

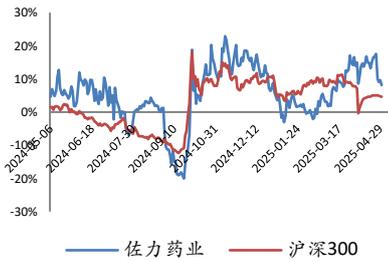
核心产品保持快速增长，核心与两翼产品仍具较大发展空间

相关研究：

- 《三季报表现亮眼，股权激励彰显公司发展信心》 20241114
- 《业绩保持稳健增长，以价换量效果显著》 20250317

公司评级：买入（维持）

近十二个月公司表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	-2	8	4
绝对收益	-6	6	8

注：相对收益与沪深300相比

分析师：许雯

证书编号：S0500517110001

Tel: 021-50293534

Email: xw3315@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

事件：

公司发布2024年年度报告和2025年第一季度报告。根据2024年年报和2025年一季报，公司2024年实现营业收入25.78亿元，较上年同期增长32.71%；实现归母净利润5.08亿元，较上年同期增长32.6%。2025Q1实现营业收入8.24亿元，较上年同期增长22.52%，实现归母净利润1.81亿元，较上年同期增长27.2%。

核心要点：

□ 核心产品保持快速增长

公司主营产品包括乌灵系列（乌灵胶囊、灵泽片、灵莲花颗粒）、百令系列（百令片、百令胶囊）、中药饮片、中药配方颗粒、聚卡波非钙片。根据2024年年报，2024年核心产品乌灵系列实现营收14.38亿元，同比增长17.14%，连续多年保持两位数以上增速。其中，2024年乌灵胶囊销量和销售金额同比分别增长22.62%和15.96%，灵泽片销量和销售金额同比分别增长23.17%和22.64%。百令系列实现营收1.88亿元，受集采价格下降影响，营收同比下降6.78%。其中，百令片销量同比增长15.17%。根据2025年一季报，2025Q1乌灵系列营收同比增长8.77%，其中，乌灵胶囊销量和销售金额同比分别增长8.07%和6.24%；灵泽片销量和销售金额同比分别增长22.49%和23.39%。百令片2025Q1实现销量和销售金额双增长，同比分别增长15.72%和11.20%。

□ 集采降价影响毛利率，受益于降本增效，净利率基本稳定

根据2024年年报，分产品看，2024年乌灵系列产品毛利率为86.42%，近三年基本保持稳定；百令系列受集采降价影响明显，2024年毛利率为63.01%，同比下降8.15pct；中药饮片和中药配方颗粒毛利率也基本稳定，2024年分别为19.72%和60.74%。公司2024年综合毛利率为60.95%，同比下降7.47pct。费用端，公司2024年期间费用率（含研发）为39.35%，同比下降9.01pct，其中，销售费用率为32.52%，同比下降7.5pct。受益于费用管控，公司2024年净利率为20.01%，与去年同期相比基本保持稳定。

□ “一体两翼”实施顺利，核心产品与两翼产品仍有较大发展空间

近年来公司“一体两翼”发展战略实施顺利。核心产品及两翼产品未来仍具较大发展空间。

核心产品进入多项指南和专家共识，推动临床应用。2024年乌灵胶囊新增列入《脑卒中中西医结合康复临床循证实践指南》《基层医疗机构失眠症诊断和治疗中国专家共识》《考试焦虑障碍临床诊疗中国专家共识》《特定人群失眠诊断与治疗专家共识》等14项临床指南及专家共识，目前已进入80个临床指南、临床路径、专家共识及教材专著推荐。灵泽片2024年被列为国家二级中药保护品种，目前已获得《中医男科学》《李曰庆临床学术经验集》等12个临床指南、专家共识及教材专著推荐。灵莲花颗粒目前已获

得 2 项临床指南推荐，在《中成药治疗更年期综合征临床应用指南》中被列为强推荐产品。百令片目前已进入《老年慢性阻塞性肺疾病管理指南》《中成药临床应用指南（呼吸系统疾病分册）》等 14 个临床指南、专家共识及教材专著推荐。百令胶囊目前已进入《慢性阻塞性肺疾病诊疗指南》等 31 个临床指南、专家共识及教材专著推荐。多项指南和专家共识的进入，将有效推动核心产品在临床的进一步广泛应用。

