

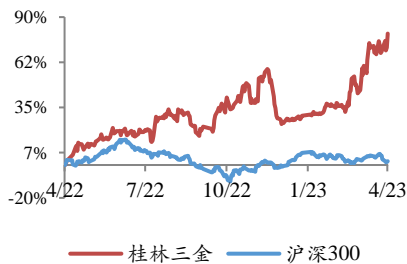
一季度增长迅速，中药业务持续放量，品牌行稳致远

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-27

收盘价（元）	18.93
近12个月最高/最低（元）	18.93/10.60
总股本（百万股）	588
流通股本（百万股）	552
流通股比例（%）	93.91
总市值（亿元）	111
流通市值（亿元）	104

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】桂林三金点评报告：业绩符合预期，行稳致远 2022-08-18
- 2.【华安医药】桂林三金深度报告：地区品牌中药龙头稳健增长，新业务开启第二增长曲线 2022-05-15

主要观点：

● 事件：

2022年公司实现营业收入19.60亿元，同比+12.55%；归母净利润3.30亿元，同比-4.13%；扣非归母净利润2.22亿元，同比-14.62%。

2023Q1实现营业收入7.16亿元，同比+38.51%；归母净利润1.69亿元，同比+40.96%；扣非归母净利润1.64亿元，同比+42.86%。

● 分析点评

一季度快速增长，23Q1毛利率恢复正常水平

单季度来看，公司2022Q4收入为5.21亿元，同比+7.25%；归母净利润为0.05亿元，同比-89.88%；扣非归母净利润为-0.83亿元。但23Q1快速恢复，2023Q1实现营业收入7.16亿元，同比+38.51%；归母净利润1.69亿元，同比+40.96%；扣非归母净利润1.64亿元，同比+42.86%。2023Q1公司整体毛利率为74.86%，同比-0.14个百分点；期间费用率43.57%，同比-1.43个百分点；其中销售费用率25.41%，同比+3.26个百分点；管理费用率17.43%，同比-4.46个百分点；财务费用率0.73%，同比-0.23个百分点。

各板块稳健增长，中药独家品种优势明显

分板块来看，中成药业务实现营业收入17.65亿元，同比增长10.96%，中成药业务持续保持稳健增长态势；其他各项业务平稳增长，商品流通业务实现营业收入0.49亿元，同比增长11.35%；其他业务实现营业收入1.04亿元，同比增长17.51%。

公司与下属子公司拥有217个药品批文，其中有47个独家特色产品，69个品规进入国家基本药物目录，119个品规进入国家医保目录，22个产品被认定为第一批广西民族药。目前在咽喉、口腔用药和泌尿系统用药方面已处于行业领先地位。

研发助力，一体两翼开启第二增长曲线

围绕三金片与西瓜霜系列两大主导产品和部分二线重点产品开展创新升级，加快拳头产品二次开发研究和经典名方中药新药研发步伐。各项研发工作开展顺利，完成4项新药立项，完成科技厅“三金片深度二次开发及产业化升级研究”和“生物药2类新药重组抗VEGF人源化单克隆抗体注射液研制”2个项目的验收，经典名方项目均已完成第一阶段的研究。

生物药研发管线持续扩大，孙公司宝船生物在研项目共计11个，其中7项临床试验进行中，报告期内新获3个IND批件，其中BC007抗体注

注射液是宝船生物首个中美双报的新药项目，标志着宝船生物创新药“出海”征程迈出重要一步。

● 投资建议

我们预计，公司 2023~2025 年收入分别 23.2/27.1/31.3 亿元，分别同比增长 18.6%/16.4%/15.8%，归母净利润分别为 4.7/5.5/6.3 亿元，分别同比增长 42.3%/16.6%/14.9%，对应估值为 24X/20X/18X。维持“买入”评级。

● 风险提示

业绩增长不及预期；生物药 CDMO 业务订单和产能不及预测。

● 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	1960	2324	2705	3133
收入同比 (%)	12.5%	18.6%	16.4%	15.8%
归属母公司净利润	330	469	547	628
净利润同比 (%)	-4.1%	42.3%	16.6%	14.9%
毛利率 (%)	71.0%	72.9%	71.9%	70.7%
ROE (%)	11.7%	14.3%	14.3%	14.1%
每股收益 (元)	0.56	0.80	0.93	1.07
P/E	23.61	23.73	20.34	17.71
P/B	2.76	3.39	2.90	2.50
EV/EBITDA	13.32	18.27	15.30	12.83

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	2297	2692	3365	4144	营业收入	1960	2324	2705	3133
现金	1266	1544	2028	2604	营业成本	569	629	761	919
应收账款	72	75	89	105	营业税金及附加	36	42	49	57
其他应收款	58	42	53	65	销售费用	538	697	839	971
预付账款	21	30	35	41	管理费用	274	256	271	298
存货	245	314	380	448	财务费用	-15	-22	-30	-39
其他流动资产	636	687	780	881	资产减值损失	-6	0	0	0
非流动资产	1668	1690	1702	1702	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	0	0	0	投资净收益	2	1	1	1
固定资产	1077	1104	1123	1133	营业利润	447	608	715	824
无形资产	168	167	165	162	营业外收入	1	0	0	0
其他非流动资产	422	418	414	407	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	3965	4381	5067	5846	利润总额	446	608	715	824
流动负债	847	794	934	1084	所得税	117	140	168	196
短期借款	140	0	0	0	净利润	330	469	547	628
应付账款	134	170	208	244	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	573	625	726	840	归属母公司净利润	330	469	547	628
非流动负债	305	305	305	305	EBITDA	523	542	616	689
长期借款	128	128	128	128	EPS (元)	0.56	0.80	0.93	1.07
其他非流动负债	177	177	177	177					
负债合计	1152	1099	1238	1389					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	588	588	588	588	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	639	639	639	639	成长能力				
留存收益	1587	2056	2603	3231	营业收入	12.5%	18.6%	16.4%	15.8%
归属母公司股东权	2813	3282	3829	4457	营业利润	4.1%	36.2%	17.5%	15.2%
负债和股东权益	3965	4381	5067	5846	归属于母公司净利	-4.1%	42.3%	16.6%	14.9%
					获利能力				
					毛利率 (%)	71.0%	72.9%	71.9%	70.7%
					净利率 (%)	16.8%	20.2%	20.2%	20.0%
					ROE (%)	11.7%	14.3%	14.3%	14.1%
					ROIC (%)	9.0%	10.0%	10.0%	9.9%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	29.0%	25.1%	24.4%	23.8%
					净负债比率 (%)	40.9%	33.5%	32.3%	31.2%
					流动比率	2.71	3.39	3.60	3.82
					速动比率	2.40	2.95	3.16	3.37
					营运能力				
					总资产周转率	0.49	0.53	0.53	0.54
					应收账款周转率	27.16	30.97	30.33	29.96
					应付账款周转率	4.25	3.71	3.67	3.77
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.56	0.80	0.93	1.07
					每股经营现金流薄)	0.90	0.85	0.93	1.04
					每股净资产	4.79	5.59	6.52	7.59
					估值比率				
					P/E	23.61	23.73	20.34	17.71
					P/B	2.76	3.39	2.90	2.50
					EV/EBITDA	13.32	18.27	15.30	12.83

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。