

昆药集团(600422.SH)

2022年业绩承压，2023年新股东助力经营质量提升

推荐（维持）

股价：19.17元

主要数据

行业	医药
公司网址	www.kpc.com.cn
大股东/持股	华润三九医药股份有限公司/28.00%
实际控制人	国务院国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	758
流通A股(百万股)	757
流通B/H股(百万股)	
总市值(亿元)	145
流通A股市值(亿元)	145
每股净资产(元)	6.57
资产负债率(%)	45.5

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】昆药集团(600422.SH)*季报点评*三季度盈利能力回升，注射用血塞通恢复明显*推荐 20221025

证券分析师

韩盟盟

投资咨询资格编号
S1060519060002
hanmengmeng005@pingan.com.cn

叶寅

投资咨询资格编号
S1060514100001
BOT335
YEYIN757@pingan.com.cn



事项：

公司发布 2022 年报，实现收入 82.82 亿元，同比增长 0.35%；实现归母净利润 3.83 亿元，同比下降 24.52%；实现扣非后归母净利润为 2.51 亿元，同比下降 10.17%；EPS 为 0.51 元/股。公司业绩低于我们此前预期。

其中 2022Q4 单季度实现收入 20.89 亿元，同比下降 6.13%；实现归母净利润 0.11 亿元，同比下降 85.77%；实现扣非后归母净利润-0.09 亿元，同比下降 138.84%。

2022 年度利润分配预案为：每 10 股派 1.6 元（含税）。

平安观点：

■ **疫情、减值、高基数等因素影响 22 年业绩表现。**2022 年公司实现收入 83 亿，与上年基本持平；实现归母净利润 3.83 亿（-25%），业绩下滑主要原因有：1）疫情影响公司产品销售。2）2022 年计提资产减值 6759 万元，较上年增加 4000 多万。3）2021 年公司处置资产获得 1.3 亿非经常性损益，导致基数较高，2022 年非流动资产处置收益仅 1446 万。2022 年公司毛利率为 41.52%（+0.22pp），净利率为 4.65%（-1.57pp），销售费用率 29.37%、管理费用率 4.58%、研发费用率 0.84%、财务费用率 0.46%，期间费用率基本保持稳定。

■ **血塞通针剂解限弹性大，昆中药展现韧性。**在疫情和集采等因素影响下，血塞通口服系列实现收入约 8 亿元（-16%），而血塞通针剂在各省市医保解限政策促进下实现快速恢复，收入增长 73%。昆中药主打“老字号+大单品”，22 年收入 13 亿元（+9%），净利润 1.4 亿元（+58%），核心品种参苓健脾颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒、清肺化痰丸、金花消啞丸分别增长 23%、21%、29%、19%、60%，疫情影响下韧性十足。

■ **华润三九正式入主，看好央企赋能利好公司长远发展。**2023 年 1 月 19 日，随着董、监事会改组完成，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。华润三九董事长邱华伟先生任昆药集团董事长，原华润三九 OTC 事业部总经理、康复慢病事业部总经理颜炜先生任公司副董事长。我们认为华润三九是国内中药 OTC 行业龙头，有望帮助昆中

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,254	8,282	9,601	10,939	12,315
YOY(%)	7.0	0.3	15.9	13.9	12.6
净利润(百万元)	508	383	620	753	907
YOY(%)	11.1	-24.5	61.8	21.4	20.5
毛利率(%)	41.3	41.5	42.9	43.9	45.2
净利率(%)	6.2	4.6	6.5	6.9	7.4
ROE(%)	10.6	7.7	11.4	12.6	13.6
EPS(摊薄/元)	0.67	0.51	0.82	0.99	1.20
P/E(倍)	28.6	37.9	23.4	19.3	16.0
P/B(倍)	3.0	2.9	2.7	2.4	2.2

