

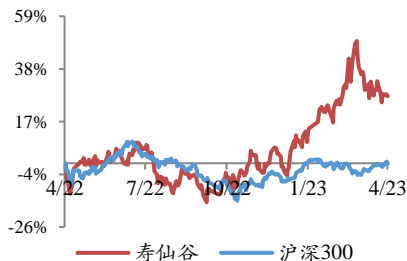
## 稳健增长符合预期，省外拓展值得期待

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-19

收盘价(元)	48.18
近12个月最高/最低(元)	56.66/31.96
总股本(百万股)	197
流通股本(百万股)	197
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	95
流通市值(亿元)	95

### 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】寿仙谷点评报告：利润端亮眼，期待四季度旺季增长  
2022-10-30

2. 【华安医药】寿仙谷点评报告：业绩符合预期，战略远景目标始于足下  
2022-08-25

### 主要观点：

#### ● 事件：

公司 2022 年实现营业收入 8.29 亿元，同比+8.07%；归母净利润 2.78 亿元，同比+38.32%；扣非归母净利润 2.53 亿元，同比+27.39%。

#### ● 分析点评

##### 收入端稳健增长，毛利率提升&费用率控制带来利润端高增长

单季度来看，公司 2022Q4 收入为 3.21 亿元，同比+11.84%；归母净利润为 1.48 亿元，同比+29.77%；扣非归母净利润为 1.43 亿元，同比+15.26%。

公司整体毛利率为 84.42%，同比+0.89 个百分点；期间费用率 53.19%，同比-3.43 个百分点；其中销售费用率 38.52%，同比-3.16 个百分点；管理费用率（含研发费用）16.12%，同比-0.60 个百分点；财务费用率 -1.45%，同比+0.33 个百分点；经营性现金流净额为 3.41 亿元，同比+15.03%。

##### 主力品种稳步增长，省外影响因素消除，今年值得期待

分产品来看，2022 年灵芝孢子粉类产品营收 5.79 亿元，同比+8.14%；其中主力单品破壁灵芝孢子粉营收 2.6 亿，同比增长 17.4%。铁皮石斛类产品营收 1.29 亿元，同比+5.36%；其他营收 1.09 亿元，同比+7.40%。

分地区而言：

- 浙江省内地区营收 5.23 亿元，同比+8.38%，公司产品省内接受程度高，品牌有较高忠诚度的稳定客户群。
- 浙江省外地区营收 0.98 亿元，同比+5.84%，目前公司累计已签约加盟城市代理商 14 家，公司销售代理网点实现昆明、贵阳、重庆、南昌、武汉、连云港及长三角多点散发。
- 互联网方面营收 1.97 亿元，同比+6.42%。主要通过天猫官方旗舰店、京东官方旗舰店等网络渠道。2022 年营收占比 24%，公司互联网销售已成为传统销售渠道的重要补充。

##### 全产业链布局、研发助力，2035“三个百亿”远景目标踏上征程

全产业链持续布局。公司已形成灵芝、铁皮石斛等系列产品的“全产业链”发展模式。优良品种从源头为下游的标准化种植提供了保障；建立中药材种植基地通过有机认证；先进的现代中药饮片炮制等工艺提高了利用效率及产品品质；建立自身的销售渠道，增强流通渠道的控制力。研发持续推进，新品迭出，2022 年公司产品研发呈现多元化趋势。六味地黄丸、补中益气丸和金锁固精丸完成生产地址变更和再注册；二冬汤、桃红四物汤两个经典名方完成毒理研究，芍药甘草汤等七个经典名方完成基准物质研究。另外，寿仙上品牌破壁灵芝孢子粉颗粒/粉/片等 5

个保健食品完成备案；寿仙谷牌破壁灵芝孢子粉颗粒取得再注册批件，其余系列产品开发进展顺利。

公司紧紧围绕“打造有机国药第一品牌”“打造世界灵芝领导品牌”战略目标、2035年“三个百亿”远景目标。计划**2023年实现营业收入同比增长率、净利润同比增长率均达到20%以上。**

#### ● 投资建议

我们预计，公司2023~2025年收入分别10.3/12.7/15.7亿元，分别同比增长24.3%/23.0%/23.6%，归母净利润分别为3.5/4.4/5.6亿元，分别同比增长24.4%/26.8%/27.0%，对应估值为28X/22X/17X。我们看好公司未来长期发展，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

