

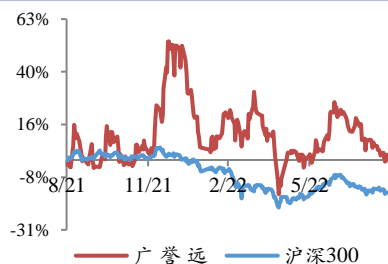
# 业绩基本符合预期，应收款持续改善，中药品类稳定增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-08-28

收盘价（元）	29.10
近12个月最高/最低（元）	43.56/24.05
总股本（百万股）	492
流通股本（百万股）	492
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	143
流通市值（亿元）	143

## 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】广誉远点评：股东大会圆满结束，国药老字号整装待发  
2022-06-27

2.【华安医药】广誉远点评：一季报超预期，看好公司持续边际改善  
2022-05-03

3.【华安医药】广誉远（600771）：老字号落叶归根，期待国药精品涅槃重生  
2022-02-20

## 主要观点：

### ● 事件：

2022年上半年公司主营收入4.79亿元，同比上升27.71%；归母净利润782.54万元，同比上升116.27%；扣非净利润434.12万元，同比上升106.69%。

### ● 分析点评

#### 二季度受疫情影响收入增长30%，毛利率持续提升中

单季度来看，公司2022Q2收入为2.42亿元，同比+30.33%；归母净利润为6.8万元，同比+100.13%；扣非归母净利润为-0.03亿元，同比+95.29%。

公司整体毛利率为68.31%，同比+2.17个百分点；期间费用率67.04%，同比-14.15个百分点；其中销售费用率53.25%，同比-9.57个百分点，销售费用逐步恢复常态；管理费用率11.03%，同比-3.55个百分点；财务费用率2.76%，同比-1.03个百分点。

#### 围绕“降库存，清应收，增纯销”的工作指导方向，上半年各业务板块颇有亮点

分产品看，公司传统中药收入3.4亿元，同比增长50.72%，毛利率69.73%，同比增加2.35个百分点；精品中药收入8409万元，同比下滑14.38%，预计和公司价格调整控货有关，毛利率80.72%，同比增加4.21个百分点；养生酒收入1728万元，同比增长73.63%，毛利率57.44%，同比增加21.30个百分点。

分区域看，公司积极拓展市场，扩大区域布局，通过与区域龙头经销商开展战略合作，积极拓展终端渠道，提升动销率，使得华东、华中区域营业收入较上年同期分别增加102.22%和107.68%。

#### 经营性现金流持续向好，应收账款结构进一步优化

公司经营性现金流净额为0.54亿元，同比+88.20%，比上年同期增加2,517.05万元。主要因为报告期内公司加强终端动销管理，应收账款清收力度加大，收到货款增加。

应收账款结构进一步优化，2022年上半年公司应收账款为11.71亿元，相比一季度的12.78亿元减少1.07亿元。其中，经典国药回款同比增长28%；精品中药实现回款同比增长27%，回款指标连续三年稳定增长；养生酒积极开展与定制酒合作商、合作连锁商、铺货门店业务合作，实现回款同比增长117%。

### 战略规划清晰，国企管理成效不断显现

围绕“全产业链打造高品质中药”的总体战略，以成为“高品质中药领导者”为使命愿景，提出“精品牵引、经典夯基、龟酒重塑、双线并重”的运营策略，着力构建“一基一链一圈”的发展格局（以高品质中药为基，打造立足山西、辐射全国的中药产业链，打造国内高品质中药大健康生态圈）。

按照年初定下的 2022 年全年规划，公司也确定了明确的经营目标，收入为 12 亿元，净利润为 0.2 亿元。公司目标设定稳健，上半年在困难中显现改革成效，未来将助力国药老字号行稳致远。

### ● 投资建议

我们维持此前预测，我们预计，公司 2022~2024 年收入分别 12.6/16.4/21.3 亿元，分别同比增长 48.0%/29.8%/30.0%，归母净利润分别为 0.4/1.7/2.8 亿元，分别同比增长 114.1%/287.3%/61.7%，对应估值为 322X/83X/51X。我们看好公司未来长期发展，维持“买入”评级。

### ● 风险提示

原材料供给及价格波动风险；治理改善不及预期风险等。

### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	854	1265	1641	2133
收入同比 (%)	-23.0%	48.0%	29.8%	30.0%
归属母公司净利润	-316	44	172	278
净利润同比 (%)	-1088.2%	114.1%	287.3%	61.7%
毛利率 (%)	61.2%	71.5%	74.7%	77.1%
ROE (%)	-15.1%	2.1%	7.4%	10.7%
每股收益 (元)	-0.64	0.09	0.35	0.57
P/E	—	322.04	83.16	51.43
P/B	10.09	6.68	6.18	5.52
EV/EBITDA	-71.45	74.66	41.93	30.73

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	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	2125	2543	3116	3874	<b>营业收入</b>	854	1265	1641	2133
现金	145	-122	95	231	营业成本	331	361	415	489
应收账款	1231	1732	2023	2630	营业税金及附加	17	25	33	43
其他应收款	137	202	180	205	销售费用	782	684	827	1067
预付账款	16	18	20	24	管理费用	85	114	135	171
存货	353	395	455	402	财务费用	26	6	5	3
其他流动资产	243	318	342	382	资产减值损失	-2	0	0	0
<b>非流动资产</b>	977	837	697	556	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	11	10	9	8	投资净收益	-4	0	0	0
固定资产	739	604	469	334	<b>营业利润</b>	-371	50	193	312
无形资产	96	92	88	84	营业外收入	19	0	0	0
其他非流动资产	131	131	131	131	营业外支出	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	3102	3380	3813	4430	<b>利润总额</b>	-353	50	193	312
<b>流动负债</b>	873	1109	1378	1730	所得税	-20	7	29	47
短期借款	246	246	246	246	<b>净利润</b>	-332	42	164	265
应付账款	178	194	284	402	少数股东损益	-16	-2	-8	-13
其他流动负债	450	669	847	1082	<b>归属母公司净利润</b>	-316	44	172	278
<b>非流动负债</b>	88	88	88	88	EBITDA	-299	198	347	469
长期借款	70	70	70	70	EPS (元)	-0.64	0.09	0.35	0.57
其他非流动负债	18	18	18	18					
<b>负债合计</b>	962	1197	1466	1818					
少数股东权益	41	39	31	18					
股本	492	492	492	492					
资本公积	1637	1637	1637	1637					
留存收益	-30	15	187	465					
归属母公司股东权益	2099	2144	2316	2594					
<b>负债和股东权益</b>	3102	3380	3813	4430					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	81	-260	222	140
净利润	-316	44	172	278
折旧摊销	42	140	140	141
财务费用	30	7	4	4
投资损失	4	0	0	0
营运资金变动	394	-450	-87	-270
其他经营现金流	-783	492	251	536
<b>投资活动现金流</b>	-18	0	0	0
资本支出	-18	-1	-1	-1
长期投资	-1	1	1	1
其他投资现金流	1	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-108	-7	-4	-4
短期借款	-54	0	0	0
长期借款	44	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-98	-7	-4	-4
<b>现金净增加额</b>	-44	-267	218	135

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-23.0%	48.0%	29.8%	30.0%
营业利润	-123858.0%	113.4%	287.3%	61.7%
归属于母公司净利	-1088.2%	114.1%	287.3%	61.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	61.2%	71.5%	74.7%	77.1%
净利率 (%)	-37.0%	3.5%	10.5%	13.0%
ROE (%)	-15.1%	2.1%	7.4%	10.7%
ROIC (%)	-13.0%	1.9%	6.6%	9.5%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	31.0%	35.4%	38.4%	41.0%
净负债比率 (%)	44.9%	54.8%	62.4%	69.6%
流动比率	2.43	2.29	2.26	2.24
速动比率	2.01	1.92	1.92	1.99
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.28	0.37	0.43	0.48
应收账款周转率	0.69	0.73	0.81	0.81
应付账款周转率	1.86	1.86	1.46	1.22
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-0.64	0.09	0.35	0.57
每股经营现金流薄)	0.17	-0.53	0.45	0.28
每股净资产	4.27	4.36	4.71	5.27
<b>估值比率</b>				
P/E	—	322.04	83.16	51.43
P/B	10.09	6.68	6.18	5.52
EV/EBITDA	-71.45	74.66	41.93	30.73

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。