

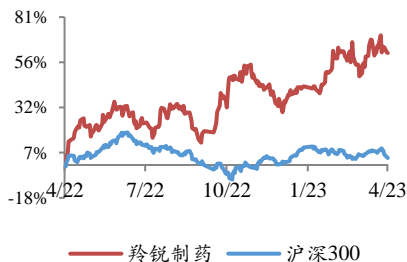
2023 年迎来开门红，核心业务表现稳健，多元化产品矩阵推动业绩增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-25

收盘价（元）	15.70
近 12 个月最高/最低（元）	16.64/9.75
总股本（百万股）	567
流通股本（百万股）	559
流通股比例（%）	98.60
总市值（亿元）	89
流通市值（亿元）	88

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】羚锐制药点评报告：业绩略超预期，看好各产品线持续增长 2022-10-30

2.【华安医药】羚锐制药点评报告：业绩符合预期，疫情下持续稳健增长 2022-08-09

主要观点：

● 事件：

公司 2022 年实现营业收入 30.02 亿元，同比+11.45%；归母净利润 4.65 亿元，同比+28.71%；扣非归母净利润 4.09 亿元，同比+15.28%。2023Q1 实现营业收入 7.89 亿元，同比+15.62%；归母净利润 1.44 亿元，同比+10.30%；扣非归母净利润 1.38 亿元，同比+31.71%。

● 分析点评

一季度扣非利润亮眼，毛利率、费用率均有下滑

单季度来看，公司 2022Q4 收入为 7.25 亿元，同比+13.17%；归母净利润为 0.60 亿元，同比+72.32%；扣非归母净利润为 0.41 亿元，同比-5.48%。2023Q1 扣非归母净利润 1.38 亿元，同比+31.71%。

2022 年公司整体毛利率为 72.28%，同比-1.99 个百分点；期间费用率 57.01%，同比-1.11 个百分点；其中销售费用率 48.09%，同比-0.21 个百分点；管理费用率（含研发费用）9.81%，同比-0.40 个百分点；财务费用率-0.89%，同比-0.50 个百分点；经营性现金流净额为 8.35 亿元，同比-1.27%。

公司产品线持续稳健增长，核心贴剂毛利稳定

2022 年分产品来看：

贴剂部分收入为 19.14 亿元，同比增速为+17.86%；毛利率为 74.38%，同比减少 0.92 个百分点。主要系通络祛痛膏、壮骨麝香止痛膏、退热贴、舒腹贴膏的销售收入增长所致。

片剂部分收入为 1.95 亿元，同比增速为+31.50%，主要系丹鹿通督片销售收入增长；毛利率为 58.77%，同比减少 4.05 个百分点，原材料价格上涨所致。

胶囊剂部分收入为 6.17 亿元，同比增速为-7.44%；毛利率为 74.31%，同比减少 4.63 个百分点。

软膏剂部分收入为 1.49 亿元，同比增速为+23.56%，系糠酸莫米松乳膏销量增长；毛利率为 76.22%，同比减少 3.57 个百分点。

品牌建设清晰，多元化产品矩阵推动业绩增长

围绕“1+N”的品牌建设思路，公司进一步明确羚锐制药母品牌和各子品牌、产品的发展定位，构建起清晰的产品矩阵。报告期内，公司通过大单品战略赋能子品牌建设，“两只老虎”、“小羚羊”通过“品牌化+精细化”运营，实现品牌流量的快速增长，品牌力实现提升；在慢性病领域，以培元通脑胶囊、锐枢安®芬太尼等优势产品为抓手，积极培育增量品类，

在细分领域持续提升品牌影响力。

骨科核心产品通络祛痛膏为公司独家产品，入选《国家基药目录》《国家医保目录》；“两只老虎”系列产品销量处于市场领先地位。心脑血管等疾病用药方面，培元通脑胶囊、参芪降糖胶囊等中成药在治疗慢性病方面具有辨证施治、标本兼顾的独特优势。麻醉药品方面，公司是国内唯一从事骨架型芬太尼透皮贴剂生产的公司，具有良好的市场竞争格局。

2022年，据中康数据显示：“两只老虎系列”四个产品在同类产品中的市场占有率均为单产品第一，壮骨麝香止痛膏、伤湿止痛膏、关节止痛膏、麝香壮骨膏的市场占有率分别为 92.59%、48.36%、39.28%、30.68%；舒腹贴膏市占率达 91.38%。报告期内，公司在既定战略牵引下，骨科核心业务保持稳增长，业务多元发展取得阶段性突破，糠酸莫米松乳膏、活血消痛酊销售达亿元，初步形成 10 亿级产品 1 个，1 亿级产品 10 个的产品矩阵，为公司长期稳健发展提供良好支撑。

● 投资建议

公司是国内贴膏剂品牌龙头企业，具有多个优势品种，品牌效应好，消费者口碑佳。随着公司营销改革，未来业绩发展具有潜力。我们预计，公司 2023~2025 年收入分别 34.5/39.6/45.0 亿元，分别同比增长 14.8%/14.8%/13.7%，归母净利润分别为 5.6/6.7/7.9 亿元，分别同比增长 19.6%/19.7%/18.6%，对应估值为 16X/13X/11X。维持“买入”评级。

● 风险提示

政策风险、产品质量风险、成本波动风险、研发风险等。

● 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	3002	3445	3956	4498
收入同比 (%)	11.4%	14.8%	14.8%	13.7%
归属母公司净利润	465	556	666	790
净利润同比 (%)	28.7%	19.6%	19.7%	18.6%
毛利率 (%)	72.3%	74.1%	74.9%	75.3%
ROE (%)	18.2%	17.9%	17.7%	17.3%
每股收益 (元)	0.84	0.98	1.17	1.39
P/E	15.60	16.01	13.37	11.27
P/B	2.90	2.87	2.36	1.95
EV/EBITDA	12.52	10.40	7.90	5.81

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
流动资产	2508	3237	4164	5251	营业收入	3002	3445	3956	4498
现金	1179	1791	2567	3483	营业成本	832	894	992	1113
应收账款	196	225	258	294	营业税金及附加	41	47	54	61
其他应收款	21	25	28	32	销售费用	1444	1664	1903	2141
预付账款	27	29	32	36	管理费用	169	203	249	288
存货	486	523	580	651	财务费用	-27	-7	-11	-17
其他流动资产	598	645	699	756	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	1836	1787	1715	1650	公允价值变动收益	6	0	0	0
长期投资	72	58	29	7	投资净收益	59	67	77	88
固定资产	697	676	659	637	营业利润	517	625	749	888
无形资产	204	188	163	143	营业外收入	1	2	2	2
其他非流动资产	864	865	863	863	营业外支出	1	2	2	2
资产总计	4344	5024	5879	6901	利润总额	517	625	749	888
流动负债	1712	1835	2024	2256	所得税	52	69	82	98
短期借款	94	94	94	94	净利润	465	556	666	790
应付账款	68	73	81	91	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	1550	1668	1849	2072	归属母公司净利润	465	556	666	790
非流动负债	74	74	74	74	EBITDA	505	694	815	951
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.84	0.98	1.17	1.39
其他非流动负债	74	74	74	74					
负债合计	1786	1909	2098	2330					
少数股东权益	8	8	8	8					
股本	567	567	567	567					
资本公积	310	310	310	310					
留存收益	1674	2230	2896	3686					
归属母公司股东权益	2551	3107	3773	4563					
负债和股东权益	4344	5024	5879	6901					

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	
经营活动现金流	835	573	707	845	成长能力				
净利润	465	556	666	790	营业收入	11.4%	14.8%	14.8%	13.7%
折旧摊销	79	76	78	80	营业利润	18.9%	20.9%	19.7%	18.6%
财务费用	4	2	2	2	归属于母公司净利	28.7%	19.6%	19.7%	18.6%
投资损失	-59	-67	-77	-88	获利能力				
营运资金变动	381	6	38	61	毛利率 (%)	72.3%	74.1%	74.9%	75.3%
其他经营现金流	49	550	628	729	净利率 (%)	15.5%	16.2%	16.8%	17.6%
投资活动现金流	-84	41	72	72	ROE (%)	18.2%	17.9%	17.7%	17.3%
资本支出	-15	-40	-35	-37	ROIC (%)	14.4%	17.1%	16.9%	16.6%
长期投资	0	13	29	21	偿债能力				
其他投资现金流	-69	67	77	88	资产负债率 (%)	41.1%	38.0%	35.7%	33.8%
筹资活动现金流	-373	-2	-2	-2	净负债比率 (%)	69.8%	61.3%	55.5%	51.0%
短期借款	-33	0	0	0	流动比率	1.47	1.76	2.06	2.33
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.11	1.41	1.71	1.98
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	38	0	0	0	总资产周转率	0.69	0.69	0.67	0.65
其他筹资现金流	-378	-2	-2	-2	应收账款周转率	15.32	15.32	15.32	15.32
现金净增加额	378	612	776	915	应付账款周转率	12.23	12.23	12.23	12.23

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。