

## 业绩平稳增长，全年有望逐步向好

——佐力药业（300181）2016年一季报点评

核心观点：

### 1. 事件

佐力药业发布2016年一季报，实现收入2.12亿元，同比增长30.59%；实现归属于上市公司股东的净利润2318.92万元，同比增长2.51%；实现扣非后归属于上市公司股东的净利润2159.48万元，同比增长6.16%。

### 2. 我们的分析与判断

**（一）并表因素及百令增长致收入实现较高增速，乌灵表现相对平稳**

公司2016年一季报业绩增速为2.51%，处于业绩预告区间居中位置，扣非后业绩增速为6.16%，相对净利润增速较好。公司收入增速为30.59%，比净利润增速较高，我们估计主要和百草并表和百令片高增长有关，乌灵胶囊一季度表现相对平稳，经过营销变革调整后（包括人员调整、招商推进以及OTC推进），今年乌灵有望逐季向好，全年有望实现10-20%增长。百令片随着招标省份的落地和营销团队的持续推进，在一季度实现较高增长的同时，全年仍有望挑战50%的增长。综合来看，一季度表现相对于2015年整体向好，营销团队经过一年的磨合，已经整装待发，2016年有望逐步向好，全年有望为公司带来新的变化！公司在年报经营计划与展望里面提出了2016年净利润增速在20%以上的目标，我们认为公司有望完成此项目标挑战（百令片有望持续高增长；公司改革完成后活力有望释放，乌灵胶囊有望恢复较好增长，新增并购业务整合后有望逐步发力）。

**（二）高起点布局精准医疗，具备精准医疗新龙头潜质，连续外延打开未来无限想象空间**

报告期内，公司参股科济生物，标志着公司以超高起点、超高规格进军精准医疗，科济生物在实体瘤的Car-T治疗领域具备国际领先的技术实力，具备成为未来国内细胞治疗龙头潜力！

我们重新梳理了公司外延式发展进程，一年半时间，六单外延相关动作连续落地，平均3个月一单，效率极高，这充分反映了公司管理层极大的决心与超强的执行力。公司参股科济生物进军精准医疗后，公司精准医疗战略布局有望开启，外延决心及执行力打开了公司未来发展布局的巨大想象空间，值得期待！

佐力药业（300181）

**推荐** 维持

分析师

李平祝

✉: lipingzhu@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130515040001

张金洋

✉: (8610) 83574546

✉: zhangjinyang@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130516040001

市场数据 时间 2016.04.19

A股收盘价(元)	9.66
A股一年内最高价(元)	18.18
A股一年内最低价(元)	7.48
上证指数	3042.82
市净率	4.55
总股本(亿股)	6.09
实际流通A股(亿股)	3.96
流通A股市值(亿元)	38.25

相关研究

1. 佐力药业（300181）点评报告：外延并购再下一城，进军服务志存高远 20150420
2. 佐力药业（300181）中报点评：百令强势发力，乌灵稳定增长，外延式和慢病管理值得期待 20150811
3. 佐力药业（300181）点评：收购百草战略意义重大，大健康布局更进一步 20150912
4. 佐力药业（300181）业绩预告点评：业绩受政策及改革阵痛期双重影响，外延从未止步，未来仍值得期待 20160113
5. 佐力药业（300181）点评：布局Car-T，正式进军精准医疗，连续外延打开未来无限想象空间 20160126
6. 佐力药业（300181）2015年年报点评：百令破亿，高起点布局精准医疗，连续外延打开未来无限想象空间 20160408

### 3、盈利预测与投资建议

预计 2016-2018 年摊薄后 EPS 分别为 0.17、0.21、0.26 元，对应 PE 分别为 57、47、38 倍。内生方面，公司拥有乌灵胶囊和百令片两大重磅潜力品种，现有业务通过营销改善、招商拓展、OTC 拓展未来三年仍有望翻番。外延方面，一年多时间，公司外延式相关项目已经连续落地六单，公司外延式发展注重长远布局和短期业绩的权衡和协同，公司增资参股科济生物，标志着正式进军精准医疗领域，公司未来发展无限想象空间被打开。我们认为”决心大+执行力强+资金充裕“的公司未来更值得重点关注和期待！此外，公司积极布局的大健康及慢病管理，有望成为公司未来一大亮点。经过 2015 年营销改革后，2016 年公司有望逐季向好。我们看好公司长期发展，维持“推荐”评级。

### 4、风险提示

外延并购进展不达预期，核心品种销售不达预期，精准医疗研究进展不达预期。

#### 主要财务指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	514.93	670.86	912.09	1077.45	1244.31
营业收入增长率	22.77%	30.28%	35.96%	18.13%	15.49%
净利润（百万元）	103.18	84.77	103.38	126.08	155.52
净利润增长率	27.39%	-17.84%	21.95%	21.96%	23.35%
EPS（元）	0.17	0.14	0.17	0.21	0.26
P/E	57	69	57	47	38
P/B	7.3	4.6	4.4	4.2	4.0
EV/EBITDA	20.70	40.64	26.07	23.57	20.69

资料来源：中国银河证券研究部

**附表 1: 公司财务报表 (百万元)**

指标(百万)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	指标(百万)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	192	381	412	374	605	营业收入	515	671	912	1077	1244
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	90	210	319	377	436
应收账款	211	223	273	313	364	营业税金及附加	7	7	9	11	12
预付款项	10	5	25	11	30	销售费用	254	286	374	437	498
其他应收款	2	3	4	4	5	管理费用	60	79	91	108	118
存货	73	199	191	269	262	财务费用	4	7	8	4	2
长期股权投资	0	4	4	4	4	资产减值损失	2	2	2	2	2
固定资产净额	431	483	422	357	292	公允价值变动损益	0	0	0	0	0
在建工程	34	4	0	0	0	投资收益	0	1	0	0	0
无形资产净值	42	46	39	32	25	营业利润	99	80	109	139	177
递延所得税资产	2	3	3	3	3	营业外净收入	21	26	27	27	27
资产总计	1122	1777	1785	1768	1991	税前利润	120	105	136	166	204
短期借款	106	184	0	0	0	所得税	14	12	20	25	31
应付票据	0	1	2	3	4	净利润增长率	32%	-12%	23%	22%	23%
应付账款	58	52	179	94	221	归属母公司净利润	103	1	1	1	2
预收款项	3	1	7	2	9	少数股东损益	4	214	273	348	429
应付职工薪酬	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.170	0.139	0.170	0.207	0.256
应交税费	0	1	2	3	4	摊薄每股收益	0.170	0.139	0.170	0.207	0.256
其他应付款	42	35	35	35	35	<b>指标</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
一年内到期的非长期借款	0	1	2	3	4	<b>成长性</b>					
长期借款	42	68	68	68	68	收入增长率	23%	30%	36%	18%	15%
长期应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	27%	-18%	22%	22%	23%
专项应付款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	36%	-9%	20%	19%	22%
其他非流动负债	0	0	0	0	0	<b>盈利能力</b>					
负债合计	250	341	290	200	334	毛利率	83%	69%	65%	65%	65%
所有者权益合计	872	1,436	1,495	1,568	1,657	净利润率	21%	14%	13%	13%	14%
<b>现金流量表 (百万)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	EBITDA/营业收入	29%	22%	24%	23%	21%
净利润	107	94	115	141	174	ROE (摊薄)	13%	7%	8%	9%	11%
折旧与摊销		32	248	2	285	ROIC	18%	9%	7%	10%	12%
经营活动现金流	14	97	248	2	285	<b>估值指标</b>					
投资活动现金流	-111	-331	23	23	23	P/E	56.98	69.35	56.87	46.63	37.80
融资活动现金流	-14	438	-240	-63	-77	P/S	11.42	8.76	6.45	5.46	4.72
净现金流	-112	204	31	-38	231	P/B	7.32	4.55	4.39	4.21	4.00
期初现金余额		246	381	412	374	EV/EBITDA	20.70	40.64	26.07	23.57	20.69
期末现金余额		381	412	374	605	股息收益率	1%	1%	1%	1%	1%

资料来源: 中国银河证券研究部

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**李平祝，张金洋，行业证券分析师。**本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座  
上海浦东新区富城路99号震旦大厦15楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层  
北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：王婷010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
深广地区：詹璐0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn  
海外机构：刘思瑶010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn