

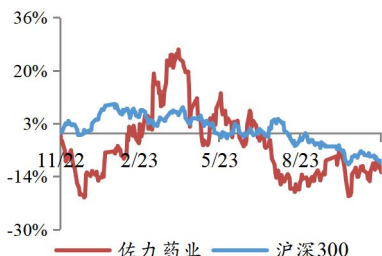
## 费用率优化明显，利润稳健增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-11-30

收盘价（元）	10.44
近12个月最高/最低（元）	15.02/9.55
总股本（百万股）	701
流通股本（百万股）	601
流通股比例（%）	85.70
总市值（亿元）	73
流通市值（亿元）	63

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

### 相关报告

- 【华安医药】佐力药业点评报告：二季度利润增速亮眼，核心产品驱动增长 2023-08-09
- 【华安医药】佐力药业点评报告：一季报持续亮眼，各产品线多轮驱动增长 2023-04-26

### 主要观点：

#### ● 事件：

佐力药业发布2023年三季度报告，2023年前三季度公司实现营业收入14.65亿元，同比+8.97%；归母净利润2.87亿元，同比+40.65%；扣非归母净利润2.81亿元，同比+42.08%。

#### ● 分析点评

三季度收入端短期承压，费用管控成效显著，销售费用率下降明显。23Q3收入为4.54亿元，同比+0.90%；归母净利润为0.89亿元，同比+29.14%；扣非归母净利润为0.87亿元，同比+29.77%。三季度业绩短期承压。

公司前三季度毛利率为68.65%，同比-2.69个百分点；净利率为19.97%，同比+4.01个百分点；销售费用率40.82%，同比-5.68个百分点；管理费用率4.61%，同比-0.76个百分点；研发费用率3.97%，同比+0.21个百分点；财务费用率-0.77%，同比-1.14个百分点。费用率持续优化，盈利能力提升显著。

#### 核心产品乌灵系列稳健增长，百令片受集采落标影响

分产品来看，乌灵系列产品收入为9.30亿元，同比+15.62%，乌灵胶囊的销售数量和销售金额较上年同期分别增长了21.65%和13.56%，同时灵泽片的销售数量和销售金额较上年同期分别增长了28.47%和28.40%；配方颗粒产品收入为0.28亿元，同比-46.13%；百令片收入为1.42亿元，同比-27.16%，业绩下降主要受湖北联盟集采未中标所致。

#### 核心产品强力赋能，创新驱动公司持续发展

公司围绕乌灵菌粉延伸开发系列产品战略，乌灵胶囊、灵泽片、灵莲花颗粒均为独家产品。公司主导产品乌灵胶囊于2021年在城市公立医院、县级公立医院市场份额达到11.88%，8.27%，均排名第1；在城市社区卫生中心（站）市场份额为6.71%，排名第4。此外，乌灵胶囊新增列入5项临床指南，目前已获得59个临床指南、临床路径、专著、专家共识的推荐，预计未来有望达到20亿规模。灵莲花颗粒“治疗妇女更年期综合症的药物制剂及其制备方法”和灵泽片“治疗前列腺炎、前列腺增生的药物组合物及其制备方法和制剂”均获得国家发明专利。乌灵胶囊、灵泽片和百令片均进入了《国家基本药物目录（2018年版）》、《国家医保目录（2022版）》。同时，公司通过对乌灵胶囊临床精准治疗方案和治疗路径的深入研究，不断拓展临床新应用；另一方面，继续围绕乌灵胶囊进行二次开发，聚焦阿尔茨海默症领域的治疗研究。2023H1，国内前沿专家团队马涛教授课题组发现乌灵胶囊与多个AD治疗靶点之间存在相

互作用，并最终筛选出乌灵胶囊治疗 AD 的 20 个关键靶点，这项研究成果发表在《Future Integrative Medicine》上，进一步表明乌灵胶囊可能是治疗 AD 的一种有效中成药。

此外，公司正在有序推进灵泽片上市后的临床扩大应用研究；聚卡波非钙片的 IBS-D 注册临床研究也在稳健推进；百令胶囊按同名同方药，已完成全部上市前各项研究工作，上市申请已获受理。

#### ● 投资建议

我们调整了公司盈利预测，预计公司 2023~2025 年收入分别为 21.46/25.98/31.30 亿元（前值为 23.4/30.3/39.8 亿元），分别同比增长 18.9%/21.1%/20.4%，归母净利润分别为 3.65/4.80/6.06 亿元（前值为 3.7/5.0/6.8 亿元），分别同比增长 33.9%/31.3%/26.2%，对应估值为 20X/15X/12X。我们看好公司未来长期发展，维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

行业政策变动风险；药品研发风险；商誉减值风险等。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1805	2146	2598	3130
收入同比 (%)	23.9%	18.9%	21.1%	20.4%
归属母公司净利润	273	365	480	606
净利润同比 (%)	52.2%	33.9%	31.3%	26.2%
毛利率 (%)	70.6%	71.7%	70.9%	69.7%
ROE (%)	10.1%	11.9%	13.5%	14.6%
每股收益 (元)	0.45	0.52	0.68	0.86
P/E	27.41	20.03	15.26	12.09
P/B	2.77	2.39	2.06	1.76
EV/EBITDA	19.83	15.88	11.89	8.96

资料来源：wind，华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	1960	2002	2508	3199	<b>营业收入</b>	1805	2146	2598	3130
现金	1082	1026	1330	1775	营业成本	531	607	757	948
应收账款	453	535	648	780	营业税金及附加	20	28	34	41
其他应收款	24	12	14	17	销售费用	831	966	1117	1283
预付账款	5	4	5	6	管理费用	91	120	138	166
存货	319	349	435	545	财务费用	5	-11	-16	-23
其他流动资产	76	76	76	76	资产减值损失	-3	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1680	1769	1895	2003	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2	2	2	2	投资净收益	1	2	2	2
固定资产	870	927	1018	1093	<b>营业利润</b>	337	444	583	736
无形资产	63	58	54	50	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	745	782	821	859	营业外支出	13	0	0	0
<b>资产总计</b>	3639	3771	4404	5202	<b>利润总额</b>	324	444	583	736
<b>流动负债</b>	755	496	615	766	所得税	39	53	70	88
短期借款	138	0	0	0	<b>净利润</b>	286	391	513	648
应付账款	446	328	410	513	少数股东损益	13	25	33	42
其他流动负债	171	167	206	253	<b>归属母公司净利润</b>	273	365	480	606
<b>非流动负债</b>	124	124	124	124	EBITDA	332	399	507	623
长期借款	10	10	10	10	EPS (元)	0.45	0.52	0.68	0.86
其他非流动负债	114	114	114	114					
<b>负债合计</b>	879	620	739	890					
少数股东权益	56	82	115	157	<b>主要财务比率</b>				
股本	701	701	701	701	<b>会计年度</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
资本公积	1135	1135	1135	1135	<b>成长能力</b>				
留存收益	867	1232	1712	2318	营业收入	23.9%	18.9%	21.1%	20.4%
归属母公司股东权益	2704	3069	3549	4155	营业利润	49.9%	31.7%	31.3%	26.2%
<b>负债和股东权益</b>	3639	3771	4404	5202	归属于母公司净利	52.2%	33.9%	31.3%	26.2%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	70.6%	71.7%	70.9%	69.7%
					净利率 (%)	15.1%	17.0%	18.5%	19.4%
					ROE (%)	10.1%	11.9%	13.5%	14.6%
					ROIC (%)	8.0%	9.6%	10.8%	11.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	24.2%	16.4%	16.8%	17.1%
					净负债比率 (%)	31.9%	19.7%	20.2%	20.6%
					流动比率	2.60	4.04	4.08	4.18
					速动比率	2.17	3.33	3.36	3.46
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.50	0.57	0.59	0.60
					应收账款周转率	3.99	4.01	4.01	4.01
					应付账款周转率	1.19	1.85	1.85	1.85
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	0.45	0.52	0.68	0.86
					每股经营现金流(薄)	0.45	0.32	0.69	0.86
					每股净资产	3.85	4.38	5.06	5.92
					<b>估值比率</b>				
					P/E	27.41	20.03	15.26	12.09
					P/B	2.77	2.39	2.06	1.76
					EV/EBITDA	19.83	15.88	11.89	8.96

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

**分析师：**李昌幸，医药分析师，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于华西证券研究所。

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。