

2022年01月22日

证券研究报告·公司研究报告

佐力药业 (300181) 医药生物

当前价: 10.47 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券  
SOUTHWEST SECURITIES

## 乌灵胶囊龙头企业，进入加速增长新阶段

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 1) 乌灵胶囊作为核心产品，一直保持稳健增长，2020年乌灵胶囊新增进入《新型冠状病毒肺炎疫情影响心身健康援助手册》等多个指南，有望成为过10亿大品种；2) 2020年公司中药配方颗粒收入已经超过3000万元。公司进入中药配方颗粒行业较早，品种数量相对较多，产品质量较高，中药配方颗粒有望成为公司新增长点；3) 参股科济生物，未来有望贡献投资收益。
- **乌灵胶囊龙头企业，进入加速增长新阶段。** 2011-2014年，公司收入端一直保持较快增长，2015年开始，因主力产品销售调整，加之子公司商誉减值等因素影响，公司利润持续下降，经过几年调整，2019年开始，公司收入利润开始迎来恢复，2021年开始迎来高速增长。
- **主力产品成长空间较大，中药配方颗粒有望成为新增长点。** 公司主要产品包括乌灵系列、百令片、中药饮片、中药配方颗粒等产品。乌灵胶囊作为核心产品，一直保持稳健增长，2020年乌灵胶囊新增进入《新型冠状病毒肺炎疫情影响心身健康援助手册》等多个指南，有望成为过10亿大品种。百令片是公司收购来的品种，市场竞争格局较好，研发生产壁垒较高，一直保持较快增长。整体来看，公司核心产品前期主要在医院端进行推广，目前公司逐步加大在零售端推广力度，预计未来仍将保持较快增长。2017年开始，公司进入中药配方颗粒行业，并成为浙江省的4家试点企业之一，2020年公司中药配方颗粒收入已经超过3000万元。公司进入中药配方颗粒行业较早，品种数量相对较多，产品质量较高，预计有望抢占行业先机，中药配方颗粒有望成为公司新增长点。
- **参股科济生物，未来有望贡献投资收益。** 科济生物是一家于2014年在上海成立的临床级生物医药公司，法人代表为李宗海博士，2021年，科济生物登陆港股。目前科济生物研发进展最快的产品是靶向BCMA靶点的治疗多发性骨髓瘤的CAR-T产品CT053，目前处于关键性II/III临床阶段，其次靶向CLAUDIN18.2的CAR-T产品CT041进度也相对较快。预计随着产品的逐步上市，未来有望为公司贡献一定投资收益。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司2021-2023年归母净利润复合增速有望达到52.8%。公司是我国乌灵行业龙头，主力产品乌灵胶囊和百令片有望随着销售力度的加大，继续保持较快增长，同时，公司的中药配方颗粒业务有望成为新增长点，业绩进入加速增长阶段，长期发展值得期待。
- **风险提示:** 产品降价风险，研发不及预期风险，医药行业其他政策风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1090.88	1456.59	1895.52	2394.92
增长率	19.72%	33.52%	30.13%	26.35%
归属母公司净利润(百万元)	88.80	163.05	232.81	317.01
增长率	246.98%	83.61%	42.78%	36.17%
每股收益EPS(元)	0.15	0.27	0.38	0.52
净资产收益率ROE	5.54%	10.65%	3.77%	16.67%
PE	72	39	27	20
PB	3.71	4.01	3.64	3.23

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

分析师: 马云涛  
 执业证号: S1250520090001  
 电话: 021-68416017  
 邮箱: myt@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)	6.09
流通A股(亿股)	4.94
52周内股价区间(元)	5.52-13.26
总市值(亿元)	63.72
总资产(亿元)	33.19
每股净资产(元)	3.69

### 相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

<b>1 佐力药业：乌灵胶囊龙头企业，进入加速增长新阶段</b> .....	<b>1</b>
1.1 乌灵胶囊龙头企业.....	1
1.2 业绩低点已过，迎来增长新起点.....	2
<b>2 主力产品成长空间大，中药配方颗粒有望成为新增长点</b> .....	<b>4</b>
2.1 乌灵胶囊：公司核心产品，有望成为 10 亿大品种.....	5
2.2 百令片：市场竞争格局好，有望持续稳健增长.....	6
2.3 中药配方颗粒有望成为新增长点.....	7
<b>3 参股科济生物，未来有望贡献投资收益</b> .....	<b>8</b>
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>9</b>
4.1 盈利预测.....	9
4.2 相对估值.....	11
<b>5 风险提示</b> .....	<b>11</b>

## 图 目 录

图 1: 佐力药业股权结构.....	2
图 2: 公司营业收入逐步迎来恢复.....	2
图 3: 公司归母净利润迎来恢复.....	2
图 4: 2020 年公司营业收入构成情况.....	3
图 5: 公司整体毛利率和净利率情况.....	3
图 6: 公司近年销售费用率、管理费用率、财务费用率.....	4
图 7: 佐力药业乌灵胶囊.....	5
图 8: 公司乌灵系列收入情况.....	5
图 9: 公司百令系列收入情况.....	7
图 10: 公司中药配方颗粒系列收入情况.....	7
图 11: 李宗海博士.....	8
图 12: 科济生物合作伙伴.....	8
图 13: 科济生物产品管线.....	9

## 表 目 录

表 1: 佐力药业发展历史.....	1
表 2: 公司主要产品列表.....	4
表 3: 部分乌灵胶囊同类产品对比.....	6
表 4: 百令片与其同类产品对比.....	6
表 5: 佐力药业营业收入拆分 (亿元).....	10
表 6: 可比公司估值.....	11
附表: 财务预测与估值.....	12

# 1 佐力药业：乌灵胶囊龙头企业，进入加速增长新阶段

## 1.1 乌灵胶囊龙头企业

浙江佐力药业股份有限公司成立于 2000 年 1 月，是一家集科研、生产、销售于一体的国家高新技术现代化制药企业，于 2011 年上市。公司核心产品是乌灵胶囊，2014 年收购青海珠峰，获得百令片，2017 年，公司进入中药配方颗粒领域，基本形成了目前的业务结构。

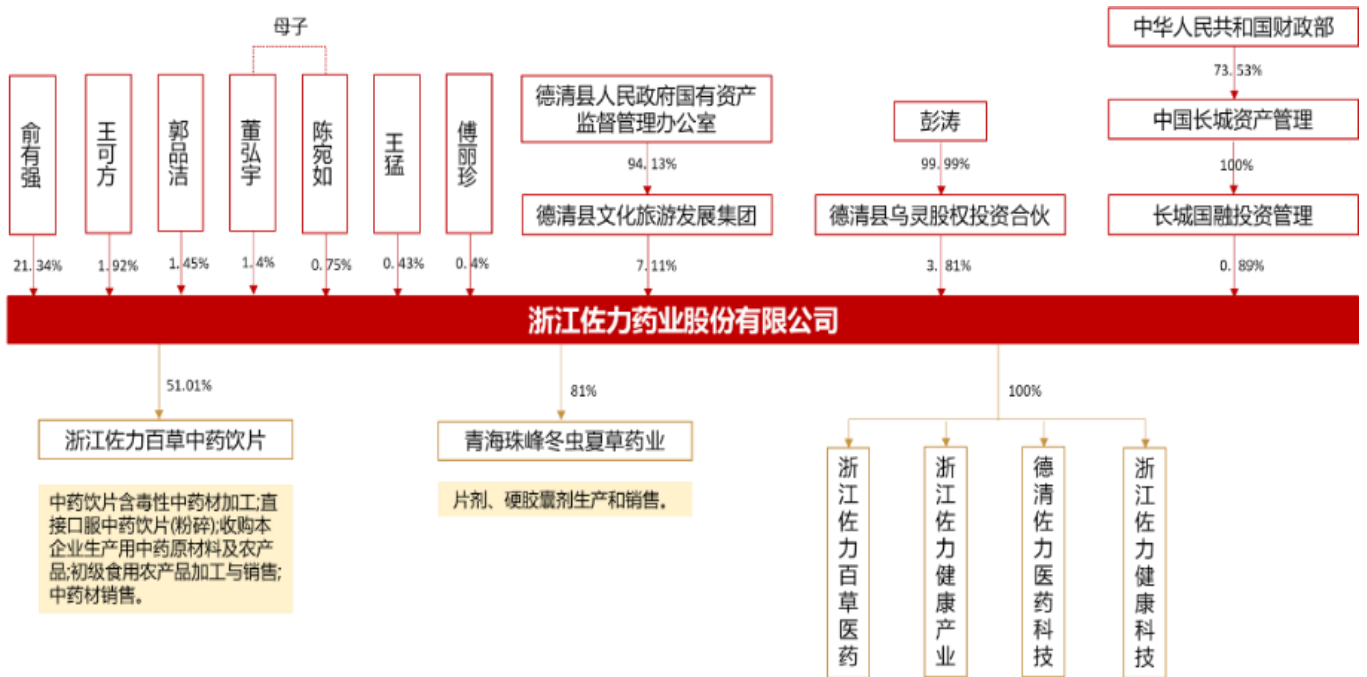
表 1：佐力药业发展历史

序号	药品名称
1995 年 10 月	浙江佐力医药保健品有限公司成立
1998 年 04 月	取得两个国家一类新药证书——乌灵菌粉和乌灵胶囊
2000 年 01 月	发起设立浙江佐力药业股份有限公司
2004 年 08 月	乌灵胶囊进入《国家基本医疗保险和工伤保险药品目录》
2006 年 09 月	乌灵胶囊列为国家二级中药保护品种
2009 年 05 月	灵莲花颗粒获得新药证书和生产批件
2011 年 02 月	在深圳证券交易所创业板成功挂牌上市
2012 年 01 月	灵泽片获得《药品注册批件》及《新药证书》
2014 年 07 月	收购青海珠峰冬虫夏草药业有限公司
2015 年 09 月	收购浙江百草中药饮片有限公司
2017 年 04 月	公司中药配方颗粒获得《药品 GMP 证书》
2018 年 10 月	乌灵胶囊、灵泽片、百令片进入《国家基本药物目录（2018 年版）》
2019 年 08 月	乌灵胶囊、灵泽片、百令片进入《国家医保目录（2019 年版）》
2020 年 06 月	公司取得《食品生产许可证》，具备了食品固体饮料的生产资质