药和血塞通系列核心业务更上一层楼，同时央企资源对接提升昆药整体经营效率。

- **2023 年公司有望迎来收入和利润率双提升，维持“推荐”评级。**伴随着国内疫情管控解除，以及公司资产梳理完成，我们认为公司核心有望恢复快速增长，同时在华润三九的赋能下经营质量持续提升。我们将公司 2023-2024 年归母净利润预测略微调至 6.20 亿、7.53 亿元（原预测为 6.37 亿、7.64 亿元），预计 2025 年归母净利润为 9.07 亿元，当前股价对应 2023 年 PE 为 23 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 市场及政策风险：医保控费仍为医药行业主旋律，公司核心产品存在集采可能，同时针剂反弹可能存在一定不确定性；2) 药品研发不及预期：目前公司有多个品种在研，研发进度存在不及预期可能；3) 疫情对公司经营的影响：若 2023 年全国疫情的反复，或对公司全年业绩产生不利影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E
流动资产	6,766	6,836	8,037	9,329
现金	1,658	1,407	1,939	2,563
应收票据及应收账款	2,625	2,437	2,777	3,126
其他应收款	148	175	199	224
预付账款	244	319	363	409
存货	1,681	2,070	2,316	2,547
其他流动资产	411	428	444	459
非流动资产	2,666	2,389	2,106	1,829
长期投资	24	21	19	16
固定资产	1,227	1,044	859	672
无形资产	356	321	281	236
其他非流动资产	1,059	1,003	948	904
资产总计	9,432	9,225	10,144	11,158
流动负债	3,889	3,253	3,644	4,014
短期借款	913	0	0	0
应付票据及应付账款	977	1,184	1,324	1,457
其他流动负债	1,999	2,070	2,320	2,558
非流动负债	401	366	331	297
长期借款	105	70	35	1
其他非流动负债	296	296	296	296
负债合计	4,289	3,619	3,975	4,311
少数股东权益	159	165	173	181
股本	758	758	758	758
资本公积	1,161	1,161	1,161	1,161
留存收益	3,064	3,521	4,077	4,747
归属母公司股东权益	4,983	5,440	5,996	6,666
负债和股东权益	9,432	9,225	10,144	11,158

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E
经营活动现金流	226	825	709	837
净利润	385	626	760	916
折旧摊销	216	274	280	274
财务费用	38	19	-3	-7
投资损失	-6	-57	-57	-57
营运资金变动	-477	-44	-279	-297
其他经营现金流	69	8	8	8
投资活动现金流	-235	52	52	52
资本支出	123	-0	0	0
长期投资	-183	0	0	0
其他投资现金流	-175	52	52	52
筹资活动现金流	68	-1,129	-228	-265
短期借款	271	-913	0	0
长期借款	-45	-34	-35	-34
其他筹资现金流	-158	-181	-194	-230
现金净增加额	62	-251	532	624

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E
营业收入	8,282	9,601	10,939	12,315
营业成本	4,844	5,485	6,136	6,750
税金及附加	72	80	91	102
营业费用	2,433	2,784	3,227	3,637
管理费用	379	456	492	616
研发费用	70	119	164	185
财务费用	38	19	-3	-7
资产减值损失	-68	-43	-49	-55
信用减值损失	-43	-34	-39	-44
其他收益	129	105	105	105
公允价值变动收益	11	0	0	0
投资净收益	6	57	57	57
资产处置收益	15	23	23	23
营业利润	497	766	928	1,117
营业外收入	3	4	4	4
营业外支出	23	12	12	12
利润总额	477	758	921	1,110
所得税	92	133	161	194
净利润	385	626	760	916
少数股东损益	2	6	7	9
归属母公司净利润	383	620	753	907
EBITDA	732	1,051	1,198	1,377
EPS (元)	0.51	0.82	0.99	1.20

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E
成长能力				
营业收入(%)	0.3	15.9	13.9	12.6
营业利润(%)	-21.6	54.1	21.2	20.3
归属于母公司净利润(%)	-24.5	61.8	21.4	20.5
获利能力				
毛利率(%)	41.5	42.9	43.9	45.2
净利率(%)	4.6	6.5	6.9	7.4
ROE(%)	7.7	11.4	12.6	13.6
ROIC(%)	9.0	13.3	16.1	18.9
偿债能力				
资产负债率(%)	45.5	39.2	39.2	38.6
净负债比率(%)	-12.5	-23.8	-30.9	-37.4
流动比率	1.7	2.1	2.2	2.3
速动比率	1.2	1.3	1.4	1.6
营运能力				
总资产周转率	0.9	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	3.3	4.2	4.2	4.2
应付账款周转率	7.0	7.1	7.1	7.1
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.82	0.99	1.20
每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	1.09	0.93	1.10
每股净资产(最新摊薄)	6.57	7.18	7.91	8.79
估值比率				
P/E	37.9	23.4	19.3	16.0
P/B	2.9	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	14.3	13.0	11.1	9.3

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 16 层
邮编：100033