

## 一季报利润增长亮眼, 乌灵系列持续高增

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年年报以及 2023 年一季报。2022 年公司实现收入 18.1 亿元 (+23.9%); 实现归母净利润 2.7 亿元 (+52.2%); 实现扣非归母净利润 2.7 亿元 (+52.9%)。2023Q1 公司实现收入 5 亿元 (+12.8%); 实现归母净利润 1 亿元 (+41.8%); 实现扣非归母净利润 1 亿元 (+42%)。
- **乌灵系列持续高增, 一季度利润增速亮眼。** 依托于国家基药目录的优势, 公司坚持“稳自营、强招商、布零售、全模块”的营销策略, 核心产品乌灵胶囊、灵泽片的销售延续较好的增长。2022 年收入分产品拆分, 乌灵系列收入 10.9 亿元 (28.5%), 占总收入的 60.5%; 百令片系列收入 2.6 亿元 (-3.24%), 占总收入的 14.2%; 中药饮片收入 3.8 亿元 (+30.5%), 占总收入的 20.9%; 中药配方颗粒剂收入 0.6 亿元 (+36.2%), 占总收入的 3.3%。2023Q1 乌灵系列营业收入同比增长 17%, 主要是乌灵胶囊的销售数量和销售金额较上年同期分别增长了 22.5%和 14.5%; 灵泽片的销售数量和销售金额较上年同期分别增长了 33.5%和 34.1%; 百令片的销售数量和销售金额较上年同期分别减少 8.4%和 22.4%, 主要是百令片上年二季度开始陆续受湖北联盟集采未中标所致; 中药饮片收入较上年同期增长了 44.68%。
- **独家品种集采降幅温和, 2023 年有望实现以价换量。** 2022 年乌灵胶囊中标广东联盟和北京集采, 降价 21%; 百令片中标广东联盟、北京、山东集采, 降价 43%, 各地的集采执行于 2022 年 12 月-2023 年 1 月陆续执行, 公司将积极利用集采中标带来的机遇, 加快医院覆盖和科室数量, 有望实现以价换量。同时, 公司推进乌灵系列二次开发, 包括乌灵胶囊针对老年痴呆适应症的二次开发以及乌灵复方的开发。
- **聚焦营销创新, 多元化开拓销售渠道。** 公司针对不同产品选择不同的销售模式。乌灵系列、百令系列以自营、招商和 OTC 相结合的销售模式, 逐步探索布局互联网+医疗、电商等新渠道业务。自营团队主要进行终端开发和专业化学术推广, 保证消费者顺利使用产品, 并最终推动销售过程的顺利完成; OTC 团队开展产品推广策略, 加快和连锁大药房的全方位战略合作及门店数量覆盖。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2023-2025 年归母净利润分别为 3.7 亿元、4.9 亿元、6.2 亿元, 对应同比增速分别为 35.8%/31.3%/26.7%, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 销售或不及预期; 集采风险; 在研产品进度不及预期的风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1805.16	2288.94	2934.16	3627.50
增长率	23.86%	26.80%	28.19%	23.63%
归属母公司净利润(百万元)	273.01	370.77	486.81	616.97
增长率	52.17%	35.81%	31.30%	26.74%
每股收益 EPS(元)	0.39	0.53	0.69	0.88
净资产收益率 ROE	10.35%	13.89%	16.69%	19.19%
PE	33	24	19	15
PB	3.27	3.26	2.99	2.71

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 杜向阳  
执业证号: S1250520030002  
电话: 021-68416017  
邮箱: duxy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	7.01
流通 A 股(亿股)	5.08
52 周内股价区间(元)	8.0-15.36
总市值(亿元)	90.34
总资产(亿元)	25.46
每股净资产(元)	2.82

