

中成药布局有序推进，海外市场拓展翻新篇

投资评级：增持（维持）

主要观点：

报告日期：2024-05-07

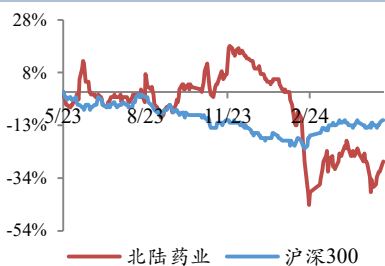
● 事件：

收盘价（元）	5.09
近12个月最高/最低（元）	8.93/3.58
总股本（百万股）	492
流通股本（百万股）	491
流通股比例（%）	99.85
总市值（亿元）	25
流通市值（亿元）	25

2024年4月21~22日，公司发布2023年年报及2024年一季报。2023年，公司实现营收8.91亿元（yoy+16.30%），归母净利润-7175.71万元（yoy-735.92%），扣非净利润-6954.62万元。2024Q1，公司实现营收2.08亿元（yoy+10.35%），归母净利润1152.62万元（yoy-8.35%），扣非净利润1144.64万元（yoy+32.95%）。

● 点评：

公司价格与沪深300走势比较



● 对比剂主营业务发展稳健，中成药布局打造“第二增长曲线”

2023年，公司传统业务对比剂实现营收5.35亿元（yoy+4.59%），降糖类实现营收9455.24万元（yoy+59.02%），九味镇心颗粒实现营收1.41亿元（+13.10%），主营业务发展稳健。

公司以自有资金2.02亿元收购承德天原药业80%股权，本次收购完成后，公司“化药+中药”双轮驱动的战略正式落地。除北陆原有的独家原研抗焦虑中药九味镇心颗粒外，公司将新增58个中药批文，其中：国家医保品种44个，国家基药品种18个，OTC品种41个，涉及清热解毒类、胃肠类、感冒类、补益类、活血止痛类等多个领域；继九味镇心颗粒之后，公司拥有了第二款全国独家品种、国家医保乙类品种金莲花颗粒，该产品同时为OTC乙类，全年收入近亿元。收购天原药业为公司的持续发展注入新的动力。

此外，公司旗下陆芝葆药业已在安徽省亳州市竞拍取得143.335亩国有土地使用权，正有序推进第四生产基地的建设工作，为全面提升公司颗粒剂、片剂、胶囊剂和丸剂等产品的产能，实现未来的中成药领域布局奠定坚实基础。

● 海外业务表现亮眼，收入同比增长超130%

2023年，公司海外市场拓展表现亮眼，北陆药业和子公司海昌药业海外市场收入总计达1.15亿元（yoy+132.98%）。

公司海外业务取得重大突破原因在于：

- 2023年北陆对比剂制剂在智利政府招标中标、在肯尼亚、塔吉克斯坦等国取得注册证书，公司对对比剂产品客户数量持续增加；
- 出口的产品更加丰富，制剂方面，不仅碘海醇注射液、钆喷酸葡胺注射液覆盖的市场拓展速度加快，碘克沙醇注射液也取得了海外订单，实现了国际化；沧州工厂生产的钆类原料药等产品的海外市场拓展也表现出良好的发展势头；
- 已在国际市场奠定基础的海昌药业2023年进一步开拓了韩国、伊朗等市场，持续增加的客户和市场为海昌药业海外碘造影剂的营收增长提供了动力，收入出现较大增幅。

目前海昌药业拥有年产1000吨碘造影剂项目、共计7个品种的生产线

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】公司深度北陆药业(300016)：对比剂龙头多元发展，抗焦虑抑郁药物提升公司天花板 2023-10-24

在稳步拓展国内市场的同时，海昌药业国际化工作同步推进，碘海醇原料药已通过俄罗斯、土耳其、印度、韩国等国家注册；2024 年其他原料药也有望实现出口销售，将进一步提升海昌药业的海外营收贡献。

● **投资建议：维持“增持”评级**

我们增加对 2026 年业绩预测，预测公司 2024-2026 年营业收入有望实现 10.76/13.57/15.66 亿元，同比增长 20.8%/26.2%/15.4%；归母净利润实现 0.26/21.22/24.79 百万元，同比增长 100.4%/7924.0%/16.8%；对应 EPS 为 0.00/0.04/0.05 元，对应 PE 倍数为 9188/115/98x。公司作为国内对比剂龙头，不断通过“外延并购+自主研发”开辟公司第二增长曲线，我们看好其未来发展。维持“增持”评级。

● **风险提示**

产品未中标或价格下降的风险；研发进度或结果不理想的风险；投资并购及整合的风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	891	1076	1357	1566
收入同比 (%)	16.3%	20.8%	26.2%	15.4%
归属母公司净利润	-72	0	21	25
净利润同比 (%)	-735.9%	100.4%	7924.0%	16.8%
毛利率 (%)	47.0%	43.6%	49.3%	49.9%
ROE (%)	-4.3%	0.0%	1.3%	1.5%
每股收益 (元)	-0.15	0.00	0.04	0.05
P/E	—	9188.02	114.51	98.04
P/B	2.12	1.47	1.45	1.43
EV/EBITDA	49.89	15.85	12.89	11.70

资料来源：ifind (2024 年 5 月 7 日)，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	1197	1355	1476	1656	
现金	748	741	784	848	
应收账款	185	186	258	285	
其他应收款	2	4	4	5	
预付账款	7	9	10	11	
存货	245	403	407	492	
其他流动资产	9	13	13	15	
非流动资产	1623	1597	1543	1477	
长期投资	201	203	205	207	
固定资产	756	803	810	794	
无形资产	128	132	135	138	
其他非流动资产	537	459	394	337	
资产总计	2819	2952	3020	3133	
流动负债	359	492	541	632	
短期借款	176	201	247	283	
应付账款	95	138	147	173	
其他流动负债	89	154	146	177	
非流动负债	674	673	673	673	
长期借款	130	130	130	130	
其他非流动负债	544	543	543	543	
负债合计	1033	1164	1213	1305	
少数股东权益	136	136	133	130	
股本	492	492	492	492	
资本公积	135	135	135	135	
留存收益	1023	1025	1046	1071	
归属母公司股东权益	1651	1652	1673	1698	
负债和股东权益	2819	2952	3020	3133	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	58	98	110	141	
净利润	-83	0	18	22	
折旧摊销	88	156	170	183	
财务费用	56	17	19	21	
投资损失	-6	-16	-20	-23	
营运资金变动	-42	-63	-76	-60	
其他经营现金流	4	67	93	80	
投资活动现金流	-114	-120	-95	-92	
资本支出	-123	-114	-113	-113	
长期投资	4	-2	-2	-2	
其他投资现金流	4	-4	20	23	
筹资活动现金流	53	14	27	15	
短期借款	68	25	46	36	
长期借款	40	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	0	0	0	0	
其他筹资现金流	-55	-11	-19	-21	
现金净增加额	-5	-7	43	64	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	891	1076	1357	1566	
营业成本	472	607	688	784	
营业税金及附加	10	13	18	22	
销售费用	217	264	353	407	
管理费用	82	113	170	204	
财务费用	44	2	4	5	
资产减值损失	-45	0	0	0	
公允价值变动收益	-14	0	0	0	
投资净收益	6	16	20	23	
营业利润	-100	0	21	24	
营业外收入	2	0	0	0	
营业外支出	2	0	0	0	
利润总额	-101	0	21	24	
所得税	-18	0	3	2	
净利润	-83	0	18	22	
少数股东损益	-11	0	-3	-3	
归属母公司净利润	-72	0	21	25	
EBITDA	71	158	195	212	
EPS (元)	-0.15	0.00	0.04	0.05	

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	16.3%	20.8%	26.2%	15.4%
营业利润	-656.2%	100.3%	7924.0%	14.2%
归属于母公司净利	-735.9%	100.4%	7924.0%	16.8%
获利能力				
毛利率 (%)	47.0%	43.6%	49.3%	49.9%
净利率 (%)	-8.1%	0.0%	1.6%	1.6%
ROE (%)	-4.3%	0.0%	1.3%	1.5%
ROIC (%)	-0.6%	0.1%	0.8%	1.0%
偿债能力				
资产负债率 (%)	36.6%	39.4%	40.2%	41.7%
净负债比率 (%)	57.8%	65.1%	67.2%	71.4%
流动比率	3.33	2.76	2.73	2.62
速动比率	2.61	1.91	1.95	1.81
营运能力				
总资产周转率	0.32	0.37	0.45	0.51
应收账款周转率	6.12	5.79	6.10	5.77
应付账款周转率	5.21	5.22	4.83	4.90
每股指标 (元)				
每股收益	-0.15	0.00	0.04	0.05
每股经营现金流	0.12	0.20	0.22	0.29
每股净资产	3.36	3.36	3.40	3.45
估值比率				
P/E	—	9188.02	114.51	98.04
P/B	2.12	1.47	1.45	1.43
EV/EBITDA	49.89	15.85	12.89	11.70

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、和君集团与华西证券研究所，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，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。