

# 佐力药业 (300181)

## 2022 年报及 2023 一季报点评：乌灵胶囊稳定高增长，灵泽片等新品放量

买入 (维持)

2023 年 04 月 26 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明

执业证书：S0600520090002

Zhouxm@dwzq.com.cn

证券分析师 徐梓煜

执业证书：S0600522080001

xuzy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1,805	2,326	2,933	3,694
同比	24%	29%	26%	26%
归属母公司净利润 (百万元)	273	371	500	646
同比	52%	36%	35%	29%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.39	0.53	0.71	0.92
P/E (现价&最新股本摊薄)	35.86	26.40	19.57	15.15

关键词：#业绩符合预期

### 投资要点

- **事件：**公司 2022 全年实现营业收入 18.05 亿元 (+23.9%)，归母净利润 2.73 亿元 (+52.2%)，扣非归母净利润 2.65 亿元 (+52.9%)，经营性现金流净额 3.19 亿元 (+26.5%)；公司 2023 年一季度实现营收 4.96 亿元 (+12.8%)，归母净利润 0.97 亿元 (+41.8%)；业绩符合预期。
- **单季度业绩保持高增速，盈利能力不断加强：**单季度看，2022Q4 收入和归母净利润同比增速分别为 22.9%和 52.5%，环比增速分别为 3.6%和 5.7%，业绩保持快速增长。随着公司渠道改革的推进，销售费用率不断优化，2022 年销售费用率为 46.03% (-2.58pct)，销售净利率增加 2.65pct 至 15.82%，盈利能力不断加强。
- **乌灵和灵泽业绩符合预期，长期看好乌灵和灵泽的增长动力：**乌灵胶囊是公司的独家品种，主要成分为具有高生产壁垒的乌灵菌粉，是公司核心产品之一，2022 年在疫情影响下收入保持 23.5%的增长。长期来看，乌灵胶囊不断开拓新适应症，已开展帕金森病、冠心病、功能性胃肠病等新适应症临床研发，且开始老年痴呆 (AD) 等临床前研究；随着公司深入对乌灵胶囊药理和作用机制的研究，并联合知名医院开展高等级的循证医学研究，未来新适应症拓展空间大。目前乌灵胶囊医疗机构覆盖过万家，且在院外渠道共同发力，覆盖率不断上升；预计 2023-2024 年收入保持 25%增长。灵泽片 2022 年收入同比增长 68%，实现高增速，且未来医院拓展潜力大，2022-2024 年预计保持 40%年复合增速。
- **百令片短期受影响，广东北京集采有望加速拓展，配方颗粒将迎来放量：**百令片 2022 年受到湖北未中集采影响，收入下降 3.2%，随着广东和北京地区集采在 2023 年执标，有望进一步扩大市场份额。中药饮片和配方颗粒是国家重点支持领域，中药饮片不受涨价影响；截至 2022 年报，公司配方颗粒已储备 251 多个国标备案，且开始多省份备案，产能上公司已建设完成 800 吨的有效产能，估计 2023、2024 年实现快速放量。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到未来其他省市集采的潜在影响，我们将 2023-2024 年归母净利润 3.8/5.1 亿元的预期调整为 3.7/5.0 亿元，预计 2025 年归母净利润为 6.5 亿元，2023-2025 年 P/E 估值分别为 26/20/15X；基于公司 1) 乌灵胶囊持续放量，2) 灵泽片进入放量期；维持“买入”评级。
- **风险提示：**集采风险；产品销售不及预期；研发不及预期。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	13.96
一年最低/最高价	7.30/15.55
市净率(倍)	3.55
流通 A 股市值(百万元)	7,093.49
总市值(百万元)	9,791.37

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	3.93
资产负债率(% ,LF)	21.84
总股本(百万股)	701.39
流通 A 股(百万股)	508.13

### 相关研究

《佐力药业(300181): 乌灵系列、百令片、配方颗粒多品种驱动，业绩持续高增长》

2022-11-27

《佐力药业(300181): 佐力药业：布局全产业链，打造大健康管理闭环》

2015-08-16

佐力药业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>1,960</b>	<b>2,361</b>	<b>3,031</b>	<b>3,888</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,805</b>	<b>2,326</b>	<b>2,933</b>	<b>3,694</b>
货币资金及交易性金融资产	1,093	1,274	1,666	2,153	营业成本(含金融类)	531	690	855	1,074
经营性应收款项	515	624	771	1,006	税金及附加	20	29	35	44
存货	319	421	532	656	销售费用	831	1,058	1,323	1,655
合同资产	0	0	0	0	管理费用	91	116	147	185
其他流动资产	32	42	61	73	研发费用	64	77	91	115
<b>非流动资产</b>	<b>1,680</b>	<b>1,730</b>	<b>1,796</b>	<b>1,869</b>	财务费用	5	0	0	0
长期股权投资	2	2	2	2	加:其他收益	80	94	120	155
固定资产及使用权资产	894	956	1,023	1,099	投资净收益	1	1	2	2
在建工程	78	72	74	74	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	63	59	55	52	减值损失	-9	0	0	0
商誉	130	130	130	130	资产处置收益	2	1	1	2
长期待摊费用	24	24	24	24	<b>营业利润</b>	<b>337</b>	<b>451</b>	<b>605</b>	<b>782</b>
其他非流动资产	487	487	487	487	营业外净收支	-13	-6	-7	-9
<b>资产总计</b>	<b>3,639</b>	<b>4,091</b>	<b>4,827</b>	<b>5,757</b>	<b>利润总额</b>	<b>324</b>	<b>446</b>	<b>598</b>	<b>773</b>
<b>流动负债</b>	<b>755</b>	<b>815</b>	<b>1,024</b>	<b>1,274</b>	减:所得税	39	54	72	93
短期借款及一年内到期的非流动负债	141	141	141	141	<b>净利润</b>	<b>286</b>	<b>392</b>	<b>527</b>	<b>680</b>
经营性应付款项	470	501	663	854	减:少数股东损益	13	22	26	34
合同负债	14	9	13	20	<b>归属母公司净利润</b>	<b>273</b>	<b>371</b>	<b>500</b>	<b>646</b>
其他流动负债	130	164	206	259	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.39	0.53	0.71	0.92
非流动负债	124	124	124	124	EBIT	339	356	482	622
长期借款	10	10	10	10	EBITDA	403	431	562	710
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	70.57	70.33	70.84	70.94
租赁负债	22	22	22	22	归母净利率(%)	15.12	15.95	17.06	17.49
其他非流动负债	92	92	92	92	收入增长率(%)	23.86	28.85	26.11	25.94
<b>负债合计</b>	<b>879</b>	<b>939</b>	<b>1,148</b>	<b>1,398</b>	归母净利润增长率(%)	52.17	35.85	34.89	29.17
归属母公司股东权益	2,704	3,075	3,575	4,221					
少数股东权益	56	78	104	138					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,760</b>	<b>3,152</b>	<b>3,679</b>	<b>4,359</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,639</b>	<b>4,091</b>	<b>4,827</b>	<b>5,757</b>					

  

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	319	310	542	651	每股净资产(元)	3.85	4.38	5.10	6.02
投资活动现金流	-113	-149	-164	-175	最新发行在外股份(百万股)	701	701	701	701
筹资活动现金流	643	0	0	0	ROIC(%)	11.66	10.00	11.82	13.06
现金净增加额	848	161	378	477	ROE-摊薄(%)	10.10	12.06	13.99	15.31
折旧和摊销	64	75	80	87	资产负债率(%)	24.16	22.95	23.79	24.28
资本开支	-172	-131	-152	-167	P/E (现价&最新股本摊薄)	35.86	26.40	19.57	15.15
营运资本变动	-53	-185	-91	-161	P/B (现价)	3.62	3.18	2.74	2.32

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

