

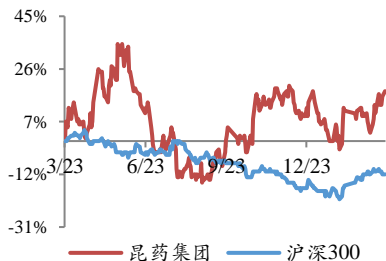
## 改革重塑启新程，利润端增速亮眼

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-03-25

收盘价(元)	21.53
近12个月最高/最低(元)	24.62/15.60
总股本(百万股)	757
流通股本(百万股)	757
流通股比例(%)	99.98
总市值(亿元)	163
流通市值(亿元)	163

### 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：tangg@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：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  
2023-11-22

2. 【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

### 主要观点：

#### 事件

2024年3月22日，公司发布年度报告，2023年公司实现营业收入77.03亿元，同比-6.99%；实现归母净利润4.45亿元，同比+16.05%，扣非归母净利润3.35亿元，同比+33.45%。

#### 事件点评

#### ● 商业板块结构优化，四季度利润端增速亮眼

2023年，公司营收端同比下滑6.99%，主要系公司融合并入华润三九旗下后进行业务重整，商业板块业务结构优化及对外援助业务减少所致。公司持续优化产品结构，多举措推进降本增效，2023年实现归母净利润4.45亿元，同比+16.05%，扣非归母净利润3.35亿元，同比+33.45%。

**四季度利润端增速亮眼。**单季度来看，公司2023Q4实现营收20.92亿，同比+0.14%；实现归母净利润0.59亿，同比+458.75%，扣非归母净利润0.25亿元，同比+388.53%。

**公司毛利率稳步提升。**公司整体毛利率为45.41%，同比+1.31个百分点；期间费用率35.78%，同比+1.37个百分点；其中销售费用率31.58%，同比+2.21个百分点；管理费用率4.07%，同比-0.51个百分点；研发费用率0.93%，同比+0.08个百分点；财务费用率0.13%，同比-0.33个百分点。经营性现金流净额为3.56亿元，同比+40.25%。

#### ● 聚焦改革，融合重塑强赋能

2023年，昆药集团正式成为华润三九旗下成员企业，烙就新起点，开启新征程。在这一年的融合阶段，公司坚定践行华润“1246”模式，深入推进“四个重塑”，包括价值重塑、业务重塑、组织重塑、精神重塑，进一步聚焦主责主业，补齐短板，持续提升核心竞争力。

#### 紧抓“银龄”时代机遇，打造老龄健康-慢病管理领域领导者

2024年1月15日，国务院办公厅首个支持银发经济发展的专门文件《关于发展银发经济增进老年人福祉的意见》发布，要求加强综合医院、中医医院老年医学科建设，扩大中医药在养生保健领域的应用，发展老年病、慢性病防治等中医药服务。在此基础上，公司将继续深耕银域，顺势而为，致力公司在巩固公立医疗等级医院市场的同时，积极拓展基层和诊所渠道，深挖核心潜力市场，加强处方药下沉能力。2023年，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；血塞通片在上海市、浙江省中成药带量采购中中标，为产品在上述区域内销售实现量的突破奠定基础。注射用血塞通（冻干）保持稳健增长，同比增长22.65%；血塞通口服剂产品实现同比增长19.44%，其中，血塞通软胶囊同比增长33.04%，血塞通片同比增长15.09%。

### 昆中药 1381 乘势而上，致力打造精品国药领先者

公司通过多平台、多维度重塑文化品牌，提升“昆中药 1381”品牌文化传播价值，同时，借助三九商道进一步整合商业渠道、优化原有商业模式，持续构建“合理覆盖、快速流通、有效销售”的昆药销售渠道。公司围绕“大品种-大品牌-大品类”，重点打造强单品、持续培育高增长潜力产品。

2023 年，昆中药核心品种舒肝颗粒凭借抗抑郁治疗，加强院内外推广，实现 11.11% 的增长；流感、支原体肺炎等呼吸道疾病高发推升终端用药需求增加，昆中药潜力产品群中的口咽清丸、清肺化痰丸等产品持续发力，口咽清丸同比增长 44.32%，板蓝清热颗粒同比增长 21.19%，清肺化痰丸同比增长 24.21%。

### ● 聚力创新、强基固本，研发提速激发新动能

2023 年，公司研发投入共计 1.25 亿元。自主研发的适用于缺血性脑卒中的 1 类药 KYAZ01-2011-020 临床 II 期已启动了二十余家研究中心，试验正有序推进，入组进度顺利。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 期爬坡期研究已完成 3 个剂量组的入组。截至报告披露日，碳酸司维拉姆干混悬剂的药物上市许可及化药 2.2 类改良型新药 KPC149 口服溶液药品临床试验申请已获得国家药监局受理，国内同品种首家申报一致性评价的精神类用药氯硝西洋注射液通过仿制药质量和疗效一致性评价。

**公司围绕战略发展目标，加速出海。**2023 年，公司自主研发产品双氢青蒿素磷酸哌嗪片 40mg/320mg 通过 WHO 预认证，该产品有条件进入国际组织及公立机构抗疟药采购范围，标志着公司成为国际公立采购市场的合格供应商；公司与比尔及梅林达盖茨基金会再次合作，由基金会为昆药集团在新抗疟药产品开发、世卫预认证等方面提供资金、技术和市场准入支持，双方携手为全球抗疟事业贡献力量，助力实现“无疟疾世界”。2023 年，公司向海外提交了 61 份注册申请，获得 30 个境外产品的注册批文，其中 10 个新注册批文。昆药三七血塞通软胶囊首次实现乌兹别克斯坦市场的出口；公司与香港华润堂达成合作协议，实现公司三七粉在香港上市；公司三七产品首次进入中亚和香港市场，三七产业国际化再续新章。

### ● 投资建议

我们调整了此前盈利预测，根据公司最新披露 23 年年度报告数据，公司进行了板块结构优化，我们下调了公司 24-25 年的盈利预测，我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 85.18/96.00/109.43 亿元（24-25 年原预测值为 100.87/110.90 亿元），分别同比增长 10.6%/12.7%/14.0%，归母净利润分别为 6.39/8.02/9.91 亿元（24-25 年原预测值为 7.52/9.18 亿元），分别同比增长 43.8%/25.5%/23.5%，对应估值为 26X/20X/16X。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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7703	8518	9600	10943
收入同比 (%)	-7.0%	10.6%	12.7%	14.0%
归属母公司净利润	445	639	802	991
净利润同比 (%)	16.0%	43.8%	25.5%	23.5%
毛利率 (%)	44.8%	46.5%	47.5%	48.6%
ROE (%)	8.4%	10.8%	11.9%	12.8%
每股收益 (元)	0.59	0.84	1.06	1.31
P/E	35.36	25.50	20.31	16.45
P/B	2.98	2.75	2.42	2.11
EV/EBITDA	19.10	15.13	12.19	9.69

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	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	7031	7654	8897	10325	<b>营业收入</b>	7703	8518	9600	10943
现金	1493	1988	2565	3326	营业成本	4251	4554	5043	5628
应收账款	2551	2664	3091	3472	营业税金及附加	75	85	106	142
其他应收款	137	151	171	194	销售费用	2433	2692	3034	3458
预付账款	136	187	184	219	管理费用	314	358	403	460
存货	1688	1694	1828	2032	财务费用	10	32	31	32
其他流动资产	1026	969	1058	1081	资产减值损失	-66	-6	-9	-7
<b>非流动资产</b>	2534	2433	2335	2233	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	24	20	18	15	投资净收益	17	9	10	11
固定资产	1083	1003	917	832	<b>营业利润</b>	568	800	1003	1237
无形资产	312	264	218	170	营业外收入	6	2	2	2
其他非流动资产	1115	1147	1182	1216	营业外支出	11	5	5	5
<b>资产总计</b>	9565	10087	11232	12558	<b>利润总额</b>	564	797	1000	1234
<b>流动负债</b>	3644	3525	3863	4193	所得税	109	154	194	238
短期借款	725	725	775	825	<b>净利润</b>	454	643	806	996
应付账款	665	682	772	852	少数股东损益	9	4	4	5
其他流动负债	2254	2117	2315	2515	<b>归属母公司净利润</b>	445	639	802	991
<b>非流动负债</b>	445	445	445	445	EBITDA	797	1005	1205	1443
长期借款	108	108	108	108	EPS (元)	0.59	0.84	1.06	1.31
其他非流动负债	337	337	337	337					
<b>负债合计</b>	4089	3969	4307	4637					
少数股东权益	179	183	187	192					
股本	757	757	757	757					
资本公积	1158	1158	1158	1158					
留存收益	3383	4021	4823	5814					
归属母公司股东权益	5297	5935	6738	7729					
<b>负债和股东权益</b>	9565	10087	11232	12558					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	356	600	632	814	<b>成长能力</b>				
净利润	454	643	806	996	营业收入	-7.0%	10.6%	12.7%	14.0%
折旧摊销	215	177	173	177	营业利润	14.4%	40.7%	25.4%	23.3%
财务费用	22	36	37	40	归属于母公司净利	16.0%	43.8%	25.5%	23.5%
投资损失	-17	-9	-10	-11	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-415	-248	-377	-387	毛利率 (%)	44.8%	46.5%	47.5%	48.6%
其他经营现金流	967	892	1186	1382	净利率 (%)	5.8%	7.5%	8.4%	9.1%
<b>投资活动现金流</b>	-339	-67	-67	-64	ROE (%)	8.4%	10.8%	11.9%	12.8%
资本支出	-57	-59	-70	-63	ROIC (%)	7.4%	9.5%	10.6%	11.5%
长期投资	-290	-17	-7	-12	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	8	9	10	11	资产负债率 (%)	42.7%	39.3%	38.3%	36.9%
<b>筹资活动现金流</b>	-202	-40	13	10	净负债比率 (%)	74.7%	64.9%	62.2%	58.5%
短期借款	-187	0	50	50	流动比率	1.93	2.17	2.30	2.46
长期借款	48	0	0	0	速动比率	1.41	1.62	1.76	1.91
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	-4	0	0	0	总资产周转率	0.81	0.87	0.90	0.92
其他筹资现金流	-58	-40	-37	-40	应收账款周转率	3.09	3.27	3.34	3.33
<b>现金净增加额</b>	-183	495	577	761	应付账款周转率	6.26	6.76	6.94	6.93

每股指标 (元)				
每股收益	0.59	0.84	1.06	1.31
每股经营现金流薄)	0.47	0.79	0.83	1.08
每股净资产	6.99	7.84	8.90	10.21

估值比率				
P/E	35.36	25.50	20.31	16.45
P/B	2.98	2.75	2.42	2.11
EV/EBITDA	19.10	15.13	12.19	9.69

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。