

佐力药业 (300181.SZ)

买入 (维持评级)

25年圆满收官，26Q1 稳健增长

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	2,578	3,041	3,564	4,149	4,822
增长率 yoy (%)	32.7	18.0	17.2	16.4	16.2
归母净利润 (百万元)	508	632	805	977	1,168
增长率 yoy (%)	32.6	24.5	27.4	21.4	19.6
ROE (%)	18.3	19.8	22.3	23.4	23.7
EPS 最新摊薄 (元)	0.72	0.90	1.15	1.39	1.67
P/E (倍)	21.0	16.9	13.3	10.9	9.1
P/B (倍)	3.9	3.4	3.0	2.6	2.2

资料来源：聚源数据，公司财报，长城证券产业金融研究院

事件：2025 年公司实现营收 30.41 亿元 (yoy+17.96%)，实现归母净利润 6.32 亿元 (yoy+24.45%)，实现扣非归母净利润 6.17 亿元 (yoy+21.60%)；2026Q1 公司实现营收 8.98 亿元 (yoy+8.90%)，实现归母净利润 2.00 亿元 (yoy+10.18%)，实现扣非归母净利润 1.99 亿元 (yoy+9.65%)，经营活动现金流净额 8001 万元 (yoy+203.32%)。

2025 年圆满完成股权激励目标，乌灵系列延续高增。公司 2025 年营收 30.41 亿元 (yoy+17.96%)，归母净利润 6.32 亿元 (yoy+24.45%)，扣除股份支付费用影响后归母净利润 6.70 亿元 (yoy+31.97%)，圆满完成股权激励目标。分产品看，乌灵系列营收 16.51 亿元 (yoy+14.80%)，其中乌灵胶囊销量增长 16.35%，受益于集采省份扩面及院外 C 端开拓，灵泽片销量增长 18.38%，独家基药品种稳健放量；百令系列营收 2.39 亿元 (yoy+26.91%)，受益于集采及百令胶囊同名同方药推广；中药配方颗粒营收 1.64 亿元 (yoy+60.78%)，国标省标备案超 480 个，驱动快速增长；中药饮片受原材料价格及竞争影响，营收 5.96 亿元 (yoy-11.40%)。2025 年公司完成多项战略布局：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；增资凌意生物，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；启动可转债预案，规划智能化中药大健康工厂。

2026Q1 增长稳健，百令及配方颗粒强劲，多微业务贡献新增量。公司 2026Q1 实现营收 8.98 亿元 (yoy+8.90%)，归母净利润 2.00 亿元 (yoy+10.18%)。分产品看，乌灵系列营收同比增长 2.00%，增速略有放缓；百令系列营收同比增长 25.80%，延续强劲恢复态势；中药配方颗粒同比增长 26.17%；中药饮片同比下滑 17.38%；多微资产组新增贡献营收 4481.85 万元，成为增量亮点。

深挖院内渗透率，院外“一路向 C”战略升级。院内市场，公司依托国家基药和集采中选双重身份，持续构建“金字塔型”分级渗透体系，乌灵胶囊临床治疗理念从改善睡眠向“心身同治”及 MCI (轻度认知障碍) 领域延伸，2025 年新增临床路径/指南/共识推荐 12 个，学术壁垒持续加固。院外市场，推进“一路向 C”战略，优化 OTC 团队，推出大包装产品，深化与全国头部连锁合作，联合百度健康等平台构建数字化营销矩阵。新业务方面，多微资产组快速放量，与公司现有“全龄覆盖”战略高度协同；凌意生物帕金森病管线 LY-N001 未来有望贡献增量；中药配

股票信息

行业	医药
2026年05月11日收盘价(元)	15.12
总市值(百万元)	10,604.98
流通市值(百万元)	9,116.01
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)	166.32

作者



分析师 刘鹏

SAC: S1070520030002

邮箱: liupeng@cgws.com



分析师 袁紫馨

SAC: S1070524090004

邮箱: yuanzixin@cgws.com

相关研究

- 1、《收购微量元素注射液资产组，布局全龄营养赛道》2025-12-18
- 2、《百令系列表现亮眼，C 端持续发力》2025-10-31
- 3、《2025H1 利润端延续高增，营销与研发双向强化》2025-08-21

方颗粒凭借备案先发优势，省外扩张持续。

研发管线有序推进，多个品种取得阶段性进展。 乌灵胶囊改良新药 AD 适应症补充开展更长给药周期研究；灵香片完成 II 期临床，准备进入 III 期临床研究准备工作；参灵颗粒已获药物临床试验批准；聚卡波非钙颗粒于 2026 年 3 月获批，聚卡波非钙片 IBS-D 临床稳健推进。公司围绕乌灵菌粉持续开发创新中药，形成“立项一批、临床一批、上市一批”的良性循环。

