

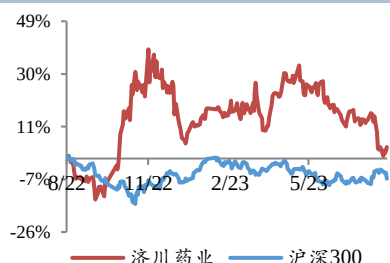
二季度增速明显，BD 落地带来新增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-14

收盘价（元） 25.08
近 12 个月最高/最低（元） 33.47/20.59
总股本（百万股） 922
流通股本（百万股） 916
流通股比例（%） 99.35
总市值（亿元） 231
流通市值（亿元） 230

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】济川药业点评报告：四季度快速增长，双轮驱动推动公司发展 2023-04-11
2. 【华安医药】济川药业点评报告：三季度业绩超预期，全年业绩值得期待 2022-10-23

主要观点：

● 事件：

事件 1：2023 年 8 月 13 日公司发布半年度报告，2023H1 公司实现营业收入 46.29 亿元，同比+19.82%；归母净利润 13.40 亿元，同比+31.93%；扣非归母净利润 12.47 亿元，同比+38.47%。2023Q2，公司实现收入 22.41 亿元，同比+32.68%；归母净利润为 6.63 亿元，同比+52.41%；扣非归母净利润为 6.41 亿元，同比+61.06%。

事件 2：2023 年 8 月 6 日，公司的全资子公司与南京征祥医药签署独家合作协议及投资意向书，获得聚合酶酸性蛋白（PA）抑制剂（代号为：ZX-7101A）口服制剂在中国大陆地区的独家推广权益，并向征祥医药支付推广权益对价不超过人民币 1.2 亿元（含税）。

● 分析点评

二季度高速增长，核心产品放量及费用管控带动公司业绩增长

单季度来看，2023Q2 公司实现营收 22.41 亿元，同比+32.68%；归母净利润为 6.63 亿元，同比+52.41%；扣非归母净利润为 6.41 亿元，同比+61.06%。主要系公司的蒲地蓝消炎口服液、小儿豉翘清热颗粒等核心产品持续放量，销售收入增长迅速，同时公司销售费用、管理费用增长得到有效控制。

公司整体毛利率为 81.64%，同比-1.60 个百分点，主要系销售费用增长及中药材价格上升导致营收增速不及营业成本所致。期间费用率为 44.88%，同比-5.40 个百分点；其中销售费用率 43.24%，同比-3.81 个百分点；管理费用率 3.91%，同比-0.44 个百分点；财务费用率-2.27%，同比-1.15 个百分点，主要系利息收入增加所致；研发费用率 4.65%，同比+0.16 个百分点；经营性现金流净额为 21.99 亿元，同比+50.03%，主要系是由于销售回笼增加。

新 BD 落地，收购防流感抑制剂独家推广权益带来新增长

子公司济川有限与征祥医药于 2023 年 8 月 5 日签署《独家合作协议》，约定在中华人民共和国大陆地区对征祥医药自主研发的一款用于治疗或预防流感的聚合酶酸性蛋白（PA）抑制剂（代号为：ZX-7101A）口服制剂约定的适应症进行合作。济川有限向征祥医药支付不超过人民币 1.2 亿元（含税）的推广权益对价，并拟以自有资金 6,000 万元向征祥医药进行股权投资。

流感是由流感病毒引起的急性呼吸道传染病，甲型和乙型流感病毒每年呈季节性流行，我国每年从 10 月开始进入流感高发季节。ZX-7101A 是征祥医药自主研发的 RNA 聚合酶抑制剂，具有广谱抗流感病毒的特性，高效抑制甲、乙型流感病毒包括高致死禽流感病毒。ZX-7101A 于

2021 年 9 月 27 日获中国国家药监局审评中心（CDE）批准开展临床试验申请（IND），正式进入临床开发阶段。目前，已完成 I/II 期临床研究，临床结果显示 ZX-7101A 能明显缩短流感症状缓解时间。ZX-7101A 即将完成第一个适应症的临床 III 期试验。预计产品上市后将给公司带来较大的增长空间。

丰富储备产品，创新引领公司可持续发展

2023 年上半年，公司持续加大新产品研发和引进力度、积极开展已有重点品种的二次开发，不断丰富储备产品，促进公司可持续发展。目前，公司已获得丙戊酸钠注射用浓溶液、阿奇霉素干混悬剂生产批件，完成西他沙星颗粒、聚乙二醇钠钾散、丙戊酸钠缓释片、罗沙司他胶囊、布立西坦等申报生产以及丙氨酰谷氨酰胺注射液一致性评价申报，完成小儿豉翘清热糖浆和碳酸利多卡因注射液（工艺变更）注册现场核查。同时，公司已有达到药品一致性评价研究阶段项目 4 项，进入预 BE 或 BE 项目 6 项，获得发明专利 3 项。

● 投资建议

我们维持此前预测，预计公司 2023~2025 年收入分别 101.2/114.5/131.0 亿元，分别同比增长 12.5%/13.2%/14.4%，归母净利润分别为 24.4/27.5/31.2 亿元，分别同比增长 12.6%/12.6%/13.3%，对应估值为 9X/8X/7X。我们看好公司未来长期发展，维持“买入”评级。

● 风险提示

产品销售不及预期风险，BD 项目不及预期风险，产品集中风险。

● 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	8996	10120	11454	13103
收入同比（%）	17.9%	12.5%	13.2%	14.4%
归属母公司净利润	2171	2444	2751	3117
净利润同比（%）	26.3%	12.6%	12.6%	13.3%
毛利率（%）	82.9%	83.0%	82.8%	83.0%
ROE（%）	19.1%	17.2%	16.2%	15.5%
每股收益（元）	2.44	2.65	2.99	3.38
P/E	11.16	9.46	8.40	7.42
P/B	1.09	1.62	1.36	1.15
EV/EBITDA	3.05	5.00	3.67	2.48

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	11177	14458	18078	21895	营业收入	8996	10120	11454	13103
现金	4819	7704	10679	13844	营业成本	1537	1721	1973	2231
应收账款	2832	2993	3496	3937	营业税金及附加	139	152	172	197
其他应收款	17	18	21	23	销售费用	4113	4807	5441	6290
预付账款	39	54	56	66	管理费用	364	405	458	524
存货	391	472	522	601	财务费用	-86	-36	-65	-95
其他流动资产	3078	3218	3304	3423	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	3805	3536	3257	2972	公允价值变动收益	-7	100	100	100
长期投资	14	15	15	16	投资净收益	66	51	57	66
固定资产	2502	2255	2001	1738	营业利润	2423	2796	3149	3570
无形资产	321	292	263	235	营业外收入	96	20	20	20
其他非流动资产	968	974	978	983	营业外支出	12	5	5	5
资产总计	14981	17994	21336	24866	利润总额	2508	2811	3164	3585
流动负债	3427	3526	4115	4527	所得税	336	365	411	466
短期借款	400	400	400	400	净利润	2172	2445	2753	3119
应付账款	1270	1212	1510	1639	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	1757	1914	2205	2488	归属母公司净利润	2171	2444	2751	3117
非流动负债	201	201	201	201	EBITDA	2592	3162	3495	3894
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	2.44	2.65	2.99	3.38
其他非流动负债	201	201	201	201					
负债合计	3629	3727	4316	4728					
少数股东权益	15	16	17	19					
股本	453	922	922	922					
资本公积	3984	3984	3984	3984					
留存收益	6901	9345	12096	15214					
归属母公司股东权	11337	14250	17002	20119					
负债和股东权益	14981	17994	21336	24866					

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	2621	2477	3026	3208	成长能力				
净利润	2171	2444	2751	3117	营业收入	17.9%	12.5%	13.2%	14.4%
折旧摊销	318	389	397	405	营业利润	25.4%	15.4%	12.6%	13.4%
财务费用	30	12	12	12	归属于母公司净利	26.3%	12.6%	12.6%	13.3%
投资损失	-66	-51	-57	-66	获利能力				
营运资金变动	123	-197	43	-140	毛利率（%）	82.9%	83.0%	82.8%	83.0%
其他经营现金流	2093	2521	2588	3136	净利率（%）	24.1%	24.2%	24.0%	23.8%
投资活动现金流	-1503	-49	-39	-31	ROE（%）	19.1%	17.2%	16.2%	15.5%
资本支出	-191	-100	-98	-98	ROIC（%）	16.8%	16.4%	15.5%	14.8%
长期投资	-1380	-99	-99	-99	偿债能力				
其他投资现金流	68	151	157	166	资产负债率（%）	24.2%	20.7%	20.2%	19.0%
筹资活动现金流	-118	457	-12	-12	净负债比率（%）	32.0%	26.1%	25.4%	23.5%
短期借款	400	0	0	0	流动比率	3.26	4.10	4.39	4.84
长期借款	0	0	0	0	速动比率	3.14	3.95	4.25	4.69
普通股增加	16	469	0	0	营运能力				
资本公积增加	835	0	0	0	总资产周转率	0.60	0.56	0.54	0.53
其他筹资现金流	-1369	-12	-12	-12	应收账款周转率	3.18	3.38	3.28	3.33
现金净增加额	1000	2885	2975	3165	应付账款周转率	1.21	1.42	1.31	1.36

每股指标（元）					估值比率				
每股收益	2.44	2.65	2.99	3.38	P/E	11.16	9.46	8.40	7.42
每股经营现金流薄）	5.79	2.69	3.28	3.48	P/B	1.09	1.62	1.36	1.15
每股净资产	25.04	15.46	18.45	21.83	EV/EBITDA	3.05	5.00	3.67	2.48

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，研究所所长助理、医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团、诚通证券和华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

分析师：李昌幸，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，曾任职于某国产科学仪器公司、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。