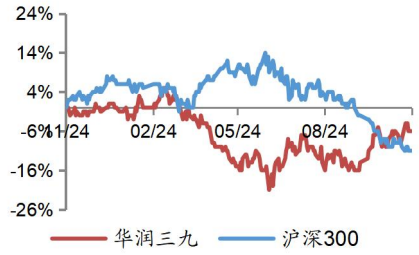
昆药短期拖累营收表现，毛利率结构性提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2026-11-23

收盘价（元）	**25.93**
近 12 个月最高/最低（元）	**30.49/21.60**
总股本（百万股）	**1,664**
流通股本（百万股）	**1,663**
流通股比例（%）	**99.90**
总市值（亿元）	**432**
流通市值（亿元）	**431**

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：李雨涵

执业证书号：S0010525070005

邮箱：liyuh@hazq.com

相关报告

主要观点：

- **事件**

近日公司发布 2026 年三季报，2026 年前三季度实现营业收入 214.10 亿元，同比-2.62%；归母净利润 21.58 亿元，同比-8.30%；扣非归母净利润 20.66 亿元，同比-5.48%。

- **点评**

昆药短期拖累营收表现，Q3 单季扣非降幅收窄，毛利率结构性提升

Q3 单季实现收入 63.96 亿元，同比-10.87%；归母净利润 4.87 亿元，同比-9.43%；扣非归母净利润 4.70 亿元，同比-3.90%，扣非降幅较营收和归母净利润明显收窄，主业盈利韧性仍在。前三季度收入下滑主要受昆药集团销售收入下降近 20 亿元影响，剔除昆药扰动后其余业务整体相对平稳。整体毛利率 56.0%，同比增长 2.5 个百分点，盈利结构持续优化。费用率控制相对较好，销售费用率 27.6%，在天士力并表因素下同比仍下降 0.3 个百分点。

研发创新成果密集落地，创新管线价值加速兑现

2026 年前三季度公司持续推进研发创新。古代经典名方"一贯煎颗粒"于 10 月 13 日获 NMPA 批准上市，"莫匹罗星软膏"获批上市、"葛根汤颗粒"获澳门药监局批准上市，天士力中药 1.1 类创新药"枣仁宁心滴丸"获批上市。公司与艾尔普联合开发的 iPSC 来源心肌细胞药物 HiCM-188 临床研究登上国际顶级期刊《自然·医学》，标志布局 iPSC 赛道迎来里程碑进展；合作开发的 GLP-1/GIP 双重激动剂 BGM0504 注射液减重适应症 NDA 获 CDE 受理，Ⅲ期数据以大会发言亮相 EASD 2026。公司拥有在研创新药和改良型新药 55 项，其中 NDA/Pre-NDA 阶段 7 项、临床 II/III 期 21 项，创新管线梯队持续充实。

CHC 业务稳健，一体两翼协同深化，十五五开局值得期待

CHC 业务以"全域布局、全面领先"为策略，围绕"大品种-大品牌-大品类"建设思路，十四五期末过亿品种达 45 个，999 感冒灵巩固感冒市场领导地位，加味藿香正气合剂、维矿品类快速增长，皮肤品类新品持续丰富；受呼吸品类市场回落影响相关收入有所调整，属合理范围。处方药业务自主研发与 BD 转化双线并举，多款产品新纳入国家基本药物目录。"一体两翼"下三家上市公司定位清晰：华润三九以 CHC 为核心争做行业头部企业，天士力首年融合顺利完成、院外市场双向赋能深化，昆药集团聚焦三七与精品国药、争做银发健康引领者。十五五期间公司将聚焦消费健康、医疗健康、银发健康三大核心业务。分红方面，2026 年上半年现金分红比例 41.34%已于 10 月派发，上市以来累计现金分红超 117 亿元，红利属性凸显。

● 投资建议

我们持续关注公司大品牌大单品打造、十五五战略目标制定，我们预计公司，2026~2028 年收入分别 322.36/346.90/371.94 亿元，同比+2.0%/7.6%/7.2%；归母净利润 34.03/38.21/42.35 亿元，同比-0.5%/+12.3%/+10.8%。维持“买入”投资评级。

● 风险提示

产品销售不及预期风险，药品集中采购影响。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	31603	32236	34690	37194
收入同比（%）	14.4%	2.0%	7.6%	7.2%
归属母公司净利润	3421	3403	3821	4235
净利润同比（%）	1.6%	-0.5%	12.3%	10.8%
毛利率（%）	54.0%	56.4%	56.8%	57.2%
ROE（%）	15.4%	13.3%	13.0%	12.6%
每股收益（元）	2.06	2.04	2.30	2.54
P/E	13.82	12.68	11.29	10.19
P/B	2.14	1.69	1.47	1.28
EV/EBITDA	8.19	7.74	6.48	5.20

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 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	**27968**	**29789**	**34889**	**40979**
现金	4663	6788	10376	15470
应收账款	8164	8022	8797	9343
其他应收款	274	320	323	358
预付账款	455	489	496	541
存货	6246	5633	6228	6499
其他流动资产	8166	8537	8670	8768
非流动资产	**30837**	**33257**	**32970**	**32665**
长期投资	1535	1559	1559	1559
固定资产	10143	11773	11271	10750
无形资产	5936	6300	6500	6700
其他非流动资产	13223	13625	13640	13657
资产总计	**58805**	**63046**	**67859**	**73644**
流动负债	**15321**	**15634**	**16155**	**17126**
短期借款	2413	2413	2413	2413
应付账款	2493	2436	2586	2753
其他流动负债	10416	10785	11156	11960
非流动负债	**5011**	**5116**	**5116**	**5116**
长期借款	3514	3574	3574	3574
其他非流动负债	1497	1542	1542	1542
负债合计	**20333**	**20750**	**21270**	**22242**
少数股东权益	16300	16721	17193	17771
股本	1664	1664	1664	1664
资本公积	1406	1406	1406	1406
留存收益	19101	22504	26325	30561
归属母公司股东权益	22172	25575	29396	33631
负债和股东权益	**58805**	**63046**	**67859**	**73644**

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	**5513**	**5944**	**4486**	**5884**
净利润	3421	3403	3821	4235
折旧摊销	1430	985	1084	1098
财务费用	88	196	197	149
投资损失	3	3	3	-37
营运资金变动	-7	935	-1092	-124
其他经营现金流	4006	2888	5385	4922
投资活动现金流	**-7410**	**-3728**	**-700**	**-641**
资本支出	-1263	-3259	-776	-758
长期投资	-6549	-441	80	80
其他投资现金流	403	-28	-3	37
筹资活动现金流	**1564**	**-91**	**-197**	**-149**
短期借款	1557	0	0	0
长期借款	3336	60	0	0
普通股增加	380	0	0	0
资本公积增加	-457	0	0	0
其他筹资现金流	-3253	-151	-197	-149
现金净增加额	**-345**	**2124**	**3589**	**5094**

利润表 单位:百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	**31603**	**32236**	**34690**	**37194**
营业成本	14528	14067	15002	15937
营业税金及附加	382	387	416	446
销售费用	9089	9348	10060	10786
管理费用	1898	2095	2290	2455
财务费用	35	79	28	-110
资产减值损失	-90	0	0	0
公允价值变动收益	262	0	0	0
投资净收益	-3	-3	-3	37
营业利润	**4852**	**4902**	**5434**	**6170**
营业外收入	55	0	0	0
营业外支出	42	0	0	0
利润总额	**4864**	**4902**	**5434**	**6170**
所得税	698	1078	1141	1357
净利润	**4166**	**3824**	**4293**	**4813**
少数股东损益	745	421	472	578
归属母公司净利润	**3421**	**3403**	**3821**	**4235**
EBITDA	6003.77	5546.45	6073.36	6580.22
EPS（元）	2.06	2.04	2.30	2.54

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营业收入	14.4%	2.0%	7.6%	7.2%
营业利润	8.4%	1.0%	10.9%	13.5%
归属于母公司净利润	1.6%	-0.5%	12.3%	10.8%
获利能力				
毛利率（%）	54.0%	56.4%	56.8%	57.2%
单位:百万元	10.8%	10.6%	11.0%	11.4%
ROE（%）	15.4%	13.3%	13.0%	12.6%
ROIC（%）	8.7%	7.3%	7.4%	7.4%
偿债能力				
资产负债率（%）	34.6%	32.9%	31.3%	30.2%
净负债比率（%）	52.9%	49.1%	45.7%	43.3%
流动比率	1.83	1.91	2.16	2.39
速动比率	1.29	1.42	1.65	1.89
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.51	0.51	0.51
应收账款周转率	3.87	4.02	3.94	3.98
应付账款周转率	5.83	5.77	5.80	5.79
每股指标（元）				
每股收益	2.06	2.04	2.30	2.54
每股经营现金流(摊薄)	3.31	3.57	2.70	3.54
每股净资产	13.32	15.37	17.66	20.21
估值比率				
P/E	13.82	12.68	11.29	10.19
P/B	2.14	1.69	1.47	1.28
EV/EBITDA	8.19	7.74	6.48	5.20

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、和君集团与华西证券研究所，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：李雨涵，医药行业分析师，主要研究方向为医疗服务和生物制品。湖南大学本硕，生物技术+金融硕士复合背景。

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。