

华纳药厂 (688799.SH)

业绩短期承压，新药临床稳步推进

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,293	1,433	1,527	1,709	1,873
增长率 yoy (%)	12.7	10.8	6.6	11.9	9.6
归母净利润(百万元)	183	211	221	248	279
增长率 yoy (%)	13.7	15.6	4.5	12.4	12.5
ROE (%)	10.5	10.9	11.2	11.5	11.7
EPS 最新摊薄(元)	1.95	2.25	2.35	2.65	2.98
P/E(倍)	20.4	17.7	16.9	15.0	13.4
P/B(倍)	2.3	2.2	2.0	1.8	1.7

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

事件: 2024 前三季度公司实现营业收入 10.69 亿元, 同比增长 1.28%; 归母净利润 1.58 亿元, 同比增长 0.09%。其中 2024Q3 营业收入 3.31 亿元, 同比下滑 1.19%; 归母净利润 0.46 亿元, 同比下滑 0.97%。

研发支出同比增加, 盈利能力短期承压。 2024 前三季度公司销售毛利率 62.34%, 同比减少 2.31 个百分点; 销售净利率 13.03%, 同比减少 0.67 个百分点。其中 2024Q3 销售毛利率 61.37%, 同比减少 5.79 个百分点; 销售净利率 12.06%, 同比减少 0.31 个百分点。受市场需求复苏缓慢、新品销售承压等因素影响, 公司第三季度收入和利润均出现小幅下滑。费用端看, 2024 年前三季度销售/管理/研发费用率分别为 34.53%/4.40%/9.40%, 分别同比 -1.72/-0.04/+2.24 个百分点。

ZG-001 完成临床 1 期实验, 自研转型迈出重要一步。 目前公司同步推进多款创新药研发项目: 1) 中药 1 类创新药乾清颗粒正在开展临床 2 期试验; 2) ZG-001 临床 1 期试验完成, ZG-002 已获准开展临床试验; 3) ZY-022 已完成临床前研究, ZY-023、ZY-025 目前正在按计划推进临床前各项研究工作。ZG-001 是一款 1 类新药, 拟用于治疗成人抑郁障碍, 包括伴有自杀意念或行为的重性抑郁障碍 (MDSI) 或难治性抑郁 (TRD) 或重性抑郁障碍 (MDD)。临床前研究表明, ZG-001 抗抑郁作用机制明确, 试验数据表明 ZG-001 单次口服给药后可快速提高脑内 pTrkB 的表达, 激活 BDNF-TrkB 信号通路, 从而发挥快速、持久的抗抑郁作用。本次临床 1 期研究结果表明, ZG-001 安全性优异, 未见超过 1 级不良反应。ZG-001 的药代性能优异, 吸收迅速, 暴露量随给药剂量的增加而线性增加; 无明显性别差异, 无蓄积。

投资建议: 前三季度行业景气度承压, 收入和利润增长不及预期。研发产出节奏保持稳定, 自研创新药稳步推进。后续随着院内需求复苏, 业绩增长有望回归正轨。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润 2.21/2.48/2.79 亿元, 对应当前股价的预测 PE 为 17/15/13 倍, 维持“买入”评级。

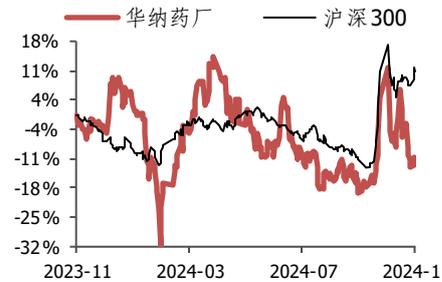
风险提示: 药物研发风险、全国药品集中采购风险、一致性评价风险、业务违规风险、经销商管理风险、产品合作研发风险

买入 (维持评级)

股票信息

行业	医药
2024 年 11 月 6 日收盘价 (元)	39.77
总市值 (百万元)	3,730.43
流通市值 (百万元)	3,730.43
总股本 (百万股)	93.80
流通股本 (百万股)	93.80
近 3 月日均成交额 (百万元)	50.85

