

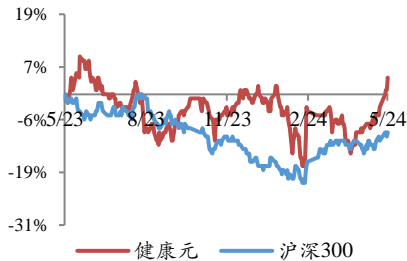
## 业绩维持稳健，双轮驱动战略持续推进

### 投资评级：增持（维持）

报告日期：2024-05-09

收盘价(元)	13.03
近12个月最高/最低(元)	13.95/9.70
总股本(百万股)	1,867
流通股本(百万股)	1,867
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	243
流通市值(亿元)	243

### 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】公司点评健康元：上半年稳健增长，呼吸领域营收表现亮眼 2023-09-03

### 主要观点：

#### ●事件：

公司2023年实现营业收入166.46亿元，同比-2.90%；归母净利润14.43亿元，同比-3.99%；扣非归母净利润13.74亿元，同比-3.18%。公司2024Q1收入为43.40亿元，同比-4.81%；归母净利润为4.40亿元，同比-4.96%；扣非归母净利润为4.28亿元，同比-4.26%。

#### ●分析点评

##### 2023年：23Q4营收微降，经营现金流稳定

23Q4：单季度来看，公司2023Q4收入为39.95亿元，同比-3.28%；归母净利润为3.59亿元，同比-4.54%；扣非归母净利润为3.25亿元，同比+7.28%。

23全年财务数据：2023年公司整体毛利率为62.16%，同比-1.37个百分点；期间费用率39.78%，同比-3.00个百分点；其中销售费用率26.64%，同比-2.24个百分点；管理费用率（含研发费用）15.57%，同比-0.38个百分点；财务费用率-2.43%，同比-0.38个百分点；经营性现金流净额为39.29亿元，同比-1.23%。

##### 呼吸领域销售亮眼，美罗培南受集采影响短期承压

(1)丽珠集团（不含丽珠单抗）：直接及间接持有丽珠集团45.34%股权。报告期内，丽珠集团（不含丽珠单抗）实现营业收入125.21亿元，同比增长约0.78%；为公司贡献归属于上市公司股东的净利润约11.30亿元。消化道产品实现收入29.03亿元，同比下降15.50%；促性激素产品实现收入27.67亿元，同比增长6.80%；精神产品实现收入6.02亿元，同比增长10.54%。

(2)丽珠单抗：公司持有丽珠单抗股权权益为56.19%，对公司当期归属于上市公司股东的净利润影响金额约为-6.09亿元。丽珠单抗继续围绕自身免疫疾病、疫苗、肿瘤及辅助生殖等领域，随着研发项目逐步进入报产及商业化阶段，丽珠单抗的质量体系提升及产品商业化进程也在持续加速。

(3)健康元（不含丽珠集团、丽珠单抗）：实现营业收入45.56亿元，较上年同期下降约5.72%；实现归属于上市公司股东的净利润9.24亿元，同比下降约0.55%。呼吸领域实现销售收入17.41亿元，同比增长约48.35%，抗感染领域实现销售收入2.24亿元，同比下降约75.64%，主要受美罗培南集采影响。原料药及中间体板块实现销售收入20.79亿元，同比下降约11.89%。保健食品及OTC板块实现营业收入4.53亿元，同比增长约46.31%。

### TG-1000 达 III 期临床主要终点，BD 方面取得阶段性进展

深入实施“创新药+高壁垒复杂制剂”双轮驱动战略。公司研发投入总额为 16.32 亿元，占营业收入总额 9.80%。公司引进多款创新药，巩固现有竞争优势，丰富产品管线，其中主要产品进展如下：

- 呼吸系统疾病：TG-1000 已进入临床 III 期，并于 2024 年 1 月完成受试者入组，显示出较快的研发进度。DBM-1152A、N91115 和 QX008N 处于临床 I 期或 I b 期，而 BA2101 已进入临床 II 期。
- 疼痛：FZ008-145 项目于 2024 年 1 月获得临床批件，即将开始临床试验。
- 消化系统疾病：JP-1366 项目于 2024 年 2 月获得临床批件，也是即将进入临床试验阶段。
- 心血管疾病：HHT120 项目处于临床 I 期，正在评估其安全性和初步疗效。

• 精神疾病：LS21031 项目同样处于临床 I 期，针对抑郁症的治疗。公司在 BD 方面取得阶段性进展。成功引进了呼吸系统、消化系统、神经系统、心血管、镇痛等多个创新药产品，加速实现公司向创新型药企转型。公司分别与荃信生物、博安生物达成产品授权合作，获得抗 TSLP 单抗、抗 IL-4Ra 单抗两款产品的相关权益，以开发它们用于治疗哮喘、慢性阻塞性肺疾病（COPD）等呼吸系统疾病。3 月，公司与拜耳就一项小分子抑制剂在国内的开发、商业化和生产的独家许可签署协议，这也是健康元首次从全球领先的跨国公司引进呼吸领域的创新药管线。

### 24Q1：公司毛利率提升，部分产品收入季节性波动

24Q1 公司整体毛利率为 63.39%，同比+0.98 个百分点；期间费用率 38.27%，同比-1.11 个百分点；其中销售费用率 25.29%，同比-1.48 个百分点；管理费用率（含研发费用）14.67%，同比+1.72 个百分点；财务费用率-1.70%，同比-1.35 个百分点；经营性现金流净额为 9.72 亿元，同比+291.91%。

化学制剂实现收入 21.41 亿元，同比下降 4.86%，其中，促性激素产品实现收入 8.07 亿元，同比增长 39.89%；消化道产品实现收入 5.89 亿元，同比下降 25.68%；呼吸制剂产品实现收入 4.17 亿元，同比下降 18.17%；精神产品实现收入 1.35 亿元，同比增长 10.11%；抗感染产品实现营业收入 1.15 亿元，同比下降 42.20%。原料药及中间体实现收入 13.99 亿元，同比下降 3.70%。中药制剂实现收入 4.06 亿元，同比下降 28.38%。诊断试剂及设备实现收入 2.36 亿元，同比增长 60.26%。保健品实现收入 0.78 亿元，同比增长 96.50%。生物制品实现收入 0.44 亿元，同比下降 29.86%。

### ● 投资建议：关注呼吸高速发展，把握公司估值低位

我们预计，公司 2024~2026 年收入分别 172.6/190.6/212.0 亿元，分别同比增长 3.7%/10.5%/11.2%，归母净利润分别为 15.5/17.8/20.4 亿元，分别同比增长 7.3%/14.6%/15.0%，对应估值为 16X/14X/12X。维持“增

持”投资评级。

● **风险提示**

政策风险超预期；市场价格风险超出预期；研发进度不及预期。

● **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	16646	17256	19063	21196
收入同比 (%)	-2.9%	3.7%	10.5%	11.2%
归属母公司净利润	1443	1548	1775	2041
净利润同比 (%)	-4.0%	7.3%	14.6%	15.0%
毛利率 (%)	62.2%	63.1%	63.5%	64.1%
ROE (%)	10.5%	10.1%	10.4%	10.7%
每股收益 (元)	0.76	0.83	0.95	1.09
P/E	16.40	15.71	13.70	11.91
P/B	1.69	1.59	1.42	1.27
EV/EBITDA	3.21	2.94	1.62	0.38

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	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	23875	28005	32992	38676	<b>营业收入</b>	16646	17256	19063	21196
现金	15692	19617	23823	28599	营业成本	6298	6372	6958	7619
应收账款	2693	2792	3084	3429	营业税金及附加	203	207	229	254
其他应收款	46	48	53	59	销售费用	4434	4659	5147	5723
预付账款	280	283	309	339	管理费用	930	1018	1106	1229
存货	2656	2687	2934	3212	财务费用	-405	-100	-159	-222
其他流动资产	2508	2579	2790	3038	资产减值损失	-312	1	1	1
<b>非流动资产</b>	12483	11803	11048	10219	公允价值变动收益	-25	0	0	0
长期投资	1411	1402	1393	1384	投资净收益	79	86	95	106
固定资产	5664	5555	5371	5114	<b>营业利润</b>	3507	3806	4354	5004
无形资产	683	565	446	327	营业外收入	8	10	10	10
其他非流动资产	4725	4281	3837	3394	营业外支出	49	40	35	35
<b>资产总计</b>	36358	39807	44040	48895	<b>利润总额</b>	3466	3776	4329	4979
<b>流动负债</b>	9861	10212	10895	11667	所得税	615	680	779	896
短期借款	2076	2076	2076	2076	<b>净利润</b>	2851	3097	3550	4083
应付账款	894	905	988	1082	少数股东损益	1408	1548	1775	2041
其他流动负债	6890	7231	7831	8509	<b>归属母公司净利润</b>	1443	1548	1775	2041
<b>非流动负债</b>	3858	3858	3858	3858	EBITDA	4179	3621	3962	4356
长期借款	3122	3122	3122	3122	EPS (元)	0.76	0.83	0.95	1.09
其他非流动负债	736	736	736	736					
<b>负债合计</b>	13719	14070	14753	15525					
少数股东权益	8884	10432	12207	14248	<b>主要财务比率</b>				
股本	1866	1867	1867	1867	<b>会计年度</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
资本公积	1602	1602	1602	1602	<b>成长能力</b>				
留存收益	10289	11837	13612	15653	营业收入	-2.9%	3.7%	10.5%	11.2%
归属母公司股东权	13756	15305	17080	19122	营业利润	0.8%	8.5%	14.4%	14.9%
<b>负债和股东权益</b>	36358	39807	44040	48895	归属于母公司净利	-4.0%	7.3%	14.6%	15.0%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	62.2%	63.1%	63.5%	64.1%
					净利率 (%)	8.7%	9.0%	9.3%	9.6%
					ROE (%)	10.5%	10.1%	10.4%	10.7%
					ROIC (%)	8.8%	5.5%	5.6%	5.7%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	37.7%	35.3%	33.5%	31.8%
					净负债比率 (%)	60.6%	54.7%	50.4%	46.5%
					流动比率	2.42	2.74	3.03	3.31
					速动比率	2.08	2.41	2.69	2.98
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.46	0.43	0.43	0.43
					应收账款周转率	6.18	6.18	6.18	6.18
					应付账款周转率	7.04	7.04	7.04	7.04
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.76	0.83	0.95	1.09
					每股经营现金流薄)	2.11	2.58	2.72	3.02
					每股净资产	7.37	8.20	9.15	10.24
					<b>估值比率</b>				
					P/E	16.40	15.71	13.70	11.91
					P/B	1.69	1.59	1.42	1.27
					EV/EBITDA	3.21	2.94	1.62	0.38

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。