

华润入主，优质中药品牌有望焕发生机

——昆药集团(600422.SH)年报点评

核心观点:

- **事件:** 公司发布 2022 年年报, 2022 年实现营业总收入 82.82 亿元, 同比增长 0.35%; 归母净利润 3.83 亿元, 同比下降 24.52%; 扣非归母净利润 2.51 亿元, 同比下降 10.17%。其中, 第四季度实现营业总收入 20.89 亿元, 同比下降 6.13%; 归母净利润 0.11 亿元, 同比下降 85.77%; 扣非归母净利润-0.09 亿元, 同比下降 138.84%。
- **精品中药推广初见成效, 华润入主有望重塑昆中药品牌价值。** 公司“昆中药 1381”借助悠久深厚的中医药文化积淀和老号品牌势能, 聚焦参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒三大黄金单品, 并持续培育清肺化痰丸、金花消痤丸、口咽清丸等在内的潜力品种和特色品种, 全力打造中国老字号一线品牌。报告期内, 昆中药营收、利润再创历史新高, 实现营业收入 131,909.55 万元, 同比增长 8.80%, 实现净利润 14,232.92 万元, 同比增长 57.50%; 参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒、清肺化痰丸、金花消痤丸分别同比增长 22.66%、20.90%、29.22%、19.44%、60.21%。华润三九入主后, 公司“昆中药”品牌中药有望接入华润三九渠道推广, 更好发挥品牌价值。
- **健康板块取得突破, 日用品有望成为新的增长点。** 2022 年度, 昆药健康销售规模突破 2 亿元, 同比增长 104%。报告期内, K 昆药/KPC 京东自营双入驻, 3000 家线下便利超市系列产品上架, 覆盖昆明 80% 的终端, 同时昆药三七牙膏分别与辛选基地、云南抖音直播基地达成战略合作, 线上线下同时发力。KPC 昆药科技美肤馆正式落地杭州西嘉广场, 昆药健康进入“皮肤管理”新赛道。
- **投资建议:** 公司中药资源质地优良, 接入华润渠道销售后有望更好发挥公司中药品牌力。公司业绩在计提减值后轻装上阵, 我们看好华润入主为公司业务带来的协同效应。我们预测 2023-2025 年归母净利润分别为 6.09/7.19/8.54 亿元, 同比增长 59.02%、18.04%、18.76%, 对应 EPS 为 0.80/0.95/1.13 元, 对应 PE 为 22/19/16 倍, 给予“推荐”评级。
- **风险提示:** 中药集采降价高于预期的风险、和华润渠道整合不畅的风险、新品研发失败的风险等。

主要财务指标

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8282.06	9232.47	9926.46	10563.94
收入增长率%	0.35	11.48	7.52	6.42
净利润(百万元)	383.18	609.34	719.28	854.19
利润增速%	-24.52	59.02	18.04	18.76
毛利率%	41.52	42.66	44.85	46.54
摊薄 EPS(元)	0.51	0.80	0.95	1.13
PE	35.59	22.38	18.96	15.97
PB	2.74	2.44	2.16	1.90
PS	1.65	1.48	1.37	1.29

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

昆药集团(600422.SH)

推荐 首次评级

合理估值区间: 24.00-25.60 元

分析师

程培

☎: 021-20257805

✉: chengpei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522100001

刘晖

☎: 010-80927650

✉: liuhui_yj@chinastock.com.cn

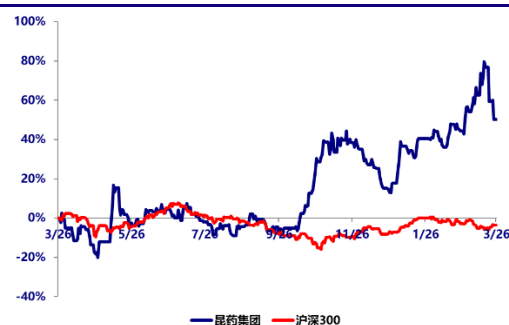
分析师登记编码: S0130520080003

市场数据

2023-03-24

A 股收盘价(元)	17.99
A 股一年内最高价(元)	21.99
A 股一年内最低价(元)	9.48
沪深 300	4027.05
总股本(万股)	75812.78

相对沪深 300 表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

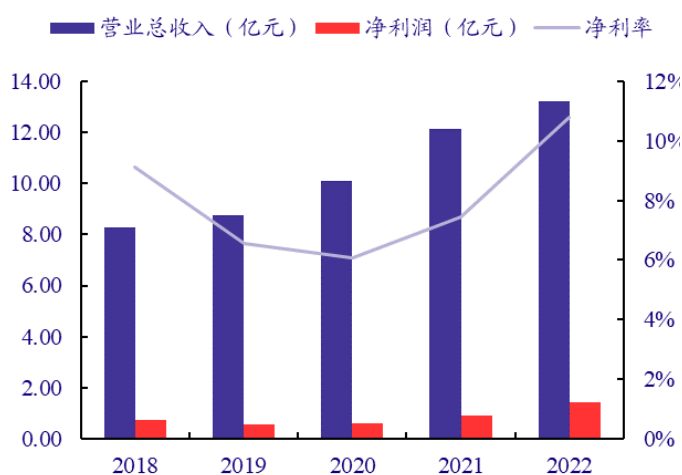
相关研究

公司核心资产昆中药质地优良，经营逐步改善

昆药集团“昆中药 1381”品牌肇启于明太祖洪武十四年（公元 1381 年），至今已有 642 年历史，获得吉尼斯世界纪录“全球最古老的制药企业”，是中国五大中药老字号之一，中国非物质文化遗产保护单位，中国国家知识产权优势企业。600 多年来，昆中药坚守“毋减毋糙修精品，勤心勤力志康宁”的精神，造就众多的精品国药，已成为消费者熟知品牌，其知名度和辨识度逐年提升。以参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒、清肺化痰丸、口咽清丸等为代表的传统精品国药持续发力，打造心脑血管、妇科、消化等领域的专业品牌，为长期的业务发展奠定坚实的基础。

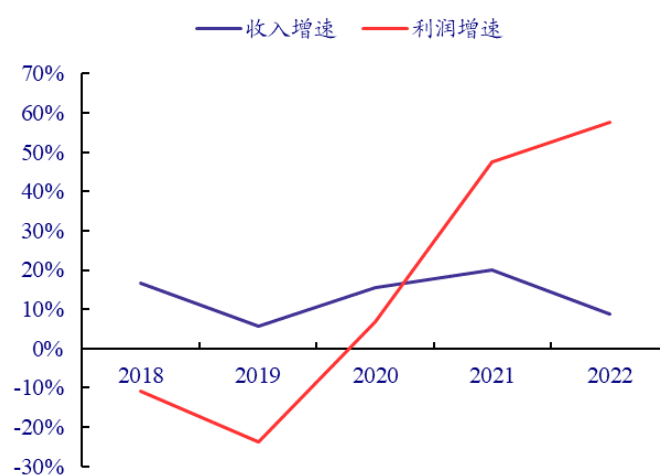
昆中药经营逐步改善，盈利质量不断提升。自 2020 年以来，昆中药利润加速增长，经营净利率不断提升，多个中药品种保持较快增长。2022 年昆中药实现净利润 1.42 亿元，同比增长 57.50%，创历史新高。昆中药贡献利润占公司比例高达 37%，为公司核心资产。

图 1：昆中药近年来收入和利润（亿元）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 2：昆中药近年来业绩增速



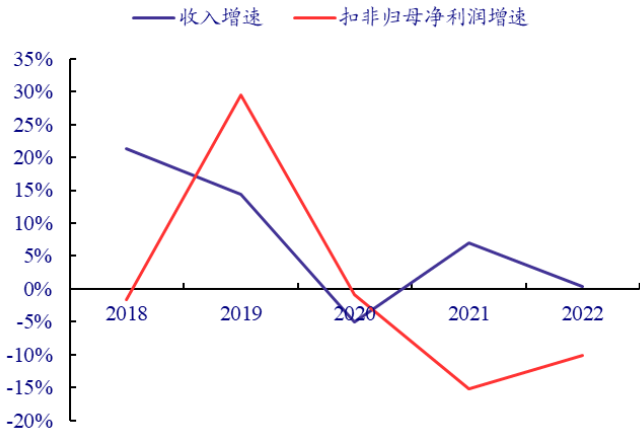
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

计提减值导致本期利润下滑较多，未来业绩有望轻装上阵

2022 年公司实现合并营业收入 828,206.35 万元，同比增长 0.35%；实现归属母公司股东的净利润 38,318.36 万元，同比下降 24.52%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 25,110.98 万元，同比下降 10.17%。公司利润下滑较多主要是因为计提减值较多，2022 年资产减值和信用减值计提合计约 1.1 亿元。

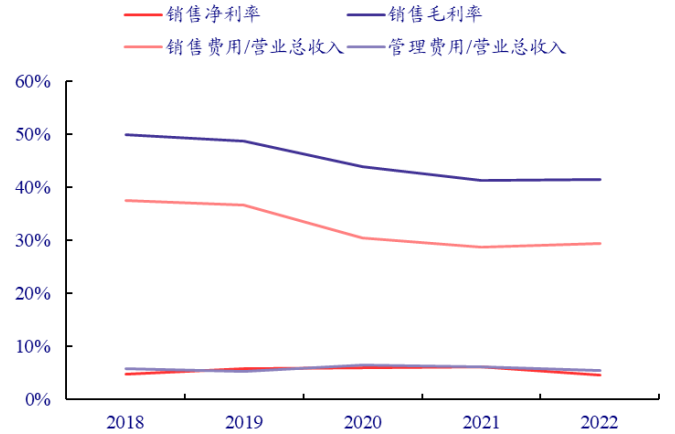
由于 2022 年度计提减值较多，公司实现净利率 4.65%，下降 1.57 个百分点。2022 年公司实现毛利率 41.52%，提升 0.22 个百分点；销售费用率 29.37%，提升 0.61 个百分点，管理费用率 5.42%，下降 0.71 个百分点，研发费用率 0.84%，下降 0.38 个百分点，财务费用率 0.46%，下降 0.02 个百分点，经营性现金流净额 2.54 亿元，同比上升 0.90%。

