

拟发行可转债建设产能及研发“乌灵+X”产品，支撑长期成长

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	1,942	2,578	2,973	3,531	4,104
同比(%)	7.61	32.71	15.32	18.79	16.20
归母净利润(百万元)	382.94	507.77	655.34	840.58	1,041.23
同比(%)	40.27	32.60	29.06	28.27	23.87
EPS-最新摊薄(元/股)	0.55	0.72	0.93	1.20	1.48
P/E(现价&最新摊薄)	31.60	23.83	18.46	14.39	11.62

投资要点

- 事件1：**公司拟向不特定对象发行可转债，募集金额不超过15.6亿元，主要用于1)智能化中药大健康工厂(一期)(募集资金使用金额10.9亿元);2)“乌灵+X”产品研发项目(募集资金使用金额2.2亿元);3)补充流动资金2.5亿元。
- 事件2：**公司发布三年(25-27年)股东回报规划：在当年盈利的条件下，公司每年以现金方式分配的利润应当不少于当年实现的可分配利润的10%，且公司发展阶段属成熟期且无重大资金支出安排的，进行利润分配时，现金分红在本次利润分配中所占比例最低应达到80%。
- 推进核心品种产能建设，保障长期增长需求：**乌灵系列与百令系列是公司核心产品，近年来，乌灵胶囊在医院端的覆盖与销售规模持续提升。2024年，其产量与销量分别达到4,417.76万盒和4,172.00万盒，同比增长32.78%和22.62%。同时，公司的百令系列2025年1-9月营业收入比上年同期增长29.58%，具有良好的增长潜力。预计在未来一段时间内，公司乌灵胶囊与百令胶囊的生产规模仍将持续增长，本项目新建生产基地、扩大产能规模，是保障市场供应、巩固行业地位、支撑战略目标的必要举措。
- 加大研发投入，丰富乌灵系列产品群：**公司此次募集项目二主要用于乌灵系列创新药物及大健康产品研发。在药品领域重点拓展肠胃消化、男科泌尿等患者基数大、临床需求迫切的领域，以丰富产品管线并开拓市场空间；在大健康领域新建研发实验室和中试平台，配备先进的研发设备，构建专业的大健康产品研发体系，增强公司市场竞争力并促进可持续发展。
- 着眼长远发展，制度化利润分配保障股东回报：**公司持续重视股东回报，自2022年以来，公司始终维持80%附近股利支付率，股利支付率处于行业前列。本次公告对利润分配做出制度性安排，以保证利润分配政策的连续性和稳定性，充分彰显公司对股东回报的重视。
- 盈利预测与投资评级：**我们维持公司2025-2027年归母净利润为6.55/8.41/10.41亿元，当前市值对应PE为18/14/12X，考虑到公司兼具高成长与高分红，且26年核心品种业绩有望持续释放，维持“买入”评级。
- 风险提示：**集采后放量不及预期风险，行业政策风险，市场竞争加剧风险等。

2025年12月03日

证券分析师 朱国广

执业证书：S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 苏铖

执业证书：S0600524120010

such@dwzq.com.cn

证券分析师 向潇

执业证书：S0600525090003

xiangxiao@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	17.25
一年最低/最高价	13.88/21.07
市净率(倍)	3.88
流通A股市值(百万元)	10,400.21
总市值(百万元)	12,098.93

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.44
资产负债率(% ,LF)	31.46
总股本(百万股)	701.39
流通A股(百万股)	602.91

相关研究

《佐力药业(300181):2025年半年度业绩预告点评：利润端持续亮眼，战略布局“乌灵菌+”，打开中期第二增长曲线》

2025-07-10

《佐力药业(300181):2024年报&2025一季报点评：盈利能力稳健提升，收入及利润创单季度新高》

2025-04-27

佐力药业三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,177	3,006	4,107	5,328	营业收入	2,578	2,973	3,531	4,104
货币资金及交易性金融资产	805	1,737	2,497	3,706	营业成本(含金融类)	1,007	1,120	1,280	1,450
经营性应收款项	826	772	941	1,002	税金及附加	29	34	40	46
存货	524	472	630	579	销售费用	839	959	1,139	1,307
合同资产	0	0	0	0	管理费用	110	125	148	164
其他流动资产	23	25	40	41	研发费用	72	82	89	98
非流动资产	1,815	1,838	1,864	1,876	财务费用	(7)	(2)	(16)	(26)
长期股权投资	2	2	2	2	加:其他收益	101	113	135	155
固定资产及使用权资产	1,058	1,099	1,131	1,152	投资净收益	(1)	2	1	1
在建工程	161	140	132	119	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	75	79	82	85	减值损失	(19)	0	0	0
商誉	130	130	130	130	资产处置收益	0	1	2	1
长期待摊费用	18	18	18	18	营业利润	609	771	989	1,221
其他非流动资产	369	369	369	369	营业外净收支	(13)	(6)	(7)	(5)
资产总计	3,992	4,844	5,971	7,203	利润总额	597	766	982	1,216
流动负债	1,056	1,242	1,515	1,689	减:所得税	81	100	128	158
短期借款及一年内到期的非流动负债	381	500	634	731	净利润	516	666	854	1,058
经营性应付款项	483	522	626	672	减:少数股东损益	8	11	14	17
合同负债	14	14	18	15	归属母公司净利润	508	655	841	1,041
其他流动负债	178	206	236	272					
非流动负债	116	116	116	116	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.72	0.93	1.20	1.48
长期借款	31	31	31	31					
应付债券	0	0	0	0	EBIT	603	766	970	1,192
租赁负债	18	18	18	18	EBITDA	679	853	1,061	1,289
其他非流动负债	68	68	68	68					
负债合计	1,173	1,359	1,632	1,805	毛利率(%)	60.95	62.31	63.77	64.66
归属母公司股东权益	2,769	3,424	4,265	5,306	归母净利率(%)	19.70	22.04	23.80	25.37
少数股东权益	51	61	75	92					
所有者权益合计	2,819	3,485	4,340	5,398	收入增长率(%)	32.71	15.32	18.79	16.20
负债和股东权益	3,992	4,844	5,971	7,203	归母净利润增长率(%)	32.60	29.06	28.27	23.87

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	297	939	764	1,243	每股净资产(元)	3.95	4.88	6.08	7.57
投资活动现金流	(110)	(133)	(136)	(121)	最新发行在外股份(百万股)	701	701	701	701
筹资活动现金流	(339)	106	117	76	ROIC(%)	16.70	18.31	18.63	18.52
现金净增加额	(153)	913	745	1,198	ROE-摊薄(%)	18.34	19.14	19.71	19.62
折旧和摊销	75	87	91	97	资产负债率(%)	29.37	28.05	27.32	25.06
资本开支	(262)	(115)	(123)	(112)	P/E(现价&最新股本摊薄)	23.83	18.46	14.39	11.62
营运资本变动	(326)	171	(202)	65	P/B(现价)	4.37	3.53	2.84	2.28

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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提供。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

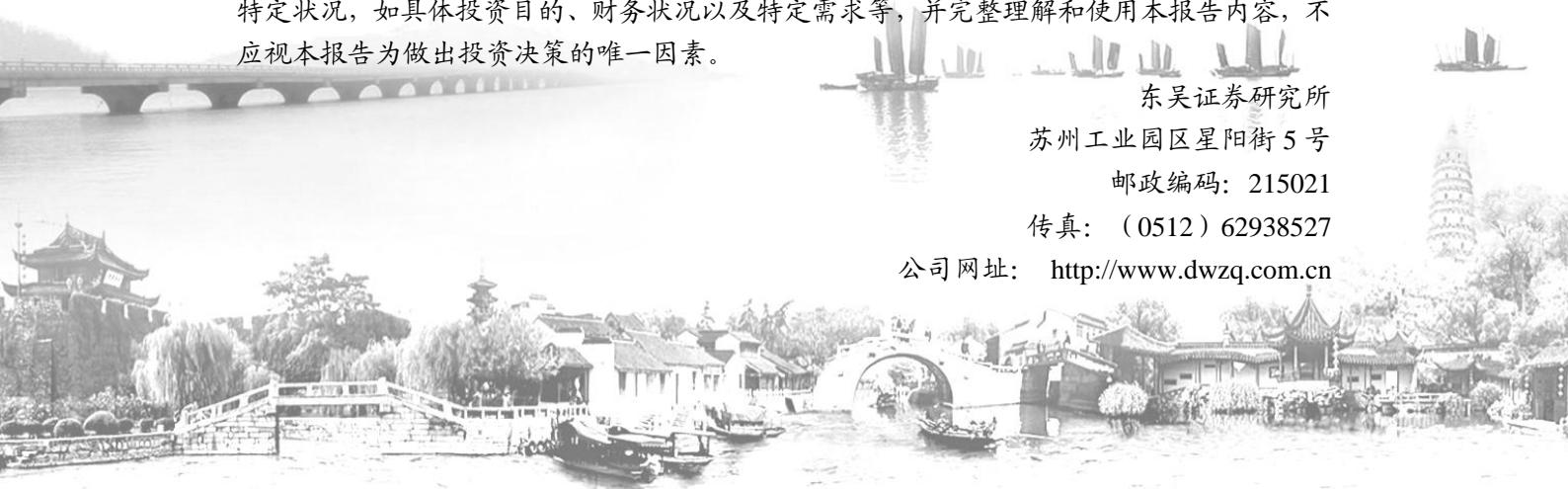
公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

 东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>