

佐力药业（300181.SZ）

研发实力获权威认证，安全性驱动科室拓展

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,942	2,578	3,238	4,009	4,818
增长率 yoy（%）	7.6	32.7	25.6	23.8	20.2
归母净利润（百万元）	383	508	661	850	1,038
增长率 yoy（%）	40.3	32.6	30.1	28.7	22.1
ROE（%）	14.1	18.3	23.1	25.7	26.4
EPS 最新摊薄（元）	0.55	0.72	0.94	1.21	1.48
P/E（倍）	34.6	26.1	20.0	15.6	12.8
P/B（倍）	4.9	4.8	4.6	4.0	3.4

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：6 月 20 日，在“2025 PDI 医药研发·创新大会”上，佐力药业荣登“2025 中国中药研发实力前 50 强”榜单，位列第 27 位，彰显公司在中药研发领域的深厚积累与持续突破。

“技术+产品”双轮驱动，构建核心竞争壁垒。公司深耕药用真菌生物发酵技术，实现乌灵菌粉规模化生产。乌灵菌粉为国家中药一类新药，公司专有技术——“珍稀药用真菌乌灵参的工业化生产关键技术及其临床应用”于 2010 年 2 月取得了科技部、国家保密局联合颁发的秘密技术证书。公司围绕乌灵菌粉延伸开发系列产品战略，构建出具有自主知识产权的产品线，乌灵胶囊、灵泽片、灵莲花颗粒均为独家产品。《2025 中国中药研发实力排行榜》评选维度涵盖药品受理、研发投入、临床试验、学术产出及历史表现五大指标。2025 年榜单中佐力药业排名第 27 位，相较于 2024 年提升了 7 位，学术研究和推广卓有成效，创新效能持续释放。

产品力为核，渠道为翼，安全性为刃。公司核心产品乌灵胶囊自 2018 年纳入基药目录以来，销量增速亮眼。乌灵胶囊是国家中药一类新药，也是国内首个提出治疗心理障碍和改善情绪的中药产品，单味成分，有明确的 GABA 作用机理、基因芯片研究和 Meta 分析结果支持；高等级循证医学证据-

（RCT 研究）显示乌灵胶囊对焦虑或抑郁的精神症状、躯体症状和睡眠症状具有肯定的疗效。此外，经药理实验证明能明显改善各种记忆障碍，具有脑保护及促智健脑功能。公司正在开展乌灵胶囊治疗老年痴呆的二次开发，也关注老年轻度认知功能障碍(MCI)方面的研究。截至 2024 年底，乌灵胶囊已进入 80 个临床指南、临床路径、专家共识及教材专著的推荐。

渠道方面，公司利用基药优势和近年来的集采东风加速全国市场布局与覆盖，截至 2024 年底，乌灵胶囊医疗机构覆盖数量已达到了 15000 家，未来院内渠道有望进一步下沉，院外渠道积极拓展，力争把乌灵胶囊打造成 20 亿规模的大品种。

安全性方面，此前由王嘉麟教授牵头，全国 12 家医疗机构共同完成了一项大型上市后安全性研究，成果发表于《医药导报》（2022 年），研究结果显示 3004 例患者样本中所有 ADR（不良反应）均为轻度、可逆（无需特殊干预或停药后好转），证实了乌灵胶囊在真实世界中的用药安全性。安全性的证实为科室拓展提供良好根基，目前临床上广泛应用于精神科、神经内科、中医科、耳鼻喉科、皮肤科、消化科、心内科、肿瘤科、内分泌科等科室。

我们认为，公司院内增长仍然具备较大增长潜力，一方面公司加强学术和适应症研究，立足于已覆盖的医疗机构进行存量挖掘，提升单院产出；另一方面拓展院内渠道覆盖的深度和广度。

买入（维持评级）	
股票信息	
行业	医药
2025 年 7 月 4 日收盘价（元）	18.98
总市值（百万元）	13,312.33
流通市值（百万元）	11,443.25
总股本（百万股）	701.39
流通股本（百万股）	602.91
近 3 月日均成交额（百万元）	319.06

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

- 《获批国家专利密集型产品，筑牢长期增长根基》
2025-03-26
- 《25Q1 开门红，高分红延续》2025-03-11
- 《百令系列双产品拟中选全国集采，降幅为 3%》
2025-01-15

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 2025-2027 年实现营收 32.38/40.09/48.18 亿元，分别同比增长 26%/24%/20%；实现归母净利润 6.61/8.5/10.38 亿元，分别同比增长 30%/29%/22%；对应 PE 估值分别为 20/16/13X，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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2056	2177	2569	2687	3279
现金	932	805	971	1203	1445
应收票据及应收账款	473	592	704	569	769
其他应收款	9	18	10	21	12
预付账款	4	42	9	47	14
存货	427	524	653	599	767
其他流动资产	212	197	221	247	271
非流动资产	1571	1815	1833	2123	2424
长期股权投资	2	2	2	2	2
固定资产	980	1036	1310	1598	1892
无形资产	76	92	93	96	100
其他非流动资产	512	684	428	428	430
资产总计	3627	3992	4402	4810	5702
流动负债	795	1056	1351	1311	1562
短期借款	193	377	681	441	878
应付票据及应付账款	434	482	466	656	461
其他流动负债	168	196	203	214	223
非流动负债	58	116	115	112	109
长期借款	0	31	29	26	23
其他非流动负债	58	86	86	86	86
负债合计	853	1173	1466	1423	1671
少数股东权益	45	51	67	89	116
股本	701	701	701	701	701
资本公积	1135	1135	995	995	995
留存收益	849	1041	1143	1274	1434
归属母公司股东权益	2729	2769	2869	3298	3916
负债和股东权益	3627	3992	4402	4810	5702

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	288	297	513	1269	631
净利润	391	516	678	872	1065
折旧摊销	65	72	74	94	115
财务费用	-14	-7	-3	-9	-12
投资损失	0	1	0	0	0
营运资金变动	-181	-326	-229	323	-524
其他经营现金流	27	42	-7	-11	-13
投资活动现金流	-264	-110	-94	-383	-415
资本支出	132	263	344	385	415
长期投资	-140	151	0	0	0
其他投资现金流	8	2	250	2	0
筹资活动现金流	-159	-339	-633	-414	-411
短期借款	55	184	304	-241	437
长期借款	-10	31	-2	-3	-4
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	-140	0	0
其他筹资现金流	-204	-554	-796	-170	-845
现金净增加额	-134	-153	-215	472	-195

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1942	2578	3238	4009	4818
营业成本	613	1007	1295	1628	1981
营业税金及附加	25	29	39	48	58
销售费用	777	839	988	1163	1349
管理费用	97	110	130	152	169
研发费用	79	72	97	120	145
财务费用	-14	-7	-3	-9	-12
资产和信用减值损失	-3	-12	-6	-8	-10
其他收益	87	101	85	93	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	0	1
营业利润	449	609	793	1018	1241
营业外收入	0	1	0	1	1
营业外支出	2	13	10	10	10
利润总额	447	597	784	1009	1232
所得税	56	81	106	136	167
净利润	391	516	678	872	1065
少数股东损益	8	8	17	22	27
归属母公司净利润	383	508	661	850	1038
EBITDA	496	669	864	1105	1348
EPS (元/股)	0.55	0.72	0.94	1.21	1.48

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	7.6	32.7	25.6	23.8	20.2
营业利润 (%)	33.1	35.8	30.2	28.3	21.9
归属母公司净利润 (%)	40.3	32.6	30.1	28.7	22.1
获利能力					
毛利率 (%)	68.4	61.0	60.0	59.4	58.9
净利率 (%)	20.1	20.0	20.9	21.8	22.1
ROE (%)	14.1	18.3	23.1	25.7	26.4
ROIC (%)	12.7	16.1	18.9	23.0	22.0
偿债能力					
资产负债率 (%)	23.5	29.4	33.3	29.6	29.3
净负债比率 (%)	-25.5	-13.0	-7.7	-20.7	-12.6
流动比率	2.6	2.1	1.9	2.1	2.1
速动比率	2.0	1.5	1.4	1.6	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.7	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	4.2	4.8	5.0	6.3	7.2
应付账款周转率	1.4	2.4	3.0	3.2	4.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.55	0.72	0.94	1.21	1.48
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.41	0.42	0.73	1.81	0.90
每股净资产 (最新摊薄)	3.89	3.95	4.09	4.70	5.58
估值比率					
P/E	34.6	26.1	20.0	15.6	12.8
P/B	4.9	4.8	4.6	4.0	3.4
EV/EBITDA	25.1	19.3	15.1	11.4	9.5

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：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层
 邮编：100031
 传真：86-10-88366686