

佐力药业 (300181)

买入/维持评级

股价: RMB22.08

分析师

胡骥  
SAC 执业证书编号:s1000511110003  
0755-83201063  
huji@mail.htlhsc.com.cn

联系人

姚艺  
0755-82125057  
yaoyi@mail.htlhsc.com.cn

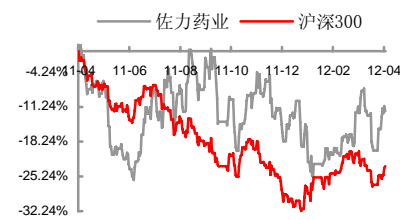
相关研究

《深耕乌灵 厚积薄发》-2011/12/26  
《春华秋实 乌灵系列又添新品种》  
-2012/01/19

基础数据

总股本 (百万股)	80
流通 A 股 (百万股)	80
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	1,766

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

# 脚踏实地 步步为盈

## 佐力药业 2011 年报点评

- **公司业绩稳步提升。**公司 2011 年实现营业收入 2.79 亿元, 同比增长 6.35%, 归属上市公司股东净利润 5093 万元, 同比增长 22.79%, 基本符合预期。由于主导产品乌灵胶囊前期基数及新建学术营销团队尚处于推广积累期, 拖累整体收入增速放缓, 但基于综合毛利率的提升及募集资金产生的利息收入, 公司净利润依旧保持快速增长。
- **一季度业绩十分靓丽。**凭借主导产品乌灵胶囊优异的表现, 公司一季度业绩十分靓丽, 也为公司 2012 年业绩的快速增长开了一个好头。公司 2012 年一季度实现营业收入 7526 万, 同比增长 47.41%, 归属上市公司股东净利润 1159 万, 同比增长 46.28%。期间费用保持稳定, 营业费用贡献最大, 占收入比重 55.21%, 增长了 2.46 个百分点, 考虑到公司将不断壮大加强自有学术营销体系, 营业费用率也将长期保持在高位。
- **乌灵胶囊全年将实现快速增长。**乌灵胶囊在浙江省 (占收入的 40%) 的中标价 (折合成 18 粒) 上涨 11% 及加大的学术推广将拉动全省收入增长 30% 左右; 而省外收入在近 1-2 年新建学术营销团队的前期推广积累下也有望实现较快速增长。保守预计乌灵胶囊今年的收入增速将恢复至 25% 以上。另一品种灵莲花颗粒今年仍将处于市场推广期, 最快明年将贡献业绩。
- **高额分红 激励高管。**公司 2011 年利润分配颇丰, 每 10 股转增 8 股派发 5 元现金 (含税), 现金股利占当年净利润比重高达 79%。考虑到公司高管及主要核心人员均持有公司股份, 此举即回馈了广大股东, 又褒奖了公司高管及核心人员对公司业绩的贡献, 更有助于激励公司高管持续做好业绩。
- **盈利预测:** 我们调整模型测算公司 2012-2014 年转增前 EPS 分别为 0.88、1.17 和 1.49 元, 相对 2012 年的 PE 为 25 倍, 考虑到公司主导产品乌灵胶囊的成长性, 维持公司“买入”评级。
- **风险提示:** 公司全国性营销网络建设缓慢; 后续产品跟进不足。

经营预测与估值

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	279.3	349.0	427.0	516.0
(+/-%)	6.3	24.9	22.3	20.8
归属母公司净利润(百万元)	50.9	71.0	94.0	119.0
(+/-%)	22.8	39.4	32.4	26.6
EPS(元)	0.64	0.88	1.17	1.49
P/E(倍)	34.7	25.3	19.0	15.0

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 目 录

<b>公司业绩稳步提升</b> .....	<b>4</b>
收入增速有所放缓.....	4
净利润依旧保持较快速增长.....	4
<b>一季报业绩十分靓丽</b> .....	<b>4</b>
<b>乌灵胶囊将迎来快速增长</b> .....	<b>5</b>
神经系统用中成药增长显著.....	5
治疗轻、中度心理障碍，中药相对西药更具竞争力.....	5
乌灵胶囊市场前景广阔.....	6
乌灵胶囊今年将迎来快速增长.....	7
<b>高额分红 激励高管</b> .....	<b>7</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>7</b>

## 图表目录

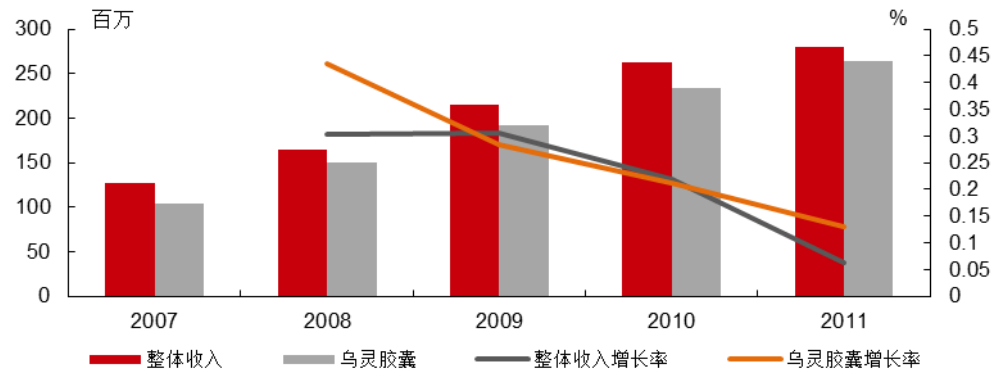
图 1: 公司 2011 年收入增速有所放缓 .....	4
图 2: 公司综合毛利率稳步提升 .....	4
图 3: 公司 2011 年净利润保持快速增长 .....	4
图 4: 公司一季度业绩十分靓丽 .....	5
图 5: 营业费用率将长期持续在高位 .....	5
图 6: 样本城市神经系统中成药采购金额增长显著 .....	5
图 7: 医院精神安定类西药和安神补脑类中药采购金额 .....	6
图 8: 轻中度心理障碍是神经系统中成药第一大类 .....	6
图 9: 2011 年乌灵胶囊样本城市采购金额增速有所放缓 .....	6
图 10: 乌灵胶囊是治疗轻中度心理障碍的第一品牌 (2011) .....	6
表格 1: 2020 年乌灵胶囊市场规模测算 .....	6
表格 2: 乌灵胶囊招标价对比 .....	7
表格 3: 佐力药业部分高管及核心人员持股数 .....	7

## 公司业绩稳步提升

### 收入增速有所放缓

2011 年主导产品乌灵胶囊占公司收入的比重已达 94.38%。而由于前期基数过大及新建学术营销团队尚处于前期积累期，乌灵胶囊 2011 年收入增速有所放缓，拖累公司整体收入增长，2011 年公司共实现营业收入 2.79 亿元，同比仅增长 6.35%。

图 1：公司 2011 年收入增速有所放缓

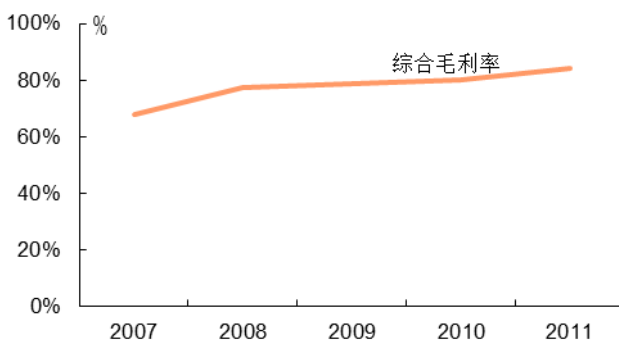


资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

### 净利润依旧保持较快速增长

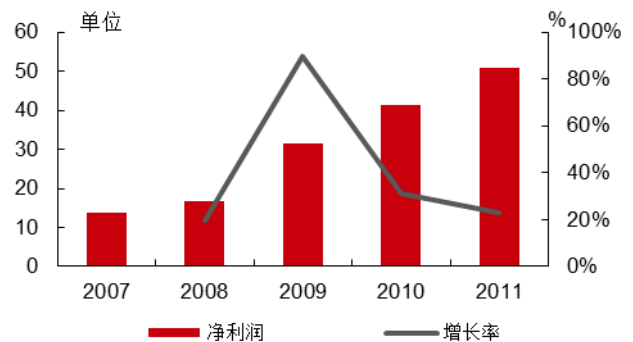
2011 年公司继续调整销售结构，进一步降低毛利率较低的西药品种，提升公司综合毛利率 4.21 个百分点，达 84.36%。再加上募集资金增加的利息收入，2011 年公司实现归属上市公司股东净利润 5093 万元，同比增长 22.79%。

图 2：公司综合毛利率稳步提升



资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

图 3：公司 2011 年净利润保持快速增长



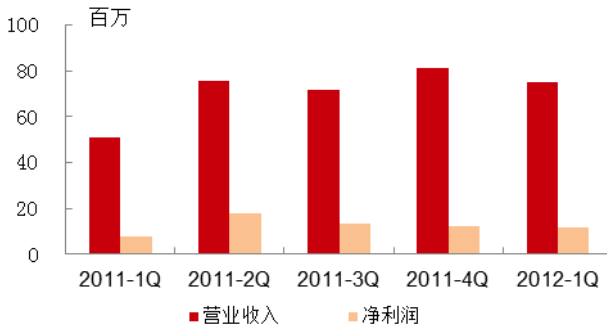
资料来源：公司年报，华泰联合证券研究所

## 一季报业绩十分靓丽

凭借主导产品乌灵胶囊优异的表现，公司一季度业绩十分靓丽，也为公司 2012 年业绩的快速增长开了一个好头。公司 2012 年一季度实现营业收入 7526 万，同比增长 47.41%，归属上市公司股东净利润 1159 万，同比增长 46.28%。

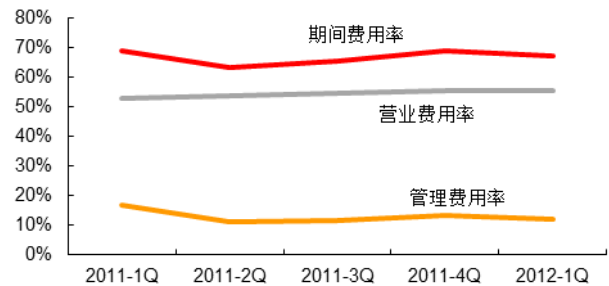
与此同时，公司期间费用保持稳定，营业费用贡献最大，占收入比重 55.21%，增长了 2.46 个百分点，考虑到公司主导产品所处疾病领域的特殊性以及公司将不断壮大加强自有学术营销体系，营业费用率也将长期保持在高位。

图 4：公司一季度业绩十分靓丽



资料来源：定期报告,华泰联合证券研究所

图 5：营业费用率将长期持续在高位



资料来源：定期报告,华泰联合证券研究所

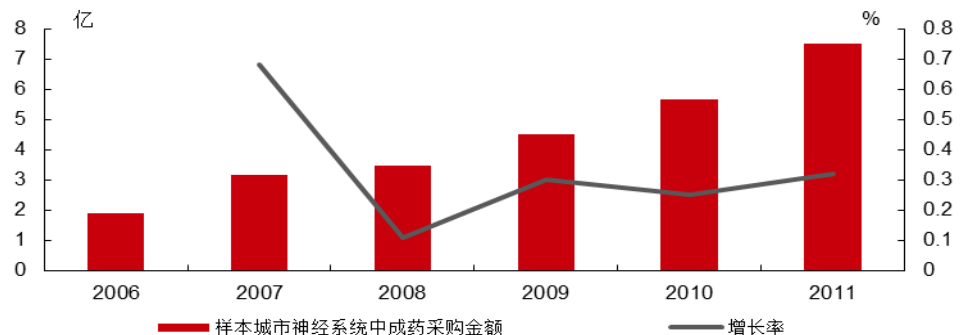
## 乌灵胶囊将迎来快速增长

中药治疗轻中度心理障碍愈发得到临床重视，而作为轻中度心理障碍中成药第一品牌乌灵胶囊拥有广阔的市场空间，保守估计到 2020 年将有 11.90 亿的市场规模。年内由于在浙江省（占总收入的 40%）的中标价（折合成 18 粒）上涨 11% 以及近 1-2 年新建学术营销团队的前期推广积累，预计今年乌灵胶囊将保持快速增长，增速将恢复至 25% 以上。

## 神经系统用中成药增长显著

中药重调养的优势使医院神经系统中成药表现优异，所占医院中成药份额逐年提升，2010 年达 3.48%，而且近两年采购增速都明显高过医院总体中成药。样本城市神经系统中成药采购金额 2011 年已达 7.49 亿，同比增长 32%。

图 6：样本城市神经系统中成药采购金额增长显著

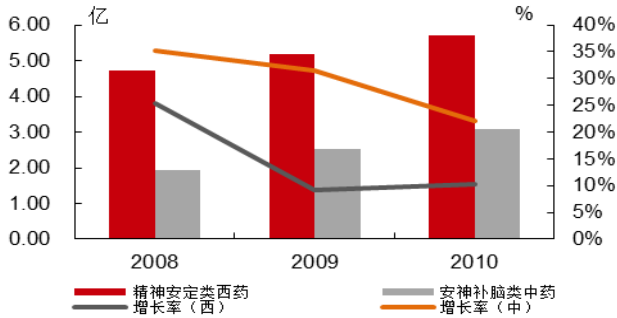


资料来源：SFDA 南方所，华泰联合证券研究所

## 治疗轻、中度心理障碍，中药相对西药更具竞争力

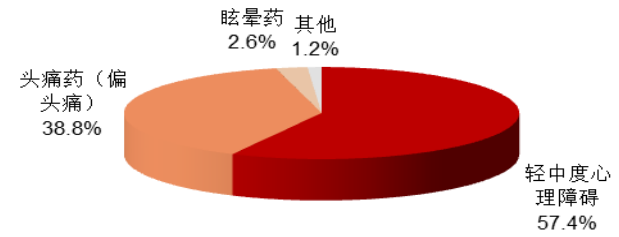
近年我国运用中药治疗轻、中度心理障碍也得到了临床医生的认可，从 2008-2010 年样本医院安神补脑类中药的采购金额增速显著高于精神安定类西药的采购金额增速上可以得到佐证。而且轻中度心理障碍中成药一直都是医院神经系统用中成药第一大类，2011 占 57.44% 的市场份额。

图 7：医院精神安定类西药和安神补脑类中药采购金额



资料来源：SFDA 南方所,华泰联合证券研究所

图 8：轻中度心理障碍是神经系统中成药第一大类

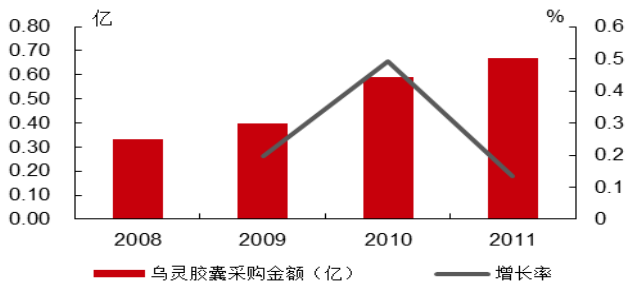


资料来源：SFDA 南方所,华泰联合证券研究所

### 乌灵胶囊市场前景广阔

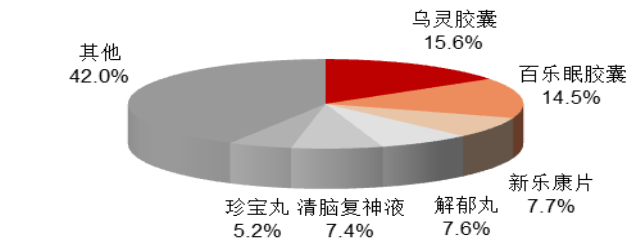
由于前期基数过大，再加上新建的学术推广团队还处于推广积累期，2011 年样本城市乌灵胶囊采购金额增速有所放缓，全年增长 13.56%，但依旧以 15.58%的份额占据轻中度心理障碍中成药用药第一的宝座。

图 9：2011 年乌灵胶囊样本城市采购金额增速有所放缓



资料来源：SFDA 南方所,华泰联合证券研究所

图 10：乌灵胶囊是治疗轻中度心理障碍的第一品牌（2011）



资料来源：SFDA 南方所,华泰联合证券研究所

未来基于轻、中度心理障碍药物市场巨大的增长弹性，中成药近年相对西药的高增长势头以及乌灵胶囊在同类中、西药中的独特优势。我们建立模型测算 2020 年乌灵胶囊的市场规模，保守估计乌灵胶囊都有 11.90 亿的市场规模，相比 2011 年公司乌灵胶囊收入 2.64 亿，还有近 5 倍的成长空间。

表格 1：2020 年乌灵胶囊市场规模测算

	保守	中性	乐观
2020 年中国人口 (亿)	14.18	14.18	14.18
轻、中度心理障碍疾病患病率	20%	24%	28%
轻、中度心理障碍疾病就诊率	25%	30%	35%
轻、中度心理障碍中成药使用比重	35%	38%	42%
乌灵胶囊占中成药比重	20%	24%	28%
患者平均治疗疗程	1.5 个	1.5 个	2 个
患者所需乌灵胶囊盒数 (18 粒装)	15 盒	15 盒	20 盒
乌灵胶囊每盒单价	15.99	15.99	15.99
<b>乌灵胶囊规模 (亿)</b>	<b>11.90</b>	<b>22.33</b>	<b>52.26</b>

注：2020 年总人口=2010 年人口数\* (1+2000-2010 年平均增长率)<sup>10</sup>

1.5 个疗程共 30 天，每天 9 粒，共 270 粒，每盒 18 粒共 15 盒，每盒单价按 2007-2010 年均值

资料来源：华泰联合证券研究所

## 乌灵胶囊今年将迎来快速增长

2011 年年底乌灵胶囊（折合成 18 粒）在浙江省基层医疗卫生机构的中标价上涨了 11%，由于浙江省基药中标结果将直接纳入县级及县级以上医疗机构，乌灵胶囊在浙江省内都将提价。而乌灵胶囊的提价及公司在省内一直加强其在该省其他科室的使用将拉升乌灵胶囊在浙江省内的销量，收入增速预计将达 30%以上。

**表格 2：乌灵胶囊招标价对比**

	2011.12	2010.1
乌灵胶囊（折合成 18 粒）	23.51	21.24

资料来源：浙江招标网，华泰联合证券研究所

考虑到乌灵胶囊在浙江省的收入占总收入的 40%，再加上公司已逐步形成以北京、杭州、上海、广州、西安为区域中心，辐射全国的销售网络、300 多人的学术推广团队，以及近 1-2 年新建的学术营销团队在前期推广积累下也将步入收获期，保守预计乌灵胶囊今年将迎来快速增长，收入增速将恢复至 25%以上。

## 高额分红 激励高管

公司 2011 年利润分配颇丰，每 10 股转增 8 股派发 5 元现金（含税），现金股利占当年净利润比重高达 79%。考虑到公司高管及主要核心人员均持有公司股份，此举即回馈了广大股东，又褒奖了公司高管及核心人员对公司业绩的贡献，更有助于激励公司高管持续做好业绩。

**表格 3：佐力药业部分高管及核心人员持股数**

	职位	持股数
俞有强	董事长	2475000
董宏宇	总经理	2250000
陈国芳	财务总监	300000
郑学根	副总经理	300000
郑超一	董事会秘书	150000
朱晓平	副总经理	300000
陈建	副总经理	300000
郭银丽	核心人员	150000
陈瑞祥	核心人员	300000
吴英	核心人员	150000

资料来源：浙江招标网，华泰联合证券研究所

## 风险提示

公司全国性营销网络建设缓慢；

后续产品跟进不足

**盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	529	505	593	704	<b>营业收入</b>	279	349	427	516
现金	424	380	441	521	营业成本	44	57	73	85
应收账款	34	43	53	63	营业税金及附加	4	5	6	7
其他应收款	2	2	3	4	营业费用	152	192	224	266
预付账款	4	5	6	7	管理费用	36	38	41	49
存货	17	19	24	29	财务费用	-2	-10	-10	-12
其他流动资产	46	56	66	80	资产减值损失	1	0	0	0
<b>非流动资产</b>	315	367	359	350	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	191	339	330	321	<b>营业利润</b>	46	67	93	121
无形资产	27	28	25	22	营业外收入	13	13	13	13
其他非流动资产	97	1	4	7	营业外支出	3	2	2	2
<b>资产总计</b>	844	872	952	1054	<b>利润总额</b>	57	78	104	132
<b>流动负债</b>	119	90	97	81	所得税	6	7	10	13
短期借款	61	40	30	30	净利润	51	71	94	119
应付账款	16	16	23	26	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	42	33	44	24	归属母公司净利	51	71	94	119
<b>非流动负债</b>	41	30	10	9	EBITDA	54	72	103	128
长期借款	30	20	0	0	EPS (元)	0.64	0.88	1.17	1.49
其他非流动负	11	10	10	9					
<b>负债合计</b>	160	120	106	89	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	80	80	80	80	<b>成长能力</b>				
资本公积	473	473	473	473	营业收入	6.3%	24.9%	22.4%	20.8%
留存收益	130	201	295	414	营业利润	34.6%	46.3%	38.7%	29.7%
归属母公司股	684	755	848	967	归属母公司净利	22.8%	38.6%	32.9%	26.7%
<b>负债和股东权</b>	844	875	955	1056	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	84.4%	83.8%	82.9%	83.5%
					净利率(%)	18.2%	20.2%	22.0%	23.0%
					ROE(%)	7.4%	9.4%	11.1%	12.3%
					ROIC(%)	10.8%	11.4%	16.2%	20.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	19.0%	13.8%	11.1%	8.4%
					净负债比率(%)	63.13	58.17	47.00	33.66
					流动比率	4.45	5.62	6.12	8.73
					速动比率	4.33	5.40	5.86	8.37
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.47	0.41	0.47	0.51
					应收账款周转率	8	9	9	9
					应付账款周转率	3.06	3.49	3.70	3.47
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新)	0.64	0.88	1.17	1.49
					每股经营现金流	0.17	0.46	1.03	1.22
					每股净资产(最	8.55	9.43	10.60	12.09
					<b>估值比率</b>				
					P/E	35.09	25.31	19.04	15.03
					P/B	2.61	2.37	2.11	1.85
					EV/EBITDA	27	20	14	11

数据来源: 华泰联合证券研究所



### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内  
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

### 股票评级

买入 股价超越基准20%以上  
增持 股价超越基准10%-20%  
中性 股价相对基准波动在±10%之间  
减持 股价弱于基准10%-20%  
卖出 股价弱于基准20%以上

### 行业评级

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

### 深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层  
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层  
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

### 免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2012年 华泰联合证券有限责任公司