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，我们预计公司 2026-2028 年实现营收 35.64/41.49/48.22 亿元，分别同比增长 17.2%/16.4%/16.2%；实现归母净利润 8.05/9.77/11.68 亿元，分别同比增长 27.4%/21.4%/19.6%；对应 PE 估值分别为 13.3/10.9/9.1X，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；并购整合不及预期。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	2177	2391	3173	3728	4369
现金	805	681	1233	1732	2029
应收票据及应收账款	592	786	829	1050	1133
其他应收款	18	18	24	25	32
预付账款	42	15	48	21	55
存货	524	532	680	540	761
其他流动资产	197	360	359	359	359
非流动资产	1815	2320	2287	2503	2722
长期股权投资	2	0	0	0	0
固定资产	1036	1233	1409	1592	1792
无形资产	92	113	120	128	137
其他非流动资产	684	974	758	782	793
资产总计	3992	4712	5460	6231	7091
流动负债	1056	1339	1516	1716	1811
短期借款	377	660	792	870	910
应付票据及应付账款	482	425	466	578	621
其他流动负债	196	254	258	268	280
非流动负债	116	131	130	128	127
长期借款	31	12	10	8	7
其他非流动负债	86	120	120	120	120
负债合计	1173	1470	1646	1844	1938
少数股东权益	51	61	75	91	110
股本	701	701	701	701	701
资本公积	1135	1142	1142	1142	1142
留存收益	1041	1257	1758	2365	3091
归属母公司股东权益	2769	3180	3740	4296	5043
负债和股东权益	3992	4712	5460	6231	7091

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	297	412	721	1154	1002
净利润	516	642	818	993	1188
折旧摊销	72	80	83	98	114
财务费用	-7	10	3	-3	-10
投资损失	1	3	0	0	0
营运资金变动	-326	-392	-176	76	-278
其他经营现金流	42	68	-7	-11	-12
投资活动现金流	-110	-411	-50	-313	-333
资本支出	263	287	238	270	308
长期投资	151	-125	0	0	0
其他投资现金流	2	1	188	-43	-25
筹资活动现金流	-339	-117	-119	-342	-372
短期借款	184	283	132	78	40
长期借款	31	-19	-2	-2	-2
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	6	0	0	0
其他筹资现金流	-554	-387	-249	-418	-410
现金净增加额	-153	-117	552	499	297

利润表 (百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2578	3041	3564	4149	4822
营业成本	1007	1168	1333	1586	1886
营业税金及附加	29	33	39	45	52
销售费用	839	961	1105	1203	1302
管理费用	110	129	150	174	203
研发费用	72	69	90	100	119
财务费用	-7	10	3	-3	-10
资产和信用减值损失	-12	-11	-12	-14	-17
其他收益	101	117	109	113	111
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	-3	0	0	0
资产处置收益	0	1	0	1	1
营业利润	609	767	974	1180	1409
营业外收入	1	0	0	0	0
营业外支出	13	12	12	12	12
利润总额	597	756	963	1168	1397
所得税	81	113	144	175	209
净利润	516	642	818	993	1188
少数股东损益	8	11	13	16	19
归属母公司净利润	508	632	805	977	1168
EBITDA	669	849	1056	1270	1509
EPS (元/股)	0.72	0.90	1.15	1.39	1.67

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入 (%)	32.7	18.0	17.2	16.4	16.2
营业利润 (%)	35.8	25.9	27.1	21.1	19.4
归属母公司净利润 (%)	32.6	24.5	27.4	21.4	19.6
获利能力					
毛利率 (%)	61.0	61.6	62.6	61.8	60.9
净利率 (%)	20.0	21.1	23.0	23.9	24.6
ROE (%)	18.3	19.8	22.3	23.4	23.7
ROIC (%)	16.1	16.8	18.7	19.7	20.3
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.4	31.2	30.1	29.6	27.3
净负债比率 (%)	-13.0	0.7	-10.9	-19.4	-21.6
流动比率	2.1	1.8	2.1	2.2	2.4
速动比率	1.5	1.4	1.6	1.8	2.0
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	4.8	4.4	4.4	4.4	4.4
应付账款周转率	2.4	3.0	3.7	3.8	4.0
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.72	0.90	1.15	1.39	1.67
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.42	0.59	1.03	1.64	1.43
每股净资产 (最新摊薄)	3.95	4.53	5.13	5.93	6.99
估值比率					
P/E	21.0	16.9	13.3	10.9	9.1
P/B	3.9	3.4	3.0	2.6	2.2
EV/EBITDA	15.5	12.7	9.8	7.8	6.4

资料来源: 聚源数据, 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