

业绩高速增长，2022年值得期待

投资要点

- **事件：**公司发布2021年报，实现营业收入14.6亿元，同比增长33.6%；归母净利润1.8亿元，同比增长102%；扣非后归母净利润1.7亿元，同比增长106.4%。
- **乌灵系列高速增长，长期放量值得期待。**2021年公司乌灵系列产品实现收入8.5亿元，同比增长40.2%。乌灵胶囊作为核心产品，2018年进入基药目录后，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应急身心健康援助手册》等多个指南，进一步带动销售，目前乌灵系列产品已经超过8.5亿元，乌灵胶囊有望成为过20亿大品种。
- **百灵系列快速增长，竞争格局有望保持良好。**2021公司百令系列产品实现收入2.7亿元，同比增长24.3%。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。目前市场同类产品销售额合计超过50亿元，公司产品目前收入体量相对较小，未来成长空间仍较大。
- **中药配方颗粒业务有望受益政策，成为公司新增长点。**2021年公司中药配方颗粒实现收入0.4亿元，同比增长31.8%。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。
- **盈利预测与评级。**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。给予公司2022年25倍市盈率，对应目标价11元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**销售不及预期；集采风险；在研产品进度不及预期的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1457.40	1895.69	2394.94	3026.33
增长率	33.60%	30.07%	26.34%	26.36%
归属母公司净利润（百万元）	179.41	266.90	351.80	462.88
增长率	102.03%	48.76%	31.81%	31.58%
每股收益EPS（元）	0.29	0.44	0.58	0.76
净资产收益率ROE	9.68%	14.64%	16.17%	17.54%
PE	31	21	16	12
PB	2.81	2.95	2.47	2.04

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：duxu@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)	5.08
52周内股价区间(元)	6.9-13.26
总市值(亿元)	55.81
总资产(亿元)	25.46
每股净资产(元)	2.82

相关研究

1. 佐力药业(300181):乌灵胶囊龙头企业，进入加速增长新阶段 (2022-01-25)

关键假设：

假设 1: 假设 2022 年开始, 公司乌灵系列加速增长, 2022-2024 年销量增速分别为 35%、30%和 30%, 假设价格不变, 毛利率维持平稳, 2022-2024 年毛利率分别为 88%、88%和 88%。

假设 2: 假设 2022 年开始, 公司百令片加速增长, 2022-2024 年销量增速分别为 25%、20%和 20%, 假设价格不变, 毛利率维持平稳, 2022-2024 年毛利率分别为 79%、79%和 79%。

假设 3: 假设 2022 年开始, 公司中药饮片维持平稳增长, 2022-2024 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, 2022-2024 年毛利率分别为 20%、20%和 20%。

假设 4: 假设 2022 年开始, 公司中药配方颗粒进入加速增长阶段, 2022-2024 年销量增速分别为 35%、30%和 25%, 假设价格不变, 随着规模效应凸显, 毛利率持续提升, 2022-2024 年毛利率分别为 56%、57%和 58%。

表 1：佐力药业营业收入拆分（亿元）

业务板块		2021A	2022E	2023E	2024E
乌灵胶囊	收入	8.50	11.47	14.91	19.39
	增速	40.22%	35.00%	30.00%	30.00%
	成本	1.06	1.38	1.79	2.33
	毛利	7.43	10.09	13.12	17.06
	毛利率	87.48%	88.00%	88.00%	88.00%
中药饮片系列	收入	2.90	3.48	4.18	5.01
	增速	25.53%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本	2.31	2.78	3.34	4.01
	毛利	0.59	0.70	0.84	1.00
	毛利率	20.39%	20.00%	20.00%	20.00%
百令片系列	收入	2.65	3.31	3.97	4.76
	增速	24.28%	25.00%	20.00%	20.00%
	成本	0.56	0.69	0.83	1.00
	毛利	2.08	2.61	3.14	3.76
	毛利率	78.72%	79.00%	79.00%	79.00%
中药配方颗粒剂	收入	0.43	0.59	0.76	0.95
	增速	31.79%	35.00%	30.00%	25.00%
	成本	0.20	0.26	0.33	0.40
	毛利	0.24	0.33	0.44	0.55
	毛利率	54.45%	56.00%	57.00%	58.00%
其他业务	收入	0.09	0.10	0.12	0.14
	增速	28.57%	15.00%	15.00%	15.00%
	成本	0.03	0.03	0.04	0.04

业务板块		2021A	2022E	2023E	2024E
	毛利	0.06	0.07	0.08	0.10
	毛利率	66.67%	70.00%	70.00%	70.00%
合计	总营业收入	14.57	18.95	23.94	30.25
	增长率	33.54%	30.07%	26.34%	26.36%
	总营业成本	4.16	5.14	6.33	7.78
	毛利	10.41	13.81	17.61	22.48
	毛利率	71.42%	72.85%	73.57%	74.29%

数据来源: Wind, 西南证券

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 30 倍，2022 年平均 PE 为 23 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。给予公司 2022 年 25 倍市盈率，对应目标价 11 元，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
000963.SZ	华东医药	34.40	1.61	1.56	1.88	2.27	21	22	18	15
600285.SH	羚锐制药	11.41	0.57	0.71	0.86	1.04	20	16	13	11
600976.SH	健民集团	45.42	0.96	2.10	2.77	3.48	47	22	16	13
002603.SZ	以岭药业	32.41	1.01	0.98	1.22	1.39	32	33	27	23
平均值							30	23	19	16

数据来源: Wind, 西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1457.40	1895.69	2394.94	3026.33	净利润	191.98	276.86	364.56	479.67
营业成本	416.34	514.63	632.99	778.00	折旧与摊销	56.07	77.11	82.46	86.73
营业税金及附加	18.23	26.54	33.53	42.37	财务费用	9.20	0.19	0.24	0.30
销售费用	708.50	909.93	1149.57	1452.64	资产减值损失	-4.01	0.00	0.00	0.00
管理费用	85.76	123.22	155.67	196.71	经营营运资本变动	131.92	-118.49	-72.37	-109.83
财务费用	9.20	0.19	0.24	0.30	其他	-133.37	4.24	-2.53	-1.14
资产减值损失	-4.01	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	251.80	239.91	372.36	455.74
投资收益	1.20	0.50	0.50	0.50	资本支出	-29.22	-40.00	-40.00	-40.00
公允价值变动损益	0.52	0.52	0.52	0.52	其他	-7.67	1.02	1.02	1.02
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-36.89	-38.98	-38.98	-38.98
营业利润	224.95	322.20	423.96	557.33	短期借款	-124.65	130.18	-283.21	-25.16
其他非经营损益	-2.63	-1.60	-1.81	-1.87	长期借款	-30.05	0.00	0.00	0.00
利润总额	222.31	320.60	422.15	555.45	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	30.33	43.74	57.59	75.78	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	191.98	276.86	364.56	479.67	其他	-88.25	-373.84	-0.24	-0.30
少数股东损益	12.58	9.97	12.76	16.79	筹资活动现金流净额	-242.95	-243.66	-283.45	-25.46
归属母公司股东净利润	179.41	266.90	351.80	462.88	现金流量净额	-28.04	-42.73	49.92	391.30
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	232.30	189.57	239.49	630.79	成长能力				
应收和预付款项	331.80	474.80	584.10	735.92	销售收入增长率	33.60%	30.07%	26.34%	26.36%
存货	273.59	332.92	412.21	507.62	营业利润增长率	104.57%	43.23%	31.58%	31.46%
其他流动资产	103.97	66.88	67.24	67.70	净利润增长率	101.43%	44.21%	31.67%	31.58%
长期股权投资	1.80	1.80	1.80	1.80	EBITDA 增长率	59.70%	37.66%	26.82%	27.18%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	778.73	745.48	706.88	664.00	毛利率	71.43%	72.85%	73.57%	74.29%
无形资产和开发支出	195.21	193.91	192.61	191.31	三费率	55.13%	54.51%	54.51%	54.51%
其他非流动资产	831.12	828.56	826.00	823.44	净利率	13.17%	14.60%	15.22%	15.85%
资产总计	2748.53	2833.93	3030.34	3622.58	ROE	9.68%	14.64%	16.17%	17.54%
短期借款	178.20	308.37	25.16	0.00	ROA	6.98%	9.77%	12.03%	13.24%
应付和预收款项	379.05	429.39	538.75	669.49	ROIC	15.94%	21.97%	26.73%	32.60%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	19.91%	21.07%	21.16%	21.29%
其他负债	208.06	205.53	211.24	218.22	营运能力				
负债合计	765.31	943.29	775.15	887.72	总资产周转率	0.56	0.68	0.82	0.91
股本	608.62	608.62	608.62	608.62	固定资产周转率	1.96	2.58	3.35	4.46
资本公积	340.48	340.48	340.48	340.48	应收账款周转率	5.10	5.13	4.89	4.96
留存收益	525.52	792.42	1144.21	1607.10	存货周转率	1.73	1.68	1.68	1.68
归属母公司股东权益	1844.06	1741.52	2093.31	2556.20	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.08%	—	—	—
少数股东权益	139.15	149.12	161.88	178.67	资本结构				
股东权益合计	1983.22	1890.64	2255.19	2734.87	资产负债率	27.84%	33.29%	25.58%	24.51%
负债和股东权益合计	2748.53	2833.93	3030.34	3622.58	带息债务/总负债	23.28%	32.69%	3.25%	0.00%
					流动比率	1.61	1.40	2.19	2.75
					速动比率	1.14	0.96	1.50	2.03
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	290.21	399.50	506.66	644.36	每股收益	0.29	0.44	0.58	0.76
PE	31.11	20.91	15.86	12.06	每股净资产	3.26	3.11	3.71	4.49
PB	2.81	2.95	2.47	2.04	每股经营现金	0.41	0.39	0.61	0.75
PS	3.83	2.94	2.33	1.84	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	16.06	12.09	8.87	6.33					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 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	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn