92.9/103/114.9 亿元（前值 25/26 年为 92.2/101.1 亿元），增速为 11%/11%/12%；净利润分别为 7.6/9.1/10.7 亿元（前值 25/26 年为 7.6/9.3 亿元），增速为 17%/20%/17%。我们看好华润赋能昆药集团，以及未来打造银发健康产业第一股的战略核心，维持“买入”评级。

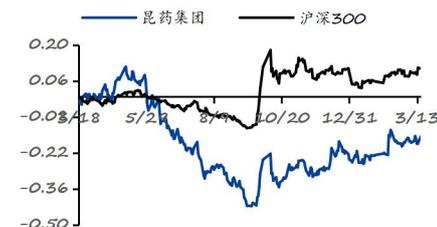
➤ 风险提示

产品销售和推广不及预期风险，重点产品集采降价幅度超预期风险，研发失败或进度不及预期风险，原材料价格波动的风险

基本数据

日期	2025-03-17
收盘价:	17.73 元
总股本/流通股本(百万股)	756.98/756.98
流通 A 股市值(百万元)	13,421.18
每股净资产(元)	6.94
资产负债率(%)	46.51
一年内最高/最低价(元)	24.11/11.92

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	张俊(S0210524040002)
	zj30486@hfzq.com.cn
分析师:	刘佳琦(S0210523090003)
	LJQ3653@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、2024 年业绩快报点评：圣火完成并表，华润赋能展望未来提质增速——2025.02.19
- 2、昆药集团三季报点评：华润融合赋能，三季度高基数保持稳健——2024.11.04
- 3、昆药集团半年报点评：三九赋能改革持续深化，战略目标明确——2024.08.26

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	7,703	8,401	9,293	10,300	11,488
增长率	-7%	9%	11%	11%	12%
净利润(百万元)	445	648	758	910	1,069
增长率	16%	46%	17%	20%	17%



EPS (元/股)	0.59	0.86	1.00	1.20	1.41
市盈率 (P/E)	30.2	20.7	17.7	14.7	12.6
市净率 (P/B)	2.5	2.6	2.3	2.1	1.8

数据来源：公司公告、华福证券研究所

图表 1: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2,266	2,506	2,778	3,098	营业收入	8,401	9,293	10,300	11,488
应收票据及账款	2,896	3,048	3,399	3,788	营业成本	4,750	5,279	5,817	6,436
预付账款	164	182	200	222	税金及附加	82	91	100	112
存货	1,540	1,945	1,976	2,314	销售费用	2,226	2,416	2,554	2,814
合同资产	0	0	0	0	管理费用	371	367	397	431
其他流动资产	1,689	1,770	1,927	2,096	研发费用	107	112	124	138
流动资产合计	8,555	9,451	10,280	11,518	财务费用	14	21	21	21
长期股权投资	23	23	23	23	信用减值损失	-46	-50	-60	-70
固定资产	1,141	1,222	1,276	1,304	资产减值损失	-22	-22	-70	-80
在建工程	76	76	86	106	公允价值变动收益	7	7	7	7
无形资产	412	432	466	519	投资收益	15	17	17	17
商誉	1,503	1,503	1,503	1,503	其他收益	121	113	113	113
其他非流动资产	900	905	903	905	营业利润	928	1,074	1,295	1,524
非流动资产合计	4,056	4,163	4,257	4,361	营业外收入	4	18	18	18
资产合计	12,611	13,614	14,538	15,878	营业外支出	-3	-3	-3	-3
短期借款	658	829	740	889	利润总额	935	1,095	1,316	1,545
应付票据及账款	1,056	1,173	1,293	1,430	所得税	184	215	258	303
预收款项	0	0	0	0	净利润	751	880	1,058	1,242
合同负债	83	124	148	142	少数股东损益	103	123	147	173
其他应付款	2,909	2,909	2,909	2,909	归属母公司净利润	648	758	910	1,069
其他流动负债	785	798	836	881	EPS (按最新股本摊薄)	0.86	1.00	1.20	1.41
流动负债合计	5,491	5,832	5,925	6,251					
长期借款	46	46	46	46					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	328	328	328	328					
非流动负债合计	374	374	374	374					
负债合计	5,865	6,206	6,300	6,625					
归属母公司所有者权益	5,254	5,792	6,475	7,317					
少数股东权益	1,493	1,615	1,763	1,936					
所有者权益合计	6,746	7,407	8,238	9,253					
负债和股东权益	12,611	13,614	14,538	15,878					

现金流量表				
单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	808	562	855	681
现金收益	950	1,063	1,253	1,445
存货影响	148	-406	-31	-338
经营性应收影响	-168	-148	-300	-330
经营性应付影响	1,640	117	120	137
其他影响	-1,762	-65	-186	-234
投资活动现金流	86	-246	-245	-262
资本支出	-323	-263	-271	-283
股权投资	1	0	0	0
其他长期资产变化	408	17	26	21
融资活动现金流	-128	-76	-338	-99
借款增加	-72	171	-90	149
股利及利息支付	-187	-296	-298	-299
股东融资	1	0	0	0
其他影响	130	49	50	51

主要财务比率				
	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	9.1%	10.6%	10.8%	11.5%
EBIT 增长率	65.3%	17.6%	19.8%	17.1%
归母公司净利润增长率	45.7%	16.9%	20.2%	17.4%
获利能力				
毛利率	43.5%	43.2%	43.5%	44.0%
净利率	8.9%	9.5%	10.3%	10.8%
ROE	9.6%	10.2%	11.1%	11.6%
ROIC	19.0%	18.9%	20.2%	20.1%
偿债能力				
资产负债率	46.5%	45.6%	43.3%	41.7%
流动比率	1.6	1.6	1.7	1.8
速动比率	1.3	1.3	1.4	1.5
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转天数	115	111	107	107
存货周转天数	122	119	121	120
每股指标 (元)				
每股收益	0.86	1.00	1.20	1.41
每股经营现金流	1.07	0.74	1.13	0.90
每股净资产	6.94	7.65	8.55	9.67
估值比率				
P/E	21	18	15	13
P/B	3	2	2	2
EV/EBITDA	3	3	3	2

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20% 以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5% 以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数 -5% 以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn