

2024年07月30日  
佐力药业(300181.SZ)

SDIC

公司快报

证券研究报告

中成药

投资评级

**买入-A**  
维持评级

6个月目标价

16.00元

股价(2024-07-29)

13.57元

交易数据

总市值(百万元) 9,517.83

流通市值(百万元) 8,156.69

总股本(百万股) 701.39

流通股本(百万股) 601.08

12个月价格区间 8.78/16.81元

## 乌灵胶囊通过集采快速放量,经营性现金流大幅增长

### 事件:

2024年7月29日,公司发布2024年中期报告。2024年上半年公司实现营业收入14.28亿元,同比增长41.21%,实现归母净利润2.96亿元,同比增长49.78%,实现扣非净利润2.92亿元,同比增长50.78%。单季度来看,2024年Q2公司实现营业收入7.55亿元,同比增长46.45%,实现归母净利润1.54亿元,同比增长53.32%,实现扣非净利润1.48亿元,同比增长51.53%。

### 高景气度持续,乌灵胶囊通过集采快速放量。

2024年H1公司延续高景气度,业绩整体保持高速增长。分业务条线来看,2024年H1公司乌灵系列实现销售收入8.36亿元,同比增长29.15%,其中乌灵胶囊销售收入同比增长28.86%,我们推测主要增长点来自于基药品种覆盖度的增加和集采省份的快速放量,中报显示截至2024年6月,乌灵胶囊参与的京津冀“3+N”联盟中的天津、广西、重庆、新疆、辽宁、贵州等省份已开始执行;2024年H1灵泽片销售收入同比增长30.84%,该品种仍处于快速放量期,我们推测主要增长点来自于基药品种覆盖度的增加;2024年H1公司百令系列实现销售收入0.82亿元,同比下降16.59%,我们推测主要是由于百令片集采降价和竞争加剧所致;2024年H1公司中药饮片系列销售收入实现销售收入3.89元,同比增长57.11%,我们推测主要增长点来自于中药净制饮片在医院互联网端销售的大幅增加;2024年H1公司中药配方颗粒实现销售收入0.47亿元,同比增长256.73%,我们推测主要增长点来自于国标、省标备案品种的增加;2024年H1公司新设立的“佐力医药公司”实现销售收入0.65亿元。

### 销售费用率持续下降,经营性现金流大幅增长。

2024年H1公司整体毛利率为62.62%,同比减少8.30pct,我们推测主要是由于公司各项业务结构的变化所致,公司核心业务乌灵系列毛利率保持相对稳定。2024年H1公司销售费用率为34.19%,同比减少7.40pct,我们推测可能与业务结构的变化和集采后销售推广费用的减少有关。2024年H1公司管理费用率为3.74%,同比减少0.65pct,我们推测主要是由于公司各项业务结构的变化所致。截至2024年6月底,公司应收账款余额达到6.64亿元,环比2023年12月底增加1.91亿元,我们推测应收账款的增加主要和以下因素有关:1)2024年H1公司整体销售收入高速增长,应收账款随着收入一同增加;2)2024年H1公司中药饮片业务高速增长,该业务销售回款速度相对较慢;3)公司新设立的佐力医药公司2024年H1产生销售收入0.65亿

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-8.2	0.0	39.0
绝对收益	-10.3	-6.4	23.9

马帅 分析师

SAC 执业证书编号: S1450518120001

mashuai@essence.com.cn

贺鑫 分析师

SAC 执业证书编号: S1450522110001

hexin1@essence.com.cn

### 相关报告

乌灵系列市场空间广阔,百令胶囊上市放量可期 2024-04-19

元，导致相应的应收账款增加。2024 年 H1 公司经营性现金流为 2.15 亿元，同比 2023 年 H1 增长 74.81%，我们认为公司经营性现金流的大幅增长，有望打消市场对于公司回款的担忧。

#### 目 发布回购方案拟用于股权激励，彰显公司信心。

公司同期发布回购方案，计划以自有资金 2 亿元（含）-3 亿元（含）回购公司股票，用于股权激励计划，拟回购价格不超过 20 元/股，以拟回购价格上限和回购金额区间测算，回购股份数量为 1,000 万股-1,500 万股，占公司总股本的比例为 1.43%-2.14%。我们认为本次回购彰显公司信心，如果后续股权激励落地，有助于建立完善的长效激励机制，促进公司长期可持续发展。

#### 目 投资建议：

我们预计公司 2024 年-2026 年的营业收入分别为 25.78 亿元、30.66 亿元、35.87 亿元，归母净利润分别为 5.61 亿元、6.90 亿元、8.09 亿元，对应的 PE 估值分别为 17.0 倍、13.8 倍、11.8 倍。我们给予公司买入-A 的投资评级，6 个月目标价 16.00 元，相当于 2024 年 20 倍的动态市盈率。

目 风险提示：中成药集采降价风险，百令系列相关专利风险，新产品研发失败的风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	1,805.2	1,942.4	2,577.6	3,066.4	3,587.3
净利润	273.0	382.9	561.3	689.8	808.7
每股收益(元)	0.39	0.55	0.80	0.98	1.15
每股净资产(元)	3.85	3.89	4.15	4.54	5.00

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	34.9	24.9	17.0	13.8	11.8
市净率(倍)	3.5	3.5	3.3	3.0	2.7
净利润率	15.1%	19.7%	21.8%	22.5%	22.5%
净资产收益率	10.1%	14.0%	19.3%	21.6%	23.0%
股息收益率	2.2%	3.3%	3.5%	4.3%	5.1%
ROIC	29.1%	29.6%	36.0%	40.2%	43.2%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,805.2	1,942.4	2,577.6	3,066.4	3,587.3	<b>成长性</b>					
减:营业成本	531.3	613.3	918.6	1,089.0	1,281.5	营业收入增长率	23.9%	7.6%	32.7%	19.0%	17.0%
营业税费	20.4	25.0	33.5	39.9	46.6	营业利润增长率	49.9%	33.1%	47.5%	22.6%	17.1%
销售费用	830.9	777.5	876.4	1,011.9	1,165.9	净利润增长率	52.2%	40.3%	46.6%	22.9%	17.2%
管理费用	90.6	96.7	103.1	116.5	132.7	EBITDA 增长率	36.9%	24.3%	55.4%	24.2%	17.9%
研发费用	64.4	79.4	77.3	92.0	107.6	EBIT 增长率	45.7%	27.5%	63.7%	25.6%	18.6%
财务费用	5.1	-14.3	-14.0	-15.5	-18.7	NOPLAT 增长率	49.1%	26.1%	49.1%	22.9%	17.0%
资产/信用减值损失	-8.6	-3.6	-10.0	-10.0	-10.0	投资资本增长率	23.7%	22.8%	10.1%	8.7%	8.2%
加:公允价值变动收益	0.1	-	-	-	-	净资产增长率	39.2%	0.5%	7.0%	9.8%	10.4%
投资和汇兑收益	1.4	-0.1	0.8	0.7	0.5						
营业利润	337.2	448.7	661.6	811.4	950.1	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-13.1	-2.1	-7.0	-7.0	-7.0	毛利率	70.6%	68.4%	64.4%	64.5%	64.3%
利润总额	324.1	446.6	654.6	804.4	943.1	营业利润率	18.7%	23.1%	25.7%	26.5%	26.5%
减:所得税	38.6	55.9	81.8	100.6	117.9	净利润率	15.1%	19.7%	21.8%	22.5%	22.5%
净利润	273.0	382.9	561.3	689.8	808.7	EBITDA/营业收入	18.5%	21.4%	25.1%	26.2%	26.4%
						EBIT/营业收入	15.4%	18.2%	22.5%	23.7%	24.1%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	160	171	141	126	113
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	49	59	60	62	63
货币资金	1,082.1	932.0	1,031.1	1,226.6	1,434.9	流动资产周转天数	289	372	310	301	298
交易性金融资产	10.8	151.0	151.0	151.0	151.0	应收账款周转天数	80	89	75	75	75
应收账款	477.3	481.9	592.2	685.5	809.2	存货周转天数	59	69	68	67	68
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	637	673	534	495	469
预付账款	5.3	4.1	5.1	5.8	7.0	投资资本周转天数	231	265	231	213	197
存货	318.8	426.5	543.1	606.4	746.3						
其他流动资产	65.3	61.0	61.0	61.0	61.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	10.1%	14.0%	19.3%	21.6%	23.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.8%	10.8%	14.3%	15.9%	16.7%
长期股权投资	1.9	1.8	1.8	1.8	1.8	ROIC	29.1%	29.6%	36.0%	40.2%	43.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	870.0	980.1	1,045.3	1,103.3	1,153.8	销售费用率	46.0%	40.0%	34.0%	33.0%	32.5%
在建工程	78.1	61.1	63.8	65.7	67.0	管理费用率	5.0%	5.0%	4.0%	3.8%	3.7%
无形资产	64.0	76.2	71.9	67.6	63.4	研发费用率	3.6%	4.1%	3.0%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	665.7	451.3	448.0	444.8	441.5	财务费用率	0.3%	-0.7%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
资产总额	3,639.1	3,627.0	4,014.2	4,419.5	4,936.8	四费/营业收入	54.9%	48.4%	40.5%	39.3%	38.7%
短期债务	138.2	193.1	254.5	308.0	327.8	<b>偿债能力</b>					
应付账款	468.4	445.2	575.4	634.5	789.3	资产负债率	24.2%	23.5%	26.1%	26.3%	27.1%
应付票据	23.1	11.6	13.9	16.3	19.3	负债权益比	31.9%	30.8%	35.3%	35.7%	37.2%
其他流动负债	125.4	145.0	144.9	145.1	145.0	流动比率	2.60	2.59	2.41	2.48	2.50
长期借款	10.0	-	-	-	-	速动比率	2.17	2.05	1.86	1.93	1.92
其他非流动负债	114.3	58.3	58.3	58.3	58.3	利息保障倍数	54.69	-24.84	-41.29	-46.82	-46.25
负债总额	879.2	853.1	1,046.9	1,162.2	1,339.6	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	56.2	45.2	56.7	70.7	87.2	DPS(元)	0.30	0.45	0.48	0.59	0.69
股本	701.4	701.4	701.4	701.4	701.4	分红比率	77.1%	82.4%	60.0%	60.0%	60.0%
留存收益	1,812.2	1,984.7	2,209.2	2,485.1	2,808.6	股息收益率	2.2%	3.3%	3.5%	4.3%	5.1%
股东权益	2,759.9	2,773.9	2,967.3	3,257.3	3,597.3						
						<b>现金流量表</b>					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	285.5	390.8	561.3	689.8	808.7
						加:折旧和摊销	60.1	65.2	66.4	74.4	82.4
						资产减值准备	8.6	3.6	-	-	-
						公允价值变动损失	-0.1	-	-	-	-
						财务费用	8.3	7.6	-14.0	-15.5	-18.7
						投资收益	-1.4	0.1	-0.8	-0.7	-0.5
						少数股东损益	12.5	7.8	11.5	14.1	16.5
						营运资金的变动	186.0	-11.4	-92.1	-92.4	-103.8
						经营活动产生现金流量	318.6	288.5	532.3	669.6	784.7
						投资活动产生现金流量	-113.3	-263.6	-129.2	-129.3	-129.5
						融资活动产生现金流量	643.1	-159.3	-304.0	-344.8	-446.8
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	0.39	0.55	0.80	0.98	1.15
						BVPS(元)	3.85	3.89	4.15	4.54	5.00
						PE(X)	34.9	24.9	17.0	13.8	11.8
						PB(X)	3.5	3.5	3.3	3.0	2.7
						P/FCF	-2,195.9	65.8	20.5	16.1	14.1
						P/S	5.3	4.9	3.7	3.1	2.7
						EV/EBITDA	18.1	15.2	12.9	10.2	8.5
						CAGR(%)	35.1%	28.3%	44.0%	35.1%	28.3%
						PEG	1.0	0.9	0.4	0.4	0.4
						ROIC/WACC	2.8	2.8	3.4	3.8	4.1
						REP	1.7	1.4	1.4	1.1	1.0

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福华一路 119 号安信金融大厦 33 层

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034