

# 佐力药业 (300181)

## 2023 三季度报点评: Q3 短期业绩承压, 中期看好乌灵系列潜力

买入 (维持)

2023 年 10 月 23 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明

执业证书: S0600520090002

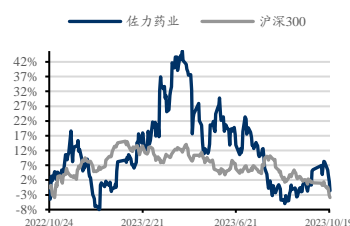
Zhouxm@dwzq.com.cn

证券分析师 徐梓煜

执业证书: S0600522080001

xuzy@dwzq.com.cn

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	10.16
一年最低/最高价	9.48/15.55
市净率(倍)	2.67
流通 A 股市值(百万元)	6,106.99
总市值(百万元)	7,126.10

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	3.80
资产负债率(% ,LF)	23.43
总股本(百万股)	701.39
流通 A 股(百万股)	601.08

### 相关研究

《佐力药业(300181): 2022 年报及 2023 一季报点评: 乌灵胶囊稳定高增长, 灵泽片等新品放量》

2023-04-27

《佐力药业(300181): 乌灵系列、百令片、配方颗粒多品种驱动, 业绩持续高增长》

2022-11-27

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	1,805	2,028	2,610	3,253
同比	24%	12%	29%	25%
归属母公司净利润 (百万元)	273	371	504	646
同比	52%	36%	36%	28%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.39	0.53	0.72	0.92
P/E (现价&最新股本摊薄)	26.10	19.20	14.14	11.03

关键词: #业绩符合预期

### 投资要点

- **事件:** 公司 2023 前三季度收入 14.65 亿元 (+9.0%, 括号内为同比数据, 下同), 归母净利润 2.87 亿元 (+40.7%), 扣非归母净利润 2.81 亿元 (+42.1%)。单 Q3 看, 收入 4.5 亿元 (+0.9%), 归母净利润 0.89 亿元 (+29.1%), 业绩符合预期。
- **短期反腐承压, 中长期看好品种潜力:** 公司乌灵系列 2023 前三季度收入 9.30 亿元; 其中, 乌灵胶囊的销售量和销售额同比增长分别为 21.7% 和 13.6%; 灵泽片的销售量和销售额同比增长分别为 28.5% 和 28.4%。Q3 受到反腐影响, 院内销售相对放缓; 我们认为反腐仅为短期影响, 中长期看好公司乌灵胶囊和灵泽片的放量空间; 2024 年乌灵胶囊有望恢复 20-30% 的高增速区间, 灵泽片恢复 40% 增长。
- **百令片短期受影响, 百令胶囊同民同方受理, 形成第二增长曲线:** 百令片 2023 前三季度销售收入 1.42 亿元 (-27.2%), 销售量同比下滑 9.0%, 销售金额降幅大于销售量主要因为集采执标后降价影响。百令胶囊按同民同方申报, 已完成上市前各项工作, 上市申请已获受理。公司百令系产能充沛, 质量高; 子公司珠峰药业生产基地在海拔 2300 米的西宁, 低温深层发酵工艺确保了“冬虫夏草菌丝体”的品质, 与天然冬虫夏草 ITS1 序列的相似性为 97.8%。预计百令胶囊上市后将和百令片形成强协同, 形成第二增长曲线。
- **盈利预测与投资评级:** 我们维持 2023-2025 归母净利润为 3.7/5.0/6.5 亿元, 2023-2025 年 P/E 估值分别为 19/14/11X; 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, 省标过度后有望放量; 维持给予“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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>1,960</b>	<b>2,335</b>	<b>3,033</b>	<b>3,942</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,805</b>	<b>2,028</b>	<b>2,610</b>	<b>3,253</b>
货币资金及交易性金融资产	1,093	1,367	1,799	2,407	营业成本(含金融类)	531	630	789	952
经营性应收款项	515	544	687	886	税金及附加	20	25	32	39
存货	319	385	491	582	销售费用	831	835	1,078	1,344
合同资产	0	0	0	0	管理费用	91	101	130	163
其他流动资产	32	38	57	67	研发费用	64	70	86	115
<b>非流动资产</b>	<b>1,680</b>	<b>1,695</b>	<b>1,727</b>	<b>1,690</b>	财务费用	5	(2)	(5)	(9)
长期股权投资	2	2	2	2	加:其他收益	80	82	107	128
固定资产及使用权资产	894	956	1,023	1,099	投资净收益	1	1	2	2
在建工程	78	72	74	74	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	63	59	55	52	减值损失	(9)	0	0	0
商誉	130	130	130	130	资产处置收益	2	1	1	2
长期待摊费用	24	25	26	26	<b>营业利润</b>	<b>337</b>	<b>452</b>	<b>610</b>	<b>781</b>
其他非流动资产	487	452	417	307	营业外净收支	(13)	(6)	(7)	(9)
<b>资产总计</b>	<b>3,639</b>	<b>4,030</b>	<b>4,760</b>	<b>5,632</b>	<b>利润总额</b>	<b>324</b>	<b>446</b>	<b>603</b>	<b>773</b>
<b>流动负债</b>	<b>755</b>	<b>753</b>	<b>953</b>	<b>1,145</b>	减:所得税	39	54	72	93
短期借款及一年内到期的非流动负债	141	141	141	141	<b>净利润</b>	<b>286</b>	<b>393</b>	<b>530</b>	<b>680</b>
经营性应付款项	470	457	612	757	减:少数股东损益	13	22	27	34
合同负债	14	8	12	17	<b>归属母公司净利润</b>	<b>273</b>	<b>371</b>	<b>504</b>	<b>646</b>
其他流动负债	130	147	188	229	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.39	0.53	0.72	0.92
非流动负债	124	124	124	124	EBIT	339	366	495	641
长期借款	10	10	10	10	EBITDA	403	441	575	728
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	70.57	68.95	69.78	70.74
租赁负债	22	22	22	22	归母净利率(%)	15.12	18.30	19.30	19.86
其他非流动负债	92	92	92	92	收入增长率(%)	23.86	12.33	28.71	24.64
<b>负债合计</b>	<b>879</b>	<b>877</b>	<b>1,077</b>	<b>1,269</b>	归母净利润增长率(%)	52.17	35.96	35.74	28.26
归属母公司股东权益	2,704	3,075	3,579	4,225					
少数股东权益	56	78	104	138					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,760</b>	<b>3,153</b>	<b>3,683</b>	<b>4,363</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,639</b>	<b>4,030</b>	<b>4,760</b>	<b>5,632</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	319	378	556	673	每股净资产(元)	3.85	4.38	5.10	6.02
投资活动现金流	(113)	(115)	(130)	(66)	最新发行在外股份(百万股)	701	701	701	701
筹资活动现金流	643	(9)	(9)	(9)	ROIC(%)	11.66	10.29	12.14	13.44
现金净增加额	848	255	417	598	ROE-摊薄(%)	10.10	12.07	14.08	15.29
折旧和摊销	64	75	80	87	资产负债率(%)	24.16	21.77	22.63	22.53
资本开支	(172)	(131)	(152)	(167)	P/E (现价&最新股本摊薄)	26.10	19.20	14.14	11.03
营运资本变动	(53)	(113)	(90)	(139)	P/B (现价)	2.64	2.32	1.99	1.69

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

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

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
 苏州工业园区星阳街 5 号  
 邮政编码: 215021  
 传真: (0512) 62938527  
 公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>