

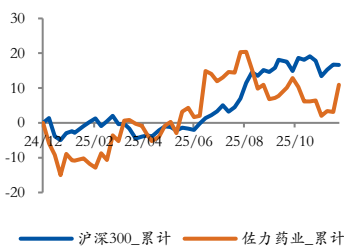
## 核心品种筑基，两翼业务塑新增长极

### 相关研究：

- 《核心产品保持快速增长，核心与两翼产品仍具较大发展空间》 20250503
- 《核心产品持续发力，C端布局稳步推进》 20250820

### 公司评级：买入（维持）

#### 近十二个月公司表现



%	1个月	3个月	12个月
相对收益	5	2	-6
绝对收益	4	4	11

注：相对收益与沪深300相比

分析师：许雯

证书编号：S0500517110001

Tel: (8621) 50293534

Email: xw3315@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号  
中国人寿金融中心10楼

### 核心要点：

#### □ 四维度构建乌灵胶囊增量空间，在研产品及大健康完善乌灵系列产品矩阵

公司乌灵系列产品主要包括乌灵胶囊、灵泽片、灵莲花颗粒，三款产品均为独家品种，其中，乌灵胶囊为核心品种。作用机理明确、疗效及安全性好、公立医院及市场认可度高形成乌灵胶囊的多维优势。乌灵胶囊自2022年首次纳入集采后，以价换量效果较为清晰，纳入集采后快速放量，医院覆盖数量由2021年底的突破10000家增长至2024年的15000家，较好地实现了销量对冲集采降价。随着销售市场及适应症的不断拓展，乌灵胶囊未来的增量空间主要集中于以下几方面：（1）集采持续推进带来的增量；（2）基层医疗终端拓展带来的增量；（3）零售端市场深度开发带来的增量；（4）二次开发带来的增量。

灵泽片和灵莲花颗粒为乌灵系列二线品种。与传统BPH中成药相比，灵泽片在组方、循证医学、安全性等方面均具优势；灵莲花颗粒作为独家品种，以乌灵菌粉为基源，以更年期情绪及睡眠等心身症状为差异化定位，形成差异化优势。在前列腺及妇女更年期用药市场扩容、公司加大二线品种市场推广下，二线品种有望迎来加速放量。

此外，1.1类中药新药灵香片（聚焦SPID-CPP）的研发，以及公司切入大健康领域探索“乌灵菌+X”产品的开发，将助力乌灵菌粉终端价值的提升，完善乌灵系列产品矩阵，构建业绩新增长点。

#### □ 百令系列入集采有望重塑市场格局，双剂型增强其竞争优势

公司百令系列产品主要包括百令片和百令胶囊。百令片于2008年获批上市，目前已进入15个临床指南、专家共识及教材专著的推荐；百令胶囊于2023年12月获批上市，目前已进入31个临床指南、专家共识及教材专著的推荐，为国内首个获批的同名同方药。

百令片2021年12月未选中成药省际联盟集中带量采购对其在湖北联盟地区的销售产生较大影响，自2022年以来先后中选广东联盟、山东、江苏、浙江、京津冀以及全国第三批中成药集采，集采覆盖范围逐步扩大到31个省（区、市）和新疆生产建设兵团。集采的中选及扩面给百令片带来了销量增长，同时，随着集采的推进，量增不断对冲价降的影响，集采影响逐步减弱。目前百令片在销企业有3家，公司的百令片2024年占在销企业总销售额约27%；百令胶囊在销企业有2家，2024年的市场规模超过18亿元，而公司的百令胶囊于2024年底才正式上市销售，市场规模的介入值得期待。随着集采全面落地与渠道持续下沉，百令系列有望通过以价换量的方式，继续保持较快增长态势，重塑市场格局，同时，双剂型将增强公司百令系列的整体竞争优势。

#### □ 两翼业务快速增长，有望形成业绩新增长极

近年来受集采、国标与省标转换、医疗反腐等政策影响，中药配方颗粒自

2021 年之后进入调整阶段，中药饮片集采亦不断深入，中药配方颗粒及中药饮片行业从价格竞争转向价值竞争。而公司先发优势明显，抢抓先机布局中药饮片和配方颗粒，“一体两翼”效果显著。

公司的中药饮片具有以下优势：一是，与全国众多中药材规范种植基地实行了战略合作，共建规范 GAP 基地，从源头把控中药材品质，同时建立了中药饮片全流程溯源系统，确保产品质量的可追溯性；二是，积极与国内知名高校、权威医疗机构、专家学者展开全方位、深层次的科研合作，针对中药饮片经典名方以及在临床应用中的效果评价等关键问题，开展联合研究，不断挖掘中药饮片的潜在价值，提升转化产品的科技含量；三是，在新产品迭代上积极布局，为消费者提供更多元化的健康选择。截至 2025 年上半年，公司在全国多地拥有 180 多个合作的中药材种植基地，已有 100 多个品种实现赋码溯源，正积极推进全产业链溯源工作。

中药配方颗粒方面，公司近年来不断加大对中药配方颗粒的研发力度，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，开拓全国的销售工作。截至 2025 年 8 月，公司已完成中药配方颗粒国标省标备案 460 余个，未来将继续同步推进销售团队建设和服务体系优化，保持中药配方颗粒业务的快速增长。

#### □ 盈利预测与投资建议

我们看好公司主要源于：**一是**公司的核心产品具备明显竞争优势。拳头产品乌灵胶囊作用机理明确、循证医学充分，市场认可度高，拥有基药和集采品种双重身份，集采进入红利、基层市场拓展、零售端市场开拓、二次开发等将带来增量空间。**二是**百令系列中选集采，有望重塑市场格局，带来持续恢复性增长，且双剂型增强了其竞争优势。**三是**公司营销策略升级效果明显，有望带动全系列产品在零售端实现较快增长。**四是**中药饮片和中药配方颗粒业务具有先发优势，有望形成业绩新增长极。考虑到今年乌灵胶囊部分省份集采接续采购执行时间较晚，短期对乌灵胶囊的销售造成一定影响，进而影响全年的销售节奏，我们调整了公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 29.22、34.15、40.59 亿元（前值 32.31、36.87、42.65 亿元），同比增长 13.33%、16.88%、18.87%；归母净利润分别为 6.56、8.29、9.92 亿元（前值 6.61、8.39、9.86 亿元），同比增长 29.1%、26.4%、19.6%；EPS 分别为 0.93、1.18、1.41 元。维持公司“买入”评级。

#### □ 风险提示

- (1) 公司营销策略推进不及预期的风险。
- (2) 集采降价的风险。
- (3) 在研产品及二次开发进展不及预期的风险。

## 重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2578	2922	3415	4059
同比(%)	32.7%	13.3%	16.9%	18.9%
归属母公司净利润	508	656	829	992
同比(%)	32.6%	29.1%	26.4%	19.6%
毛利率(%)	61.0%	61.7%	61.9%	62.0%
ROE(%)	18.3%	22.6%	27.1%	30.5%
每股收益(元)	0.72	0.93	1.18	1.41
PE	25.31	19.60	15.50	12.96
EV/EBITDA	19.27	13.27	10.95	9.09

资料来源: Wind、湘财证券研究所

## 正文目录

1 一体两翼与一路向 C 双轮驱动，公司业绩稳定增长.....	3
1.1 一体两翼与一路向 C 战略奠定公司业绩增长基础.....	3
1.2 近年来公司业绩保持稳健增长态势.....	3
2 核心产品竞争优势突出，构筑高竞争壁垒.....	5
2.1 乌灵系列：核心品种保持优势，二线品种有望加速放量.....	5
2.1.1 乌灵胶囊作用机理、疗效及安全性、认可度形成多维优势.....	6
2.1.2 集采、基层市场、零售端、二次开发为乌灵胶囊带来增量空间.....	8
2.1.3 二线品种有望加速放量，在研及大健康完善乌灵系列产品矩阵.....	12
2.2 百令系列：入集采重塑市场格局，双剂型增强竞争优势.....	16
3 两翼业务快速增长，有望形成业绩新增长极.....	19
3.1 中药配方颗粒及饮片行业受政策影响，转向质量竞争.....	19
3.2 公司先发优势明显，两翼业务快速增长.....	20
4 盈利预测及投资建议.....	21
5 风险提示.....	23

## 图表目录

图 1、公司“一体两翼”发展战略和“一路向 C”策略.....	3
图 2、公司营业收入及同比增速.....	4
图 3、公司归母净利润及同比增速.....	4
图 4、公司毛利率和净利率.....	4
图 5、公司期间费用率.....	4
图 6、各业务板块营收占比情况.....	5
图 7、各业务板块毛利占比情况.....	5
图 8、乌灵系列销售收入及增速.....	6
图 9、乌灵胶囊销售量及增速（按粒计算）.....	6
图 10、乌灵胶囊院端中成药神经系统疾病用药排名.....	8
图 11、乌灵胶囊院端中成药神经系统疾病用药市占率.....	8
图 12、乌灵胶囊医院端销售额.....	9
图 13、乌灵胶囊销量及增速（按盒计算）.....	9
图 14、乌灵胶囊在医院端其他神经系统用药中的市场份额.....	9
图 15、2024 医院端其他神经系统用药市场份额情况.....	9
图 16、乌灵胶囊 20 个 AD 关键靶点信息.....	12
图 17、2024 年前列腺用药中成药市场份额情况.....	13
图 18、前列腺用药中成药市场规模及增速.....	13
图 19、妇科用药中成药市场规模及增速.....	14
图 20、2024 妇科用药中成药亚类市场份额.....	14
图 21、乌灵系列：四维度构建乌灵胶囊增量空间，二线品种有望加速放量.....	15
图 22、公司百令系列销售收入及增速.....	18
图 23、公司百令片销售量及增速.....	18
图 24、泌尿系统疾病用药中成药市场规模及增速.....	18
图 25、壮腰健肾中成药市场规模及增速.....	18
图 26、2024 年壮腰健肾药中成药市场份额情况（按产品）.....	19
图 27、我国中药配方颗粒市场规模及增速.....	20
表 1、乌灵系列主要产品.....	5
表 2、乌灵胶囊监测中心分布情况.....	7
表 3、近年来乌灵胶囊集采情况.....	8
表 4、百令系列主要产品.....	16
表 5、近年来百令片集采情况.....	17
表 6、公司收入分拆预测表.....	22

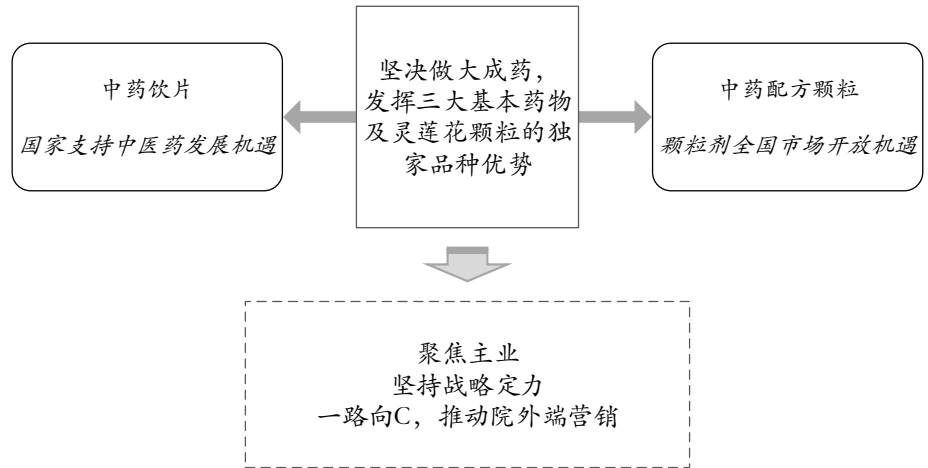
## 1 一体两翼与一路向 C 双轮驱动，公司业绩稳定增长

### 1.1 一体两翼与一路向 C 战略奠定公司业绩增长基础

佐力药业成立于 1995 年，于 2000 年成立股份有限公司，于 2011 年成功登陆创业板，是一家以药用真菌生物发酵技术为核心竞争力的中药现代化企业。

公司近年来坚持“一体两翼”战略，即做大成药，发挥三大基本药物及灵莲花颗粒的独家品种优势，以乌灵、百令、灵泽为主体，加快全模块的市场布局，以中药饮片和中药配方颗粒为两翼，抓住行业发展契机，抢占制高点。公司加快渠道布局、市场覆盖、人才挖掘，在成药方面结合区域市场特点，做好各产品的系统布局规划，通过自营+招商，实现终端覆盖和市占率的最大化。2024 年公司提出“一路向 C”策略，夯实连锁药店终端覆盖，持续布局 B2C、O2O 平台等主流电商渠道，拓展新兴社交电商平台，加快数字营销的转型升级，打造新媒体矩阵，推动院外端营销。“一体两翼”与“一路向 C”两大策略的结合，构成了佐力药业从“产品力”到“渠道力”的闭环，奠定了公司业绩增长的坚实基础。

图 1、公司“一体两翼”发展战略和“一路向 C”策略



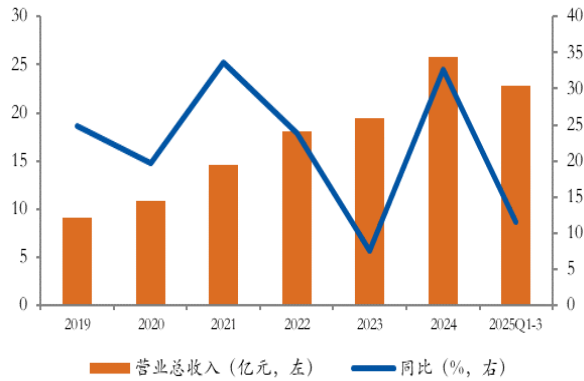
资料来源：公司 2024 年年报、湘财证券研究所

### 1.2 近年来公司业绩保持稳健增长态势

公司业绩保持稳健增长态势。2019-2024 年间，公司营业收入复合增速达 23.12%，归母净利润复合增速达 81.76%，业绩快速增长主要源自公司抓住拳头产品进入基药目录以及集采之后带来的院端增量机会，同时两翼业务快速发展。

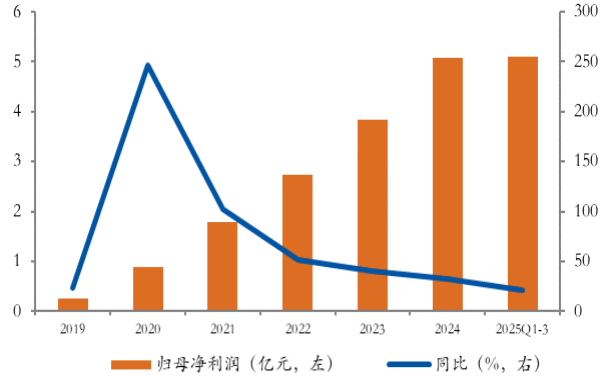
2024 年公司实现营收 25.78 亿元，同比增长 32.71%；归母净利润 5.08 亿元，同比增长 32.6%。2025 年前三季度延续了较好增长态势，实现营收 22.8 亿元，同比增长 11.48%；归母净利润 5.1 亿元，同比增长 21%；毛利率为 62.03%，同比提升 0.42pct；净利率为 22.73%，同比提升 1.83pct。从期间费用率（含研发）来看，2024 年为 39.35%，同比下降 9.01pct；2025 年前三季度为 36.53%，同比下降 2.86pct，降本增效效果明显。

图 2、公司营业收入及同比增速



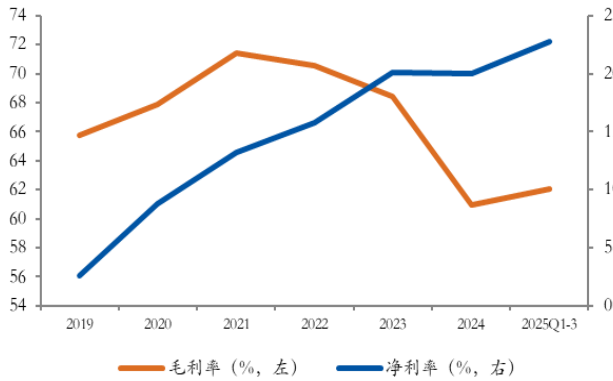
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 3、公司归母净利润及同比增速



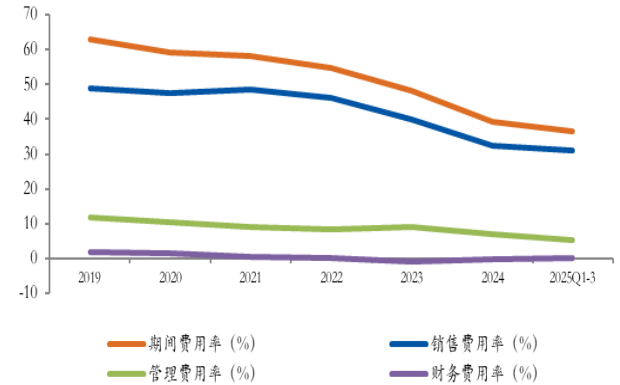
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 4、公司毛利率和净利率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

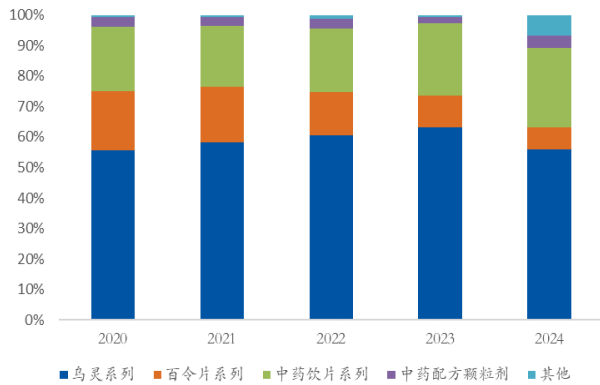
图 5、公司期间费用率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

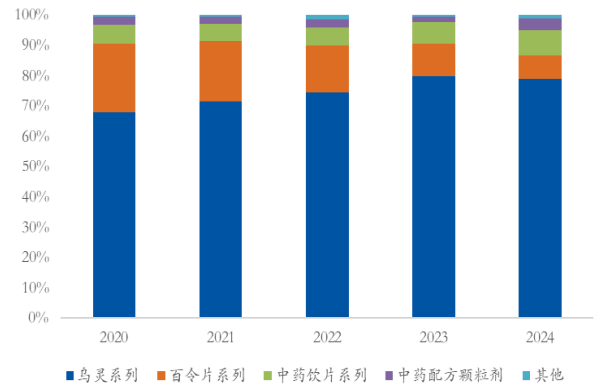
公司主营业务产品包括乌灵系列（乌灵胶囊、灵泽片、灵莲花颗粒）、百令系列（百令片、百令胶囊）、中药饮片和中药配方颗粒、聚卡波非钙片等，其中，乌灵胶囊、灵泽片、灵莲花颗粒为独家品种。从收入和毛利占比情况来看，乌灵系列贡献了约 55% 的收入，79% 的毛利，是公司拳头产品。

图 6、各业务板块营收占比情况



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 7、各业务板块毛利占比情况



资料来源：Wind、湘财证券研究所

## 2 核心产品竞争优势突出，构筑高竞争壁垒

### 2.1 乌灵系列：核心品种保持优势，二线品种有望加速放量

公司乌灵系列产品主要包括乌灵胶囊、灵泽片、灵莲花颗粒，三款产品均为独家品种。其中，乌灵胶囊为医保甲类、OTC，具有补肾健脑、养心安神作用，用于心肾不交所致的失眠、健忘、心悸心烦、神疲乏力、腰膝酸软等，还可缓解焦虑抑郁状态；灵泽片为医保乙类、处方药，国家二级中药保护品种，具有益肾活血、散结利水的作用，用于轻中度良性前列腺增生肾虚血瘀湿阻证出现的尿频、排尿困难、尿线变细、淋漓不尽、腰膝酸软，是一种适合前列腺疾病并伴随夜尿频多患者的创新药物；灵莲花颗粒是 OTC 药品，具有养阴安神、交通心肾的作用，用于围绝经期综合征属心肾不交者，症见烘热汗出、失眠、心悸等症状，综合改善更年期症状，更好关注更年期女性的情绪和睡眠。

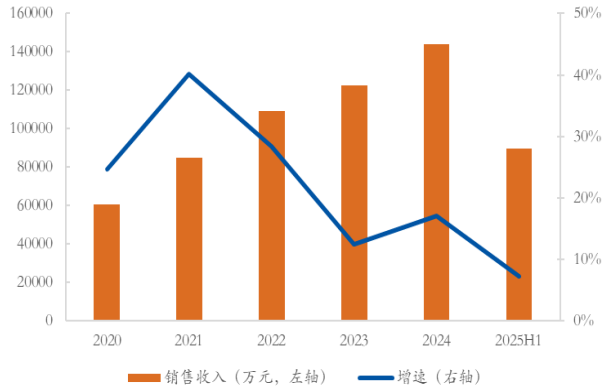
表 1、乌灵系列主要产品

药品名称	产品图	剂型	医保分类	OTC/处方药	是否独家品种
乌灵胶囊		胶囊剂	甲类	OTC	是
灵泽片		片剂	乙类	处方药	是
灵莲花颗粒		颗粒剂	-	OTC	是

资料来源：公司 2025 年半年报、湘财证券研究所

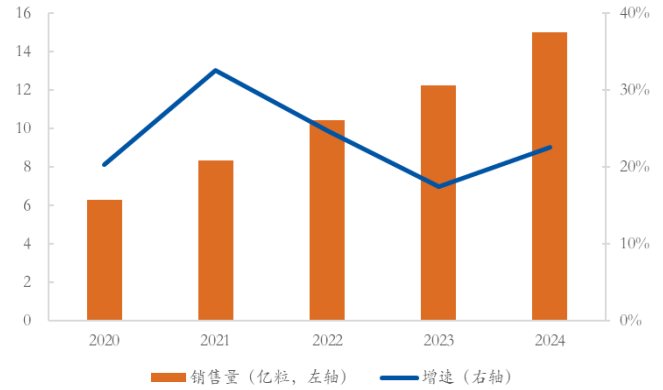
近年来，乌灵系列及乌灵胶囊一直保持平稳增长。根据公司 2024 年年报及 2025 年半年报，2024 年乌灵系列实现销售收入 14.38 亿元，同比增长 17.14%；2025 年上半年，乌灵系列实现销售收入 8.97 亿元，同比增长 7.23%。

图 8、乌灵系列销售收入及增速



资料来源：2020-2024 年报及 2025 半年报、湘财证券研究所

图 9、乌灵胶囊销售量及增速（按粒计算）



资料来源：公司 2020-2024 年报、湘财证券研究所

### 2.1.1 乌灵胶囊作用机理、疗效及安全性、认可度形成多维优势

**优势一：作用机理明确。**乌灵胶囊是公司独家产品、国家中药一类新药，其原料药乌灵菌粉是从珍稀药用真菌乌灵参中分离获得的菌种，运用现代化生物工程技术深层发酵制备而成，亦是国家中药一类新药。乌灵胶囊主要含腺苷、多糖以及甾醇类、氨基酸以及丰富的维生素、微量元素等成分，在国内率先提出中药治疗焦虑抑郁状态及失眠，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。与现代化学药针对单一靶点不同，乌灵胶囊的作用机制被研究证实为通过调节谷氨酸和 GABA 这两大中枢神经递质的平衡来发挥抗焦虑、抗抑郁和改善睡眠的作用。乌灵胶囊能改善脑组织对兴奋神经递质谷氨酸和抑制性神经递质 $\gamma$ -氨基丁酸的通透性，增强谷氨酸脱羧酶的活性，使脑内抑制性神经递质 $\gamma$ -氨基丁酸含量增加，同时提高大脑皮层 $\gamma$ -氨基丁酸受体的结合活性，从而发挥镇静安眠作用。焦虑的病理生理学机制研究揭示抑制性神经递质 GABA 及其 GABAA 受体的功能异常与焦虑发生有密切关系。乌灵菌除本身含有 GABA 外，其基质中的维生素 B6 作为 GAD 的辅酶可明显增加其活性，促进脑内谷氨酸向 GABA 的转换。PTX 作为 GABAA 受体拮抗剂可造成该 GABA 神经功能的异常引起惊厥发生。连续服用乌灵胶囊可激活 GABA 抑制性受体，更好地发挥其对中枢神经系统兴奋与抑制的调节作用。此外，苯二氮卓类药物显示有抗焦虑作用而无传统的镇静、肌松等副作用。明确的作用机理及与化药联合用药的优势构成乌灵胶囊的优势之一。

**优势二：疗效及安全性表现较好。**《中国医院用药评价与分析》一文中，

对乌灵胶囊辅助治疗精神分裂症的有效性和安全性进行了 Meta 分析，分析结果显示，乌灵胶囊辅助治疗能够改善精神分裂症患者的阳性症状、阴性症状以及一般精神病理症状，同时能够提高患者的睡眠质量，且安全性较好。《3004 例乌灵胶囊上市后安全性医院集中监测研究》中，对纳入的 3004 例患者采取多中心前瞻性、单臂医院集中监测的临床试验结果显示，发生 ADE19 例，发生率 0.63%，发生 ADR15 例，发生率 0.50%。乌灵胶囊的 ADR 发生率低，属于偶见，临床应用安全性较高。

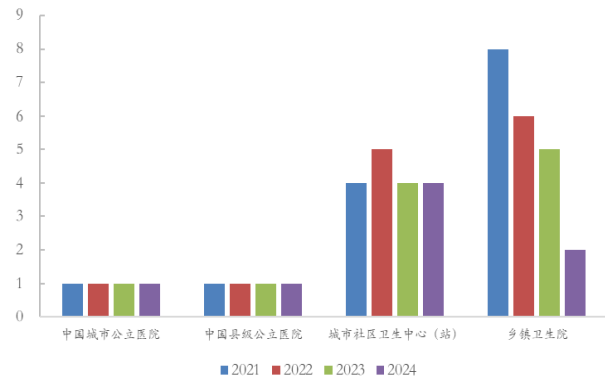
**表 2、乌灵胶囊监测中心分布情况**

临床试验中心	合计		ADE		ADR		临床试验中心	合计		ADE		ADR	
	例	%	例	%	例	%		例	%	例	%	例	%
北京中医药大学东方医院	369	12.28	0	0.00	0	0.00	北京市大兴区人民医院	263	8.75	1	0.03	0	0.00
宁波大学医学院附属医院	288	9.59	3	0.10	3	0.10	清华大学附属垂杨柳医院	118	3.93	1	0.03	0	0.00
北京丰台医院	100	3.33	1	0.03	1	0.03	杭州市萧山区中医院	210	6.99	3	0.10	2	0.07
海宁市人民医院	142	4.73	0	0.00	0	0.00	西安交通大学第一附属医院	200	6.66	0	0.00	0	0.00
北京中医药大学东直门医院	507	16.88	3	0.10	3	0.1	平湖市第一人民医院	230	7.66	3	0.10	2	0.07
中国中医科学院广安门医院南区	312	10.39	2	0.07	2	0.07	总计	3004	100.00	19	0.63	15	0.50
中国医科大学航空总医院	265	8.82	2	0.07	2	0.07							

资料来源：《3004 例乌灵胶囊上市后安全性医院集中监测研究》、湘财证券研究所

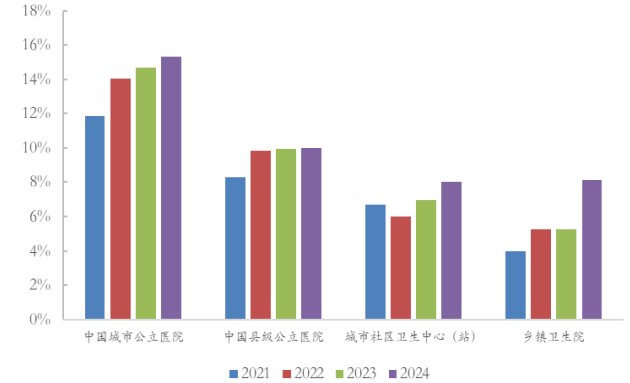
**优势三：认可度高，应用广泛。**乌灵胶囊上市二十多年，临床上广泛应用于精神科、神经内科、中医科、耳鼻喉科、皮肤科、消化科、心内科、肿瘤科、内分泌科等科室。**从临床指南及专家共识角度看**，2025 年乌灵胶囊新增列入《中国失眠障碍诊断和治疗指南》《中成药治疗肠易激综合征临床应用指南》等临床指南及专家共识，截至 2025 年上半年已进入 83 个临床指南、临床路径、专家共识及教材专著的推荐。**从院端排名和市场份额情况看**，近几年乌灵胶囊作为中成药用药市场神经系统疾病用药在我国城市公立医院、县级公立医院、城市社区卫生中心（站）以及乡镇卫生院的份额不断提高；城市及县级公立医院的用药排名一直位居第一，城市省区卫生中心（站）的排名保持稳定，乡镇卫生院的排名明显提升。显示出终端用药市场对乌灵胶囊的认可度。

图 10、乌灵胶囊院端中成药神经系统疾病用药排名



资料来源：公司 2023 年报及 2025 半年报、湘财证券研究所

图 11、乌灵胶囊院端中成药神经系统疾病用药市占率



资料来源：公司 2023 年报及 2025 半年报、湘财证券研究所

### 2.1.2 集采、基层市场、零售端、二次开发为乌灵胶囊带来增量空间

乌灵胶囊自 2022 年首次纳入集采后，以价换量效果较为清晰。根据药智数据，乌灵胶囊 2021 年院端销售额为 7.02 亿元，2024 年达到 10.69 亿元，四年复合增速为 15%。纳入集采第二年，即 2023 年销售额较 2022 年增长 41.3%，较 2021 年增长 64.84%。从销量看，根据公司 2021-2024 年年报，乌灵胶囊 2021-2024 年复合增速为 21.59%，2023 年销量较 2021 年增长 46.59%，较 2022 年增长 17.51%，其中，院端销量占比较大，接近九成。从院端市场份额看，药智数据显示，乌灵胶囊 2021 年市场份额为 18.93%，2022 年提升至 20.20%，2023 年为 25.67%，2024 年略有下滑（22.86%）但仍保持医院端第一位置。纳入集采后快速放量，医院覆盖数量由 2021 年底的突破 10000 家增长至 2024 年的 15000 家，较好地实现了销量对冲集采降价。

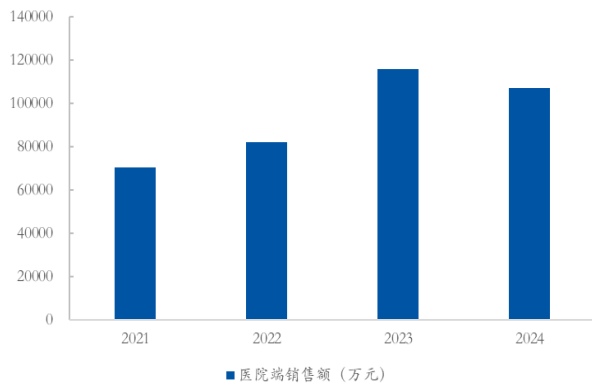
表 3、近年来乌灵胶囊集采情况

时间	集采名称	覆盖省份	规格	中选价格	包装规格	备注
2022 年 4 月	广东联盟清开灵等中成药集中带量采购	广东、山西、河南、海南、宁夏、青海 6 个省（区）	0.33g/粒	0.8568 元/粒	54 粒/盒	乌灵胶囊于 2021 年度在本次省际联盟覆盖的 6 个省（区）销售量占全国销量的 22.45%。
2023 年 11 月	江苏省第四轮药品集中带量采购	江苏	0.33g/粒	-	36 粒/盒	乌灵胶囊于 2022 年度在江苏市场的销售量占全国销量的 6.45%。
2023 年 12 月	福建省第四批药品集中带量采购	福建	0.33g/粒	46.27 元 (0.8568 元/粒)	54 粒/盒	乌灵胶囊于 2022 年度在福建省的销售量占全国销量的 1.64%。
2024 年 2 月	京津冀 3+N 联盟药品集中采购	天津、四川、湖北等 21 个联盟省份	0.33g/粒	69.4 元 (0.8568 元/粒) 115.67 元 (0.8568 元/粒)	81 粒/盒 135 粒/盒	乌灵胶囊 2023 年度在天津市的销售量占全国销量的 1.67%。

				46.27 元 (0.8568 元/粒)	54 粒/盒	
2024 年 12 月	甘肃省第六批药品集中带量采购	甘肃	0.33g/粒	46.27 元 (0.8568 元/粒)	54 粒/盒	乌灵胶囊 2024 年前三季度在甘肃省的销售量占全国销量的 1.70%。
		广东、辽宁、吉林、黑龙江、安徽、江西、湖南、广西、海南、重庆、云南、陕西、青海、宁夏、新疆及新疆生产建设兵团，共 16 个省（区、市）			54 粒/盒 81 粒/盒 135 粒/盒	乌灵胶囊 2024 年前三季度在本次联盟地区覆盖的 16 个省（区、市）的销售量占全国销量的 35.07%。
2025 年 1 月	广东联盟金莲花胶囊等中成药集中带量采购		0.33g/粒	0.8568 元/粒		

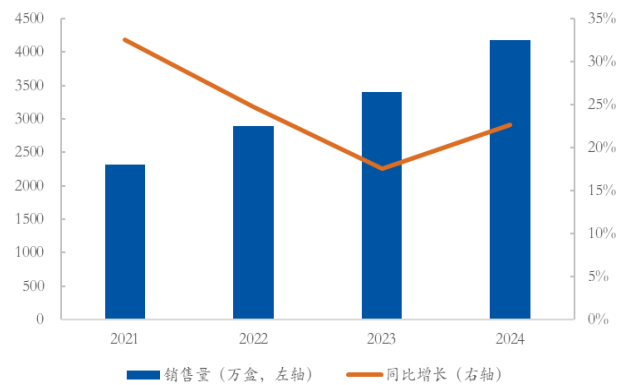
资料来源：公司集采拟中选公告，湘财证券研究所

图 12、乌灵胶囊医院端销售额



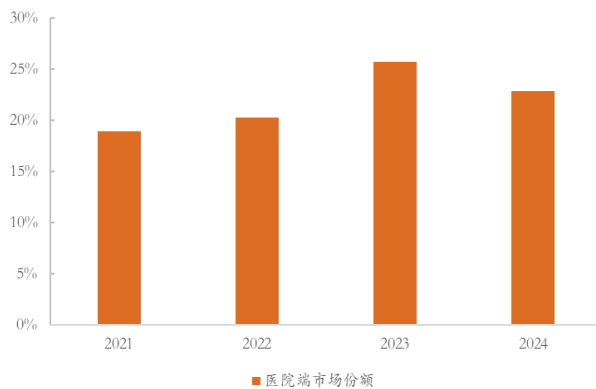
资料来源：药智数据、湘财证券研究所

图 13、乌灵胶囊销量及增速（按盒计算）



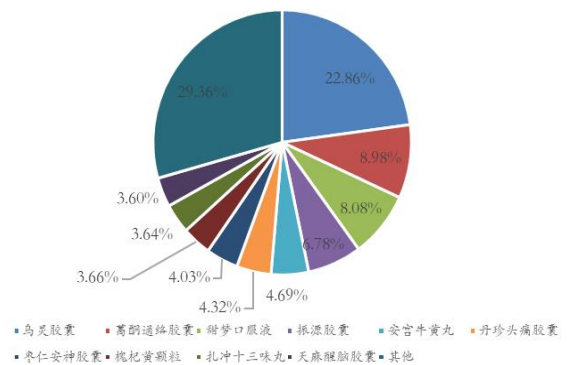
资料来源：公司 2021-2024 年年报、湘财证券研究所  
注：乌灵胶囊折 36 粒/盒

图 14、乌灵胶囊在医院端其他神经系统用药中的市场份额



资料来源：药智数据、湘财证券研究所

图 15、2024 医院端其他神经系统用药市场份额情况



资料来源：药智数据、湘财证券研究所

随着销售市场及适应症的不断拓展，乌灵胶囊未来的新增长点主要集中于以下几方面：

**(1) 集采持续推进带来的增量。**乌灵胶囊在 2022 年广东联盟清开灵等中成药集采中的降价幅度为 21%，北京集采通过谈判维持了与广东联盟一样的价格，在 2025 年广东联盟金莲花胶囊等中成药集采中选结果中未有降价。乌灵胶囊价格趋于稳定，日均服用价格较为合理，中成药集采对于乌灵胶囊相对友好。已中选的广东联盟、京津冀“3+N”联盟、北京市等省际联盟集采中，北京市、黑龙江、宁夏、湖南等省份陆续公布集采接续时间，乌灵胶囊的续约工作有望在 2025 年逐步完成。目前公司尚有 6 个省份未进入集采，未来集采扩面执行有望带来新的增量，集采的中标、国家医保甲类产品、国家基药产品以及独家品种亦有助于乌灵胶囊进一步拓展院端市场。

**(2) 基层医疗终端拓展带来的增量。**基层医疗终端拓展是乌灵胶囊未来较具确定性和增长潜力的增量方向之一。乌灵胶囊作为国家基药产品，基药身份有助于县级医共体、基层医疗机构的下沉，叠加医改政策方向、疾病谱变化及产品特性，有望在基层蓝海市场实现放量。“强基层”、“分级诊疗”等政策的推进，使得常见病、慢性病及康复治疗等疾病在基层的受重视度提升，精神心理卫生是基层能力建设的重要方向之一。乌灵胶囊除了治疗单纯失眠及焦虑症等外，其心身同治的理念及应用，与基层庞大的慢性病、功能性疾病患者群高度重叠，适应场景广泛。加之基药与医保双重优势，形成基层市场竞争的重要优势，通过分科室标杆打造及慢病联合用药方案，提升临床价值认可度和渠道影响力，加速渗透县域与基层市场。根据公司 2025 年半年报，2024 年乌灵胶囊在城市社区卫生中心（站）、乡镇卫生院的市场份额分别为 8.01%、8.12%，市场份额远低于城市公立医院及县级公立医院，在政策对基层倾斜、基层未被满足的较大需求、乌灵胶囊自身优势等多重因素驱动下，我们看好基层医疗终端拓展带来的市场增量。

**(3) 零售端市场深度开发带来的增量。**乌灵系列产品在院内市场长期积累的品牌认知和用户基础，为其向 C 端延展提供了切入口。药智数据显示的药品零售大数据中，近年来乌灵胶囊零售端销量呈现逐年增长态势，2024 年销量为 305.56 万盒，约 1.1 亿粒，较 2023 年增长 6.8%，2021-2024 年销量复合增速为 8.13%。“一路向 C”策略实施后，一方面，作为国家基药、医保甲类品种，乌灵胶囊具备“临床背书+药店可及”的双重优势，可依托医院处方影响力向零售端导流。另一方面，通过与连锁药店的深度合作，完成渠道的渗透率的提升。在 OTC 渠道拓展方面，公司通过做好线上线下院外端市场的承接和连锁药房的覆盖工作，提高产品在院外药房的可及性和复购率，同时，对部分 OTC 市场进行深度开发的探索，推广 108 粒大包装，促进患者足

剂量足疗程用药，通过加强店员与消费者教育等方式，提高 OTC 端销量。108 粒大包装推出上市后，2025 年公司与部分省份头部连锁药店形成战略合作，从被动承接医院流量转变为“主动推荐+患者管理”，打造慢病管理新模式。2026 年计划在全国各省份头部连锁药店复制该模式。在 O2O 线上渠道方面，公司深化与美团、饿了么战略合作，加强数字化营销，构建“精准搜索+场景引流+智能补贴”的线上增长引擎，抢占年轻用户市场，实现“线上下单、线下送达”，提升复购率与品牌粘性。在电商渠道方面，公司加强电商平台项目制合作方式，新增场域，完善客服体系，通过小红书、抖音等新渠道的推广，有效提升公司口碑和品牌接受度，并转化为实际的购买需求。

零售端市场是乌灵胶囊未来实现增量的方向之一，作为已在医院市场建立临床认知的独家品种，其零售端的拓展可有效承接院外处方、扩大患者覆盖，并构建品牌护城河。

**(4) 二次开发带来的增量。乌灵胶囊二次开发的增量路径主要包括适应症拓展、科室拓展、用药策略及用药周期拓展等几方面。适应症拓展方面**，基于心身同治的临床定位，以及真实世界临床实践中，抑郁、失眠、焦虑常为共病的现状，乌灵胶囊由治疗单一症状向共病治疗、心身同治基础用药拓展，适应症拓展至焦虑、抑郁、失眠、多种躯体症状等复杂状态。此外，乌灵胶囊已完成 2.3 类改良型新药的阿尔茨海默病（AD）动物药效学研究。AD 是一种常见的神经退行性疾病之一，发病机制复杂，临床表现为记忆障碍、失语症、失用症、认知障碍、视觉空间技能障碍、执行功能障碍和行为改变等。根据佐力药业发布的信息，网络药理学发现乌灵胶囊存在多个阿尔茨海默病治疗靶点，并最终筛选出乌灵胶囊治疗 AD 的 20 个关键靶点，该研究通过网络药理学揭示了药物-成分-靶向-疾病网络的多靶点和多通路效应，这种系统的筛查策略为乌灵胶囊治疗 AD 提供了新的概念和理论基础。研究成果发表在《Future Integrative Medicine》上，表明乌灵胶囊可能是治疗 AD 的一种有效中成药。AD 治疗领域的二次开发未来有望为乌灵胶囊带来新的增量空间。**用药科室方面**，乌灵胶囊由以往相对集中的精神科、神经内科等科室，向消化科、心内科、皮肤科、妇产科、肿瘤科等非精神专科拓展。**用药策略及用药周期方面**，乌灵胶囊在与精神神经系统疾病、其他慢性病等联合用药方面表现出协同增效、副作用小、多靶点调节等优点，联合用药策略体现出中西医结合治疗的优势，也拓展了乌灵胶囊的用药范围；从短期改善到脑效能健康管理、长期维持治疗与脑健康领域的拓展延伸，使得乌灵胶囊的用药周期有望延长，从而带来增量。

图 16、乌灵胶囊 20 个 AD 关键靶点信息

No.	Target name	Abbreviation	Uniprot ID	ASPL	BC	CC	Degree
1	Serine/threonine-protein kinase B	AKT1	P31749	1.41	0.06	0.71	332
2	Glyceraldehyde-3-phosphate dehydrogenase, liver	GAPDH	P04406	1.46	0.04	0.69	308
3	Tumor necrosis factor-alpha	TNFA	P01375	1.47	0.04	0.68	304
4	Serum albumin	ALB	Q56G89	1.46	0.05	0.68	302
5	Tumor suppressor p53/oncoprotein Mdm2	TP53	P04637	1.51	0.04	0.66	290
6	Interleukin-6	IL6	P05231	1.50	0.03	0.67	286
7	Interleukin-1 beta	IL1B	P01584	1.54	0.03	0.65	266
8	Mitogen-activated protein kinase ERK1	MAPK3	P27361	1.56	0.02	0.64	260
9	Caspase-3	CASP3	P42574	1.55	0.02	0.65	258
10	Proto-oncogene c-JUN	JUN	Q6FHK0	1.57	0.02	0.64	254
11	Tyrosine-protein kinase sarcoma	SRC	P12931	1.59	0.02	0.63	244
12	Vascular endothelial growth factor A	VEGFA	P15692	1.60	0.01	0.63	238
13	Axin1/beta-catenin	CTNNB1	P35222	1.60	0.02	0.63	236
14	Epidermal growth factor receptor erbB1	EGFR	P00533	1.61	0.02	0.62	234
15	Heat shock protein 90-alpha	HSP90AA1	A0A0U1RR69		0.01	0.61	222
16	Serine/threonine-protein kinase mammalian target of rapamycin	mTOR	P42345	1.66	0.01	0.60	204
17	Beta amyloid A4 protein	APP	P05067	1.65	0.03	0.61	204
18	Estrogen receptor alpha	ESR1	P03372	1.66	0.02	0.60	202
19	Peroxisome proliferator-activated receptor gamma	PPARG	P37231	1.69	0.02	0.59	192
20	Cyclooxygenase-2	PTGS2	P35354	1.70	0.01	0.59	184

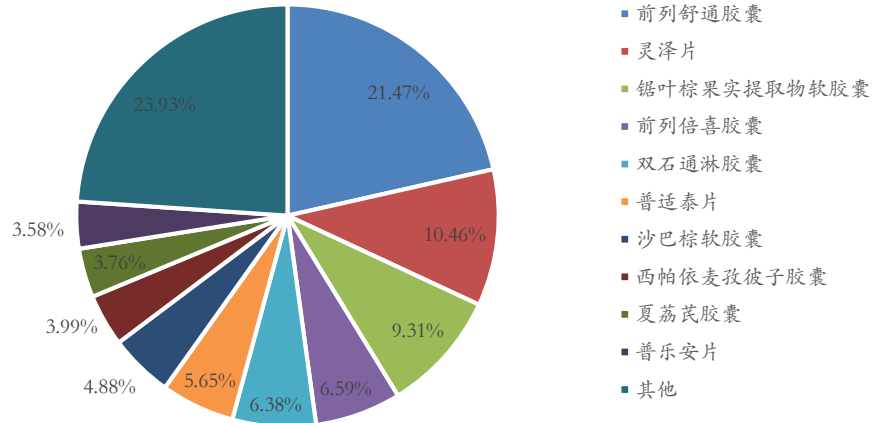
资料来源：佐力药业微信公众号、《Future Integrative Medicine》、湘财证券研究所

### 2.1.3 二线品种有望加速放量，在研及大健康完善乌灵系列产品矩阵

公司乌灵系列的另两款已上市品种为灵泽片和灵莲花颗粒，是公司在中医药理论指导下延伸开发的两个复方制剂。

灵泽片是一种适合前列腺疾病并伴随夜尿频多患者的创新药物，其作用机理独到，从补肾的角度治疗良性前列腺增生症（肾虚血瘀湿阻证），能有效改善夜尿频多等下尿路症状及解决睡眠及情绪问题，是公司泌尿系统疾病领域布局的核心产品之一。灵泽片在 2024 年城市公立医院、县级公立医院、城市社区卫生服务中心（站）、乡镇卫生院的中成药前列腺疾病用药的销售金额排名中位列第二名，目前已获得《泌尿生殖疾病中西医结合诊疗共识》等 14 个临床指南、专家共识及教材专著的推荐。

图 17、2024 年前列腺用药中成药市场份额情况

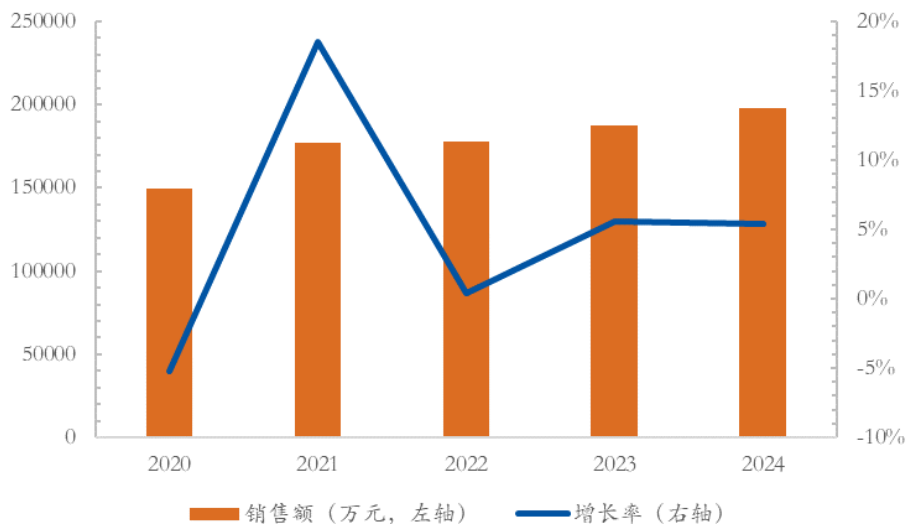


资料来源：E 药邦、湘财证券研究所

注：终端市场为城市公立医院、县级公立医院、城市社区卫生服务中心（站）、乡镇卫生院

近几年前列腺用药中成药市场规模保持稳定增长，2024 年市场规模达 19.77 亿元，同比增长 5.38%。根据《良性前列腺增生诊疗及健康管理指南》的描述，从组织学角度观察，良性前列腺增生 (BPH) 一般发生在 40 岁以后，发生率随着年龄的增长而逐年增加，51-60 岁男性人群中 BPH 的发生率约为 20%，61-70 岁约 50%，81-90 岁高达 83%。随着 BPH 诊断率的提升以及人口老龄化的加速，前列腺用药中成药市场有望不断扩容。

图 18、前列腺用药中成药市场规模及增速



资料来源：E 药邦、湘财证券研究所

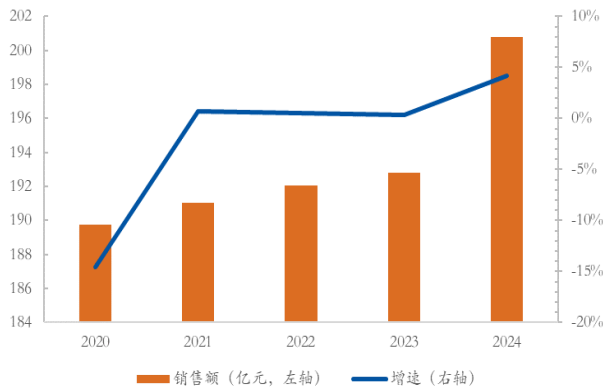
注：终端市场为城市公立医院、县级公立医院、城市社区卫生服务中心（站）、乡镇卫生院

与传统 BPH 中成药相比，灵泽片在组方、循证医学、安全性等方面均具

**优势。**在实际临床应用中，灵泽片能有效改善肾虚血瘀湿阻证的前列腺增生症患者的夜尿频多、排尿无力、尿线变细、滴沥不尽、小腹坠胀、腰膝酸软等症状，患者在服药 90 天后 IPSS 评分、QOL 评分、夜尿次数、最大尿流率均显著改善，且联合用药较单独使用 $\alpha$ -受体阻滞剂和（或）5 $\alpha$ -还原酶抑制剂出现不良反应更少，可降低其副作用。在泌尿外科渠道深耕、患者教育深入、基层市场开发、联合用药拓展等多因素驱动下，灵泽片有望与乌灵胶囊形成渠道协同效应，实现快速放量。

**灵莲花颗粒**作为《中成药治疗更年期综合征临床应用指南》的推荐品种，聚焦于综合改善女性更年期症状，更好关注更年期女性的情绪及睡眠。更年期一般发生在 45-55 岁之间，在绝经前后会出现以月经失调、潮热、出汗、失眠、心悸、头痛、头晕、抑郁、焦虑、烦躁、注意力不集中、健忘、骨关节肌肉疼痛等为主要表现的一组症候群，又称为“围绝经期综合征”，超过 85% 的女性可能会出现不同程度的生理和心理症状。根据智研咨询《2023 年中国更年期用药行业市场全景调查、投资策略研究报告》，我国 40 岁以上的女性将近 3 亿人，其中有 1.5 亿人处于更年期。据世界卫生组织估计，到 2030 年我国更年期女性将超过 2.1 亿人。米内网及 E 药邦数据显示，妇科中成药近年来在中国三大终端六大市场销售额再度呈现上升态势，2024 年重回 200 亿元水平。2024 年妇科用药中成药亚类市场份额，妇女更年期用药占比为 4.6%，约 9.24 亿元。更年期用药目前整体占比较小，但庞大的患者人群为更年期用药带来了较大需求。