### 相关研究

1. 佐力药业(300181): 业绩持续高增, 主力产品优势显著 (2022-11-05)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1805.16	2288.94	2934.16	3627.50	净利润	285.52	384.62	504.46	639.35
营业成本	531.26	709.57	909.59	1124.52	折旧与摊销	60.09	129.39	136.38	141.13
营业税金及附加	20.37	32.05	41.08	50.78	财务费用	5.08	0.46	0.29	0.36
销售费用	830.87	965.93	1226.48	1505.41	资产减值损失	-3.38	0.00	0.00	0.00
管理费用	90.58	137.34	176.05	212.21	经营营运资本变动	-11.31	-49.79	-66.07	-92.90
财务费用	5.08	0.46	0.29	0.36	其他	-17.41	5.28	3.91	5.29
资产减值损失	-3.38	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>318.59</b>	<b>469.96</b>	<b>578.98</b>	<b>693.24</b>
投资收益	1.40	0.50	0.50	0.50	资本支出	-168.85	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.08	0.08	0.08	0.08	其他	55.51	0.58	0.58	0.58
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-113.34</b>	<b>-39.42</b>	<b>-39.42</b>	<b>-39.42</b>
<b>营业利润</b>	<b>337.22</b>	<b>444.17</b>	<b>581.25</b>	<b>734.78</b>	短期借款	-40.04	-138.16	0.00	0.00
其他非经营损益	-13.09	-7.55	-8.58	-8.99	长期借款	10.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>324.12</b>	<b>436.62</b>	<b>572.67</b>	<b>725.79</b>	股权融资	887.66	0.00	0.00	0.00
所得税	38.60	52.00	68.20	86.44	支付股利	-121.72	-185.23	-251.56	-330.29
净利润	285.52	384.62	504.46	639.35	其他	-92.79	-193.49	-0.29	-0.36
少数股东损益	12.51	13.85	17.66	22.38	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>643.10</b>	<b>-516.88</b>	<b>-251.86</b>	<b>-330.65</b>
归属母公司股东净利润	273.01	370.77	486.81	616.97	<b>现金流量净额</b>	<b>848.35</b>	<b>-86.34</b>	<b>287.70</b>	<b>323.17</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1082.07	995.73	1283.43	1606.59	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	482.51	578.09	743.31	926.66	销售收入增长率	23.86%	26.80%	28.19%	23.63%
存货	318.83	423.57	544.16	673.25	营业利润增长率	49.91%	31.72%	30.86%	26.41%
其他流动资产	76.13	21.06	23.94	27.04	净利润增长率	48.72%	34.71%	31.16%	26.74%
长期股权投资	1.87	1.87	1.87	1.87	EBITDA 增长率	38.65%	42.65%	25.07%	22.06%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	948.02	863.47	771.93	675.64	毛利率	70.57%	69.00%	69.00%	69.00%
无形资产和开发支出	194.28	191.89	189.50	187.11	三费率	51.33%	48.22%	47.81%	47.36%
其他非流动资产	535.41	532.96	530.51	528.06	净利率	15.82%	16.80%	17.19%	17.63%
<b>资产总计</b>	<b>3639.12</b>	<b>3608.63</b>	<b>4088.65</b>	<b>4626.22</b>	ROE	10.35%	13.89%	16.69%	19.19%
短期借款	138.16	0.00	0.00	0.00	ROA	7.85%	10.66%	12.34%	13.82%
应付和预收款项	575.42	682.69	900.63	1119.27	ROIC	22.40%	26.31%	33.99%	41.72%
长期借款	10.00	10.00	10.00	10.00	EBITDA/销售收入	22.29%	25.08%	24.47%	24.16%
其他负债	155.62	146.82	155.99	165.86	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>879.19</b>	<b>839.51</b>	<b>1066.62</b>	<b>1295.13</b>	总资产周转率	0.57	0.63	0.76	0.83
股本	701.39	701.39	701.39	701.39	固定资产周转率	2.24	2.68	3.67	5.07
资本公积	1135.37	1135.37	1135.37	1135.37	应收账款周转率	4.64	4.46	4.61	4.51
留存收益	676.80	862.35	1097.59	1384.28	存货周转率	1.78	1.91	1.87	1.84
归属母公司股东权益	2703.75	2699.10	2934.35	3221.03	销售商品提供劳务收到现金营业收入	99.73%	—	—	—
少数股东权益	56.18	70.02	87.68	110.06	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2759.93</b>	<b>2769.12</b>	<b>3022.02</b>	<b>3331.09</b>	资产负债率	24.16%	23.26%	26.09%	28.00%
负债和股东权益合计	3639.12	3608.63	4088.65	4626.22	带息债务/总负债	16.85%	1.19%	0.94%	0.77%
					流动比率	2.60	2.82	2.75	2.76
					速动比率	2.17	2.23	2.18	2.19
					股利支付率	44.59%	49.96%	51.68%	53.53%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	402.39	574.02	717.92	876.28	每股收益	0.39	0.53	0.69	0.88
PE	33.09	24.36	18.56	14.64	每股净资产	3.93	3.95	4.31	4.75
PB	3.27	3.26	2.99	2.71	每股经营现金	0.45	0.67	0.83	0.99
PS	5.00	3.95	3.08	2.49	每股股利	0.17	0.26	0.36	0.47
EV/EBITDA	18.84	13.11	10.08	7.89					
股息率	1.35%	2.05%	2.78%	3.66%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn