

## 业绩持续高增，主力产品优势显著

### 投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年度三季报，前三季度实现收入 13.4 亿元（+24.7%）；实现归母净利润 2 亿元（+55.1%）；扣非后归母净利润 2 亿元（+56.1%）。
- **业绩持续高增，费用整体保持平稳。**单三季度实现收入 4.5 亿元（+18%）；实现归母净利润 0.7 亿元（+53.6%）；扣非后归母净利润 0.7 亿元（+51%）。业绩增长驱动力是公司继续坚持“一体两翼”的战略目标和“稳自强、强招商”的营销策略，乌灵系列较去年同期增长 25.95%（其中灵泽片增长为 77.49%）。公司 2022Q3 毛利率为 71.34%（-0.09pp）。从费用端来看，公司 2022Q3 销售费率为 46.5%（-2.39pp），管理费率为 9.13%（+0.71pp），财务费率为 0.37%（-0.3pp），研发费率为 3.76%（+0.81pp）。
- **主力产品成长空间较大，产品优势显著。**依托于国家基药目录的优势，核心产品乌灵胶囊、灵泽片的销售延续较好的增长。乌灵胶囊在 2021 年中国城市公立医院、中国县级公立医院的中成药用药市场神经系统疾病用药排名中均位列第一，市占率分别高达 11.9%、8.3%。
- **独家品种集采降幅温和，有望实现以价换量。**乌灵胶囊分别于 2022 年 4 月广东联盟中成药集采中标（中标价降幅为 20.67%），以及 2022 年 10 月北京中成药集采中标（中标价降幅为 21%），百令片于 2022 年 4 月广东联盟集采中标（中标价降幅为 43.31%），公司将积极利用集采中标带来的机遇，加快医院覆盖和科室数量，有望实现以价换量。同时，公司推进乌灵系列二次开发，包括乌灵胶囊针对老年痴呆适应症的二次开发以及乌灵复方的开发。
- **中药饮片及配方颗粒产品营收快速增长，成为公司营收增长点。**1) 中药配方颗粒方面：公司持续推动中药配方颗粒标准化建设，加大投入加快新标准配方颗粒（国标/省标）的备案工作，积极布局中药配方颗粒国内市场。2) 中药饮片方面：公司现有中药饮片系列 1500 多个品规，以煎药服务为保障，主要通过佐力百草医药销售到医院中药房、中医门诊部等医疗机构。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.41 元、0.54 元、0.73 元，未来三年归母净利润将保持 35.2% 的复合增长率，维持“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 | 1878.01 | 2407.40 | 3173.58 |
| 增长率           | 33.60%  | 28.86%  | 28.19%  | 31.83%  |
| 归属母公司净利润（百万元） | 179.41  | 248.76  | 326.69  | 443.36  |
| 增长率           | 102.03% | 38.66%  | 31.33%  | 35.71%  |
| 每股收益 EPS（元）   | 0.29    | 0.41    | 0.54    | 0.73    |
| 净资产收益率 ROE    | 9.68%   | 14.76%  | 17.66%  | 21.35%  |
| PE            | 37      | 27      | 21      | 15      |
| PB            | 3.39    | 3.85    | 3.51    | 3.12    |

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

### 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) | 7.41-13.26 |
| 总市值(亿元)      | 67.25      |
| 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）：业绩高速增长，2022 值得期待（2022-04-21）
2. 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）

**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        | 1878.01        | 2407.40        | 3173.58        | 净利润               | 191.98         | 258.05         | 338.54         | 459.44         |
| 营业成本          | 416.34         | 509.65         | 624.07         | 783.52         | 折旧与摊销             | 56.07          | 111.65         | 117.01         | 121.28         |
| 营业税金及附加       | 18.23          | 26.29          | 33.70          | 44.43          | 财务费用              | 9.20           | 0.38           | 0.24           | 0.63           |
| 销售费用          | 708.50         | 929.62         | 1203.70        | 1602.66        | 资产减值损失            | -4.01          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 管理费用          | 85.76          | 112.68         | 152.87         | 209.46         | 经营营运资本变动          | 128.93         | -116.92        | -80.28         | -138.38        |
| 财务费用          | 9.20           | 0.38           | 0.24           | 0.63           | 其他                | -130.37        | 3.64           | -2.25          | -0.71          |
| 资产减值损失        | -4.01          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>251.80</b>  | <b>256.80</b>  | <b>373.26</b>  | <b>442.27</b>  |
| 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           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-36.89</b>  | <b>-38.98</b>  | <b>-38.98</b>  | <b>-38.98</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>224.95</b>  | <b>300.42</b>  | <b>393.83</b>  | <b>533.90</b>  | 短期借款              | -124.65        | 234.67         | -110.60        | -102.13        |
| 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           |
| <b>利润总额</b>   | <b>222.31</b>  | <b>298.82</b>  | <b>392.03</b>  | <b>532.02</b>  | 股权融资              | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 30.33          | 40.77          | 53.48          | 72.58          | 支付股利              | -60.86         | -122.96        | -170.49        | -223.91        |
| 净利润           | 191.98         | 258.05         | 338.54         | 459.44         | 其他                | -27.39         | -374.03        | -0.24          | -0.63          |
| 少数股东损益        | 12.58          | 9.29           | 11.85          | 16.08          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-242.95</b> | <b>-262.32</b> | <b>-281.34</b> | <b>-326.67</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 179.41         | 248.76         | 326.69         | 443.36         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-28.04</b>  | <b>-44.50</b>  | <b>52.94</b>   | <b>76.62</b>   |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| 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         | 187.80         | 240.74         | 317.36         | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 331.80         | 470.24         | 586.69         | 771.06         | 销售收入增长率           | 33.60%         | 28.86%         | 28.19%         | 31.83%         |
| 存货            | 273.59         | 332.15         | 409.52         | 515.59         | 营业利润增长率           | 104.57%        | 33.55%         | 31.10%         | 35.57%         |
| 其他流动资产        | 103.97         | 66.87          | 67.25          | 67.80          | 净利润增长率            | 101.43%        | 34.41%         | 31.19%         | 35.71%         |
| 长期股权投资        | 1.80           | 1.80           | 1.80           | 1.80           | EBITDA 增长率        | 59.70%         | 42.12%         | 23.92%         | 28.32%         |
| 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     | 778.73         | 712.00         | 639.90         | 563.55         | 毛利率               | 71.43%         | 72.86%         | 74.08%         | 75.31%         |
| 无形资产和开发支出     | 195.21         | 192.85         | 190.49         | 188.14         | 三费率               | 55.13%         | 55.52%         | 56.36%         | 57.12%         |
| 其他非流动资产       | 831.12         | 828.56         | 826.00         | 823.44         | 净利率               | 13.17%         | 13.74%         | 14.06%         | 14.48%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>2748.53</b> | <b>2792.27</b> | <b>2962.40</b> | <b>3248.74</b> | ROE               | 9.68%          | 14.76%         | 17.66%         | 21.35%         |
| 短期借款          | 178.20         | 412.87         | 302.27         | 200.14         | ROA               | 6.98%          | 9.24%          | 11.43%         | 14.14%         |
| 应付和预收款项       | 379.05         | 425.25         | 532.42         | 677.67         | ROIC              | 15.94%         | 20.80%         | 25.75%         | 32.52%         |
| 长期借款          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | EBITDA/销售收入       | 19.91%         | 21.96%         | 21.23%         | 20.66%         |
| 其他负债          | 208.06         | 205.29         | 210.81         | 218.49         | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>765.31</b>  | <b>1043.41</b> | <b>1045.49</b> | <b>1096.30</b> | 总资产周转率            | 0.56           | 0.68           | 0.84           | 1.02           |
| 股本            | 608.62         | 608.62         | 608.62         | 608.62         | 固定资产周转率           | 1.96           | 2.62           | 3.62           | 5.33           |
| 资本公积          | 340.48         | 340.48         | 340.48         | 340.48         | 应收账款周转率           | 5.10           | 5.11           | 4.92           | 5.05           |
| 留存收益          | 525.52         | 651.32         | 807.52         | 1026.97        | 存货周转率             | 1.72           | 1.65           | 1.65           | 1.67           |
| 归属母公司股东权益     | 1844.06        | 1600.42        | 1756.62        | 1976.07        | 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         | 148.44         | 160.29         | 176.37         | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>1983.22</b> | <b>1748.86</b> | <b>1916.91</b> | <b>2152.45</b> | 资产负债率             | 27.84%         | 37.37%         | 35.29%         | 33.75%         |
| 负债和股东权益合计     | 2748.53        | 2792.27        | 2962.40        | 3248.74        | 带息债务/总负债          | 23.28%         | 39.57%         | 28.91%         | 18.26%         |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 1.61           | 1.23           | 1.51           | 1.83           |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 1.14           | 0.84           | 1.03           | 1.26           |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 33.92%         | 49.43%         | 52.19%         | 50.50%         |
| 业绩和估值指标       | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |
| EBITDA        | 290.21         | 412.44         | 511.08         | 655.81         | 每股收益              | 0.29           | 0.41           | 0.54           | 0.73           |
| PE            | 37.49          | 27.04          | 20.59          | 15.17          | 每股净资产             | 3.26           | 2.87           | 3.15           | 3.54           |
| PB            | 3.39           | 3.85           | 3.51           | 3.12           | 每股经营现金            | 0.41           | 0.42           | 0.61           | 0.73           |
| PS            | 4.61           | 3.58           | 2.79           | 2.12           | 每股股利              | 0.10           | 0.20           | 0.28           | 0.37           |
| EV/EBITDA     | 20.00          | 14.74          | 11.58          | 8.75           |                   |                |                |                |                |
| 股息率           | 0.90%          | 1.83%          | 2.54%          | 3.33%          |                   |                |                |                |                |

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |                                                  |
|------|--------------------------------------------------|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上          |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间   |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间  |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下         |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上        |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间  |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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悉范围内，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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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      |
|    | 崔露文 | 高级销售经理     | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 王昕宇 | 高级销售经理     | 17751018376  | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn   |
|    | 薛世宇 | 销售经理       | 18502146429  | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn      |
|    | 汪艺  | 销售经理       | 13127920536  | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn     |
|    | 岑宇婷 | 销售经理       | 18616243268  | 18616243268 | cyrif@swsc.com.cn    |
|    | 陈阳阳 | 销售经理       | 17863111858  | 17863111858 | cyyf@swsc.com.cn     |
|    | 张玉梅 | 销售经理       | 18957157330  | 18957157330 | zymf@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 |
|    | 杜小双 | 高级销售经理     | 18810922935  | 18810922935 | dxsyf@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     |
|    | 巢语欢 | 销售经理       | 13667084989  | 13667084989 | cyh@swsc.com.cn      |
| 广深 | 郑龔  | 广深销售负责人    | 18825189744  | 18825189744 | zhengyan@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      |
|    | 陈韵然 | 销售经理       | 18208801355  | 18208801355 | cyrif@swsc.com.cn    |
|    | 龚之涵 | 销售经理       | 15808001926  | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |