

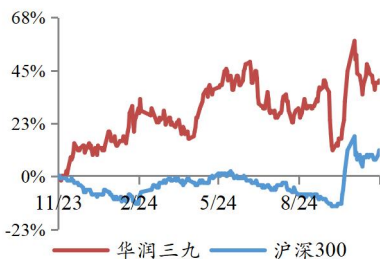
公司发展稳中向好，整合并购持续推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-11-06

收盘价（元）	46.36
近12个月最高/最低（元）	65.84/36.24
总股本（百万股）	1,284
流通股本（百万股）	1,276
流通股比例（%）	99.33
总市值（亿元）	595
流通市值（亿元）	591

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：战略融合昆药，实现营收端和利润端双增长 2024-03-29
- 【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

主要观点：

● 事件：

公司发布2024年三季报，2024年前三季度实现营业收入197.40亿元，同比+6.08%；归母净利润29.60亿元，同比+23.19%；扣非归母净利润27.52亿元，同比+19.48%。

● 分析点评

三季度业绩稳中向好，费用率持续优化

三季度业绩稳定。公司2024Q3收入为56.34亿元，同比+3.16%；归母净利润为5.61亿元，同比+6.85%；扣非归母净利润为4.44亿元，同比-6.83%。

费用率持续优化，24年前三季度销售费用率24.07%，同比-1.55个百分点；管理费用率5.44%，同比-0.15个百分点；研发费用率2.59%，同比0.13个百分点；财务费用率-0.07%，同比+0.04个百分点；经营性现金流净额为32.04亿元，同比+5.05%。

研发创新驱动发展，后续业绩值得期待

2024年前三季度，公司研发投入5.12亿元，同比+11.72%。公司围绕抗肿瘤、骨科、皮肤、呼吸等领域取得多项突破。重点项目如CR999C1905L1、CR999C2016L1等已进入临床阶段，昆药集团的多个项目也进展顺利，进一步丰富了公司产品线。公司获得2个药品注册证书，并推出温经汤颗粒和苓桂术甘颗粒，扩展中药产品管线。中药领域持续创新，公司在经典名方、中药配方颗粒标准和药材资源研究方面取得了显著成果，参与的项目荣获国家科学技术进步奖二等奖。同时，公司加强与高校和科研院所的合作，成立多个国家级和省级创新平台，推动技术创新与人才培养。

昆药集团的整合进展持续推进，公司计划收购天士力集团28%的股份

公司持续推进与昆药集团的融合变革工作。为助力昆药集团实现“银发健康产业的引领者”这一战略目标，公司推出了全新“777”品牌，旨在代表三七产业，聚焦三七全产业链发展，并强化消费者对血塞通软胶囊中主要有效成分——三七总皂苷的认知。在精品中药平台的打造方面，公司围绕“昆中药1381”企业品牌，聚焦昆中药参苓健脾胃、舒肝颗粒等核心大单品，并通过渠道赋能进一步推动市场拓展。

2024年8月4日，华润三九发布公告，拟通过现金支付方式收购天士力集团及其一致行动人所持有的天士力28%的股份，此举有望进一步增强公司在中药创新领域的实力。

● 投资建议

我们维持此前盈利预测，预计公司2024~2026年收入分别

279.20/313.66/349.97 亿元，分别同比增长 12.9%/12.3%/11.6%，归母净利润分别为 33.0/38.1/43.8 亿元，分别同比增长 15.8%/15.2%/15.1%，对应估值为 18X/16X/14X。维持“买入”评级。

● **风险提示**

行业政策变动风险；药品研发风险等。

● **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	3806	4379
净利润同比 (%)	16.5%	15.8%	15.2%	15.1%
毛利率 (%)	53.2%	52.9%	53.3%	53.7%
ROE (%)	15.0%	14.6%	14.4%	14.2%
每股收益 (元)	2.90	2.57	2.96	3.41
P/E	17.15	18.03	15.65	13.60
P/B	2.59	2.64	2.26	1.94
EV/EBITDA	9.74	11.38	9.63	7.75

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	25609	31416	37923	营业收入	24739	27920	31366	34997
现金	6771	8787	12350	17414	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	-133	-240
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	5060	5889
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	45809	51586	58076	利润总额	3754	4391	5060	5889
流动负债	12947	14496	15997	17511	所得税	581	681	784	913
短期借款	886	886	886	886	净利润	3173	3711	4276	4976
应付账款	2365	2493	2883	3130	少数股东损益	321	408	470	597
其他流动负债	9696	11117	12229	13495	归属母公司净利润	2853	3302	3806	4379
非流动负债	2940	3044	3044	3044	EBITDA	4657	4731	5224	5833
长期借款	1803	1863	1863	1863	EPS (元)	2.90	2.57	2.96	3.41
其他非流动负债	1137	1181	1181	1181					
负债合计	15887	17540	19042	20555	主要财务比率				
少数股东权益	5295	5703	6173	6770	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	988	1284	1284	1284	成长能力				
资本公积	1878	1878	1878	1878	营业收入	36.8%	12.9%	12.3%	11.6%
留存收益	16101	19404	23209	27588	营业利润	27.4%	17.0%	15.2%	16.4%
归属母公司股东权益	18967	22566	26371	30751	归属于母公司净利	16.5%	15.8%	15.2%	15.1%
负债和股东权益	40148	45809	51586	58076	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%	14.6%	14.4%	14.2%
					ROIC (%)	11.8%	10.5%	10.6%	10.5%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	39.6%	38.3%	36.9%	35.4%
					净负债比率 (%)	65.5%	62.0%	58.5%	54.8%
					流动比率	1.74	1.77	1.96	2.17
					速动比率	1.30	1.39	1.55	1.76
					营运能力				
					总资产周转率	0.62	0.61	0.61	0.60
					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	2.57	2.96	3.41
					每股经营现金流(薄)	4.24	4.21	3.32	4.48
					每股净资产	19.19	17.57	20.53	23.94
					估值比率				
					P/E	17.15	18.03	15.65	13.60
					P/B	2.59	2.64	2.26	1.94
					EV/EBITDA	9.74	11.38	9.63	7.75

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。