



买入（维持）

所属行业：医药生物/中药
当前价格(元)：19.17

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(%)	9.52	13.43	38.43
相对涨幅(%)	12.14	17.78	34.17

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《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）：疫情下22年业绩承压，华润入主23年轻装上阵

投资要点

- **事件：**2022年公司实现收入82.8亿元，同比增长0.35%，归母净利润3.8亿元，同比下降24.5%；Q4单季度公司实现收入20.9亿，同比下降6.1%，归母净利润0.1亿，扣非归母净利润-0.1亿。
- **疫情+减值影响下业绩短期承压：**2022年公司利润端下滑，主要由于以下原因：1)疫情影响下，公司部分产品销售+商业板块流通配送受损；2)22年计提了0.68亿资产减值损失和0.43亿信用减值；3)21年1.5亿投资收益加持带来的高基数影响。
- **血塞通注射剂在集采后触底反弹，昆中药延续稳健增长：**分业务来看，公司血塞通注射剂在集采后触底反弹、表现亮眼，血软系列短期收到疫情影响，疫情放开后随着诊疗活动恢复，有望重新高增长；昆中药整体延续稳健增长；公司医药口服剂22年实现收入28.9亿，同比下降2.3%，注射剂9.5亿，同比增长12%，大健康板块1.8亿，同比增长122.6%，商业35.9亿，同比下降10.6%；其中血塞通注射剂全年同比增长72.6%，恢复较好。
- **昆中药表现亮眼，精品国药持续发力：**2022年昆中药收入13.2亿，同比增长8.8%、净利润1.4亿，同比增长57.5%，其中核心产品参苓健脾、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒、清肺化痰丸、金花消痤丸分别增长22.66%、20.90%、29.22%、19.44%、60.21%，预计在华润赋能下，将加快实现精品国药“大品种-大品牌-大品类”成长之路，推动“昆中药1381”进入精品国药行列。
- **华润三九入主，领导团队已经就位：**华润三九2022年12月30日正式完成入主，2023年1月开始并表，22年充分兑现新冠负面影响及资产减值后，23年公司将在华润三九的领导下轻装上阵，有望实现质变。公司2023年轻装上阵，催化剂丰富，利润和估值有望再迎来戴维斯双击，预计2023年有望迎来一系列积极的变化，包括华润和昆药的业务整合、营销赋能等。
- **华润入主后长期的前景预期：**1)昆中药潜力十足，昆中药有140+个批文、21个独家产品、15个国家中药保护品种，可挖掘潜力巨大，有望打造多个中药大单品；2)“三七”产业潜力可期，血塞通口服制剂有望成为心血管领域中成药大品种；3)昆药有望转变为“品牌中药”的市场定位。
- **投资建议：**预计2023-25年归母净利润6.0/7.5/9.5亿，我们认为华润入主给昆药带来质变预期确定性高，公司利润和估值有望超预期，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):	14,533.31	净利润(百万元)	508	383	601	751	945
总资产(百万元):	9,431.96	(+/-)YOY(%)	11.1%	-24.5%	56.7%	25.1%	25.7%
每股净资产(元):	6.57	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	24.20	19.34	15.39
P/B	2.15	2.60	2.29	2.00
P/S	1.76	1.57	1.41	1.25
EV/EBITDA	12.32	9.63	8.15	8.71
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 3 月 23 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。