

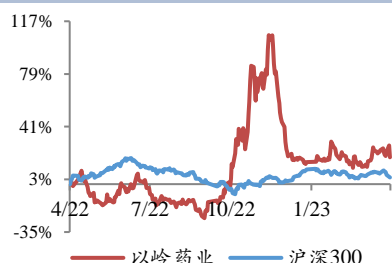
一季报超预期，核心领域增长强劲，管线价值凸显

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-26

收盘价(元)	29.76
近12个月最高/最低(元)	51.76/18.83
总股本(百万股)	1,671
流通股本(百万股)	1,376
流通股比例(%)	82.37
总市值(亿元)	497
流通市值(亿元)	410

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】以岭药业点评：三季度符合预期，管线丰富值得期待.pdf 2022-10-30
2. 【华安医药】公司点评以岭药业(002603)：净利润表现亮眼，专利中药驱动业绩破浪前行 2022-08-26

主要观点：

事件

2022年公司实现营业收入125.33亿元，同比+23.88%；归母净利润23.62亿元，同比+75.75%；扣非归母净利润23.23亿元，同比+83.68%。2023Q1实现营业收入39.35亿元，同比+44.56%；归母净利润12.03亿元，同比+148.29%；扣非归母净利润11.78亿元，同比+140.50%。

事件点评

● 23Q1扣非归母净利润持续高增长，毛利率恢复费用持续优化

单季度来看，公司2022Q4收入为45.87亿元，同比+128.76%；归母净利润为9.47亿元，同比+688.32%；扣非归母净利润为9.07亿元，同比+898.16%，2023Q1扣非归母净利润11.78亿元，同比+140.50%。23Q1公司整体毛利率为64.96%，同比+3.94个百分点；期间费用率27.05%，同比-10.83个百分点；其中销售费用率18.60%，同比-8.86个百分点；管理费用率8.45%，同比-1.78个百分点；财务费用率0.01%，同比-0.19个百分点；经营性现金流净额为4.00亿元，同比-26.61%。

● 核心领域动能强劲，梯度产品布局丰富

公司共有13个专利中药品种，已形成较为丰富的产品群，其中心脑血管和感冒呼吸系统疾病用药领域已经处于行业领先地位。其中10个列入国家医保目录，5个列入国家基本药物目录，为公司在未来几年继续保持持续快速增长打下了良好基础，提供了强大动力。

- 心脑血管板块：公司通心络胶囊、参松养心胶囊和芪苈强心胶囊三大创新专利中药市场份额由2015年的13.64%提升了3.25个百分点至2022上半年的16.89%。零售端通心络胶囊、参松养心胶囊、芪苈强心胶囊三大专利中药市场份额由2017年的5.79%增至2022年的6.40%。2022年收入为41.78亿元，同比增速为-7.87%。
- 抗感冒类板块：公司的连花清瘟产品在2022上半年公立医疗市场中成药感冒用药销售排名位列第1名。从零售药店端看，连花清瘟产品市场份额2017-2022年由2.44%增至10.20%，位列第一。2022年收入为68.72亿元，同比增速为+67.29%。
- 糖尿病领域：津力达颗粒为国家医保目录乙类品种、国家基本药物目录品种，在2022上半年公立医疗市场中成药糖尿病用药销售排名位列第2名。
- 神经系统：益肾养心安神片（治疗失眠症的专利新药）、解郁除烦胶囊（以汉代仲景经方化裁研发的治疗轻、中度抑郁症的国家1.1类创新专利中药）、枣椹安神口服液（属OTC产品）三大核心产品覆盖，循证医学证据充足。
- 抗衰老：八子补肾胶囊是公司应用络病理论指导研发的OTC甲类产品，是治疗肾精亏虚、精不化气、气不化神的代表性品种。

- **泌尿系统：**夏荔芪胶囊是应用络病理论探讨前列腺疾病中医证治规律指导研发的专利新药。
- **配方颗粒：**公司目前已完成 239 个国家标准中药配方颗粒品种备案，267 个河北省中药配方颗粒品种备案。公司在 27 个省开展跨省备案 8500 余条，其中国标品种备案 5400 多条，省标品种 3100 余条；在全国 17 个省实现 300 个品种以上的跨省备案，其中在安徽、海南、天津、江苏、山东和陕西等省实现 400 个品种以上跨省备案。
- **在研管线丰富，二次开发挖掘现有产品价值，驱动销量进一步增长**
 在研管线丰富。现有研发管线覆盖在研中药创新药品种 40 余个，覆盖临床 12 个系统疾病，围绕已上市、研发不同阶段、筛选阶段进行研发阵列布局。其中 1.1 类中药创新药和原 6 类中药共 9 个。此外，公司还积极布局 3.1 类经典名方开发，目前围绕呼吸、神经、内分泌、消化、泌尿、免疫系统疾病及妇科疾病布局经典名方开发十余首。
 二次开发挖掘现有产品价值。公司积极持续开展已上市中药品种的上市后再评价及二次开发，已上市品种持续开展药效作用机制深入探讨、上市后临床循证评价及真实世界研究，通过实验和临床数据验证产品作用机制和确切疗效，为中成药的临床应用提供客观研究证据，目前已完成大规模临床循证研究 28 项，正在开展临床循证研究 8 项，通过科研数据建立产品的学术影响力和学术地位，进一步提升产品临床价值，将产品的学术优势转化为市场优势，驱动产品销量增长。
- **投资建议**
 我们预计，公司 2023~2025 年收入分别 125.9/148.4/172.9 亿元，分别同比增长 0.4%/17.9%/16.5%，归母净利润分别为 24.0/27.6/31.4 亿元，分别同比增长 1.7%/14.7%/14.1%，对应估值为 22X/19X/16X。维持“买入”评级。
- **风险提示**
 行业政策风险；产品研发风险；药品销售不确定性等。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	12533	12588	14836	17288
收入同比 (%)	23.9%	0.4%	17.9%	16.5%
归属母公司净利润	2362	2402	2755	3144
净利润同比 (%)	75.7%	1.7%	14.7%	14.1%
毛利率 (%)	63.8%	62.5%	62.1%	61.5%
ROE (%)	21.6%	18.0%	17.1%	16.3%
每股收益 (元)	1.41	1.44	1.65	1.88
P/E	21.19	21.50	18.74	16.42
P/B	4.58	3.87	3.21	2.69
EV/EBITDA	14.48	15.52	13.04	11.19

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	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	7254	7695	10572	13423	营业收入	12533	12588	14836	17288
现金	1904	1735	3592	5097	营业成本	4541	4714	5629	6649
应收账款	1727	1869	2124	2521	营业税金及附加	203	211	249	290
其他应收款	6	7	8	10	销售费用	3259	3462	4095	4789
预付账款	516	412	566	625	管理费用	612	629	757	864
存货	2022	2121	2519	2984	财务费用	20	-6	-16	-37
其他流动资产	1079	1551	1763	2187	资产减值损失	-108	-37	-41	-55
非流动资产	9082	9949	10919	11782	公允价值变动收益	19	0	0	0
长期投资	2	3	4	6	投资净收益	-7	44	52	61
固定资产	4625	5040	5534	5951	营业利润	2830	2778	3184	3631
无形资产	724	810	920	1007	营业外收入	8	8	8	8
其他非流动资产	3730	4094	4460	4818	营业外支出	57	30	30	30
资产总计	16336	17644	21491	25204	利润总额	2781	2756	3162	3609
流动负债	4850	3761	4859	5433	所得税	424	358	411	469
短期借款	500	0	0	0	净利润	2357	2398	2751	3140
应付账款	1480	1767	1972	2411	少数股东损益	-5	-4	-4	-5
其他流动负债	2870	1994	2886	3022	归属母公司净利润	2362	2402	2755	3144
非流动负债	556	554	553	552	EBITDA	3386	3241	3714	4194
长期借款	200	200	200	200	EPS (元)	1.41	1.44	1.65	1.88
其他非流动负债	356	354	353	352					
负债合计	5406	4315	5412	5985					
少数股东权益	-2	-6	-10	-14					
股本	1671	1671	1671	1671					
资本公积	2343	2343	2343	2343					
留存收益	6919	9320	12075	15220					
归属母公司股东权益	10932	13334	16089	19233					
负债和股东权益	16336	17644	21491	25204					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	3488	1888	3606	3212	成长能力				
净利润	2362	2402	2755	3144	营业收入	23.9%	0.4%	17.9%	16.5%
折旧摊销	452	551	646	709	营业利润	80.3%	-1.8%	14.6%	14.0%
财务费用	34	11	6	6	归属于母公司净利	75.7%	1.7%	14.7%	14.1%
投资损失	7	-44	-52	-61	获利能力				
营运资金变动	684	-1087	191	-659	毛利率 (%)	63.8%	62.5%	62.1%	61.5%
其他经营现金流	1627	3545	2623	3876	净利率 (%)	18.8%	19.1%	18.6%	18.2%
投资活动现金流	-1995	-1545	-1740	-1700	ROE (%)	21.6%	18.0%	17.1%	16.3%
资本支出	-214	-1305	-1505	-1476	ROIC (%)	21.1%	17.1%	16.2%	15.5%
长期投资	-1789	-285	-288	-286	偿债能力				
其他投资现金流	8	45	53	62	资产负债率 (%)	33.1%	24.5%	25.2%	23.7%
筹资活动现金流	-637	-513	-8	-8	净负债比率 (%)	49.5%	32.4%	33.7%	31.1%
短期借款	0	-500	0	0	流动比率	1.50	2.05	2.18	2.47
长期借款	-300	0	0	0	速动比率	0.97	1.37	1.54	1.81
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.77	0.71	0.69	0.69
其他筹资现金流	-337	-13	-8	-8	应收账款周转率	7.26	6.73	6.99	6.86
现金净增加额	857	-170	1858	1505	应付账款周转率	3.07	2.67	2.85	2.76

每股指标 (元)				
每股收益	1.41	1.44	1.65	1.88
每股经营现金流薄)	2.09	1.13	2.16	1.92
每股净资产	6.54	7.98	9.63	11.51

估值比率				
P/E	21.19	21.50	18.74	16.42
P/B	4.58	3.87	3.21	2.69
EV/EBITDA	14.48	15.52	13.04	11.19

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述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。