

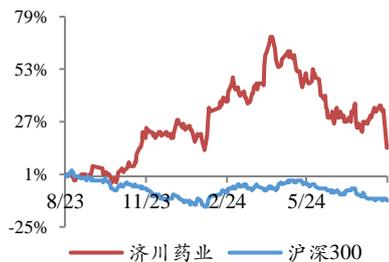
## 业绩短期承压，盈利质量向好发展

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-08-28

收盘价（元）	28.72
近12个月最高/最低（元）	45.18/24.25
总股本（百万股）	922
流通股本（百万股）	916
流通股比例（%）	99.35
总市值（亿元）	265
流通市值（亿元）	263

### 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：24Q1业绩亮眼，核心产品表现稳健，员工持股计划彰显信心 2024-05-09
- 【华安医药】公司点评济川药业：营收短期承压，费用率持续优化维持利润稳健增长 2023-12-01

### 主要观点：

#### ● 事件：

公司2024年上半年实现营业收入40.34亿元，同比-12.84%；归母净利润13.38亿元，同比-0.11%；扣非归母净利润11.80亿元，同比-5.36%。

#### ● 分析点评

##### 短期因素带来Q2承压，盈利质量向好发展

公司2024Q2收入为16.32亿元，同比-27.17%；归母净利润为4.93亿元，同比-25.64%；扣非归母净利润为4.54亿元，同比-29.17%。主要是因为报告期内呼吸类产品去年同期高基数及雷贝拉唑钠肠溶胶囊受医药集采影响等因素所致。

24上半年公司整体毛利率为79.58%，同比-2.06个百分点；期间费用率45.35%，同比-4.17个百分点；其中销售费用率39.91%，同比-3.33个百分点；管理费用率（含研发费用）9.86%，同比+1.31个百分点；财务费用率-4.42%，同比-2.15个百分点，主要是由于利息收入增加所致；经营性现金流净额为15.67亿元，同比-28.71%。

##### 核心产品优势显著，研发BD持续推进

根据米内网查询结果，公司主要产品蒲地蓝消炎口服液以及小儿鼓翘清热颗粒在细分领域市场占有率位居行业前列。根据米内网数据统计，蒲地蓝消炎口服液在2023中国城市公立医院、实体药店清热解毒类中成药市场占有率分别约为11.6%和7.7%；小儿鼓翘清热颗粒在2023中国城市公立医院、实体药店儿科感冒中成药市场占有率分别约为44.7%和38.8%。

2024年上半年，公司取得多项产品注册与审批进展，公司进入临床三期项目1项，进入预BE或BE项目2项。提交中国专利新申请4件，PCT国际专利新申请1件。获得中国专利授权1件，欧洲授权1件。

#### ● 投资建议

根据公司半年报情况，公司业绩在医药政策和消费大环境影响下短期承压，我们下调了公司盈利预测，我们预计公司2024~2026年收入分别96.0/106.5/117.3亿元（2024~2026年前预测值为101.9/110.6/120.6亿元），分别同比增长-0.6%/10.9%/10.1%，归母净利润分别为28.4/32.7/37.2亿元（2024~2026年前预测值为30.2/34.0/38.3亿元），分别同比增长0.6%/15.2%/13.8%，对应估值为9X/8X/7X。维持“买入”投资评级。

● **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。

● **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	9600	10650	11725
收入同比 (%)	7.3%	-0.6%	10.9%	10.1%
归属母公司净利润	2823	2839	3270	3721
净利润同比 (%)	30.0%	0.6%	15.2%	13.8%
毛利率 (%)	81.5%	81.5%	82.0%	82.4%
ROE (%)	21.1%	17.0%	16.4%	15.7%
每股收益 (元)	3.08	3.08	3.55	4.04
P/E	10.20	9.33	8.10	7.11
P/B	1.07	1.59	1.33	1.12
EV/EBITDA	2.35	4.76	3.36	2.15

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>	14235	17603	21325	25560	<b>营业收入</b>	9655	9600	10650	11725
现金	7738	10893	14228	17962	营业成本	1784	1772	1918	2061
应收账款	2727	2866	3094	3453	营业税金及附加	146	144	160	176
其他应收款	15	17	17	20	销售费用	4007	3936	4313	4690
预付账款	26	35	33	38	管理费用	373	346	362	375
存货	490	469	517	551	财务费用	-257	-46	-78	-111
其他流动资产	3240	3322	3436	3536	资产减值损失	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	3908	3704	3500	3290	公允价值变动收益	15	100	100	100
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	82	96	106	117
固定资产	2732	2583	2429	2271	<b>营业利润</b>	3258	3233	3724	4248
无形资产	305	306	308	309	营业外收入	42	40	45	40
其他非流动资产	871	814	763	711	营业外支出	3	5	5	5
<b>资产总计</b>	18144	21307	24825	28851	<b>利润总额</b>	3297	3268	3764	4283
<b>流动负债</b>	4592	4444	4687	4986	所得税	470	425	489	557
短期借款	1043	1043	1043	1043	<b>净利润</b>	2827	2843	3275	3726
应付账款	1694	1573	1762	1862	少数股东损益	4	4	5	6
其他流动负债	1854	1827	1881	2081	<b>归属母公司净利润</b>	2823	2839	3270	3721
<b>非流动负债</b>	183	183	183	183	EBITDA	3209	3489	3957	4447
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	3.08	3.08	3.55	4.04
其他非流动负债	183	183	183	183					
<b>负债合计</b>	4775	4627	4870	5169					
少数股东权益	19	24	29	34					
股本	453	922	922	922					
资本公积	3999	3999	3999	3999					
留存收益	8898	11736	15006	18727					
归属母公司股东权	13349	16657	19927	23648					
<b>负债和股东权益</b>	18144	21307	24825	28851					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	3464	2655	3290	3684
净利润	2823	2839	3270	3721
折旧摊销	305	272	275	280
财务费用	18	31	31	31
投资损失	-82	-96	-106	-117
营运资金变动	409	-261	-45	-102
其他经营现金流	2405	2968	3179	3693
<b>投资活动现金流</b>	-394	63	76	82
资本支出	-294	-35	-31	-35
长期投资	-183	-98	-100	-100
其他投资现金流	82	196	206	217
<b>筹资活动现金流</b>	-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
<b>现金净增加额</b>	2919	3156	3334	3734

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	7.3%	-0.6%	10.9%	10.1%
营业利润	34.4%	-0.8%	15.2%	14.1%
归属于母公司净利	30.0%	0.6%	15.2%	13.8%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	81.5%	81.5%	82.0%	82.4%
净利率 (%)	29.2%	29.6%	30.7%	31.7%
ROE (%)	21.1%	17.0%	16.4%	15.7%
ROIC (%)	17.3%	15.8%	15.3%	14.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	26.3%	21.7%	19.6%	17.9%
净负债比率 (%)	35.7%	27.7%	24.4%	21.8%
流动比率	3.10	3.96	4.55	5.13
速动比率	2.99	3.85	4.43	5.01
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.53	0.45	0.43	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
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	3.08	3.08	3.55	4.04
每股经营现金流	7.65	2.88	3.57	4.00
每股净资产	29.49	18.07	21.62	25.66
<b>估值比率</b>				
P/E	10.20	9.33	8.10	7.11
P/B	1.07	1.59	1.33	1.12
EV/EBITDA	2.35	4.76	3.36	2.15

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。