

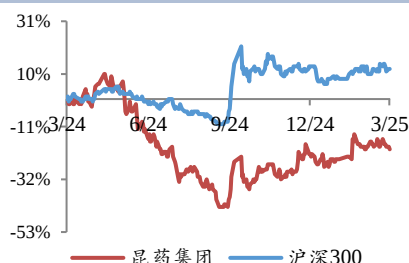
战略持续推进，精品国药昆中药和“777”品牌持续建设

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-03-25

收盘价（元）	17.09
近 12 个月最高/最低（元）	24.11/11.92
总股本（百万股）	757
流通股本（百万股）	757
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	129
流通市值（亿元）	129

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

相关报告

- 1.【华安医药】公司点评昆药集团：战略收购华润圣火，外延并购助力公司踏上新台阶 2024-06-18
- 2.【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

主要观点：

➤ 事件

公司 2024 年实现营业收入 84.01 亿元，同比-0.34%；归母净利润 6.48 亿元，同比+19.86%；扣非归母净利润 4.19 亿元，同比+25.09%。

➤ 事件点评

● 降本增效效果持续显现，24Q4 业绩亮眼

24 年公司销售毛利率为 43.46%，同比-1.36 个百分点；销售净利率为 8.94%，同比+3.04 个百分点；销售费用率 26.50%，同比-5.08 个百分点；管理费用率 4.42%，同比+0.35 个百分点；研发费用率 1.27%，同比+0.35 个百分点；财务费用率 0.17%，同比+0.04%；经营活动产生的现金流量净额 8.08 亿元，同比增长 126.97%。

公司 2024Q4 收入为 29.44 亿元，同比+40.71%；归母净利润为 2.61 亿元，同比+344.31%；扣非归母净利润为 1.30 亿元，同比+427.85%，24Q4 业绩表现亮眼。

● 精品国药和银发健康战略持续推进，着力打造“精品国药领先者”。

公司依托品类丰富且独具竞争优势的产品群，强化“昆中药 1381”、“777”三七系列产品在慢病管理尤其是老龄健康领域的品牌优势。“777”品牌是公司针对以三七为核心成分的产品群，正式推出全新品牌，构建“三七就是 777”品牌认知，强化消费者对于血塞通软胶囊有效成分三七总皂苷的认知。完成收购华润圣火 51% 股权，2024 年 12 月并表，提升心脑血管领域的竞争力；2024 年公司血塞通软胶囊（含昆药集团络泰®血塞通软胶囊和华润圣火理洵王®血塞通软胶囊）销量同比增长 11.27%。未来，公司将进一步拓宽三七产品集群，满足银发群体在慢病管理方面的多层次需求。

昆中药 1381 品牌焕发新光辉，聚焦参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒等核心大单品。昆中药“大单品+全渠道+品牌化”战略持续推进，2024 年参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒及清肺化痰丸合计同比增长 20%，清肺化痰丸营收规模破亿，参苓健脾胃颗粒、舒肝颗粒营收规模再创历史新高。

● 稳步推进研发创新战略

2024 年，公司在研发创新方面取得显著进展，研发投入 1.43 亿元。自主研发的氯硝西洋注射液成为同品种中首家申报并通过仿制药质量和疗效一致性评价的产品，丰富了神经精神领域产品管线；全资子公司版纳药业秋水仙碱片也首家通过一致性评价，夯实了肌肉骨骼领域产品管线，且增加了儿童家族性地中海热新适应症，用法用量获国家药监局正式批准。用于非酒精性脂肪肝的 1 类创新药 KPC000154 和 2.2 类改良型新药 KYAH02-2020-149 获得药物临床试验批准通知书，将进一步丰富完善慢病领域产品管线。多个 3 类仿

制药有序推进，分别处于技术审评、申报资料提交、BE 试验等不同阶段。海外部分，公司与盖茨基金会合作的新抗疟药研发顺利，即将进入临床研究阶段。市场拓展方面，海外注册成果丰硕，提交 131 份申请获 30 个批文，其中双氢青蒿素磷酸哌喹片通过世界卫生组织快速准入系统已提交注册申请 38 份（22 个国家），已获准 7 个国别注册批准。三七制剂血塞通已在 15 个国家获得准入，并为血塞通软胶囊在美国、欧洲等法规市场上市做前期准备。

● 投资建议

根据公司 24 年年报，我们预计，公司 2025~2027 年收入分别 92.31/102.82/115.52 亿元，分别同比增长 9.9%/11.4%/12.3%，归母净利润分别为 7.4/9.0/10.1 亿元，分别同比增长 14.3%/21.4%/12.3%，对应估值为 17X/14X/13X。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	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8401	9231	10282	11552
收入同比 (%)	-0.3%	9.9%	11.4%	12.3%
归属母公司净利润	648	741	900	1011
净利润同比 (%)	19.9%	14.3%	21.4%	12.3%
毛利率 (%)	43.5%	42.7%	43.4%	44.3%
ROE (%)	12.3%	12.4%	13.0%	12.8%
每股收益 (元)	0.86	0.98	1.19	1.34
P/E	18.43	17.46	14.38	12.80
P/B	2.28	2.16	1.88	1.64
EV/EBITDA	9.03	9.29	7.31	6.03

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	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	8555	8097	9555	11313	营业收入	8401	9231	10282	11552
现金	2266	1888	2805	3806	营业成本	4750	5291	5825	6439
应收账款	2817	2972	3263	3692	营业税金及附加	82	92	103	116
其他应收款	130	164	183	205	销售费用	2226	2345	2612	2888
预付账款	164	193	226	243	管理费用	371	378	411	468
存货	1540	1918	2103	2330	财务费用	14	26	29	29
其他流动资产	1639	962	975	1037	资产减值损失	-22	-9	-7	-8
非流动资产	4056	3948	3837	3726	公允价值变动收益	7	0	0	0
长期投资	23	21	18	16	投资净收益	15	9	10	0
固定资产	1142	1046	952	855	营业利润	928	1081	1307	1466
无形资产	412	366	319	272	营业外收入	4	2	2	2
其他非流动资产	2479	2515	2548	2583	营业外支出	-3	7	10	5
资产总计	12611	12045	13392	15038	利润总额	935	1076	1299	1463
流动负债	5491	4052	4341	4798	所得税	183	204	240	274
短期借款	658	708	758	808	净利润	751	872	1058	1189
应付账款	565	810	882	980	少数股东损益	103	131	159	178
其他流动负债	4268	2534	2701	3010	归属母公司净利润	648	741	900	1011
非流动负债	374	374	374	374	EBITDA	1171	1285	1514	1678
长期借款	46	46	46	46	EPS (元)	0.86	0.98	1.19	1.34
其他非流动负债	328	328	328	328	主要财务比率				
负债合计	5865	4426	4715	5172	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	1493	1623	1782	1960	成长能力				
股本	757	757	757	757	营业收入	-0.3%	9.9%	11.4%	12.3%
资本公积	521	521	521	521	营业利润	17.5%	16.5%	20.9%	12.2%
留存收益	3976	4718	5618	6628	归属于母公司净利	19.9%	14.3%	21.4%	12.3%
归属母公司股东权	5254	5995	6895	7906	获利能力				
负债和股东权益	12611	12045	13392	15038	毛利率 (%)	43.5%	42.7%	43.4%	44.3%
现金流量表					净利率 (%)	7.7%	8.0%	8.7%	8.7%
单位:百万元					ROE (%)	12.3%	12.4%	13.0%	12.8%
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	ROIC (%)	10.2%	10.5%	11.3%	11.2%
经营活动现金流	808	-326	971	1074	偿债能力				
净利润	751	872	1058	1189	资产负债率 (%)	46.5%	36.7%	35.2%	34.4%
折旧摊销	209	183	186	186	净负债比率 (%)	86.9%	58.1%	54.3%	52.4%
财务费用	24	33	35	37	流动比率	1.56	2.00	2.20	2.36
投资损失	-15	-9	-10	0	速动比率	1.22	1.45	1.63	1.79
营运资金变动	-230	-1408	-303	-350	营运能力				
其他经营现金流	1050	2284	1366	1550	总资产周转率	0.67	0.75	0.81	0.81
投资活动现金流	86	-70	-70	-86	应收账款周转率	3.01	3.19	3.30	3.32
资本支出	-79	-73	-68	-77	应付账款周转率	7.70	7.70	6.89	6.92
长期投资	150	-7	-12	-9	每股指标 (元)				
其他投资现金流	16	9	10	0	每股收益	0.86	0.98	1.19	1.34
筹资活动现金流	-128	17	15	13	每股经营现金流薄)	1.07	-0.43	1.28	1.42
短期借款	-67	50	50	50	每股净资产	6.94	7.92	9.11	10.44
长期借款	-62	0	0	0	估值比率				
普通股增加	-1	0	0	0	P/E	18.43	17.46	14.38	12.80
资本公积增加	-1806	0	0	0	P/B	2.28	2.16	1.88	1.64
其他筹资现金流	1808	-33	-35	-37	EV/EBITDA	9.03	9.29	7.31	6.03
现金净增加额	767	-377	917	1001					

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。

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。