

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

佐力药业(300181)

投资评级

上次评级

周平 医药行业首席分析师

执业编号: S1500521040001

联系电话: 15310622991

邮箱: zhouping@cindasc.com

相关研究

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

乌灵胶囊和配方颗粒放量增长迅速，精细化管理提升盈利能力

2022年04月22日

事件: 佐力药业发布 2021 年年报与 2022 年一季报, 2021 年公司实现营业收入 14.57 亿元 (+33.60%)、归母净利润 1.79 亿元 (+102.03%)、扣非后归母净利润 1.73 亿元 (+106.37%); 2022Q1 公司实现营业收入 4.39 亿元 (+29.18%)、归母净利润 0.69 亿元 (+56.97%)、扣非后归母净利润 0.67 亿元 (+55.77%)。

点评:

- **全面聚焦营销, 业绩增长迅速。**公司立足于药用真菌生物发酵技术生产现代生物中药产品, 主要产品包括药用真菌乌灵和百令系列产品、中药饮片及中药配方颗粒, 参股公司科济药业专注于实体瘤和血液恶性肿瘤的创新细胞疗法。2021 年公司实现营收 14.57 亿元 (+33.60%)、归母净利润 1.79 亿元 (+102.03%), 2022Q1 公司实现营收 4.39 亿元 (+29.18%)、归母净利润 0.69 亿元 (+56.97%), 业绩增速较高, 主要系公司加强学术推广及品牌宣传, 推广慢性疾病联合用药观念, 加快各级医院终端覆盖, 零售端加强互联网销售布局。公司盈利能力有所提升, 2020/2021/2022Q1 公司毛利率分别为 67.89%/71.43%/72.01%, 净利率分别为 8.74%/13.17%/16.56%, 呈上升态势。
- **深化创新研发, 精细化管理实现降本增效。**报告期内公司加强核心产品的学术研究和证据积累, 推进灵泽片四期临床研究, 启动乌灵胶囊用于老年痴呆的前期研究, 推进灵香片等新产品的临床前研究, 顺利取得首仿化药聚卡波非钙片《药品注册证书》, 注射用艾司奥美拉唑钠获得生产批件。此外, 公司实行精细化管理, 启动乌灵胶囊年产 4.5 亿粒生产线升级改造、百令片产能提升改造和灵泽片生产线优化项目, 完成英克 ERP 系统项目验收和公司数字化建设 3 年规划等。
- **王牌单品乌灵胶囊放量增长迅速, 市占率较为领先。**乌灵胶囊是独家品种, 为国家中药一类新药、中药保护品种, 具备良好的市场开拓基础, 也是国内首个提出治疗心理障碍和改善情绪的中药产品。2021 年乌灵系列营收 8.50 亿元 (+40.22%), 毛利率 87.48% (较上年同期增加 4.48pct), 根据年报, 2021 年乌灵胶囊在城市公立医院/城市实体药店/县级公立医院/乡镇卫生院中成药市场神经系统疾病领域市场份额排名分别居于第 2/7/3/8 名; 公司百令片产品作为泌尿系统疾病用药在 2021 年城市社区卫生中心(站)市场份额排第 6, 2021 年营收 2.65 亿元 (+24.28%)。公司战略为: 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。
- **试点结束行业具备数倍扩容潜力, 公司配方颗粒业务积极拓展中。**据年报记载, 公司控股子公司佐力百草中药现有中药饮片系列 1500 多个品

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

规，自公司获得浙江省中药配方颗粒专项科研企业以来，已有 600 多个备案品种，正积极推进国标及省标的关键技术攻关和备案工作。公司中药饮片和配方颗粒业务持续推进终端开发工作，积极参加医疗机构招标，精耕浙江省内市场。2021 年公司中药饮片业务营收 2.89 亿元 (+25.53%)，中药配方颗粒业务营收 4353.81 万元 (+31.79%)，我们认为行业试点结束放开生产和销售限制，具备数倍扩容潜力，公司配方颗粒业务正处于快速拓展阶段。

- **盈利预测：**佐力药业是国内乌灵系列龙头，2021 年和 2022Q1 业绩增速较高，系公司加强营销推广与创新研发推动下，王牌单品乌灵胶囊、百令片放量 and 中药配方颗粒业务拓展带动。公司加强精细化管理，降本增效有成效，毛利率和净利率呈上升态势。我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 18.57/23.79/30.48 亿元，同比增长 27.4%/28.1%/28.2%，归母净利润为 3.07/4.20/5.74 亿元，同比增长 71.4%/36.5%/36.9%，对应 2022-2024 年市盈率分别为 16.41/12.02/8.78 倍。
- **风险因素：**药品研发风险、并购整合和商誉减值风险、医药行业政策变动风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,091	1,457	1,857	2,379	3,048
增长率 YoY %	19.7%	33.6%	27.4%	28.1%	28.2%
归属母公司净利润(百万元)	89	179	307	420	574
增长率 YoY%	247.0%	102.0%	71.4%	36.5%	36.9%
毛利率%	67.9%	71.4%	68.6%	68.9%	69.2%
净资产收益率ROE%	5.5%	9.7%	14.1%	16.0%	17.8%
EPS(摊薄)(元)	0.15	0.29	0.51	0.69	0.94
市盈率 P/E(倍)	40.44	39.56	16.41	12.02	8.78
市净率 P/B(倍)	2.24	3.85	2.32	1.92	1.56

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 04 月 21 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	965	942	1,065	1,580	2,236	
货币资金	254	232	122	390	733	
应收票据	0	0	5	7	8	
应收账款	272	300	422	515	677	
预付账款	2	5	5	8	10	
存货	201	274	359	471	588	
其他	236	131	151	190	220	
非流动资产	1,505	1,807	1,972	2,097	2,254	
长期股权投资	2	2	2	2	2	
固定资产(合计)	749	738	765	789	821	
无形资产	70	65	87	90	97	
其他	683	1,002	1,118	1,215	1,334	
资产总计	2,470	2,749	3,037	3,677	4,490	
流动负债	599	585	517	684	851	
短期借款	303	178	0	0	0	
应付票据	11	19	23	32	38	
应付账款	189	277	351	469	582	
其他	96	110	143	183	231	
非流动负债	151	181	181	181	181	
长期借款	30	0	0	0	0	
其他	121	181	181	181	181	
负债合计	750	765	698	865	1,032	
少数股东权益	117	139	161	190	230	
归属母公司股	1,603	1,844	2,178	2,622	3,228	
负债和股东权益	2,470	2,749	3,037	3,677	4,490	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,091	1,457	1,857	2,379	3,048	
同比(%)	19.7%	33.6%	27.4%	28.1%	28.2%	
归属母公司净利润	89	179	307	420	574	
同比(%)	247.0	102.0	71.4%	36.5%	36.9%	
毛利率(%)	67.9%	71.4%	68.6%	68.9%	69.2%	
ROE%	5.5%	9.7%	14.1%	16.0%	17.8%	
EPS(摊薄)(元)	0.15	0.29	0.51	0.69	0.94	
P/E	40.44	39.56	16.41	12.02	8.78	
P/B	2.24	3.85	2.32	1.92	1.56	
EV/EBITDA	24.48	29.15	13.32	9.81	6.82	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	1,091	1,457	1,857	2,379	3,048	
营业成本	350	416	582	739	939	
营业税金及附加	15	18	24	30	39	
销售费用	518	708	798	999	1,250	
管理费用	84	86	93	119	152	
研发费用	30	46	55	72	91	
财务费用	15	9	0	-6	-14	
减值损失合计	-13	-4	0	0	0	
投资净收益	0	1	1	1	2	
其他	44	54	76	93	120	
营业利润	110	225	381	520	712	
营业外收支	-1	-3	0	0	0	
利润总额	109	222	381	520	712	
所得税	14	30	52	71	97	
净利润	95	192	329	449	615	
少数股东损益	7	13	22	29	40	
归属母公司净利润	89	179	307	420	574	
EBITDA	151	243	372	478	637	
EPS(当年)(元)	0.15	0.29	0.51	0.69	0.94	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	280	252	282	431	532	
净利润	95	192	329	449	615	
折旧摊销	56	60	68	59	60	
财务费用	17	11	4	0	0	
投资损失	0	-1	-1	-1	-2	
营运资金变动	25	-10	-117	-76	-141	
其它	86	0	0	0	0	
投资活动现金流	-121	-37	-210	-163	-189	
资本支出	-55	-148	-103	-56	-82	
长期投资	-67	103	-105	-105	-105	
其他	1	8	-2	-2	-1	
筹资活动现金流	-53	-243	-182	0	0	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	-9	-170	-178	0	0	
支付利息或股息	-31	-70	-4	0	0	
现金流净增加额	105	-28	-110	267	343	

研究团队简介

周平，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

李雨辰，团队成员，北京协和医学院医学博士。具有5年医药行业实业工作经验。曾就职于生物梅里埃、贝克曼库尔特（丹纳赫集团），具有丰富的实业经验。2021年7月加入信达证券，负责医疗器械板块研究工作。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，曾在长城证券研究所医药团队工作，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。