

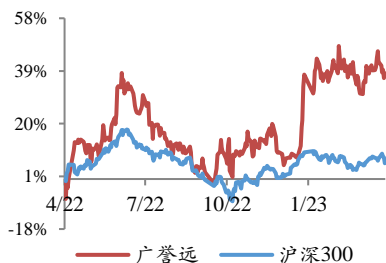
各项指标改善明显，期待国企改革焕发新动力

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-23

收盘价(元)	36.41
近12个月最高/最低(元)	38.99/24.46
总股本(百万股)	489
流通股本(百万股)	489
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	178
流通市值(亿元)	178

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】广誉远点评报告：逐步甩掉历史包袱，国药精品整装出发
2023-01-31

2.【华安医药】广誉远点评报告：业绩基本符合预期，应收款持续改善，中药品类稳定增长
2022-08-28

主要观点：

事件

公司发布2022年年报，2022年公司实现营业收入9.95亿元，同比+16.44%；归母净利润-3.99亿元，同比-26.08%；扣非归母净利润-4.08亿元，同比-17.42%。

事件点评

● 四季度控货下带来收入下滑，经营性现金流改善明显

2022年全年实现营业收入9.95亿元，同比+16.44%，其中2022Q4收入为1.73亿元，同比-33.17%。主要系2022年四季度控制发货所致。而现金流改善明显，2022Q4经营活动产生的现金流净额为2.11亿元，创3年来新高。值得关注的是2022Q4销售商品、提供劳务收到的现金为5.26亿元，主要是公司终端纯销增加使得回款增加，以及应收账款清收取得显著效果。

● 销售费用提升&减值损失导致亏损，应收账款持续下降

公司2022年归母净利润-3.99亿元，22Q4归母净利润为-3.49亿元（已有预告）。其中主要因素为1）销售费用大力投入，2022年销售费用为8.54亿元，同比增长9.13%，其中市场推广费占到80%。但销售费用率同比下降5.75个百分点。2）减值损失计提，公司2022年计提信用减值和资产减值合计0.73亿元，其中主要系部分远期应收款项的回收未达预期，以及存货跌价损失及合同履约成本减值损失所致。其效果也相对显著，2022年底公司应收账款为8.96亿元，相较于2022Q3减少2.32亿元，为国资入主以来新低。

● 精品中药&养生酒快速增长，毛利率逐步提升

公司主业主要包括传统中药、精品中药和养生酒三大板块。

● 传统中药：2022年传统中药收入6.37亿元，同比增长12.5%。毛利率为65.9%，同比提升3.3个百分点。

● 精品中药：收入2.29亿元，同比增长42%，毛利率为79.39%，提升0.92个百分点。2022年优化调整一批门店，新开门店54家，终端门店总数量375家，超额完成年度回款任务。

● 养生酒收入为0.39亿元，同比提升57%，毛利率为57.28%，提升14个百分点。原有业务基础上，新增定制酒业务和快消渠道，销售毛利较高的酒收入占比上升导致。

产品上看，公司拥有龟龄集、定坤丹、安宫牛黄丸、牛黄清心丸四大核心品种以及其他共百余种传统中药批准文号。核心产品定坤丹和龟龄集累计入选14项指南和7本教科书推荐用药，累计发表SCI论文26篇。安宫牛黄丸和牛黄清心丸的真实世界研究项目启动后一直跟踪研究成果。

● 国企入主带来改革动力，1633的管理框架迈出新征程

国资入主后改革动力强劲，公司经营走上正轨。2022年公司开展“百

日清欠、降本增效、增量拓展”三大专项行动提升经营质量。“百日清欠”加强终端动销管理，加大应收账款清收力度；“降本增效”，围绕生产成本、销售费用、管理费用和财务费用，多环节提高劳动生产率；“增量拓展”，四大事业部在各自主战场均有良好成绩表现，精品中药事业部回款指标超额完成，经典国药事业部全年营收和回款均实现同比增加，酒类事业部全年营收和回款增幅显著，数字经济事业部全年营收超额完成。

在“1633”的管理框架和战略步骤下，广誉远 500 年中医药“金字招牌”逐步显现，公司成为“高品质中医药领导者”的愿景值得期待。

● **投资建议**

由于公司年报更新，我们相应更新公司盈利预测。我们预计，公司 2023~2025 年收入分别 14.2/21.3/32.1 亿元，分别同比增长 42.9%/50.1%/50.3%，归母净利润分别为 1.1/2.5/4.9 亿元，分别同比增长为扭亏/129.3%/93.4%，对应估值为 161X/70X/36X。维持“买入”投资评级。

● **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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	995	1422	2134	3207
收入同比 (%)	16.4%	42.9%	50.1%	50.3%
归属母公司净利润	-399	111	254	490
净利润同比 (%)	-26.1%	127.7%	129.3%	93.4%
毛利率 (%)	65.3%	75.5%	76.9%	78.1%
ROE (%)	-23.4%	6.1%	12.3%	19.2%
每股收益 (元)	-0.81	0.23	0.52	1.00
P/E	—	161.21	70.29	36.35
P/B	8.00	9.83	8.63	6.97
EV/EBITDA	-40.61	64.08	39.58	23.84

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	1783	2391	3354	4807	营业收入	995	1422	2134	3207
现金	246	537	916	1306	营业成本	345	348	493	703
应收账款	896	1168	1462	2214	营业税金及附加	21	28	43	64
其他应收款	45	64	234	307	销售费用	854	782	1110	1603
预付账款	8	8	12	17	管理费用	89	118	171	241
存货	413	334	405	482	财务费用	25	7	1	-2
其他流动资产	174	279	325	481	资产减值损失	-57	0	0	0
非流动资产	937	805	674	542	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	10	10	10	10	投资净收益	-1	0	0	0
固定资产	703	568	433	298	营业利润	-428	124	284	549
无形资产	99	94	90	85	营业外收入	9	0	0	0
其他非流动资产	125	133	140	148	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2720	3196	4028	5348	利润总额	-420	124	284	549
流动负债	776	1147	1737	2590	所得税	-2	19	43	82
短期借款	165	165	165	165	净利润	-418	105	241	467
应付账款	157	158	338	578	少数股东损益	-19	-5	-12	-23
其他流动负债	454	823	1234	1847	归属母公司净利润	-399	111	254	490
非流动负债	220	220	220	220	EBITDA	-340	277	438	711
长期借款	198	198	198	198	EPS (元)	-0.81	0.23	0.52	1.00
其他非流动负债	23	23	23	23					
负债合计	996	1367	1957	2811					
少数股东权益	22	17	5	-18	主要财务比率				
股本	489	489	489	489	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	1588	1588	1588	1588	成长能力				
留存收益	-376	-265	-12	478	营业收入	16.4%	42.9%	50.1%	50.3%
归属母公司股东权	1702	1812	2066	2556	营业利润	-15.6%	128.9%	129.3%	93.4%
负债和股东权益	2720	3196	4028	5348	归属于母公司净利	-26.1%	127.7%	129.3%	93.4%
					获利能力				
					毛利率 (%)	65.3%	75.5%	76.9%	78.1%
					净利率 (%)	-40.1%	7.8%	11.9%	15.3%
					ROE (%)	-23.4%	6.1%	12.3%	19.2%
					ROIC (%)	-17.6%	5.1%	10.1%	16.3%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	36.6%	42.8%	48.6%	52.6%
					净负债比率 (%)	57.8%	74.7%	94.5%	110.8%
					流动比率	2.30	2.09	1.93	1.86
					速动比率	1.76	1.79	1.69	1.66
					营运能力				
					总资产周转率	0.37	0.44	0.53	0.60
					应收账款周转率	1.11	1.22	1.46	1.45
					应付账款周转率	2.20	2.20	1.46	1.22
					每股指标 (元)				
					每股收益	-0.81	0.23	0.52	1.00
					每股经营现金流薄)	0.52	0.63	0.81	0.83
					每股净资产	3.48	3.70	4.22	5.22
					估值比率				
					P/E	—	161.21	70.29	36.35
					P/B	8.00	9.83	8.63	6.97
					EV/EBITDA	-40.61	64.08	39.58	23.84

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。