

蜕变期业绩有向好趋势符合预期，大健康布局助力长期发展

——佐力药业（300181）2016 年中报点评

2016 年 08 月 05 日

推荐/维持

佐力药业

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014	
		yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
张金洋	联系人		
		zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035

事件：

佐力发布年中报，上半年实现营业收入 4.67 亿元，同比增长 42.18%；归属于上市公司股东的净利润 5744.06 万元，同比增长 4.96%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 5049.82 万元，同比增长 7.20%。实现 EPS 为 0.09 元。

公司 2016 年 Q2 实现营业收入 2.56 亿元，同比增长 53.44%；实现归属于上市公司股东的净利润 3425.15 亿元，同比增长 6.69%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 2890.34 元，同比增长 7.99%。实现 EPS 为 0.05 元。

观点：

1、二季度业绩有向好趋势，乌灵系列增速恢复

公司 Q2 业绩增速为 6.69%，与 Q1 业绩 2.51% 增速相比有向好趋势，符合我们对公司全年业绩逐步向好的判断和预期。

公司在上半年收入端增速达到 42.18%，主要原因是百草中药饮片和百草医药合并报表因素（饮片业务贡献 5168.54 万收入）。我们预计除去饮片业务的并表因素来看，收入增速约略微超过 20%，收入增速仍然超过净利润的增速系营业成本增加和三大费用率增加所致（销售费用同比增加 28.95%，管理费用同比增加 18.69%，财务费用同比增加 89.23%）。毛利率方面，公司整体毛利率同比下降 9.88 个百分点，我们认为主要是由于百草并表（低毛利的中药饮片）及部分凯欣医药（低毛利商业）并表所致。

分业务来看，乌灵系列上半年收入 2.57 亿，增速 14.92% 略超预期，但毛利率下降 2.14%。百令片上半年收入 7371.92 万，增速 38.24%，毛利率上升 0.74%。报告期内，乌灵胶囊先后在福建、甘肃、天津中标，新增的 54 粒规格已在浙江、上海、甘肃、北京中标，百令片在天津中标，展望全年，两大产品销售收入有望随招标放量进一步提升。放眼全年，乌灵系列有望实现 15% 增速，百令片仍有望挑战 50% 增长。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，若三大费用率方面加以适当控制和改善，全年净利润增速 20% 以上的目标挑战有望完成。

2、外延并购逻辑再梳理，三大平台布局完成助力长期发展

报告期内，公司参股科济生物，开启精准医疗战略布局。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，临床试验进展良好结果喜人，具备成为未来国内细胞治疗龙头潜力。我们重新梳理公司外延式发展并购逻辑，公司在过去一年半的时间内连续落地六单外延并购，效率极高。在自身主业医药制造流通领域领域之外不断尝试探索探索，最终形成制造流通领域、医疗服务领域（德清医院）、新技术领域（科济生物）三大板块的初步布局并形成大健康生态系统，为长期发展打下良好基础。未来围绕着此系统公司外延方面还有巨大想象空间。

结论：

我们预计 2016-2018 年归母净利润分别为 1.01 亿元、1.23 亿元、1.50 亿元，EPS 分别为 0.17、0.20、0.25，对应 PE 分别为 54X、45X、37X。内生业绩方面，伴随招标放量和营销团队的持续推进，未来三年乌灵系列保持稳健增长，百令片有望维持高增长。另外公司中药饮片和医疗服务业务也有望在未来几年逐渐贡献利润。参股科济生物布局精准医疗为公司长期发展打开想象空间有助于估值水平的提升。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。首次覆盖，给予“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表		单位: 百万元					利润表		单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
流动资产合计	548	1102	1169	1319	1549	营业收入	515	671	906	1076	1273		
货币资金	249	450	520	558	657	营业成本	90	210	341	401	471		
应收账款	111	184	199	236	279	营业税金及附加	7	7	8	10	11		
其他应收款	2	3	4	4	5	营业费用	254	286	324	385	452		
预付款项	10	5	6	6	6	管理费用	60	79	91	108	127		
存货	73	199	299	352	413	财务费用	4	7	0	0	0		
其他流动资产	0	220	28	28	28	资产减值损失	1.74	2.24	0.00	0.00	0.00		
非流动资产合计	634	748	693	656	617	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	0	4	4	4	4	投资净收益	0.00	0.71	0.00	0.00	0.00		
固定资产	431	483	453	435	436	营业利润	99	80	142	172	211		
无形资产	42	46	41	37	32	营业外收入	21.73	27.51	0.00	0.00	0.00		
其他非流动资产	2	3	3	3	3	营业外支出	0.47	1.95	0.00	0.00	0.00		
资产总计	1182	1851	1862	1975	2165	利润总额	120	105	142	172	211		
流动负债合计	242	322	235	228	273	所得税	14	12	28	34	42		
短期借款	106	184	0	0	0	净利润	107	94	114	138	169		
应付账款	52	52	138	130	172	少数股东损益	4	9	12	15	18		
预收款项	3	1	1	1	1	归属母公司净利润	103	85	102	123	151		
一年内到期的非流	0	2	2	2	2	EBITDA	164	160	177	209	250		
非流动负债合计	68	93	93	93	93	BPS (元)	0.33	0.15	0.17	0.20	0.25		
长期借款	42	68	68	68	68	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
负债合计	310	415	328	322	366	成长能力							
少数股东权益	68	144	156	171	189	营业收入增长	22.77%	30.28%	35.07%	18.73%	18.30%		
实收资本(或股本)	317	609	609	609	609	营业利润增长	43.19%	-19.50%	77.81%	21.14%	22.49%		
资本公积	237	411	411	411	411	归属于母公司净利润	19.89%	20.68%	19.89%	20.68%	22.80%		
未分配利润	219	231	276	331	399	获利能力							
归属母公司股东权	804	1292	1378	1482	1610	毛利率(%)	82.50%	68.65%	62.38%	62.69%	62.96%		
负债和所有者权益	1182	1851	1862	1975	2165	净利率(%)	20.73%	13.96%	12.54%	12.79%	13.25%		
现金流量表		单位: 百万元					总资产净利润(%)						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	12.84%	6.56%	7.38%	8.27%	9.35%		
经营活动现金流	14	97	248	56	122	偿债能力							
净利润	107	94	114	138	169	资产负债率(%)	26%	22%	18%	16%	17%		
折旧摊销	62	73	0	37	39	流动比率	2.26	3.43	4.98	5.77	5.68		
财务费用	4	7	0	0	0	速动比率	1.96	2.81	3.71	4.24	4.16		
应收账款减少	0	0	-15	-37	-43	营运能力							
预收账款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.48	0.44	0.49	0.56	0.61		
投资活动现金流	-111	-331	22	0	0	应收账款周转率	7	5	5	5	5		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	14.28	12.92	9.53	8.01	8.42		
长期股权投资减少	0	0	20	0	0	每股指标(元)							
投资收益	0	1	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.33	0.15	0.17	0.20	0.25		
筹资活动现金流	-14	438	-200	-18	-23	每股净现金流(最新)	-0.35	0.34	0.12	0.06	0.16		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.54	2.12	2.26	2.44	2.65		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	173	292	0	0	0	P/E	27.39	60.27	54.13	44.86	36.53		
资本公积增加	-173	175	0	0	0	P/B	3.56	4.26	3.99	3.71	3.42		
现金净增加额	-112	204	70	38	99	EV/EBITDA	16.80	33.17	28.50	23.98	19.67		

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。