

佐力药业（300181.SZ）

百令系列表现亮眼，C 端持续发力

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	1,942	2,578	2,929	3,412	3,960
增长率 yoy（%）	7.6	32.7	13.6	16.5	16.1
归母净利润（百万元）	383	508	645	780	947
增长率 yoy（%）	40.3	32.6	27.1	20.8	21.4
ROE（%）	14.1	18.3	22.7	24.2	25.2
EPS 最新摊薄（元）	0.55	0.72	0.92	1.11	1.35
P/E（倍）	31.4	23.7	18.6	15.4	12.7
P/B（倍）	4.4	4.3	4.2	3.7	3.2

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2025 年前三季度公司实现营收 22.80 亿元（yoy+11.48%），实现归母净利润 5.10 亿元（yoy+21.00%），实现扣非归母净利润 5.09 亿元（yoy+22.51%）；其中 2025Q3 公司实现营收 6.80 亿元（yoy+10.32%），实现归母净利润 1.36 亿元（yoy+8.81%），实现扣非归母净利润 1.37 亿元（yoy+11.28%）。

核心产品增长稳健，剔除股份支付费用影响，前三季度扣非归母净利润同比增长 26.43%。收入端，前三季度公司实现营收 22.80 亿元（yoy+11.48%），核心产品增长稳健，其中乌灵系列/百令系列/中药配方颗粒营收分别同比增长 6.98%/29.58%/57.41%；受去年乌梅汤因素影响，前三季度中药饮片同比下降 13.68%。利润端，若剔除股份支付费用影响，前三季度扣非归母净利润增速达 26.43%。

费用管控成效显著，前三季度 OTC 渠道同比增长 60%以上。前三季度公司毛利率/归母净利率分别为 62.03%/22.37%，分别同比提升 0.42/1.76pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 30.99%/3.41%/1.83%/0.29%，分别同比-2.46/-0.37/-0.65/+0.63pct。公司在集采常态化背景下，不断优化销售费用率，同时加大 OTC 渠道建设力度，前三季度 OTC 渠道销售收入同比增长 60%以上。

成长路径明确，多维布局打开增量空间。短期，百令系列凭借集采中标加速医院覆盖和渠道下沉；中期，院外市场经过前期培育有望进入收获期，OTC 渠道的“108 粒大包装+足疗程”模式有望加速复制；长期，公司坚持乌灵胶囊二次开发，有望进一步打开产品市场，未来公司将依托“乌灵+”推出大健康产品，并积极围绕神经领域寻找协同标的。

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，拥抱大健康蓝海市场，预计公司 2025-2027 年实现营收 29.29/34.12/39.6 亿元，分别同比增长 13.6%/16.5%/16.1%；实现归母净利润 6.45/7.8/9.47 亿元，分别同比增长 27.1%/20.8%/21.4%；对应 PE 估值分别为 18.6/15.4/12.7X，维持“买入”评级。

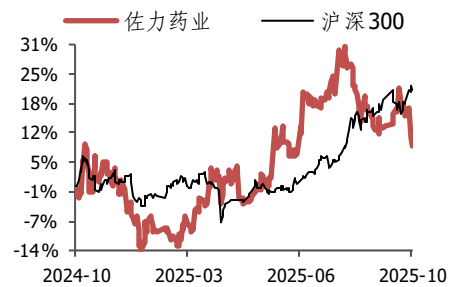
风险提示：宏观经济波动风险；政策风险；行业竞争加剧；产品推广不及预期；研发风险。

买入（维持评级）

股票信息

行业	医药
2025 年 10 月 30 日收盘价（元）	17.13
总市值（百万元）	12,014.77
流通市值（百万元）	10,327.86
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）	315.73

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

- 《2025H1 利润端延续高增，营销与研发双向强化》2025-08-21
- 《Q2 利润端延续高增，一路向 C 战略助力二次腾飞》2025-07-10
- 《研发实力获权威认证，安全性驱动科室拓展》2025-07-07

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	2229	2620	2742
现金	932	805	879	1278	1267
应收票据及应收账款	473	592	580	503	597
其他应收款	9	18	10	21	12
预付账款	4	42	9	47	14
存货	427	524	541	544	607
其他流动资产	212	197	210	227	244
非流动资产	1571	1815	1940	2046	2235
长期股权投资	2	2	2	2	2
固定资产	980	1036	1168	1332	1514
无形资产	76	92	93	96	100
其他非流动资产	512	684	677	616	619
资产总计	3627	3992	4169	4666	4976
流动负债	795	1056	996	1118	883
短期借款	193	377	409	300	300
应付票据及应付账款	434	482	384	604	360
其他流动负债	168	196	203	215	222
非流动负债	58	116	112	108	103
长期借款	0	31	26	22	18
其他非流动负债	58	86	86	86	86
负债合计	853	1173	1108	1226	986
少数股东权益	45	51	67	87	111
股本	701	701	701	701	701
资本公积	1135	1135	1135	1135	1135
留存收益	849	1041	1141	1261	1406
归属母公司股东权益	2729	2769	2994	3353	3879
负债和股东权益	3627	3992	4169	4666	4976

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	666	1117	687
净利润	391	516	662	800	971
折旧摊销	65	72	70	82	96
财务费用	-14	-7	5	-3	-11
投资损失	0	1	0	0	0
营运资金变动	-181	-326	-65	248	-359
其他经营现金流	27	42	-6	-10	-11
投资活动现金流	-264	-110	-197	-187	-285
资本支出	132	263	173	228	266
长期投资	-140	151	0	0	0
其他投资现金流	8	2	-24	41	-19
筹资活动现金流	-159	-339	-505	-422	-413
短期借款	55	184	32	-109	0
长期借款	-10	31	-4	-4	-4
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	-532	-308	-409
现金净增加额	-134	-153	-35	509	-11

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1942	2578	2929	3412	3960
营业成本	613	1007	1172	1411	1670
营业税金及附加	25	29	33	38	45
销售费用	777	839	849	921	990
管理费用	97	110	117	130	139
研发费用	79	72	76	89	103
财务费用	-14	-7	5	-3	-11
资产和信用减值损失	-3	-12	-6	-7	-8
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	775	935	1133
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	766	925	1123
所得税	56	81	104	125	152
净利润	391	516	662	800	971
少数股东损益	8	8	17	20	24
归属母公司净利润	383	508	645	780	947
EBITDA	496	669	835	997	1200
EPS (元/股)	0.55	0.72	0.92	1.11	1.35

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	13.6	16.5	16.1
营业利润 (%)	33.1	35.8	27.2	20.6	21.2
归属母公司净利润 (%)	40.3	32.6	27.1	20.8	21.4
获利能力					
毛利率 (%)	68.4	61.0	60.0	58.6	57.8
净利率 (%)	20.1	20.0	22.6	23.4	24.5
ROE (%)	14.1	18.3	22.7	24.2	25.2
ROIC (%)	12.7	16.1	19.9	22.2	23.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	23.5	29.4	26.6	26.3	19.8
净负债比率 (%)	-25.5	-13.0	-14.0	-27.9	-23.8
流动比率	2.6	2.1	2.2	2.3	3.1
速动比率	2.0	1.5	1.7	1.8	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.7	0.7	0.8	0.8
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	0.92	1.11	1.35
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.41	0.42	0.95	1.59	0.98
每股净资产 (最新摊薄)	3.89	3.95	4.07	4.58	5.33
估值比率					
P/E	31.4	23.7	18.6	15.4	12.7
P/B	4.4	4.3	4.2	3.7	3.2
EV/EBITDA	22.6	17.5	14.0	11.2	9.3

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

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