

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	13.57
总股本/流通股本(亿股)	7.01 / 6.01
总市值/流通市值(亿元)	95 / 82
52周内最高/最低价	16.81 / 8.78
资产负债率(%)	23.5%
市盈率	24.67
第一大股东	俞有强

研究所

分析师: 蔡明子
SAC 登记编号: S1340523110001
Email: caimingzi@cnpsec.com
分析师: 古意涵
SAC 登记编号: S1340523110003
Email: guiyihan@cnpsec.com

佐力药业(300181)

2024H1 乌灵稳增，百令恢复，饮片高增，销售效率明显提升

● 事件概览

7月29日，公司发布2024年半年度报告：2024H1收入14.28亿元(+41.21%)，归母净利润2.96亿元(+49.78%)，扣非净利润2.92亿元(+50.78%)，经营现金流净额2.15亿元(+74.81%)，EPS为0.42元/股(+0.14元/股)。对应2024Q2收入7.55亿元(+46.45%)，归母净利润1.54亿元(+53.32%)，扣非净利润1.48亿元(+51.53%)。

● 乌灵保持稳健增长，百令延续恢复态势，饮片增长加速

拆分收入来看，2024H1乌灵系列收入8.36亿元(+29.15%)，其中乌灵胶囊收入+28.86%(2024Q1收入增速为37.25%，预计2024Q2收入增速为20%左右)，集采进度方面，当前浙江、上海和山东等省市还没有发布乌灵胶囊集采相关信息，其他还未执行的省份基本已经包含在京津冀“3+N”联盟里面，截至2024H1末，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，我们认为当前乌灵胶囊集采销量占比已较大，这也反映在Q2收入增速环比下滑(预计与集采拉低了平均价格等因素有关)，但预计销量仍保持稳健增长。

灵泽片2024H1收入+30.84%(2024Q1收入增速为24.33%，预计2024Q2收入增速为35%左右)，灵泽片在上半年被列为国家二级中药保护品种，助力其临床推广。此外，由国医大师组方的创新中药灵香片，已获得国家药品监督管理局批准的临床试验批准通知书。

百令系列2024H1收入0.82亿元(-16.59%)，考虑到2024Q1收入增速为-18.98%(销量增速+7%)，预计2024Q2百令片销量增速好于Q1；此外，截至2024H1末，国内首个获批的同名同方药百令胶囊已完成在28个省、自治区、直辖市的挂网工作，有望在下半年开始贡献收入。

中药饮片2024H1收入3.89亿元(+57.11%)，主要系Q2中药净制饮片在医院互联网端销售大幅增加；中药配方颗粒2024H1收入0.47亿元(+256.73%)，保持高速增长，主要系公司积极加快国标及省标品种备案(截至2024H1末，公司已完成中药配方颗粒国标省标备案382个)。

● 收入结构改变导致毛利率下滑，销售费用率快速下降

盈利能力方面，2024Q2毛利率为59.01%(同比-9.76pct，环比-7.67pct)，主要系收入结构变化，乌灵系列毛利率保持在86.8%的高水平，但其收入占比下滑5.5pct。中药饮片毛利率为21.34%(-3.14pct)，预计与收入大幅增长的净制饮片毛利率相对较低有关。百令片系列毛利率为61.37%(-12pct)，主要系集采降价影响。

费率方面，2024Q2销售费用率31.47%(同比-9.62pct，环比-5.76pct)，实现大幅下降，主要系2024H1公司收入实现41%的较高增

长下，学术推广费同比增长 20%，实现销售效率明显提升；管理费用率 3.65%（同比-0.54pct）；研发费用率 3.26%（-1.05pct），保持在 4 千万的水平；财务费用率-0.61%（同比+0.19pct）。

● **营运能力进一步优化，经营现金流净额实现较快增长**

2024H1 末公司存货周转天数为 157.21 天，同比减少 51 天，环比减少 16 天；2024H1 末公司应收账款周转天数为 71.64 天，同比减少 11 天，环比减少 4 天。

现金流方面，2024H1 经营现金流净额为 2.15 亿元（+75%），实现较快增长，投资现金流净额为 0.54 亿元（+158%），主要系 1.5 亿元理财产品到期收回所致，筹资现金流净额为 1.98 亿元（+78%），主要系现金股利分配同比增加，以及相较同期净减少了信贷规模所致。

● **盈利预测**

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 25.03/30.69/37.25 亿元，归母净利润分别为 5.30/6.91/8.86 亿元，当前最新收盘价对应 PE 分别为 17.95/13.76/10.74 倍，维持“买入”评级。

● **风险提示：**

集采下放量速度不及预期；精细化管理不及预期。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1942	2503	3069	3725
增长率(%)	7.61	28.86	22.60	21.39
EBITDA（百万元）	502.78	691.65	887.38	1118.77
归属母公司净利润（百万元）	382.94	530.16	691.48	886.49
增长率(%)	40.27	38.45	30.43	28.20
EPS（元/股）	0.55	0.76	0.99	1.26
市盈率（P/E）	24.85	17.95	13.76	10.74
市净率（P/B）	3.49	3.37	3.21	3.03
EV/EBITDA	13.46	12.88	10.05	7.94

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	1942	2503	3069	3725	营业收入	7.6%	28.9%	22.6%	21.4%
营业成本	613	786	955	1143	营业利润	33.1%	38.2%	30.4%	28.1%
税金及附加	25	32	39	48	归属于母公司净利润	40.3%	38.4%	30.4%	28.2%
销售费用	777	939	1089	1267	获利能力				
管理费用	97	123	150	180	毛利率	68.4%	68.6%	68.9%	69.3%
研发费用	79	100	123	149	净利率	19.7%	21.2%	22.5%	23.8%
财务费用	-14	-12	-10	-9	ROE	14.0%	18.8%	23.3%	28.2%
资产减值损失	-3	-2	-1	-1	ROIC	12.7%	17.1%	21.4%	26.0%
营业利润	449	620	808	1036	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	23.5%	25.5%	26.7%	27.6%
营业外支出	2	2	2	2	流动比率	2.59	2.37	2.32	2.33
利润总额	447	618	806	1034	营运能力				
所得税	56	77	101	129	应收账款周转率	4.20	4.68	4.64	4.67
净利润	391	541	706	905	存货周转率	5.21	5.15	5.15	5.30
归母净利润	383	530	691	886	总资产周转率	0.53	0.67	0.77	0.87
每股收益(元)	0.55	0.76	0.99	1.26	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.55	0.76	0.99	1.26
货币资金	932	829	813	853	每股净资产	3.89	4.03	4.23	4.48
交易性金融资产	151	151	151	151	估值比率				
应收票据及应收账款	473	598	725	869	PE	24.85	17.95	13.76	10.74
预付款项	4	5	5	6	PB	3.49	3.37	3.21	3.03
存货	427	545	648	758	现金流量表				
流动资产合计	2056	2215	2447	2763	净利润	391	541	706	905
固定资产	980	1071	1136	1168	折旧和摊销	69	85	91	94
在建工程	61	41	21	1	营运资本变动	-181	-124	-127	-149
无形资产	71	73	73	72	其他	10	6	10	10
非流动资产合计	1571	1653	1693	1698	经营活动现金流净额	288	508	680	860
资产总计	3627	3868	4140	4462	资本开支	-129	-159	-135	-103
短期借款	193	193	193	193	其他	-134	-8	3	3
应付票据及应付账款	434	537	625	714	投资活动现金流净额	-264	-167	-132	-100
其他流动负债	168	203	238	278	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	795	933	1056	1186	债务融资	55	-3	-3	-3
其他	58	52	49	46	其他	-214	-441	-561	-717
非流动负债合计	58	52	49	46	筹资活动现金流净额	-159	-444	-564	-720
负债合计	853	985	1105	1231	现金及现金等价物净增加额	-134	-103	-17	40
股本	701	701	701	701					
资本公积金	1135	1135	1135	1135					
未分配利润	734	761	795	840					
少数股东权益	45	56	70	88					
其他	158	229	333	466					
所有者权益合计	2774	2883	3035	3230					
负债和所有者权益总计	3627	3868	4140	4462					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048