

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

佐力药业(300181)

唐爱金 医药首席分析师

执业编号: S1500523080002

邮箱: tangaijin@cindasc.com

贺鑫 医药行业分析师

执业编号: S1500524120003

邮箱: hexin1@cindasc.com

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

乌灵胶囊和配方颗粒放量增长迅速,

精细化管理提升盈利能力

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门大街甲127号金隅大厦B座

# 三大基药品种稳健增长, 配方颗粒&饮片新业务拉动增速

2025年03月11日

**事件:** 2025年3月9日, 佐力药业发布《2024年业绩快报》和《2025年第一季度业绩预告》。2024年公司预计实现营业收入25.80亿元, 同比增长32.81%, 预计实现归母净利润5.05亿元, 同比增长31.79%, 预计实现扣非净利润5.03亿元, 同比增长34.75%。2025年Q1公司预计实现归母净利润1.78-1.89亿元, 同比增长24.99%-32.71%, 预计实现扣非净利润1.778-1.898亿元, 同比增长23.79%-32.14%; 如果扣除股份支付费用的影响后, 公司预计2025年Q1实现归母净利润1.85-1.96亿元, 同比增长29.90%-37.63%。

## 点评:

➤ **三大基药品种持续增长, 新业务贡献提升。** 2024年公司三大基药品种乌灵胶囊、百令片、灵泽片均取得平稳增长, 具体来看: 1) 乌灵胶囊的销售数量和销售金额分别同比增长22.62%和15.96%, 其中销售金额的增速稍慢, 我们推测是受到集采扩面的影响; 2) 灵泽片的销售数量和销售金额分别同比增长23.17%和22.64%; 3) 百令片的销售数量同比增长15.25%, 销售金额同比下降7.23%, 其中销售金额的下降主要是受到集采降价的影响。2024年公司新业务贡献占比提升, 具体来看: 1) 中药饮片系列营业收入同比增长45.82%, 我们推测主要得益于销售渠道的开拓; 2) 中药配方颗粒营业收入同比增长145.34%, 我们推测主要得益于国标省标备案增加的带动; 3) 公司子公司佐力医药实现新增营业收入1.58亿元。根据业绩预告, 公司三大基药品种和中药配方颗粒业务2025年Q1同比继续保持增长。

➤ **股权激励考核目标清晰, 中长期增长点明确。** 2024年10月公司发布股权激励方案, 拟向激励对象授予限制性股票不超过660.5万股; 2024年11月公司发布员工持股计划, 拟受让的股份总数不超过672.5万股。根据业绩考核要求, 以2024年净利润为基数, 公司2025-2027年净利润增长率分别不低于30%、66%、110%, 对应年复合增长率为30%左右。公司坚持以中成药为核心, 以中药饮片、中药配方颗粒为两翼的“一体两翼”的战略目标, 具体来看:

1) 乌灵胶囊: 借助国家基药身份, 抓住集采带来新一轮的增长机会, 通过以价换量的策略, 快速开发更多的医院, 二次开发阿尔茨海默症(AD)和轻度认知功能障碍(MCI), 加大院外药房的覆盖, 提升OTC端的销售, 有望将乌灵胶囊打造成20亿规模的大品种。

2) 灵泽片: 借助国家基药身份, 加快各级医疗机构的推广, 做好学术宣讲, 有望将灵泽片打造成10亿规模的大品种。

3) 百令系列: 百令胶囊和百令片在销售方面具有较强的协同作用, 借

邮编：100031

助全国中成药集采中选机遇，提升联盟地区的市场份额，有望将百令系列打造为 10 亿规模的大品种，形成公司第二增长曲线。

4) 其他业务：公司生产的中药饮片品规已超过 1,000 个，在全国多地拥有 100 多个合作的中药材种植基地，公司的中药配方颗粒截至 2024 年 10 月底已完成国标备案 245 个，省标备案 156 个。

- **盈利预测：**我们预计公司 2025-2026 年营业收入分别为 30.61 亿元、35.75 亿元，归母净利润分别为 6.53 元、8.17 元，EPS（摊薄）分别为 0.93 元、1.16 元。
- **风险因素：**中成药集采政策变动风险；医疗机构覆盖进展不及预期；新适应症开发不及预期。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1,805	1,942	2,580	3,061	3,575
增长率 YoY %	23.9%	7.6%	32.8%	18.7%	16.8%
归属母公司净利润 (百万元)	273	383	505	653	817
增长率 YoY%	52.2%	40.3%	31.9%	29.3%	25.2%
毛利率%	70.6%	68.4%	61.8%	62.9%	63.8%
净资产收益率ROE%	10.1%	14.0%	18.2%	22.5%	26.6%
EPS(摊薄)(元)	0.39	0.55	0.72	0.93	1.16
市盈率 P/E(倍)	39.69	28.30	21.46	16.60	13.27
市净率 P/B(倍)	4.01	3.97	3.91	3.73	3.53

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 3 月 10 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1,960	2,056	2,341	2,561	2,843
货币资金	1,082	932	831	798	812
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	453	473	629	744	868
预付账款	5	4	6	7	8
存货	319	427	682	782	889
其他	101	221	193	229	268
<b>非流动资产</b>	1,683	1,571	1,658	1,724	1,772
长期股权投资	2	2	2	2	2
固定资产(合)	870	980	1,065	1,131	1,180
无形资产	63	71	77	82	86
其他	749	517	514	509	504
<b>资产总计</b>	3,643	3,627	3,999	4,284	4,616
<b>流动负债</b>	755	795	1,123	1,265	1,416
短期借款	138	193	178	178	178
应付票据	23	12	19	22	25
应付账款	446	422	685	788	898
其他	148	168	240	277	315
<b>非流动负债</b>	128	58	49	49	49
长期借款	10	0	0	0	0
其他	118	58	49	49	49
<b>负债合计</b>	883	853	1,172	1,314	1,465
少数股东权益	56	45	56	69	86
归属母公司	2,704	2,729	2,772	2,902	3,065
<b>负债和股东权益</b>	3,643	3,627	3,999	4,284	4,616

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	2,580	3,061	3,575
同比(%)	23.9%	7.6%	32.8%	18.7%	16.8%
归属母公司净利润	273	383	505	653	817
同比(%)	52.2%	40.3%	31.9%	29.3%	25.2%
毛利率(%)	70.6%	68.4%	61.8%	62.9%	63.8%
ROE%	10.1%	14.0%	18.2%	22.5%	26.6%
EPS(摊薄)(元)	0.39	0.55	0.72	0.93	1.16
P/E	39.69	28.30	21.46	16.60	13.27
P/B	4.01	3.97	3.91	3.73	3.53
EV/EBITDA	16.32	13.46	15.08	11.80	9.49

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	1,805	1,942	2,580	3,061	3,575
营业成本	531	613	987	1,134	1,292
营业税金及	20	25	34	40	46
销售费用	831	777	851	995	1,144
管理费用	91	97	129	147	164
研发费用	64	79	103	116	129
财务费用	5	-14	-8	-7	-6
减值损失合	-3	-3	-3	-3	-3
投资净收益	1	0	0	0	0
其他	77	87	109	130	152
<b>营业利润</b>	337	449	590	762	954
营业外收支	-13	-2	-1	-1	-1
<b>利润总额</b>	324	447	589	761	953
所得税	39	56	74	95	119
<b>净利润</b>	286	391	515	666	834
少数股东损	13	8	10	13	17
<b>归属母公司</b>	273	383	505	653	817
EBITDA	403	503	677	868	1,078
EPS(当	0.45	0.55	0.72	0.93	1.16

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	319	288	413	677	854
净利润	286	391	515	666	834
折旧摊销	64	69	96	114	131
财务费用	8	8	6	6	6
投资损失	-1	0	0	0	0
营运资金变	-53	-181	-198	-115	-123
其它	15	2	-7	6	6
<b>投资活动现金流</b>	-113	-264	-32	-181	-181
资本支出	-172	-129	-187	-181	-181
长期投资	54	-140	151	0	0
其他	5	6	4	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	643	-159	-482	-528	-659
吸收投资	898	0	0	0	0
借款	-30	45	-15	0	0
支付利息或	-145	-220	-233	-528	-659
<b>现金流净增加额</b>	848	-134	-101	-32	13

## 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。

**贺鑫**，医药分析师，医疗健康研究组长，北京大学汇丰商学院硕士，上海交通大学工学学士，5年医药行业研究经验，2024年加入信达证券，主要覆盖医疗服务、CXO、生命科学上游、中药等细分领域。

**曹佳琳**，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，3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，超2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**，医药分析师，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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准15%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：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。