

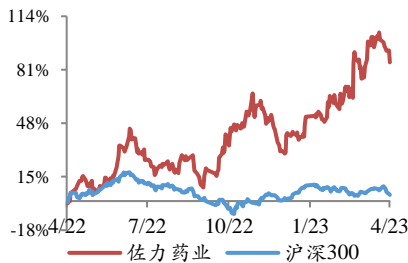
一季报持续亮眼，各产品线多轮驱动增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-25

收盘价(元)	13.96
近12个月最高/最低(元)	15.36/7.41
总股本(百万股)	701
流通股本(百万股)	508
流通股比例(%)	72.45
总市值(亿元)	98
流通市值(亿元)	71

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

- 【华安医药】佐力药业点评报告：三季报增长亮眼，期待全年业绩 2022-10-24
- 【华安医药】佐力药业点评报告：业绩持续亮眼，核心品种市场广阔大有可为 2022-08-29

主要观点：

● 事件：

2022年公司实现营业收入18.05亿元，同比+23.86%；归母净利润2.73亿元，同比+52.17%；扣非归母净利润2.65亿元，同比+52.94%。2023Q1实现营业收入4.96亿元，同比+12.81%；归母净利润0.97亿元，同比+41.76%；扣非归母净利润0.96亿元，同比+42.01%。

● 分析点评

利润持续高增长，费用率控制效果明显

单季度来看，公司2022Q4收入为4.61亿元，同比+21.59%；归母净利润为0.69亿元，同比+44.18%；扣非归母净利润为0.67亿元，同比+44.40%。2023Q1归母净利润0.97亿元，同比+41.76%；扣非归母净利润0.96亿元，同比+42.01%。

2022年公司整体毛利率为70.57%，同比-0.86个百分点；期间费用率54.90%，同比-3.36个百分点；其中销售费用率46.03%，同比-2.59个百分点；管理费用率（含研发费用）8.59%，同比-0.43个百分点；财务费用率0.28%，同比-0.35个百分点；经营性现金流净额为3.19亿元，同比+26.53%。

乌灵系列持续增长，中药饮片和配方颗粒快速放量

分板块来看，乌灵系列部分收入为10.92亿元，同比增速为+28.45%；毛利率为86.98%，同比-0.50个百分点。其中乌灵胶囊（折36粒/盒）2022年销售量为2895.54万盒，同比增长24.75%，保持较高增长。百令片系列部分收入为2.56亿元，同比增速为-3.24%；毛利率为76.30%，同比-2.42个百分点。销量上百令片（折60片/盒）2022年销售量为650.24万盒，同比下降0.74%，集采影响下维持稳定。中药饮片系列部分收入为3.78亿元，同比增速为+30.51%；毛利率为20.85%，同比+0.46个百分点。中药配方颗粒剂部分收入为0.59亿元，同比增速为+36.17%；毛利率为57.25%，同比+2.80个百分点。持续推进中药新药和中药配方颗粒的产品研发储备下，中药饮片和配方颗粒高速增长。

核心产品乌灵系列市占率提升+二次开发打开空间，一体两翼战略未来放量可期

乌灵胶囊是公司独家产品，也是中药国家一类新药。上市二十多年来，在临床上广泛应用，作为有明确的作用机理、安全性高的安神类中成药，针对失眠、焦虑、抑郁等适应症都具有良好的临床效果。主导产品乌灵胶囊作为神经系统疾病用药，在各级市场市占率仍有提升空间（最高的城市公立医院为11.88%，最低的乡镇医院为3.98%）。

公司继续围绕乌灵胶囊进行二次开发，主要针对乌灵胶囊在阿尔茨海默症领域的治疗研究。另外一款系列基药产品灵泽片是一种适合前列腺疾病并伴随夜尿频多患者的创新药物，其作用机理独到，从补肾的角度治疗良性前列腺增生症（肾虚血瘀湿阻证），填补了此症型的用药空白，市场空间广阔。

公司始终坚持“一体两翼”发展战略，力争把乌灵系列打造成 20 亿、百令片打造成 10 亿、中药饮片和配方颗粒打造成 10 亿规模的大品种，重点培育聚卡波非钙片为新的潜力品种；同时，通过外延式并购、研发创新丰富品种线，以及引进战略合作伙伴共同助力公司发展。

● 投资建议

我们预计，公司 2023~2025 年收入分别 23.4/30.3/39.8 亿元，分别同比增长 29.6%/29.5%/31.2%，归母净利润分别为 3.7/5.0/6.8 亿元，分别同比增长 35.1%/36.1%/36.2%，对应估值为 27X/20X/14X。我们看好公司未来长期发展，维持“买入”评级。

● 风险提示

营销拓展不及预期；大品种依赖风险；集采影响超出预期等。

● 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	1805	2340	3031	3978
收入同比 (%)	23.9%	29.6%	29.5%	31.2%
归属母公司净利润	273	369	502	684
净利润同比 (%)	52.2%	35.1%	36.1%	36.2%
毛利率 (%)	70.6%	72.7%	72.9%	73.2%
ROE (%)	10.1%	12.0%	14.0%	16.1%
每股收益 (元)	0.45	0.53	0.72	0.98
P/E	27.41	26.55	19.50	14.31
P/B	2.77	3.19	2.74	2.30
EV/EBITDA	19.83	22.01	16.03	11.28

资料来源：wind，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 谭国超, 医药行业首席分析师, 医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士, 曾任职于强生医疗(上海)医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

分析师: 李昌幸, 医药分析师, 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。