



公司评级 增持（维持）

报告日期 2025 年 03 月 13 日

基础数据

03 月 12 日收盘价（元）	17.56
总市值（亿元）	132.92
总股本（亿股）	7.57

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证医药】昆药集团：三季度表现稳健，持续深化品牌建设-2024.11.05

【兴证医药】昆药集团：四个重塑强基赋能，战略规划开启新五年征程-2024.03.27

分析师：孙媛媛

S0190515090001
sunyuanyuan@xyzq.com.cn

分析师：董晓洁

S0190522080005
dongxiaojie@xyzq.com.cn

昆药集团(600422.SH)

2024 年业绩表现稳健，改革成效逐步显现

投资要点：

- **2024 年经营稳健，扣非归母净利润实现高增长。**2024 年公司乐成改革成效初显、华润圣火并购如期完成、昆中药 1381、777 协同并进、内生动力持续增强，全年实现营业收入 84.01 亿元，同比下降 0.34%（重述调整后）；归母净利润 6.48 亿元，同比增长 19.86%（重述调整后）；实现扣非归母净利润 4.19 亿元，同比增长 25.09%（华润圣火 2023 年、2024 年净利润在昆药集团的合并报表上体现为非经常性损益）；经营活动产生现金流量净额 8.08 亿元，同比增长 7.12%（重述调整后）。2024Q4 单季度重述调整后实现营收 26.01 亿元，归母净利润 2.03 亿元，扣非归母净利润 1.30 亿元。
- **口服产品表现稳健，针剂产品消化短期压力。**2024 年公司口服剂营收 36.93 亿元，同比增长 1.18%，毛利率 67.44%，同比减少 2.11pct，其中血塞通软胶囊销量同比增长 11.27%，主要由于公司加快产业布局，加强品牌建设，促进销量增长；针剂营收 5.39 亿元，同比下滑 49.09%，毛利率 82.55%，同比减少 0.84pct，其中注射用血塞通（冻干）销量同比减少 54.66%，主要受医保支付政策影响；药品器械批发零售营收 36.55 亿元，同比增长 6.07%，毛利率 15.90%，同比增加 1.58pct。
- **三年融合承上启下，改革成效逐步显现。**昆中药 1381 方面，通过渠道深耕、品牌升维双轮驱动，“大单品+全渠道+品牌化”战略持续推进，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。三七业务方面，携手华润圣火，重磅推出“777”品牌，持续深化“三七就是 777”的品牌认知；积极参与集采工作，提升公司慢病系列产品院端覆盖率进一步提高的潜力。渠道建设方面，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，并积极建构昆药商道，2024 年 12 月，昆药商道首届客户会顺利召开，渠道改革持续推进。
- **归母净利率与费用率持续改善。**2024 年公司毛利率 43.46%，同比下降 3.15pct；归母净利率 7.71%，同比提升 1.30pct；销售费用率 26.50%，同比下降 4.82pct；管理费用率 4.42%，同比提升 0.35pct；研发费用率 1.27%，同比提升 0.15pct。
- **盈利预测及估值：**我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 7.41 亿元、8.66 亿元、10.23 亿元，同比增长 14.4%、16.8%、18.1%，对应 2025 年 3 月 12 日收盘价，PE 为 17.9、15.3、13.0 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**改革进展不及预期、行业政策风险、渠道建设及品牌建设不及预期、销售增长不及预期等风险。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	8401	9253	10227	11342
同比增长	-0.3%	10.1%	10.5%	10.9%
归母净利润（百万元）	648	741	866	1023
同比增长	19.9%	14.4%	16.8%	18.1%
毛利率	43.5%	44.1%	45.2%	46.3%
ROE	12.3%	12.9%	13.7%	14.7%
每股收益（元）	0.86	0.98	1.14	1.35
市盈率	20.5	17.9	15.3	13.0

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8555	8758	10086	11508
货币资金	2266	2332	3373	4494
交易性金融资产	471	371	321	271
应收票据及应收账款	2896	3109	3174	3320
预付款项	164	189	198	217
存货	1540	1569	1614	1662
其他	1218	1187	1406	1544
非流动资产	4056	4021	3969	3899
长期股权投资	23	23	23	23
固定资产	1142	1135	1121	1098
在建工程	76	101	121	137
无形资产	412	363	313	263
商誉	1503	1503	1503	1503
其他	899	895	887	875
资产总计	12611	12779	14055	15407
流动负债	5491	5052	5596	6083
短期借款	658	658	658	658
应付票据及应付账款	1056	1107	1209	1318
其他	3777	3287	3729	4107
非流动负债	374	374	374	374
长期借款	46	46	46	46
其他	328	328	328	328
负债合计	5865	5426	5970	6457
股本	757	757	757	757
未分配利润	3602	3978	4416	4932
少数股东权益	1493	1611	1776	1971
股东权益合计	6746	7352	8085	8950
负债及权益合计	12611	12779	14055	15407

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	648	741	866	1023
折旧和摊销	209	225	242	260
营运资金的变动	-230	-732	147	80
经营活动产生现金流量	808	426	1487	1620
资本支出	-79	-194	-189	-188
长期投资	150	100	50	50
投资活动产生现金流量	86	-79	-121	-119
债权融资	-65	0	0	0
股权融资	1	0	0	0
融资活动产生现金流量	-128	-281	-325	-380
现金净变动	767	67	1040	1122

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8401	9253	10227	11342
营业成本	4750	5169	5603	6091
税金及附加	82	89	100	110
销售费用	2226	2471	2761	3119
管理费用	371	389	399	408
研发费用	107	120	143	170
财务费用	14	10	10	5
投资收益	15	16	18	20
公允价值变动收益	7	0	0	0
信用减值损失	-46	-47	-48	-47
资产减值损失	-22	-15	-15	-15
营业利润	928	1080	1289	1522
营业外收支	7	-5	-1	0
利润总额	935	1075	1289	1522
所得税	183	215	258	304
净利润	751	860	1031	1218
少数股东损益	103	119	165	195
归属母公司净利润	648	741	866	1023
EPS(元)	0.86	0.98	1.14	1.35

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	-0.3%	10.1%	10.5%	10.9%
营业利润增长率	17.5%	16.5%	19.4%	18.0%
归母净利润增长率	19.9%	14.4%	16.8%	18.1%
盈利能力				
毛利率	43.5%	44.1%	45.2%	46.3%
归母净利率	7.7%	8.0%	8.5%	9.0%
ROE	12.3%	12.9%	13.7%	14.7%
偿债能力				
资产负债率	46.5%	42.5%	42.5%	41.9%
流动比率	1.56	1.73	1.80	1.89
速动比率	1.22	1.36	1.45	1.55
营运能力				
资产周转率	67.5%	72.9%	76.2%	77.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.86	0.98	1.14	1.35
每股经营现金	1.07	0.56	1.96	2.14
估值比率(倍)				
PE	20.5	17.9	15.3	13.0
PB	2.5	2.3	2.1	1.9

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算，现金净变动包括汇率变动对现金及现金等价物的影响

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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn