

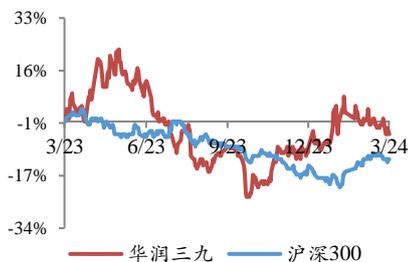
战略融合昆药，实现营收端和利润端双增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-03-29

收盘价(元)	51.89
近12个月最高/最低(元)	66.57/41.16
总股本(百万股)	988
流通股本(百万股)	978
流通股比例(%)	99.01
总市值(亿元)	513
流通市值(亿元)	508

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

- 【华安医药】公司点评华润三九：昆药入表推动收入增长，盈利能力持续提升 2024-01-25
- 【华安医药】公司点评华润三九：二季度营收增速亮眼，昆药并表带来新增长 2023-09-01

主要观点：

● 事件：

公司发布年度报告，2023年公司实现营收247.39亿元，同比+36.83%；实现归母净利润28.53亿元，同比+16.50%，扣非归母净利润27.11亿元，同比+22.18%。

● 分析点评

战略融合昆药，实现营收端和利润端双增长

2023年，公司依托清晰的商业模式和业务发展逻辑，坚持“品牌+创新”双轮驱动，战略性融合昆药业务，实现营业收入247.39亿元，同比+36.83%；实现归母净利润28.53亿元，同比+16.50%，扣非归母净利润27.11亿元，同比+22.18%。剔除昆药并表影响，公司营业收入稳健，符合预期。

四季度营收稳健增长。单季度来看，公司2023Q4实现营收63.5亿，同比+2.72%；实现归母净利润4.5亿，同比-9.29%，扣非归母净利润4.1亿元，同比-6.57%。

公司整体毛利率为53.24%，同比-0.78个百分点。期间费用率34.22%，同比+0.25个百分点，费用率提升主要系并购昆药集团所致。其中销售费用率28.16%，同比+0.08个百分点；管理费用率6.16%，同比+0.30个百分点；研发费用率2.89%，同比-0.40个百分点；财务费用率-0.10%，同比-0.13个百分点。经营性现金流净额为41.9亿元，同比+39.43%。

坚持战略引领，凝聚增长势能，勇攀发展新高峰

CHC健康消费品业务：公司CHC健康消费品业务持续丰富品牌矩阵，多措并举推动大单品建设，升级“三九商道”体系强化渠道及终端管理能力，巩固自我诊疗领域的行业地位，2023年实现营业收入117.07亿元，同比增长2.83%。其中，品牌OTC业务增长较好，康慢业务消化集采影响保持稳定增长，专业品牌业务由于普药品种规模调整略有下滑。

处方药业务：处方药业务因中药配方颗粒业务受国标切换及15省启动联盟集采影响，实现营业收入52.20亿元，同比下降12.64%，表现大幅低于预期。后期公司将以“推学术、强招标、创模式”为关键举措，持续强化医学引领，从循证医学角度积极开展研究，不断提升产品学术价值和产品竞争力，积极应对配方颗粒业务多地区集中带量采购工作，实现全品种入围；同时加速国标省标工艺优化工作，通过新技术实现降本增效。

昆药业务：2023年公司与子公司昆药集团围绕“四个重塑”的融合工作稳步推进，确立了将其打造成为“银发健康产业引领者、精品国药领先者、

老龄健康/慢病管理领域领导者”的战略目标。昆药集团重点聚焦慢病管理和老龄健康领域，2023 年实现营收 77.03 亿元，因商业板块业务结构优化及对外援助业务减少，同比下降 6.99%。昆药集团产品结构持续优化、多举措推进降本增效，实现归母净利润 4.47 亿元，同比增长 16.05%；实现扣非归母净利润 3.35 亿元，同比增长 33.45%。

研发引领，创新驱动，赋能企业核心竞争力打造

2023 年，公司研发投入 8.89 亿元，在研项目共计 112 项，主要围绕抗肿瘤、骨科、皮肤、呼吸、抗感染等治疗领域；获得发明专利授权 71 项，实用新型专利 64 项。公司获得奥美拉唑碳酸氢钠胶囊、注射用阿莫西林克拉维酸钾（II）等 5 个《药品注册证书》，进一步丰富消化、心脑血管、呼吸及抗感染产品，其中盐酸乌拉地尔注射液中选第九批国家药品集中采购。此外，注射用头孢呋辛钠通过国家仿制药质量和疗效一致性评价。昆药集团双氢青蒿素磷酸哌嗪片 40mg/320mg 获得 WHO 的 PQ 认证，列入世界卫生组织及公立机构抗疟药采购范围。公司以“参附注射液”“红花注射液”“参麦注射液”“新泰林”“999 理渔王牌血塞通三七软胶囊”“青蒿系列产品”为研究对象的科研项目先后荣获国家科学技术进步奖二等奖。

● 投资建议

考虑到昆药并表，且根据公司最新披露的 23 年年度报告数据，我们调整了此前盈利预测，预计公司 2024-2026 年收入分别为 279.20/313.66/349.97 亿元（24-25 年原预测值为 300.33/336.61 亿元），分别同比增长 12.9%/12.3%/11.6%，归母净利润分别为 33.02/38.00/43.74 亿元（24-25 年原预测值为 31.28/36.01 亿元），分别同比增长 15.8%/15.1%/15.1%，对应估值为 16X/13X/12X。维持“买入”投资评级。

● 风险提示

市场及政策风险；研发创新风险；并购整合风险。

● 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	24739	27920	31366	34997
收入同比 (%)	36.8%	12.9%	12.3%	11.6%
归属母公司净利润	2853	3302	3800	4374
净利润同比 (%)	16.5%	15.8%	15.1%	15.1%
毛利率 (%)	53.2%	52.9%	53.3%	53.7%
ROE (%)	15.0%	14.8%	14.6%	14.4%
每股收益 (元)	2.90	3.34	3.85	4.43
P/E	17.15	15.52	13.49	11.72
P/B	2.59	2.30	1.97	1.68
EV/EBITDA	9.74	9.70	8.10	6.39

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
流动资产	22522	25313	31113	37614	营业收入	24739	27920	31366	34997
现金	6771	8491	12048	17105	营业成本	11567	13163	14636	16202
应收账款	6182	6645	7651	8433	营业税金及附加	275	335	376	420
其他应收款	202	154	215	217	销售费用	6965	7818	8782	9799
预付账款	496	579	635	708	管理费用	1524	1815	2070	2310
存货	5112	4887	5952	6302	财务费用	-24	-84	-126	-232
其他流动资产	3759	4557	4613	4850	资产减值损失	-173	-1	-1	-1
非流动资产	17626	20200	20170	20153	公允价值变动收益	-29	0	0	0
长期投资	144	168	168	168	投资净收益	18	21	23	35
固定资产	5890	7628	7399	7150	营业利润	3753	4391	5053	5882
无形资产	3457	3821	4021	4221	营业外收入	51	0	0	0
其他非流动资产	8136	8582	8582	8614	营业外支出	50	0	0	0
资产总计	40148	45513	51284	57767	利润总额	3754	4391	5053	5882
流动负债	12947	14496	15997	17511	所得税	581	681	783	912
短期借款	886	886	886	886	净利润	3173	3711	4270	4970
应付账款	2365	2493	2883	3130	少数股东损益	321	408	470	596
其他流动负债	9696	11117	12229	13495	归属母公司净利润	2853	3302	3800	4374
非流动负债	2940	3044	3044	3044	EBITDA	4657	4731	5225	5834
长期借款	1803	1863	1863	1863	EPS (元)	2.90	3.34	3.85	4.43
其他非流动负债	1137	1181	1181	1181					
负债合计	15887	17540	19042	20555					
少数股东权益	5295	5703	6173	6769	主要财务比率				
股本	988	988	988	988	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
资本公积	1878	1878	1878	1878	成长能力				
留存收益	16101	19404	23204	27577	营业收入	36.8%	12.9%	12.3%	11.6%
归属母公司股东权	18967	22270	26070	30443	营业利润	27.4%	17.0%	15.1%	16.4%
负债和股东权益	40148	45513	51284	57767	归属于母公司净利	16.5%	15.8%	15.1%	15.1%
					获利能力				
					毛利率 (%)	53.2%	52.9%	53.3%	53.7%
					净利率 (%)	11.5%	11.8%	12.1%	12.5%
					ROE (%)	15.0%	14.8%	14.6%	14.4%
					ROIC (%)	11.8%	10.6%	10.7%	10.6%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	39.6%	38.5%	37.1%	35.6%
					净负债比率 (%)	65.5%	62.7%	59.1%	55.2%
					流动比率	1.74	1.75	1.94	2.15
					速动比率	1.30	1.37	1.53	1.75
					营运能力				
					总资产周转率	0.62	0.61	0.61	0.61
					应收账款周转率	4.00	4.20	4.10	4.15
					应付账款周转率	4.89	5.28	5.08	5.18
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.90	3.34	3.85	4.43
					每股经营现金流薄)	4.24	5.47	4.31	5.81
					每股净资产	19.19	22.54	26.38	30.81
					估值比率				
					P/E	17.15	15.52	13.49	11.72
					P/B	2.59	2.30	1.97	1.68
					EV/EBITDA	9.74	9.70	8.10	6.39

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, 医药行业首席分析师, 医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生医疗(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

分析师: 李昌幸, 医药分析师, 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。