

佐力药业 (300181.SZ) 拟收购未来医药资产组丰富产品结构, 营销协同发展

2025 年 12 月 15 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

余汝意 (分析师)

巢舒然 (分析师)

yuruyi@kysec.cn

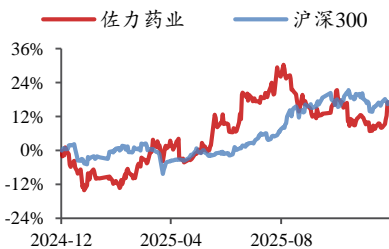
chaoshuran@kysec.cn

证书编号: S0790523070002

证书编号: S0790525110001

日期	2025/12/12
当前股价(元)	18.32
一年最高最低(元)	21.07/13.88
总市值(亿元)	128.49
流通市值(亿元)	110.45
总股本(亿股)	7.01
流通股本(亿股)	6.03
近 3 个月换手率(%)	108.31

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《2025H1 利润快速增长, 战略性拓展布局大健康 ——公司信息更新报告》-2025.8.20

《2024 营收利润增长亮眼, 营销发力强化品牌护城河 ——公司信息更新报告》-2025.4.26

● 外延并购打开成长空间, 维持“买入”评级

2025 年 12 月 12 日, 公司与西藏未来及其两家全资子公司许昌未来和合肥未来签署了《多种微量元素注射液资产组收购协议书》, 拟以总价 (含税) 人民币 3.56 亿元收购其多种微量元素注射液资产组 (以下简称“资产组”)。资产组的内容包括已上市品种“多种微量元素注射液 (I)”、“多种微量元素注射液 (II)”和在研品种“多种微量元素注射液 (III)”的研发/生产技术资料、上市许可、商标、专利、合同权利与义务、员工劳动关系等。我们看好公司乌灵及百令系列产品未来的成长空间, 以及此次收购完成后公司在微量元素产品方面的布局, 维持 2025-2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润分别为 6.67/8.45/10.67 亿元, EPS 为 0.95/1.20/1.52 元/股, 当前股价对应 PE 为 19.3/15.2/12.0 倍, 维持“买入”评级。

● 多种微量元素注射液市场空间大, “医保+集采”身份助力销量提升

据公司公告, 多种微量元素注射液是肠外营养中微量元素的主要来源, 2024 年多种微量元素注射液整体市场规模达到约 18 亿元。多种微量元素注射液的市场空间预计将继续保持增长态势, 尤其在儿童营养支持和成人重症营养领域的需求将持续释放。目前, 多种微量元素注射液 (I) 和 (II) 均为国家医保乙类品种, 省际集采产品, 已获得多个临床指南、专家共识的推荐, 临床应用科室广泛。其中, 未来医药的多种微量元素注射液已在京津冀“3+N”联盟集采、河北省联盟集采到期接续、广东联盟接续集采等中选, 浙江、广东、安徽等 20 多个省份已执行; 多种微量元素注射液 (III) 作为在研品种已于 2025 年 2 月 27 日完成上市申报, 目前处于技术审评阶段。

● 丰富产品结构, 营销协同发展

公司拟收购未来医药多种微量元素注射液资产组, 有助于优化公司产品结构, 拓宽疾病治疗领域; 同时公司有着集采和基药产品的市场优势, 可充分发挥“多科室、重循证”的临床推广经验, 与多种微量元素注射液产品组合实现协同发展。

● 风险提示: 政策波动风险, 产品销售不及预期, 新品研发进展不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,942	2,578	3,246	3,814	4,472
YOY(%)	7.6	32.7	25.9	17.5	17.3
归母净利润(百万元)	383	508	667	845	1,067
YOY(%)	40.3	32.6	31.3	26.7	26.3
毛利率(%)	68.4	61.0	61.1	59.7	59.2
净利率(%)	19.7	19.7	20.5	22.1	23.8
ROE(%)	14.1	18.3	22.4	23.6	24.4
EPS(摊薄/元)	0.55	0.72	0.95	1.20	1.52
P/E(倍)	33.6	25.3	19.3	15.2	12.0
P/B(倍)	4.7	4.6	4.3	3.6	3.0

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2056	2177	2724	3052	3956
现金	932	805	1013	1190	1642
应收票据及应收账款	473	592	812	807	1123
其他应收款	9	18	16	24	23
预付账款	4	42	16	53	28
存货	427	524	670	781	943
其他流动资产	212	197	197	197	197
非流动资产	1571	1815	2108	2312	2544
长期投资	2	2	2	2	2
固定资产	980	1036	1349	1568	1808
无形资产	76	92	90	90	91
其他非流动资产	512	684	667	652	643
资产总计	3627	3992	4832	5364	6500
流动负债	795	1056	1629	1568	1920
短期借款	193	377	436	595	377
应付票据及应付账款	434	482	986	758	1320
其他流动负债	168	196	207	215	223
非流动负债	58	116	113	108	102
长期借款	0	31	27	22	16
其他非流动负债	58	86	86	86	86
负债合计	853	1173	1742	1675	2022
少数股东权益	45	51	76	101	129
股本	701	701	701	701	701
资本公积	1135	1135	1135	1135	1135
留存收益	849	1041	1197	1371	1582
归属母公司股东权益	2729	2769	3015	3588	4350
负债和股东权益	3627	3992	4832	5364	6500

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	288	297	929	584	1301
净利润	391	516	692	870	1094
折旧摊销	65	72	77	97	116
财务费用	-14	-7	-11	-12	-25
投资损失	0	1	-0	-0	0
营运资金变动	-181	-326	168	-377	109
其他经营现金流	27	42	3	6	7
投资活动现金流	-264	-110	-369	-300	-347
资本支出	132	263	370	301	348
长期投资	-140	151	-0	-0	-0
其他投资现金流	8	2	1	1	1
筹资活动现金流	-159	-339	-410	-265	-285
短期借款	55	184	59	159	-218
长期借款	-10	31	-3	-6	-5
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-204	-554	-466	-419	-62
现金净增加额	-134	-153	150	18	669

数据来源：聚源、开源证券研究所

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1942	2578	3246	3814	4472
营业成本	613	1007	1264	1537	1827
营业税金及附加	25	29	39	45	54
营业费用	777	839	1035	1096	1185
管理费用	97	110	114	128	137
研发费用	79	72	81	95	112
财务费用	-14	-7	-11	-12	-25
资产减值损失	-3	-12	0	0	0
其他收益	87	101	81	87	89
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-0	-1	0	0	-0
资产处置收益	0	0	1	1	1
营业利润	449	609	802	1005	1264
营业外收入	0	1	0	0	0
营业外支出	2	13	8	9	8
利润总额	447	597	794	997	1256
所得税	56	81	102	127	162
净利润	391	516	692	870	1094
少数股东损益	8	8	25	25	28
归属母公司净利润	383	508	667	845	1067
EBITDA	496	669	870	1093	1360
EPS(元)	0.55	0.72	0.95	1.20	1.52

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	7.6	32.7	25.9	17.5	17.3
营业利润(%)	33.1	35.8	31.6	25.4	25.7
归属于母公司净利润(%)	40.3	32.6	31.3	26.7	26.3
获利能力					
毛利率(%)	68.4	61.0	61.1	59.7	59.2
净利率(%)	19.7	19.7	20.5	22.1	23.8
ROE(%)	14.1	18.3	22.4	23.6	24.4
ROIC(%)	12.7	16.1	19.7	20.5	22.7
偿债能力					
资产负债率(%)	23.5	29.4	36.0	31.2	31.1
净负债比率(%)	-25.5	-13.0	-16.7	-14.6	-27.1
流动比率	2.6	2.1	1.7	1.9	2.1
速动比率	2.0	1.5	1.2	1.4	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.7	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	4.2	4.8	4.6	4.7	4.6
应付账款周转率	1.4	2.4	1.8	1.8	1.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.72	0.95	1.20	1.52
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.42	1.32	0.83	1.86
每股净资产(最新摊薄)	3.89	3.95	4.30	5.12	6.20
估值比率					
P/E	33.6	25.3	19.3	15.2	12.0
P/B	4.7	4.6	4.3	3.6	3.0
EV/EBITDA	24.3	18.7	14.3	11.4	8.6

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。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。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。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn