

佐力药业 (300181)

2024 年报&2025 一季报点评：盈利能力稳健提升，收入及利润创单季度新高

买入（维持）

2025 年 04 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 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 营业总收入 (百万元) | 1,942 | 2,578 | 3,178 | 3,862 | 4,615 |
| 同比 (%) | 7.61 | 32.71 | 23.29 | 21.50 | 19.49 |
| 归母净利润 (百万元) | 382.94 | 507.77 | 655.34 | 840.58 | 1,041.23 |
| 同比 (%) | 40.27 | 32.60 | 29.06 | 28.27 | 23.87 |
| EPS-最新摊薄 (元/股) | 0.55 | 0.72 | 0.93 | 1.20 | 1.48 |
| P/E (现价&最新摊薄) | 29.16 | 21.99 | 17.04 | 13.28 | 10.72 |

股价走势



投资要点

- **事件：**2024 年，公司全年实现营业收入 25.78 亿元 (+32.71%，同比增长 32.71%，下同)；归母净利润 5.08 亿元 (+32.60%)，扣非归母净利润 5.08 亿元 (+35.89%)。单 Q4 季度来看，公司实现营收 5.33 亿元 (+11.62%)，归母净利润 0.86 亿元 (-10.18%)，扣非归母净利润 0.93 亿元 (-0.17%)。2025 年 Q1，公司收入 8.24 亿元 (+22.52%)，归母净利润为 1.81 亿元 (+27.2%)，扣非归母净利润 1.81 亿元 (+26.16%)。业绩符合此前预告预期。
- **核心产品稳健放量，盈利能力有所提升。**分产品来看，2024 年乌灵系列营业收入 14.38 亿元 (+17.14%)，其中，乌灵胶囊销售量同比增长 22.62%；灵泽片销售量同比增长 23.17%；百令系列实现收入 1.88 亿元 (-6.78%)，其中百令片的销售数量增长 15.17%，但由于集采价格的下降，收入有所下滑；中药饮片系列营收 6.73 亿元 (+46.02%)；中药配方颗粒营业收入 1.02 亿元 (+143.19%)。从收入来看，四季度在医保控费的大背景下，产品增速有所放缓。2024 年，受集采降价影响，公司毛利率有所下滑，但基于销售费用率的控制，公司销售净利率保持基本稳定，销售净利率为 20.01%，扣非销售净利率提升至 19.69% (+0.46pct，同比提升 0.46 个百分点，下同)。
- **2025 年 Q1，公司增长态势良好，配方颗粒及中药饮片业务表现亮眼。**其中乌灵系列营业收入同比增长 8.77%，主要是乌灵胶囊的销售数量和金额较上年同期分别增长了 8.07%和 6.24%；灵泽片的量及收入同比增长了 22.49%和 23.39%。百令片的销售数量和金额同比增长了 15.72%和 11.20%；中药配方颗粒收入同比增长 50.64%；中药饮片收入同比增长 26.39%；佐力医药公司商业销售收入较上年同期增长了 204.69%。公司盈利能力同环比均有所改善。2025 年 Q1，公司销售净利率为 22.24% (+0.82pct)，销售费用率为 31.09% (-6.14pct)，管理费用率为 2.85% (-0.99pct)，提质增效效果明显。
- **盈利预测与投资评级：**考虑到股权激励费用及客观政策的影响，我们将 2025-2026 年公司归母净利润的预测由 7.14/8.94 亿元下调至 6.55/8.41 亿元，2027 年预计为 10.41 亿元，对应 PE 估值为 17/13/11X。公司紧抓集采机遇，深耕等级医院及基层市场开拓，积极往 OTC 拓展，业绩增速可期，同时保持较高的分红率，维持“买入”评级。
- **风险提示：**集采后放量不及预期风险，行业政策风险，市场竞争加剧风险等。

市场数据

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 15.92 |
| 一年最低/最高价 | 11.53/18.50 |
| 市净率(倍) | 3.58 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 9,598.34 |
| 总市值(百万元) | 11,166.09 |

基础数据

| | |
|--------------|--------|
| 每股净资产(元,LF) | 4.45 |
| 资产负债率(% ,LF) | 30.38 |
| 总股本(百万股) | 701.39 |
| 流通 A 股(百万股) | 602.91 |

相关研究

《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》

2024-10-27

《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

佐力药业三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 流动资产 | 2,177 | 3,166 | 4,248 | 5,578 | 营业总收入 | 2,578 | 3,178 | 3,862 | 4,615 |
| 货币资金及交易性金融资产 | 805 | 1,663 | 2,478 | 3,540 | 营业成本(含金融类) | 1,007 | 1,273 | 1,547 | 1,846 |
| 经营性应收款项 | 826 | 868 | 1,004 | 1,179 | 税金及附加 | 29 | 36 | 44 | 52 |
| 存货 | 524 | 608 | 725 | 814 | 销售费用 | 839 | 1,009 | 1,209 | 1,431 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 管理费用 | 110 | 124 | 135 | 152 |
| 其他流动资产 | 23 | 27 | 41 | 46 | 研发费用 | 72 | 88 | 98 | 111 |
| 非流动资产 | 1,815 | 1,838 | 1,864 | 1,876 | 财务费用 | (7) | (2) | (14) | (27) |
| 长期股权投资 | 2 | 2 | 2 | 2 | 加:其他收益 | 101 | 122 | 148 | 175 |
| 固定资产及使用权资产 | 1,058 | 1,099 | 1,131 | 1,152 | 投资净收益 | (1) | 2 | 2 | 1 |
| 在建工程 | 161 | 140 | 132 | 119 | 公允价值变动 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 75 | 79 | 82 | 85 | 减值损失 | (19) | 0 | 0 | 0 |
| 商誉 | 130 | 130 | 130 | 130 | 资产处置收益 | 0 | 1 | 2 | 2 |
| 长期待摊费用 | 18 | 18 | 18 | 18 | 营业利润 | 609 | 776 | 995 | 1,228 |
| 其他非流动资产 | 369 | 369 | 369 | 369 | 营业外净收支 | (13) | (6) | (7) | (5) |
| 资产总计 | 3,992 | 5,003 | 6,112 | 7,454 | 利润总额 | 597 | 770 | 988 | 1,223 |
| 流动负债 | 1,056 | 1,402 | 1,656 | 1,939 | 减:所得税 | 81 | 104 | 133 | 165 |
| 短期借款及一年内到期的非流动负债 | 381 | 500 | 634 | 676 | 净利润 | 516 | 666 | 854 | 1,058 |
| 经营性应付款项 | 483 | 658 | 729 | 922 | 减:少数股东损益 | 8 | 11 | 14 | 17 |
| 合同负债 | 14 | 16 | 22 | 19 | 归属母公司净利润 | 508 | 655 | 841 | 1,041 |
| 其他流动负债 | 178 | 227 | 270 | 322 | 每股收益-最新股本摊薄(元) | 0.72 | 0.93 | 1.20 | 1.48 |
| 非流动负债 | 116 | 116 | 116 | 116 | EBIT | 603 | 771 | 977 | 1,198 |
| 长期借款 | 31 | 31 | 31 | 31 | EBITDA | 679 | 857 | 1,068 | 1,295 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 毛利率(%) | 60.95 | 59.95 | 59.93 | 60.00 |
| 租赁负债 | 18 | 18 | 18 | 18 | 归母净利率(%) | 19.70 | 20.62 | 21.77 | 22.56 |
| 其他非流动负债 | 68 | 68 | 68 | 68 | 收入增长率(%) | 32.71 | 23.29 | 21.50 | 19.49 |
| 负债合计 | 1,173 | 1,518 | 1,773 | 2,056 | 归母净利润增长率(%) | 32.60 | 29.06 | 28.27 | 23.87 |
| 归属母公司股东权益 | 2,769 | 3,424 | 4,265 | 5,306 | | | | | |
| 少数股东权益 | 51 | 61 | 75 | 92 | | | | | |
| 所有者权益合计 | 2,819 | 3,485 | 4,340 | 5,398 | | | | | |
| 负债和股东权益 | 3,992 | 5,003 | 6,112 | 7,454 | | | | | |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | 重要财务与估值指标 | | | | |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 经营活动现金流 | 297 | 865 | 819 | 1,149 | 每股净资产(元) | 3.95 | 4.88 | 6.08 | 7.57 |
| 投资活动现金流 | (110) | (133) | (136) | (120) | 最新发行在外股份(百万股) | 701 | 701 | 701 | 701 |
| 筹资活动现金流 | (339) | 106 | 117 | 22 | ROIC(%) | 16.70 | 18.31 | 18.66 | 18.60 |
| 现金净增加额 | (153) | 838 | 800 | 1,051 | ROE-摊薄(%) | 18.34 | 19.14 | 19.71 | 19.62 |
| 折旧和摊销 | 75 | 87 | 91 | 97 | 资产负债率(%) | 29.37 | 30.34 | 29.00 | 27.58 |
| 资本开支 | (262) | (115) | (123) | (112) | P/E (现价&最新股本摊薄) | 21.99 | 17.04 | 13.28 | 10.72 |
| 营运资本变动 | (326) | 96 | (147) | (27) | P/B (现价) | 4.03 | 3.26 | 2.62 | 2.10 |

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>