

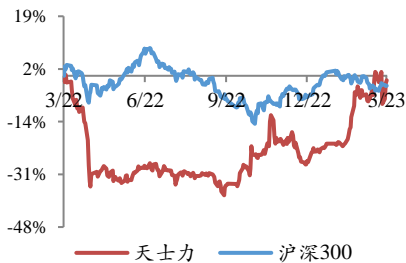
## 扣非增长恢复，中药现代化龙头未来可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-03-29

收盘价(元)	14.58
近12个月最高/最低(元)	14.84/9.22
总股本(百万股)	1,500
流通股本(百万股)	1,500
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	219
流通市值(亿元)	219

### 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】天士力深度报告：中药现代化领军者，拥抱创新发展新时代 2023-02-21

### 主要观点：

#### 事件

公司发布2022年年度报告，2022年公司实现营业总收入85.93亿元(同比+8.06%)；归母净利润-2.57亿元(同比-110.87%)；扣非归母净利润7.22亿元(同比+18.57%)。

#### 事件点评

##### ● 公允价值变化影响表观业绩，扣非增长明显，财务数据受疫情影响

单第四季度来看，营业收入为24.92亿元(同比+14.24%)；归母净利润为0.78亿元(同比-91.12%)，扣非归母净利润-0.48亿元，主要系公司计提资产减值损失3.72亿元。归母净利润下降较大主要系公司持有的I-MAB、科济药业等金融资产公允价值2022年减少11.04亿。财务指标上，公司整体毛利率为64.05%，同比-2.28个百分点；期间费用率47.97%，同比-1.80个百分点；其中销售费用率33.51%，同比-3.04个百分点；管理费用率(含研发费用)14.10%，同比+1.38个百分点；财务费用率0.35%，同比-0.14个百分点；经营性现金流净额为22.85亿元，同比-18.42%。

##### ● 中药板块稳步增长，核心心脑血管线持续增长，感冒发烧类表现亮眼

分板块来看：主营业务中药营业收入55.57亿元(同比+9.38%)，此外，化学制剂药营业收入12.70亿元(同比+1.19%)；生物药营业收入2.48亿元(同比-1.49%)，化学原料药营业收入0.71亿元(同比+5.69%)。分领域来看：心脑血管产品营业收入50.78亿元(同比+6.09%)，此外，肝病治疗产品营业收入5.82亿元(同比+5.95%)；感冒发烧产品营业收入4.29亿元(同比+49.51%)，抗肿瘤产品营业收入3.15亿元(同比-19.71%)，其它产品营业收入7.42亿元(同比+16.09%)，其中感冒发烧产品上涨较大主要是穿心莲内酯滴丸和藿香正气滴丸销量增加所致。

##### ● 研发持续推进，期待管线持续落地

(1) 研发方面：公司拥有92款在研产品的研发管线包括41款1类创新药，并有39款已进入临床试验阶段，24款已处于临床II、III期研究阶段。芪参益气滴丸增加心衰适应症和养血清脑丸增加阿尔茨海默病(AD)适应症II期临床试验稳步推进；T89治疗慢性稳定性心绞痛适应症与防治急性高原综合症(AMS)申报FDA新药临床研发正在推进。培重组人成纤维细胞生长因子21注射液用于非酒精性脂肪性肝炎获得美国FDA临床试验许可；普佑克适应症从急性ST段抬高型心肌梗死(心梗)治疗拓展至急性缺血性脑卒中(脑梗)治疗最新的III期验证性试验，正在开展病例入组工作。

(2) 产品方面：独家品种坤心宁颗粒首次进入医保，芍麻止痉颗粒成功续约医保；同时，注射用替莫唑胺、盐酸美金刚缓释胶囊成功中选国家第七批集采项目并直接新纳入国家医保目录。此外，2022年8款现代中药和化学药产品新进入14项共识及指南，生物药普佑克进入《ST段抬高型心肌梗死患者急诊PCI微循环保护策略中国专家共识》。

(3) 新获批化药品种：注射用硼替佐米和注射用尼可地尔获得药品注册通知书，赖诺普利氢氯噻嗪片通过一致性评价，利伐沙班片、盐酸丙卡特罗口服溶液、吡仑帕奈片、巴氯芬口服溶液等品种处于申报生产阶段。

### ● 投资建议

由于公司发布年报，我们更新盈利预测。我们预计，公司2023~2025年收入分别93.1/102.2/112.6亿元，分别同比增长8.4%/9.8%/10.2%，归母净利润分别为11.3/13.0/14.2亿元，分别同比增长538.5%/15.2%/9.8%，对应估值为19X/17X/15X。我们看好公司长期发展，维持“买入”投资评级。

### ● 风险提示

中成药集采降价幅度超预期；公允价值波动超预期；研发进展不及预期等。

### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8593	9312	10221	11262
收入同比 (%)	8.1%	8.4%	9.8%	10.2%
归属母公司净利润	-257	1125	1295	1422
净利润同比 (%)	-110.9%	538.5%	15.2%	9.8%
毛利率 (%)	64.0%	65.1%	66.5%	67.1%
ROE (%)	-2.1%	8.3%	8.7%	8.8%
每股收益 (元)	-0.17	0.75	0.86	0.95
P/E	—	19.44	16.88	15.38
P/B	1.30	1.62	1.47	1.35
EV/EBITDA	8.09	9.11	7.55	6.58

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	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	9228	10873	12550	14488	<b>营业收入</b>	8593	9312	10221	11262
现金	3110	3841	5423	6719	营业成本	3090	3248	3427	3704
应收账款	891	1241	1211	1418	营业税金及附加	134	140	153	169
其他应收款	8	10	10	12	销售费用	2880	3213	3577	3964
预付账款	78	79	85	91	管理费用	368	447	501	563
存货	1516	1735	1756	1939	财务费用	30	0	0	0
其他流动资产	3625	3966	4064	4310	资产减值损失	-372	0	0	0
<b>非流动资产</b>	7202	6797	6530	6180	公允价值变动收益	-1104	0	0	0
长期投资	1026	1078	1375	1550	投资净收益	-22	0	0	0
固定资产	3549	3128	2676	2194	<b>营业利润</b>	-153	1399	1561	1713
无形资产	456	504	519	550	营业外收入	2	1	1	1
其他非流动资产	2170	2087	1960	1886	营业外支出	10	7	7	7
<b>资产总计</b>	16430	17669	19080	20667	<b>利润总额</b>	-160	1393	1555	1707
<b>流动负债</b>	2109	2194	2283	2419	所得税	180	209	233	256
短期借款	184	184	184	184	<b>净利润</b>	-341	1184	1322	1451
应付账款	575	624	648	706	少数股东损益	-84	59	26	29
其他流动负债	1349	1385	1450	1528	<b>归属母公司净利润</b>	-257	1125	1295	1422
<b>非流动负债</b>	1652	1622	1622	1622	EBITDA	1879	2213	2459	2628
长期借款	1376	1376	1376	1376	EPS (元)	-0.17	0.75	0.86	0.95
其他非流动负债	276	246	246	246					
<b>负债合计</b>	3760	3816	3905	4041					
少数股东权益	265	324	350	380					
股本	1500	1500	1500	1500					
资本公积	1327	1327	1327	1327					
留存收益	9578	10703	11998	13420					
归属母公司股东权益	12405	13530	14825	16247					
<b>负债和股东权益</b>	16430	17669	19080	20667					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	2285	1223	2132	1778	<b>成长能力</b>				
净利润	-257	1125	1295	1422	营业收入	8.1%	8.4%	9.8%	10.2%
折旧摊销	532	879	930	950	营业利润	-105.6%	1014.6%	11.6%	9.7%
财务费用	66	0	0	0	归属于母公司净利	-110.9%	538.5%	15.2%	9.8%
投资损失	14	0	0	0	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	579	-828	-106	-606	毛利率 (%)	64.0%	65.1%	66.5%	67.1%
其他经营现金流	516	1999	1413	2041	净利率 (%)	-3.0%	12.1%	12.7%	12.6%
<b>投资活动现金流</b>	-1265	-462	-550	-483	ROE (%)	-2.1%	8.3%	8.7%	8.8%
资本支出	-402	-430	-362	-418	ROIC (%)	19.3%	7.1%	7.5%	7.6%
长期投资	-920	-52	-197	-75	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	57	20	10	10	资产负债率 (%)	22.9%	21.6%	20.5%	19.6%
<b>筹资活动现金流</b>	-236	-30	0	0	净负债比率 (%)	29.7%	27.5%	25.7%	24.3%
短期借款	7	0	0	0	流动比率	4.38	4.96	5.50	5.99
长期借款	342	0	0	0	速动比率	3.62	4.13	4.69	5.15
普通股增加	-13	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	-203	0	0	0	总资产周转率	0.52	0.53	0.54	0.54
其他筹资现金流	-368	-30	0	0	应收账款周转率	9.64	7.50	8.44	7.94
<b>现金净增加额</b>	814	731	1582	1296	应付账款周转率	5.37	5.20	5.28	5.24
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	-0.17	0.75	0.86	0.95
					每股经营现金流薄)	1.52	0.82	1.42	1.19
					每股净资产	8.27	9.02	9.89	10.83
					<b>估值比率</b>				
					P/E	—	19.44	16.88	15.38
					P/B	1.30	1.62	1.47	1.35
					EV/EBITDA	8.09	9.11	7.55	6.58

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，医药行业分析师，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达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。