

乌灵系列产品日益丰富，药用菌类大有可为

2012年3月14日

推荐/首次

医药行业

调研快报

——佐力药业（300181）调研快报

陈恒	执业证书编号： S1480510120015
联系人：杨帅	电话： 010-66554019 Email: yangshuai@dxzq.net.cn

事件：

近日，我们对公司进行了实地调研，并针对公司业务的发展方向以及今后经营的重点与公司高层进行了交流。

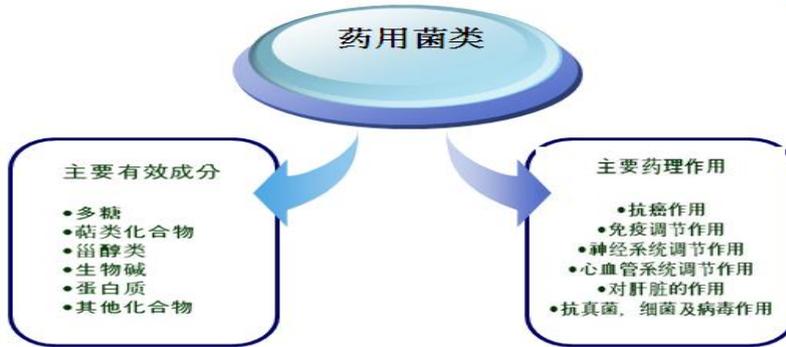
观点 1：乌灵系列产品线日益丰富，公司“358”销售发展战略稳步推进

2011年乌灵系列产品销售额已突破三亿元（含税），公司销售收入规模及整体的发展又迈上了一个崭新的台阶。对于主打品种乌灵系列产品，公司制定了“358”销售发展战略，公司将稳步推进以乌灵胶囊为代表的系列产品销售规模，未来几年内乌灵系列产品的销售总收入将有规划有步骤的达到5亿元及8亿元。乌灵胶囊目前为全国医保乙类品种及浙江，上海地区的基药目录增补版品种。2012年卫生部将对基本药物目录进行新一轮的调整，其中中药品种将扩充到200种，我们预计乌灵胶囊存在作为治疗失眠及焦虑等精神系统疾病入选新版基本药物目录的可能。另外，灵莲花颗粒及灵泽片经过公司近十余年的潜心研究及新药申报后，目前已获得生产上市批件，均处于市场导入期，公司正在积极推进这两个品种进入地方医保目录增补版的工作，目前灵莲花颗粒已进入了四个省市医保目录的增补版。我们认为乌灵系列三个大产品中成药主治病症失眠焦虑，更年期综合症及前列腺疾病的患者众多，且同类产品的竞争对手较少，未来发展潜力及市场空间较大。

观点 2：作为唯一的药用菌类上市公司，佐力未来发展空间广大

我国目前约有540种药用菌，占比世界总数的70%，主要分为两个门类：其中482种属担子菌门，58种属于子囊菌门。目前市场上常见的药用菌数约为240种，已经实现规模化栽培的数量约为60种。我国药用菌类数目虽多，但真正作为药物使用并开发成制剂品种的品种约有20-30种，常用的药用真菌如灵芝，茯苓，冬虫夏草，香菇和雷丸等，药用真菌作为药品及保健品具有相当广泛的开发及应用前景。佐力药业作为唯一的一家药用菌类研发生产企业，实现了珍稀品种乌灵菌粉的规模化生产，并积累了丰富的菌类生物发酵研发及生产经验，我们认为公司有进一步进行菌类品种丰富及乌灵系列产品继续深度开发的优势，药用菌类市场未来大有可为。

图 1：药用菌类的主要有效成分及药理作用



资料来源：东兴证券研究所整理

图 2：药用菌类主要分类及具有开发价值重点品种

菌类系统分类类群		数量	最具开发价值的药用菌类品种
487 种担子菌	伞菌目	217 种	茯苓, 猪苓, 竹苓, 赤芝, 银耳, 松杉灵芝, 紫芝, 树舌, 云芝, 乌灵参, 冬虫夏草, 猴头菌, 樟芝, 虎乳灵芝, 虎奶菇等。
	多孔菌目	82 种	
	红菇目	55 种	
	牛肝菌目	40 种	
	绣革孔菌目	36 种	
58 种子囊菌	子囊菌类	58 种	

资料来源：中国科学院沈阳应用生态研究所，东兴证券研究所整理

观点 3：自建销售队伍已基本布局全国各省市，重点科室均已开展覆盖

公司在全国范围内除湖南，西藏，广西等个别省份外均自建了营销团队，目前销售人员总数约为 300 多人，浙江地区的代表数在 100 人左右（其中 OTC 销售队伍人数为 50 人）。目前乌灵系列产品的主要销售区域为浙江，北京，上海，广东等地区，未来公司重点着重开发的省份为江苏，山东等省份。乌灵系列产品除在神经内科外，目前在精神科，中医科，老干部科等科室也开展了大力的推广。我们认为自建销售队伍的模式对医院终端掌控能力较强，未来若药品产品线进一步丰富，公司自建销售队伍的可利用度将显著提高。另外公司计划在处方药市场拓展较成熟的区域进一步开展 OTC 广告的宣传，从而进一步提高乌灵系列产品在当地的产品知名度。

结论：

乌灵胶囊，灵莲花颗粒，灵泽片等品种均属佐力药业独家品种，公司具有产品定价及竞争优势，乌灵胶囊已处于稳健成长期，灵莲花颗粒及灵泽片处于市场导入期，三个主要产品的市场空间大，适应症人群众多。另外，公司已实现了乌灵系列产品的产业链一体化，09 年以来与中药行业及大多数中成药企业受中药材价格上涨毛利率普降的状况不同，佐力药业销售毛利率一直稳中有升，由 09 年年报的 79.38% 升至 11 年三季报的 84.33%，公司受上游原材料价格大幅波动带来的经营风险极小，产业链一体化优势明显。最后，我们认为药用菌类产品的市场空间巨大，公司利用现有的研发及生产技术优势未来在药用菌类市场继续做大做强的可能性极大。

我们预测 2011~2013 年 EPS 分别为 0.64 元、0.85 元、1.05 元，目前股价对应 PE 分别为 35 倍，26 倍和 21 倍，首次给予“推荐”评级。

表 1：盈利预测和估值

百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	262.66	279.30	338.81	407.77
(+/-)%	21.97%	6.35%	21.94%	20.35%
经营利润 (EBIT)	34.11	57.50	75.91	93.35
(+/-)%	32.82%	68.60%	32.01%	22.97%
净利润	41.48	51.58	67.63	83.58
(+/-)%	31.32%	22.44%	33.16%	23.59%
每股净收益 (元)	0.690	0.635	0.845	1.045

资料来源：东兴证券

分析师简介

陈恒

先后毕业于南昌大学生物工程系、北京工商大学金融工程系，从事医药行业研究 3 年。

联系人简介

杨帅

北京协和医学院硕士，2010 年加盟东兴证券。

苏进进

北京协和医学院硕士，2010 年加盟东兴证券

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券