

持续深化渠道布局， 看好 H2 加速放量

核心观点

公司 Q2 单季实现收入 7.75 亿元，同比增长 2.60%，收入端增速放缓主要由于去年同期中药饮片基数较高所致；实现归母净利润 1.92 亿元，同比增长 25.20%；实现扣非归母净利润 1.90 亿元，同比增长 28.30%，利润端快于收入端增长主要受到收入结构、叠加费用节奏变化等因素影响；整体来看，公司上半年持续深化渠道布局，稳步提升终端覆盖率，推动核心产品实现较好增长，利润端延续高速增长趋势，业绩符合我们此前预期。展望全年，随着公司持续深化渠道布局，在零售端“一路向 C”，打造院外市场新标杆，在院内借助集采身份加速医院开发及基层市场渗透，核心单品有望加速放量，推动全年利润快速增长。

事件

公司发布 2025 年半年度报告

8 月 19 日晚，公司发布 2025 年半年度报告，实现营业收入 15.99 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%；实现扣非归母净利润 3.72 亿元，同比增长 27.24%；业绩符合我们此前预期。

点评

利润端延续高速增长，H1 业绩符合预期

重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	1,942	2,578	3,095	3,643	4,283
YOY(%)	7.6	32.7	20.1	17.7	17.6
净利润(百万元)	383	508	661	847	1,070
YOY(%)	40.3	32.6	30.2	28.1	26.4
毛利率(%)	68.4	61.0	62.9	63.4	64.5
净利率(%)	19.7	19.7	21.4	23.2	25.0
ROE(%)	14.0	18.3	22.8	27.6	32.7
EPS(摊薄/元)	0.55	0.72	0.94	1.21	1.53
P/E(倍)	32.3	24.4	18.7	14.6	11.6
P/B(倍)	4.5	4.5	4.3	4.0	3.8

资料来源：iFinD，中信建投证券

佐力药业(300181.SZ)

首次评级

买入

贺菊颖

hejuying@csc.com.cn

SAC 编号:S1440517050001

SFC 编号:ASZ591

刘若飞

liuruofei@csc.com.cn

SAC 编号:S1440519080003

SFC 编号:BVX723

袁全

yuanquan@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070006

沈兴熙

shenxingxi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525070009

发布日期：2025 年 09 月 22 日

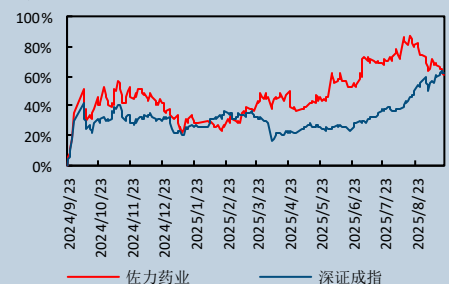
当前股价：17.64 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-14.08/-16.55	2.44/-10.29	50.00/9.42
12 月最高/最低价(元)		20.53/11.58
总股本(万股)		70,138.73
流通 A 股(万股)		60,291.09
总市值(亿元)		123.72
流通市值(亿元)		106.35
近 3 月日均成交量(万)		1823.34
主要股东		
俞有强		18.52%

股价表现



2025 年 H1，公司实现营业收入 15.99 亿元，同比增长 11.99%，收入端在核心产品系列带动下实现稳健增长；实现归母净利润 3.74 亿元，同比增长 26.16%；实现扣非归母净利润 3.72 亿元，同比增长 27.24%，利润端延续较快增长趋势；其中 Q2 单季实现收入 7.75 亿元，同比增长 2.60%，收入端增速放缓主要由于去年同期中药饮片基数较高所致；实现归母净利润 1.92 亿元，同比增长 25.20%，实现扣非归母净利润 1.90 亿元，同比增长 28.30%，利润端快于收入端增长主要受到收入结构、叠加费用节奏变化等因素影响；整体来看，公司上半年持续深化渠道布局，稳步提升终端覆盖率，推动核心产品实现较好增长，利润端延续高速增长趋势，业绩符合我们此前预期。

