

**投资评级：买入（首次）**
**报告日期：2022年11月03日**
**市场数据**

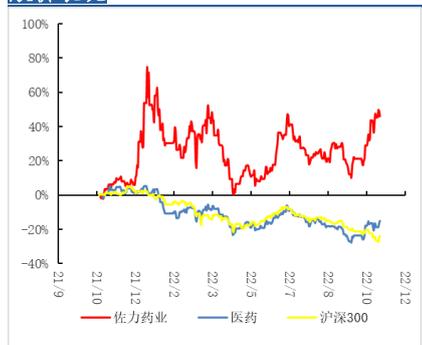
目前股价	10.80
总市值（亿元）	65.73
流通市值（亿元）	54.83
总股本（万股）	60,862
流通股本（万股）	50,771
12个月最高/最低	13.26/7.6

**分析师**

分析师：刘鹏 S1070520030002

☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

# 聚焦主业打通内循环，核心乌灵品种 增速亮眼

## ——佐力药业（300181）公司动态点评

**盈利预测**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1091	1457	2000	2693	3610
(+/-%)	19.7%	33.6%	37.2%	34.7%	34.0%
归母净利润（百万元）	89	179	282	371	505
(+/-%)	247.0%	102.0%	57.0%	31.7%	36.1%
摊薄 EPS（元/股）	0.15	0.29	0.46	0.61	0.83
PE	74	37	23	18	13

资料来源：长城证券产业金融研究院

**核心观点**

- **事件：**公司发布 2022 年第三季度报告。2022Q1-Q3，公司实现营收 13.44 亿元（+24.66%）；实现归母净利润 2.04 亿元（+55.08%），实现扣非归母净利润 1.98 亿元（+56.07%）；其中，2022Q3 公司实现营收 4.49 亿元（+18.03%）；实现归母净利润 0.69 亿元（+53.64%）。
- **乌灵胶囊迎来二次开发，乌灵系列高速增长有望持续。**2022Q1-Q3 公司实现营收 13.44 亿元（+24.66%），主要系公司继续坚持“一体两翼”战略目标 and “稳自强、强招商”的营销策略，乌灵系列较去年同期增长 25.95%，其中灵泽片增长为 77.49%。作为核心品种之一的乌灵胶囊具有“补肾健脑、养心安神”功效，是国内首个提出治疗心理障碍和改善情绪的中药产品，并于 2019 年入选浙江首批“浙产名药”。

**院内院外齐发力，加大院外市场拓展。**2022 年前三季度乌灵胶囊院内外销售占比约为 9:1，公司未来对院外收入占比的目标提升至 20%-30%。**院内端**，公司一方面在已覆盖的医院开拓科室种类，另一方面利用多个专家智能共识认可的优势和集采中标的机会，加大医院的开发。乌灵胶囊在销医院数量从 2018 年的 3000 多家增长到现在的 1 万余家。根据米内网，乌灵胶囊作为神经系统疾病用药分别于 2020 年、2021 年在中国城市公立医院中成药神经系统疾病用药排名第 2/1 名，市场份额占有率由 9.80% 提升至 11.88%。**院外端**，公司进一步强化 OTC 端和互联网端的营销，成立了佐力健康科技公司，与阿里健康、京东等平台进行深度合作。

**成本可控，集采有望放量。**由于其原料乌灵菌粉均为公司自主生产，通过现代生物发酵技术实现了原料药的规模化生产，质量稳定，成本可控，这是相比传统中药企业最大的优势，2022H1 乌灵系列毛利率提升至 87.62%（+4.00pct）。今年乌灵胶囊首次纳入广东联盟集采并成功中标，虽然产品价格有所下降，但节约了推广销售成本，有望实现放量增长。

当今存在睡眠障碍的人群日益增多，其中以 90 后、95 后、00 后为代表的年轻人对助眠产品有潜在需求。产品较安眠药等化药副作用小，安全性大可长期服用，有望成为家中常备治疗失眠、焦虑、抑郁等多种身心健康疾病药物。公司不断扩展乌灵胶囊的临床应用，为二次开发老年痴

呆领域提供数据和应用支持。

我们认为，存量市场方面，产品对失眠、抑郁人群渗透率有提升空间；增量市场方面，随着人们生活、工作压力的加大，失眠率呈快速上升和年轻化趋势，对该类药物的市场需求也随之加大。核心产品的放量增长不仅推动 2022 年业绩高增，也足以支撑“十四五”期间的稳定增长。

- **聚焦医药制造业，“一体两翼”战略成效显著。**公司以“乌灵胶囊、百令片、灵泽片”三大基药为一体，辅以中药饮片、中药配方颗粒为“两翼”。公司 2014 年收购 81% 珠峰药业的股份，其产品百令片是发酵冬虫夏草菌粉制剂，主要用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、腰酸背痛、慢性支气管炎的辅助治疗。由于野生冬虫夏草稀缺且价格昂贵，无法满足消费者需求，具有替代作用的发酵虫草制剂百令片具有十分广阔的市场前景。2018 年公司先后剥离与医药制造业相关性较弱的德清医院和部分凯欣医院股权，退出大健康产业投资基金，专注医药制造业。

我们认为，公司不断优化资产结构，从前期的“做加法”到适当“做减法”，最终形成以乌灵系列（乌灵胶囊、灵泽片、灵莲花颗粒）和百令片为核心品种，中药饮片和颗粒配方为潜力品种的产品矩阵。2020 年公司结束了连续四年的归母净利润下滑，“一体两翼”战略成效显著。根据公司公告，未来发展战略将乌灵系列/百令片/中药饮片和配方颗粒分别打造成 20/10/10 亿规模的大品种，2022H1 三大品类规模分别为 5.23/1.33/2.17 亿元。

- **公司费用率保持稳健，加大研发丰富产品线。**2022 前三季度公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 46.50%/5.37%/3.76%/0.37%，分别同比-2.39/-0.10/+0.81/-0.30pct。公司加大销售费用投放，其中 22H1 学术推广费用为 3.13 亿元（+24.80%）。营收高增，销售和管理费用率收窄；财务费用率由于贷款规模减少而下降。为丰富产品线及结构及对以上是产品提供学术证据和安全性数据，公司加大研发投入。2022Q1-Q3 研发费用为 0.51 亿元（+58.49%）。公司坚持药用真菌的产业化发展，培养和造就了一支专业的生物医药创新团队。公司顺利取得新潜力品种新 3 类仿制药-聚卡波非钙片《药品注册证书》，首家通过该品种仿制药一致性评价，主要功能是缓解肠易激综合征患者的便秘症状。聚卡波非钙片为高分子聚合物，通过吸水膨润凝胶化起到润肠通便的作用，有效率较同类产品高，不经血液吸收，不加重脏器负担，不良反应发生率仅为 0.2%。此外，注射用艾司奥美拉唑钠获得生产批件。
- **推进再融资项目，提升智能化生产水平。**公司拟定增对现有生产系统实施全面深度的数字化改造，升级数字化运营决策系统将显著提升公司生产效率和运营能力，进一步加强核心产品发酵、提取、制剂全产业链的生产制造能力，有利于公司积极参与带量采购等新政，加速新品种推出，深化在研产品管线，并进一步强化运营管理、营销推广方面的“软实力”。公司本次向特定对象发行股票募集资金总额不超过 9.1 亿元，其中 5.9 亿元建设智能化中药生产基地建设与升级项目，0.6 亿元建设企业研发中心升级项目，0.48 亿元建设数字化运营决策系统升级项目，剩余 2.12 亿元补充流动资金。
- **投资建议：**公司核心产品为乌灵胶囊、百令片、灵泽片，其中乌灵胶囊和灵泽片均为独家产品，乌灵胶囊在 2021 年度中国非处方药物综合统计排名（中成药）“头痛失眠类”中排名第二。公司增长主要依靠主业“造血”能力，产品所在赛道增长空间较大。公司一方面精细化管理控制费用，一方面加大营销力度推动营收端放量增长。预计公司 2022-2024 年 EPS 为 0.46、0.61、0.83 元，对应 PE 分别为 23X、18X、13X，考虑到

公司持续加大医院终端覆盖，核心产品内生增长势能好，精细化管理不断优化，公司成长性强，我们给予 1.1 倍 PEG，2023 年 35-40 倍估值，对应目标价 21.35-24.4 元，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**研发进度不及预期风险、并购整合和商誉减值风险、行业政策变动风险、集采风险。

## 附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,090.9	1,457.4	1,999.7	2,693.3	3,610.0	成长性					
营业成本	350.2	416.3	554.7	741.8	971.1	营业收入增长	19.72%	33.60%	37.21%	34.68%	34.04%
销售费用	517.6	708.5	929.9	1,252.4	1,678.7	营业成本增长	12.34%	18.87%	33.24%	33.73%	30.91%
管理费用	83.6	85.8	110.0	148.1	198.6	营业利润增长	275.25	104.57	52.98%	31.79%	35.86%
研发费用	30.4	45.6	70.0	94.3	126.4	利润总额增长	274.37	103.61	53.66%	32.02%	36.06%
财务费用	15.4	9.2	10.0	13.5	18.1	归母净利润增长	246.98	102.03	57.04%	31.75%	36.06%
其他收益	42.5	55.3	50.0	50.0	50.0	盈利能力					
投资净收益	-0.1	1.2	1.0	1.0	1.0	毛利率	67.89%	71.43%	72.26%	72.46%	73.10%
营业利润	110.0	224.9	344.1	453.5	616.1	销售净利率	10.08%	15.43%	17.21%	16.84%	17.07%
营业外收支	-0.8	-2.6	-2.5	-2.5	-2.5	ROE	5.54%	9.68%	15.96%	17.89%	20.03%
利润总额	109.2	222.3	341.6	451.0	613.6	ROIC	43.39%	16.85%	29.50%	32.47%	43.22%
所得税	13.9	30.3	46.6	61.5	83.7	营运效率					
少数股东损益	6.5	12.6	13.3	18.3	24.9	销售费用/营业收入	47.45%	48.61%	46.50%	46.50%	46.50%
归母净利润	88.8	179.4	281.7	371.2	505.0	管理费用/营业收入	7.66%	5.88%	5.50%	5.50%	5.50%
研发费用/营业收入	2.79%	3.13%	3.50%	3.50%	3.50%	财务费用/营业收入	1.41%	0.63%	0.50%	0.50%	0.50%
投资收益/营业利润	-0.05%	0.53%	0.29%	0.22%	0.16%	所得税/利润总额	12.71%	13.64%	13.64%	13.64%	13.64%
应收账款周转率	4.18	5.10	5.14	5.14	5.14	应付账款周转率	4.18	5.10	5.14	5.14	5.14
存货周转率	5.42	6.14	6.49	6.54	6.69	流动资产周转率	1.32	1.53	1.97	2.19	2.15
总资产周转率	0.48	0.56	0.73	0.95	1.11	偿债能力					
资产负债率	30.38%	27.84%	31.81%	27.06%	24.98%	流动比率	1.61	1.61	1.54	2.12	2.76
速动比率	1.28	1.14	1.06	1.37	1.93	每股指标 (元)					
EPS	0.15	0.29	0.46	0.61	0.83	每股净资产	2.63	3.03	2.79	3.30	4.03
每股经营现金流	0.46	0.41	0.40	0.49	0.65	每股经营现金流/EPS	3.15	1.40	0.86	0.81	0.79
估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	PE	74.02	36.64	23.33	17.71	13.02
PE	74.02	36.64	23.33	17.71	13.02	PEG	1.24	0.91	0.18	0.30	0.32
PEG	1.24	0.91	0.18	0.30	0.32	PB	4.10	3.56	3.88	3.28	2.68
PB	4.10	3.56	3.88	3.28	2.68	EV/EBITDA	17.89	21.99	14.99	11.17	8.09
EV/EBITDA	17.89	21.99	14.99	11.17	8.09	EV/SALES	2.92	4.32	3.06	2.17	1.55
EV/SALES	2.92	4.32	3.06	2.17	1.55	EV/IC	2.66	6.07	4.93	4.60	3.83
EV/IC	2.66	6.07	4.93	4.60	3.83	ROIC/WACC	0.93	1.82	3.19	3.51	4.68
ROIC/WACC	0.93	1.82	3.19	3.51	4.68	REP	2.85	3.33	1.54	1.31	0.82
REP	2.85	3.33	1.54	1.31	0.82						

**研究员承诺**

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券产业金融研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

买入——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上  
增持——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间  
持有——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间  
卖出——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

**行业评级：**

强于大市——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步  
弱于大市——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

**长城证券产业金融研究院**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>