乌灵系列：增量来自于集采扩面、基层医疗终端、OTC 端及二次开发。（1）乌灵胶囊在 2022 年广东联盟清开灵等中成药集采中的降价幅度为 21%，北京集采通过谈判维持了与广东联盟一样的价格，在 2025 年广东联盟金莲花胶囊等中成药集采中选结果中未降价。乌灵胶囊价格趋于稳定，日均服用价格较为合理，中成药集采对于乌灵胶囊相对友好。集采的中标、国家医保甲类产品、国家基药产品以及独家品种有助于乌灵胶囊进一步拓展市场。乌灵胶囊参与的京津冀“3+N”联盟中，天津、广西、重庆、新疆、辽宁、贵州、内蒙古等 15 省已开始执行，尚有 4 个未开始执行；乌灵胶囊参与的甘肃省第六批药品集采目前未开始执行，未来集采扩面执行有望带来增量。

（2）从院端市场份额情况看，根据公司 2024 年年报，乌灵胶囊 2022 年、2023 年在我国城市公立医院、县级公立医院中成药用药市场神经系统疾病用药市场份额排名均为第 1，但在城市社区卫生中心（站）得排名分别为第 5 和第 4，在乡镇卫生院的排名分别为第 6 和第 5，基层医疗终端仍有较大拓展空间。（3）从零售端看，根据药智数据，公司 2023 年、2024 年在零售端中成药用药市场其他神经系统疾病用药占比约为 1.8% 和 1.6%，零售端有较大拓展空间。（4）公司目前正在开展乌灵胶囊治疗老年痴呆的二次开发，关注老年轻度认知功能障碍（MCI）方面的研究，通过下基层公益活动让 MCI 患者单独或联合使用乌灵胶囊治疗来预防或延缓 AD 发生，发挥“治未病”的优势，使得乌灵胶囊产品定位不断升级。

百令系列：新进入集采有望带来恢复性增长。公司百令片中标 2024 年京津冀“3+N”联盟药品集采，有助于增加在“3+N”联盟地区（包括天津、四川、湖北等 21 个联盟省份）的竞争力，同时，百令片和百令胶囊中选 2024 年全国中成药集采，有望改善百令片 2021 年未中选湖北联盟集采的不利影响。短期看，百令片集采价格下降或带来一定程度的收入减少，但长期看，集采中选有望实现以价换量，带来百令系列的恢复性增长。

两翼：先发优势明显，发展效果较好，有望保持快速增长。公司抢抓先机布局中药饮片和配方颗粒，“一体两翼”效果明显。2024 年，中药饮片系列营收同比增长 46.02%；中药配方颗粒受国标省标备案增加的影响，营收同比增长 143.19%。

□ 盈利预测

我们看好公司主要源于：一是公司的核心产品具备明显竞争优势，拳头产品乌灵胶囊是具有明确作用机理的中药之一，三个产品进基药及集采带来医院端增量，自营、招商、OTC 相结合的销售模式以及布局互联网+医疗、电商等新渠道，抓住了发展新机遇；二是百令系列中选集采，有望带来快速恢复性增长；三是公司营销策略升级效果明显；四是国家对中医药的政策支持为公司核心产品带来利好，并为公司已提前布局的中药饮片和中药配方颗粒业务带来较大增长空间。

我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 32.31/36.87/42.65 亿元，同比增长 25.4%/14.1%/15.7%；归母净利润分别为 6.61/8.39/9.86 亿元，同比增长 30.2%/26.9%/17.4%；EPS 分别为 0.94/1.20/1.41 元。维持公司“买入”评级。

□ 风险提示

- (1) 公司营销策略推进不及预期;
- (2) 集采降价风险。

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2578	3231	3687	4265
同比(%)	32.7%	25.4%	14.1%	15.7%
归属母公司净利润	508	661	839	986
同比(%)	32.6%	30.2%	26.9%	17.4%
毛利率(%)	61.0%	61.3%	61.8%	61.9%
ROE(%)	18.3%	21.0%	24.5%	26.7%
每股收益(元)	0.72	0.94	1.20	1.41
P/E	21.63	16.61	13.09	11.14
P/B	3.97	3.49	3.20	2.97
EV/EBITDA	15.21	12.03	9.55	8.15

