

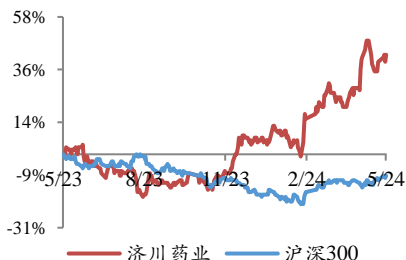
24Q1 业绩亮眼，核心产品表现稳健，员工持股计划彰显信心

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-05-09

收盘价（元）	42.26
近12个月最高/最低（元）	45.18/23.95
总股本（百万股）	922
流通股本（百万股）	916
流通股比例（%）	99.34
总市值（亿元）	390
流通市值（亿元）	387

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

- 【华安医药】公司点评济川药业：营收短期受压，费用率持续优化维持利润稳健增长 2023-12-01
- 【华安医药】公司点评济川药业：二季度增速明显，BD落地带来新增长 2023-08-14

主要观点：

● 事件：

公司2023年实现营业收入96.55亿元，同比+7.32%；归母净利润28.23亿元，同比+30.04%；扣非归母净利润26.92亿元，同比+32.72%。

公司2024Q1收入为24.03亿元，同比+0.60%；归母净利润为8.45亿元，同比+24.90%；扣非归母净利润为7.26亿元，同比+19.83%。

● 分析点评

2023年：四季度利润增长亮眼，费用率控制成效显著

23Q4：单季度来看，公司2023Q4收入为31.18亿元，同比+0.49%；归母净利润为8.79亿元，同比+51.84%；扣非归母净利润为8.64亿元，同比+48.48%。公司拟向全体股东每股派发现金红利1.30元（含税），合计拟派发现金红利为11.97亿元（含税），占2023年公司归母净利润的42.41%。

23全年财务数据：2023年公司整体毛利率为81.52%，同比-1.39个百分点；期间费用率47.50%，同比-7.46个百分点；其中销售费用率41.50%，同比-4.22个百分点；管理费用率（含研发费用）8.67%，同比-1.53个百分点；财务费用率-2.67%，同比-1.71个百分点；经营性现金流净额为34.64亿元，同比+32.17%。

核心产品稳健，儿科呼吸突出

分产品来看，清热解毒类（蒲地蓝消炎口服液）部分收入为33.80亿元，同比增速为+17.68%；毛利率为78.03%，同比减少1.41个百分点。

消化类部分（雷贝拉唑钠肠溶胶囊、健胃消食口服液）收入为16.87亿元，同比增速为-4.60%；毛利率为89.93%，同比减少0.90个百分点。

儿科类部分（小儿豉翘清热颗粒）收入为27.41亿元，同比增速为+13.01%；毛利率为87.30%，同比减少1.85个百分点。

呼吸类部分（三拗片、黄龙止咳颗粒）收入为6.40亿元，同比增速为+9.74%；毛利率为85.29%，同比减少0.88个百分点。心脑血管类（川芎清脑颗粒）部分收入为0.84亿元，同比增速为-12.75%；毛利率为39.62%，同比减少2.19个百分点。

外延式BD持续推进，员工持股计划落地

公司药品一致性评价研究阶段项目4项，进入预BE或BE项目6项。与此同时，公司紧密围绕中长期发展战略和市场的实际需求，

通过BD来实现公司的外延式增长。在这一年中，公司成功达成了四项重要的商务合作项目，具体包括：

- ZX7101A，这是一种聚合酶酸性蛋白抑制剂，旨在用于治疗或预防流感；
- 1种创新的中医定向透药治疗仪；
- 2个分别针对妇科和眼科领域的医疗器械产品。

拟推2024年员工持股计划。参与员工总人数不超过70人，员工持股计划的设立规模不超过1430.55万元。本期员工持股计划的考核指标为个人绩效考核指标，考核年度为2024年-2026年。

24Q1：公司整体毛利率微降，期间费用率大幅下降

24Q1财务数据：24Q1公司整体毛利率为81.12%，同比-0.91个百分点；期间费用率45.86%，同比-6.10个百分点；其中销售费用率41.19%，同比-4.41个百分点；管理费用率（含研发费用）8.57%，同比+0.60个百分点；财务费用率-3.90%，同比-2.28个百分点；经营性现金流净额为13.39亿元，同比+2.86%。

● 投资建议

我们预计，公司2024~2026年收入分别101.9/110.6/120.6亿元，分别同比增长5.6%/8.6%/9.0%，归母净利润分别为30.2/34.0/38.3亿元，分别同比增长7.0%/12.6%/12.6%，对应估值为13X/11X/10X。维持“买入”投资评级。

● 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	9655	10190	11063	12056
收入同比（%）	7.3%	5.6%	8.6%	9.0%
归属母公司净利润	2823	3021	3402	3830
净利润同比（%）	30.0%	7.0%	12.6%	12.6%
毛利率（%）	81.5%	81.7%	82.1%	82.5%
ROE（%）	21.1%	17.9%	16.8%	15.9%
每股收益（元）	3.08	3.28	3.69	4.15
P/E	10.20	12.89	11.45	10.17
P/B	1.07	2.31	1.92	1.62
EV/EBITDA	2.35	7.83	6.20	4.74

资料来源：wind，华安证券研究所

● 风险提示

产品销售不及预期风险，BD项目不及预期风险，产品集中风险。

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	14235	17957	21759	26079	
现金	7738	11043	14520	18368	
应收账款	2727	3043	3214	3551	
其他应收款	15	18	18	20	
预付账款	26	37	34	39	
存货	490	492	534	564	
其他流动资产	3240	3325	3438	3538	
非流动资产	3908	3704	3500	3290	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	2732	2583	2429	2271	
无形资产	305	306	308	309	
其他非流动资产	871	814	763	711	
资产总计	18144	21661	25259	29370	
流动负债	4592	4615	4805	5081	
短期借款	1043	1043	1043	1043	
应付账款	1694	1652	1819	1907	
其他流动负债	1854	1919	1943	2131	
非流动负债	183	183	183	183	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	183	183	183	183	
负债合计	4775	4798	4988	5264	
少数股东权益	19	24	29	35	
股本	453	922	922	922	
资本公积	3999	3999	3999	3999	
留存收益	8898	11919	15321	19150	
归属母公司股东权	13349	16840	20241	24071	
负债和股东权益	18144	21661	25259	29370	

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	3464	2798	3429	3793	
净利润	2823	3021	3402	3830	
折旧摊销	305	272	275	280	
财务费用	18	31	31	31	
投资损失	-82	-102	-111	-121	
营运资金变动	409	-294	-33	-98	
其他经营现金流	2405	3185	3300	3798	
投资活动现金流	-394	69	80	85	
资本支出	-294	-35	-31	-35	
长期投资	-183	-98	-100	-100	
其他投资现金流	82	202	211	221	
筹资活动现金流	-151	438	-31	-31	
短期借款	643	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	469	0	0	
资本公积增加	15	0	0	0	
其他筹资现金流	-809	-31	-31	-31	
现金净增加额	2919	3305	3478	3847	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业收入	9655	10190	11063	12056	
营业成本	1784	1861	1980	2111	
营业税金及附加	146	153	166	181	
销售费用	4007	4178	4481	4822	
管理费用	373	367	376	386	
财务费用	-257	-46	-79	-114	
资产减值损失	0	0	0	0	
公允价值变动收益	15	100	100	100	
投资净收益	82	102	111	121	
营业利润	3258	3443	3876	4373	
营业外收入	42	40	45	40	
营业外支出	3	5	5	5	
利润总额	3297	3478	3916	4408	
所得税	470	452	509	573	
净利润	2827	3026	3407	3835	
少数股东损益	4	5	5	6	
归属母公司净利润	2823	3021	3402	3830	
EBITDA	3209	3699	4107	4569	
EPS (元)	3.08	3.28	3.69	4.15	

主要财务比率		单位:百万元			
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E	
成长能力					
营业收入	7.3%	5.6%	8.6%	9.0%	
营业利润	34.4%	5.7%	12.6%	12.8%	
归属于母公司净利	30.0%	7.0%	12.6%	12.6%	
获利能力					
毛利率 (%)	81.5%	81.7%	82.1%	82.5%	
净利率 (%)	29.2%	29.6%	30.7%	31.8%	
ROE (%)	21.1%	17.9%	16.8%	15.9%	
ROIC (%)	17.3%	16.6%	15.6%	14.8%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	26.3%	22.1%	19.7%	17.9%	
净负债比率 (%)	35.7%	28.4%	24.6%	21.8%	
流动比率	3.10	3.89	4.53	5.13	
速动比率	2.99	3.78	4.41	5.01	
营运能力					
总资产周转率	0.53	0.47	0.44	0.41	
应收账款周转率	3.54	3.35	3.44	3.40	
应付账款周转率	1.05	1.13	1.09	1.11	
每股指标 (元)					
每股收益	3.08	3.28	3.69	4.15	
每股经营现金流	7.65	3.04	3.72	4.12	
每股净资产	29.49	18.27	21.96	26.11	
估值比率					
P/E	10.20	12.89	11.45	10.17	
P/B	1.07	2.31	1.92	1.62	
EV/EBITDA	2.35	7.83	6.20	4.74	

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。