图 3: 昆药集团近年来业绩增速



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 4: 昆药集团近年来盈利和费用比率



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

报表预测

资产负债表 (百万元) 2022					利润表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	6766.38	8098.24	8597.54	10079.50	营业收入	8282.06	9232.47	9926.46	10563.94
现金	1658.39	2498.33	2962.11	3959.59	营业成本	4843.69	5293.52	5474.67	5647.25
应收账款	2436.87	2359.43	2797.40	2690.60	营业税金及附加	72.22	80.51	86.56	92.12
其它应收款	147.61	170.03	171.49	191.96	营业费用	2432.57	2705.11	3027.57	3274.82
预付账款	244.16	266.84	275.97	284.67	管理费用	379.07	433.93	496.32	528.20
存货	1680.71	2214.60	1814.01	2341.60	财务费用	38.31	3.43	-8.67	-15.12
其他	598.63	589.01	576.57	611.08	资产减值损失	-67.59	0.00	0.00	0.00
非流动资产	2665.58	2596.59	2524.65	2449.81	公允价值变动收益	10.67	0.00	0.00	0.00
长期投资	23.98	23.98	23.98	23.98	投资净收益	5.98	0.00	0.00	0.00
固定资产	1167.90	1154.29	1136.13	1113.94	营业利润	497.15	762.13	899.63	1068.37
无形资产	355.98	320.98	285.98	250.98	营业外收入	2.79	0.00	0.00	0.00
其他	1117.73	1097.33	1078.55	1060.91	营业外支出	22.65	0.00	0.00	0.00
资产总计	9431.96	10694.83	11122.19	12529.31	利润总额	477.29	762.13	899.63	1068.37
流动负债	3888.87	4526.72	4217.53	4751.83	所得税	91.83	146.63	173.08	205.55
短期借款	912.76	912.76	912.76	912.76	净利润	385.46	615.50	726.55	862.82
应付账款	693.10	751.10	742.52	798.19	少数股东损益	2.28	6.15	7.27	8.63
其他	2283.00	2862.85	2562.25	3040.88	归属母公司净利润	383.18	609.34	719.28	854.19
非流动负债	400.57	410.57	420.57	430.57	EBITDA	826.69	944.56	1072.90	1238.08
长期借款	60.00	60.00	60.00	60.00	EPS (元)	0.51	0.80	0.95	1.13
其他	340.57	350.57	360.57	370.57					
负债合计	4289.44	4937.29	4638.10	5182.40	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	159.50	165.65	172.92	181.55	营业收入	0.35%	11.48%	7.52%	6.42%
归属母公司股东权益	4983.02	5591.89	6311.17	7165.36	营业利润	-21.59%	53.30%	18.04%	18.76%
负债和股东权益	9431.96	10694.83	11122.19	12529.31	归属母公司净利润	-24.52%	59.02%	18.04%	18.76%
					毛利率	41.52%	42.66%	44.85%	46.54%
					净利率	4.63%	6.60%	7.25%	8.09%
					ROE	7.69%	10.90%	11.40%	11.92%
					ROIC	7.49%	8.95%	9.41%	9.99%
					资产负债率	45.48%	46.17%	41.70%	41.36%
					净负债比率	83.41%	85.75%	71.53%	70.54%
					流动比率	1.74	1.79	2.04	2.12
					速动比率	1.22	1.22	1.52	1.55
					总资产周转率	0.88	0.86	0.89	0.84
					应收帐款周转率	3.40	3.91	3.55	3.93
					应付帐款周转率	11.95	12.29	13.37	13.23
					每股收益	0.51	0.80	0.95	1.13
					每股经营现金	0.33	1.28	0.78	1.49
					每股净资产	6.57	7.38	8.32	9.45
					P/E	35.59	22.38	18.96	15.97
					P/B	2.74	2.44	2.16	1.90
					EV/EBITDA	12.32	13.01	11.03	8.76
					P/S	1.65	1.48	1.37	1.29

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

程培，银河证券医药首席分析师，上海交通大学生物化学与分子生物学硕士，7年医学检验行业+6年医药行业研究经验，公司研究深入细致，对医疗行业政策和市场营销实务非常熟悉。此前作为团队核心成员，获得2022年新财富最佳分析师医药行业第4名、2021年新财富最佳分析师医药行业第5名、上海证券报最佳分析师第2名，2020年新财富最佳分析师医药行业入围，2019年Wind“金牌分析师”医药行业第1名，2018年第一财经最佳分析师医药行业第1名等荣誉。

刘晖，北京大学汇丰商学院西方经济学硕士，生命科学学院学士。2018年加入中国银河证券。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn