

乌灵延续高增长，拓展多元销售渠道

买入|维持

——佐力药业(300181.SZ) 2023年半年报点评

事件：

公司发布 2023 年半年度报告。公司 2023 年上半年实现营业收入 10.11 亿元、归属于上市公司股东的净利润 1.98 亿元，同比分别增长 13.02%、46.54%，EPS 为 0.28 元。

● 乌灵系列持续引领成长，配方颗粒乘势而起

从产品营收来看，2023 年上半年乌灵系列/百令片/中药饮片及配方颗粒营业收入分别为 6.48/0.98/2.61 亿元，同比增长 23.92%/-26.11%/20.08%，乌灵系列与中药饮片及配方颗粒实现同比快速成长，百令片受湖北联盟地区集采未中标影响，销售逐步恢复当中，未来有望通过院外端渠道拓展提升产品销量。截至 2023 年上半年，公司已完成中药配方颗粒省标国标备案 316 个，目前主要市场在浙江省内为主，未来有望面向全国，实现销售量增。按产品营收占比来看，乌灵系列/百令片/中药饮片及配方颗粒占总营收占比分别为 64.03%/9.69%/25.77%，同比+5.63pct/-5.13pct/+1.52pct，乌灵系列营收占比提升快速，有望引领全年获得高速增长。

● 坚持研发夯实主业，拓展 OTC 等多元渠道

2023 年上半年公司研发投入 4311 万元，同比增加 34.84%，主要因为增加乌灵胶囊在心身疾病领域临床应用的拓展投入及聚卡波非钙片增加适应症的开发。乌灵胶囊已经获得 59 个临床指南、临床路径、专著、专家共识的推荐，并且在二次开发相关研究表明乌灵胶囊可能是治疗 AD 的一种有效中成药，这为公司拓展适应症相关市场提供有力依据。

公司围绕“一体两翼”战略目标和“稳自营，强招商，布零售，全模块”的营销策略，积极推进营销渠道的拓展，期待未来 OTC 端比例达 20%-30%，在具体措施上，公司推进与连锁大药房的战略合作，布局互联网端营销，通过抖音、官方号直播，在线上平台进行推广，实现线上增量。

● 投资建议与盈利预测

核心产品乌灵系列保持快速增长，产品研发持续推进，配方颗粒市场有望实现销售成长，OTC 端等销售渠道开拓齐头并进，公司增速有望继续。我们预计 2023-2025 年，公司实现营业收入分别为 24.30、31.03 和 39.43 亿元，实现归母净利润分别为 4.16、5.23 和 6.67 亿元，对应 EPS 分别为 0.59、0.75 和 0.95 元/股，对应 PE 分别为 17、14 和 11 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

行业政策变动风险，药品研发不及预期，商誉减值风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1457.40	1805.16	2430.08	3103.14	3943.22
收入同比 (%)	33.60	23.86	34.62	27.70	27.07
归母净利润(百万元)	179.41	273.01	416.49	523.23	667.41
归母净利润同比 (%)	102.03	52.17	52.56	25.63	27.56
ROE (%)	9.73	10.10	13.97	16.37	19.23
每股收益 (元)	0.26	0.39	0.59	0.75	0.95
市盈率(P/E)	39.95	26.26	17.21	13.70	10.74

资料来源：Wind, 国元证券研究所

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 15.36 / 8.15

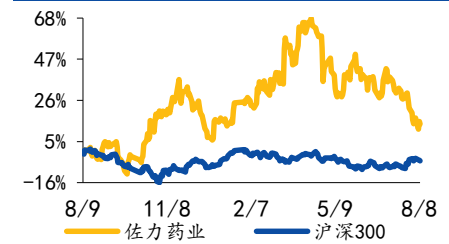
A 股流通股 (百万股): 601.08

A 股总股本 (百万股): 701.39

流通市值 (百万元): 6143.05

总市值 (百万元): 7168.18

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券行业研究-中药行业专题研究报告：国家基药目录更新在即，细看中药企业发展机遇》2023.06.14

报告作者

分析师 马云涛

执业证书编号 S0020522080001

电话 021-51097188

邮箱 mayuntao@gyzq.com.cn

联系人 叶芃丽

电话 021-51097188

邮箱 yepengli@gyzq.com.cn

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	941.67	1959.54	2406.38	2702.79	3025.85
现金	232.30	1082.07	1290.87	1297.36	1260.91
应收账款	299.92	452.84	572.53	731.46	939.23
其他应收款	26.71	24.42	33.47	44.85	55.49
预付账款	5.17	5.25	7.13	9.35	11.52
存货	273.59	318.83	434.40	554.06	692.18
其他流动资产	103.97	76.13	67.97	65.71	66.52
非流动资产	1806.86	1679.58	1665.67	1781.26	1933.56
长期投资	1.80	1.87	1.60	1.80	2.00
固定资产	738.44	869.96	820.59	774.16	730.99
无形资产	64.89	63.04	55.59	48.53	41.63
其他非流动资产	1001.73	744.71	787.89	956.77	1158.95
资产总计	2748.53	3639.12	4072.05	4484.05	4959.42
流动负债	584.58	754.94	893.52	1060.91	1223.98
短期借款	178.20	138.16	200.00	300.00	300.00
应付账款	277.49	445.81	562.93	627.08	787.67
其他流动负债	128.89	170.97	130.59	133.83	136.32
非流动负债	180.74	124.25	121.58	119.10	116.04
长期借款	0.00	10.00	20.00	30.00	40.00
其他非流动负债	180.74	114.25	101.58	89.10	76.04
负债合计	765.31	879.19	1015.10	1180.01	1340.02
少数股东权益	139.15	56.18	76.16	107.89	148.32
股本	608.62	701.39	701.39	701.39	701.39
资本公积	340.48	1135.37	1135.37	1135.37	1135.37
留存收益	525.52	676.80	882.87	1103.84	1387.79
归属母公司股东权益	1844.06	2703.75	2980.79	3196.15	3471.07
负债和股东权益	2748.53	3639.12	4072.05	4484.05	4959.42

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	251.80	318.59	274.09	349.95	538.63
净利润	191.98	285.52	436.47	554.96	707.85
折旧摊销	56.07	60.09	60.62	60.92	61.55
财务费用	9.20	5.08	-35.09	-32.72	-27.58
投资损失	-1.20	-1.40	-1.09	-1.21	-1.20
营运资金变动	-9.97	-53.12	-165.12	-222.56	-199.27
其他经营现金流	5.72	22.42	-21.69	-9.43	-2.71
投资活动现金流	-36.89	-113.34	-43.33	-176.40	-219.42
资本支出	147.95	178.03	140.00	170.00	200.00
长期投资	-103.20	-54.25	-100.76	10.20	20.20
其他投资现金流	7.86	10.45	-4.09	3.80	0.78
筹资活动现金流	-242.95	643.10	-21.96	-167.05	-355.66
短期借款	-124.65	-40.04	61.84	100.00	0.00
长期借款	-30.05	10.00	10.00	10.00	10.00
普通股增加	0.00	92.76	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	794.89	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-88.25	-214.52	-93.80	-277.05	-365.66
现金净增加额	-28.04	848.35	208.80	6.49	-36.46

资料来源: Wind, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1457.40	1805.16	2430.08	3103.14	3943.22
营业成本	416.34	531.26	703.66	895.84	1125.24
营业税金及附加	18.23	20.37	29.38	36.90	46.75
营业费用	708.50	830.87	1093.54	1396.41	1774.45
管理费用	85.76	90.58	116.64	148.95	189.27
研发费用	45.63	64.43	75.00	78.00	82.00
财务费用	9.20	5.08	-35.09	-32.72	-27.58
资产减值损失	-4.01	-3.38	-3.38	-3.38	-3.38
公允价值变动收益	0.52	0.08	0.10	0.40	0.50
投资净收益	1.20	1.40	1.09	1.21	1.20
营业利润	224.95	337.22	507.06	643.22	817.67
营业外收入	0.98	0.14	0.42	0.42	0.37
营业外支出	3.61	13.23	7.97	9.00	9.36
利润总额	222.31	324.12	499.51	634.64	808.68
所得税	30.33	38.60	63.04	79.67	100.83
净利润	191.98	285.52	436.47	554.96	707.85
少数股东损益	12.58	12.51	19.98	31.73	40.43
归属母公司净利润	179.41	273.01	416.49	523.23	667.41
EBITDA	290.21	402.39	532.59	671.41	851.63
EPS (元)	0.29	0.39	0.59	0.75	0.95

主要财务比率					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	33.60	23.86	34.62	27.70	27.07
营业利润 (%)	104.57	49.91	50.37	26.85	27.12
归属母公司净利润 (%)	102.03	52.17	52.56	25.63	27.56
获利能力					
毛利率 (%)	71.43	70.57	71.04	71.13	71.46
净利率 (%)	12.31	15.12	17.14	16.86	16.93
ROE (%)	9.73	10.10	13.97	16.37	19.23
ROIC (%)	16.41	21.52	25.14	27.25	30.28
偿债能力					
资产负债率 (%)	27.84	24.16	24.93	26.32	27.02
净负债比率 (%)	23.83	17.17	22.00	28.23	25.61
流动比率	1.61	2.60	2.69	2.55	2.47
速动比率	1.14	2.17	2.20	2.02	1.90
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.57	0.63	0.73	0.84
应收账款周转率	4.93	4.64	4.58	4.60	4.56
应付账款周转率	1.78	1.47	1.40	1.51	1.59
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.26	0.39	0.59	0.75	0.95
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.36	0.45	0.39	0.50	0.77
每股净资产 (最新摊薄)	2.63	3.85	4.25	4.56	4.95
估值比率					
P/E	39.95	26.26	17.21	13.70	10.74
P/B	3.89	2.65	2.40	2.24	2.07
EV/EBITDA	20.04	14.45	10.92	8.66	6.83

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188