

业绩稳健，期待华润协同

核心观点

- 业绩稳健，医药工业平稳增长。**公司发布年报，2024 年实现营收 85.0 亿元，同比下降 2.0%；归母净利润 9.6 亿元，同比下降 10.8%；扣非归母净利润 10.4 亿元，同比下降 12.3%。2024 年公司实现医药工业收入 75.74 亿元，同比增长 2.06%，其中中药板块收入 60.24 亿元，同比增长 0.88%。
- 核心产品销量保持较快增长。**分业务看，2024 年，公司心脑血管实现收入 55.9 亿元，同比增长 4.2%；肝病治疗收入 7.3 亿元，同比增长 10.6%；抗肿瘤收入 2.3 亿元，同比增长 19.9%；感冒发烧收入 3.1 亿元，同比下降 39.5%，主要系报告期内穿心莲和藿香正气滴丸销量下降所致。分产品看，复方丹参滴丸销量同比增长 9.2%；养血清脑颗粒/丸销量同比增长 10.7%/11.6%；芪参益气滴丸销量同比增长 5.5%；水林佳销量同比增长 16.0%。
- 产品创新不断推进。**2024 年，公司持续加大研发创新力度，加速现代中药创新与转化，通过“四位一体”的研发模式多维度、分梯度推进在研产品管线。目前公司拥有涵盖 98 款在研产品的研发管线，2 款中药经典名方枇杷清肺饮和温经汤处于申报生产阶段并已通过药品注册研制和生产现场核查，安神滴丸完成临床 III 期，提交生产申请，17 款创新中药产品处于临床 II、III 期研究阶段。
- 华润三九并购有望赋能。**2024 年，公司与华润三九签署了《股份转让协议》，若后续顺利推进并实施完成，公司的控股股东将变为华润三九。2025 年 3 月 28 日，经华润三九推荐，公司董事会完成高管团队的聘任。通过华润三九在管理、营销及政策资源方面的加持，公司未来有望更多维度快速提升自身竞争力。

盈利预测与投资建议

- 考虑到集采等政策带来部分产品价格波动的影响，我们下调盈利预期，预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.75、0.89、0.95 元（原预测值 2025-2026 年分别为 0.88/0.96 元），参考可比公司平均市盈率，我们给予公司 2025 年 21 倍 PE 估值，对应目标价 15.75 元，维持“买入”评级。

风险提示

- 集采超出预期的风险、股权转让实施进度低于预期的风险、销售不及预期的风险、新产品开发不及预期的风险等。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	8,674	8,498	9,069	9,723	10,248
同比增长(%)	0.4%	-2.0%	6.7%	7.2%	5.4%
营业利润(百万元)	1,228	1,076	1,280	1,551	1,685
同比增长(%)	867.0%	-12.4%	19.0%	21.1%	8.7%
归属母公司净利润(百万元)	1,071	956	1,124	1,325	1,423
同比增长(%)	505.3%	-10.8%	17.6%	17.9%	7.4%
每股收益(元)	0.72	0.64	0.75	0.89	0.95
毛利率(%)	66.8%	67.1%	66.5%	66.6%	66.7%
净利率(%)	12.3%	11.2%	12.4%	13.6%	13.9%
净资产收益率(%)	8.6%	7.9%	9.1%	9.9%	9.7%
市盈率	21.6	24.2	20.6	17.5	16.3
市净率	1.9	1.9	1.8	1.7	1.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2025年04月02日）	15.47 元
目标价格	15.75 元
52 周最高价/最低价	17.16/11.82 元
总股本/流通 A 股（万股）	149,395/149,395
A 股市值（百万元）	23,111
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025 年 04 月 03 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	4.67	7.1	11.92	1.76
相对表现%	5.56	7.25	10.25	-6.72
沪深 300%	-0.89	-0.15	1.67	8.48



证券分析师

伍云飞	wuyunfei1@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524020001
	香港证监会牌照：BRX199
赵博宇	zhaoboyu@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860524020003

相关报告

华润有望赋能，管线有序推进	2024-08-27
盈利能力稳定增长，中药创新能力领先	2024-03-27

图 1：可比公司估值（截止 2025.4.2）

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率			
		2025/4/2	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
昆药集团	600422	17.56	0.71	0.86	0.97	1.17	24.58	20.51	18.13	15.01
江中药业	600750	22.78	1.14	1.25	1.41	1.59	19.94	18.18	16.13	14.29
以岭药业	002603	14.27	0.81	0.60	0.73	0.87	17.63	23.59	19.44	16.48
云南白药	000538	56.81	2.29	2.66	2.84	3.12	24.76	21.34	20.01	18.23
恒瑞医药	600276	50.85	0.67	0.99	1.06	1.26	75.39	51.19	47.87	40.42
众生药业	002317	11.26	0.31	0.27	0.40	0.51	36.42	41.78	27.85	22.10
	调整后平均						26.42	26.81	21.36	17.96

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	4,451	2,994	4,010	5,111	6,502
应收票据、账款及款项融资	2,131	1,966	2,010	2,115	2,258
预付账款	66	62	72	74	78
存货	1,748	1,712	1,733	1,936	2,026
其他	338	577	550	549	553
流动资产合计	8,733	7,311	8,375	9,785	11,418
长期股权投资	1,415	1,309	1,309	1,309	1,309
固定资产	3,389	3,232	3,246	3,220	3,161
在建工程	154	222	177	148	130
无形资产	574	604	554	503	453
其他	2,450	2,298	2,184	2,246	2,232
非流动资产合计	7,982	7,666	7,470	7,427	7,286
资产总计	16,714	14,976	15,845	17,213	18,704
短期借款	723	700	700	700	700
应付票据及应付账款	573	607	660	705	742
其他	1,074	1,043	1,073	1,058	1,076
流动负债合计	2,370	2,350	2,433	2,463	2,518
长期借款	1,414	254	266	279	291
应付债券	0	0	0	0	0
其他	241	262	262	262	262
非流动负债合计	1,655	515	528	540	553
负债合计	4,024	2,865	2,961	3,003	3,071
少数股东权益	322	208	208	208	208
实收资本（或股本）	1,500	1,494	1,494	1,494	1,494
资本公积	852	459	459	459	459
留存收益	9,929	9,898	10,723	12,049	13,472
其他	88	52	0	0	0
股东权益合计	12,690	12,111	12,884	14,209	15,633
负债和股东权益总计	16,714	14,976	15,845	17,213	18,704

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,017	859	1,124	1,325	1,423
折旧摊销	421	361	343	365	379
财务费用	(19)	(25)	64	54	43
投资损失	111	84	80	80	80
营运资金变动	728	106	11	(280)	(186)
其它	318	629	48	100	100
经营活动现金流	2,576	2,015	1,669	1,645	1,839
资本支出	(358)	(245)	(251)	(251)	(251)
长期投资	(389)	106	0	0	0
其他	(1,361)	(802)	(52)	(251)	(167)
投资活动现金流	(2,109)	(941)	(303)	(502)	(418)
债权融资	29	(1,047)	13	13	13
股权融资	(498)	(399)	0	0	0
其他	(727)	(1,008)	(363)	(54)	(43)
筹资活动现金流	(1,196)	(2,454)	(350)	(42)	(30)
汇率变动影响	(1)	0	-0	-0	-0
现金净增加额	(731)	(1,380)	1,016	1,101	1,391

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,674	8,498	9,069	9,723	10,248
营业成本	2,880	2,792	3,038	3,245	3,415
销售费用	2,984	2,988	3,086	3,197	3,356
管理费用	342	345	363	389	410
研发费用	917	830	889	963	1,025
财务费用	(19)	(25)	64	54	43
资产、信用减值损失	13	232	100	80	60
公允价值变动收益	(172)	(129)	(100)	(100)	(100)
投资净收益	(111)	(84)	(80)	(80)	(80)
其他	(46)	(46)	(69)	(64)	(75)
营业利润	1,228	1,076	1,280	1,551	1,685
营业外收入	3	14	2	2	2
营业外支出	10	22	5	12	13
利润总额	1,221	1,069	1,277	1,541	1,674
所得税	204	210	153	216	251
净利润	1,017	859	1,124	1,325	1,423
少数股东损益	(54)	(97)	0	0	0
归属于母公司净利润	1,071	956	1,124	1,325	1,423
每股收益（元）	0.72	0.64	0.75	0.89	0.95

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	0.4%	-2.0%	6.7%	7.2%	5.4%
营业利润	867.0%	-12.4%	19.0%	21.1%	8.7%
归属于母公司净利润	505.3%	-10.8%	17.6%	17.9%	7.4%
获利能力					
毛利率	66.8%	67.1%	66.5%	66.6%	66.7%
净利率	12.3%	11.2%	12.4%	13.6%	13.9%
ROE	8.6%	7.9%	9.1%	9.9%	9.7%
ROIC	6.7%	5.8%	8.4%	9.1%	8.9%
偿债能力					
资产负债率	24.1%	19.1%	18.7%	17.4%	16.4%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.69	3.11	3.44	3.97	4.53
速动比率	2.94	2.38	2.73	3.19	3.73
营运能力					
应收账款周转率	11.0	11.6	11.3	11.6	11.5
存货周转率	1.7	1.6	1.8	1.8	1.7
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
每股指标（元）					
每股收益	0.72	0.64	0.75	0.89	0.95
每股经营现金流	1.72	1.35	1.12	1.10	1.23
每股净资产	8.28	7.97	8.49	9.37	10.32
估值比率					
市盈率	21.6	24.2	20.6	17.5	16.3
市净率	1.9	1.9	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	12.7	14.7	12.3	10.5	9.8
EV/EBIT	17.1	19.7	15.4	12.9	12.0

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。