

佐力药业 (300181)

2022 年 12 月 12 日

证券分析师
陈睿彬

(852) 3982 3212

chenrobin@dwzq.com.hk

乌灵系列、百令片、配方颗粒多品种驱动，业绩持续高增长

买入 (首次)

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1,457	1,898	2,572	3,220
同比 (%)	34%	30%	35%	25%
归母净利润 (百万元)	179	260	375	507
同比 (%)	102%	45%	44%	35%
每股收益 (元/股)	0.29	0.43	0.62	0.83
P/E (现价&最新股本摊薄)	39.79	27.47	19.02	14.09

■ **战略聚焦乌灵优质品种，乌灵系列+百令+配方颗粒多品种放量。**公司主要产品为乌灵系列、百令片、中药饮片、中药配方颗粒等；三大基药核心品种院端持续快速放量，围绕一体两翼战略，深耕院端，加大 OTC、线上等渠道开拓；根据需求新建产能，解决产能瓶颈；业绩有望保持高速增长，预计 2022-2024 年净利润 CAGR 约 40%。

■ **顶层政策支持中医药。**“十四五”规划提出要求，15 项指标体现新时期中医药高质量发展目标，10 个重点任务明确具体措施，其中明确指出到 2025 年中医医疗结构达 9.5 万家（对比 2020 +31%），二级以上公立综合医院设置中医临床科室比例 90% 等要求将持续提升中医市场规模；986 基药政策利于基药品种在不同等级医院放量，利于中成药放量；十二大后北京、江苏针对中成药独家产品集采降价幅度有收窄趋势，企业通过规格调整及集采后销售费用下降实现快速放量。

■ **乌灵胶囊有望成为 20 亿大单品，潜力品种灵泽片有望达到 5 亿：**乌灵胶囊是公司的核心产品之一，2021 年收入 8.5 亿元（+40.2%），稳居 2021 年公立医院神经类中成药第二。乌灵胶囊不断开拓新适应症，已开展帕金森病、冠心病、功能性胃肠病等新适应症临床研发，且开始老年痴呆（AD）等临床前研究；随着公司深入对乌灵胶囊药理和作用机制的研究，并联合知名医院开展高等级的循证医学研究，未来新适应症拓展空间大。目前乌灵胶囊医疗机构覆盖过万家，且公司在医院端、药店端、线上渠道等共同发力，覆盖率不断上升；预计乌灵胶囊 2022-2024 年保持 25-30% 左右增速；有望在 2025 年成长为 20 亿大单品。灵泽片是乌灵系列又一大作，主要治疗前列腺相关疾病，潜力大，2022-2024 年预计保持 35% 年复合增速；有望在 2027 年成为 5 亿单品。

■ **百令片应用范围广，成长空间广阔，配方颗粒将迎来放量：**百令片临床应用科室范围广，适用人群基数大，在 2018 年纳入基药后迅速放量，2019-2021 年销售额复合增长率达 21.5%；公司深入该品种渠道建设，未来预计保持 20% 左右稳定增长；长期看有望成为 5-10 亿级别大品种。中药饮片和配方颗粒是国家重点支持领域，中药饮片不受涨价影响；配方颗粒已有 600 多个科研专项的企业标准备案，2021 年底已建设完成年产能 800 吨，峰值产值约 8 亿元；目前公司已有国标 101 个品种、省标 29 个品种且开始多省份备案，估计 2023、2024 年实现快速放量。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2022-2024 年总营收为 19.0/25.7/32.2 亿元，同比增速分别 30%/35%/25%；归母净利润为 2.6/3.8/5.1 亿元，同比增速分别 45%/44%/35%，2022-2024 年 P/E 估值分别为 27/19/14X；基于公司 1) 乌灵胶囊持续放量，2) 灵泽片进入放量期；3) 配方颗粒新产能释放；首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**集采风险；产品销售不及预期；研发不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.95
一年最低/最高价	7.30/13.99
市净率(倍)	4.33
流通 A 股市值(百万元)	6,067.19

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.76
资产负债率(% ,LF)	31.97
总股本(百万股)	608.62
流通 A 股(百万股)	507.71

相关研究

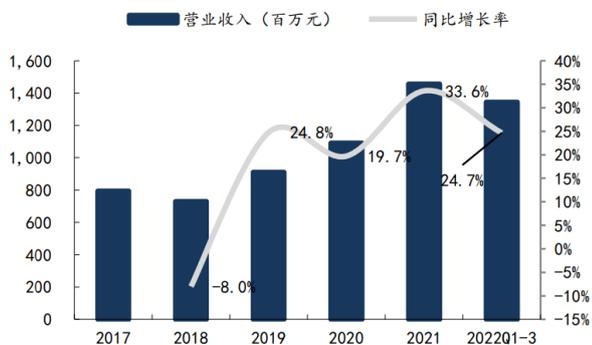
特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢朱国广、周新明和徐梓煜的指导。

浙江佐力药业股份有限公司是一家集科研、生产、销售于一体的国家高新技术现代化制药企业。公司于1998年取得乌灵菌粉和乌灵胶囊新药证书，2009年获得灵莲花颗粒新药证书和生产批件，于2012年获得灵泽片新药证书和生产批件，于2014年收购青海珠峰冬虫夏草药业有限公司，获得百令片；于2017年公司中药配方颗粒获得药品GMP证书。经20余年积累和发展，公司已经从单一品种乌灵胶囊发展为“乌灵系列+百令片”多品种放量，通过真菌生物发酵技术开创了一条中药创新之路。

政策导致业绩承压，及时进行转型。2017年公司因受到政策段两票制、二次议价、药占比控制等因素导致了主力产品乌灵胶囊和百令片销售收入都有不同程度下滑。2018年公司根据国内医药市场现状，围绕公司发展战略对公司主营业务进行了优化整合。公司以1.2亿元收购了珠峰集团持有的珠峰药业30%的股份；与德清县卫计局签署协议退出德清医院经营，获得补偿款1.64亿元；完成科济药业Pre-C轮融资。经过一系列经营投资方面的调整，2019年佐力药业以核心产品乌灵胶囊、百令片、灵泽片进入国家基本药物目录为契机，走出低谷期，成功步入营收稳定增长期。

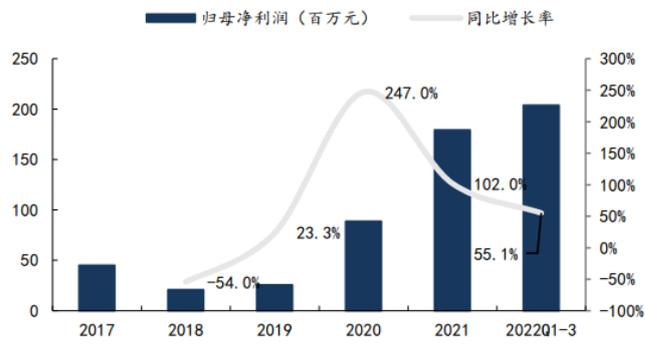
改革后业绩进入快车道。2019年经营性调整以后，公司经营业绩得到明显改善。公司2022前三季度实现营业收入13.44亿元，同比增长24.7%，实现归母净利润2.04亿元，同比增长55.1%。拉长来看，公司2018-2021年营收和归母净利润CAGR分别为26%和105%，业绩进入放量期，利润快速释放。

图1：公司营业收入及增速情况



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

图2：公司归母净利润及增速情况



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

“十四五”规划提出新要求，15项指标体现新时期中医药高质量发展目标，10个重点任务明确具体措施，中医药支持力度再加码。2022年3月国务院办公厅公布《“十四五”中医药发展规划》，提出了包含中医药医疗资源、中医药服务、中医药人力资源等1项约束性指标和14项预期性指标，在保留《中医药发展“十三五”规划》核心指标的基础上，更显科学性、合理性和可行性。同时，《规划》统筹考虑医疗、科研、产业、教育、文化、国际合作等中医药发展重点领域，提出了10个方面的重点任务，为全面推进健康中国建设、更好保障人民健康提供了有力支撑。

表 1：“十四五”中医药规划主要发展指标

主要指标	2020 年	2025 年目标	指标性质	提升
中医医疗机构数（万个）	7.23	9.50	预期性	31%
中医医院数（个）	5482	6300	预期性	15%
每千人口公立中医医院床位数（张）	0.68	0.85	预期性	25%
每千人口中医类别执业（助理）医师数（人）	0.48	0.62	预期性	29%
每万人口中医类别全科医生数（人）	0.66	0.79	预期性	20%

数据来源：国家中医药管理局，东吴证券（香港）

乌灵胶囊有望成为 20 亿大单品，潜力品种灵泽片有望达到 5 亿。乌灵胶囊是公司的核心产品之一，2021 年收入 8.5 亿元（+40.2%），稳居 2021 年公立医院神经类中成药第二。乌灵胶囊不断开拓新适应症，已开展帕金森病、冠心病、功能性胃肠病等新适应症临床研发，且开始老年痴呆（AD）等临床前研究；随着公司深入对乌灵胶囊药理和作用机制的研究，并联合知名医院开展高等级的循证医学研究，未来新适应症拓展空间大。目前乌灵胶囊医疗机构覆盖过万家，且公司在医院端、药店端、线上渠道等共同发力，覆盖率不断上升；预计乌灵胶囊 2022-2024 年保持 25-30% 左右增速；有望在 2025 年成长为 20 亿大单品。灵泽片是乌灵系列又一大作，主要治疗前列腺相关疾病，潜力大，2022-2024 年预计保持 35% 年复合增速；有望在 2027 年成为 5 亿单品。

百令片应用范围广，成长空间广阔，配方颗粒将迎来放量。百令片临床应用科室范围广，适用人群基数大，在 2018 年纳入基药后迅速放量，2019-2021 年销售额复合增长率达 21.5%；公司深入该品种渠道建设，未来预计保持 20% 左右稳定增长；长期看有望成为 5-10 亿级别大品种。中药饮片和配方颗粒是国家重点支持领域，中药饮片不受涨价影响；配方颗粒已有 600 多个科研专项的企业标准备案，2021 年底已建设完成年产能 800 吨，峰值产值约 8 亿元；目前公司已有国标 101 个品种、省标 29 个品种且开始多省份备案，估计 2023、2024 年实现快速放量。

盈利预测：我们预计 2022-2024 年总营收分别为 19.0/25.7/32.2 亿元，同比增速分别 30%/35%/25%；归母净利润分别为 2.6/3.8/5.1 亿元，同比增速分别 45%/44%/35%，2022-2024 年 P/E 估值分别为 27/19/14X；基于公司 1) 乌灵胶囊持续放量，2) 灵泽片进入放量期；3) 配方颗粒新产能释放；公司估值低于行业平均水平，估值水平被低估；首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：集采风险，产品销售不及预期，研发不及预期。

佐力药业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	942	1,254	1,848	2,542	营业收入	1,457	1,898	2,572	3,220
现金	298	325	641	1,029	减:营业成本	416	542	755	931
应收账款	343	549	694	852	营业税金及附加	18	25	34	41
存货	274	339	467	590	销售费用	708	889	1,196	1,491
其他流动资产	27	41	46	71	管理费用	86	110	139	161
非流动资产	1,807	1,833	1,830	1,845	研发费用	46	70	87	100
长期股权投资	2	2	1	1	财务费用	9	0	0	0
固定资产	766	805	823	841	资产减值损失	6	0	0	0
在建工程	40	36	21	25	加:投资净收益	1	1	1	2
无形资产	65	60	55	50	其他收益	55	57	93	116
其他非流动资产	934	930	930	928	资产处置收益	1	1	1	1
资产总计	2,749	3,087	3,678	4,387	营业利润	225	321	456	615
流动负债	585	648	844	1,020	加:营业外净收支	-3	-1	-2	-2
短期借款	182	182	182	182	利润总额	222	320	454	613
应付账款	299	340	484	616	减:所得税费用	30	45	59	80
其他流动负债	104	126	178	222	减:少数股东损益	13	15	20	27
非流动负债	181	181	181	181	归属母公司净利润	179	260	375	507
长期借款	0	0	0	0	EBIT	232	262	361	496
其他非流动负债	181	181	181	181	EBITDA	292	328	429	566
负债合计	765	828	1,025	1,201					
少数股东权益	139	154	174	201	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
归属母公司股东权益	1,844	2,104	2,479	2,986	每股收益(元)	0.29	0.43	0.62	0.83
负债和股东权益	2,749	3,087	3,678	4,387	每股净资产(元)	3.03	3.46	4.07	4.91
					发行在外股份(百万股)	609	609	609	609
					ROIC(%)	9.42	9.67	11.80	13.79
					ROE-摊薄(%)	9.73	12.35	15.14	16.97
					毛利率(%)	71.43	71.44	70.65	71.08
					归母净利率(%)	12.31	13.69	14.59	15.73
					资产负债率(%)	27.84	26.84	27.86	27.37
					收入增长率(%)	33.6	30.23	35.49	25.20
					归母净利润增长率(%)	102.03	44.87	44.39	34.99
					P/E(现价&最新股本摊薄)	39.79	27.47	19.02	14.09
					P/B(现价)	3.87	3.39	2.88	2.39

数据来源: Wind, 东吴证券(香港)

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告, 报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点; 本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来, 不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证, 亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督, 并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究 / 分析 / 涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司(下称「东吴证券国际」或「本公司」)或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的12个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写, 仅供东吴证券国际的客户使用, 本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告, 收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发, 并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求, 亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估, 于作出任何投资或订立任何交易前, 阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源, 但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示), 于法律及/或法规准许情况下, 东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断, 并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外, 本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现, 过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期, 东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设, 任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响, 东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观

点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址：<http://www.dwzq.com.hk/>

