

昆药集团 (600422.SH)

增持 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

短期因素公司业绩承压，轻装上阵未来可期

业绩简评

2023年3月22日，公司发布2022年年报，2022年实现收入82.8亿元(+0.35%)，归母净利润3.83亿元(-24.5%)，扣非归母净利润2.51亿元(-10.2%)；

2022Q4单季度实现收入20.9亿元(-6.1%)，归母净利润1050万元(-85.8%)，扣非归母净利润-853万元。

经营分析

短期因素作用业绩承压，看好华润三九入主后全面改善。公司利润短期承压：1) 投资收益基数高：2022年投资收益为598万元，同比2021年为1.51亿元(处置长期股权投资产生的投资收益1.25亿元)；2) 一次性影响因素出清：计提资产减值损失0.68亿元，信用减值损失0.43亿元，营业外支出0.23亿元。2023年1月19日，公司完成董事会改组工作，其中华润三九董事长邱华伟任公司董事长、OTC事业部总经理颜炜任公司副董事长，华润三九品牌运作能力及渠道优势赋能，公司实力有望进一步彰显。

慢病管理、精品国药双平台驭变图强，中药老字号迎来发展新契机。公司全面构建“昆中药1381”渠道力，重塑中药老字号产品价值，昆中药2022年实现收入13.2亿元(+8.8%)，净利润为1.42亿(+57.5%)，净利率为10.8%，其中参苓健脾胃颗粒同比+22.7%、舒肝颗粒+20.9%、香砂平胃颗粒+29.2%、清肺化痰丸+19.4%、金花消瘿丸+60.2%。此外，公司借助“昆药血塞通”，加速构建慢病管理平台，2022年中成药集采中标及解限正面作用下，注射用血塞通(冻干)收入同比增长72.6%，产品未参与部分省际联盟集采致使血塞通系列口服产品收入同比下滑15.6%。随着公司持续树立品牌专业标杆，产品优势有望进一步强化，我们看好业绩持续释放。

盈利预测、估值与评级

实力稳固+华润三九赋能，我们看好公司长期发展，预测2023-2025年公司分别实现归母净利5.7、7.1、8.0亿元，同比增长50%、23%、13%，维持公司“增持”评级。

风险提示

政策风险；产品集采风险、产品推广不及预期、医保药品限价风险、品牌价值变动风险、原材料价格波动风险、股东减持风险。

医疗组

分析师：袁维 (执业S1130518080002)

yuan_wei@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：19.09元

相关报告：

1. 《昆药集团公司深度研究：黄金单品带动品类集群，渠道优化驱动业绩...》，2023.3.1



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8,254	8,282	9,362	10,768	11,585
营业收入增长率	6.95%	0.35%	13.04%	15.01%	7.59%
归母净利润(百万元)	508	383	573	706	801
归母净利润增长率	11.12%	-24.52%	49.55%	23.22%	13.45%
摊薄每股收益(元)	0.670	0.505	0.756	0.931	1.057
每股经营性现金流净额	0.33	0.33	0.56	0.81	1.14
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.61%	7.69%	10.74%	12.26%	12.83%
P/E	16.50	27.94	25.26	20.50	18.07
P/B	1.75	2.15	2.71	2.51	2.32

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	7,717	8,254	8,282	9,362	10,768	11,585
增长率		7.0%	0.3%	13.0%	15.0%	7.6%
主营业务成本	-4,334	-4,845	-4,844	-5,357	-6,078	-6,498
%销售收入	56.2%	58.7%	58.5%	57.2%	56.5%	56.1%
毛利	3,383	3,409	3,438	4,005	4,689	5,087
%销售收入	43.8%	41.3%	41.5%	42.8%	43.5%	43.9%
营业税金及附加	-65	-65	-72	-75	-86	-93
%销售收入	0.8%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-2,351	-2,373	-2,433	-2,752	-3,176	-3,418
%销售收入	30.5%	28.8%	29.4%	29.4%	29.5%	29.5%
管理费用	-367	-406	-379	-421	-495	-521
%销售收入	4.8%	4.9%	4.6%	4.5%	4.6%	4.5%
研发费用	-128	-101	-70	-94	-108	-116
%销售收入	1.7%	1.2%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
息税前利润 (EBIT)	472	464	485	663	824	939
%销售收入	6.1%	5.6%	5.9%	7.1%	7.6%	8.1%
财务费用	-36	-40	-38	-47	-53	-55
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
资产减值损失	-33	-54	-111	-32	-16	-13
公允价值变动收益	-1	-1	11	0	5	5
投资收益	16	151	6	20	10	10
%税前利润	2.9%	23.9%	1.3%	2.8%	1.1%	1.0%
营业利润	541	634	497	715	879	996
营业利润率	7.0%	7.7%	6.0%	7.6%	8.2%	8.6%
营业外收支	0	-3	-20	-1	-1	-1
税前利润	540	631	477	714	878	995
利润率	7.0%	7.6%	5.8%	7.6%	8.2%	8.6%
所得税	-78	-118	-92	-136	-167	-189
所得税率	14.5%	18.7%	19.2%	19.0%	19.0%	19.0%
净利润	462	513	385	578	711	806
少数股东损益	5	6	2	5	5	5
归属于母公司的净利润	457	508	383	573	706	801
净利率	5.9%	6.2%	4.6%	6.1%	6.6%	6.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	462	513	385	578	711	806
少数股东损益	5	6	2	5	5	5
非现金支出	205	252	355	168	166	181
非经营收益	-66	-118	-11	50	56	61
营运资金变动	-192	-395	-476	-374	-322	-181
经营活动现金净流	410	252	254	421	611	867
资本开支	-47	-226	-66	-281	-251	-281
投资	-76	219	-178	-118	5	5
其他	30	27	9	20	10	10
投资活动现金净流	-92	19	-235	-379	-236	-266
股权募资	11	10	2	13	0	0
债权募资	120	13	331	81	114	37
其他	-232	-242	-265	-301	-358	-401
筹资活动现金净流	-101	-219	68	-207	-244	-364
现金净流量	213	49	90	-164	131	237

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,473	1,574	1,658	1,479	1,594	1,814
应收款项	1,707	2,148	2,772	2,982	3,407	3,656
存货	1,718	1,884	1,681	1,889	2,143	2,291
其他流动资产	666	574	655	595	628	647
流动资产	5,564	6,180	6,766	6,946	7,773	8,409
%总资产	68.5%	69.5%	71.7%	70.1%	71.5%	72.2%
长期投资	244	280	346	464	464	464
固定资产	1,328	1,281	1,233	1,295	1,358	1,440
%总资产	16.4%	14.4%	13.1%	13.1%	12.5%	12.4%
无形资产	715	775	647	728	780	826
非流动资产	2,558	2,713	2,666	2,962	3,093	3,235
%总资产	31.5%	30.5%	28.3%	29.9%	28.5%	27.8%
资产总计	8,122	8,893	9,432	9,908	10,866	11,644
短期借款	628	678	1,035	1,086	1,190	1,217
应付款项	2,143	2,426	2,275	2,493	2,824	3,021
其他流动负债	356	382	579	412	488	539
流动负债	3,127	3,485	3,889	3,991	4,501	4,776
长期贷款	100	100	60	60	60	60
其他长期负债	293	368	341	355	373	391
负债	3,519	3,953	4,289	4,406	4,935	5,227
普通股股东权益	4,451	4,783	4,983	5,338	5,761	6,242
其中：股本	758	758	758	758	758	758
未分配利润	2,269	2,563	2,715	3,059	3,483	3,963
少数股东权益	152	157	159	164	169	174
负债股东权益合计	8,122	8,893	9,432	9,908	10,866	11,644

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.603	0.670	0.505	0.756	0.931	1.057
每股净资产	5.870	6.308	6.572	7.040	7.599	8.233
每股经营现金净流	0.541	0.332	0.335	0.556	0.806	1.144
每股股利	0.200	0.230	0.270	0.302	0.373	0.423
回报率						
净资产收益率	10.26%	10.61%	7.69%	10.74%	12.26%	12.83%
总资产收益率	5.62%	5.71%	4.06%	5.78%	6.50%	6.88%
投入资本收益率	7.55%	6.58%	6.27%	8.05%	9.25%	9.85%
增长率						
主营业务收入增长率	-4.96%	6.95%	0.35%	13.04%	15.01%	7.59%
EBIT 增长率	-0.44%	-1.74%	4.46%	36.79%	24.20%	14.05%
净利润增长率	0.56%	11.12%	-24.52%	49.55%	23.22%	13.45%
总资产增长率	9.24%	9.49%	6.06%	5.05%	9.67%	7.16%
资产管理能力						
应收账款周转天数	65.9	72.0	94.8	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	132.6	135.7	134.3	130.0	130.0	130.0
应付账款周转天数	51.6	48.2	49.8	43.0	42.0	42.0
固定资产周转天数	59.3	54.7	51.5	46.0	40.4	38.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-23.47%	-19.38%	-17.17%	-11.86%	-11.20%	-13.36%
EBIT 利息保障倍数	13.1	11.7	12.7	14.2	15.4	17.0
资产负债率	43.33%	44.45%	45.48%	44.47%	45.42%	44.89%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-03-01	增持	18.22	18.00~19.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402