

**投资评级：买入（维持）**
**报告日期：2023年02月15日**
**市场数据**

目前股价	11.90
总市值（亿元）	83.47
流通市值（亿元）	72.43
总股本（万股）	70,139
流通股本（万股）	60,862
12个月最高/最低	12.12/10.36

**分析师**

分析师：刘鹏 S1070520030002

☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgs.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt; 聚焦主业打通内循环，核心乌灵品种增速亮眼 &gt;&gt;2022-11-03

# 独家大单品放量，高成长性延续

## ——佐力药业（300181）公司动态点评

**盈利预测**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1091	1457	1935	2733	3743
(+/-%)	19.7%	33.6%	32.8%	41.2%	37.0%
归母净利润（百万元）	89	179	279	398	546
(+/-%)	247.0%	102.0%	55.6%	42.5%	37.2%
摊薄 EPS（元/股）	0.15	0.29	0.46	0.65	0.90
PE	82	40	26	18	13

资料来源：长城证券产业金融研究院

**核心观点**

- 事件：**1) 公司发布业绩预告，2022 年度预计实现归母净利润 2.70~2.85 亿元，同比增长 50.49%-58.86%；实现扣非归母净利润 2.64~2.79 亿元，同比增长 52.64%-61.31%。2) 2 月 10 日，佐力药业 2022 年度总结表彰暨 2023 年开门红会议在德清国际会议中心隆重召开。会议以“开局即冲刺 确保高增长”为主题。3) 2 月 10 日，国家药监局发布《中药注册管理专门规定》，自 2023 年 7 月 1 日起施行。3) 公司入选 2022 年“中国医药工业最具成长力企业”榜单。
- 公司坚持聚焦营销+研发，业绩预计维持高增态势。**公司 2022 年度预计实现归母净利润 2.70~2.85 亿元，同比增长 50.49%-58.86%；实现扣非归母净利润 2.64~2.79 亿元，同比增长 52.64%-61.31%。公司核心产品乌灵胶囊、灵泽片和百令片均为国家基药目录品种，2022 年业绩高增主要是乌灵系列营收同比增长 28.45%，其中乌灵胶囊和灵泽片销售收入分别同比增长 23.54%和 68.42%，百令片受湖北联盟集采未中标，销售收入减少 3.24%。公司通过自营+招商相结合，不断拓展终端（医院/科室/药店）覆盖率，截至 2022 年 11 月 30 日，乌灵胶囊在销医院数量从 2018 年的 3000 多家增长到 1 万多家。院外强化 OTC 端和互联网端建设，争取院外销量份额能从 10%提升到 20%~30%。2022 年前三季度公司归母净利润率为 15.17%，同比上升 2.98 个百分点。公司核心产品原料乌灵菌粉均为公司自主生产，质量稳定成本可控，未来随着产品放量，有望实现规模化降本增效。我们认为，公司基于三大独家产品（乌灵胶囊、灵泽片、灵莲花颗粒）以及三大国家基药（乌灵胶囊、灵泽片、百令片）的产品和渠道优势，深化营销改革和精细化管理，在人口老龄化以及焦虑失眠症年轻化趋势下，公司业绩预计维持迎来高速增长。
- 以临床价值为导向，中药创新药乘政策春风。**《中药注册管理专门规定》强调“临床-实验室-临床”是中药新药研发的主要路径，鼓励运用现代科学技术研究、开发中药，同时明确了中药疗效评价指标的多元性。公司为丰富品种线，不断扩展乌灵复方制剂的临床研究，为二次开发老年痴呆等领域提供数据和应用支持。公司在研创新药 LXP 是以乌灵菌粉为原料，用于治疗慢性盆腔痛，正在做临床前研究。公司围绕以乌灵菌粉为原料并依据独家中药复方制剂延伸开发系列产品，不断丰富产品矩阵，巩固产品护城河。另外，公司化药仿制药聚卡波非钙片于 2 月 13 日正式上架京东大药房。我们认为，公司核心产品原料乌灵菌粉均为公司

自主生产，质量稳定成本可控。

- **投资建议：**公司核心产品为乌灵胶囊、百令片、灵泽片，其中乌灵胶囊和灵泽片均为独家产品，乌灵胶囊在 2021 年度中国非处方药物综合统计排名（中成药）“头痛失眠类”中排名第二。公司增长主要依靠主业“造血”能力，产品所在赛道增长空间较大。公司一方面精细化管理控制费用，一方面加大营销力度推动营收端放量增长。预计公司 2022-2024 年 EPS 为 0.46、0.65、0.90 元，对应 PE 分别为 26X、18X、13X，考虑到公司持续加大医院终端覆盖，核心产品内生增长势能好，精细化管理不断优化，公司成长性较强，我们给予 1.1 倍 PEG，2023 年 35-40 倍估值，对应目标价 22.75-26.0 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**研发进度不及预期风险、并购整合和商誉减值风险、行业政策变动风险、集采风险。

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,090.9	1,457.4	1,935.2	2,732.5	3,742.7	成长性					
营业成本	350.2	416.3	530.4	739.9	1,015.8	营业收入增长	19.72%	33.60%	32.79%	41.20%	36.97%
销售费用	517.6	708.5	899.9	1,270.6	1,721.6	营业成本增长	12.34%	18.87%	27.39%	39.52%	37.27%
管理费用	83.6	85.8	106.4	136.6	187.1	营业利润增长	275.25	104.57	51.56%	42.51%	37.00%
研发费用	30.4	45.6	67.7	95.6	131.0	利润总额增长	274.37	103.61	52.23%	42.82%	37.19%
财务费用	15.4	9.2	9.7	13.7	18.7	归母净利润增长	246.98	102.03	55.57%	42.52%	37.19%
其他收益	42.5	55.3	50.0	50.0	50.0	盈利能力					
投资净收益	-0.1	1.2	1.0	1.0	1.0	毛利率	67.89%	71.43%	72.59%	72.92%	72.86%
营业利润	110.0	224.9	340.9	485.9	665.6	销售净利率	10.08%	15.43%	17.62%	17.78%	17.78%
营业外收支	-0.8	-2.6	-2.5	-2.5	-2.5	ROE	5.54%	9.68%	15.84%	18.96%	21.10%
利润总额	109.2	222.3	338.4	483.4	663.1	ROIC	43.39%	16.85%	29.21%	35.85%	44.62%
所得税	13.9	30.3	46.2	65.9	90.5	营运效率					
少数股东损益	6.5	12.6	13.2	19.6	26.9	销售费用/营业收入	47.45%	48.61%	46.50%	46.50%	46.00%
归母净利润	88.8	179.4	279.1	397.8	545.7	管理费用/营业收入	7.66%	5.88%	5.50%	5.00%	5.00%
研发费用/营业收入	2.79%	3.13%	3.50%	3.50%	3.50%	财务费用/营业收入	1.41%	0.63%	0.50%	0.50%	0.50%
投资收益/营业利润	-0.05%	0.53%	0.29%	0.21%	0.15%	所得税/利润总额	12.71%	13.64%	13.64%	13.64%	13.64%
应收账款周转率	4.18	5.10	5.14	5.14	5.14	应收账款周转率	4.18	5.10	5.14	5.14	5.14
存货周转率	5.42	6.14	6.57	6.65	6.63	存货周转率	5.42	6.14	6.57	6.65	6.63
流动资产周转率	1.32	1.53	1.96	2.21	2.12	流动资产周转率	1.32	1.53	1.96	2.21	2.12
总资产周转率	0.48	0.56	0.72	0.96	1.12	总资产周转率	0.48	0.56	0.72	0.96	1.12
偿债能力						偿债能力					
资产负债率	30.38%	27.84%	30.36%	27.68%	25.16%	资产负债率	30.38%	27.84%	30.36%	27.68%	25.16%
流动比率	1.61	1.61	1.59	2.11	2.79	流动比率	1.61	1.61	1.59	2.11	2.79
速动比率	1.28	1.14	1.10	1.37	1.96	速动比率	1.28	1.14	1.10	1.37	1.96
每股指标 (元)						每股指标 (元)					
EPS	0.15	0.29	0.46	0.65	0.90	EPS	0.15	0.29	0.46	0.65	0.90
每股净资产	2.29	2.63	2.78	3.34	4.13	每股净资产	2.29	2.63	2.78	3.34	4.13
每股经营现金流	0.40	0.36	0.40	0.33	0.72	每股经营现金流	0.40	0.36	0.40	0.33	0.72
每股经营现金/EPS	2.73	1.22	0.86	0.51	0.80	每股经营现金/EPS	2.73	1.22	0.86	0.51	0.80
估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
PE	81.56	40.37	25.95	18.21	13.27	PE	81.56	40.37	25.95	18.21	13.27
PEG	1.28	0.92	0.20	0.29	0.30	PEG	1.28	0.92	0.20	0.29	0.30
PB	5.21	4.53	4.28	3.57	2.88	PB	5.21	4.53	4.28	3.57	2.88
EV/EBITDA	17.89	21.72	16.53	11.71	8.31	EV/EBITDA	17.89	21.72	16.53	11.71	8.31
EV/SALES	2.92	4.32	3.49	2.39	1.65	EV/SALES	2.92	4.32	3.49	2.39	1.65
EV/IC	2.66	6.07	5.61	4.94	4.25	EV/IC	2.66	6.07	5.61	4.94	4.25
ROIC/WACC	0.91	1.79	3.10	3.81	4.74	ROIC/WACC	0.91	1.79	3.10	3.81	4.74
REP	2.91	3.39	1.81	1.30	0.90	REP	2.91	3.39	1.81	1.30	0.90

**研究员承诺**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券产业金融研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

买入——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上  
增持——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间  
持有——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间  
卖出——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

**行业评级：**

强于大市——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步  
弱于大市——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

**长城证券产业金融研究院**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>