

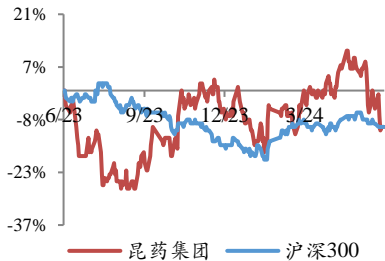
战略收购华润圣火，外延并购助力公司踏上新台阶

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-06-18

收盘价(元)	19.25
近12个月最高/最低(元)	24.11/15.18
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)	146
流通市值(亿元)	146

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：改革重塑启新程，利润端增速亮眼
0324 2024-03-25

2.【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

主要观点：

事件

2024年6月8日，昆药发布公告，公司拟与控股股东华润三九签署股权转让协议，以17.91亿元收购华润三九持有的昆明华润圣火药业有限公司51%股权。

事件点评

● 战略收购华润圣火，外延并购助力公司踏上新台阶

昆明华润圣火的主要产品包括血塞通软胶囊（核心产品）、黄藤素软胶囊、磺胺嘧啶银乳膏、三七冻干系列产品及其他普药；旗下共有3家控股子公司，全资子公司包括昆明圣火和圣火三七，其中昆明圣火主要进行医药营销服务，圣火三七主要进行口服用三七总皂苷提取、血塞通制剂及GSP物流；另外控股子公司云南三九三七（持股70%）主要进行三七全产业链上游业务拓展（种植、种子种苗等）以及三七中药材、三七皂苷、三七资源等三七产业链相关业务。2023年，华润圣火实现营收7.51亿元，同比+1.61%，实现净利润2.03亿元，同比+0.88%。

另外，2023年10月27日，昆药与华润三九、华润圣火等关联方共同参与注册成立三七研究院，其中昆药以自有资金出资人民币4,000万元，持有三七研究院40%股权。

昆药将华润圣火收购后，不仅可以解决公司与华润三九在血塞通软胶囊上的同业竞争问题，而且还有助于公司整合和优化三七产业链，实现三七业务的整合。此次收购将充分发挥昆药与华润圣火在产品、渠道、品牌、供应链等方面的协同优势，助力昆药实现“银发健康产业引领者、精品国药领先者、老龄健康-慢病管理领导者”的战略目标。

● 业务板块优化，24Q1扣非净利润稳步增长

2024Q1，公司实现营收18.53亿元，同比-3.01%，实现归母净利润1.19亿元，同比-9.41%，扣非归母净利润1.13亿元，同比+9.11%。2024年是公司加入华润大家庭、与华润三九稳步推进融合重塑的第二年，现阶段是公司和华润三九在资源整合、业务拓展及组织文化方面深度整合的重要阶段。同时，公司发布了未来五年（2024年-2028年）的战略发展规划，围绕“传承精品国药，以三七产业链为核心，立足于老龄健康，拓展慢病管理领域，成为银发健康第一股”的战略核心，重点打造三七系列产品为核心的慢病管理以及“昆中药1381”系列为核心的精品国药两大平台。

2024年一季度，公司围绕重点产品进行品牌打造与推广，采用线上线下相结合的方式，进一步树立消费者的品牌认知、提升公司品牌价值。报告期内，昆中药参苓健脾颗粒营收同比增长48.42%、舒肝颗粒营收同比增长81.72%，香砂平胃颗粒营收同比增长26.03%。同时，针对以三七为核心成分的产品群，公司正式推出“777”全新品

牌。“777”品牌将以血塞通口服产品为基础，逐步拓展到健康管理、疾病预防、严肃治疗及病后康复等全系列产品线，并将三七应用延伸在口腔护理、美容护肤等大健康领域。“777”品牌的全系列推出将为公司品牌宣传以及市场渗透打开新的局面。

