

投资评级 优于大市 首次覆盖

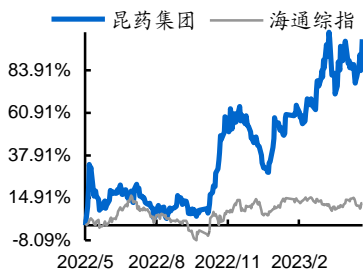
## 核心品种快速放量，昆药品牌迎风新生

### 股票数据

05月05日收盘价(元)	23.14
52周股价波动(元)	10.70-23.81
总股本/流通A股(百万股)	758/757
总市值/流通市值(百万元)	17543/17516

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	13.0	25.5	34.1
相对涨幅(%)	15.2	28.2	37.2

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 余文心

Tel: (0755) 82780398

Email: ywx9461@haitong.com

证书: S0850513110005

分析师: 梁广楷

Tel: (010) 56760096

Email: lkg12371@haitong.com

证书: S0850521070003

联系人: 张澄

Tel: (010) 56760096

Email: zc15254@haitong.com

### 投资要点:

- 事件:** 公司发布2022年年报&2023年一季报。2022年实现营收82.82亿元(+0.35%)，归母净利润3.83亿元(-24.52%)，扣非归母净利润2.51亿元(-10.17%)；单Q4实现营业收入20.89亿元(-6.13%)，归母净利润0.11亿元(-85.77%)，扣非归母净利润-0.09亿元(-138.84%)。23年Q1实现营收19.10亿元(-19.19%)，归母净利润1.31亿元(+14.47%)，扣非归母净利润1.03亿元(-2.67%)。
- 集采致口服产品短期下滑，针剂品类解限后明显反弹。** 22年营业收入增速放缓与净利润出现下滑主要由于昆药血塞通软胶囊院内集采未中标，毛利率水平下跌导致，同时受到计提资产减值准备及资产处置事项的影响。分行业来看，公司口服剂板块营收28.9亿元(-2.3%)，针剂板块营收9.5亿元(+12.1%)，商业板块营收35.9亿元(-10.6%)。我们认为疫情与集采相关影响因素已逐步消除，未来看好针剂产品解限后在院内放量。23年Q1由于商业板块营收6.9亿元(-28.7%)，营收下滑主要由于减少调拨业务，工业板块实现营收11.0亿元(+13.6%)，整体业务结构持续优化。
- 核心品种快速放量，昆中药再创新高。** 公司聚焦心脑血管、骨风肾(骨科、风湿免疫、肾科)等核心领域，持续打造优势黄金单品，2022年公司拥有年销售过亿元的品种10个。注射用血塞通(冻干)营收同比增长72.64%。同时公司努力克服部分血塞通口服剂产品未参与部分省际联盟集采等因素影响。2022年昆中药营收、利润再创历史新高，实现营业收入13.2亿元(+8.8%)，实现净利润1.4亿元(+57.5%)；参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒、清肺化痰丸、金花消痈丸分别同比增长22.66%、20.90%、29.22%、19.44%、60.21%。
- 控股股东变更完成，“品牌协同+渠道拓展”双重赋能。** 2023年初公司控股股东正式变更为华润三九，公司与三九在血塞通系列等方面有重合，本次控股有利于促进品牌协同，促进三七产业链高效发展。同时华润三九拥有强大的全国销售渠道，覆盖终端药店40多万家，丰富渠道资源有望赋能昆药在OTC端快速拓展。
- 聚焦核心领域创新研发，未来管线可期。** 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已完成I期临床研究，正式进入II期临床研究。适用于异柠檬酸脱氢酶-1(IDH1)基因突变的1类创新药KYAH01-2016-079继续推进I期临床研究，病例继续入组中。一致性评价项目与二次开发项目也均有突破。同时公司加大对已上市产品的循证医学研究，进行二次开发，有效延长产品临床生命周期。昆药血塞通软胶囊对缺血性脑卒中患者预后安全有效，天麻素注射液可广泛用于治疗各类前庭疾病患者，改善前庭运动功能障碍。

### 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万)	8254	8282	9387	10641	11774
(+/-)YoY(%)	7.0%	0.3%	13.3%	13.4%	10.6%
净利润(百万元)	508	383	613	754	938
(+/-)YoY(%)	11.1%	-24.5%	59.9%	23.0%	24.5%
全面摊薄EPS(元)	0.67	0.51	0.81	0.99	1.24
毛利率(%)	41.3%	41.5%	42.1%	42.4%	43.3%
净资产收益率(%)	10.6%	7.7%	11.0%	11.9%	12.9%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

- **盈利预测:** 我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 6.13 亿元、7.54 亿元、9.38 亿元, 增速分别为 59.9%、23.0%、24.5%, 对应 EPS 为 0.81 元、0.99 元、1.24 元。公司昆中药品牌力强, 华润三九控股后有望促进渠道拓展。参考可比公司, 我们给予公司 2023 年 30-35X PE, 对应合理价值区间 24.30-28.35 元, 首次覆盖给予“优于大市”评级。
- **风险提示:** 药品集采影响加剧, 核心产品放量不及预期。

#### 我们对公司核心收入来源拆分的关键假设如下:

公司主营业务包括药品批发与零售、口服剂、针剂、日用品生产、医疗服务与其他。

药品批发与零售业务: 我们预计 23 年呈现恢复性高速增长, 24-25 年逐步平稳, 23-25 年营收增速为 20%, 10%, 7%, 毛利率随着品种优化逐步提升, 分别为 9.2%, 9.5%, 10%。

口服剂: 血塞通软胶囊因院内集采未中标导致增速下滑, 预计 23 年加快院外推广增速将有提升至 18%, 24-25 年恢复平稳增长 10%。

针剂: 23 年疫情影响消除, 预计实现相对高增长, 24-25 年增速逐步恢复平稳。

日用品生产: 达到一定规模后, 预计增速逐步恢复平稳。

医疗服务: 达到一定规模后, 预计增速逐步恢复平稳。

其他: 达到一定规模后, 预计增速逐步恢复平稳。

表 1 昆药集团收入及成本分项

单位: 百万元		2021	2022	2023E	2024E	2025E
总表	营业收入	8,253.53	8,282.06	9,387.14	10,641.26	11,774.39
	增速	6.95%	0.35%	13.34%	13.36%	10.65%
	营业成本	4,844.78	4,843.69	5,435.91	6,129.36	6,678.27
	毛利率	41.30%	41.52%	42.09%	42.40%	43.28%
药品批发与零售	收入	4,010.55	3,587.32	4,304.78	4,735.26	5,066.73
	增速	7.81%	-10.55%	20.00%	10.00%	7.00%
	成本	3,672.86	3,112.72	3,908.74	4,285.41	4,560.06
	毛利率	8.42%	13.23%	9.20%	9.50%	10.00%
口服剂	收入	2,891.41	2,893.27	3,414.06	3,755.46	4,131.01
	增速	14.03%	0.06%	18.00%	10.00%	10.00%
	成本	699.14	889.39	1,024.22	1,089.08	1,156.68
	毛利率	75.82%	69.26%	70.00%	71.00%	72.00%
针剂	收入	850.25	953.13	1,096.10	1,183.79	1,254.81
	增速	-31.51%	12.10%	15.00%	8.00%	6.00%
	成本	131.45	158.31	164.41	165.73	163.13
	毛利率	84.54%	83.39%	85.00%	86.00%	87.00%
日用品生产	收入	81.21	180.74	361.48	650.66	910.93
	增速	145.79%	122.56%	100.00%	80.00%	40.00%
	成本	21.67	72.24	162.67	325.33	455.46
	毛利率	73.32%	60.03%	55.00%	50.00%	50.00%
医疗服务	收入	8.23	16.73	33.46	50.19	65.25
	增速	270.72%	103.28%	100.00%	50.00%	30.00%
	成本	7.18	6.66	23.42	35.13	45.67
	毛利率	12.71%	60.21%	30.00%	30.00%	30.00%
其他	收入	203.10	88.63	177.26	265.89	345.66
	增速	174.79%	-56.36%	100.00%	50.00%	30.00%
	成本	166.89	76.33	152.44	228.67	297.27
	毛利率	17.83%	13.88%	14.00%	14.00%	14.00%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 昆药集团可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价 (元)		EPS (元)		PE (倍)		
		2023/5/5	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
600329.SH	达仁堂	50.02	0.99	1.40	1.75	50	36	29
002603.SZ	以岭药业	31.94	1.16	1.50	1.70	28	21	19
600129.SH	太极集团	54.86	0.63	1.14	1.58	87	48	35
平均						55	35	27

