

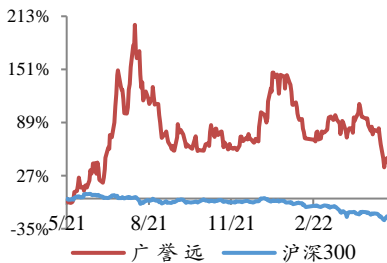
一季报超预期，看好公司持续边际改善

投资评级：增持（维持）

报告日期：2022-05-01

收盘价(元)	25.98
近12个月最高/最低(元)	53.35/16.73
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)	128
流通市值(亿元)	128

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

联系人：李昌幸

执业证书号：S0010121080070

邮箱：licx@hazq.com

相关报告

1.【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

公司发布2021年年报,2021年公司营业收入为8.54亿元,同比减少23.0%;归属于母公司所有者的净利润亏损3.16亿元,上年同期净利润3200.3万元,由盈转亏;基本每股收益-0.64元。

同日,公司发布2022年第一季度报告,报告期营业收入2.38亿元,同比增长25.16%;归属于上市公司股东的净利润775.78万元,同比增长50.06%。

事件点评

● 2021年是公司发展史上的里程碑,多短期因素原因导致亏损。

2021年广誉远完成控股股东变动,注册地址迁回山西省落叶归根。业绩上2021年公司归母净利润亏损3.16亿元,受到多重因素影响:

- 国内疫情零星散发不断,终端药店客流下降,为促进应收账款清收加速回款,降低渠道库存,公司根据市场客观情况,结合产品在各区域的实际销售情况,适当控制发货,使得公司销售收入较上年同期减少23%;
- 主要原材料价格上涨的影响,以及不同毛利产品销售结构占比的变化,毛利较低的安宫牛黄丸和牛黄清心丸系列产品、定坤丹大蜜丸销售占比达到50.76%,使得公司医药工业产品毛利率较上年同期下降8.57个百分点,整体毛利率为同比下降10.05个百分点;
- 公司对市场进行了全面的清理整顿,围绕应收账款管控、全面消化渠道库存的短期目标,采用了积极的营销政策,致使市场推广费较上年同期增加2.33亿元,使得销售费用率提升至91.57%,同比增加38.92个百分点。

不过2021年公司加大应收账款清收力度,2021年公司销售回款达到11.07亿元,同比增长26%。这也使得公司销售商品收到的现金增加,2021年经营性现金流量净额转正为8,137万元,比上年同期-7,552万元增长1.57亿元。

● 一季报超预期,经营指标逐步改善。

22Q1营业收入、归母净利润分别同比增长25.16%、50.06%,在山西疫情的影响下业绩超出预期,并且经营指标也在逐步向好。1.毛利率开始恢复。22Q1公司整体毛利率为67.14%,虽然同比21Q1仍下降2.28个百分点,但已经是为21Q2以来的首次回升。2.费用率下降明显。22Q2期间费用率59.97%,同比-5.48个百分点;其中销售费用率46.62%,同比-2.02个百分点;管理费用率9.91%,同比-2.98个百分点。各费用率皆为2021年以来最低值。3.应收账款为2019年以来最低。自2021年开始,公司就加强了应收账款管理。2021年逐季应收账款都在减少,到了22Q1应收账款为11.68亿元,较2020年的最大值15.60亿元减

少 3.9 亿元。

● **各线产品产销调节，推广+研发同步推进。**

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：**2021 年传统中药收入 5.66 亿元，同比下降 25.8%。其中龟龄集、定坤丹口服液、牛黄清心丸销售下滑，生产量也相应减少。并且为了满足不同层次消费者的需求，公司丰富产品优化销售结构，新增安宫牛黄丸（体外培育牛黄）、牛黄清心丸（体外培育牛黄）二个系列产品。营销上 OTC 部有效管理终端门店突破 60,000 家，终端建设得到有效增长。同时，加大互联网营销力度，与阿里、京东两大核心平台强化合作，报告期内电商部业绩同比增长 35%。
- **精品中药：**2021 年精品中药收入 1.61 亿元，同比下降 30%，但毛利率提升至 78.5%。期间公司积极布局各类圈层营销及社区互动等销售模式，并为消费者提供专业化服务，使得牛黄清心丸（精品）、龟龄集（精品）和加味龟龄集酒销量分别较上年同期增长 194.19%、158.51%和 178.70%。渠道上全年新晋代理商 47 名，终端门店达到 381 家，其中医馆 29 家，国药堂、店中店和展示店 352 家。
- **养生酒：**2021 年养生酒收入 2495 万元，同比下降 25%，加味龟龄集酒平均销售单价较上年同期下降 12.74%，综合使得毛利率下降 10.36 个百分点。其中龟龄集酒销售量同比下滑 59.54%，但加味龟龄集酒销售同比提升 178.7%。龟龄集酒聚焦山西、江苏两个重点省区，覆盖省区 12 个，战略合作连锁 74 家，布点核心门店 6,518 家。

研发上，公司密切跟进研发项目，聚焦不孕症、心脑血管（高血压高脂血症）、老年人功能障碍（失能失智）等，继续推进广誉远定坤丹对 DOR（卵巢功能低下）不孕症、定坤丹对 PCOS（多囊卵巢综合症）、龟龄集对老年衰弱综合征（老年人内在能力低下）、龟龄集对少弱精子症、安宫牛黄丸对意识障碍等基础和临床科研项目。完成山西省药品监督管理局备案涉及产品 81 个；形成关于定坤丹口服液基础药效学研究和龟龄露酒预防高尿酸血症的药理作用评价研究报告 2 份；继续与国内多位名医专家和科研院所开展多层次合作，国内正在推进的研发项目 40 个，发表相关论文 26 篇，累计收录 SCI 论文 16 篇。

● **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 2022~2024 年收入分别 12.6/16.4/21.3 亿元（2022/2023 年预测不变），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（2022/2023 年预测不变），分别同比增长 114.1%/287.3%/61.7%，对应 EPS 为 0.09/0.35/0.57 元，对应估值为 288X/74X/46X。维持“增持”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	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	—	287.51	74.24	45.92
P/B	10.09	5.96	5.52	4.93
EV/EBITDA	-71.45	66.90	37.50	27.46

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
流动资产	2125	2543	3116	3874	营业收入	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
非流动资产	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	营业利润	-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
资产总计	3102	3380	3813	4430	利润总额	-353	50	193	312
流动负债	873	1109	1378	1730	所得税	-20	7	29	47
短期借款	246	246	246	246	净利润	-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	归属母公司净利润	-316	44	172	278
非流动负债	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					
负债合计	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					
负债和股东权益	3102	3380	3813	4430					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	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
投资活动现金流	-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
筹资活动现金流	-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
现金净增加额	-44	-267	218	135

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
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%
获利能力				
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%
偿债能力				
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
营运能力				
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
每股指标 (元)				
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
估值比率				
P/E	—	287.51	74.24	45.92
P/B	10.09	5.96	5.52	4.93
EV/EBITDA	-71.45	66.90	37.50	27.46

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。

联系人: 李昌幸, 研究助理, 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%;
- 卖出一未来 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。