2025 年 H1 分产品系列看：

1) 乌灵系列：实现收入 8.97 亿元，同比增长 7.23%，在去年同期高基数背景下承压，毛利率同比减少 0.11 个百分点至 86.66%，盈利能力基本保持稳定。在零售端，核心单品乌灵胶囊推出 108 粒包装，与头部连锁形成战略合作，打造慢病管理新模式，同时持续拓展 B2C、O2O 及互联网主流电商平台，推动院外市场实现高速增长；在院端，公司通过分科室标杆打造及慢病联合用药方案，提升乌灵胶囊临床价值认可度和渠道影响力，加速渗透县域与基层市场。除此之外，灵泽片持续推进临床扩大应用研究，同时加速医院开发工作，推动产品销售延续较好增长趋势。

2) 百令系列：实现收入 1.13 亿元，同比增长 38.51%，随着各省集采陆续执行，百令系列销售实现明显恢复，毛利率同比增加 2.58 个百分点至 63.95%，盈利能力也实现稳中有升。目前已有 28 个省份发布集采执行通知，预计下半年集采落实执行将进入全面铺开阶段，公司百令系列有望通过以价换量进一步提升市场份额。与此同时，百令胶囊上市后公司选择优质代理商快速覆盖市场，并积极向县级医院、基层医疗机构下沉，预计全年有望实现亮眼增长。

3) 中药饮片：实现收入 3.49 亿元，同比下降 10.10%，收入端承压主要由于去年 Q2 中药精致饮片在医院互联网端销售基数较高所致，剔除该影响后中药饮片保持稳定增长，毛利率同比增加 6.91 个百分点至 28.25%，盈利能力实现明显提升。公司作为浙江省头部饮片企业，已经建立了中药饮片全流程溯源系统，在以杭州、湖州为中心深耕省内市场的同时，通过自建或共建中药材基地，逐步拓展省外市场，推动饮片业务稳健发展。

4) 中药配方颗粒：实现收入 0.74 亿元，同比增长 56.60%，随着公司推动中药配方颗粒标准化建设，积极加快国标及省标品种备案工作（截至中报披露日，公司已经完成中药配方颗粒国标省标备案 460 余个），上半年公司中药配方颗粒业务实现高速增长；毛利率同比增加 2.99 个百分点至 62.25%，盈利能力也实现稳中有升。

增资入股凌意生物，丰富创新药管线

2025 年 4 月，公司公告拟通过增资入股的方式，以自有资金 2000 万元认购凌意生物新增注册资本 50,251 元，其余 19,949,749 元计入凌意生物的资本公积金，占增资完成后凌意生物总股本的 3.1496%，同时优先取得凌意生物帕金森症管线 LY-N001 在中国大陆地区的经销权或销售代理权。作为专注于单基因遗传病源头的创新药研发企业，凌意生物定位为开发具有差异化优势的基因治疗药物，其帕金森管线 LY-N001 主要针对与 GBA1 基因突变相关的帕金森亚型患者，目前已经完成主要的临床前研究工作，未来计划在中美将进行 IND 申报。除此之外，凌意生物 I 型&III 型戈谢病 LY-M001 管线已经完成临床 I 期全部患者入组给药，即将开展 II 期临床；肝豆状核变性 LY-M003 管线近期在研究者发起的临床研究中完成全球首例肝豆状核变性青少年患者基因治疗药物给药并已完成 7 例成人患者给药。展望未来，公司通过增资凌意生物深化创新药布局，有望增强公司在神经系统领域的研发能力和营销布局，为公司打造新的盈利增长点。

展望 2025 年：持续深化渠道建设，核心单品有望加速放量

展望下半年，1) **乌灵系列**：随着公司继续依托乌灵胶囊作为基药及集采品种的双重优势，加快医院开发和 C 端拓展，医院覆盖数量和销售规模预计持续稳健增长，叠加乌灵胶囊在 MCI 领域的应用持续推进，有望推动乌灵胶囊延续较好增长趋势。灵泽片持续加速医院开发，围绕联合用药持续提升市场份额，有望推动产品全年延续较好增长，未来有望成为前列腺增生领域核心单品。2) **百令系列**：随着下半年集采工作全面铺开，医院开发节奏有望加速，公司有望通过以价换量进一步扩大市场份额，有望推动百令系列产品全年延续高速增长趋势。3) **中药饮片**：公司在深耕省内市场的同时，共建 GAP 药材基地项目稳步推进，溯源体系逐步完善，同时推动省外市场拓展，市场竞争力有望持续增强；随着基数效应减弱，下半年有望实现稳健增长。4) **中药配方颗粒**：随着公司持续推进国标、省标品种备案，销售团队建设与服务体系优化同步推进，全国市场覆盖率有望进一步提升，推动公司配方颗粒业务规模快速提升。

整体来看，随着公司持续深化渠道布局，在零售端“一路向 C”，打造院外市场新标杆，在院内借助集采身份加速医院开发及基层市场渗透，核心单品有望加速放量，推动全年利润快速增长。

盈利能力稳中有升，经营质量健康

2025 年 H1，公司综合毛利率 63.01%，同比增加 0.39 个百分点，盈利能力实现稳中有升。销售费用率 31.23%，同比减少 2.95 个百分点，研发费用率 1.58%，同比减少 1.16 百分点，管理费用率 3.03%，同比减少 0.71 个百分点，控费效果理想。经营活动产生的现金流量净额同比增长 34.47%，实现较好增长；投资活动产生的现金流量净额同比下降 406.77%，主要是本报告期内理财产品净赎回额较上年同期减少以及本报告期对固定资产及股权投资较上年同期增加；筹资活动产生的现金流量净额同比增长 40.40%，主要是本报告期较上年同期净增加了信贷规模、收到股权激励款项以及本年度现金股利分配较上年同期增加共同影响所致。其余指标保持相对稳定。

盈利预测及投资评级

我们预计公司 2025 - 2027 年实现营业收入分别为 30.95 亿元、36.43 亿元和 42.83 亿元，分别同比增长 20.1%、17.7%和 17.6%，归母净利润分别为 6.61 亿元、8.47 亿元和 10.70 亿元，分别同比增长 30.2%、28.1%和 26.4%，折合 EPS 分别为 0.94 元/股、1.21 元/股和 1.53 元/股，对应 PE 为 18.7X、14.6X、11.6X，首次覆盖，给予买入评级。

风险分析

1、产品推广不达预期：公司在销售投入加大，若产品推广不及预期，将会影响销售收入进而影响公司利润，倘若公司核心乌灵系列产品 25 年收入增速从我们预估的 15%放缓为 10%/8%，公司 25 年收入端增速会从 20%分别下降至 17%/16%，25 年利润端增速会从 30%分别下降至 25%/23%，整体相对可控。；2、药品降价风险：公司核心产品等竞争市场可能会加剧导致产品价格下降，进而影响公司盈利预期；3、原材料价格波动风险：中药材价格会受到宏观环境、自然灾害、种植条件等多种因素的影响，容易出现较大幅度的波动，如果中药原材料价格上涨，公司生产成本可能会大幅上涨，进而影响公司利润；4、应收账款周转风险：倘若公司应收账款周期延长或无法收回，或将为公司带来时间和经济上的损失；5、政策风险：医药行业属于高监管行业，倘若出现较为严苛的政策，可能对公司经营造成不利影响。

分析师介绍

贺菊颖

中信建投证券医药行业首席分析师，复旦大学管理学硕士，10 年以上医药卖方研究从业经验，善于前瞻性把握细分赛道机会，公司研究深入细致，负责整体投资方向判断。2020 年度新浪财经金麒麟分析师医药行业第七名、新财富最佳分析师医药行业入围、万德最佳分析师医药行业第四名等荣誉。2019 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 1 名。2018 年 Wind “金牌分析师”医药行业第 3 名，2018 第一财经最佳分析师医药行业第 1 名。2013 年新财富医药行业第 3 名，水晶球医药行业第 5 名。

刘若飞

医药行业分析师，北京大学生物技术硕士，2017 年加入中信建投证券研究发展部。主要覆盖中药、医药商业、生物制品、原料药、基因测序、CRO 等细分领域。

2024 年、2023 年、2022 年、2021 年新财富最佳分析师评选医药生物行业第二名、第三名、第四名、第五名团队核心成员。

袁全

中信建投证券医药分析师，耶鲁大学医疗管理硕士，曾就职于瑞士信贷香港投行部，2021 年加入中信建投证券研究发展部，主要负责全球视野研究、中药、医美板块。

沈兴熙

医药行业分析师，武汉大学健康经济学硕士，2023 年加入中信建投证券研究发展部医药团队，主要覆盖药店、医药流通板块。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610）56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621）6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk