

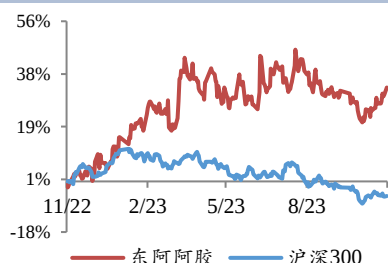
滋补龙头业绩亮眼，期待销售旺季放量

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-11-20

收盘价（元）	49.49
近 12 个月最高/最低（元）	53.38/36.39
总股本（百万股）	644
流通股本（百万股）	644
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	319
流通市值（亿元）	319

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】公司深度东阿阿胶：“药+健康消费品”双轮驱动，滋补龙头业绩稳步回升 2023-10-23

主要观点：

➤ 事件

公司发布 2023 年三季报，2023 年前三季度实现营业收入 34.28 亿元，同比+12.53%；实现归母净利润 7.84 亿元，同比+52.79%；实现扣非归母净利润 7.00 亿元，同比+54.86%。

➤ 事件点评

● 业绩增势迅猛，费用管控合理

公司持续夯实核心基石业务，业绩亮眼。东阿阿胶块市场份额稳步回升，复方阿胶浆大品种战略持续发力，桃花姬阿胶糕全渠道实现快速增长。单季度来看，2023Q3 公司实现营业收入 12.61 亿元，同比+3.32%；实现归母净利润 2.53 亿元，同比+23.42%；实现扣非归母净利润 2.10 亿元，同比+13.51%。2023 年前三季度，公司毛利率为 70.94%，同比+3.39 个百分点。第四季度为阿胶传统销售旺季，目前，公司加大营销投入，阿胶块库存周期趋向好转，期待传统产品与新品在第四季度销售放量带来业绩高增。

公司长期保持合理的费用结构。2023 年前三季度，期间费用率为 42.55%，同比-0.82 个百分点；销售费用率为 38.48%，同比+0.90 个百分点；管理费用率为 6.12%，同比-1.18 个百分点；财务费用率为-2.05%，同比-0.55 个百分点。整体而言，公司各项费用结构控制在合理水平。

● 巩固已有品牌建设，积极探索新赛道市场

公司多措并举，多年来致力于品牌建设。已有品牌方面，阿胶块实施精准营销，稳固价格体系及下游库存；复方阿胶浆采用大品种战略，深耕连锁的同时加速拓宽医疗端增长；桃花姬板块优化健全产品全渠道铺设，通过线上线下精准营销，提高全平台曝光量。新产品方面，2023 年 6 月，健脑补肾口服液以东阿阿胶男士滋补品牌“皇家围场 1619”焕新上市，通过新模式新赛道探索新市场。

● 投资建议

我们维持盈利预测不变，预计公司 2023~2025 年收入分别为 45.71/53.28/63.70 亿元，分别同比增长 13.1%/16.6%/19.6%，归母净利润分别为 10.12/12.20/14.53 亿元，分别同比增长 29.8%/20.6%/19.1%，对应估值为 31X/26X/22X。我们看好公司未来长期发展，维持“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧风险；产品推广不及预期风险。

● 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	4042	4571	5328	6370
收入同比（%）	5.0%	13.1%	16.6%	19.6%
归属母公司净利润	780	1012	1220	1453
净利润同比（%）	77.1%	29.8%	20.6%	19.1%
毛利率（%）	68.3%	70.2%	70.4%	70.4%
ROE（%）	7.6%	9.9%	10.7%	11.3%
每股收益（元）	1.21	1.57	1.90	2.26
P/E	33.64	31.49	26.11	21.93
P/B	2.58	3.11	2.78	2.47
EV/EBITDA	20.11	21.52	17.02	13.78

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	9784	9627	11606	13604	营业收入	4042	4571	5328	6370
现金	5370	4835	6426	7739	营业成本	1281	1360	1579	1887
应收账款	384	410	492	580	营业税金及附加	68	69	80	96
其他应收款	42	43	53	62	销售费用	1318	1440	1678	2007
预付账款	10	15	15	19	管理费用	387	430	493	586
存货	1239	1429	1593	1942	财务费用	-67	-70	-62	-84
其他流动资产	2739	2895	3027	3261	资产减值损失	-78	-89	-79	-84
非流动资产	2848	2662	2435	2211	公允价值变动收益	-5	0	0	0
长期投资	114	100	92	81	投资净收益	35	46	64	76
固定资产	1963	1824	1698	1562	营业利润	915	1183	1416	1692
无形资产	332	277	211	151	营业外收入	6	0	0	0
其他非流动资产	439	461	434	417	营业外支出	9	0	0	0
资产总计	12631	12289	14041	15814	利润总额	912	1183	1416	1692
流动负债	2101	1865	2398	2720	所得税	133	172	197	241
短期借款	0	0	0	0	净利润	779	1011	1219	1452
应付账款	238	247	290	345	少数股东损益	-1	-1	-1	-1
其他流动负债	1863	1618	2108	2374	归属母公司净利润	780	1012	1220	1453
非流动负债	180	171	171	171	EBITDA	1060	1259	1498	1756
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.21	1.57	1.90	2.26
其他非流动负债	180	171	171	171	主要财务比率				
负债合计	2281	2036	2569	2890	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	22	21	19	18	成长能力				
股本	654	644	644	644	营业收入	5.0%	13.1%	16.6%	19.6%
资本公积	742	402	402	402	营业利润	60.9%	29.3%	19.7%	19.5%
留存收益	8933	9187	10407	11860	归属于母公司净利	77.1%	29.8%	20.6%	19.1%
归属母公司股东权	10329	10233	11453	12906	获利能力				
负债和股东权益	12631	12289	14041	15814	毛利率 (%)	68.3%	70.2%	70.4%	70.4%
现金流量表					净利率 (%)	19.3%	22.1%	22.9%	22.8%
单位:百万元					ROE (%)	7.6%	9.9%	10.7%	11.3%
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	ROIC (%)	7.3%	9.2%	10.1%	10.6%
经营活动现金流	2145	573	1524	1245	偿债能力				
净利润	779	1011	1219	1452	资产负债率 (%)	18.1%	16.6%	18.3%	18.3%
折旧摊销	171	145	144	148	净负债比率 (%)	22.0%	19.9%	22.4%	22.4%
财务费用	2	6	6	6	流动比率	4.66	5.16	4.84	5.00
投资损失	-35	-46	-64	-76	速动比率	4.03	4.35	4.14	4.26
营运资金变动	1245	-602	145	-362	营运能力				
其他经营现金流	-482	1672	1149	1893	总资产周转率	0.33	0.37	0.40	0.43
投资活动现金流	590	28	72	74	应收账款周转率	11.39	11.51	11.80	11.88
资本支出	-46	-43	-25	-33	应付账款周转率	5.16	5.60	5.87	5.94
长期投资	557	27	33	30	每股指标 (元)				
其他投资现金流	78	44	64	76	每股收益	1.21	1.57	1.90	2.26
筹资活动现金流	-438	-1136	-6	-6	每股经营现金流薄)	3.33	0.89	2.37	1.93
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	15.79	15.89	17.78	20.04
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	-10	0	0	P/E	33.64	31.49	26.11	21.93
资本公积增加	0	-340	0	0	P/B	2.58	3.11	2.78	2.47
其他筹资现金流	-438	-786	-6	-6	EV/EBITDA	20.11	21.52	17.02	13.78
现金净增加额	2297	-535	1591	1313					

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。