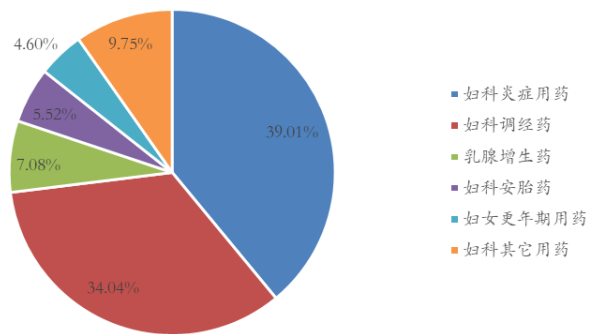
图 19、妇科用药中成药市场规模及增速



资料来源：米内网、E 药邦、湘财证券研究所

注：终端市场为城市公立医院、县级公立医院、城市社区卫生服务中心（站）、乡镇卫生院

图 20、2024 妇科用药中成药亚类市场份额



资料来源：米内网、E 药邦、湘财证券研究所

注：终端市场为城市公立医院、县级公立医院、城市社区卫生服务中心（站）、乡镇卫生院

**灵莲花颗粒**作为独家品种，以乌灵菌粉为基源，以更年期情绪及睡眠等心身症状为差异化定位，形成差异化优势。2024 年转为 OTC 品种并在互联网端销售以来，聚焦于具有较强健康意识和消费能力的更年期女性群体。一方

面，公司持续开展互联网端营销工作，深化和阿里健康、小红书等头部电商平台的合作，强化品牌曝光与患者教育，提升产品的可及性；另一方面，公司在积极开展灵莲花颗粒的临床应用研究，探索其在不同适应症方面的潜能，稳步推进相关学术证据的积累，打造成为乌灵系列的潜力品种。

创新研发方面，公司 1.1 类中药新药灵香片 II 期临床试验稳步推进中，灵香片拟用于盆腔炎性疾病后遗症慢性盆腔痛，是针对 SPID-CPP 的高选择性品种，将进一步完善公司乌灵系列的产品矩阵。

此外，公司切入大健康，与浙江大学等科研机构合作，利用 AI 技术研发以乌灵菌为核心的功能性食品，探索“脑效能健康管理”新赛道，实现“乌灵菌+X”。通过乌灵菌粉为核心原料，从药品延伸至高附加值消费品领域，从临床治疗延伸至日常健康管理、亚健康调理等消费场景，提升乌灵菌粉的终端价值，构建业绩新增长点。

图 21、乌灵系列：四维度构建乌灵胶囊增量空间，二线品种有望加速放量



资料来源：公司各年年报、湘财证券研究所制作

## 2.2 百令系列：入集采重塑市场格局，双剂型增强竞争优势

公司百令系列主要包括百令片和百令胶囊。百令片是发酵冬虫夏草菌粉制剂，具有补肺肾、益精气的作用，用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、腰背酸痛等症及慢性支气管炎的辅助治疗，于 2008 年获批上市。百令片目前已进入《老年慢性阻塞性肺疾病管理指南》《中成药临床应用指南（呼吸系统疾病分册）》等 15 个临床指南、专家共识及教材专著的推荐。百令胶囊是发酵冬虫夏草菌粉胶囊制剂，具有补肺肾、益精气的作用，用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、咯血、腰背酸痛、面目虚浮、夜尿清长；慢性支气管炎、慢性肾功能不全的辅助治疗，于 2023 年 12 月获批上市。百令胶囊目前已进入《慢性阻塞性肺疾病诊疗指南》等 31 个临床指南、专家共识及教材专著的推荐，为国内首个获批的同名同方药。

表 4、百令系列主要产品

药品名称	产品图	剂型	医保分类	OTC/处方药	是否独家品种
百令片		片剂	乙类	双跨品种	独家规格
百令胶囊		胶囊剂	乙类	双跨品种	否

资料来源：公司 2025 年半年报、湘财证券研究所

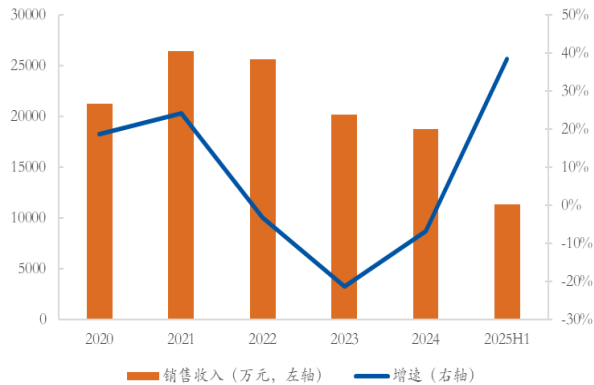
百令片 2021 年 12 月未中选中成药省际联盟集中带量采购对其在湖北联盟地区的销售产生较大影响，自 2022 年以来先后中选广东联盟、山东、江苏、浙江、京津冀以及全国第三批中成药集采，集采覆盖范围逐步扩大到 31 个省（区、市）和新疆生产建设兵团。截至 2025 年 10 月底，百令系列参与的全国中成药联盟集采已有 30 个省份发布集采执行通知，各省份集采落实执行逐步进入全面铺开阶段。百令片覆盖医院约 4000 家，百令胶囊为新进入品种，目前正在加快开发市场。从百令系列的销售收入及增速情况看，2022-2023 年，尤其是 2023 年销售收入同比负增长幅度较大，2023 年为近几年增速低点，2024 年开始逐步恢复态势。从百令片的销售量来看，2021-2023 年销量基本保持稳定，在 3.9 亿粒左右，2024 年开始销量大幅回升。结合销量、销售收入以及集采中选情况，可以看到，集采的中选及扩面给百令片带来了销量增长，同时，随着集采的推进，量增不断对冲价降的影响，集采影响逐步减弱。

表 5、近年来百令片集采情况

时间	集采名称	覆盖省份	规格	中选价格	包装规格	备注
2022 年 4 月	广东联盟清开灵等中成药集中带量采购	广东、海南、青海	0.45g/粒	0.4705 元/粒	60 片/盒	百令片于 2021 年度在本次省际联盟参与报量的 3 个省（广东、海南、青海）销售量占全国销量的 8.35%。
2022 年 11 月	山东省第三批药品（中成药专项）集中带量采购	山东	0.45g/片	28.23 元 (0.4705 元/粒)	60 片/盒	百令片于 2021 年度在山东市场的销售量占全国销量的 2.46%。
				14.12 元 (0.4705 元/粒)	30 片/盒	
				35.29 元 (0.4705 元/粒)	75 片/盒	
				42.35 元 (0.4705 元/粒)	90 片/盒	
2023 年 11 月	江苏省第四轮药品集中带量采购	江苏	0.45g/片	-	75 片/盒	百令片于 2022 年度在江苏市场的销售量占全国销量的 8.18%。
2023 年 11 月	浙江省公立医疗机构第四批药品集中带量采购	浙江	0.45g/片	-	90 片/盒	百令片于 2022 年度在浙江省的销售量占全国销量的 38.58%。
2024 年 2 月	京津冀 3+N 联盟药品集中采购	天津、四川、湖北等 21 个联盟省份	0.45g/片	42.35 元 (0.4705 元/粒)	90 片/盒	百令片 2023 年度在天津市的销售量占全国销量的 0.18%。
				70.58 元 (0.4705 元/粒)	150 片/盒	
2024 年 12 月	全国中成药采购联盟集中	31 个省（区、市）和新疆生产建设兵团	0.45g/片	27.4 元 (0.4567 元/粒)	60 片/盒	百令片 2023 年度的销售收入为 2.02 亿元，占公司 2023 年度营业收入总额的 10.39%。百令片和百令胶囊拟中选本次集采，拟中选价格下降 3%。

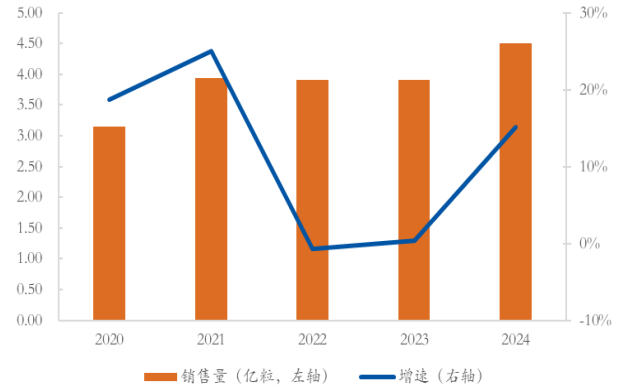
资料来源：公司集采拟中选公告，湘财证券研究所

图 22、公司百令系列销售收入及增速



资料来源：2020-2024 年报及 2025 半年报、湘财证券研究所

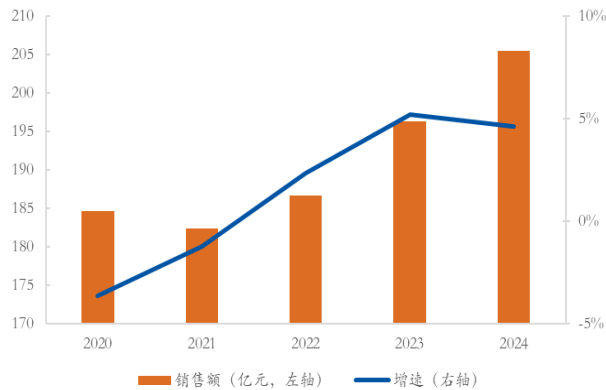
图 23、公司百令片销售量及增速



资料来源：公司 2020-2024 年报、湘财证券研究所

根据 E 药邦信息，我国泌尿系统疾病用药中成药自 2021 年以来，市场规模呈现回升态势，2024 年市场规模达 205.44 亿元，同比增长 4.64%。从亚类来看，壮腰健肾药的市场份额最大，为 74.37%，达到 152.79 亿元；从 2021 年开始亦呈现回升趋势，2024 年同比增长 4.74%。

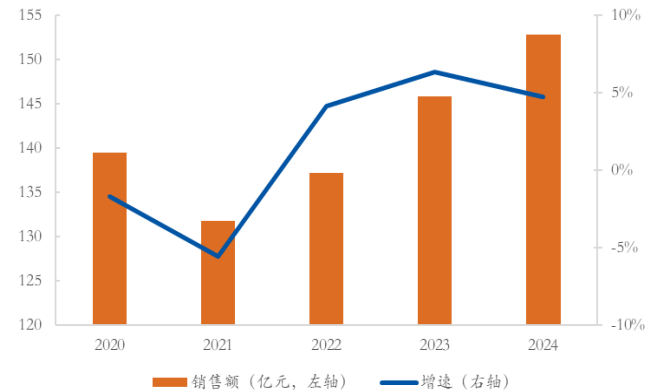
图 24、泌尿系统疾病用药中成药市场规模及增速



资料来源：E 药邦、湘财证券研究所

注：终端市场为城市公立医院、县级公立医院、城市社区卫生服务中心（站）、乡镇卫生院

图 25、壮腰健肾中成药市场规模及增速

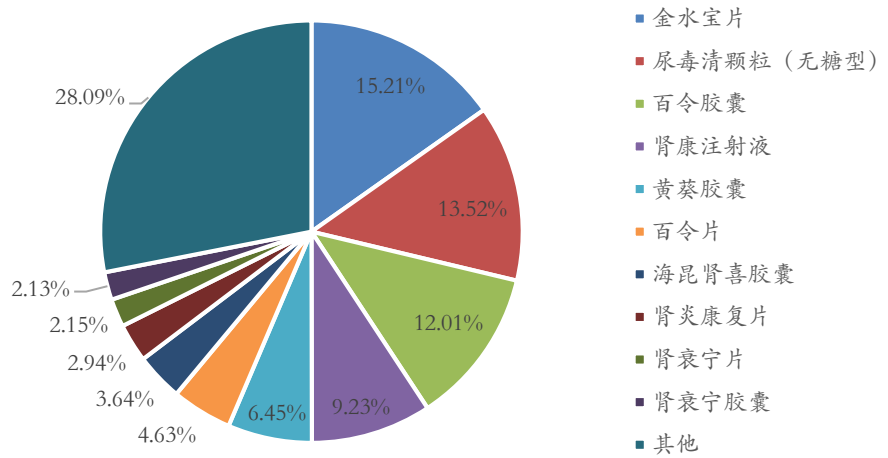


资料来源：E 药邦、湘财证券研究所

注：终端市场为城市公立医院、县级公立医院、城市社区卫生服务中心（站）、乡镇卫生院

从产品市场份额来看，2024 年金水宝市场份额为 15.21%，占比最大；百令胶囊位列第三，市场份额为 12.01%；百令片位列第六，市场份额为 4.63%。

图 26、2024 年壮腰健肾药中成药市场份额情况（按产品）



资料来源：E 药邦、湘财证券研究所

注：终端市场为城市公立医院、县级公立医院、城市社区卫生服务中心（站）、乡镇卫生院

目前百令片在销企业有 3 家，公司的百令片 2024 年占在销企业总销售额约 27%；百令胶囊在销企业有 2 家，2024 年的市场规模超过 18 亿元，公司的百令胶囊于 2024 年底正式上市销售。公司通过“强开发、建标杆、树品牌、下基层、全渠道”的策略，以自营和招商相结合的模式，积极向县级医共体、基层医疗机构下沉，进一步扩大百令片及百令胶囊的终端覆盖。我们认为，随着集采全面落地与渠道持续下沉，百令系列有望通过以价换量的方式，继续保持较快增长态势，重塑市场格局。

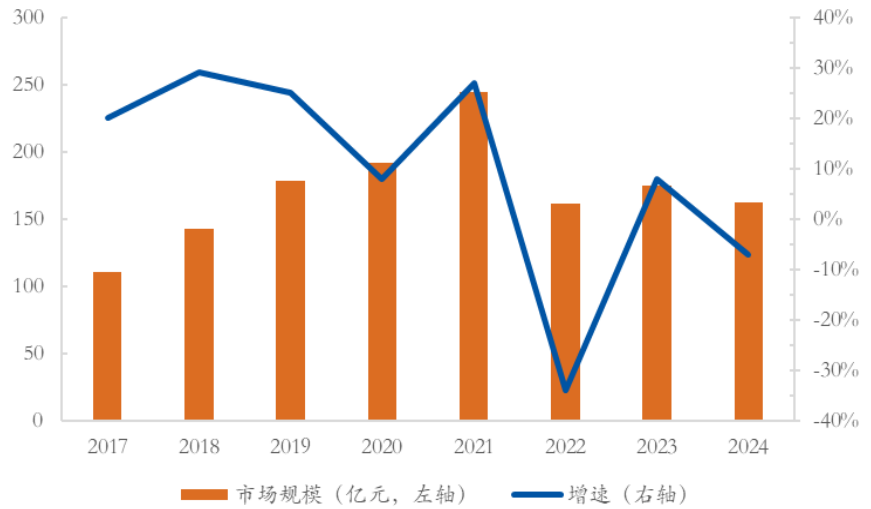
此外，公司百令片和百令胶囊的主要成分均为发酵冬虫夏草菌粉，主要区别在于，一是剂型不同；二是同样用药剂量下，服药数量不同；三是 2024 年 1 月起百令片的医保适应症放宽，可用于慢性支气管炎、慢性肾功能不全（涵盖 CKD1-5 期）患者，百令胶囊则沿用之前的适应症，即限器官移植抗排斥、肾功能衰竭（仅包含 CKD3-5 期）及肺纤维化。双剂型增强了公司竞争优势。

### 3 两翼业务快速增长，有望形成业绩新增长极

#### 3.1 中药配方颗粒及饮片行业受政策影响，转向质量竞争

近年来受集采、国标与省标转换、医疗反腐等政策影响，中药配方颗粒自 2021 年之后进入调整阶段。根据赛柏蓝信息，2024 年行业规模为 162 亿元，同比下降 7%。

图 27、我国中药配方颗粒市场规模及增速



资料来源：赛柏蓝、湘财证券研究所

得益于加成政策，中药配方颗粒在医院端快速增长，但 2025 年《关于完善药品价格形成机制的意见》（征求意见稿）涉及到“落实中药配方颗粒零差率政策”。今年 11 月以来，京津冀联盟 200 种颗粒集采启动，甘肃全面实行“非平台网采不结算”，西藏出台中药配方颗粒监督管理实施细则，一系列中药配方颗粒相关政策的密集出台，叠加行业集采，对行业格局和行业预期产生影响。中药配方颗粒行业将由价格竞争转向质量竞争，医院端成本压力或将增大，院外市场或迎来新机会，而拥有技术优势、质量优势、供应链稳定的企业将更具竞争优势。

同样，中药饮片集采亦不断深入。2025 年 11 月，山东省医保局全国中药饮片联盟采购办公室发布《关于公开征求〈第二批全国中药饮片联盟采购主要规则和拟采购品种清单（征求意见稿）〉意见的通知》，标志着在首轮集采深刻重塑行业格局后，一场范围更广、规则更细、影响更深的行业集采即将到来。此次集采从品种的“销量大、质量可控、无争议、单价适中”更进一步聚焦临床必需、品种结构优化，从价格优先转向质价兼顾的综合评价，从具有供应保障能力延伸至不仅具有供应保障能力，还具有道地药材基地、GMP 饮片厂、仓储物流体系，具有成本优势。行业从价格竞争转向价值竞争。

### 3.2 公司先发优势明显，两翼业务快速增长

公司先发优势明显，抢抓先机布局中药饮片和配方颗粒，“一体两翼”效果显著。根据公司 2024 年年报及 2025 年半年报，2024 年，中药饮片系列营收同比增长 46.02%；中药配方颗粒受国标省标备案增加的影响，营收同比增长 143.19%。2025 年上半年，公司中药配方颗粒随着备案品种增加，销售收入较上年同期增长了 56.60%；中药饮片收入同比下降 10.1%，主要因为 2024

年第二季度公司中药净制饮片在医院互联网端销售高基数所致，剔除该影响后，中药饮片实际保持稳定增长。

公司全资子公司浙江佐力百草中药饮片是浙江省的头部饮片企业，拥有“普通饮片”“毒性饮片”“直接口服饮片”三条生产线，现有中药饮片系列1000多个品规，包括茯苓、黄芪、麸炒白术、当归、麸白芍、丹参、陈皮、生地黄等品种，以及直接口服的饮片三七粉、川贝粉、灵芝孢子粉（破壁）等。公司已建立了中药饮片全流程溯源系统，以杭州、湖州为中心，深耕省内市场，并通过自建或共建中药材基地，形成优势品种，逐步拓展省外市场，业务将稳健发展。长远来看，全国中药饮片的集采虽然对中药饮片有一定降价影响，但有利于促进中药饮片行业溯源体系发展，推动企业集约化、规模化发展。**公司的中药饮片具有以下优势：**一是，与全国众多中药材规范种植基地实行了战略合作，共建规范GAP基地，确保道地中药材质量和收购，从源头把控中药材品质，同时建立了中药饮片全流程溯源系统，确保产品质量的可追溯性；二是，积极与国内知名高校、权威医疗机构、专家学者展开全方位、深层次的科研合作，针对中药饮片经典名方以及在临床应用中的效果评价等关键问题，开展联合研究，不断挖掘中药饮片的潜在价值，提升转化产品的科技含量；三是，在新产品迭代上，公司正积极布局，对传统中药饮片进行改良升级，开发出更便于服用和储存的新剂型，满足不同消费者的使用习惯，同时参与研发具有新功效的中药饮片产品，为消费者提供更多元化的健康选择。根据公司2025年半年报，截至2025年上半年，公司在全国多地拥有180多个合作的中药材种植基地，已有100多个品种实现赋码溯源，正积极推进全产业链溯源工作。

中药配方颗粒方面，公司近年来不断加大对中药配方颗粒的研发力度，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，开拓全国的销售工作。根据公司2025年半年报，截至2025年8月，公司已完成中药配方颗粒国标省标备案460余个，未来将继续同步推进销售团队建设和服务体系优化，保持中药配方颗粒业务的快速增长。

## 4 盈利预测及投资建议

### 基本假设

乌灵胶囊：截至2025年三季度末，尚有浙江、上海等6个省份未纳入集采，已中选的联盟集采中，有部分省份集采接续采购执行时间尚未公布，因此短期对乌灵胶囊的销售造成一定影响，进而影响全年的销售节奏。2026年随着集采执行的推进、基层机构渗透率的提升以及零售端的开拓，我们认为

乌灵胶囊将保持平稳增长态势。同时，灵泽片、灵莲花颗粒虽体量暂时较小，但仍有望保持快速增长。我们假设 2025-2027 年乌灵系列的收入增速分别为 10%、14%、15%。因为乌灵胶囊成本相对可控，且集采降价影响基本较小，所以毛利率有望保持稳定，我们假设 2025-2027 年乌灵系列毛利率分别为 86.4%、86.5%、86.5%。

百令系列：百令系列 2023 年以来呈现快速恢复之势，集采的中选及扩面有望给百令系列带来销量增长，从目前销售情况看，集采的影响已在逐步减弱。我们预计 2025-2027 百令系列收入增速分别为 25%、30%、40%。考虑到集采放量有望形成规模效应，预计百令系列 2025-2027 年毛利率分别为 63.2%、65%、66%。

中药饮片和中药配方颗粒：由于高基数因素，2025 年中药饮片收入同比或负增长，2026 年高基数效应消除，将恢复平稳增长趋势。中药配方颗粒仍保持快速增长。毛利率方面，考虑到集采未来或带来降价，预计中药配方颗粒毛利率将有所下降。

表 6、公司收入分拆预测表

单位：万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>收入</b>						
乌灵系列	109212.34	122775	143817.85	158199.64	180347.58	207399.72
增速	28.45%	12.42%	17.14%	10%	14%	15%
百令系列	25618.41	20179.87	18810.67	23513.34	30567.34	42794.27
增速	-3.24%	-21.23%	-6.78%	25%	30%	40%
中药饮片系列	37779.88	46093.82	67305.02	60574.52	66631.97	76626.77
增速	30.51%	22.01%	46.02%	-10%	10%	15%
中药配方颗粒剂	5928.54	4187.86	10184.40	16295.04	23627.81	30716.15
增速	36.17%	-29.36%	143.19%	60%	45%	30%
其他	1976.37	1007.50	17669.87	33572.75	40287.30	48344.76
增速	111.13%	-49.02%	1654%	90%	20%	20%
<b>营业总收入合计</b>	<b>180515.54</b>	<b>194244.04</b>	<b>257787.82</b>	<b>292155.28</b>	<b>341462.00</b>	<b>405881.68</b>
增速	23.86%	7.61%	32.71%	13.33%	16.88%	18.87%
<b>成本</b>						
乌灵系列	14215.89	16573.89	19527.21	21515.15	24346.92	27998.96
增速	33.58%	16.59%	17.82%	10%	13%	15%
百令系列	6070.85	5820.34	6957.53	8652.91	10698.57	14550.05
增速	7.75%	-4.13%	19.54%	24%	24%	36%
中药饮片系列	29904.41	36866.11	54032.41	44219.40	48641.34	55171.27
增速	29.75%	23.28%	46.56%	-18%	10%	13%
中药配方颗粒剂	2534.53	1639.14	3974.80	6518.02	9687.40	12900.78
增速	27.80%	-35.33%	142.49%	64%	49%	33%
其他	400.73	434.69	16168.15	30886.93	36661.45	43510.29
增速	22.61%	8.48%	3619.50%	91%	19%	19%

成本合计	53126.41	61334.16	100660.10	111792.41	130035.68	154131.36
<b>毛利率</b>						
乌灵系列	86.98%	86.50%	86.42%	86.40%	86.50%	86.50%
百令系列	76.30%	71.16%	63.01%	63.20%	65.00%	66.00%
中药饮片系列	20.85%	20.02%	19.72%	27.00%	27.00%	28.00%
中药配方颗粒剂	57.25%	60.86%	60.97%	60.00%	59.00%	58.00%
其他	79.72%	56.86%	8.50%	8.00%	9.00%	10.00%
<b>综合毛利率</b>	<b>70.57%</b>	<b>68.42%</b>	<b>60.95%</b>	<b>61.74%</b>	<b>61.92%</b>	<b>62.03%</b>

资料来源：Wind、湘财证券研究所

### 推荐逻辑

我们看好公司主要源于：一是，公司的核心产品具备明显竞争优势。拳头产品乌灵胶囊作用机理明确、循证医学充分，市场认可度高，拥有基药和集采品种双重身份，集采进入红利、基层市场拓展、零售端市场开拓、二次开发等将带来增量空间。二是，百令系列中选集采，有望重塑市场格局，带来持续恢复性增长，且双剂型增强了其竞争优势。三是，公司营销策略升级效果明显，有望带动全系列产品在零售端实现较快增长。四是，中药饮片和中药配方颗粒业务具有先发优势，有望形成业绩新增长极。

### 盈利预测与投资建议

考虑到今年乌灵胶囊部分省份集采接续采购执行时间较晚，短期对乌灵胶囊的销售造成一定影响，进而影响全年的销售节奏，我们调整了公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 29.22、34.15、40.59 亿元（前值 32.31、36.87、42.65 亿元），同比增长 13.33%、16.88%、18.87%；归母净利润分别为 6.56、8.29、9.92 亿元（前值 6.61、8.39、9.86 亿元），同比增长 29.1%、26.4%、19.6%；EPS 分别为 0.93、1.18、1.41 元。维持公司“买入”评级。

## 5 风险提示

(1) 公司营销策略推进不及预期的风险。公司在医院端拥有较强的推广能力，医院端认可度较高。在零售端计划通过夯实连锁药店终端覆盖，持续布局 B2C、O2O 平台等主流电商渠道，拓展新兴社交电商平台，加快数字营销的转型升级，打造新媒体矩阵，推动院外端营销。若院外端营销策略推进不及预期，将对公司业绩产生一定影响。乌灵胶囊是公司的核心产品，占公司总收入比超过五成，若乌灵胶囊 C 端拓展低于预期，或导致乌灵系列总销售收入不及预期。乌灵系列销售收入增速预测值下降 1pct，则将影响公司营业总收入增速下降 0.56pct。

(2) 集采降价的风险。医药行业受政策影响较大，中药行业集采正在向

常态化、全面化推进，若中成药集采政策趋严，或将导致公司产品价格出现大幅下降，进而影响公司业绩。

(3) 在研产品及二次开发进展不及预期的风险。公司目前正在进行的乌灵胶囊适应症拓展和二次开发，以及正在开展Ⅱ期临床试验的灵香片，容易受到不可预测因素的影响。且已申报上市的聚卡波非钙颗粒在产品上市后是否有良好的市场前景和经济回报也具有不确定性。

### 附表 财务报表及估值数据

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2577.9	2921.6	3414.6	4058.8	<b>收益率</b>				
减: 营业成本	1006.6	1117.9	1300.4	1541.3	毛利率	61.0%	61.7%	61.9%	62.0%
营业税金及附加	29.1	33.0	34.1	40.6	三费/销售收入	39.6%	37.1%	35.2%	34.8%
营业费用	838.7	905.7	1007.3	1185.2	EBIT/销售收入	22.9%	26.2%	28.3%	28.5%
管理费用	110.4	116.9	126.3	146.1	EBITDA/销售收入	25.7%	32.3%	34.1%	33.7%
研发费用	71.9	61.4	68.3	81.2	销售净利率	20.0%	22.8%	24.6%	24.7%
财务费用	-6.5	3.2	0.7	0.8	<b>资产获利率</b>				
减值损失	-18.8	-10.3	-3.0	-3.0	ROE	18.3%	22.6%	27.1%	30.5%
加: 投资收益	-0.7	0.0	0.0	0.0	ROA	14.8%	18.4%	23.1%	23.8%
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	20.9%	22.0%	29.5%	31.3%
其他经营损益	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>增长率</b>				
<b>营业利润</b>	508.3	673.2	874.5	1060.6	销售收入增长率	32.7%	13.3%	16.9%	18.9%
加: 其他非经营损益	88.4	88.9	90.7	93.3	EBIT 增长率	36.5%	29.7%	26.2%	19.6%
<b>利润总额</b>	596.7	762.1	965.1	1154.0	EBITDA 增长率	33.1%	42.7%	23.2%	17.4%
减: 所得税	80.7	96.4	124.5	150.3	归母净利润增长率	32.6%	29.1%	26.4%	19.6%
<b>净利润</b>	516.0	665.7	840.7	1003.7	总资产增长率	10.1%	4.0%	0.5%	16.4%
减: 少数股东损益	8.2	10.0	11.8	12.0	股东权益增长率	1.5%	4.6%	5.6%	6.3%
<b>归属母公司净利润</b>	507.8	655.7	828.9	991.6	经营营运资本增长率	68.2%	-14.0%	51.1%	-3.4%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>资本结构</b>				
货币资金	804.7	707.4	571.6	986.1	资产负债率	29.4%	28.7%	25.0%	31.3%
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	投资资本/总资产	67.1%	62.2%	70.8%	58.2%
应收和预付款项	652.3	712.9	882.4	1013.7	带息债务/总负债	34.8%	3.4%	4.9%	4.5%
其他应收款 (合计)	18.2	0.0	0.0	0.0	流动比率	206.2%	215.7%	262.2%	230.2%
存货	523.7	683.1	720.7	943.2	速动比率	138.0%	133.2%	160.8%	146.6%
其他流动资产	196.8	196.8	196.8	196.8	股利支付率	81.8%	80.4%	80.4%	80.4%
长期股权投资	1.9	1.9	1.9	1.9	收益留存率	18.2%	19.6%	19.6%	19.6%
金融资产投资	0.0	461.3	648.9	390.5	<b>资产管理效率</b>				
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.65	0.70	0.82	0.84
固定资产和在建工程	1197.5	1239.9	1197.5	1111.4	固定资产周转率	2.49	3.35	3.97	4.65
无形资产和开发支出	222.6	224.9	227.4	227.8	应收账款周转率	4.36	4.33	4.24	4.25
其他非流动资产	394.4	968.7	882.2	574.2	存货周转率	1.92	1.64	1.80	1.63
<b>资产总计</b>	3992.0	4150.5	4172.9	4855.7	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
短期借款	377.3	0.0	0.0	0.0	EBIT (百万元)	590.2	765.3	965.8	1154.8
交易性金融负债	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA (百万元)	662.1	944.9	1163.9	1366.8
应付和预收款项	673.5	1060.9	899.1	1358.9	NOPLAT (百万元)	435.3	590.8	762.3	923.2
长期借款	30.7	40.9	51.2	68.2	净利润 (百万元)	507.8	655.7	828.9	991.6
其他负债	468.3	91.0	91.0	91.0	EPS (元)	0.72	0.93	1.18	1.41
<b>负债合计</b>	1172.5	1192.8	1041.3	1518.1	BPS (元)	3.95	4.13	4.36	4.64
股本	701.4	701.4	701.4	701.4	PE (X)	25.31	19.60	15.50	12.96
资本公积	931.4	931.4	931.4	931.4	PB (X)	4.64	4.44	4.20	3.95
<b>归属母公司股东权益</b>	2768.9	2897.1	3059.3	3253.2	PS (X)	4.98	4.40	3.76	3.17
少数股东权益	50.6	60.5	72.3	84.4	PCF (X)	43.26	13.55	21.61	10.33
<b>股东权益合计</b>	2819.4	2957.7	3131.6	3337.6	EV/EBIT	21.62	16.38	13.19	10.76
负债和股东权益合计	3992.0	4150.5	4172.9	4855.7	EV/EBITDA	19.27	13.27	10.95	9.09
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	EV/NOPLAT	29.32	21.22	16.72	13.46
经营性现金净流量	297.0	948.6	594.6	1244.2	EV/IC	4.76	4.85	4.32	4.40
投资性现金净流量	-110.3	-148.1	-73.2	-48.3	ROIC-WACC	14.4%	15.5%	22.9%	24.7%
筹资性现金净流量	-339.4	-897.7	-657.2	-781.4	股息率	3.2%	4.1%	5.2%	6.2%
<b>现金流量净额</b>	-152.6	-97.3	-135.7	414.5					

资料来源: Wind、湘财证券研究所

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。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。

## 湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

## 重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。