资料来源: wind, 海通证券研究所 注: 收盘价为 2023 年 5 月 5 日价格, EPS 为 wind 一致预期

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>8282</b>	<b>9387</b>	<b>10641</b>	<b>11774</b>
每股收益	0.51	0.81	0.99	1.24	营业成本	4844	5436	6129	6678
每股净资产	6.57	7.38	8.37	9.61	毛利率%	41.5%	42.1%	42.4%	43.3%
每股经营现金流	0.33	2.17	-0.88	2.91	营业税金及附加	72	80	90	100
每股股利	0.16	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	2433	2788	3139	3462
P/E	45.78	28.63	23.28	18.70	营业费用率%	29.4%	29.7%	29.5%	29.4%
P/B	3.52	3.14	2.76	2.41	管理费用	379	432	479	518
P/S	2.12	1.87	1.65	1.49	管理费用率%	4.6%	4.6%	4.5%	4.4%
EV/EBITDA	12.66	18.53	16.24	11.49	EBIT	560	699	857	1075
股息率%	<b>0.7%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	38	13	9	11
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.5%	0.1%	0.1%	0.1%
毛利率	41.5%	42.1%	42.4%	43.3%	资产减值损失	-68	0	0	0
净利润率	4.6%	6.5%	7.1%	8.0%	投资收益	6	47	53	59
净资产收益率	7.7%	11.0%	11.9%	12.9%	<b>营业利润</b>	<b>497</b>	<b>751</b>	<b>922</b>	<b>1147</b>
资产回报率	4.1%	5.8%	6.6%	7.3%	营业外收支	-20	-5	-5	-5
投资回报率	7.2%	8.4%	9.3%	10.4%	<b>利润总额</b>	<b>477</b>	<b>746</b>	<b>917</b>	<b>1142</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	804	833	994	1216
营业收入增长率	0.3%	13.3%	13.4%	10.6%	所得税	92	127	156	194
EBIT 增长率	7.3%	24.7%	22.6%	25.5%	有效所得税率%	19.2%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润增长率	-24.5%	59.9%	23.0%	24.5%	少数股东损益	2	6	8	9
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>383</b>	<b>613</b>	<b>754</b>	<b>938</b>
资产负债率	45.5%	45.2%	42.8%	41.9%					
流动比率	1.74	1.81	1.96	2.05	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	1.22	1.20	1.37	1.43	货币资金	1658	3258	2535	4695
现金比率	0.43	0.75	0.56	0.93	应收账款及应收票据	2578	1473	3120	1962
<b>经营效率指标</b>					存货	1681	2245	2182	2642
应收账款周转天数	93.51	71.02	71.02	71.02	其它流动资产	849	902	968	1015
存货周转天数	132.46	130.00	130.00	130.00	流动资产合计	6766	7879	8805	10313
总资产周转率	0.90	0.94	0.97	0.97	长期股权投资	24	23	22	21
固定资产周转率	6.89	7.98	8.94	9.81	固定资产	1168	1184	1196	1205
					在建工程	65	65	65	65
					无形资产	356	316	276	236
					非流动资产合计	2666	2630	2592	2549
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>9432</b>	<b>10509</b>	<b>11396</b>	<b>12863</b>
净利润	383	613	754	938	短期借款	913	933	933	933
少数股东损益	2	6	8	9	应付票据及应付账款	977	1378	1278	1616
非现金支出	355	134	138	141	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-11	-42	-51	-59	其它流动负债	1999	2047	2283	2473
营运资金变动	-476	936	-1513	1180	流动负债合计	3889	4358	4494	5022
<b>经营活动现金流</b>	<b>254</b>	<b>1647</b>	<b>-665</b>	<b>2210</b>	长期借款	60	50	40	30
资产	-66	-96	-94	-91	其它长期负债	341	341	341	341
投资	-178	11	11	11	非流动负债合计	401	391	381	371
其他	9	47	53	59	<b>负债总计</b>	<b>4289</b>	<b>4748</b>	<b>4874</b>	<b>5393</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-235</b>	<b>-38</b>	<b>-30</b>	<b>-22</b>	实收资本	758	758	758	758
债权募资	331	10	-10	-10	归属于母公司所有者权益	4983	5595	6349	7287
股权募资	2	0	0	0	少数股东权益	159	166	173	183
其他	-265	-18	-19	-19	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>9432</b>	<b>10509</b>	<b>11396</b>	<b>12863</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>68</b>	<b>-9</b>	<b>-29</b>	<b>-29</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>90</b>	<b>1600</b>	<b>-723</b>	<b>2159</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

余文心 医药行业  
梁广楷 医药行业

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。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 天士力,华润三九,人福医药,凯莱英,纳微科技,药康生物,片仔癀,华兰生物,沃森生物,同仁堂,微芯生物,万泰生物,康泰生物,康龙化成,迈瑞医疗,贝达药业,百普赛斯,海泰新光,诺唯赞,惠泰医疗,诺禾致源,普瑞眼科,以岭药业,博腾股份,科伦药业,泰格医药,东阿阿胶,博济医药,万孚生物,康华生物

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 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

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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, 海通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, 未经海通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, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 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, 海通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。