

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

佐力药业(300181)

投资评级

上次评级

唐爱金 医药行业首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师

执业编号: S1500524030003

邮箱: zhangzhongtao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

乌灵系列及中药饮片增速靓丽，回购股份彰显持续经营信心

2024年07月30日

事件: 公司发布 2024 年半年报, 2024H1 公司实现营业收入 14.28 亿元 (yoy+41%), 实现归母净利润 2.96 亿元 (yoy+50%), 扣非归母净利润 2.92 亿元 (yoy+51%)。其中, 2024Q2 单季度实现营业收入 7.55 亿元 (yoy+46%), 归母净利润 1.54 亿元 (yoy+53%), 扣非归母净利润 1.48 亿元 (yoy+52%)。

点评:

- **乌灵系列产品及中药饮片增速靓丽, 2024H1 公司净利率提升约 1 个百分点。**①2024H1 公司营收实现 41% 增长, 主要得益于乌灵系列产品和中药饮片增长。2024H1 公司乌灵系列产品收入同比增长 29.15%。其中, 乌灵胶囊收入同比增长 28.86%; 灵泽片同比增长 30.84%。乌灵胶囊和灵泽片均进入国家基本药物目录, 公司借助国家基本药物目录的优势持续加强市场拓展, 由此驱动收入快速增长。同时, 2024Q2 单季度中药净制饮片在医院互联网端销售大幅增加, 推动中药饮片系列产品收入同比增长 57.11%。此外, 中药配方颗粒随着备案品种增加, 2024H1 中药配方颗粒收入同比增长 256.73%。②2024H1 公司归母净利润增速高于营收增速, 主要得益于期间费用率的下降。2024H1 公司期间费用率同比下降约 9 个百分点, 抵消毛利率下降的负面影响 (毛利率下降主要是产品结构变动, 2024H1 公司饮片业务快速增长, 而饮片业务毛利率相对较低因而拉低 2024H1 毛利率), 从而使得公司 2024H1 净利率同比提升约 1 个百分点 (2024H1 公司净利率为 20.99%)。
- **乌灵系列+百令系列产品深度开发有望贡献第二成长曲线:**①24H1 乌灵胶囊新增列入 7 项临床指南及专家共识, 目前已获得 69 个临床指南、临床路径、专家共识及教材专著的推荐。公司继续围绕乌灵系列品种进行深入研究, 针对乌灵胶囊在阿尔茨海默症领域的治疗应用, 开展 AD 动物药效学研究和真实世界临床研究。同时, 2024H1 灵泽片被列为国家二级中药保护品种, 公司加强推进该产品临床扩大应用研究。此外, 2024H1 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。②百令片目前已获得《老年慢性阻塞性肺疾病管理指南》《中成药临床应用指南 (呼吸系统疾病分册)》等 11 个临床指南、专家共识及教材专著的推荐。2023 年 12 月 29 日公司的百令胶囊获得国家药品监督管理局颁发的《药品注册证书》, 为国内首个获批的同名同方药。截至 2024H1, 百令胶囊已完成在 28 个省、自治区、直辖市的挂网工作。我们认为, 若公司完成市场准入等事项, 后续百令胶囊有望逐步贡献第二增长动力。
- **回购股份以备后续股权激励计划, 有望充分激发员工积极性。**公司拟通过集中竞价交易方式以自有资金回购公司股份, 用于后期实施股权激励计划。具体方案上看: ①**在回购金额方面**, 公司拟以自有资金不低于 2 亿元 (含) 且不超过 3 亿元 (含) 回购股份。②**回购价格方面**, 回购价格不超过 20 元/股。③**回购数量方面**, 回购股份数量为 1000 万股至

1500 万股，占公司总股本的比例为 1.43%至 2.14%。我们认为，实施股权激励有助于激发员工积极性，公司在此节点回购股份也彰显公司对未来经营前景的信心。

- **盈利预测：**我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 25 亿元、30.74 亿元、37.8 亿元，同比增速分别约为 29%、23%、23%，实现归母净利润分别为 5.36 亿元、6.67 亿元、8.33 亿元，同比分别约增长 40%、24%、25%，对应当前股价 PE 分别为 18 倍、15 倍、12 倍。
- **风险因素：**产品销售不及预期，医院开拓进展不及预期，市场竞争加剧，新品销售不及预期，产品研发不及预期。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1,805	1,942	2,500	3,074	3,780
增长率 YoY %	23.9%	7.6%	28.7%	22.9%	23.0%
归属母公司净利润 (百万元)	273	383	536	667	833
增长率 YoY%	52.2%	40.3%	40.0%	24.4%	24.9%
毛利率%	70.6%	68.4%	66.7%	67.2%	67.7%
净资产收益率ROE%	10.1%	14.0%	18.4%	18.6%	18.9%
EPS(摊薄)(元)	0.39	0.55	0.76	0.95	1.19
市盈率 P/E(倍)	36.30	25.88	18.49	14.86	11.89
市净率 P/B(倍)	3.67	3.63	3.39	2.76	2.24

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 7 月 30 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
流动资产	1,960	2,056	2,427	3,162	4,113	
货币资金	1,082	932	1,148	1,604	2,213	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	453	473	607	746	917	
预付账款	5	4	6	7	9	
存货	319	427	575	694	838	
其他	101	221	91	111	136	
非流动资产	1,683	1,571	1,645	1,699	1,747	
长期股权投资	2	2	2	2	2	
固定资产	870	980	1,070	1,099	1,125	
无形资产	63	71	77	84	90	
其他	749	517	496	514	530	
资产总计	3,643	3,627	4,072	4,860	5,860	
流动负债	755	795	1,029	1,115	1,237	
短期借款	138	193	233	153	73	
应付票据	23	12	16	20	24	
应付账款	446	422	573	694	840	
其他	148	168	206	248	300	
非流动负债	128	58	50	50	50	
长期借款	10	0	0	0	0	
其他	118	58	50	50	50	
负债合计	883	853	1,079	1,165	1,288	
少数股东权益	56	45	73	109	152	
归属母公司	2,704	2,729	2,919	3,586	4,420	
负债和股东权益	3,643	3,627	4,072	4,860	5,860	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	1,805	1,942	2,500	3,074	3,780	
同比	23.9%	7.6%	28.7%	22.9%	23.0%	
归属母公司净利润	273	383	536	667	833	
同比	52.2%	40.3%	40.0%	24.4%	24.9%	
毛利率(%)	70.6%	68.4%	66.7%	67.2%	67.7%	
ROE%	10.1%	14.0%	18.4%	18.6%	18.9%	
EPS(摊薄)(元)	0.39	0.55	0.76	0.95	1.19	
P/E	36.30	25.88	18.49	14.86	11.89	
P/B	3.67	3.63	3.39	2.76	2.24	
EV/EBITDA	16.32	13.46	12.56	9.69	7.24	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
营业总收入	1,805	1,942	2,500	3,074	3,780	
营业成本	531	613	832	1,007	1,220	
营业税金及附加	20	25	30	37	45	
销售费用	831	777	900	1,097	1,338	
管理费用	91	97	95	117	144	
研发费用	64	79	75	92	113	
财务费用	5	-14	-13	-15	-19	
减值损失合	-3	-3	-3	-3	-3	
投资净收益	1	0	0	0	0	
其他	77	87	79	79	79	
营业利润	337	449	656	814	1,015	
营业外收支	-13	-2	-10	-10	-10	
利润总额	324	447	646	804	1,005	
所得税	39	56	82	102	128	
净利润	286	391	564	702	877	
少数股东损	13	8	28	35	44	
归属母公司	273	383	536	667	833	
EBITDA	403	503	719	876	1,077	
EPS(当	0.45	0.55	0.76	0.95	1.19	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	319	288	548	702	858	
净利润	286	391	564	702	877	
折旧摊销	64	69	85	87	92	
财务费用	8	8	13	15	19	
投资损失	-1	0	0	0	0	
营运资金变	-53	-181	-116	-116	-144	
其它	15	2	2	14	14	
投资活动现金流	-113	-264	-18	-150	-150	
资本支出	-172	-129	-213	-150	-150	
长期投资	54	-140	194	0	0	
其他	5	6	2	0	0	
筹资活动现金流	643	-159	-315	-95	-99	
吸收投资	898	0	0	0	0	
借款	-30	45	40	-80	-80	
支付利息或	-145	-220	-328	-15	-19	
现金流净增加额	848	-134	216	457	609	

研究团队简介

唐爱金，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

史慧颖，医药分析师，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

曹佳琳，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

章钟涛，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

赵丹，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。