

# 盈利能力呈现提升中，百令系列贡献业绩弹性

## 佐力药业(300181)

### 事件概述

公司公告 2025 年中报：25H1 实现收入 16.0 亿元，同比增长 11.99%、实现归母净利润 3.74 亿元，同比增长 26.16%、实现扣非净利润 3.72 亿元，同比增长 27.24%。

### 分析判断：

#### ► 盈利能力呈现提升中，百令系列贡献业绩弹性

公司 25H1 实现收入 16.0 亿元，同比增长 11.99%，其中 25Q2 实现收入 7.75 亿元，同比增长为 2.60%，25Q2 增速有所放缓，主要受中药配方颗粒等基数相对较高影响。公司 25Q2 毛利率和净利率分别为 65.26%和 25.26%，相对 24Q2 和 25Q1 均呈现提升趋势，我们判断核心受益于高毛利率业务占比提升以及降本增效等措施影响。展望未来，考虑到乌灵系列产品渗透率持续提升和百令系列产品受益于集采等因素带来的市场份额提升，叠加中药饮片配方颗粒业务呈现放量中，我们判断未来 2~3 年公司业绩将呈现快速增长的趋势。

- 乌灵系列产品保持稳健向上增长。**公司 25H1 乌灵系列实现收入 8.97 亿元，同比增长 7.23%，其中乌灵胶囊和灵泽片均呈现向上增长趋势。考虑到广东集采联盟和京津冀联盟集采续标以及持续开拓新医院和 OTC 渠道拓展，我们判断 25H1 有望呈现加速增长趋势。
- 百令系列产品有望在 25 年恢复快速增长趋势。**公司 25H1 实现收入 1.13 亿元，同比增长 38.5%，展望 25 年，伴随百令系列产品国家集采落地，公司百令系列产品有望实现市场份额提升、收入端恢复快速增长趋势。
- 中药配方颗粒业务呈现高速增长趋势。**公司中药配方颗粒业务 25H1 实现收入 0.74 亿元，同比增长 56.6%，呈现高速增长的趋势。

### 投资建议

考虑到核心产品销售进展波动，调整前期盈利预测，我们预测公司 2025-2027 年营业收入分别从 31.49/38.82/48.11 调整为 32.21/38.71/46.26 亿元，对应的 EPS 从调整 0.94/1.20/1.54 为 0.95/1.20/1.50 元，对应 2025 年 08 月 22 日收盘价 19.89 元/股，PE 分别 21/17/13 倍，维持“增持”评级。

### 风险提示

核心品种乌灵胶囊院内销放缓、竞争药品数量增加导致市场竞争加剧、OTC 渠道拓展不及预期、中药饮片及配方颗粒销售不及预期、乌灵胶囊新适应症研发不及预期、百令胶囊新品推广不及预期、中成药集采风险

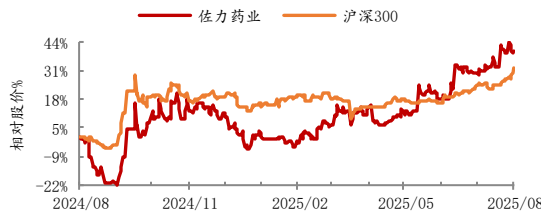
### 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,942	2,578	3,221	3,871	4,626

### 评级及分析师信息

评级：增持  
上次评级：增持  
目标价格：  
最新收盘价：19.89

股票代码：300181  
52 周最高价/最低价：21.07/11.53  
总市值(亿) 139.51  
自由流通市值(亿) 119.92  
自由流通股数(百万) 602.91



分析师：崔文亮  
邮箱：cuiwl@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120519110002  
联系电话：

分析师：徐顺利  
邮箱：xusl1@hx168.com.cn  
SAC NO: S1120522020001  
联系电话：010-59775376

### 相关研究

- 【华西医药】佐力药业(300181)：业绩延续快速增长，百令系列有望受益集采放量 2025.05.11
- 【华西医药】佐力药业(300181.SZ)：2024 年三季度报业绩亮眼，股权激励彰显未来发展信心 2024.10.28
- 【华西医药】佐力药业(300181.SZ)：2024 年 H1 业绩超市场预期，核心产品持续放量 2024.07.10

YoY (%)	7.6%	32.7%	25.0%	20.2%	19.5%
归母净利润(百万元)	383	508	663	839	1,055
YoY (%)	40.3%	32.6%	30.7%	26.5%	25.7%
毛利率 (%)	68.4%	61.0%	58.9%	59.1%	59.4%
每股收益 (元)	0.55	0.73	0.95	1.20	1.50
ROE	14.0%	18.3%	21.1%	25.5%	30.3%
市盈率	36.16	27.25	21.03	16.62	13.23

资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2,578	3,221	3,871	4,626	净利润	516	676	854	1,073
YoY(%)	32.7%	25.0%	20.2%	19.5%	折旧和摊销	75	78	78	78
营业成本	1,007	1,325	1,582	1,880	营运资金变动	-326	-45	-226	-143
营业税金及附加	29	39	45	55	经营活动现金流	297	823	736	1,040
销售费用	839	999	1,161	1,342	资本开支	-262	-256	-199	-199
管理费用	110	103	116	139	投资	151	0	0	0
财务费用	-7	-4	-9	-6	投资活动现金流	-110	-259	-200	-200
研发费用	72	81	97	116	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-12	-10	-12	-13	债务募资	205	0	0	0
投资收益	-1	0	-1	-1	筹资活动现金流	-339	-306	-699	-875
营业利润	609	777	984	1,236	现金净流量	-153	258	-164	-35
营业外收支	-13	0	0	0					
利润总额	597	777	984	1,236	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
所得税	81	101	131	162	<b>成长能力</b>				
净利润	516	676	854	1,073	营业收入增长率	32.7%	25.0%	20.2%	19.5%
归属于母公司净利润	508	663	839	1,055	净利润增长率	32.6%	30.7%	26.5%	25.7%
YoY(%)	32.6%	30.7%	26.5%	25.7%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	0.73	0.95	1.20	1.50	毛利率	61.0%	58.9%	59.1%	59.4%
					净利率	19.7%	20.6%	21.7%	22.8%
					总资产收益率 ROA	13.5%	15.3%	17.2%	20.1%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	净资产收益率 ROE	18.3%	21.1%	25.5%	30.3%
货币资金	805	1,063	899	864	<b>偿债能力</b>				
预付款项	42	32	53	54	流动比率	2.06	1.99	1.95	1.85
存货	524	796	871	1,067	速动比率	<b>1.52</b>	<b>1.40</b>	<b>1.34</b>	<b>1.23</b>
其他流动资产	807	950	1,167	1,370	现金比率	0.76	0.74	0.59	0.48
流动资产合计	2,177	2,841	2,989	3,355	资产负债率	29.4%	33.8%	34.1%	36.1%
长期股权投资	2	2	2	2	<b>经营效率</b>				
固定资产	1,036	967	897	828	总资产周转率	0.68	0.73	0.78	0.86
无形资产	75	71	67	62	<b>每股指标 (元)</b>				
非流动资产合计	1,815	1,996	2,119	2,241	每股收益	0.73	0.95	1.20	1.50
资产合计	3,992	4,837	5,108	5,596	每股净资产	3.95	4.47	4.69	4.96
短期借款	377	377	377	377	每股经营现金流	0.42	1.17	1.05	1.48
应付账款及票据	482	786	849	1,062	每股股利	0.60	0.77	0.98	1.23
其他流动负债	196	267	308	373	<b>估值分析</b>				
流动负债合计	1,056	1,430	1,534	1,812	PE	27.25	21.03	16.62	13.23
长期借款	31	31	31	31	PB	3.89	4.45	4.24	4.01
其他长期负债	86	176	176	176					
非流动负债合计	116	207	207	207					
负债合计	1,173	1,637	1,741	2,018					
股本	701	701	701	701					
少数股东权益	51	63	77	96					
股东权益合计	2,819	3,200	3,367	3,577					
负债和股东权益合计	3,992	4,837	5,108	5,596					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。