

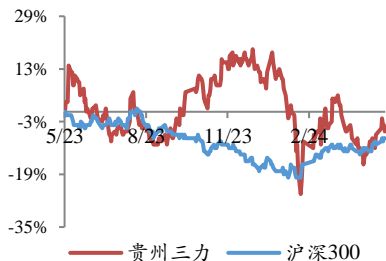
开喉剑持续增长，并购整合实现多元化

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-05-13

收盘价(元)	15.83
近12个月最高/最低(元)	20.34/11.92
总股本(百万股)	410
流通股本(百万股)	408
流通股比例(%)	99.63
总市值(亿元)	65
流通市值(亿元)	65

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】公司点评贵州三力：业绩超预期，开喉剑等多个中药产品推动公司业务持续增长 2024-01-10
- 2.【华安医药】公司点评贵州三力：三季度业绩亮眼，盈利能力大幅增长 2023-11-22

主要观点：

● 事件：

公司2023年实现营业收入16.35亿元，同比+36.10%；归母净利润2.93亿元，同比+45.42%；扣非归母净利润2.46亿元，同比+26.21%。

公司2024Q1收入为4.22亿元，同比+20.93%；归母净利润为0.56亿元，同比+2.03%；扣非归母净利润为0.56亿元，同比+4.95%。

● 分析点评

2023年：23Q4增长强劲，财务指标稳健

23Q4：单季度来看，公司2023Q4收入为6.65亿元，同比+35.48%；归母净利润为1.35亿元，同比+37.99%；扣非归母净利润为0.93亿元，同比-6.93%。

23全年财务数据：2023年公司整体毛利率为73.31%，同比+1.57个百分点；期间费用率55.60%，同比+2.77个百分点；其中销售费用率48.48%，同比+1.65个百分点；管理费用率（含研发费用）7.16%，同比+1.07个百分点；财务费用率-0.05%，同比+0.05个百分点；经营性现金流净额为2.77亿元，同比-5.65%。

开喉剑系列持续增长，覆盖网络广泛带来市场认可度提升

分产品来看，呼吸系统用药（开喉剑系列）为主要收入来源，实现稳健增长。2023年收入为13.00亿元，同比增速为+19.52%；毛利率为73.52%，同比增加1.84个百分点。

截至2023年末，公司产品开喉剑喷雾剂（儿童型）已经覆盖334个城市、2355个县，覆盖各类终端共计175000余个，其中等级医院5,500余家，基层医疗终端13,000余家，诊所34,000余家，药店等零售终端123,000余家。已覆盖国内超过98%以上的儿童专科医院，同时还入选国内多部权威的儿科中成药用药指南，市场认可度高。

开喉剑喷雾剂（成人型）已经覆盖242个城市、1539个县，覆盖各类终端共计84600余个，其中等级医院3300余家，基层医疗终端8400家，诊所35000余家，药店等零售终端62000余家，已覆盖国内超过67%以上的专科医院。

投资并购完成整合，实现产品结构多元化和销售增长

2023年初通过投资控股好司特，间接控股无敌制药，无敌制药是国内专业从事研究、生产治疗骨病药品的重点骨干生产型企业，同时也是中华老字号企业，主要产品有“无敌丹胶囊、无敌止痛搽剂、外用无敌膏、无敌药酒”等产品。2023年11月将汉方药业纳入合并范围，汉方药业作为贵州省老牌药企，药品批文丰富，独家产品众多。目前拥有8条GMP药品生产线；80余个药品批准文号，其中19个独家品种，28个国家医保品种。

通过三力、德昌祥、汉方药业、无敌制药这四家制药企业的协同合作，公司实现了产品结构的多元化，并通过这种协同效应实现了销售量的增

长。在报告期内，这四家公司均实现了盈利，对公司的整体营收和利润产生了显著的正面影响。

2023年在持续开发医院渠道的同时，进一步加大OTC渠道的开发力度。2023年新增开发医院渠道700余家；新增开发百强连锁15家；新增开发中小连锁药店600余家；新增开发第三终端6万余家。

24Q1合并整合进行时，全年可期

24Q1财务数据：24Q1公司整体毛利率为69.51%，同比-2.89个百分点；期间费用率52.34%，同比-2.00个百分点；其中销售费用率42.46%，同比-5.69个百分点；管理费用率（含研发费用）8.63%，同比+2.71个百分点；财务费用率1.25%，同比+0.98个百分点；经营性现金流净额为0.06亿元，同比-551.82%。

净利率受各方面影响，合并汉方药业后，由于其产品净利率低于三力，可能会对整体净利率产生一定程度的下拉效应。此外，去年新增的贷款财务费用以及募投项目转为固定资产后的折旧费用，也会对公司财务状况产生一定影响。根据公司2024年的财务预算目标，预计全年合并后的收入将在24亿至26亿之间。

● 投资建议

我们预计，公司2024~2026年收入分别24.2/29.4/35.3亿元，分别同比增长47.7%/21.8%/20.0%，归母净利润分别为3.5/4.4/5.5亿元，分别同比增长20.2%/25.0%/24.9%，对应估值为18X/15X/12X。维持“买入”投资评级。

● 风险提示

营销拓展不及预期；大品种依赖风险；收购战略推行不及预期风险；新公司亏损超出预期等。

● 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	1635	2415	2942	3531
收入同比 (%)	36.1%	47.7%	21.8%	20.0%
归属母公司净利润	293	352	440	550
净利润同比 (%)	45.4%	20.2%	25.0%	24.9%
毛利率 (%)	73.3%	71.9%	71.8%	71.9%
ROE (%)	19.9%	19.3%	19.5%	19.5%
每股收益 (元)	0.71	0.86	1.07	1.34
P/E	26.59	18.43	14.74	11.80
P/B	5.26	3.56	2.87	2.31
EV/EBITDA	0.00	14.31	12.26	10.02

资料来源：wind，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。