

投资评级：买入（维持）
报告日期：2023年03月15日
市场数据

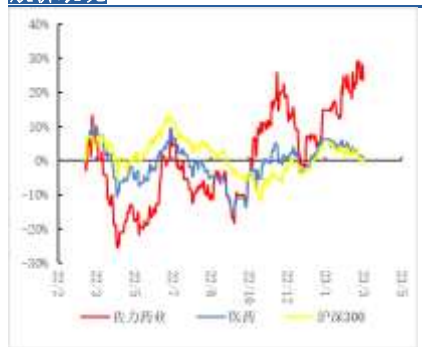
目前股价	12.31
总市值（亿元）	86.34
流通市值（亿元）	74.92
总股本（万股）	70,139
流通股本（万股）	60,862
12个月最高/最低	12.84/10.36

分析师

分析师：刘鹏 S1070520030002

☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<< 独家大单品放量，高成长性续 >>2023-02-15

<< 聚焦主业打通内循环，核心乌灵品种增速亮眼 >>2022-11-03

乌灵系列高增长延续，23年开门红业绩亮眼

——佐力药业（300181）公司动态点评
盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1091	1457	1810	2405	3146
(+/-%)	19.7%	33.6%	24.2%	32.9%	30.8%
归母净利润（百万元）	89	179	280	400	549
(+/-%)	247.0%	102.0%	55.8%	43.1%	37.3%
摊薄 EPS（元/股）	0.15	0.29	0.40	0.57	0.78
PE	84	42	31	22	16

资料来源：长城证券产业金融研究院

核心观点

- 事件：**1) 公司发布 2022 年度业绩快报，公司 2022 年实现营收 18.06 亿元 (+23.92%)，实现归母净利润 2.78 亿元 (+54.68%)，基本每股收益为 0.45 元 (+52.71%)。2) 公司发布 2023 年第一季度业绩预告，公司 2023Q1 实现归母净利润 0.97-1.04 亿元 (+41.10%-51.28%)，实现扣非归母净利润 0.95-1.04 亿元 (+41.20%-53.80%)。
- 乌灵系列高增长持续，规模效应提升盈利能力。**公司 2022 年实现营收 18.06 亿元 (+23.92%)，主要系核心产品进入国家基药目录后，公司坚持“稳自营、强招商、布零售、全模块”的营销策略，加大市场拓展，乌灵胶囊和灵泽片营收均实现较快增长，分别同比增长 23.54% 和 68.42%。2022 年实现归母净利润 2.78 亿元 (+54.68%)，归母净利润增速快于营收增速主要系公司规模效应下成本费用的下降。2023Q1 实现归母净利润 0.97-1.04 亿元 (+41.10%-51.28%)，盈利能力持续提升。
- 9 亿定增项目落地，产能+研发提升促进企业可持续发展。**公司 2022 年 12 月定增项目落地，发行价格 9.81 元/股，发行股票数量为 9276.25 万股，募集资金总额为 9.10 亿元。本次发行募集资金中 5.9 亿元投入智能化中药生产基地建设与升级项目，0.6 亿元投入企业研发中心升级项目，0.48 亿元投入数字化运营决策系统升级项目，2.12 亿元补充流动资金。产能方面，公司乌灵胶囊和百令片均中标广东联盟集采，虽然降价 20.67%，但中标品规由 36 粒增加到 54 粒，药品临床效果更佳，包装成本降低，销量和总价均可提升。此外，乌灵胶囊原材料是乌灵菌粉，公司自产成本可控，集采降价后该产品毛利率仍然可以维持较高水平。百令片是 2014 年收购品种，竞争格局好，研发生产壁垒较高，2022 年在湖北集采未中标的情况下，销售收入近同比下降 3.24%，随着其他省份集采的推进，百令片市场空间将持续扩张，未来有望成为 10 亿大单品。研发方面，公司主要聚焦乌灵胶囊二次开发和聚卡波非钙片的研发，乌灵胶囊二次开发老年痴呆领域有望进一步丰富产品使用场景，聚卡波非钙片拟在便秘适应症基础上增加腹泻适应症。
- 投资建议：**公司核心产品乌灵胶囊、百令片、灵泽片均为国家基药目录，其中乌灵胶囊和灵泽片均为独家产品。公司增长主要依靠主业“造血”能力，产品所在赛道增长空间较大。公司一方面精细化管理控制费

用，一方面加大营销力度推动营收端放量增长。由于公司定增，预计公司 2022-2024 年 EPS 为 0.40、0.57、0.78 元，对应 PE 分别为 31X、22X、16X，考虑到公司持续加大医院终端覆盖，核心产品内生增长势能好，精细化管理不断优化，公司成长性较强，维持“买入”评级。

- **风险提示：**研发进度不及预期风险、并购整合和商誉减值风险、行业政策变动风险、集采风险。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,090.9	1,457.4	1,810.1	2,405.3	3,145.9	成长性					
营业成本	350.2	416.3	486.1	632.2	812.5	营业收入增长	19.72%	33.60%	24.20%	32.88%	30.79%
销售费用	517.6	708.5	841.7	1,094.4	1,415.7	营业成本增长	12.34%	18.87%	16.75%	30.06%	28.51%
管理费用	83.6	85.8	99.6	120.3	141.6	营业利润增长	275.25	104.57	51.94%	43.11%	37.34%
研发费用	30.4	45.6	54.3	72.2	94.4	利润总额增长	274.37	103.61	53.74%	43.11%	37.34%
财务费用	15.4	9.2	9.1	12.0	15.7	归母净利润增长	246.98	102.03	55.79%	43.11%	37.34%
其他收益	42.5	55.3	50.0	50.0	50.0	盈利能力					
投资净收益	-0.1	1.2	0.0	0.0	0.0	毛利率	67.89%	71.43%	73.15%	73.72%	74.17%
营业利润	110.0	224.9	341.8	489.1	671.8	销售净利率	10.08%	15.43%	18.88%	20.34%	21.35%
营业外收支	-0.8	-2.6	0.0	0.0	0.0	ROE	5.54%	9.68%	10.77%	13.62%	16.02%
利润总额	109.2	222.3	341.8	489.1	671.8	ROIC	43.39%	16.85%	29.44%	38.62%	47.97%
所得税	13.9	30.3	44.4	63.6	87.3	营运效率					
少数股东损益	6.5	12.6	17.8	25.5	35.1	销售费用/营业收入	47.45%	48.61%	46.50%	45.50%	45.00%
归母净利润	88.8	179.4	279.5	400.0	549.4	管理费用/营业收入	7.66%	5.88%	5.50%	5.00%	4.50%
资产负债表	(百)					研发费用/营业收入	2.79%	3.13%	3.00%	3.00%	3.00%
流动资产	965.4	941.7	1,689.1	2,168.9	2,886.1	财务费用/营业收入	1.41%	0.63%	0.50%	0.50%	0.50%
货币资金	253.7	232.3	880.3	1,060.7	1,585.1	投资收益/营业利润	-0.05%	0.53%	0.00%	0.00%	0.00%
应收票据应收账款合计	271.9	299.9	404.0	531.4	692.0	所得税/利润总额	12.71%	13.64%	13.00%	13.00%	13.00%
其他应收款	5.9	26.7	27.1	26.9	27.0	应收账款周转率	4.18	5.10	5.14	5.14	5.14
存货	201.4	273.6	266.5	436.0	466.8	存货周转率	5.42	6.14	6.70	6.85	6.97
非流动资产	1,504.5	1,806.9	1,616.7	1,620.8	1,535.6	流动资产周转率	1.32	1.53	1.38	1.25	1.24
固定资产	749.2	738.4	725.1	687.9	647.7	总资产周转率	0.48	0.56	0.60	0.68	0.77
资产总计	2,469.9	2,748.5	3,305.8	3,789.7	4,421.6	偿债能力					
流动负债	599.0	584.6	394.5	498.9	614.7	资产负债率	30.38%	27.84%	16.50%	17.54%	17.48%
短期借款	302.8	178.2	0.0	0.0	0.0	流动比率	1.61	1.61	4.28	4.35	4.70
应付款项	209.3	297.2	299.0	382.8	501.0	速动比率	1.28	1.14	3.61	3.47	3.94
非流动负债	151.4	180.7	151.0	165.9	158.5	每股指标 (元)					
长期借款	30.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EPS	0.15	0.29	0.40	0.57	0.78
负债合计	750.4	765.3	545.5	664.8	773.1	每股净资产	2.29	2.63	3.71	4.20	4.89
股东权益	1,719.4	1,983.2	2,760.3	3,124.9	3,648.5	每股经营现金流	0.40	0.36	0.51	0.35	0.86
股本	608.6	608.6	701.4	701.4	701.4	每股经营现金/EPS	2.73	1.22	1.28	0.61	1.10
留存收益	736.7	866.0	1,901.9	2,241.0	2,729.5	估值					
少数股东权益	116.6	139.2	157.0	182.5	217.6	PE	84.37	41.76	30.89	21.59	15.72
负债和权益总计	2,469.9	2,748.5	3,305.8	3,789.7	4,421.6	PEG	1.30	0.93	0.23	0.33	0.35
现金流量表	(百)					PB	5.39	4.68	3.32	2.93	2.52
经营活动现金流	279.7	251.8	357.5	244.1	606.6	EV/EBITDA	17.89	21.99	17.77	12.52	8.75
其中营运资本减少	-186.7	-71.6	-1.0	-246.7	-47.3	EV/SALES	2.92	4.32	3.96	2.88	2.06
投资活动现金流	-121.3	-36.9	-2.7	9.2	-5.6	EV/IC	2.66	6.07	6.34	5.56	5.05
其中资本支出	-77.5	36.6	-19.5	-27.2	5.3	ROIC/WACC	0.94	1.84	3.21	4.21	5.23
融资活动现金流	-53.1	-242.9	293.2	-72.9	-76.6	REP	2.83	3.30	1.97	1.32	0.97
净现金总变化	105.4	-28.0	648.0	180.4	524.4						

研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券产业金融研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上
增持——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间
持有——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间
卖出——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

强于大市——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

长城证券产业金融研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>