

研究所

证券分析师：

周小刚 S0350521090002

zhouxg@ghzq.com.cn

公司盈利能力持续提升，核心产品保持高速增长

——佐力药业（300181）点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

2023/01/20

表现	1M	3M	12M
佐力药业	12.4%	16.0%	3.1%
沪深300	9.2%	11.4%	-13.3%

市场数据

2023/01/20

当前价格(元)	11.43
52周价格区间(元)	7.30-12.65
总市值(百万)	8,016.86
流通市值(百万)	6,956.58
总股本(万股)	70,138.73
流通股本(万股)	60,862.48
日均成交额(百万)	270.74
近一月换手(%)	2.25

相关报告

《——佐力药业（300181）点评报告：重点产品高速增长，利润持续释放（买入）*中药II*周小刚》——2022-11-20

事件：

佐力药业发布 2022 年业绩预告：2022 年，公司营收 18.08 亿元，同比增长 24.05%；归母净利润 2.70-2.85 亿元，同比增长 50.49%-58.86%；扣非归母净利润 2.64-2.79 亿元，同比增长 52.64%-61.31%。

投资要点：

- Q4 公司业绩平稳，受疫情影响小于预期** 公司 2022 年 Q4 单季度营收 4.63 亿元，同比增长 22.31%；归母净利润 0.66-0.81 亿元，同比增长 37.88%-69.24%；扣非归母净利润 0.67-0.82 亿元，同比增长 43.28%-75.60%。
- 核心品种快速放量** 2022 年公司核心品种乌灵系列营业收入约 11 亿元，同比增长 28.45%，其中乌灵胶囊和灵泽片的销售收入较上年同期分别增长了 23.54%和 68.42%。百令片因湖北集采未中标，该产品 2022 年销售收入 2.56 亿元，同比降低 3.24%。随着广东联盟、北京、山东等持续中标及实施，百令片将有机会通过以量换价实现销售额的增长。
- 公司盈利能力不断提升** 2022 年公司营业收入增速符合预期，归母净利润增速超预期，整体盈利能力持续提升。公司盈利能力的提升主要源于销售费用率的大幅下降，2022 年前三季度公司销售费用率 46.50%，同比降低 2.39 个百分点。
- 盈利预测和投资评级** 佐力药业三个重点产品全部在基药目录中，处于快速放量期，随着自营+招商+OTC 三位一体销售模式的逐渐建立，公司业绩有望保持持续增长。我们预计 2022/2023/2024 公司收入分别为 18.08、22.95、29.49 亿元，同比增长 24%/27%/29%；对应归母净利润分别为 2.79、3.55、4.68 亿元，同比增长 56%/27%、32%；对应 PE 估值 28.72X/22.57X/17.12X。维持“买入”评级。
- 风险提示** 重点产品销售推广不及预期的风险。原材料涨价过猛导致产品毛利润降低的风险。处方药产品进入集采的风险。疫情波及范围广影响产品销量的风险。宏观经济超预期下行风险。行业政策变动风险。

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1457	1808	2295	2949
增长率 (%)	34	24	27	29
归母净利润 (百万元)	179	279	355	468
增长率 (%)	102	56	27	32
摊薄每股收益 (元)	0.29	0.40	0.51	0.67
ROE (%)	10	13	14	15
P/E	39.55	28.72	22.57	17.12
P/B	3.85	3.62	3.12	2.64
P/S	4.87	4.43	3.49	2.72
EV/EBITDA	24.23	23.18	17.98	13.49

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：佐力药业盈利预测

证券代码:	300181				股价:	11.43				投资评级:	买入				日期:	2023/01/20			
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E										
盈利能力					每股指标														
ROE	10%	13%	14%	15%	EPS	0.29	0.40	0.51	0.67										
毛利率	71%	71%	70%	70%	BVPS	3.03	3.16	3.67	4.33										
期间费率	55%	51%	50%	50%	估值														
销售净利率	12%	15%	15%	16%	P/E	39.55	28.72	22.57	17.12										
成长能力					P/B	3.85	3.62	3.12	2.64										
收入增长率	34%	24%	27%	29%	P/S	4.87	4.43	3.49	2.72										
利润增长率	102%	56%	27%	32%															
营运能力					利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E										
总资产周转率	0.53	0.56	0.62	0.67	营业收入	1457	1808	2295	2949										
应收账款周转率	4.86	4.32	4.43	4.45	营业成本	416	533	689	885										
存货周转率	5.33	5.40	5.30	5.26	营业税金及附加	18	23	30	38										
偿债能力					销售费用	708	814	1017	1298										
资产负债率	28%	27%	26%	27%	管理费用	86	99	126	162										
流动比	1.61	2.02	2.36	2.54	财务费用	9	6	8	7										
速动比	1.13	1.52	1.79	1.96	其他费用/(-收入)	46	65	81	103										
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	营业利润	225	340	436	574										
现金及现金等价物	298	536	767	1141	营业外净收支	-3	0	0	0										
应收款项	300	419	519	662	利润总额	222	340	436	574										
存货净额	274	335	433	560	所得税费用	30	48	60	79										
其他流动资产	70	100	116	153	净利润	192	292	376	495										
流动资产合计	942	1390	1834	2516	少数股东损益	13	13	21	26										
固定资产	738	743	739	733	归属于母公司净利润	179	279	355	468										
在建工程	40	70	87	111	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E										
无形资产及其他	1026	1032	1040	1049	经营活动现金流	252	212	371	433										
长期股权投资	2	2	2	2	净利润	179	279	355	468										
资产总计	2749	3237	3702	4411	少数股东权益	13	13	21	26										
短期借款	178	213	156	189	折旧摊销	60	63	65	67										
应付款项	297	344	451	585	公允价值变动	-1	0	0	0										
预收帐款	2	3	3	4	营运资金变动	-10	-141	-68	-126										
其他流动负债	108	129	167	213	投资活动现金流	-37	-101	-83	-91										
流动负债合计	585	689	777	991	资本支出	-148	-103	-85	-93										
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	103	0	0	0										
其他长期负债	181	181	181	181	其他	8	1	1	2										
长期负债合计	181	181	181	181	筹资活动现金流	-243	128	-57	33										
负债合计	765	869	958	1172	债务融资	-170	35	-57	33										
股本	609	701	701	701	权益融资	0	93	0	0										
股东权益	1983	2368	2744	3238	其它	-73	0	0	0										
负债和股东权益总计	2749	3237	3702	4411	现金净增加额	-28	238	230	375										

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【医药小组介绍】

周小刚，医药行业首席分析师，复旦大学经济学硕士、西安交通大学工学本科，具有 5 年医药实业工作经验、7 年医药研究工作经验。

万鹏辉，中科院药物所药物化学硕士，3 年医药二级市场投研经验，主要覆盖 CXO 及软镜等板块。

林羽茜，悉尼大学数据分析硕士，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗器械板块。

赵宁宁，中南财经政法大学金融硕士，生物工程+金融复合背景，2020 年加入国海证券，现从事医药行业研究，主要覆盖中药、生物药。

李明，北京大学金融科技硕士，2021 年加入国海证券医药组，主要覆盖医疗服务、眼科产业板块。

沈崇皓，华东师范大学药化硕士，3 年海外医药投研经验，2022 年加入国海证券医药组，主要覆盖部分中药和生命科学上游产业链等板块。

李畅，北京大学药理学硕士，具有 1 年医疗实业工作经验，2022 年加入国海证券医药组，主要覆盖创新药等板块。

【分析师承诺】

周小刚，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，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收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取

提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。