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司控股股东和实际控制人是俞有强先生，合计持有公司 21.3% 的股份。公司拥有浙江佐力健康产业投资管理有限公司、德清佐力医药科技有限公司、浙江佐力百草医药有限公司、浙江佐力健康科技有限公司四家全资子公司，浙江佐力百草中药饮片有限公司、青海珠峰冬虫夏草药业有限公司两家控股子公司。

图 1：佐力药业股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 1.2 业绩低点已过，迎来增长新起点

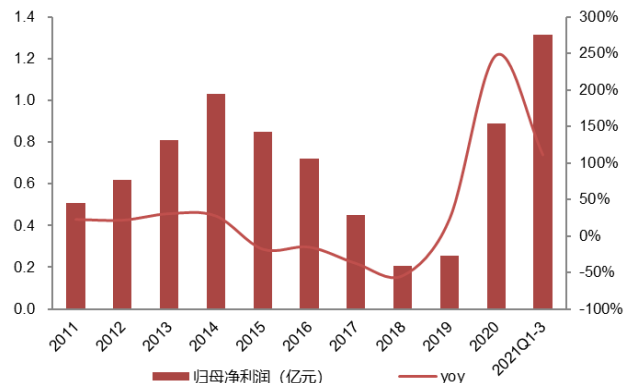
2011-2014 年，公司收入端一直保持较快增长，2015 年开始，因主力产品销售调整，收入出现下降，同时毛利率大幅下降，导致 2015 年开始，公司利润出现负增长，2015-2018 年，因主力产品增速放缓，加之子公司商誉减值等因素影响，公司利润持续下降，经过几年调整，2019 年开始，公司收入利润开始迎来恢复，2021Q1-3 公司实现收入 10.8 亿元，同比增长 40.1%，实现归母净利润 1.3 亿元，同比增长 110.9%，公司业绩迎来高增长。

图 2：公司营业收入逐步迎来恢复



数据来源：Wind，西南证券整理

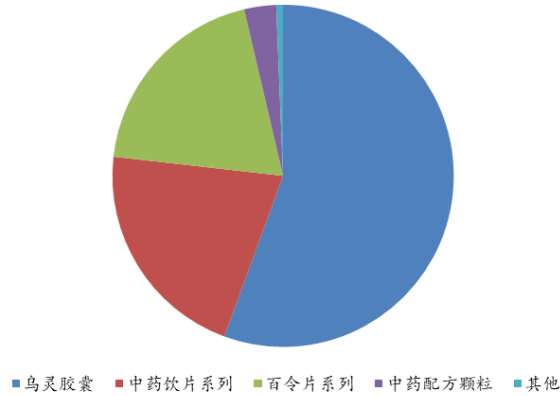
图 3：公司归母净利润迎来恢复



数据来源：Wind，西南证券整理

公司主营业务为包括乌灵系列、中药饮片系列、百令片系列和中药配方颗粒，其中乌灵系列占据超过50%的收入占比，中药饮片系列和百令片系列合计占据40%左右。

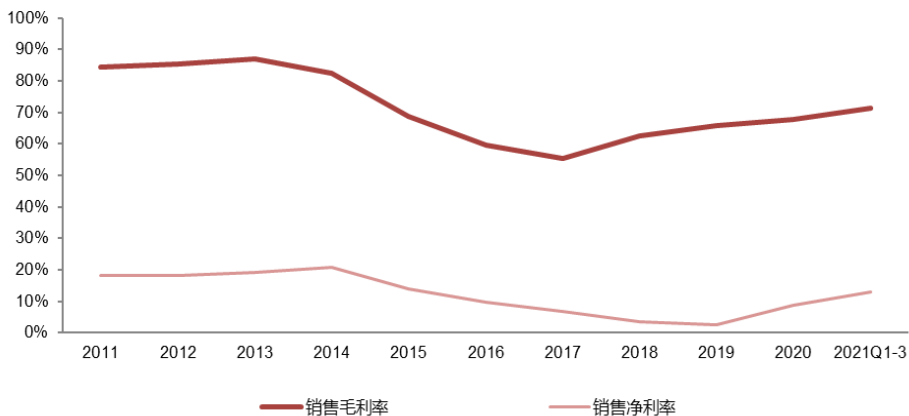
图 4：2020 年公司营业收入构成情况



数据来源：Wind，西南证券整理

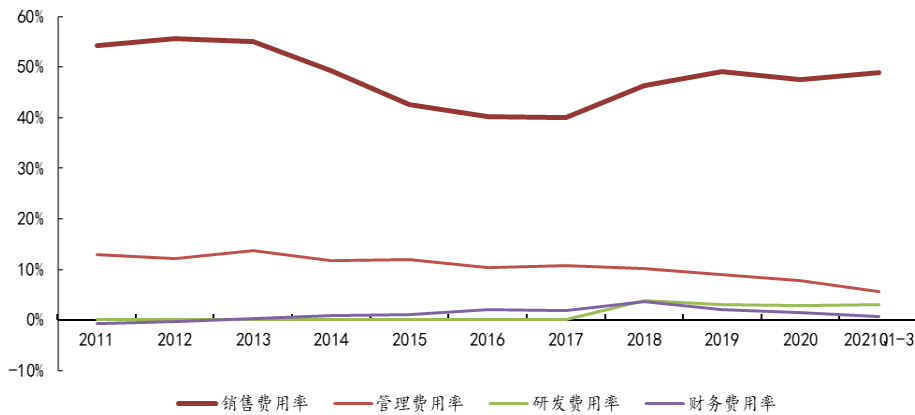
2011 年-2014 年，公司整体毛利率保持在 80%左右，净利率保持在 20%左右，随后因主力产品销售受影响，公司毛利率下降，2017 年降至最低点，近几年随着公司销售渠道的逐步调整，毛利率和净利率逐步回升，2021Q1-3 毛利率达到 71.4%，净利率达到 13.1%。

图 5：公司整体毛利率和净利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

2013 年-2017 年，受到行业变动以及公司内部销售调整等因素影响，公司销售费用率持续下降，2017 年开始，公司主力产品销售逐步恢复，销售费用率也增长到正常水平，2019 年开始，公司销售费用率、财务费用率和研发费用率整体保持稳定，管理费用率小幅下降。

**图 6：公司近年销售费用率、管理费用率、财务费用率**


数据来源: Wind, 西南证券整理

## 2 主力产品成长空间大，中药配方颗粒有望成为新增长点

公司主要产品包括乌灵系列、百令片、中药饮片、中药配方颗粒等产品。其中，乌灵系列产品是围绕“乌灵菌粉”这一国家中药一类新药开发的系列产品，包括乌灵胶囊、灵泽片、灵莲花颗粒；中药饮片系列有 1500 多个品规，包括茯苓、黄芪、麸炒白术、当归、麸白芍、丹参、陈皮、生地黄等品种，以及直接口服的饮片三七粉、川贝粉、破壁灵芝孢子粉等；中药配方颗粒是以传统中药饮片为原料，采用现代制药技术提取、浓缩、干燥、制粒、包装等生产工艺加工而成的系列产品。乌灵胶囊、百令片、灵泽片均是国家医保目录产品。

**表 2：公司主要产品列表**

序号	药品名称	适应症	备注
1	乌灵胶囊	补肾健脑，养心安神；用于心肾不交所致的失眠、健忘、心悸心烦、神疲乏力、腰膝酸软、头晕耳鸣、少气懒言、脉细或沉无力；神经衰弱见上述证候者。	国家医保乙类，中药保护品种，国家基本药物目录品种
2	灵莲花颗粒	养阴安神，交通心肾。用于围绝经期综合征、中医辨证属于心肾不交者，症见烘热汗出、失眠、心烦不宁、心悸、多梦易惊、头晕耳鸣、腰腿酸痛、大便干燥、舌红苔薄、脉细弦。	中药保护品种
3	灵泽片	益肾活血，散结利水。用于良性前列腺增生肾虚血瘀湿阻证出现的尿频，排尿困难，尿线变细，淋漓不尽，腰膝酸软等症。	国家医保乙类，国家基本药物目录品种
4	百令片	补肺肾，益精气。用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、腰背酸痛；慢性支气管炎的辅助治疗。	国家医保乙类，国家基本药物目录品种
5	中药饮片	中药材按中医药理论、经过加工炮制后的中药，可直接用于中医临床。	国家医保
6	中药配方颗粒	其性味功效与原中药饮片一致，供中医临床配方使用	

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 2.1 乌灵胶囊：公司核心产品，有望成为 10 亿大品种

乌灵参是生长在地下深处废弃白蚁巢内的一种药用真菌，具有很高的滋补功能和药用价值，极为珍稀。由于生长环境特殊，采收十分困难，且不易人工栽培。公司利用从天然乌灵参中分离获得的菌种，运用现代生物发酵技术，实现了乌灵参发酵菌粉（乌灵菌粉）的工厂化、规模化生产。乌灵菌粉和乌灵胶囊为国家中药一类新药。乌灵胶囊为国家医保目录品种、中药保护品种，具有“补肾健脑、养心安神”之功效，临床上主要用于抑郁、焦虑状态和失眠。2019 年 5 月，乌灵胶囊入选首批“浙产名药”。

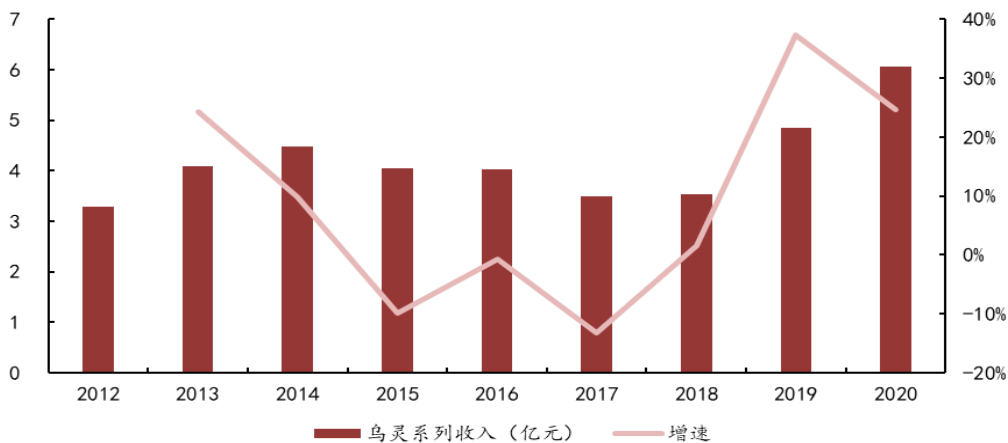
图 7：佐力药业乌灵胶囊



数据来源：公司官网，西南证券整理

乌灵系列一直保持稳健增长，从 2012 年的 3.3 亿元增长到 2020 年的 6.1 亿元，其中 2020 年增速较快，与乌灵胶囊医院终端覆盖数量增加及新增进入《新型冠状病毒肺炎疫情应激身心健康援助手册》、《疫情应激的焦虑抑郁状态中医心身治疗专家指导意见》、《黑龙江省新型冠状病毒肺炎中西医结合防治专家共识（第一版）》、《抑郁症中西医结合诊疗专家共识》、《COVID-19 疫情期间失眠障碍的管理》等指南有较大关系。前期公司主要在医院端进行推广，目前公司逐步加大在零售端推广力度，预计未来乌灵胶囊仍将保持较快增长。

图 8：公司乌灵系列收入情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

**表 3：部分乌灵胶囊同类产品对比**

排名	产品	日用药金额（元）	生产企业
1	天王补心丹	4.5	兰州佛慈制药,同仁堂,九芝堂,河南省宛西制药(仲景)等
2	朱砂安神丸	5.6	吉林市双士药业,北京御生堂,山西天生制药,商丘市金马药业等
3	血府逐瘀丸	14	药都制药,哈药集团世一堂制药厂,吉林一正药业,黑龙江参鸽药业等
4	安神补心丸	2.4	同仁堂,兰州佛慈制药,上海宝龙安庆药业,芜湖张恒春药业等
5	刺五加片	0.28, 0.33	黑龙江红豆杉药业,通化爱心药业,黑龙江乌苏里江制药,四川依科制药等
6	柏子养心丸	3.8	同仁堂,九芝堂,邯郸制药,山西华康药业等
7	养血安神丸*	4.9	同仁堂
8	磁朱丸	2.2	山西紫光辰济药业,洛阳顺势药业
9	癫痫宁片	7.2	昆明中药厂
10	安神补脑液	4.5	吉林敖东延边药业,江苏聚荣制药,广州白云山,同仁堂,山东鲁南厚普制药
11	乌灵胶囊	8	佐力药业

数据来源：康爱多，西南证券整理

## 2.2 百令片：市场竞争格局好，有望持续稳健增长

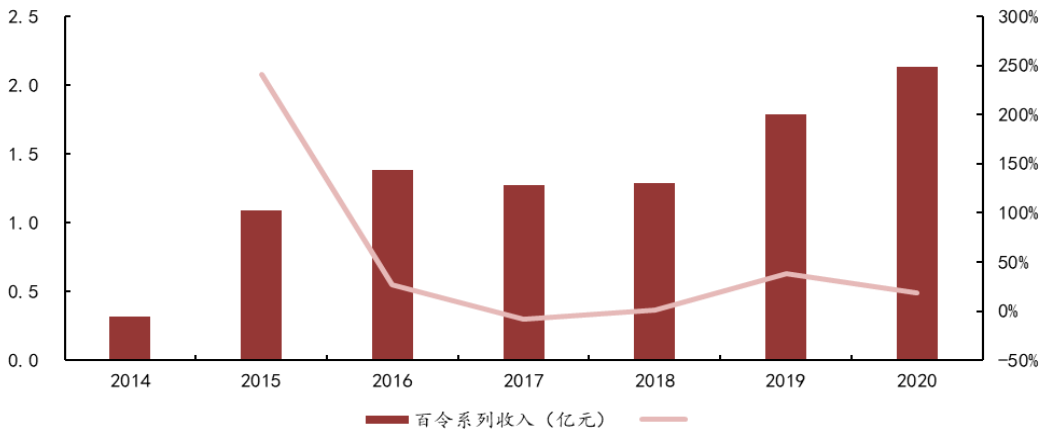
公司通过收购控股青海珠峰冬虫夏草药业有限公司，在药用真菌领域公司又成功拥有了冬虫夏草发酵制剂产品——百令片，百令片补肺肾、益精气，用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、腰背酸痛以及慢性支气管炎的辅助治疗等。

**表 4：百令片与其同类产品对比**

	百令胶囊	金水宝胶囊	百令片
生产企业	华东医药	江西济民可信	佐力药业
发酵菌种	蝙蝠蛾被毛孢菌	蝙蝠蛾拟青霉菌	蝙蝠蛾被毛孢菌
剂型	胶囊剂	胶囊剂	片剂
规格	0.5g×42粒；0.2g×60粒	0.33g×63粒	0.45g×60片
中标平均价格	60元；30元	38元	60元
价格	约 3.2 元/g	约 1.9 元/g	约 2.22 元/g

数据来源：康爱多，西南证券整理

公司的百令片上市以来，销售收入持续快速增长，从 2014 年的 0.3 亿元增长到 2020 年的 2.1 亿元，百令片市场竞争格局较好，研发生产壁垒较高，前期公司主要在医院端进行推广，目前公司逐步加大在零售端推广力度，预计未来百令片仍将保持较快增长。

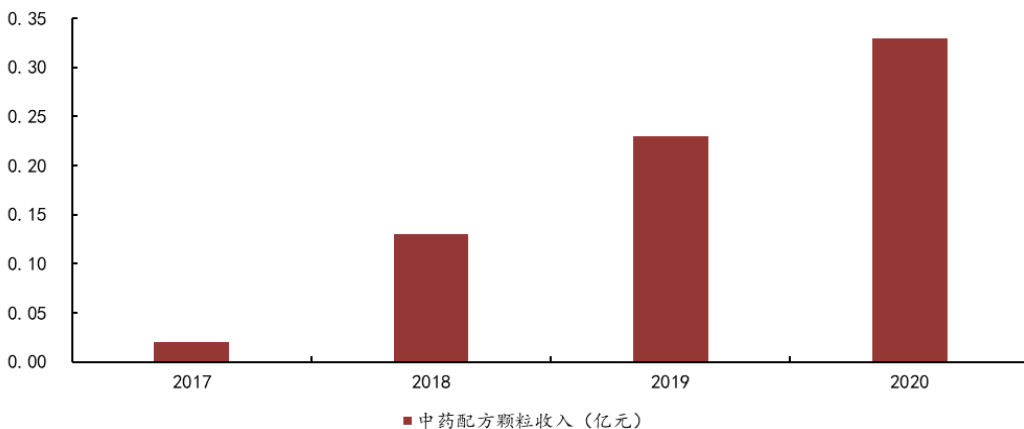
**图 9：公司百令系列收入情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2.3 中药配方颗粒有望成为新增长点

2021年2月10日，国家药监局公布了国家药监局、国家中医药局、国家卫健委和国家医保局联合发布的《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》，结束中药配方颗粒试点工作，中药配方颗粒品种实施备案管理，同时加强中药配方颗粒的管理，规范中药配方颗粒的质量控制与标准研究，推出国家标准，进一步引导行业规范健康发展，中药配方颗粒有望进入加速发展新阶段。

2017年开始，公司进入中药配方颗粒行业，并成为浙江省的4家试点企业之一，经过几年时间发展，2020年公司中药配方颗粒收入已经超过3000万元。公司进入中药配方颗粒行业较早，品种数量相对较多，产品质量较高，预计有望抢占行业先机，中药配方颗粒有望成为公司新增长点。

**图 10：公司中药配方颗粒系列收入情况**


数据来源：公司公告，西南证券整理

### 3 参股科济生物，未来有望贡献投资收益

2016年，公司全资孙公司佐力创新医疗以8910万元增资科济生物获得其7.85%股权。科济生物是一家于2014年在上海成立的临床级生物医药公司，法人代表为李宗海博士。2020年10月，为加速临床国际化布局，科济生物完成C轮融资，融资规模1.86亿美元，2021年，科济生物登陆港股。

李宗海博士目前担任科济生物医药（上海）有限公司总裁兼CEO，毕业于中南大学湘雅医学院并取得复旦大学医学博士学位。李宗海博士研究经历丰富，担任上海交通大学医学院附属仁济医院博士生导师、上海市肿瘤研究所癌基因及相关基因国家重点实验室研究组长、国际药物创新联盟执行理事、美国癌症协会会员、美国基因治疗协会会员、中国医药生物技术协会基因治疗分会首届委员。李宗海博士长期致力于研制高效安全的抗肿瘤生物药物和开发肿瘤新治疗靶标，在国内外学术期刊发表论文60多篇，参编专著2部，申报发明专利20余项，获得中国、美国等授权专利5项，在实体瘤CART疗法的研究方面处于国内顶尖、国际领先水平。

图 11：李宗海博士



数据来源：CARSGEN，西南证券整理

图 12：科济生物合作伙伴



数据来源：CARSGEN，西南证券整理

目前科济生物研发进展最快的产品是靶向BCMA靶点的治疗多发性骨髓瘤的CAR-T产品CT053，目前处于关键性II/III临床阶段，其次靶向CLAUDIN18.2的CAR-T产品CT041进度也相对较快。

