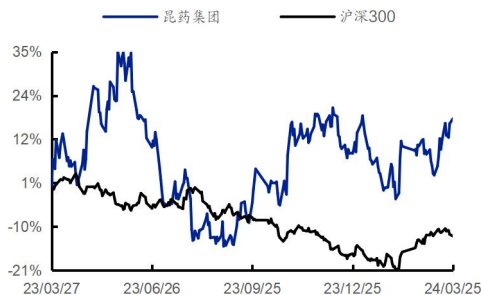


研究所:
 证券分析师: 周小刚 S0350521090002
 zhouxg@ghzq.com.cn
 联系人: 年庆功 S0350122030007
 nianqg@ghzq.com.cn

持续融入华润三九，公司发布五年战略规划 ——昆药集团（600422）2023 年年报点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
昆药集团	6.3%	8.1%	20.7%
沪深 300	1.0%	5.3%	-12.4%

市场数据

市场数据	2024/03/25
当前价格(元)	21.53
52 周价格区间(元)	15.18-26.09
总市值(百万)	16,300.66
流通市值(百万)	16,297.69
总股本(万股)	75,711.40
流通股本(万股)	75,697.58
日均成交额(百万)	393.36
近一月换手(%)	1.27

相关报告

《昆药集团（600422）2023 年半年报点评报告：业务整合变革，业绩短期波动（买入）*中药 II*周小刚》——2023-08-31

《昆药集团（600422）点评报告：控股股东变更，公司成长进入新阶段（买入）*中药 II*周小刚》——2023-01-29

事件:

2023 年 3 月 22 日公司发布 2023 年年度报告: 2023 年公司实现收入 77.03 亿元 (yoy-6.99%)，归母净利润 4.45 亿元 (yoy+16.05%)，扣非归母净利润 3.35 亿元 (yoy+33.45%)。

投资要点:

- **公司 2023 年扣非归母净利润创五年新高。** 2023 年公司实现收入 77.03 亿元 (yoy-6.99%)，归母净利润 4.45 亿元 (yoy+16.05%)，扣非归母净利润 3.35 亿元 (yoy+33.45%)。扣非归母净利润创 2019 年以来新高。2023 年 Q4 公司实现收入 20.92 亿元 (yoy+0.14%)，归母净利润 0.59 亿元 (yoy+458.75%)，扣非归母净利润 0.25 亿元 (上年同期为-0.09 亿元)。
- **核心产品保持较好增长，商业和其他业务下滑。** 2023 年公司针剂产品收入 10.59 亿元 (yoy+11.09%)，其中注射用血塞通（冻干）同比增长 22.65%。2023 年公司口服制剂收入 30.55 亿元 (yoy+5.58%)，其中血塞通软胶囊同比增长 33.04%、血塞通片同比增长 15.09%、舒肝颗粒同比增长 11.11%。2023 年公司医药商业收入 33.22 亿元，同比下滑 7.40%；其他业务收入 1.05 亿元，同比下滑 63.39%。
- **持续融合，经营质量得到提升。** 2023 年 1 月 19 日，公司圆满完成董事会、监事会的改组工作，公司控股股东变更为华润三九。2023 年公司持续推进与华润三九的百日融合、一年融合，扎实落实“四个重塑”（价值/业务/组织/精神重塑）。2023 年公司管理费用和财务费用均创 2018 年以来的新低。
- **公司发布战略规划（2024 年-2028 年），明确 2028 年业绩发展目标。** 公司发布战略规划（2024 年-2028 年），明确企业使命和企业愿景。公司战略为紧紧围绕“传承精品国药，以三七产业链为核心，立足于老龄健康，拓展慢病管理领域，成为银发健康产业第一股”。公司目标通过内生发展加外延扩张方式，力争 2028 年末实现营业收入翻番，工业收入达到 100 亿元。

- **盈利预测和投资评级** 我们预计 2024/2025/2026 年收入为 85.78 亿元/95.79 亿元/107.49 亿元，对应归母净利润 5.87 亿元/7.64 亿元/9.58 亿元，对应 PE 为 27.76X/21.32X/17.02X。我们根据 2023 年实际达成业绩下调了 2024-2025 年业绩预期。我们认为，公司质地优秀，华润三九成为控股股东后多方面赋能，有望带动公司经营持续改善。维持“买入”评级。
- **风险提示** 经营管理整合进展不及预期；主要产品销售放量不及预期；注射剂受集采影响超预期；公司战略规划非业绩承诺，或不及预期；新品牌打造进度慢于预期。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	7703	8578	9579	10749
增长率(%)	-7	11	12	12
归母净利润（百万元）	445	587	764	958
增长率(%)	16	32	30	25
摊薄每股收益（元）	0.59	0.78	1.01	1.27
ROE(%)	8	10	11	12
P/E	35.36	27.76	21.32	17.02
P/B	2.98	2.76	2.44	2.13
P/S	2.05	1.90	1.70	1.52
EV/EBITDA	19.10	17.69	13.91	10.64

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：昆药集团盈利预测表

证券代码:	600422				股价:	21.53				投资评级:	买入				日期:	2024/03/25			
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E										
盈利能力					每股指标														
ROE	8%	10%	11%	12%	EPS	0.59	0.78	1.01	1.27										
毛利率	45%	45%	46%	47%	BVPS	6.99	7.80	8.83	10.12										
期间费率	36%	36%	36%	36%	估值														
销售净利率	6%	7%	8%	9%	P/E	35.36	27.76	21.32	17.02										
成长能力					P/B	2.98	2.76	2.44	2.13										
收入增长率	-7%	11%	12%	12%	P/S	2.05	1.90	1.70	1.52										
利润增长率	16%	32%	30%	25%															
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
总资产周转率	0.81	0.88	0.92	0.92	营业收入	7703	8578	9579	10749										
应收账款周转率	3.09	3.67	4.29	4.34	营业成本	4251	4711	5166	5681										
存货周转率	2.52	2.78	2.90	2.90	营业税金及附加	75	73	81	97										
偿债能力					销售费用	2433	2745	3065	3440										
资产负债率	43%	39%	37%	36%	管理费用	314	343	383	430										
流动比	1.93	2.15	2.24	2.42	财务费用	10	-20	-42	-53										
速动比	1.41	1.53	1.62	1.79	其他费用/(-收入)	71	77	86	97										
					营业利润	568	752	973	1215										
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-5	-20	-20	-20										
现金及现金等价物	2097	2731	3208	4043	利润总额	564	732	953	1195										
应收款项	2734	2267	2510	2797	所得税费用	109	139	181	227										
存货净额	1688	1701	1866	2051	净利润	454	593	772	968										
其他流动资产	512	553	609	673	少数股东损益	9	6	8	10										
流动资产合计	7031	7253	8192	9564	归属于母公司净利润	445	587	764	958										
固定资产	1083	1071	1062	996															
在建工程	96	133	164	108	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E										
无形资产及其他	1332	1430	1534	1579	经营活动现金流	356	897	724	896										
长期股权投资	24	24	24	24	净利润	445	587	764	958										
资产总计	9565	9910	10976	12270	少数股东损益	9	6	8	10										
短期借款	725	725	725	725	折旧摊销	215	135	139	162										
应付款项	933	916	1005	1105	公允价值变动	-1	6	-7	-8										
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-415	117	-222	-262										
其他流动负债	1986	1737	1922	2128	投资活动现金流	-339	-145	-336	-151										
流动负债合计	3644	3378	3652	3959	资本支出	-57	-233	-231	-59										
长期借款及应付债券	108	108	108	108	长期投资	-290	65	-130	-120										
其他长期负债	337	337	337	337	其他	8	23	25	27										
长期负债合计	445	445	445	445	筹资活动现金流	-202	-24	-18	-18										
负债合计	4089	3823	4096	4403	债务融资	-29	5	7	7										
股本	758	757	757	757	权益融资	18	-4	0	0										
股东权益	5477	6087	6879	7867	其它	-191	-25	-25	-25										
负债和股东权益总计	9565	9910	10976	12270	现金净增加额	-183	730	370	727										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【医药小组介绍】

周小刚，首席分析师，复旦大学经济学硕士、西安交通大学工学本科，具有 5 年医药实业工作经验、9 年医药研究工作经验。

赵宁宁，分析师，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖中药、生物药。

孔维崎，分析师，北京大学药学院化学生物学硕士，四年半医药股权投资经验，主要覆盖创新药和 CXO 板块。

沈崇皓，分析师，华东师范大学药化硕士，3 年海外医药投研经验，2022 年加入国海证券医药组，主要覆盖部分中药和生命科学上游产业链等板块。

李畅，分析师，北京大学药理学硕士，具有 1 年医疗实业工作经验，2022 年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药等板块。

李明，分析师，北京大学金融科技硕士，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗服务板块。

林羽茜，研究助理，悉尼大学数据分析硕士，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械板块。

万鹏辉，研究助理，中科院药物所药物化学硕士，3 年医药二级市场投研经验，主要覆盖 CXO 及软镜等板块。

年庆功，研究助理，分析师，北京大学物理学本科，军事医学科学院微生物博士，2022 年加入国海证券研究所医药组，主要覆盖疫苗、血制品板块和生命科学上游。

【分析师承诺】

周小刚，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。