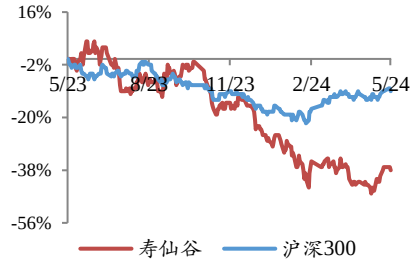
2023 年业绩承压，2024Q1 经营回升，全年值得期待

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-05-08

收盘价（元）	**27.08**
近 12 个月最高/最低（元）	**48.08/23.07**
总股本（百万股）	**202**
流通股本（百万股）	**202**
流通股比例（%）	**100.00**
总市值（亿元）	**55**
流通市值（亿元）	**55**

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】公司点评寿仙谷：半年度业绩稳健增长，二季度扣非增速亮眼 2023-08-29

主要观点：

● **事件：**

公司 2023 年实现营业收入 7.84 亿元，同比-5.39%；归母净利润 2.54 亿元，同比-8.39%；扣非归母净利润 2.27 亿元，同比-10.45%。

公司 2024Q1 收入为 2.21 亿元，同比+7.15%；归母净利润为 0.77 亿元，同比+23.19%；扣非归母净利润为 0.68 亿元，同比+22.30%。

● **分析点评**

2023 年：23Q4 承压，毛利率下滑+费用率上升对利润构成短期压力

23Q4：单季度来看，公司 2023Q4 收入为 2.42 亿元，同比-24.80%；归母净利润为 1.15 亿元，同比-22.03%；扣非归母净利润为 1.08 亿元，同比-24.05%。

23 全年财务数据：2023 年公司整体毛利率为 82.72%，同比-1.69 个百分点；期间费用率为 54.88%，比上年同期增加了 1.69 个百分点，其中销售费用率为 40.39%，同比增加了 1.87 个百分点；管理费用率为 11.09%，比上年增加了 0.74 个百分点；财务费用率为-2.94%，主要是存款利息收入超过了借款、可转债等利息支出。

主力品种市场主导，浙江地区需求平稳，互联网销售增长稳健

按产品类别划分，2023 年灵芝孢子粉类产品营收为 5.34 亿元，占比为 69.27%，同比负增长 7.92%，毛利率为 87.81%，比去年同期降低了 0.87 个百分点；铁皮石斛类产品营收为 1.27 亿元，占比为 16.45%，同比负增长 2.03%，毛利率为 78.64%，比去年同期降低了 0.08 个百分点；其他产品营收为 1.1 亿元，占比 14.29%，同比增长了 1.07%。

按销售区域划分，2023 年浙江地区营收为 4.78 亿元，占比 62.08%，同比负增长 8.49%；省外地区营收为 8026.79 万元，占比 10.42%，同比负增长 17.89%；互联网营收为 2.12 亿元，占比 27.5%，同比增长 7.35%。

研发投入稳健，远景目标清晰

公司 2023 年的研发费用占营业收入比重为 6.33%，主要聚焦在产品的药理药效以及人体临床疗效研究上。近年来，公司专注于灵芝孢子粉的药理药效研究及人体临床疗效研究。自 2020 年起，公司已启动 16 项小样本临床试验，其中 3 项已结题。此外，还有四个项目已完成入组，正在进行随访，而其他 9 项临床试验也在稳步推进中。

2024 年公司将紧紧围绕“打造有机国药第一品牌”“打造世界灵芝领导品牌”愿景、2035 年带动农民增收百亿、营收百亿、总资产百亿“三个百亿”

远景目标。

● 投资建议

我们预计，公司 2024~2026 年收入分别 8.8/10.0/11.3 亿元，分别同比增长 12.7%/12.9%/13.0%，归母净利润分别为 3.0/3.4/3.9 亿元，分别同比增长 16.4%/14.7%/13.7%，对应估值为 18X/16X/14X。维持“买入”投资评级。

● 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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	784	884	998	1128
收入同比（%）	-5.4%	12.7%	12.9%	13.0%
归属母公司净利润	254	296	340	386
净利润同比（%）	-8.4%	16.4%	14.7%	13.7%
毛利率（%）	82.7%	83.2%	83.3%	83.3%
ROE（%）	11.7%	12.0%	12.1%	12.1%
每股收益（元）	1.30	1.47	1.68	1.91
P/E	24.80	18.45	16.09	14.15
P/B	3.00	2.22	1.95	1.71
EV/EBITDA	57.52	10.75	9.59	8.21

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 单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1807	2015	2190	2446
现金	1504	1676	1812	2018
应收账款	91	112	121	140
其他应收款	3	3	4	4
预付账款	21	19	23	26
存货	158	171	193	218
其他流动资产	30	33	36	40
非流动资产	1368	1391	1497	1568
长期投资	6	6	6	7
固定资产	335	309	299	287
无形资产	311	425	598	742
其他非流动资产	716	651	593	532
资产总计	3174	3406	3687	4014
流动负债	585	601	621	643
短期借款	372	372	372	372
应付账款	146	154	169	180
其他流动负债	67	74	81	90
非流动负债	418	338	258	178
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	418	338	258	178
负债合计	1003	939	879	820
少数股东权益	0	0	0	0
股本	202	202	202	202
资本公积	966	966	966	966
留存收益	1003	1300	1639	2026
归属母公司股东权	2171	2467	2807	3193
负债和股东权益	3174	3406	3687	4014

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	315	419	451	481
净利润	254	296	340	386
折旧摊销	100	134	124	122
财务费用	17	18	15	13
投资损失	-4	-9	-10	-11
营运资金变动	-52	-20	-18	-29
其他经营现金流	305	316	357	414
投资活动现金流	-1299	-149	-219	-182
资本支出	-414	-148	-210	-179
长期投资	-887	-10	-20	-15
其他投资现金流	3	9	10	11
筹资活动现金流	290	-98	-95	-93
短期借款	99	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	5	0	0	0
资本公积增加	110	0	0	0
其他筹资现金流	76	-98	-95	-93
现金净增加额	-694	172	136	206

利润表 单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	784	884	998	1128
营业成本	136	148	166	188
营业税金及附加	9	9	10	11
销售费用	317	358	405	459
管理费用	87	88	99	111
财务费用	-23	-16	-22	-28
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	4	9	10	11
营业利润	255	297	340	387
营业外收入	3	2	2	2
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	255	297	340	387
所得税	0	1	1	1
净利润	254	296	340	386
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	254	296	340	386
EBITDA	100	415	442	482
EPS（元）	1.30	1.47	1.68	1.91

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-5.4%	12.7%	12.9%	13.0%
营业利润	-9.3%	16.5%	14.7%	13.7%
归属于母公司净利	-8.4%	16.4%	14.7%	13.7%
获利能力				
毛利率（%）	82.7%	83.2%	83.3%	83.3%
净利率（%）	32.4%	33.5%	34.0%	34.3%
ROE（%）	11.7%	12.0%	12.1%	12.1%
ROIC（%）	0.0%	8.9%	9.3%	9.7%
偿债能力				
资产负债率（%）	31.6%	27.6%	23.9%	20.4%
净负债比率（%）	46.2%	38.0%	31.3%	25.7%
流动比率	3.09	3.35	3.52	3.81
速动比率	2.78	3.04	3.18	3.43
营运能力				
总资产周转率	0.25	0.26	0.27	0.28
应收账款周转率	8.61	7.90	8.24	8.07
应付账款周转率	0.93	0.96	0.99	1.04
每股指标（元）				
每股收益	1.30	1.47	1.68	1.91
每股经营现金流薄）	1.56	2.07	2.23	2.39
每股净资产	10.76	12.23	13.91	15.82
估值比率				
P/E	24.80	18.45	16.09	14.15
P/B	3.00	2.22	1.95	1.71
EV/EBITDA	57.52	10.75	9.59	8.21

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。