

佐力药业 (300181)

2025 年报&2026 一季报点评, 乌灵系列稳健增长, “一路向 C” 战略持续深化

买入 (维持)

2026 年 04 月 30 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 向潇

执业证书: S0600525090003

xiangxiao@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	2,578	3,041	3,746	4,310	4,840
同比 (%)	32.71	17.96	23.20	15.06	12.30
归母净利润 (百万元)	507.77	631.93	827.14	1,032.61	1,192.87
同比 (%)	32.60	24.45	30.89	24.84	15.52
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.72	0.90	1.18	1.47	1.70
P/E (现价&最新摊薄)	21.02	16.89	12.91	10.34	8.95

投资要点

■ **事件:** 1.2025 年公司实现营业收入 30.41 亿元 (同比 +17.96%), 归母净利润 6.32 亿元 (同比 +24.45%), 扣非归母净利润 6.17 亿元 (同比 +21.60%); 经营现金流净额 4.12 亿元 (同比 +38.63%), 盈利与现金流双改善, 业绩再创新高。单季度看, Q4 实现营收 7.61 亿元 (+42.79%), 归母净利润 1.22 亿元 (+41.33%), 扣非归母净利润 1.09 亿元 (+17.52%), 全年增长动能充沛, 高质量增长成色十足。2.2026 年 Q1 公司实现营业收入 8.98 亿元 (同比 +8.90%), 归母净利润 2.00 亿元 (同比 +10.18%), 扣非归母净利润 1.99 亿元 (同比 +9.65%); 经营活动现金流净额 8000.7 万元 (同比 +203.32%)。

■ **主业稳步增长, “一路向 C” 战略打开院外新空间:** 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。此外, 公司坚定推进 “一路向 C” 战略升级, 通过优化 OTC 组织架构、推出大包装产品、深化与头部连锁药店合作等方式, 推动院外渠道高速发展。分产品线看:

- 1) 2025 年, 核心产品乌灵系列营收 16.51 亿元 (同比 +14.80%), 灵泽片、灵莲花颗粒稳健增长, 独家矩阵优势稳固。百令系列营收 2.39 亿元 (同比 +26.91%), 受益集采放量与基层覆盖, 快速成为第二增长曲线。中药配方颗粒营收 1.64 亿元 (同比 +60.78%), 已完成 480 余个国标省标备案, 维持高速增长。
- 2) 2026Q1, 乌灵系列同比 +2.00%, 基本盘稳固; 百令系列同比 +25.80%, 保持高速增长; 中药配方颗粒同比 +26.17%, 延续高景气; 多微资产组并表贡献 4481.85 万元新增收入, 医药流通业务同比 +32.38%, 多点增长支撑整体稳健。

■ **内生创新与外延并购并举, 收购未来医药优质资产组:** 公司研发聚焦乌灵 + 系列创新, 灵香片推进至 III 期临床前准备工作, 乌灵胶囊改良型新药阿尔茨海默病 (AD) 适应症, 正在补充开展更长给药周期的相关研参灵颗粒获批临床; 聚卡波非钙颗粒获批上市, 新增剂型丰富梯队。此外, 2025 年, 公司以自有资金 2000 万元增资入股凌意生物, 持有凌意生物 2.95% 的股权, 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; 以 3.56 亿元收购多种微量元素注射液资产组, 布局营养产品赛道, 为构建贯穿 “儿童-成人-老年” 的 “全龄覆盖” 健康产品与健康服务链条打下基础。

■ **盈利预测与投资评级:** 考虑到中药行业大环境影响, 我们将公司 26-27 年归母净利润由 9.1/11.3 亿元下调至 8.3/10.3 亿元, 预计 2028 年归母净利润为 11.9 亿元, 当前市值对应 PE 为 13/10/9X, 同时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, 市场竞争加剧风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.42
一年最低/最高价	14.81/21.07
市净率(倍)	3.16
流通 A 股市值(百万元)	9,296.89
总市值(百万元)	10,815.39

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.88
资产负债率(%,LF)	34.47
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): 收购未来医药资产组, 产品管线持续丰富》

2025-12-15

《佐力药业(300181): 拟发行可转债建设产能及研发 “乌灵+X” 产品, 支撑长期成长》

2025-12-03

佐力药业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2,391	3,878	4,874	6,728	营业总收入	3,041	3,746	4,310	4,840
货币资金及交易性金融资产	681	2,201	3,026	4,717	营业成本(含金融类)	1,168	1,397	1,574	1,767
经营性应收款项	1,154	932	1,163	1,133	税金及附加	33	42	49	55
存货	532	710	645	827	销售费用	961	1,180	1,358	1,501
合同资产	0	0	0	0	管理费用	129	157	172	194
其他流动资产	24	35	40	51	研发费用	69	103	95	106
非流动资产	2,320	2,333	2,348	2,349	财务费用	10	10	(12)	(22)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	117	113	135	155
固定资产及使用权资产	1,253	1,283	1,304	1,314	投资净收益	(3)	2	2	1
在建工程	174	153	145	132	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	82	87	89	92	减值损失	(17)	0	0	0
商誉	130	130	130	130	资产处置收益	1	2	2	2
长期待摊费用	19	19	19	19	营业利润	767	972	1,213	1,398
其他非流动资产	661	661	661	661	营业外净收支	(11)	(6)	(7)	(5)
资产总计	4,712	6,211	7,223	9,077	利润总额	756	966	1,206	1,393
流动负债	1,339	1,998	1,960	2,602	减:所得税	113	126	157	181
短期借款及一年内到期的非流动负债	663	897	1,066	1,266	净利润	642	841	1,049	1,212
经营性应付款项	427	827	585	996	减:少数股东损益	11	13	17	19
合同负债	5	18	22	18	归属母公司净利润	632	827	1,033	1,193
其他流动负债	244	256	287	322	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.90	1.18	1.47	1.70
非流动负债	131	131	131	131	EBIT	780	979	1,197	1,373
长期借款	12	12	12	12	EBITDA	864	1,077	1,299	1,481
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	61.60	62.70	63.48	63.50
租赁负债	17	17	17	17	归母净利率(%)	20.78	22.08	23.96	24.64
其他非流动负债	103	103	103	103	收入增长率(%)	17.96	23.20	15.06	12.30
负债合计	1,470	2,129	2,091	2,733	归母净利润增长率(%)	24.45	30.89	24.84	15.52
归属母公司股东权益	3,180	4,007	5,040	6,233					
少数股东权益	61	75	91	111					
所有者权益合计	3,241	4,082	5,131	6,344					
负债和股东权益	4,712	6,211	7,223	9,077					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	412	1,422	806	1,636	每股净资产(元)	4.53	5.71	7.19	8.89
投资活动现金流	(411)	(132)	(136)	(120)	最新发行在外股份(百万股)	701	701	701	701
筹资活动现金流	(117)	210	140	165	ROIC(%)	18.46	19.05	18.54	17.24
现金净增加额	(117)	1,500	810	1,681	ROE-摊薄(%)	19.87	20.64	20.49	19.14
折旧和摊销	84	98	102	108	资产负债率(%)	31.21	34.28	28.96	30.11
资本开支	(286)	(114)	(122)	(112)	P/E (现价&最新股本摊薄)	16.89	12.91	10.34	8.95
营运资本变动	(348)	458	(378)	279	P/B (现价)	3.36	2.66	2.12	1.71

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。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>