



买入（维持）

所属行业：医药生物/中药
当前价格(元)：19.80

证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

刘闯

资格编号：S0120522100005

邮箱：liuchuang@tebon.com.cn

张俊

资格编号：S0120522080001

邮箱：zhangjun6@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.38	15.86	17.65
相对涨幅(%)	7.97	17.23	22.27

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《昆药集团(600422.SH)：疫情下22年业绩承压，华润入主23年轻装上阵》，2023.3.23
- 《昆药集团(600422.SH)：天时、地利、人和，历久弥新焕新机》，2023.1.4

昆药集团(600422.SH)：三七+昆中药两大平台发力，华润入主持续赋能

投资要点

- **事件**：公司发布2023年一季报，23Q1实现收入19.1亿，同比下降19.2%，归母净利润1.3亿，同比增长14.5%，扣非归母净利润1.0亿，同比下降2.7%。
- **业务结构持续优化，利润端实现正增长**。23Q1公司实现营业收入19.1亿，归母净利润1.3亿，同比增长14.5%。其中，工业板块实现收入11.0亿，同比增长13.6%；商业板块实现收入6.9亿，同比下降28.7%，收入下降受商业业务结构持续优化，比去年同期减少调拨业务影响。
- **两大平台齐发力，核心品种放量显著**。分板块看，1)在以“昆药血塞通”系列产品为核心的慢病管理板块中，注射用血塞通（冻干）不断提升产品市场占有率，23Q1同比增长40.5%，血塞通口服系列产品同比增长38.4%，其中核心产品血塞通软胶囊持续聚焦“强品牌+强学术”的市场策略，同比增长82.1%；2)在以“昆中药1381”精品国药系列为核心的健康消费板块中，昆中药借助深厚的历史底蕴与老字号品牌势能持续推动黄金单品及潜力品种稳健增长，参苓健脾胃颗粒、清肺化痰丸、板蓝清热颗粒、口咽清丸等核心品种总体同比增长21.4%。
- **华润入主注入新活力，加速推进融合实现新突破**。2023年1月19日，公司完成董事会改组工作，公司控股股东变更为华润三九，实际控制人变更为中国华润有限公司，公司正式成为华润三九旗下成员企业。公司持续与华润三九推进实现战略、组织、文化的融合，共同确定了公司成为“慢病管理领导者、精品国药领先者”的新战略目标，为实现新突破谋篇布局。公司将借助华润三九在品牌、营销、渠道等优势资源，打造成为精品国药领先者。
- **立足优势治疗领域，在研项目稳步推进**。1)创新药方面，公司自主研发的适用于缺血性脑卒中的中药/天然药物1类新药KYAZ01-2011-020正式进入II期临床研究，与中国中医科学院（屠呦呦团队）合作的、适用于治疗自体免疫疾病系统性红斑狼疮的KYAH02-2016-078的II期临床试验已完成数据清理，质控和总结报告修订定稿中；2)一致性评价项目方面，精神类用药化学注射剂一致性评价项目KYAH06-2018-094已获得质量标准复核，是国内同品种首家申报；3)二次开发项目方面，提升产品质量标准的KYEZ07-2020-154项目已获国家药典委标准公示征求意见稿，另一提升产品质量标准的KYEZ07-2018-099项目资料已提交药典委。
- **投资建议**：预计2023-2025年公司营收分别为92.3/103.0/116.6亿元、归母净利润分别为6/7.5/9.5亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示**：产品降价风险；行业竞争加剧风险；整合进展不及预期。



股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	758.13		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	756.98	营业收入(百万元)	8,254	8,282	9,232	10,303	11,663
52 周内股价区间(元):	9.56-21.51	(+/-)YOY(%)	7.0%	0.3%	11.5%	11.6%	13.2%
总市值(百万元):	15,010.93	净利润(百万元)	508	383	601	751	945
总资产(百万元):	9,244.43	(+/-)YOY(%)	11.1%	-24.5%	56.7%	25.1%	25.7%
每股净资产(元):	6.75	全面摊薄 EPS(元)	0.67	0.51	0.79	0.99	1.25
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	41.3%	41.5%	44.9%	46.6%	48.0%
		净资产收益率(%)	10.6%	7.7%	10.8%	11.9%	13.0%
		资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.51	0.79	0.99	1.25
每股净资产	6.57	7.36	8.36	9.60
每股经营现金流	0.33	1.98	1.74	1.45
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	27.69	25.00	19.98	15.89
P/B	2.15	2.69	2.37	2.06
P/S	1.81	1.63	1.46	1.29
EV/EBITDA	12.66	9.99	8.49	9.12
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	41.5%	44.9%	46.6%	48.0%
净利润率	4.6%	6.5%	7.3%	8.1%
净资产收益率	7.7%	10.8%	11.9%	13.0%
资产回报率	4.1%	5.9%	6.8%	7.6%
投资回报率	7.5%	8.7%	9.6%	10.7%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	0.3%	11.5%	11.6%	13.2%
EBIT 增长率	3.7%	25.6%	23.4%	25.2%
净利润增长率	-24.5%	56.7%	25.1%	25.7%
偿债能力指标				
资产负债率	45.5%	43.1%	41.2%	39.4%
流动比率	1.7	2.0	2.2	2.4
速动比率	1.2	1.5	1.8	1.9
现金比率	0.4	0.8	1.1	1.2
经营效率指标				
应收帐款周转天数	107.4	90.0	85.0	80.0
存货周转天数	126.7	130.0	120.0	110.0
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.9
固定资产周转率	7.1	13.3	33.0	31.3

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	383	601	751	945
少数股东损益	2	12	15	19
非现金支出	355	569	474	35
非经营收益	-11	-10	-11	-12
营运资金变动	-476	331	91	111
经营活动现金流	254	1,503	1,321	1,098
资产	-66	-49	-59	-60
投资	-178	22	22	22
其他	9	13	14	16
投资活动现金流	-235	-15	-24	-23
债权募资	331	-10	-10	-10
股权募资	2	-0	0	0
其他	-265	0	0	0
融资活动现金流	68	-10	-10	-10
现金净流量	90	1,478	1,288	1,065

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 27 日
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	8,282	9,232	10,303	11,663
营业成本	4,844	5,086	5,498	6,066
毛利率%	41.5%	44.9%	46.6%	48.0%
营业税金及附加	72	78	88	99
营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	2,433	2,999	3,431	3,919
营业费用率%	29.4%	32.5%	33.3%	33.6%
管理费用	379	415	464	525
管理费用率%	4.6%	4.5%	4.5%	4.5%
研发费用	70	106	124	152
研发费用率%	0.8%	1.1%	1.2%	1.3%
EBIT	582	731	903	1,130
财务费用	38	-8	-23	-33
财务费用率%	0.5%	-0.1%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-68	1	2	1
投资收益	6	9	10	12
营业利润	497	752	941	1,184
营业外收支	-20	-0	-1	-1
利润总额	477	752	941	1,183
EBITDA	827	1,301	1,378	1,166
所得税	92	139	174	219
有效所得税率%	19.2%	18.5%	18.5%	18.5%
少数股东损益	2	12	15	19
归属母公司所有者净利润	383	601	751	945

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,658	3,137	4,424	5,489
应收账款及应收票据	2,578	2,276	2,399	2,556
存货	1,681	1,811	1,808	1,828
其它流动资产	849	741	738	742
流动资产合计	6,766	7,965	9,369	10,615
长期股权投资	24	22	21	19
固定资产	1,168	692	312	373
在建工程	65	72	77	82
无形资产	356	306	266	226
非流动资产合计	2,666	2,141	1,722	1,742
资产总计	9,432	10,107	11,091	12,357
短期借款	913	913	913	913
应付票据及应付账款	977	1,282	1,386	1,529
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1,999	1,766	1,890	2,059
流动负债合计	3,889	3,961	4,188	4,500
长期借款	60	60	60	60
其它长期负债	341	331	321	311
非流动负债合计	401	391	381	371
负债总计	4,289	4,352	4,569	4,871
实收资本	758	758	758	758
普通股股东权益	4,983	5,583	6,335	7,279
少数股东权益	159	172	187	206
负债和所有者权益合计	9,432	10,107	11,091	12,357

信息披露

分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。