**图 13: 科济生物产品管线**

	候选产品	靶点	适应症	全球权益	临床阶段			BLA/NDA	生物制品分类 <sup>4</sup>
					临床前	I期	关键性 <sup>3</sup> II/III期		
细胞疗法	常规型	CT053 <sup>1</sup>	BCMA	多发性骨髓瘤	✓	█	█		1类
		CT041 <sup>2-3</sup>	CLDN18.2	胃癌/胰腺癌	✓	█	█		1类
		CT011	GPC3	肝癌	✓	█	█		1类
		CT032	CD19	B细胞非霍奇金淋巴瘤	✓	█	█		1类
	新一代	CT017	GPC3	肝癌	✓	█			1类
		KJ-C1807	CLDN18.2	胃癌/胰腺癌	✓	█			1类
		KJ-C2112	EGFR/EGFRvIII	胶质母细胞瘤	✓	█			1类
		KJ-C2113	间皮素	實體瘤	✓	█			1类
		KJ-C2114	未披露	實體瘤	✓	█			1类
		KJ-C2111	BCMA	多发性骨髓瘤	✓	█			1类
mAb	AB011 <sup>1</sup>	CLDN18.2	胃癌/胰腺癌	✓	█			1类	

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设:

假设 1: 假设 2021 年开始, 公司乌灵系列加速增长, 2021-2023 年销量增速分别为 40%、35% 和 30%, 假设价格不变, 毛利率维持平稳, 2021-2023 年毛利率分别为 85%、85% 和 85%。

假设 2: 假设 2021 年开始, 公司百令片加速增长, 2021-2023 年销量增速分别为 30%、25% 和 20%, 假设价格不变, 毛利率维持平稳, 2021-2023 年毛利率分别为 80%、80% 和 80%。

假设 3: 假设 2021 年开始, 公司中药饮片维持平稳增长, 2021-2023 年销量增速分别为 20%、20% 和 20%, 假设价格不变, 毛利率维持平稳, 2021-2023 年毛利率分别为 20%、20% 和 20%。

假设 4: 假设 2021 年开始, 公司中药配方颗粒进入加速增长阶段, 2021-2023 年销量增速分别为 40%、35% 和 30%, 假设价格不变, 随着规模效应凸显, 毛利率持续提升, 2021-2023 年毛利率分别为 60%、62% 和 64%。

**表 5：佐力药业营业收入拆分（亿元）**

业务板块		2020A	2021E	2022E	2023E
乌灵胶囊	收入	6.06	8.48	11.45	14.89
	增速	24.69%	40.00%	35.00%	30.00%
	成本	1.03	1.27	1.72	2.23
	毛利	5.03	7.21	9.74	12.66
	毛利率	83.00%	85.00%	85.00%	85.00%
中药饮片系列	收入	2.31	2.77	3.33	3.99
	增速	6.45%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本	1.85	2.22	2.66	3.19
	毛利	0.46	0.55	0.67	0.80
	毛利率	19.90%	20.00%	20.00%	20.00%
百令片系列	收入	2.13	2.77	3.46	4.15
	增速	18.99%	30.00%	25.00%	20.00%
	成本	0.45	0.55	0.69	0.83
	毛利	1.68	2.22	2.77	3.32
	毛利率	78.90%	80.00%	80.00%	80.00%
中药配方颗粒剂	收入	0.33	0.46	0.62	0.81
	增速	43.48%	40.00%	35.00%	30.00%
	成本	0.14	0.18	0.24	0.29
	毛利	0.19	0.28	0.39	0.52
	毛利率	57.00%	60.00%	62.00%	64.00%
其他业务	收入	0.07	0.08	0.09	0.11
	增速	16.67%	15.00%	15.00%	15.00%
	成本	0.02	0.02	0.03	0.03
	毛利	0.05	0.06	0.06	0.07
	毛利率	71.43%	70.00%	70.00%	70.00%
合计	总营业收入	10.91	14.57	18.96	23.95
	增长率	19.76%	33.52%	30.13%	26.35%
	总营业成本	3.50	4.25	5.34	6.58
	毛利	7.41	10.31	13.62	17.37
	毛利率	67.92%	70.81%	71.85%	72.52%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 14.6 亿元、19 亿元和 24 亿元，归母净利润分别为 1.6 亿元、2.3 亿元和 3.2 亿元，EPS 分别为 0.27 元、0.38 元和 0.52 元，对应 PE 分别为 39 倍、27 倍和 20 倍。

## 4.2 相对估值

我们选取了行业中与佐力药业业务最为相近的华东医药、羚锐制药、健民集团和以岭药业四家公司，2021年四家公司的平均PE为25倍，2022年平均PE为20倍。公司是我国乌灵行业龙头，主力产品乌灵胶囊和百令片有望随着销售力度的加大，继续保持较快增长，同时，公司的中药配方颗粒业务有望成为新增长点，业绩进入加速增长阶段，长期发展值得期待。

表 6：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
000963.SZ	华东医药	37.33	1.61	1.56	1.88	2.27	23	24	20	16
600285.SH	羚锐制药	13.88	0.57	0.71	0.86	1.04	24	20	16	13
600976.SH	健民集团	67.41	0.96	2.10	2.77	3.48	70	32	24	19
002603.SZ	以岭药业	22.64	1.01	0.98	1.22	1.39	22	23	19	16
平均值							35	25	20	16

数据来源：Wind，西南证券整理

## 5 风险提示

产品降价风险，研发不及预期风险，医药行业其他政策风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	1090.88	1456.59	1895.52	2394.92	净利润	95.31	169.14	241.25	328.51
营业成本	350.24	425.25	533.56	658.06	折旧与摊销	56.37	106.74	110.40	114.15
营业税金及附加	14.91	20.39	26.54	33.53	财务费用	15.40	23.94	26.49	22.25
销售费用	517.61	699.16	909.85	1149.56	资产减值损失	-12.66	0.00	0.00	0.00
管理费用	83.56	94.68	123.21	155.67	经营营运资本变动	-48.09	-163.81	-130.16	-178.73
财务费用	15.40	23.94	26.49	22.25	其他	173.36	1.84	-0.41	-1.67
资产减值损失	-12.66	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>279.69</b>	<b>137.86</b>	<b>247.57</b>	<b>284.52</b>
投资收益	-0.06	0.50	0.50	0.50	资本支出	47.95	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.44	0.44	0.44	0.44	其他	-169.20	0.94	0.94	0.94
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>-121.25</b>	<b>-39.06</b>	<b>-39.06</b>	<b>-39.06</b>
<b>营业利润</b>	<b>109.96</b>	<b>194.11</b>	<b>276.82</b>	<b>376.80</b>	短期借款	86.03	131.83	-60.57	-62.54
其他非经营损益	-0.78	-0.35	-0.46	-0.48	长期借款	-58.09	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>109.18</b>	<b>193.75</b>	<b>276.36</b>	<b>376.32</b>	股权融资	0.20	0.00	0.00	0.00
所得税	13.87	24.62	35.11	47.81	支付股利	-12.17	-42.24	-77.55	-110.73
净利润	95.31	169.14	241.25	328.51	其他	-69.04	-296.49	-26.49	-22.25
少数股东损益	6.51	6.09	8.44	11.50	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-53.08</b>	<b>-206.89</b>	<b>-164.62</b>	<b>-195.52</b>
归属母公司股东净利润	88.80	163.05	232.81	317.01	<b>现金流量净额</b>	<b>105.36</b>	<b>-108.09</b>	<b>43.89</b>	<b>49.94</b>
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	253.75	145.66	189.55	239.49	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	279.97	442.45	547.08	690.68	销售收入增长率	19.72%	33.52%	30.13%	26.35%
存货	201.44	243.22	307.05	381.75	营业利润增长率	275.25%	76.53%	42.61%	36.12%
其他流动资产	230.21	238.44	291.89	352.71	净利润增长率	298.89%	77.46%	42.63%	36.17%
长期股权投资	1.66	1.66	1.66	1.66	EBITDA 增长率	86.43%	78.73%	27.38%	24.05%
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	750.09	688.04	622.34	552.88	毛利率	67.89%	70.81%	71.85%	72.52%
无形资产和开发支出	200.51	198.13	195.75	193.36	三费率	56.52%	56.14%	55.90%	55.43%
其他非流动资产	552.24	549.93	547.62	545.31	净利率	8.74%	11.61%	12.73%	13.72%
<b>资产总计</b>	<b>2469.88</b>	<b>2507.52</b>	<b>2702.94</b>	<b>2957.84</b>	ROE	5.54%	10.65%	13.77%	16.67%
短期借款	302.85	434.68	374.11	311.56	ROA	3.86%	6.75%	8.93%	11.11%
应付和预收款项	259.53	308.25	394.33	486.86	ROIC	8.06%	13.62%	17.46%	21.13%
长期借款	30.05	30.05	30.05	30.05	EBITDA/销售收入	16.66%	22.30%	21.83%	21.43%
其他负债	158.01	145.72	151.93	159.06	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>750.43</b>	<b>918.69</b>	<b>950.41</b>	<b>987.53</b>	总资产周转率	0.48	0.59	0.73	0.85
股本	608.62	608.62	608.62	608.62	固定资产周转率	1.48	2.03	2.91	4.10
资本公积	340.48	340.48	340.48	340.48	应收账款周转率	4.18	4.46	4.34	4.31
留存收益	396.19	517.01	672.26	878.55	存货周转率	1.64	1.85	1.87	1.86
归属母公司股东权益	1602.81	1466.11	1621.36	1827.65	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.67%	—	—	—
少数股东权益	116.63	122.72	131.17	142.67	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1719.45</b>	<b>1588.83</b>	<b>1752.53</b>	<b>1970.31</b>	资产负债率	30.38%	36.64%	35.16%	33.39%
负债和股东权益合计	2469.88	2507.52	2702.94	2957.84	带息债务/总负债	44.36%	50.59%	42.52%	34.59%
					流动比率	1.61	1.39	1.67	1.99
					速动比率	1.28	1.08	1.29	1.53
					股利支付率	13.71%	25.90%	33.31%	34.93%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.15	0.27	0.38	0.52
					每股净资产	2.83	2.61	2.88	3.24
					每股经营现金	0.46	0.23	0.41	0.47
					每股股利	0.02	0.07	0.13	0.18
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	181.73	324.79	413.71	513.20					
PE	71.76	39.08	27.37	20.10					
PB	3.71	4.01	3.64	3.23					
PS	5.84	4.37	3.36	2.66					
EV/EBITDA	32.34	18.78	14.50	11.47					
股息率	0.19%	0.66%	1.22%	1.74%					

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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。

## 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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 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

## 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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@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