

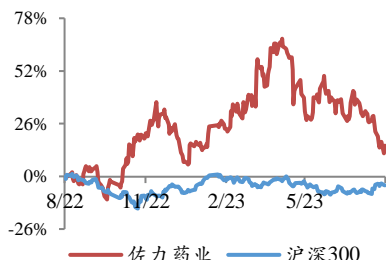
二季度利润增速亮眼，核心产品驱动增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-09

收盘价(元)	10.33
近12个月最高/最低(元)	15.02/7.97
总股本(百万股)	701
流通股本(百万股)	601
流通股比例(%)	85.70
总市值(亿元)	72
流通市值(亿元)	62

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】佐力药业点评报告：一季报持续亮眼，各产品线多轮驱动增长 2023-04-26
- 2.【华安医药】佐力药业点评报告：三季报增长亮眼，期待全年业绩 2022-10-24

主要观点：

● 事件：

2023年8月9日，公司发布半年度报告，2023H1公司实现营业收入10.11亿元，同比+13.02%。归母净利润1.98亿元，同比+46.54%，扣非归母净利润1.94亿元，同比+48.41%。

2023Q2公司实现营业收入5.15亿元，同比+12.94%；归母净利润为1.01亿元，同比+53.03%；扣非归母净利润为0.98亿元，同比+53.13%。

● 分析点评

利润呈高增长态势，费用率控制卓有成效

单季度来看，2023年第二季度公司营业收入为5.15亿元，同比+12.94%；实现归母净利润1.01亿元，同比+53.03%；扣非归母净利润0.98亿元，同比+53.13%，利润端增速亮眼。

公司整体毛利率为69.31%，同比-1.61个百分点；期间费用率45.25%，同比-6.58个百分点；其中销售费用率41.59%，同比-4.68个百分点；管理费用率4.39%，同比-0.82个百分点；财务费用率-0.73%，同比-1.08个百分点，主要系本报告期较上年度同期增加了募集资金的利息收入所致；研发费用率4.26%，同比+0.69个百分点，主要系增加了乌灵胶囊在心身疾病领域的临床应用拓展的投入及聚卡波非钙片增加IBS-D适应症的开发所致；经营性现金流净额为1.23亿元，同比-6.83%。

乌灵系列持续增长，中药饮片及配方颗粒放量可期

2023H1公司业绩亮眼主要系基于核心产品进入国家基本药物目录的优势，持续加强市场拓展，延续了较好的市场增长。分板块来看，乌灵系列实现营收6.48亿元，同比增长+23.92%；毛利率为86.79%，同比-0.83个百分点。其中乌灵胶囊、灵泽片的销售延续了较好的增长，乌灵胶囊销售数量和销售金额较上年同期同比增长了29.64%和20.54%；灵泽片销售数量和销售金额较上年同期同比增长了46.24%和46.56%。

百令片收入0.98亿元，销售数量和销售金额较上年同期同比减少7.75%和26.11%，毛利率为73.38%，同比-4.47个百分点。中药饮片及配方颗粒实现营收2.61亿元，同比增长+20.08%，毛利率为24.48%，同比-2.87个百分点。公司重视中药饮片及中药配方颗粒未来发展的布局，近年来不断加大中药配方颗粒的研发力度，积极推进备案国标及省标品种工作，目前公司已完成中药配方颗粒省标国标备案316个。

核心产品强力赋能，创新驱动公司持续发展

公司围绕乌灵菌粉延伸开发系列产品战略，乌灵胶囊、灵泽片、灵莲花颗粒均为独家产品。公司主导产品乌灵胶囊于2021年在城市公立医院、县级公立医院市场份额达到11.88%，8.27%，均排名第1；在城市社区卫生中心（站）市场份额为6.71%，排名第4。此外，乌灵胶囊新增列入5项临

床指南, 目前已获得 59 个临床指南、临床路径、专著、专家共识的推荐, 预计未来有望达到 20 亿规模。灵莲花颗粒“治疗妇女更年期综合症的药物制剂及其制备方法”和灵泽片“治疗前列腺炎、前列腺增生的药物组合物及其制备方法和制剂”均获得国家发明专利。乌灵胶囊、灵泽片和百令片均进入了《国家基本药物目录 (2018 年版)》、《国家医保目录 (2022 版)》。

同时, 公司通过对乌灵胶囊临床精准治疗方案和治疗路径的深入研究, 不断拓展临床新应用; 另一方面, 继续围绕乌灵胶囊进行二次开发, 聚焦阿尔茨海默症领域的治疗研究。2023H1, 国内前沿专家团队马涛教授课题组发现乌灵胶囊与多个 AD 治疗靶点之间存在相互作用, 并最终筛选出乌灵胶囊治疗 AD 的 20 个关键靶点, 这项研究成果发表在《Future Integrative Medicine》上, 进一步表明乌灵胶囊可能是治疗 AD 的一种有效中成药。此外, 公司正在有序推进灵泽片上市后的临床扩大应用研究; 聚卡波非钙片的 IBS-D 注册临床研究也在稳健推进; 百令胶囊按同名同方药, 已完成全部上市前各项研究工作, 上市申请已获受理。

● 投资建议

我们维持盈利预测不变, 预计公司 2023~2025 年收入分别 23.4/30.3/39.8 亿元, 分别同比增长 29.6%/29.5%/31.2%, 归母净利润分别为 3.7/5.0/6.8 亿元, 分别同比增长 35.1%/35.8%/36.0%, 对应估值为 19X/14X/11X。我们看好公司未来长期发展, 维持“买入”评级。

● 风险提示

行业政策变动风险; 药品研发风险; 商誉减值风险等。

● 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	1805	2340	3031	3978
收入同比 (%)	23.9%	29.6%	29.5%	31.2%
归属母公司净利润	273	369	501	681
净利润同比 (%)	52.2%	35.1%	35.8%	36.0%
毛利率 (%)	70.6%	72.7%	72.9%	73.2%
ROE (%)	10.1%	12.0%	14.0%	16.0%
每股收益 (元)	0.45	0.53	0.71	0.97
P/E	27.41	19.44	14.31	10.52
P/B	2.77	2.33	2.01	1.68
EV/EBITDA	19.83	15.73	11.55	8.13

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	1960	2033	2592	3414	营业收入	1805	2340	3031	3978
现金	1082	990	1266	1704	营业成本	531	639	821	1067
应收账款	453	583	756	992	营业税金及附加	20	30	39	52
其他应收款	24	13	17	22	销售费用	831	1112	1434	1870
预付账款	5	4	5	6	管理费用	91	131	161	211
存货	319	367	472	614	财务费用	5	-11	-15	-22
其他流动资产	76	76	76	76	资产减值损失	-3	0	0	0
非流动资产	1680	1769	1895	2003	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2	2	2	2	投资净收益	1	2	2	3
固定资产	870	927	1018	1093	营业利润	337	448	609	828
无形资产	63	58	54	50	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	745	782	821	859	营业外支出	13	0	0	0
资产总计	3639	3802	4487	5417	利润总额	324	448	609	828
流动负债	755	524	673	874	所得税	39	54	73	99
短期借款	138	0	0	0	净利润	286	394	536	729
应付账款	446	346	444	577	少数股东损益	13	26	35	47
其他流动负债	171	178	228	296	归属母公司净利润	273	369	501	681
非流动负债	124	124	124	124	EBITDA	332	395	514	677
长期借款	10	10	10	10	EPS (元)	0.45	0.53	0.71	0.97
其他非流动负债	114	114	114	114					
负债合计	879	648	797	998					
少数股东权益	56	82	117	164	主要财务比率				
股本	701	701	701	701	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	1135	1135	1135	1135	成长能力				
留存收益	867	1236	1737	2418	营业收入	23.9%	29.6%	29.5%	31.2%
归属母公司股东权	2704	3073	3573	4255	营业利润	49.9%	32.9%	35.8%	36.0%
负债和股东权益	3639	3802	4487	5417	归属于母公司净利	52.2%	35.1%	35.8%	36.0%
					获利能力				
					毛利率 (%)	70.6%	72.7%	72.9%	73.2%
					净利率 (%)	15.1%	15.8%	16.5%	17.1%
					ROE (%)	10.1%	12.0%	14.0%	16.0%
					ROIC (%)	8.0%	9.4%	10.9%	12.3%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	24.2%	17.0%	17.8%	18.4%
					净负债比率 (%)	31.9%	20.5%	21.6%	22.6%
					流动比率	2.60	3.88	3.85	3.91
					速动比率	2.17	3.17	3.14	3.20
					营运能力				
					总资产周转率	0.50	0.62	0.68	0.73
					应收账款周转率	3.99	4.01	4.01	4.01
					应付账款周转率	1.19	1.85	1.85	1.85
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.45	0.53	0.71	0.97
					每股经营现金流薄)	0.45	0.27	0.65	0.85
					每股净资产	3.85	4.38	5.09	6.07
					估值比率				
					P/E	27.41	19.44	14.31	10.52
					P/B	2.77	2.33	2.01	1.68
					EV/EBITDA	19.83	15.73	11.55	8.13

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，研究所所长助理、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、诚通证券和华西证券研究所，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：李昌幸，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，曾任职于某国产科学仪器公司、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。