资料来源:天软、湘财证券研究所

附表 财务报表及估值数据

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2177	2736	3085	3444	营业收入	2578	3231	3687	4265
货币资金	805	996	1106	1173	营业成本	1007	1250	1407	1626
应收账款	592	780	879	1009	税金及附加	29	38	44	50
其他应收款	18	27	24	31	销售费用	839	1034	1125	1280
预付账款	42	24	32	46	管理费用	110	129	118	128
存货	524	757	855	940	研发费用	72	87	96	111
其他流动资产	197	152	189	246	财务费用	-7	4	1	1
非流动资产	1815	1862	1945	2014	信用减值损失	-7	-4	-4	-5
长期股权投资	2	2	2	2	资产减值损失	-12	-6	-7	-9
固定资产	1036	1243	1374	1482	公允价值变动收益	0	0	0	0
在建工程	161	81	40	20	投资收益	-1	0	0	0
无形资产	75	78	84	88	营业利润	609	769	979	1151
其他非流动资产	540	458	445	423	营业外收入	1	0	0	0
资产总计	3992	4598	5030	5459	营业外支出	13	0	0	0
流动负债	1056	1264	1400	1522	利润总额	597	769	979	1151
短期借款	377	285	331	308	所得税	81	97	126	150
应付账款	430	680	731	818	净利润	516	672	853	1001
其他流动负债	249	299	338	396	少数股东损益	8	11	13	16
非流动负债	116	128	128	152	归属母公司净利润	508	661	839	986
长期借款	31	41	51	68	EBITDA	678	857	1080	1266
其他非流动负债	86	87	77	83	EPS (元)	0.72	0.94	1.20	1.41
负债合计	1173	1392	1528	1674					
归属母公司股东权益	2769	3145	3428	3695	主要财务比率				
股本	701	701	701	701	会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
资本公积	1135	1135	1135	1135	成长能力				
留存收益	1041	1282	1587	1884	营业收入	32.7%	25.4%	14.1%	15.7%
少数股东权益	51	61	75	90	营业利润	35.8%	26.2%	27.3%	17.6%
负债和股东权益	3992	4598	5030	5459	归属母公司净利润	32.6%	30.2%	26.9%	17.4%
					获利能力				
					毛利率(%)	61.0%	61.3%	61.8%	61.9%
					净利率(%)	19.7%	20.5%	22.8%	23.1%
					ROE(%)	18.3%	21.0%	24.5%	26.7%
					ROIC(%)	26.6%	30.7%	35.5%	38.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	29.4%	30.3%	30.4%	30.7%
					流动比率	2.06	2.16	2.20	2.26
					速动比率	1.57	1.57	1.59	1.65
					利息保障倍数	64.89	45.16	58.84	64.31
					营运能力				
					总资产周转率	0.68	0.75	0.77	0.81
					应收账款周转率	4.77	4.65	4.36	4.45
					存货周转率	2.11	1.94	1.73	1.80
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.72	0.94	1.20	1.41
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.92	1.19	1.47
					每股净资产(最新摊薄)	3.95	4.48	4.89	5.27
					估值比率				
					P/E	21.63	16.61	13.09	11.14
					P/B	3.97	3.49	3.20	2.97
					EV/EBITDA	15.21	12.03	9.55	8.15

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	297	646	838	1033
净利润	516	672	853	1001
资产减值准备	19	24	-2	-4
折旧摊销	75	85	100	114
财务费用	9	4	1	1
投资损失	1	0	0	0
营运资金变动	-326	-137	-107	-83
其他经营现金流	3	-1	-8	3
投资活动现金流	-110	-132	-189	-183
资本支出	263	200	180	190
长期投资	-151	-73	-10	-20
其他投资现金流	2	-5	-19	-13
筹资活动现金流	-339	-323	-538	-784
短期借款	184	-92	46	-23
长期借款	31	10	10	17
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-554	-241	-594	-778
现金净增加额	-153	191	111	66

资料来源:天软、湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，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书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。