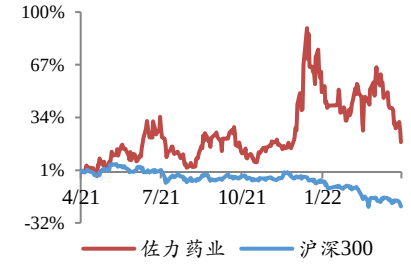
聚焦主业带来业绩高增长，乌灵胶囊龙头未来可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-04-22

收盘价（元）	8.29
近 12 个月最高/最低（元）	13.26/6.81
总股本（百万股）	609
流通股本（百万股）	508
流通股比例（%）	83.45
总市值（亿元）	50
流通市值（亿元）	42

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：李昌幸

执业证书号：S0010121080070

邮箱：licx@hazq.com

主要观点：

- **事件：**

公司发布 2021 年年度报告，该公司年内营业收入为 14.57 亿元，同比增长 33.60%。归属于上市公司股东的净利润为 1.79 亿元，同比增长 102.03%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 1.73 亿元，同比增长 106.37%。基本每股收益为 0.2948 元。拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.00 元(含税)。

公司发布 2022 年一季报，一季度营业收入为 4.39 亿元，同比增长 29.18%。归属于上市公司股东的净利润为 6874.67 万元，同比增长 56.97%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 6742.44 万元，同比增长 55.77%。基本每股收益为 0.113 元。

- **分析点评**

毛利率提升明显，季度增长亮眼。2021 年公司整体毛利率为 71.43%，同比+3.54 个百分点；期间费用率 58.26%，同比-1.05 个百分点；其中销售费用率 48.61%，同比+1.17 个百分点；管理费用率 9.02%，同比-1.43 个百分点；财务费用率 0.63%，同比-0.78 个百分点；经营性现金流净额为 2.52 亿元，同比-9.97%。

2021 年分季度来看，公司 Q1-Q4 单季度收入分别为 3.40、3.58、3.81、3.79 亿元，同比增速分别为+76.07、+30.67、+25.77、+17.93%，Q1-Q4 单季度归母净利润分别为 0.44、0.43、0.45、0.48 亿元，同比增速分别为+300.98、+116.16、+41.98、+81.18%，Q1-Q4 单季度扣非归母净利润分别为 0.43、0.39、0.44、0.46 亿元，同比增速分别为+306.54、+110.19、+46.08、+91.23%。

乌灵、百令系列高速增长，集采降价有限期待未来持续放量。分产品来看，乌灵系列部分收入为 8.50 亿元，同比增速为+40.22%；毛利率为 87.48%，同比增加 4.48 个百分点。百令片系列部分收入为 2.65 亿元，同比增速为+24.28%；毛利率为 78.72%，基本持平。中药饮片系列部分收入为 2.89 亿元，同比增速为+25.53%；毛利率为 20.39%，同比增加 0.49 个百分点。中药配方颗粒剂收入 0.44 亿元，同比增速为+31.79%。其中核心产品乌灵胶囊（折 36 粒）2021 年销售 2320.77 万盒，同比增长 32.52%。百令片（折 30 片）2021 年销售 1310.24 万盒，同比增长 25.05%。

在 2022 年 4 月广东省中成药集采中，公司产品乌灵胶囊、珠峰药业产品百令片均拟中选，降幅均相对有限。乌灵胶囊和百令片均为国家基药目录产品，其中乌灵胶囊于 2021 年度在本次省际联盟覆盖的 6 个省（区）销售量占全国销量的 22.45%，百令片于 2021 年度在本次省际联盟参与报量的 3 个省（广东、海南、青海）销售量占全国销量的 8.35%。乌

灵胶囊和百令片本次集采中选，巩固了广东联盟所在区域的市场份额，虽然销售价格有所降低，但有利于减轻患者用药负担，提高药品可及性。

独家产品优势突出。公司围绕乌灵菌粉延伸开发系列产品战略，构建出具有自主知识产权的产品线，乌灵胶囊、灵泽片、灵莲花颗粒均为独家产品。乌灵胶囊是国家中药一类新药、中药保护品种，具备良好的市场开拓基础。灵莲花颗粒"治疗妇女更年期综合症的药物制剂及其制备方法"和灵泽片"治疗前列腺炎、前列腺增生的药物组合物及其制备方法和制剂"均获得国家发明专利；灵莲花颗粒为国家中药二级保护品种。乌灵胶囊、灵泽片和百令片均进入了《国家基本药物目录(2018 年版)》、《国家医保目录（2021 版）》。

中药饮片和中药配方颗粒公司持续布局。中药饮片：控股子公司佐力百草中药现有中药饮片系列 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。配方颗粒：自公司获得浙江省中药配方颗粒专项科研企业以来，公司专注先进的生产技术和高质量标准，公司目前已有 600 多个中药配方颗粒备案品种。

品种发展梯队明确。以乌灵系列、百令片、中药饮片和配方颗粒为核心，大力拓展并服务基层市场，发挥现代中医药在慢病防治中的作用，力争把乌灵系列打造成 20 亿、百令片打造成 10 亿、中药饮片和配方颗粒打造成 10 亿规模的大品种，重点培育聚卡波非钙片为新的潜力品种；同时，通过外延式并购、研发创新丰富品种线，以及引进战略合作伙伴共同助力公司发展。

● 投资建议

由于公司年报更新，调整此前盈利预测。我们预计，公司 2022~2024 年收入分别 19.1/24.9/32.5 亿元，分别同比增长 31.2%/30.1%/30.8%，归母净利润分别为 2.6/3.4/4.4 亿元，分别同比增长 43.6%/31.2%/31.3%，对应 EPS 为 0.42/0.56/0.73 元，对应估值为 20X/15X/11X。维持"买入"投资评级。

● 风险提示

营销拓展不及预期；大品种依赖风险；集采影响超出预期等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1457	1912	2487	3255
收入同比（%）	33.6%	31.2%	30.1%	30.8%
归属母公司净利润	179	258	338	444
净利润同比（%）	102.0%	43.6%	31.2%	31.3%
毛利率（%）	71.4%	71.6%	70.9%	70.7%
ROE（%）	9.7%	12.3%	13.9%	15.4%
每股收益（元）	0.29	0.42	0.56	0.73
P/E	39.56	19.58	14.92	11.36
P/B	3.85	2.40	2.07	1.75
EV/EBITDA	29.15	16.19	12.13	8.81

资料来源： wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	942	1308	1867	2580
现金	232	401	709	1093
应收账款	300	477	620	811
其他应收款	27	10	14	18
预付账款	5	3	4	6
存货	274	312	416	549
其他流动资产	104	104	104	104
非流动资产	1807	1754	1701	1648
长期投资	2	2	2	2
固定资产	738	690	642	594
无形资产	65	60	55	50
其他非流动资产	1002	1002	1002	1002
资产总计	2749	3061	3567	4228
流动负债	585	622	766	952
短期借款	178	178	178	178
应付账款	277	294	391	517
其他流动负债	129	150	197	257
非流动负债	181	181	181	181
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	181	181	181	181
负债合计	765	803	947	1133
少数股东权益	139	157	181	211
股本	609	609	609	609
资本公积	340	340	340	340
留存收益	895	1153	1491	1935
归属母公司股东权	1844	2102	2440	2884
负债和股东权益	2749	3061	3567	4228

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	252	173	312	388
净利润	179	258	338	444
折旧摊销	60	53	53	53
财务费用	11	6	6	6
投资损失	-1	-2	-2	-3
营运资金变动	-10	-160	-107	-144
其他经营现金流	202	435	469	619
投资活动现金流	-37	2	2	3
资本支出	-148	0	0	0
长期投资	103	0	0	0
其他投资现金流	8	2	2	3
筹资活动现金流	-243	-6	-6	-6
短期借款	-125	0	0	0
长期借款	-30	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-88	-6	-6	-6
现金净增加额	-28	169	307	384

利润表 单位:百万元

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1457	1912	2487	3255
营业成本	416	543	723	955
营业税金及附加	18	25	32	42
销售费用	708	908	1169	1523
管理费用	86	122	154	202
财务费用	9	4	2	-1
资产减值损失	-4	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	1	2	2	3
营业利润	225	313	411	540
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	4	0	0	0
利润总额	222	313	411	540
所得税	30	38	49	65
净利润	192	276	362	475
少数股东损益	13	18	24	31
归属母公司净利润	179	258	338	444
EBITDA	243	300	375	472
EPS（元）	0.29	0.42	0.56	0.73

主要财务比率

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	33.6%	31.2%	30.1%	30.8%
营业利润	104.6%	39.2%	31.2%	31.3%
归属于母公司净利	102.0%	43.6%	31.2%	31.3%
获利能力				
毛利率（%）	71.4%	71.6%	70.9%	70.7%
净利率（%）	12.3%	13.5%	13.6%	13.6%
ROE（%）	9.7%	12.3%	13.9%	15.4%
ROIC（%）	7.2%	8.8%	10.0%	11.2%
偿债能力				
资产负债率（%）	27.8%	26.2%	26.5%	26.8%
净负债比率（%）	38.6%	35.5%	36.1%	36.6%
流动比率	1.61	2.10	2.44	2.71
速动比率	1.13	1.60	1.89	2.13
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.62	0.70	0.77
应收账款周转率	4.86	4.01	4.01	4.01
应付账款周转率	1.50	1.85	1.85	1.85
每股指标（元）				
每股收益	0.29	0.42	0.56	0.73
每股经营现金流薄）	0.41	0.29	0.51	0.64
每股净资产	3.03	3.45	4.01	4.74
估值比率				
P/E	39.56	19.58	14.92	11.36
P/B	3.85	2.40	2.07	1.75
EV/EBITDA	29.15	16.19	12.13	8.81

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人：李昌幸，研究助理，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于华西证券研究所。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。