

佐力药业 (300181)

2023 年报和 2024 一季报点评: 业绩超预期, 院内和 OTC 加速放量

买入 (维持)

2024 年 04 月 24 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 徐梓煜

执业证书: S0600522080001

xuzy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1,805	1,942	2,526	3,169	3,843
同比 (%)	23.86	7.61	30.06	25.45	21.26
归母净利润 (百万元)	273.01	382.94	543.73	677.20	826.07
同比 (%)	52.17	40.27	41.99	24.55	21.98
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.39	0.55	0.78	0.97	1.18
P/E (现价&最新摊薄)	37.30	26.59	18.73	15.04	12.33

关键词: #业绩超预期

投资要点

■ **事件:** 公司发布 2023 年报, 2023 年实现营收 19.42 亿元 (+7.6%, 括号内为同比增速, 下同); 归母净利润 3.83 亿元 (+40.3%); 扣非归母净利润 3.74 亿元 (+41.1%)。公司同时公布 2024 一季报, 2024Q1 实现营收 6.73 亿元 (+35.8%), 归母净利润 1.42 亿元 (+46.1%), 业绩超预期。

■ **2024Q1 收入明显提速, 乌灵胶囊恢复高增速:** 公司 2024Q1 乌灵系列营业收入同比+35.3%, 其中 1) 乌灵胶囊销售数量和金额同比增速分别为 43.9% 和 37.3%; 2) 灵泽片销售数量和金额同比增速分别为 25.2% 和 24.3%; 百令片系列短期受影响, 销售数量和金额同比增速分别为 7.1% 和 -19.0%。配方颗粒随着国标备案切换工作结束, 恢复高增长, 2024Q1 收入同比增长 333%, 饮片业务保持稳定, 2024Q1 同比增长 25.5%。公司新增商业销售收入 2599 万元, 剔除该收入后公司 24Q1 收入同比增长 30.5%。

■ **乌灵胶囊集采基本落地, 长期看好后疫情时代成长空间:** 短期看, 公司 2023 年乌灵胶囊销售量和销售额同比+17.5% 和 +9.1%, 2023Q3 和 Q4 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, 将从 2024Q1 开始恢复。中期看, 公司乌灵胶囊和百令片从 2021 年开始逐步进入集采, 且多地地区落地, 半数以上市场进入集采, 集采对公司业绩的影响边际减弱。公司通过换大规格的模式来实现以价换量, 在集采的背景下乌灵胶囊仍实现正增长。长期看, 疫情后我国失眠、焦虑的情况日益严重, 心理健康相关市场呈现快速增长趋势, 公司乌灵胶囊凭借着扎实的学术支撑、基药身份、唯一甲类医保等突出优势, 不断开拓市场, 目前已经为公立医院精神类用药第一。随着后疫情时代心理健康市场扩大, 公司乌灵胶囊应用空间大。此外, 公司积极开发 OTC 渠道建设, 加速 OTC 蓝海市场的开拓。2024 年乌灵胶囊销售额有望恢复 20-30% 的高增速区间。

■ **百令胶囊上市后将形成第二增长曲线, 有望成为 5-10 亿大品种:** 公司百令胶囊上市, 将形成销售。公司百令高标准, 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%。且珠峰为自主专利, 对生产和销售拥有自主权。2023 年百令胶囊市场规模 25 亿元, 市场容量大; 预计百令胶囊上市后将和百令片形成强协同, 有望成为 5-10 亿元销售额大品种, 形成第二增长曲线。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们维持 2024-2025 年归母净利润 5.4/6.8 亿元的预期, 预计 2026 年归母净利润为 8.3 亿元, 2024-2026 年 P/E 估值为 19/15/12X; 基于公司 1) 乌灵胶囊集采影响边际减弱, OTC 不断扩展; 2) 百令胶囊上市百令系列恢复增长; 3) 灵泽片维持放量; 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 风险提示: 集采风险; 产品销售不及预期; 研发不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.52
一年最低/最高价	8.36/15.15
市净率(倍)	3.56
流通 A 股市值(百万元)	8,729.35
总市值(百万元)	10,184.14

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.08
资产负债率(% ,LF)	24.72
总股本(百万股)	701.39
流通 A 股(百万股)	601.19

相关研究

《佐力药业(300181): 柳暗花明又一村, 乌灵、百令第二增长曲线出现》

2024-04-01

《佐力药业(300181): 百令胶囊同名方获证, 开启第二增长曲线》

2024-01-09

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,056	2,990	3,682	4,774	营业总收入	1,942	2,526	3,169	3,843
货币资金及交易性金融资产	1,083	1,515	2,019	2,633	营业成本(含金融类)	613	786	995	1,191
经营性应收款项	537	804	942	1,158	税金及附加	25	31	38	48
存货	427	610	698	908	销售费用	777	963	1,207	1,464
合同资产	0	0	0	0	管理费用	97	119	149	181
其他流动资产	10	60	23	75	研发费用	79	78	98	119
非流动资产	1,571	1,618	1,691	1,741	财务费用	(14)	0	0	0
长期股权投资	2	2	2	2	加:其他收益	87	107	133	162
固定资产及使用权资产	999	1,067	1,146	1,206	投资净收益	0	1	1	1
在建工程	61	40	32	19	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	71	72	74	77	减值损失	(4)	0	0	0
商誉	130	130	130	130	资产处置收益	0	1	2	1
长期待摊费用	21	21	21	21	营业利润	449	660	818	1,004
其他非流动资产	286	286	286	286	营业外净收支	(2)	(6)	(7)	(5)
资产总计	3,627	4,608	5,373	6,516	利润总额	447	654	811	999
流动负债	795	1,200	1,260	1,533	减:所得税	56	78	105	130
短期借款及一年内到期的非流动负债	206	206	206	206	净利润	391	575	705	870
经营性应付款项	434	790	797	1,026	减:少数股东损益	8	32	28	43
合同负债	2	10	14	12	归属母公司净利润	383	544	677	826
其他流动负债	153	194	243	290	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.55	0.78	0.97	1.18
非流动负债	58	58	58	58	EBIT	434	657	815	1,002
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	503	742	908	1,102
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	68.42	68.90	68.62	69.00
租赁负债	17	17	17	17	归母净利率(%)	19.71	21.52	21.37	21.50
其他非流动负债	42	42	42	42	收入增长率(%)	7.61	30.06	25.45	21.26
负债合计	853	1,258	1,318	1,591	归母净利润增长率(%)	40.27	41.99	24.55	21.98
归属母公司股东权益	2,729	3,272	3,950	4,776					
少数股东权益	45	77	105	149					
所有者权益合计	2,774	3,349	4,055	4,924					
负债和股东权益	3,627	4,608	5,373	6,516					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	288	567	673	768	每股净资产(元)	3.89	4.67	5.63	6.81
投资活动现金流	(264)	(155)	(185)	(163)	最新发行在外股份(百万股)	701	701	701	701
筹资活动现金流	(159)	0	0	0	ROIC(%)	12.82	17.62	18.07	18.50
现金净增加额	(134)	412	489	604	ROE-摊薄(%)	14.03	16.62	17.15	17.30
折旧和摊销	69	84	93	100	资产负债率(%)	23.52	27.31	24.53	24.42
资本开支	(129)	(136)	(171)	(154)	P/E (现价&最新股本摊薄)	26.59	18.73	15.04	12.33
营运资本变动	(181)	(96)	(129)	(205)	P/B (现价)	3.73	3.11	2.58	2.13

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>