

业务重塑激发公司新动能，三九研究院助力公司打造三七产业链标杆

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-11-21

主要观点：

事件

事件 1: 2023 年 10 月 28 日，公司发布三季度报告，2023 年前三季度公司实现营业收入 56.11 亿元，同比-9.40%。归母净利润 3.86 亿元，同比+3.58%，扣非归母净利润 3.11 亿元，同比+19.60%。

事件 2: 2023 年 10 月 28 日，公司公告，昆药集团与华润三九、华润圣火、华润现代共同参与注册成立三七研究院。三七研究院注册资本为人民币 10,000 万元，其中，昆药集团以自有资金认缴出资人民币 4,000 万元，持有三七研究院 40% 股权。三七研究院成立后将纳入昆药集团合并报表范围。

事件点评

● 公司扣非归母净利润保持两位数增长，业务重塑激发新动能

扣非归母净利润保持两位数增长。2023 年前三季度，公司持续进行业务重塑，启动营销组织变革，实现营业收入 56.11 亿元，同比-9.40%，实现归母净利润 3.86 亿元，同比+3.58%，扣非归母净利润 3.11 亿元，同比+19.60%。单季度来看，2023Q3 公司实现营业收入 18.40 亿元，同比-6.36%，实现归母净利润 1.63 亿元，同比+4.20%，扣非归母净利润 1.33 亿元，同比+15.61%。

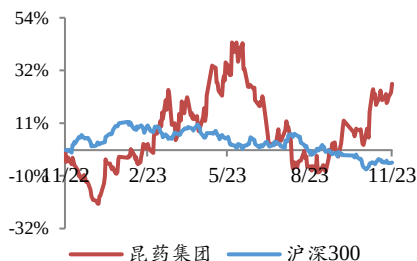
公司毛利率持续上升。公司毛利率为 45.06%，同比+2.19 个百分点。公司前三季度的期间费用率为 35.39%，同比+1.12 个百分点；其中，销售费用率 31.05%，同比+1.79 个百分点，管理费用率 4.17%，同比-0.31 个百分点，财务费用率 0.17%，同比-0.36 个百分点。研发费用率为 0.77%，同比-0.42 个百分点。经营性现金净流量为-0.36 亿元，同比+68.44%，主要系购买商品支付的现金减少所致。

● 成立三七研究院，助推公司打造三七产业链标杆

2023 年 10 月 28 日，昆药集团发布投资新公司的公告，昆药集团与华润三九、华润圣火、华润现代共同参与注册成立三七研究院；三七研究院注册资本为人民币 10,000 万元，其中，昆药集团以自有资金认缴出资人民币 4,000 万元，持有三七研究院 40% 股权。三七研究院成立后将纳入公司合并报表范围。三七研究院定位为政府引导、市场主导的高水平三七产业新型研发机构，旨在攻克三七产业共性关键技术，打破三七产业技术壁垒，完善三七产业链和创新链缺失环节；通过项目孵化、技术转移等模式，促进相关成果实现产业化或技术辐射，推动三七产业高质量发展。

收盘价（元）	21.74
近 12 个月最高/最低（元）	24.62/13.42
总股本（百万股）	758
流通股本（百万股）	757
流通股比例（%）	99.87
总市值（亿元）	165
流通市值（亿元）	165

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

相关报告

1.【华安医药】公司点评昆药集团：华润三九入主赋能，二季度扣非增速亮眼 2023-09-06

2.【华安医药】公司深度昆药集团（600422）：战略明晰模式重构，蓄势而发启新程 2023-08-05

新公司的设立，符合昆药集团的战略发展方向，有助于昆药集团充分发挥公司在三七产业全产业链的布局优势，加速实现华润三九与公司三七产业的资源整合和协同赋能；助力昆药集团打造三七产业链标杆、助推三七产业高质量跨越式发展奠定坚实基础。

● 强品牌、强渠道提升核心产品增速，重研发、重创新持续为企业蓄力赋能

公司深入推进与华润三九的融合，加快 CHC 板块业务及产品融入三九商道，实现产品终端覆盖率、品牌影响力的稳步提升。2023Q3 公司 CHC 板块已完成针对国内 20 个省区一级渠道商的整合工作，客均销量大幅提升、CHC 业务提质增速明显。同时，昆中药重点品种参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒、香砂平胃颗粒、板蓝清热颗粒、清肺化痰丸等在单三季度均实现 30% 以上的增长。

公司持续加强产品的品牌、学术赋能，同时拓宽产品渠道，公司三七产品群渠道渗透率、市场占有率稳步提升。2023Q3 公司注射用血塞通（冻干）在上海市中成药带量采购中中标，为稳住集采基本盘再下一城，并继续保持稳健增长；血塞通片在上海市中成药带量采购中中标，为该产品在上海区域内销售实现量的突破奠定基础，血塞通口服产品同比实现 10% 以上增长，核心产品血塞通软胶囊同比增长 20% 以上。

公司研发端硕果累累。公司自主研发的抗疟药产品双氢青蒿素磷酸哌嗪片 40mg/320mg 通过 WHO-PQ 认证现场检查，并最终获得 WHO 的 PQ 认证；公司自主研发的适用于缺血性脑卒中的创新药 1 类药 KYAZ01-2011-020 临床 II 期已启动了二十余家研究中心；适用于异柠檬酸脱氢酶-1（IDH1）基因突变 1 类创新药 KYAH01-2016-079 临床 I 期继续入组中；国内同品种首家申报一致性评价的仿制药精神类用药化学注射剂 KYAH06-2018-094 项目已提交发补资料，另一口服产品的一致性评价 KYAH07-2022-190 项目已完成前期研究，正在整理资料准备递交申请。

● 投资建议

我们维持盈利预测不变，预计公司 2023~2025 年收入分别 91.19/100.87/110.90 亿元，分别同比增长 10.1%/10.6%/9.9%，归母净利润分别为 6.15/7.52/9.18 亿元，分别同比增长 60.5%/22.3%/22.1%，对应估值为 27X/22X/18X。维持“买入”评级。

● 风险提示

行业政策变化风险，药品研发创新风险，产品市场推广不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8282	9119	10087	11090
收入同比（%）	0.3%	10.1%	10.6%	9.9%
归属母公司净利润	383	615	752	918
净利润同比（%）	-24.5%	60.5%	22.3%	22.1%
毛利率（%）	41.5%	46.2%	46.9%	47.1%

ROE（%）	7.7%	11.2%	12.1%	12.8%
每股收益（元）	0.51	0.81	0.99	1.21
P/E	27.69	26.80	21.92	17.95
P/B	2.15	3.01	2.65	2.31
EV/EBITDA	12.66	15.64	12.96	10.42

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6766	7288	8345	9619	营业收入	8282	9119	10087	11090
现金	1658	2086	2540	3376	营业成本	4844	4910	5358	5863
应收账款	2437	2372	2796	2980	营业税金及附加	72	91	131	139
其他应收款	148	157	177	193	销售费用	2433	2872	3087	3327
预付账款	244	317	308	358	管理费用	379	429	484	521
存货	1681	1806	1942	2117	财务费用	38	38	38	39
其他流动资产	599	549	581	596	资产减值损失	-68	0	0	0
非流动资产	2666	2644	2576	2528	公允价值变动收益	11	0	0	0
长期投资	24	19	13	8	投资净收益	6	9	10	11
固定资产	1168	1119	1058	1001	营业利润	497	770	939	1146
无形资产	356	349	320	302	营业外收入	3	2	2	2
其他非流动资产	1118	1155	1185	1217	营业外支出	23	5	5	5
资产总计	9432	9931	10921	12147	利润总额	477	767	936	1143
流动负债	3889	3904	4138	4442	所得税	92	148	180	220
短期借款	913	913	963	1013	净利润	385	619	756	923
应付账款	693	670	749	810	少数股东损益	2	4	4	5
其他流动负债	2283	2322	2426	2620	归属母公司净利润	383	615	752	918
非流动负债	401	389	389	389	EBITDA	804	987	1159	1367
长期借款	60	60	60	60	EPS（元）	0.51	0.81	0.99	1.21
其他非流动负债	341	329	329	329	主要财务比率				
负债合计	4289	4293	4527	4831	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	159	163	167	172	成长能力				
股本	758	758	758	758	营业收入	0.3%	10.1%	10.6%	9.9%
资本公积	1161	1159	1159	1159	营业利润	-21.6%	54.8%	22.0%	22.0%
留存收益	3064	3558	4310	5228	归属于母公司净利	-24.5%	60.5%	22.3%	22.1%
归属母公司股东权	4983	5475	6227	7145	获利能力				
负债和股东权益	9432	9931	10921	12147	毛利率（%）	41.5%	46.2%	46.9%	47.1%
现金流量表					净利率（%）	4.6%	6.7%	7.5%	8.3%
单位:百万元					ROE（%）	7.7%	11.2%	12.1%	12.8%
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	ROIC（%）	7.2%	9.7%	10.5%	11.3%
经营活动现金流	254	826	549	951	偿债能力				
净利润	385	619	756	923	资产负债率（%）	45.5%	43.2%	41.5%	39.8%
折旧摊销	244	182	185	185	净负债比率（%）	83.4%	76.1%	70.8%	66.0%
财务费用	38	43	44	47	流动比率	1.74	1.87	2.02	2.17
投资损失	-6	-9	-10	-11	速动比率	1.22	1.31	1.46	1.60
营运资金变动	-476	25	-419	-185	营运能力				
其他经营现金流	930	559	1168	1099	总资产周转率	0.90	0.94	0.97	0.96
投资活动现金流	-235	-115	-100	-118	应收账款周转率	3.85	3.79	3.90	3.84
资本支出	-66	-170	-82	-106	应付账款周转率	7.33	7.21	7.55	7.52
长期投资	-178	-18	-28	-23	每股指标（元）				
其他投资现金流	9	73	10	11	每股收益	0.51	0.81	0.99	1.21
筹资活动现金流	68	-285	6	3	每股经营现金流	0.33	1.09	0.72	1.25
短期借款	271	0	50	50	每股净资产	6.57	7.22	8.21	9.43
长期借款	-40	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	27.69	26.80	21.92	17.95
资本公积增加	-8	-2	0	0	P/B	2.15	3.01	2.65	2.31
其他筹资现金流	-156	-282	-44	-47	EV/EBITDA	12.66	15.64	12.96	10.42
现金净增加额	90	427	455	836					

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，研究所所长助理、医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团、诚通证券和华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

分析师：李昌幸，分析师，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于某国产科学仪器公司、华西证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。