股价走势



作者

分析师 于夕朦

执业证书编号: S1070520030003

邮箱: yuximeng@cgws.com

分析师 陈玥桦

执业证书编号: S1070524090003

邮箱: chen Yuehua@cgws.com

相关研究

- 《24H1 业绩维稳, 原料药保持高增长》2024-09-12
- 《原料制剂一体化发展, 濒危药材管线稳步推进》2024-07-22

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1248	1350	1493	1646	1800
现金	191	380	815	851	1052
应收票据及应收账款	160	166	128	151	117
其他应收款	2	2	2	3	2
预付账款	5	15	2	16	3
存货	339	363	314	326	307
其他流动资产	551	425	233	299	319
非流动资产	761	827	766	779	788
长期股权投资	36	47	56	60	67
固定资产	493	569	541	524	507
无形资产	81	77	79	83	87
其他非流动资产	150	134	91	112	127
资产总计	2009	2177	2259	2425	2588
流动负债	295	336	293	292	269
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	71	89	80	80	66
其他流动负债	224	247	213	212	203
非流动负债	56	72	69	65	62
长期借款	0	17	14	10	7
其他非流动负债	56	55	56	55	55
负债合计	350	409	362	357	331
少数股东权益	62	45	37	26	10
股本	94	94	94	94	94
资本公积	850	850	850	850	850
留存收益	652	779	928	1094	1279
归属母公司股东权益	1597	1724	1860	2042	2247
负债和股东权益	2009	2177	2259	2425	2588

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	156	214	507	160	329
净利润	173	193	213	237	264
折旧摊销	49	62	55	58	62
财务费用	-8	-12	-9	-14	-16
投资损失	-8	-4	-2	-4	-4
营运资金变动	-67	-31	243	-121	21
其他经营现金流	15	6	6	2	2
投资活动现金流	-231	39	4	-66	-66
资本支出	132	106	11	59	61
长期投资	-112	134	-9	-5	-6
其他投资现金流	13	10	23	-2	1
筹资活动现金流	-76	-57	-75	-57	-61
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	17	-3	-3	-3
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-76	-75	-72	-54	-58
现金净增加额	-151	196	435	36	201

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1293	1433	1527	1709	1873
营业成本	417	505	575	640	696
营业税金及附加	17	19	20	22	25
销售费用	547	528	535	598	655
管理费用	49	67	64	70	75
研发费用	89	103	115	137	150
财务费用	-8	-12	-9	-14	-16
资产和信用减值损失	-7	-9	-3	-3	-3
其他收益	14	20	18	18	17
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	8	4	2	4	4
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	196	237	245	274	307
营业外收入	0	0	1	0	0
营业外支出	1	7	3	3	4
利润总额	195	230	243	271	303
所得税	22	37	30	34	39
净利润	173	193	213	237	264
少数股东损益	-9	-18	-8	-11	-15
归属母公司净利润	183	211	221	248	279
EBITDA	237	280	289	316	349
EPS (元/股)	1.95	2.25	2.35	2.65	2.98

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	12.7	10.8	6.6	11.9	9.6
营业利润 (%)	7.8	21.0	3.2	12.1	11.8
归属母公司净利润 (%)	13.7	15.6	4.5	12.4	12.5
获利能力					
毛利率 (%)	67.7	64.8	62.3	62.5	62.8
净利率 (%)	13.4	13.5	13.9	13.9	14.1
ROE (%)	10.5	10.9	11.2	11.5	11.7
ROIC (%)	10.1	10.2	10.6	10.7	10.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	17.4	18.8	16.0	14.7	12.8
净负债比率 (%)	-8.3	-17.7	-39.3	-38.0	-43.9
流动比率	4.2	4.0	5.1	5.6	6.7
速动比率	2.4	1.7	3.3	3.5	4.5
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	9.3	9.2	11.0	13.0	15.0
应付账款周转率	5.9	6.7	6.8	8.0	9.5
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	1.95	2.25	2.35	2.65	2.98
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.66	2.29	5.40	1.70	3.50
每股净资产 (最新摊薄)	17.02	18.37	19.83	21.77	23.95
估值比率					
P/E	20.4	17.7	16.9	15.0	13.4
P/B	2.3	2.2	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	14.0	12.3	10.4	9.4	7.8

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044

传真：86-10-88366686