自然灾害风险、省外拓展不及预期风险、种源流失风险等。

#### ● 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	829	1030	1268	1566
收入同比 (%)	8.1%	24.3%	23.0%	23.6%
归属母公司净利润	278	345	438	556
净利润同比 (%)	38.3%	24.4%	26.8%	27.0%
毛利率 (%)	84.4%	84.8%	85.1%	85.4%
ROE (%)	14.6%	15.3%	16.3%	17.1%
每股收益 (元)	1.43	1.75	2.22	2.82
P/E	27.73	27.66	21.82	17.18
P/B	4.10	4.24	3.55	2.94
EV/EBITDA	20.21	17.47	12.86	9.35

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>	1862	2377	3032	3843	<b>营业收入</b>	829	1030	1268	1566
现金	1525	2008	2568	3296	营业成本	129	156	188	229
应收账款	114	127	165	199	营业税金及附加	7	9	11	14
其他应收款	3	4	4	5	销售费用	319	400	493	611
预付账款	14	15	19	23	管理费用	86	99	118	141
存货	148	151	198	231	财务费用	-12	0	0	0
其他流动资产	59	72	76	89	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	994	866	698	505	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	6	6	7	7	投资净收益	5	10	13	16
固定资产	377	330	255	148	<b>营业利润</b>	281	346	438	557
无形资产	78	78	75	74	营业外收入	0	2	2	2
其他非流动资产	533	452	361	276	营业外支出	3	2	2	2
<b>资产总计</b>	2856	3243	3730	4347	<b>利润总额</b>	278	346	438	557
<b>流动负债</b>	478	519	569	631	所得税	0	1	1	1
短期借款	273	273	273	273	<b>净利润</b>	278	345	438	556
应付账款	144	174	210	255	少数股东损益	0	0	0	-1
其他流动负债	61	72	86	103	<b>归属母公司净利润</b>	278	345	438	556
<b>非流动负债</b>	473	473	473	473	EBITDA	347	472	598	745
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.43	1.75	2.22	2.82
其他非流动负债	473	473	473	473					
<b>负债合计</b>	951	992	1042	1104					
少数股东权益	0	0	-1	-1	<b>主要财务比率</b>				
股本	197	197	197	197	<b>会计年度</b>	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	856	856	856	856	<b>成长能力</b>				
留存收益	852	1198	1635	2192	营业收入	8.1%	24.3%	23.0%	23.6%
归属母公司股东权	1906	2251	2689	3245	营业利润	35.6%	23.1%	26.8%	27.0%
<b>负债和股东权益</b>	2856	3243	3730	4347	归属于母公司净利	38.3%	24.4%	26.8%	27.0%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	84.4%	84.8%	85.1%	85.4%
					净利率 (%)	33.5%	33.5%	34.5%	35.5%
					ROE (%)	14.6%	15.3%	16.3%	17.1%
					ROIC (%)	10.1%	11.7%	12.9%	14.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	33.3%	30.6%	27.9%	25.4%
					净负债比率 (%)	49.9%	44.1%	38.8%	34.0%
					流动比率	3.90	4.58	5.33	6.09
					速动比率	3.56	4.26	4.95	5.69
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.29	0.32	0.34	0.36
					应收账款周转率	7.29	8.09	7.67	7.87
					应付账款周转率	0.90	0.90	0.90	0.90
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.43	1.75	2.22	2.82
					每股经营现金流薄)	1.73	2.39	2.74	3.58
					每股净资产	9.66	11.41	13.63	16.46
					<b>估值比率</b>				
					P/E	27.73	27.66	21.82	17.18
					P/B	4.10	4.24	3.55	2.94
					EV/EBITDA	20.21	17.47	12.86	9.35

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	341	470	540	707
净利润	278	345	438	556
折旧摊销	81	126	159	188
财务费用	11	0	0	0
投资损失	-5	-10	-13	-16
营运资金变动	-26	9	-45	-21
其他经营现金流	307	336	482	576
<b>投资活动现金流</b>	-85	12	21	21
资本支出	-182	-7	0	-4
长期投资	96	9	9	9
其他投资现金流	1	10	13	16
<b>筹资活动现金流</b>	336	0	0	0
短期借款	273	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	45	0	0	0
资本公积增加	-44	0	0	0
其他筹资现金流	62	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	592	483	561	728

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。