

# 佐力药业 (300181)

## 2024 年三季报点评：业绩持续亮眼，股权激励目标未来三年净利润翻一番

买入 (维持)

2024 年 10 月 27 日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1805	1942	2624	3292	4041
同比 (%)	23.86	7.61	35.11	25.44	22.76
归母净利润 (百万元)	273.01	382.94	542.65	714.14	894.38
同比 (%)	52.17	40.27	41.71	31.60	25.24
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.39	0.55	0.77	1.02	1.28
P/E (现价&最新摊薄)	41.49	29.58	20.87	15.86	12.67

### 股价走势



### 投资要点

- **事件：**2024 年前三季度，公司实现营收 20.45 亿元 (+39.59%，同比增长 39.59%，下同)，归母净利润 4.21 亿元 (+46.93%)，扣非归母净利润 4.15 亿元 (+47.80%)；单 Q3 季度，公司实现营收 6.17 亿元 (+35.97%)，归母净利润 1.25 亿元 (+40.61%)，扣非归母净利润 1.23 亿元 (+41.17%)，业绩表现亮眼，超此前业绩预告的中值，略超我们的预期。
- **股权激励方案落地，未来三年目标年均复合增速达 28%，以 24 年为基数，2027 年业绩有望翻一番。目标增速超市场预期，彰显公司对未来的信心。**公司采取第二类限制股票和员工持股计划相结合的方式，其中，(1) 拟向激励对象授予限制性股票不超过 660.5 万股，占总股本的 0.94%，首次授予价格为 8.07 元/股，激励对象包括董事及高管、核心业务及其他骨干成员，首次授予合计 112 人；(2) 员工持股计划拟筹集资金总额不超过 5427.08 万元，参与计划的员工包括董事、监事、高管及其他核心人员，受让价格 8.07 元/股。股权激励计划明确了未来三年增长目标，三期业绩考核目标为以 2024 年为基数，2025/2026/2027 年的净利润增长率不低于 30%/66%/110%。按照考核目标计算，以 2024 年为基数，2025-2027 年目标年均复合增速为 28%，超过此前市场的预期。
- **乌灵系列稳健增长，百令片销量回升，中药饮片及配方颗粒表现亮眼。**(1) 2024 年前三季度，乌灵系列营收同比增长 24.88%，主要系乌灵胶囊、灵泽片放量明显。其中，乌灵胶囊以价换量，前三季度销售数量增长 30.24%，销售额同比增长 22.67%；灵泽片销量同比增长 37.05%，进入快速爬坡阶段。(2) 截至 2024Q3，百令片参与的京津冀“3+N”联盟中的天津、广西等省份已开始执行集中采购，销售量开始回升，2024 年前三季度，百令系列销售数量同比增长 22.14%，销售额降幅缩窄至 4.89%。此外，百令胶囊上市有望提供第二增长曲线，看好后续百令胶囊的放量。(3) 中药饮片及配方颗粒业务迎来放量，2024 前三季度，中药饮片系列销售收入同比 51.24%；中药配方颗粒销售收入同比增长 175.96%。我们认为，公司战略聚焦乌灵优质品种，乌灵系列+百令+配方颗粒多品种放量，产品空间广阔，同时，乌灵系列及百令系列的第二成长曲线明晰，有望院内外进一步放量。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到行业大环境影响，我们将 2024 年归母净利润由 5.76 下调为 5.43 亿元，维持预计 2025 年 7.14 亿元，基于公司 1) 乌灵胶囊紧抓集采和基药机遇，同时 OTC 不断扩展；灵泽片、灵莲花未来可期；2) 百令胶囊上市后百令系列恢复增长；3) 饮片和配方颗粒迎来放量，将 2026 年归母净利润由 8.61 上调为 8.94 亿元，对应 PE 估值为 21/16/13X。考虑到公司目标未来三年净利润翻一番，当前估值对应的 PEG 不足 1，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业政策风险，市场竞争加剧风险，研发不及预期风险等。

### 市场数据

收盘价(元)	16.15
一年最低/最高价	8.36/18.30
市净率(倍)	4.23
流通 A 股市值(百万元)	9,707.48
总市值(百万元)	11,327.41

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	3.82
资产负债率(% ,LF)	30.18
总股本(百万股)	701.39
流通 A 股(百万股)	601.08

### 相关研究

《佐力药业(300181)：2024 半年报点评：Q2 业绩表现亮眼，回购股份彰显公司发展信心!》

2024-07-30

《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》

2024-04-24

## 内容目录

1. 股权激励方案落地，未来三年目标年均复合增速达 28% .....	4
2. 战略聚焦乌灵优质品种，乌灵系列+百令+配方颗粒多品种放量.....	5
2.1. 乌灵系列：乌灵胶囊稳步放量，深耕蓝海市场，院内外齐发力.....	5
2.2. 百令系列：百令胶囊入局在即，百令系列由守转攻.....	7
3. 盈利预测与投资评级 .....	7
4. 风险提示 .....	7

## 图表目录

图 1: 乌灵胶囊较主要竞品 OTC 渠道占比仍有较大提升空间.....	7
表 1: 本激励计划授予的限制性股票在各激励对象间的分配情况.....	4
表 2: 业绩考核目标.....	4
表 3: 员工持股计划出资比例.....	4
表 4: 乌灵胶囊集采执行时间进展.....	6

## 1. 股权激励方案落地，未来三年目标年均复合增速达 28%

公司股权激励方案落地，采取第二类限制性股票和员工持股计划相结合的方式，其中，拟向激励对象授予限制性股票不超过 660.5 万股，占总股本的 0.94%，首次授予价格为 8.07 元/股，激励对象包括董事及高管、核心业务及其他骨干成员，首次授予合计 112 人。股权激励计划明确了未来三年业绩增长目标，三期业绩考核目标为以 2024 年为基数，2025/2026/2027 年的净利润增长率不低于 30%/66%/110%。按照考核目标计算，以 2024 年为基数，2025-2027 年目标年均复合增速为 28%，超过此前市场的预期。

表1：本激励计划授予的限制性股票在各激励对象间的分配情况

职务	获授的限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	占本激励计划公告时公司股本总额的比例
董事和高管	137.50	20.82%	0.20%
核心业务及其他骨干员工	448.00	67.83%	0.64%
首次授予合计（112 人）	585.50	88.64%	0.83%
预留部分	75.00	11.36%	0.11%
合计	660.50	100.00%	0.94%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表2：业绩考核目标

	考核年度	业绩考核目标
第一个归属期	2025	以 2024 年净利润为基数，公司 2025 年净利润增长率不低于 30.00%。
第二个归属期	2026	以 2024 年净利润为基数，公司 2026 年净利润增长率不低于 66.00%。
第三个归属期	2027	以 2024 年净利润为基数，公司 2027 年净利润增长率不低于 110.00%。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

(2) 员工持股计划拟筹集资金总额不超过 5427.08 万元，参与计划的员工包括董事、监事、高管及其他核心人员，受让价格 8.07 元/股。三期解锁期目标为以 2024 年为基数，2025/2026/2027 年的净利润增长率不低于 30%/66%/110%。

表3：员工持股计划出资比例

持有人	职务	拟持有份额上限（万份）	拟持有份额占持股计划比例	拟持有股数上限（万股）
董事、监事、高管		1,206.47	22.23%	149.50
其他核心员工（不超过 105 人）		3,615.36	66.62%	448.00
预留份额		605.25	11.15%	75.00
合计		5,427.08	100.00%	672.50

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 战略聚焦乌灵优质品种，乌灵系列+百令+配方颗粒多品种放量

公司 2024 年前三季度业绩表现亮眼。分产品来看，乌灵系列稳健增长，百令片销量回升，中药饮片及配方颗粒打造新的增长极。

- 2024 年前三季度，乌灵系列营收同比增长 24.88%，主要系乌灵胶囊、灵泽片放量明显。其中，乌灵胶囊以价换量，前三季度销售数量增长 30.24%，销售额同比增长 22.67%；灵泽片销量同比增长 37.05%，进入快速爬坡阶段。
- 截至 2024Q3，百令片参与的京津冀“3+N”联盟中的天津、广西等省份已开始执行集中采购，销售量开始回升，2024 年前三季度，百令系列销售数量同比增长 22.14%，销售额降幅缩窄至 4.89%。此外，百令胶囊上市有望提供第二增长曲线，截至 2024Q3，百令胶囊已完成在近 30 个省、自治区、直辖市的挂网工作，看好后续百令胶囊的放量。
- 中药饮片及配方颗粒业务迎来放量，2024 前三季度，中药饮片系列销售收入同比 51.24%；中药配方颗粒销售收入同比增长 175.96%。

我们认为，公司战略聚焦乌灵优质品种，乌灵系列+百令+配方颗粒多品种放量，产品空间广阔，同时，乌灵系列及百令胶囊的第二成长曲线明晰。

此外，不同于传统中成药来源于中药材的提取、浓缩等工艺，公司立足于药用真菌生物发酵技术生产中药产品，实现了传统中药材和现代生物技术的结合，解决了天然乌灵参难以获取的难题，在乌灵菌培育和生产过程中特有的菌种筛选、复壮、发酵、提炼、质量控制等多项技术都有重大创新，模拟天然乌灵参的生活环境及条件发明的深层发酵技术实现了乌灵菌的人工培养和大规模生产。公司产品安全性强，在联合用药等方面优势突出，应用空间大。

### 2.1. 乌灵系列：乌灵胶囊稳步放量，深耕蓝海市场，院内外齐发力

**紧抓集采以价换量机遇，深耕新增院内市场。**2024 年 Q3，乌灵胶囊陆续在河北、山东、江西等集采省份陆续执标，短期来看，半数以上市场进入集采，公司抓住集采机遇加速进院，实现以价换量。明年来看，今年通过集采加速新进的医院有望进一步放量，单院产出有望进一步提升。中长期看，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。

表4: 乌灵胶囊集采执行时间进展

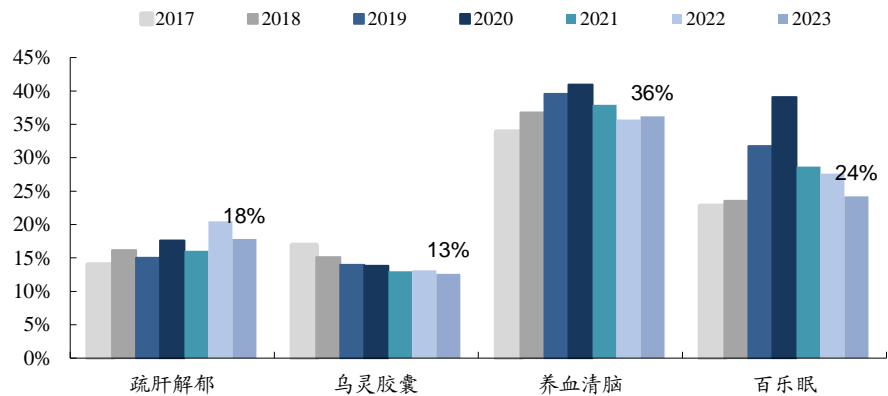
集采类型	集采项目	涉及省份	集采执行时间
省级集采	2022 北京中成药带量采购	北京	2022/11/19 (54 粒); 2023/3/29 (270 粒)
省际联盟集采	广东联盟清开灵等中成药集中带量采购	广东、海南、青海、河南、 山西宁夏、	2023/1/10
省级集采	江苏省第四轮药品集中带量采购	江苏	2024/1/1
省级集采	福建省第四批药品集中带量采购	福建	2024/3/28
省级集采	云南省曲靖市第三批药品(第二批中成药)集中带量采购	云南	2024/6/1
省际联盟集采	京津冀 3+N 联盟部分西药和中成药带量联动采购(天津、四川、黑龙江、西藏、安徽、湖北、湖南、广西、吉林、贵州、内蒙古、辽宁、陕西、江西、新疆、山西、重庆、河南、青海、海南、云南)	天津	2024/3/1
		广西	2024/4/15
		重庆	2024/4/30
		新疆	2024/5/20
		辽宁	2024/6/25
		贵州	2024/6/30
		内蒙古	2024/7/1
		陕西	2024/7/1
		吉林	2024/7/1
		河北	2024/7/10
		山西	2024/7/20
	江西	2024/8/1	
	湖南	2024/8/1	
	安徽	2024/9/30	

数据来源: 政府官网整理, 东吴证券研究所

**公司多元化打造 OTC 端, 有望创造乌灵胶囊第二增长曲线。**公司致力于打造顶尖的 OTC 团队, 以业务驱动为基础开展人才发展计划, 从多渠道选拔、引进及培养营销人才, 充实营销队伍力量。另外, 公司拥有医院渠道优势, 对药店具备较大的吸引力, 目前正在积极推进和连锁大药房的战略合作, 拓展营销的广度深度, 致力将公司产品纳入战略合作伙伴的核心推荐品种, 推动院外端销售持续成长。公司也抓住零售互联网化的机遇, 积极拓展多元化销售渠道, 利用天猫和京东旗舰店、抖音、微博、泰记堂中医馆+互联网医院等方式的运营, 加大市场覆盖, 提高竞争力。

除乌灵胶囊外, 乌灵系列其他产品值得期待, 灵泽片院内外潜力大, 增速亮眼; 莲花颗粒由处方药转换为非处方药, 于 7 月份启动互联网+健康新旅程。

图1: 乌灵胶囊较主要竞品 OTC 渠道占比仍有较大提升空间



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

## 2.2. 百令系列：百令胶囊入局在即，百令系列由守转攻

公司百令系列市占率较低，成长空间大，有望通过集采与适应症拓展扩大市场份额。百令片已触底反弹，公司紧抓省级集采机会，覆盖更多的医院，通过集采实现以价换量。2024 年以来，百令片先后执行上海、江苏、浙江以及京津冀 3+N 部分联盟地区集采，销量逐步回升，销售额降幅缩窄。

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。公司百令系产能充沛，质量高；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。百令胶囊上市后将和百令片形成强协同，形成第二增长曲线。

## 3. 盈利预测与投资评级

考虑到行业大环境影响，我们将 2024 年归母净利润由 5.76 下调为 5.43 亿元，维持预计 2025 年 7.14 亿元，基于公司 1) 乌灵胶囊紧抓集采和基药机遇，同时 OTC 不断扩展；灵泽片、灵莲花未来可期；2) 百令胶囊上市后百令系列恢复增长；3) 饮片和配方颗粒迎来放量，将 2026 年归母净利润由 8.61 上调为 8.94 亿元，对应 PE 估值为 21/16/13X。考虑到公司目标未来三年业绩翻一番，当前估值对应的 PEG 不足 1，维持“买入”评级。

## 4. 风险提示

- 1) 行业政策风险;
- 2) 市场竞争加剧风险;
- 3) 研发不及预期风险等。



## 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
<b>流动资产</b>	<b>2,056</b>	<b>2,928</b>	<b>3,554</b>	<b>4,886</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,942</b>	<b>2,624</b>	<b>3,292</b>	<b>4,041</b>
货币资金及交易性金融资产	1,083	1,292	1,860	2,493	营业成本(含金融类)	613	868	1,087	1,318
经营性应收款项	537	854	960	1,248	税金及附加	25	33	40	48
存货	427	719	711	1,067	销售费用	777	988	1,205	1,467
合同资产	0	0	0	0	管理费用	97	118	135	162
其他流动资产	10	62	23	78	研发费用	79	79	99	119
<b>非流动资产</b>	<b>1,571</b>	<b>1,618</b>	<b>1,691</b>	<b>1,741</b>	财务费用	(14)	0	0	0
长期股权投资	2	2	2	2	加:其他收益	87	114	132	158
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	<b>营业利润</b>	<b>449</b>	<b>655</b>	<b>862</b>	<b>1,087</b>
其他非流动资产	286	286	286	286	营业外净收支	(2)	(6)	(7)	(5)
<b>资产总计</b>	<b>3,627</b>	<b>4,546</b>	<b>5,245</b>	<b>6,627</b>	<b>利润总额</b>	<b>447</b>	<b>649</b>	<b>855</b>	<b>1,082</b>
<b>流动负债</b>	<b>795</b>	<b>1,346</b>	<b>1,301</b>	<b>1,742</b>	减:所得税	56	78	111	141
短期借款及一年内到期的非流动负债	206	206	206	206	<b>净利润</b>	<b>391</b>	<b>571</b>	<b>744</b>	<b>941</b>
经营性应付款项	434	919	816	1,202	减:少数股东损益	8	29	30	47
合同负债	2	11	16	13	<b>归属母公司净利润</b>	<b>383</b>	<b>543</b>	<b>714</b>	<b>894</b>
其他流动负债	153	211	264	322	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.55	0.77	1.02	1.28
非流动负债	58	58	58	58	EBIT	434	653	859	1,085
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	503	737	952	1,185
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	68.42	66.93	66.99	67.38
租赁负债	17	17	17	17	归母净利率(%)	19.71	20.68	21.69	22.13
其他非流动负债	42	42	42	42	收入增长率(%)	7.61	35.11	25.44	22.76
<b>负债合计</b>	<b>853</b>	<b>1,405</b>	<b>1,360</b>	<b>1,801</b>	归母净利润增长率(%)	40.27	41.71	31.60	25.24
归属母公司股东权益	2,729	3,067	3,782	4,676					
少数股东权益	45	74	104	151					
<b>所有者权益合计</b>	<b>2,774</b>	<b>3,141</b>	<b>3,885</b>	<b>4,827</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,627</b>	<b>4,546</b>	<b>5,245</b>	<b>6,627</b>					

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	548	737	786	每股净资产(元)	3.89	4.37	5.39	6.67
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)	(204)	0	0	ROIC(%)	12.82	18.06	20.01	20.61
现金净增加额	(134)	189	553	623	ROE-摊薄(%)	14.03	17.69	18.88	19.13
折旧和摊销	69	84	93	100	资产负债率(%)	23.52	30.90	25.92	27.17
资本开支	(129)	(136)	(171)	(154)	P/E (现价&最新股本摊薄)	29.58	20.87	15.86	12.67
营运资本变动	(181)	(111)	(103)	(258)	P/B (现价)	4.15	3.69	3.00	2.42

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>