

佐力药业 (300181.SZ)

25Q1 开门红，高分红延续

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,805	1,942	2,580	3,385	4,273
增长率 yoy (%)	23.9	7.6	32.8	31.2	26.2
归母净利润(百万元)	273	383	505	670	868
增长率 yoy (%)	52.2	40.3	31.8	32.7	29.6
ROE (%)	10.3	14.1	17.3	20.5	22.6
EPS最新摊薄(元)	0.39	0.55	0.72	0.95	1.24
P/E(倍)	36.8	26.2	19.9	15.0	11.6
P/B(倍)	3.7	3.7	3.4	3.1	2.6

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

事件: 3月9日, 公司发布2024年业绩快报和2025年第一季度业绩预告, 公司2024年实现营收25.80亿元(yoy+32.81%), 实现归母净利润5.05亿元(yoy+31.79%), 实现扣非归母净利润5.03亿元(yoy+34.75%); 其中2024Q4实现营收5.35亿元(yoy+12.02%), 实现归母净利润0.83亿元(yoy-13.40%), 实现扣非归母净利润0.88亿元(yoy-4.74%)。2025Q1预计实现归母净利润1.78-1.89亿元(yoy+24.99%-32.71%), 实现扣非归母净利润1.78-1.90亿元(yoy+23.79%-32.14%)。

2024年顺利收官, 三大核心产品销量均实现15%以上的增长。 公司2024年实现营收25.80亿元(yoy+32.81%), 实现归母净利润5.05亿元(yoy+31.79%), 实现扣非归母净利润5.03亿元(yoy+34.75%)。分产品来看, 乌灵系列营收同增17.14%, 其中乌灵胶囊的销售数量和销售金额分别同增22.62%和15.96%, 灵泽片的销售数量和销售金额分别同增23.17%和22.64%; 百令片的销售数量增长15.25%, 但由于集采价格的下降, 收入减少7.23%; 中药饮片系列受益于乌梅汤销量大幅提升, 营收同增45.82%; 中药配方颗粒主要由于受国标省标备案增加等原因, 营收同增145.34%; 子公司佐力医药实现新增营收1.58亿元。

2025年开门红, 奠定全年增长基础。 公司2025Q1预计实现归母净利润1.78-1.89亿元(yoy+24.99%-32.71%), 实现扣非归母净利润1.78-1.90亿元(yoy+23.79%-32.14%), 2025年实现开门红, 为全年达成股权激励目标下归母净利润同比增长30%的战略任务奠定坚实基础。分产品来看, 截至2月12日, 乌灵胶囊还有6个省份没有执行集采, 占比约20%, 有望延续以价换量增长趋势; 百令片2024年受集采影响后逐步恢复, 2025年全国集采执行后19个省份医院有望重新进入, 以高性价比优势助力销量增长; 百令胶囊是国内首个且唯一获批的同名同方药, 本次入选本次全国中成药集采, 预计4月份陆续在各省份执行, 通过院内+院外双轮驱动, 力争在关键集采窗口期提升市场份额; 灵泽片依托国家基药身份加快医院覆盖和联合用药推广, 有望保持高增。

深挖院内潜力, 院外线上线下联动。 院内市场, 公司依托核心产品国家基药和集采双重身份优势, 构建“金字塔型”分级渗透体系, 上至等级医院, 下至社区卫生服务中心, 针对老龄化趋势布局阿尔茨海默病早期干预网络, 不断强化产品认知; 院外市场, 公司坚持“一路向C”策略, 线下连锁药店通过专业化营销团队赋能终端, 线上与百度健康等互联网平台共建数字化营销矩阵, 私域流量运营则借助新媒体平台强化品牌穿透, 推动“医院-药店-线上”消费闭环。

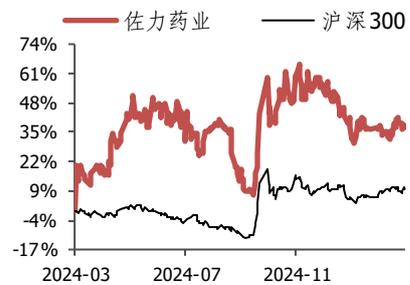
延续高分红比例, 彰显管理层信心。 3月9日, 公司发布2024年分红方

买入 (维持评级)

股票信息

行业	医药
2025年3月7日收盘价(元)	14.75
总市值(百万元)	10,345.46
流通市值(百万元)	8,865.97
总股本(百万股)	701.39
流通股本(百万股)	601.08
近3月日均成交额(百万元)	208.42

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号: S1070520030002
邮箱: liupeng@cgws.com

分析师 袁紫馨

执业证书编号: S1070524090004
邮箱: yuanzixin@cgws.com

相关研究

- 《百令系列双产品拟中选全国集采, 降幅为3%》
2025-01-15
- 《核心产品延续高增, 股权激励彰显长期信心》
2024-10-30
- 《前三季度利润端符合预期, 积极回购彰显经营信心》
2024-09-11

案，每 10 股派发现金股利 6 元（含税），股利支付率高达 98.58%，延续了高分红比例，彰显了公司对未来发展前景的信心。

投资建议：公司核心产品乌灵胶囊、百令片、灵泽片均为国家基药目录，其中乌灵胶囊和灵泽片为独家产品。公司主业“造血”能力较强，持续看好乌灵胶囊“脑效能健康管理”赛道。考虑到公司持续加大医院终端覆盖和院外拓展，核心产品内生增长势能好，精细化管理不断优化，公司成长性延续，预计公司 2024-2026 年实现营收 25.8/33.85/42.73 亿元，分别同比增长 33%/31%/26%；实现归母净利润 5.05/6.7/8.68 亿元，分别同比增长 32%/33%/30%；对应 PE 估值分别为 20/15/12X，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；政策风险；行业竞争加剧；产品推广不及预期；研发风险。

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1960	2056	2734	2740	3564
现金	1082	932	1088	1016	1282
应收票据及应收账款	453	473	712	757	1006
其他应收款	24	9	26	13	28
预付账款	5	4	6	5	7
存货	319	427	677	714	995
其他流动资产	76	212	225	236	247
非流动资产	1683	1571	1664	1996	2351
长期股权投资	2	2	2	2	2
固定资产	870	980	1248	1586	1940
无形资产	64	76	72	69	68
其他非流动资产	748	512	341	339	341
资产总计	3643	3627	4398	4736	5916
流动负债	755	795	1363	1335	1945
短期借款	138	193	175	353	319
应付票据及应付账款	469	434	1014	811	1431
其他流动负债	148	168	175	171	195
非流动负债	128	58	61	61	61
长期借款	10	0	0	0	0
其他非流动负债	118	58	61	61	61
负债合计	883	853	1424	1395	2005
少数股东权益	56	45	56	69	87
股本	701	701	701	701	701
资本公积	1135	1135	1135	1135	1135
留存收益	677	849	940	1060	1216
归属母公司股东权益	2704	2729	2918	3272	3824
负债和股东权益	3643	3627	4398	4736	5916

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	319	288	649	478	1079
净利润	286	391	515	683	885
折旧摊销	60	65	69	90	114
财务费用	5	-14	-13	-8	-5
投资损失	-1	0	0	0	0
营运资金变动	-53	-181	81	-280	91
其他经营现金流	22	27	-3	-7	-5
投资活动现金流	-113	-264	-163	-420	-468
资本支出	178	132	329	426	469
长期投资	54	-140	0	0	0
其他投资现金流	10	8	166	6	1
筹资活动现金流	643	-159	-330	-302	-313
短期借款	-40	55	-18	178	-34
长期借款	10	-10	0	0	0
普通股增加	93	0	0	0	0
资本公积增加	795	0	0	0	0
其他筹资现金流	-215	-204	-312	-480	-279
现金净增加额	848	-134	156	-244	298

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1805	1942	2580	3385	4273
营业成本	531	613	1005	1385	1790
营业税金及附加	20	25	33	44	55
销售费用	831	777	877	1049	1239
管理费用	91	97	103	129	150
研发费用	64	79	77	102	128
财务费用	5	-14	-13	-8	-5
资产和信用减值损失	-3	-3	-4	-6	-7
其他收益	80	87	84	85	85
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0	0
资产处置收益	2	0	1	1	1
营业利润	337	449	590	783	1014
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	13	2	2	2	2
利润总额	324	447	588	781	1012
所得税	39	56	74	98	127
净利润	286	391	515	683	885
少数股东损益	13	8	10	14	18
归属母公司净利润	273	383	505	670	868
EBITDA	361	496	639	856	1112
EPS (元/股)	0.39	0.55	0.72	0.95	1.24

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	23.9	7.6	32.8	31.2	26.2
营业利润 (%)	49.9	33.1	31.6	32.6	29.5
归属母公司净利润 (%)	52.2	40.3	31.8	32.7	29.6
获利能力					
毛利率 (%)	70.6	68.4	61.1	59.1	58.1
净利率 (%)	15.8	20.1	20.0	20.2	20.7
ROE (%)	10.3	14.1	17.3	20.5	22.6
ROIC (%)	9.2	12.7	16.0	18.4	21.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	24.2	23.5	32.4	29.5	33.9
净负债比率 (%)	-33.0	-25.5	-30.0	-19.2	-24.1
流动比率	2.6	2.6	2.0	2.1	1.8
速动比率	2.2	2.0	1.5	1.5	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	4.8	4.2	4.4	4.6	4.8
应付账款周转率	1.5	1.4	1.4	1.6	1.7
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.39	0.55	0.72	0.95	1.24
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.45	0.41	0.93	0.68	1.54
每股净资产 (最新摊薄)	3.85	3.89	4.16	4.66	5.45
估值比率					
P/E	36.8	26.2	19.9	15.0	11.6
P/B	3.7	3.7	3.4	3.1	2.6
EV/EBITDA	25.4	18.6	14.2	10.9	8.1

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，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他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深300指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033
传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126
传真：021-31829681
网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层
邮编：100044
传真：86-10-88366686