● 投资建议

华润圣火并表后，公司营收和利润端将会有大幅提升，预计公司2024-2026年收入分别为86.47/95.16/104.95亿元（原值为85.18/96.00/109.43亿元），分别同比增长12.2%/10.1%/10.3%，其中华润圣火营收7.62/7.72/7.80亿元；归母净利润分别为6.25/7.75/9.52亿元（原值为6.39/8.02/9.91亿元），分别同比增长40.6%/24.0%/22.8%，预计华润圣火净利润2.04/2.05/2.06亿元；对应估值为23X/19X/15X。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	8647	9516	10495
收入同比 (%)	-7.0%	12.2%	10.1%	10.3%
归属母公司净利润	445	625	775	952
净利润同比 (%)	16.0%	40.6%	24.0%	22.8%
毛利率 (%)	44.8%	49.1%	49.7%	50.6%
ROE (%)	8.4%	10.6%	11.6%	12.5%
每股收益 (元)	0.59	0.83	1.02	1.26
P/E	35.36	23.32	18.80	15.31
P/B	2.98	2.46	2.18	1.91
EV/EBITDA	19.10	10.76	8.97	7.32

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	7031	7761	9106	10550	营业收入	7703	8647	9516	10495
现金	1493	2112	2907	3896	营业成本	4251	4400	4789	5183
应收账款	2551	2704	3064	3330	营业税金及附加	75	86	105	136
其他应收款	137	154	169	187	销售费用	2433	2732	3007	3316
预付账款	136	181	175	201	管理费用	314	363	400	441
存货	1688	1637	1736	1872	财务费用	10	32	31	31
其他流动资产	1026	974	1055	1065	资产减值损失	-66	-6	-9	-7
非流动资产	2534	2428	2330	2228	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	10
固定资产	1083	1003	917	832	营业利润	568	1036	1205	1390
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	1142	1177	1211	营业外支出	11	5	5	5
资产总计	9565	10189	11436	12778	利润总额	564	1033	1202	1387
流动负债	3644	3446	3723	3946	所得税	109	199	233	268
短期借款	725	725	775	825	净利润	454	833	969	1120
应付账款	665	659	733	785	少数股东损益	9	208	194	168
其他流动负债	2254	2062	2215	2336	归属母公司净利润	445	625	775	952
非流动负债	445	443	443	443	EBITDA	797	1241	1406	1595
长期借款	108	108	108	108	EPS (元)	0.59	0.83	1.02	1.26
其他非流动负债	337	336	336	336					
负债合计	4089	3889	4167	4389					
少数股东权益	179	387	581	749					
股本	758	757	757	757					
资本公积	1158	1150	1150	1150					
留存收益	3382	4006	4782	5733					
归属母公司股东权益	5297	5913	6688	7640					
负债和股东权益	9565	10189	11436	12778					

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	
经营活动现金流	356	722	850	1042	成长能力				
净利润	454	833	969	1120	营业收入	-7.0%	12.2%	10.1%	10.3%
折旧摊销	215	177	173	177	营业利润	14.4%	82.2%	16.3%	15.4%
财务费用	22	36	37	40	归属于母公司净利	16.0%	40.6%	24.0%	22.8%
投资损失	-17	-9	-10	-10	获利能力				
营运资金变动	-415	-306	-322	-283	毛利率 (%)	44.8%	49.1%	49.7%	50.6%
其他经营现金流	967	1130	1293	1402	净利率 (%)	5.8%	7.2%	8.1%	9.1%
投资活动现金流	-339	-53	-67	-64	ROE (%)	8.4%	10.6%	11.6%	12.5%
资本支出	-57	-49	-70	-63	ROIC (%)	7.4%	11.9%	12.1%	12.2%
长期投资	-290	-17	-7	-12	偿债能力				
其他投资现金流	8	13	10	10	资产负债率 (%)	42.7%	38.2%	36.4%	34.3%
筹资活动现金流	-202	-50	13	10	净负债比率 (%)	74.7%	61.7%	57.3%	52.3%
短期借款	-187	0	50	50	流动比率	1.93	2.25	2.45	2.67
长期借款	48	0	0	0	速动比率	1.41	1.70	1.91	2.13
普通股增加	0	-1	0	0	营运能力				
资本公积增加	-4	-8	0	0	总资产周转率	0.81	0.88	0.88	0.87
其他筹资现金流	-58	-41	-37	-40	应收账款周转率	3.09	3.29	3.30	3.28
现金净增加额	-183	619	796	988	应付账款周转率	6.26	6.65	6.88	6.83
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.59	0.83	1.02	1.26
					每股经营现金流薄)	0.47	0.95	1.12	1.38
					每股净资产	6.99	7.81	8.83	10.09
					估值比率				
					P/E	35.36	23.32	18.80	15.31
					P/B	2.98	2.46	2.18	1.91
					EV/EBITDA	19.10	10.76	8.97	7.32

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。