

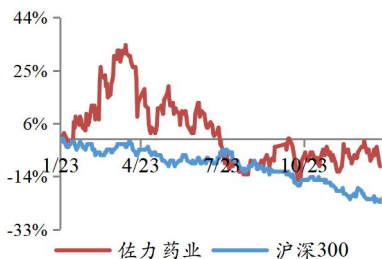
## Q4 利润增长超预期，乌灵系列增长加速恢复

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2024-01-25

收盘价（元）	10.05
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）	70
流通市值（亿元）	60

### 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】公司点评佐力药业：费用率优化明显，利润稳健增长 2023-11-30
- 【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

### 主要观点：

#### ● 事件：

佐力药业发布 2023 年度业绩预告，预计 2023 年归母净利润约为 3.8-4.0 亿元，同比增长 39.19%-46.52%。扣非归母净利润为 3.66-3.86 亿元，同比增长约 38.38%-45.93%。

#### ● 分析点评

##### 23Q4 收入持续恢复，利润增长超预期

经计算，单 Q4 归母净利润 0.93~1.13 亿元，同比增长 34.84%~63.79%；扣非归母净利润 0.85~1.05 亿元，同比增长 27.33%~57.12%。

23Q4 收入持续恢复。公司基于乌灵胶囊、百令片、灵泽片三个核心产品是国家基本药物目录产品的优势，持续加强市场拓展，营业收入较上年同比增长了 7.61%。经计算，2023 年收入为约 19.42 亿元，单 Q4 收入为 4.77 亿元，同比增长 3.54%，收入增长逐步恢复（23Q3 同比增长仅 0.9%），反腐及集采因素影响逐步消除。

##### 核心产品乌灵系列 Q4 增长加速恢复，2024 年有望维持趋势

分产品来看，乌灵系列营业收入同比增长 12.42%，Q4 增速加速提升（前三季度乌灵系列同比增长 8.73%），其中乌灵胶囊的销售数量和销售金额较上年同期分别增长了 17.51%和 9.12%，预计 24 年江苏、京津冀 3+N 联盟集采落地，价格维持的情况下，将进一步加速盒数放量。

灵泽片的销售数量和销售金额较上年同期分别增长了 31.48%和 31.96%，延续了较好的增长，预计随反腐影响减弱，24 年推广加速。

百令片的销售数量增长了 0.31%（前三季度同比减少 8.95%），但由于集采价格的下降，销售金额较上年同期减少了 21.18%（前三季度同比减少 27.16%）。随着集采因素消除+医保门槛降低+百令胶囊获批，23Q4 百令已经逐步恢复，24 年有望恢复增长。

中药饮片系列销售金额较上年同期增长了 22.08%；中药配方颗粒主要由于国标省标备案等原因，销售金额较上年同期减少了 29.80%。2023 年全国中药配方颗粒集采中公司参标品种全部中标，有望借助集采东风推向全国。

#### ● 投资建议

公司 23 年业绩超预期，2024 年乌灵系列集采、反腐消化、百令片医保护适应症和配方颗粒全国推进等多重因素催化，发展更加确切。集采因素 23 年持续影响收入规模，但带来的费用节省超出预期，故

调整业绩预期，预计公司 2023~2025 年收入分别为 19.48/23.37/28.51 亿元（前值为 21.46/25.98/31.30 亿元），分别同比增长 7.9%/20.0%/22.0%，归母净利润分别为 3.88/5.05/6.36 亿元（前值为 3.65/4.80/6.06 亿元），分别同比增长 42.0%/30.1%/26.1%，对应估值为 19X/14X/11X。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	1948	2337	2851
收入同比 (%)	23.9%	7.9%	20.0%	22.0%
归属母公司净利润	273	388	505	636
净利润同比 (%)	52.2%	42.0%	30.1%	26.1%
毛利率 (%)	70.6%	71.3%	71.7%	72.5%
ROE (%)	10.1%	12.5%	14.0%	15.0%
每股收益 (元)	0.45	0.55	0.72	0.91
P/E	27.41	18.63	14.32	11.35
P/B	2.77	2.34	2.01	1.71
EV/EBITDA	19.83	14.22	10.65	7.97

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	1987	2484	3157	<b>营业收入</b>	1805	1948	2337	2851
现金	1082	1089	1428	1899	营业成本	531	560	662	784
应收账款	453	486	583	711	营业税金及附加	20	25	30	37
其他应收款	24	11	13	16	销售费用	831	799	935	1140
预付账款	5	3	4	5	管理费用	91	103	117	143
存货	319	322	381	451	财务费用	5	-11	-16	-24
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	471	613	773
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	3756	4379	5160	<b>利润总额</b>	324	471	613	773
<b>流动负债</b>	755	457	541	641	所得税	39	57	74	93
短期借款	138	0	0	0	<b>净利润</b>	286	415	540	681
应付账款	446	303	358	424	少数股东损益	13	27	35	44
其他流动负债	171	154	182	217	<b>归属母公司净利润</b>	273	388	505	636
<b>非流动负债</b>	124	124	124	124	EBITDA	332	434	548	672
长期借款	10	10	10	10	EPS (元)	0.45	0.55	0.72	0.91
其他非流动负债	114	114	114	114					
<b>负债合计</b>	879	581	665	765					
少数股东权益	56	83	118	162	<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	1255	1759	2396	营业收入	23.9%	7.9%	20.0%	22.0%
归属母公司股东权益	2704	3092	3596	4233	营业利润	49.9%	39.8%	30.1%	26.1%
<b>负债和股东权益</b>	3639	3756	4379	5160	归属于母公司净利	52.2%	42.0%	30.1%	26.1%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	70.6%	71.3%	71.7%	72.5%
					净利率 (%)	15.1%	19.9%	21.6%	22.3%
					ROE (%)	10.1%	12.5%	14.0%	15.0%
					ROIC (%)	8.0%	10.4%	11.6%	12.3%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	24.2%	15.5%	15.2%	14.8%
					净负债比率 (%)	31.9%	18.3%	17.9%	17.4%
					流动比率	2.60	4.35	4.59	4.92
					速动比率	2.17	3.63	3.88	4.21
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.50	0.52	0.53	0.55
					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	0.55	0.72	0.91
					每股经营现金流(薄)	0.45	0.41	0.74	0.90
					每股净资产	3.85	4.41	5.13	6.03
					<b>估值比率</b>				
					P/E	27.41	18.63	14.32	11.35
					P/B	2.77	2.34	2.01	1.71
					EV/EBITDA	19.83	14.22	10.65	7.97

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。