

## 乌灵百令双核驱动业绩有望三年翻番

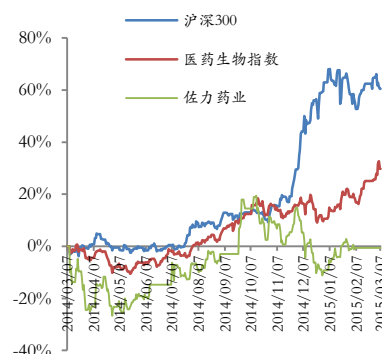
2014. 3. 24

**强烈推荐** (首次)

首席分析师：姚玮      研究助理：唐爱金  
 电话：020-88836125      020-88836115  
 邮箱：yaow@gzgzhs.com.cn      tangaij@gzgzhs.com.cn  
 执业编号：A1310512110002

现价：13.98  
 目标价：17.4  
**股价空间：25%**

医药生物行业

**股价走势**

**股价表现**

涨跌(%)	1M	3M	6M
佐力药业	0.58	9.05	2.42
医药生物	9.04	16.46	22.21
沪深 300	2.26	-4.48	43.37

**基本资料**

总市值(亿元)	44.29
总股本(亿股)	3.168
流通股比例	73.96%
资产负债率	25.64%
大股东	俞有强
大股东持股比例	30.94%

**相关报告**

### 投资要点：

- **乌灵胶囊市场前景可观，有望成为 10 亿品种。**中枢神经系统用药是全球第二大药品市场，其中抗抑郁用药占比最大，约为 23%。全球抑郁症患者约 3.5 亿，中国约有 6000 万抑郁症患者，患病率 3%-5%。乌灵胶囊是治疗抑郁失眠等轻度精神障碍的独家一类中药品种，依靠显著疗效和高安全性，多年霸占市场份额第一位置。目前公司医院覆盖率不到 25%，随着公司营销工作在全国各地的不断深入，乌灵胶囊销售额有望持续扩大，我们预计年增速为 15~20% 以上，到 2017 年实现超过 8 亿销售收入。
- **百令片具备 10 亿潜能，有望成为公司新的增长点。**去年 7 月，公司通过收购获得新品种百令片，切入冬虫夏草药领域。百令片是以发酵虫草菌粉为原料制成的片剂，用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、腰背酸痛，以及慢性支气管炎的辅助治疗，是天然冬虫夏草的优良替代品。目前市场上同成分不同剂型的产品百令胶囊市场销售额已过 12 亿，可见发酵虫草制剂市场之火热。百令片于 2008 年获批上市，由于青海珠峰药业规模较小，营销能力有限，2013 年销售收入刚达 5000 万，纳入公司麾下以后，有望依靠上市公司的品牌和强大营销实力实现快速发展。我们预计年增速将超过 50%，2015 年销售额超过 1 亿，到 2017 年过 2 亿销售收入。
- **二线品种灵莲花颗粒和灵泽片处于市场培育期，共同酝酿公司后续发展力。**灵莲花颗粒和灵泽片分别用于治疗女性更年期综合症和男性良性前列腺增生，市场空间广阔，目前正处于市场培育期，公司有望将它们打造成亿级品种。
- **看好公司通过外延并购和积极营销策略扩大业务规模。**公司将外延并购和打造专业营销团队作为 2015 年的重点工作任务。预计公司将加快并购步伐，切入新领域，做大公司市值；在营销方面，公司自营+代理模式不断成熟，并且通过拍摄乌灵参纪录片、网络和新媒体等增强公司品牌。
- **盈利预测与估值：**公司业绩有望三年翻番，我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.32、0.42、0.52 元，对应 43、33、27 倍 PE。公司外延并购可期，给予“强烈推荐”评级。

主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	419.4	514.8	663.9	860.4
同比(%)	22.0%	22.7%	29.0%	29.6%
归属母公司净利润	81.00	102.79	131.70	163.78
同比(%)	30.6%	26.9%	28.1%	24.4%
ROE(%)	10.96%	9.97%	10.41%	13.27%
每股收益(元)	0.26	0.32	0.42	0.52
P/E	64.62	43.09	33.63	27.04
P/B	6.78	3.44	3.57	3.61
EV/EBITDA	46.79	31.50	25.14	20.39

## 目录

1. 公司是国内大型药用真菌领域的领头雁.....	3
1.1 公司实际控制人为俞有强.....	3
1.2 专注发展乌灵参系列产品，收购获得重磅品种百令片.....	3
1.3 公司业绩维持较高增长，主要收入来自乌灵胶囊.....	4
2. 乌灵胶囊市场前景可观，有望成为 10 亿品种.....	4
2.1 中枢神经系统用药市场巨大，增速快.....	5
2.2 乌灵胶囊优势明显，多年领跑安神补脑类药品市场.....	6
2.3 乌灵胶囊销售额已破 4 亿，正在向 10 亿重量级品种发展.....	7
3. 百令片具备 10 亿潜能，有望成为公司新的增长点.....	8
3.1 发酵虫草制剂市场火爆，百令片是 10 亿潜力品种.....	9
3.2 公司计划用 3 年时间将其培育成 2 亿大品种，年增速 50% 以上.....	10
4. 二线品种正处于市场培育期，共同酝酿后续发展力.....	10
5. 看好公司通过外延并购和积极营销策略扩大业务规模.....	11
6. 投资建议.....	11

## 图表目录

图表 1. 公司股权结构图.....	3
图表 2. 公司产品以及分类.....	3
图表 3. 公司主要产品基本信息.....	4
图表 4. 公司近年收入（万元）及增长率情况.....	4
图表 5. 公司归母净利（万元）及增长率情况.....	4
图表 6. 公司重磅独家产品乌灵胶囊及原材料.....	5
图表 7. 精神障碍用药占美国处方量第二.....	5
图表 8. 各科室常见身心疾病常伴发抑郁症.....	5
图表 9. RCT 研究结论：乌灵胶囊有效改善患者焦虑抑郁症状群.....	6
图表 10. 乌灵胶囊可多科室推广.....	6
图表 11. 安神补脑类药品中乌灵胶囊市场份额逐年增加.....	7
图表 12. 国内安神补脑类药品竞争格局.....	7
图表 13. 乌灵胶囊销售额稳定增长，2013 年过 4 亿.....	7
图表 14. 2014 上半年乌灵胶囊销售额地域分布.....	7
图表 15. 公司独家产品乌灵胶囊大事记.....	8
图表 16. 乌灵胶囊（折合成 0.33mg/粒）近几年在各省市招标均价（元）.....	8
图表 17. 百令片和百令胶囊.....	9
图表 18. 冬虫夏草及其原理.....	9
图表 19. 华东医药百令胶囊销售过 10 亿元.....	10
图表 20. 青海珠峰百令片销售收入只有 5000 万.....	10
图表 21. 公司 2014 年并购事件.....	11



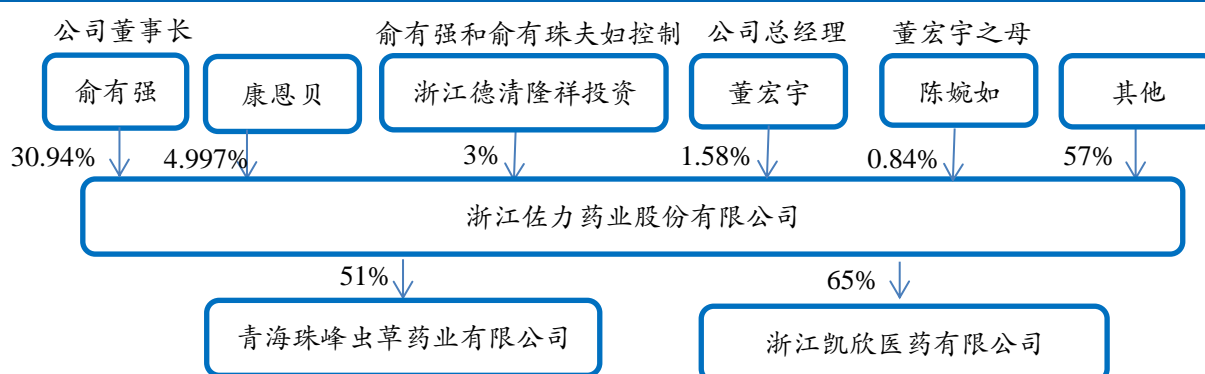
# 1. 公司是国内大型药用真菌领域的领头雁

## 1.1 公司实际控制人为俞有强

公司1995年成立，2000年改制为浙江佐力药业股份有限公司，2011年在创业板上市。公司总股本目前约3.17亿，实际控制人为俞有强，持股30.94%。康恩贝原为公司第一大股东，2007年为加快佐力药业发展，将其持有部分股份转让佐力药业管理团队，而成为公司第二大股东。第三大股东德清隆祥为公司实际控制人俞有强与其妻子俞有珠共同控制的投资公司。董宏宇为公司总经理，与陈婉如为母子关系。

公司是国内乌灵参制药领域的唯一生产商和上市公司，通过多年研发，实现了传统中药材和现代生物技术的结合，完成了珍稀中药材——乌灵参的产业化生产，先后获得“国家级火炬高新技术企业”、“国家高新技术企业”、“中国驰名商标”等诸多荣誉。

图表1. 公司股权结构图



(资料来源：公司公告、广证恒生)

## 1.2 专注发展乌灵参系列产品，收购获得重磅品种百令片

公司是一家集研发、生产、销售于一体的国内领先药用真菌企业，主要产品为围绕乌灵菌粉开发系列复方制剂，包括用于治疗抑郁失眠的乌灵胶囊、用于治疗更年期综合症的灵莲花颗粒、用于治疗前列腺增生的灵泽片，以及通过收购青海珠峰药业获得的冬虫夏草发酵制剂产品——百令片。

图表2. 公司产品以及分类



公司专注于围绕乌灵参做大产品系列，重磅品种乌灵胶囊连续多年独占安神补脑类药品领域鳌头，市场份额稳居第一。受到乌灵胶囊销售基数放大的影响，公司去年营业收入增速放缓，为此，公司正在积极开拓其他产品。去年7月，公司收购青海珠峰冬虫夏草药业获得新产品“百令片”，切入发酵冬虫夏草产业，打破了长久以来依靠乌灵系列单飞的经营格局。公司希望通过收购百令片为产品线注入新鲜活力，实

现业绩二次腾飞。

图表3. 公司主要产品基本信息

产品名称	医保	基药	主要用途	13年销量
乌灵胶囊	国家乙类	上海、浙江、广东、新疆	补肾健脑，养心安神。适用于神经衰弱的心肾不交证。症见失眠、健忘、神疲乏力、腰其酸软、脉细或沉无力等	4亿
百令片	国家乙类	广东、湖北、浙江	益精气。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。	5000万
灵莲花颗粒	辽宁、山西、云南、内蒙古、甘肃乙类	-	养阴安神，交通心肾。用于围绝经期综合征、中医辨证属于心肾不交者，症见烘热汗出、失眠、心烦不宁、心悸、多梦易惊、头晕耳鸣、腰腿酸疼，大便干燥，舌红苔薄、脉细弦。	-
灵泽片	非医保	-	益肾活血，散结利水。用于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，腰其酸软等症。	-

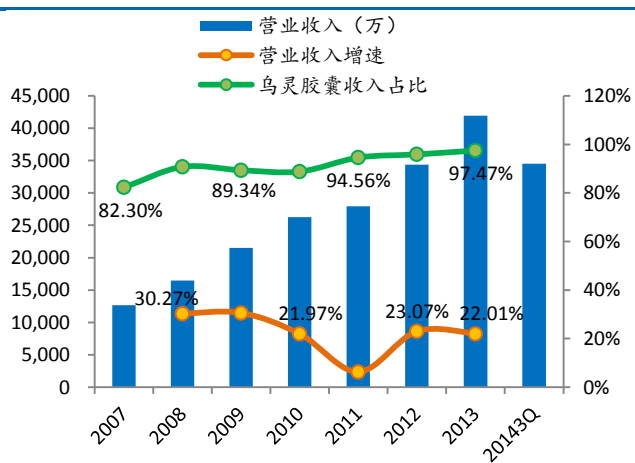
(资料来源：广证恒生整理)

### 1.3 公司业绩维持较高增长，主要收入来自乌灵胶囊

公司营收增长稳定，除了2011年外，基本维持在20%-30%之间，2013年增速达22.01%。乌灵胶囊是公司的主要收入来源，占总营业收入比例从2007年的82.30%增长到2013年的97.47%。2014年前三季度公司实现主营收入3.45亿元，比上年同期增长12.29%。

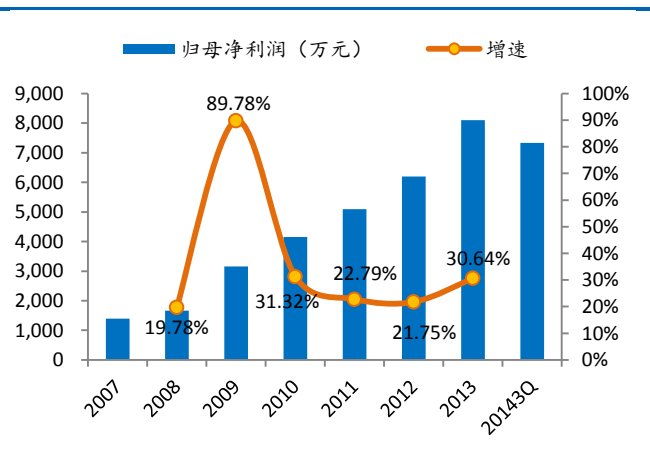
近几年公司净利润维持稳定高增长，基本维持在20%-30%之间，略高于营业收入增速。2014年前三季度净利润达7330.98万元(基本每股收益0.2314元)，比上年同期增长21.76%。

图表4. 公司近年收入(万元)及增长率情况



(资料来源：WIND、广证恒生)

图表5. 公司归母净利润(万元)及增长率情况



(资料来源：WIND、广证恒生)

## 2. 乌灵胶囊市场前景可观，有望成为10亿品种

乌灵参是生长在地下深处废弃白蚁巢内的一种药用真菌，具有很高的滋补功能和药用价值，极为珍稀，采获十分困难。公司利用从天然乌灵参中分离获得的菌种，运用现代生物发酵技术，实现了乌灵参发酵菌粉的工厂化、规模化生产。公司产品乌灵胶囊是以乌灵菌粉为原料制成的独家中药明星品种，用于治疗抑郁、焦虑、失眠等轻度精神障碍症，疗效明确，品质优良，具有广阔的市场空间。

**图表6. 公司重磅独家产品乌灵胶囊及原材料**

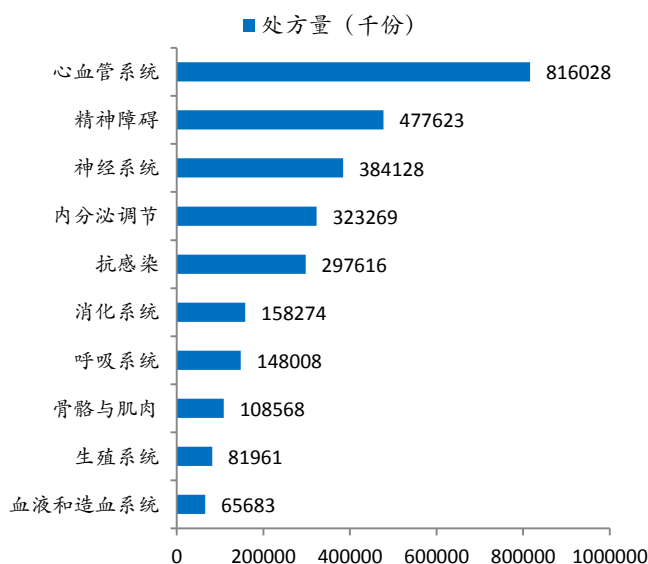
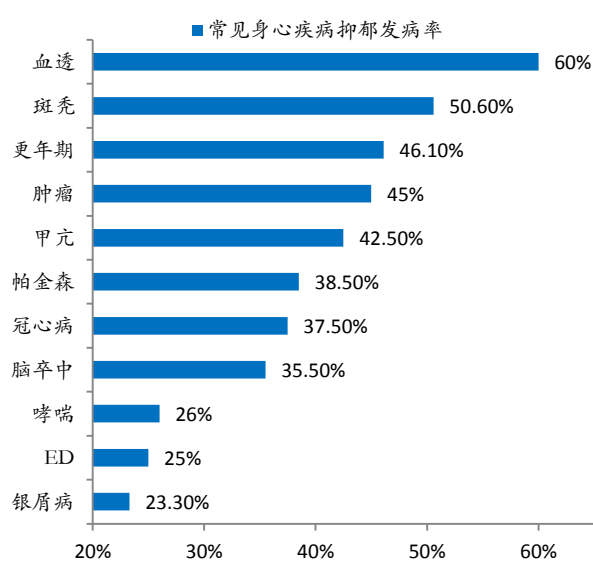

(资料来源：公司网站、广证恒生整理)

## 2.1 中枢神经系统用药市场巨大，增速快

中枢神经系统用药是全球第二大药品市场，抑郁症用药占比最大。据统计，2006年全球中枢神经系统药物总销售额为900亿美元，2008年已上升到1048亿美元，约占全球医药市场销售总规模的1/7，增速远高于WHO的预测。PDB数据也显示，精神障碍用药和神经系统用药分别占美国国处方量第二和第三，可见市场之广阔。从细分领域来看，中枢神经系统用药中占比最大的是抗抑郁症用药，约占23%，紧随其后是抗精神类药物和抗癫痫用药，约占22.6%和16.8%。

**抑郁症危害大，患病率越来越高。**抑郁症是一类精神障碍病，常伴发于脑卒中、帕金森，更年期等各种常见身心疾病。抑郁症给患者带来巨大伤害，据相关统计，有2/3抑郁症患者有自杀倾向，有15%-25%的抑郁症患者自杀成功。据卫生组织最新数据显示，目前全球约有3.5亿人患抑郁症，发病率约为3.1%。中国抑郁障碍人数约6100万，发病率略高于全球，3%-5%。未来随着生活压力增大、人口老龄化加快，患病率还会继续增加。世界卫生组织2001年发表的《世界卫生报告》指出，抑郁症目前已成为世界危害人类健康的第四大疾患，到2020年将跃升第二位，仅次于心脏病。

**抗抑郁症用药市场潜力大，远未达到天花板。**虽然我国抑郁症发病率较高，但由于临床诊断与治疗手段相对落后，加之患者对抑郁症认识不足，导致就诊率、诊断率和治疗率偏低，据相关统计显示，我国抑郁症治疗率不到10%。另外，抑郁症是一个高复发疾病，重症患者60%在5年内会复发，大部分患者需要重复、持续用药。这些因素都表明抗抑郁病药市场潜力巨大，远未达到天花板。

**图表7. 精神障碍用药占美国处方量第二**

**图表8. 各科室常见身心疾病常伴发抑郁症**




(资料来源: PDB、广证恒生)

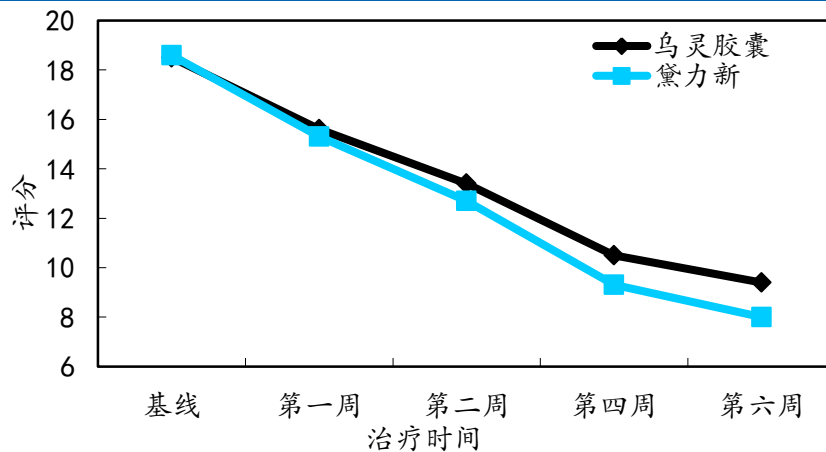
(资料来源: 网络资料、广证恒生整理)

## 2.2 乌灵胶囊优势明显，多年领跑安神补脑类药品市场

中枢神经系统中成药受市场青睐，安神补脑类表现最抢眼。我国中枢神经系统用药规模增长较快，其中中药品种由于副作用小渐渐受市场青睐。近年来中药类中枢神经系统用药占医院整体中药比例逐年增长，从2005年的2.87%增长到2013年的3.74%。安神补脑类是中枢神经系统中成药第一大类，占54.57%的市场份额，2008-2010采购金额年均增长29.63%，高于同期医院神经系统中成药和医院总体中成药采购增速。

**乌灵胶囊抗抑郁疗效显著、作用机理清晰、安全性能高。**医学界针对乌灵菌胶囊进行过多次学术研究和询证实验，2009年，公司在北京协和医院等6家医院进行乌灵胶囊治疗焦虑抑郁症状随机双盲多中心研究，选取对照药品为黛力新，该产品为国内外治疗轻中度抑郁比较常用的西药，得到患者和医生的广泛认可，研究表明：1)、乌灵胶囊单独用药和黛力新效果相当，作用机理清晰，能有效治疗抑郁失眠，并非辅助用药；2) 乌灵胶囊副作用小，安全性更高，患者依从性更强。

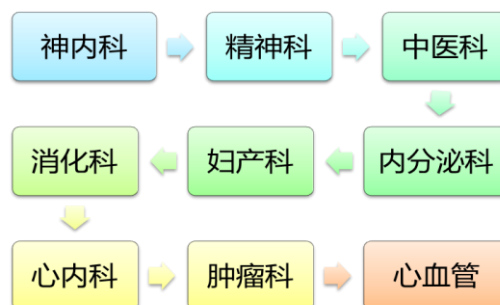
图表9. RCT 研究结论: 乌灵胶囊有效改善患者焦虑抑郁症状群



(资料来源:《乌灵胶囊临床应用及疗效》, 广证恒生整理)

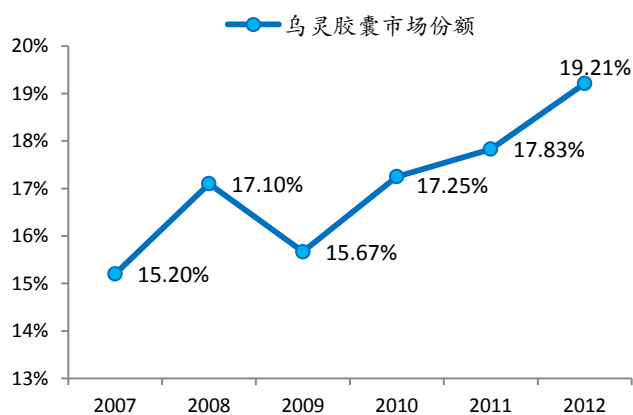
乌灵胶囊被多科室推广应用，进入《PCI 手术前后抑郁和焦虑中医诊疗专家共识》(2014 年版) 用药指南。前面我们提过，抑郁症在肿瘤、心血管等科室中患病率远远高于普通人群，这些科室中的患者出现的抑郁、焦虑等心理障碍对疾病的治疗产生极其不利影响，因而日益引起临床关注。基于高安全性和高疗效的优势，乌灵胶囊除了神经内科、中医科和精神科外，还被广泛推广到诸如心内科、消化科、妇产科、肿瘤科等其他常伴抑郁症的科室中进行“身心结合”治疗，苏便苓、李拥军等人对乌灵胶囊抗抑郁治疗心肌梗死的研究表明：乌灵胶囊可以有效地控制病情，增强心脏功能，提高左心室射血分数，减少心力衰竭、心律失常及心肌缺血的发生率，降低病死率，改善预后。2014年出版的《PCI 手术前后抑郁和焦虑中医诊疗专家共识》用药指南中，乌灵胶囊被放在了第一的位置，用于治疗PCI手术前后合并焦虑和抑郁。我们认为，多科室推广应用有助于提高抑郁症的诊断率，促进乌灵胶囊在医生和患者心目中的地位，增加市场份额。

图表10. 乌灵胶囊可多科室推广



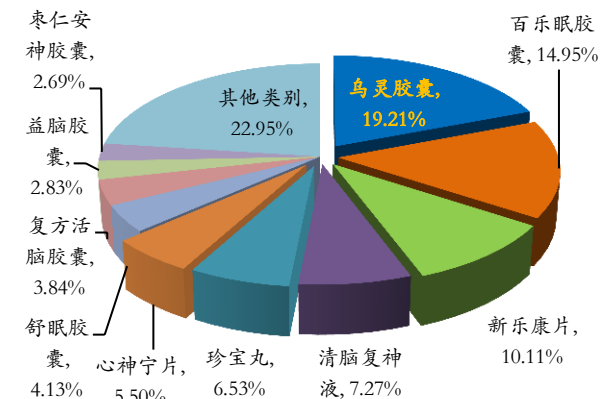
乌灵胶囊在安神补脑类用药中市场占有率第一，且有上升的趋势。凭借我们上面提到的优势，乌灵胶囊多年霸占安神补脑用药第一位置，市场份额从2007年的15.2%增长到2012年19.21%。随着抗抑郁用药市场的扩容和乌灵胶囊在各个科室的推广，未来市场份额还会继续增加。

图表11. 安神补脑类药品中乌灵胶囊市场份额逐年增加



(资料来源：中国医药经济信息网、广证恒生)

图表12. 国内安神补脑类药品竞争格局

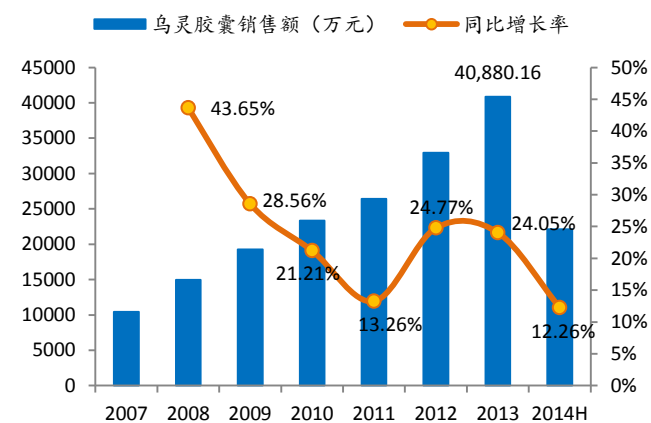


(资料来源：中国医药经济信息网、广证恒生)

## 2.3 乌灵胶囊销售额已破4亿，正在向10亿重量级品种发展

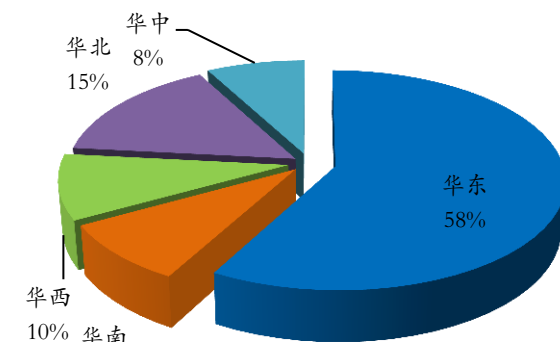
公司乌灵胶囊收入高速增长，已破4亿，主要来源于华东和华北。公司乌灵胶囊近几年来销售收入基本维持高速增长，2013年销售量突破4个亿，2014年增速有所放缓，可能由以下几个原因导致：1)、医改政策改革方向不确定，各省市医药招标进度减缓，这是市场的系统性风险；2)、乌灵胶囊销售基数放大，这也是公司积极收购开拓新业务的原因；3)、乌灵胶囊进入广东基药目录效果还未显现。分地区来看，公司乌灵胶囊销售收入主要来自华东和华北，分别占到58%和15%，这主要是因为公司地处华东，营销投入时间早，影响力较大，市场渗透率较高。

图表13. 乌灵胶囊销售额稳定增长，2013年过4亿



(资料来源：公司公告、广证恒生)

图表14. 2014上半年乌灵胶囊销售额地域分布



(资料来源：公司年中报、广证恒生)

乌灵胶囊有望迎来爆发期，市场规模突破10亿可期。公司正在规划用3-5年的时间，实现乌灵胶囊收入和利润翻番，达到10亿元，我们认为公司有这个实力实现该战略目标。原因有四：1)、乌灵胶囊为公司独家产品，获得“国家一类新药证书”和“国家秘密技术”，极高的技术壁垒保证公司较强的议价能力和稳定的销售额，受益于鼓励创新药和独家药的新医改方向，公司有望在未来医药招标中占据优势地位；2)、乌灵胶囊在华南、华中和华西的销售额远远低于华东，市场开发潜力巨大，随着公司营销团队在全国各地的不断深入以及乌灵胶囊进入广东、新疆等地的基药增补目录效果的显现，公司前期的辛勤耕耘有望迎来收获期；3)、随着公司自营+招商代理营销模式的不断成熟，乌灵胶囊销售有望随医院覆盖率的提高



而增长。目前公司三级医院覆盖仅 700 家左右，二级医院覆盖 1000 多家，覆盖率不到 15%，公司正在积极开展营销工作，计划未来覆盖 3000-4000 家；4)、乌灵菌粉产能能满足需求。公司拟进行进行年产 110 吨乌灵菌粉的生产车间改造，预计 2017 年底完成工程，届时新生产车间的产能将达 400 吨/年，与年产 200 吨的旧生产车间合并构成公司 600 吨产能的原料生产线，能满足乌灵胶囊市场销售放大对原料乌灵菌粉的需求，这保证了乌灵胶囊在成本端的稳定。

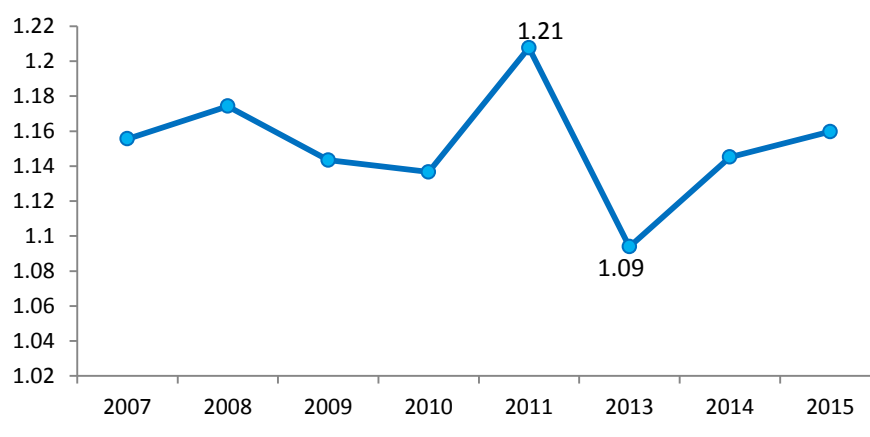
图表15. 公司独家产品乌灵胶囊大事记

时间	事件
1998 年	乌灵菌粉和乌灵胶囊取得两个国家一类新药证书
2001 年	“一类新药乌灵胶囊的研制”被评为“九五”国家重点科技攻关计划优秀科技成果
2004 年	乌灵胶囊进入国家乙类医保
2006 年	乌灵胶囊取得《中药保护品种证书》
2009 年	进入浙江省、上海市基药增补目录
2010 年	“珍稀药用真菌乌灵参的工业化生产关键技术及临床应用”被评定为“国家秘密技术”
2013 年	进入广东省基药增补目录
2014 年	进入新疆基药增补目录；公司正在进行乌灵菌粉生产车间升级，预计 2017 年底完成，届时公司乌灵菌粉年产能达 600 吨（当前产能为 310 吨/年）

(资料来源：公司公告、广证恒生整理)

通过统计各年份乌灵胶囊在各省市的招标价格，发现折合成 0.33mg/粒的乌灵胶囊均价基本稳定，维持在 1.09 元-1.21 元区间内，这印证了公司依靠独家品种优势，价格控制能力强，毛利率较高的事实。

图表16. 乌灵胶囊（折合成 0.33mg/粒）近几年在各省市招标均价（元）



(资料来源：药智网、广证恒生估算)

### 3.百令片具备 10 亿潜能，有望成为公司新的增长点

去年 7 月，公司以 1.5 亿元收购青海珠峰虫草药业 51% 的股权，成为公司控股股东，获得新品种百令片（商品名：圣傲）。百令片是以发酵虫草菌粉为原料制成的片剂，主治功能为：补肾肺、益精气，用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、腰背酸痛，以及慢性支气管炎的辅助治疗。



图表17. 百令片和百令胶囊

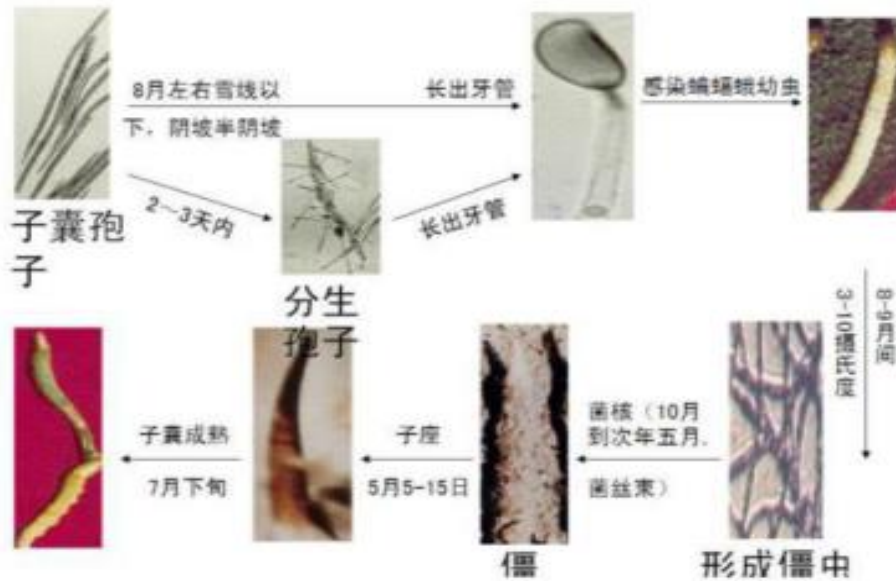


(资料来源: 网络资料、广证恒生整理)

冬虫夏草由于生长环境特殊，采购困难，加之遭受人们滥采滥挖，资源十分稀缺。百令片作为一种发酵虫草制剂，具有天然冬虫夏草相似的药理功效，是其优良替代品，市场前景广阔。目前市场上有同类产品华东医药的百令胶囊。

百令片有望依靠上市公司的品牌效应和强大营销能力，实现销售收入的增长，助力公司业绩再次腾飞。

图表18. 冬虫夏草及其原理



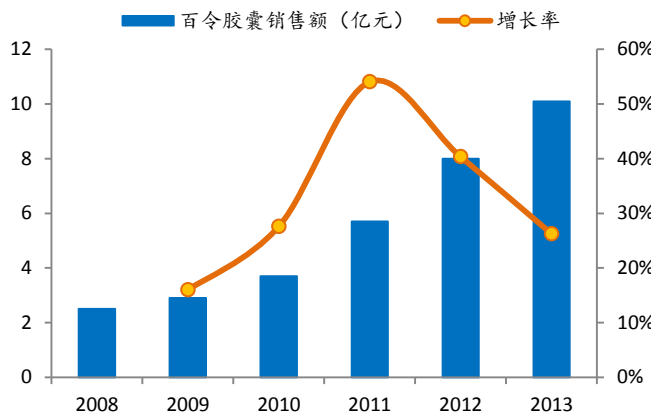
(资料来源: 网络资料、广证恒生整理)

### 3.1 发酵虫草制剂市场火爆，百令片是 10 亿潜力品种

冬虫草的火热引爆发酵虫草制剂市场。冬虫夏草的高药用价值以及稀缺性质使其受到市场狂热追捧，据相关资料显示，一公斤冬虫草价格从 80 年代的 1600 元暴涨到 2013 年的 38 万元。冬虫草市场的火爆点燃了利用生物发酵技术生产的虫草制剂市场。目前国内已获得批准的发酵虫草制剂有：百令片、百令胶囊、金水宝胶囊、至灵胶囊、宁心宝胶囊，其中华东医药的百令胶囊和济民药业的金水宝胶囊均为超过 10 亿级别的重磅炸弹大品种。发酵虫草制剂科室分布非常广泛，包括肿瘤科、呼吸科、肾科、中医内科、内分泌等领域，具有广泛的用药人群。目前华东医药正在建设产能 1100 吨的原料生产线，旨在打造百令胶囊的 20 亿未来。这一切表明发酵虫草制剂市场的火爆。

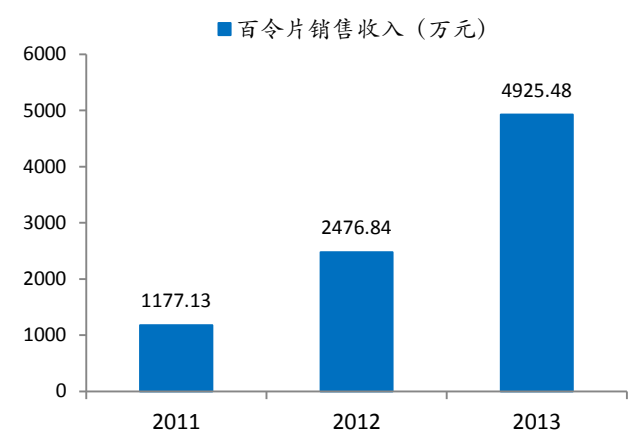
**百令片是 10 亿潜力品种。**青海珠峰虫草药业于 2008 年获得百令片注册批文，2010 年获得原材料发酵虫草菌粉生产批文并开始进行百令片销售，该产品是国家医保品种，已进入广东、浙江、湖北等地的基药增补目录，2013 年珠峰草虫药业的百令片销售收入已接近 5000 万。百令片在成分和功能上几乎与百令胶囊相同，我们认为其市场潜力超过 10 亿元。

图表19. 华东医药百令胶囊销售过 10 亿元



(资料来源：华东医药公司公告、广证恒生)

图表20. 青海珠峰百令片销售收入只有 5000 万



(资料来源：公司公告、广证恒生)

### 3.2 公司计划用 3 年时间将其培育成 2 亿大品种，年增速 50% 以上

随着销售基数的放大，原先依赖乌灵胶囊单飞的时代渐渐远去，公司通过收购百令片丰富产品线，有利于增强后续发展力。公司计划用 3 年时间将其培育成 2 亿大品种，争取年增速保持 50% 以上。我们看好公司百令片发展前景，原因有二：1)、百令片属于发酵虫草制剂，与公司传统药用真菌业务高度契合，公司 400 人的营销团队有望利用他们在乌灵系列业务上积累的经验 and 渠道，推动百令片销售放量增长；2)、公司与青海珠峰原料公司签订为期 10 年的发酵冬虫夏草菌粉供应合同，保障公司原料的供给，原料公司正在建设产能 200 吨/年的生产线（目前产能只有 50 吨/年）；

百令片和乌灵胶囊功能不同，但都属于生物发酵技术中药品种，公司在乌灵菌粉生物发酵领域十余年的技术沉淀，能更好的将百令片品种技术优化、工艺改善，降低成本。此外，两者在营销的层面上有高度的互补性，百令片与乌灵胶囊均可在多科室推广，推广的科室有重叠性，因此公司原有的营销团队能很好快速的将百令做强做大。

市场上有人担心公司的百令片会与华东医药的百令片/胶囊相互竞争，打价格战。事实上，这两种中药品种的市场空间巨大，远未到达天花板，两者之间的关系不是零和竞争，而是共同做大，价格战概率极低。

### 4. 二线品种正处于市场培育期，共同酝酿后续发展力

公司围绕乌灵菌粉还开发了灵莲花颗粒和灵泽片两个独家潜力二线品种，这两个品种市场前景广阔，但由于是新开发的中成药，未受患者和医生认识，同时受招投标、医保、药价等影响，目前处于市场培育阶段。

**灵莲花颗粒主治更年期综合征，市场空间广阔。**灵莲花颗粒是以乌灵菌粉为君药，加入其他 7 味中药，经现代先进的提取及制剂工艺精制而成，2009 年 5 月获得注册批文，2014 年成为国家中药二级保护品种，目前进入云南、山西、辽宁、内蒙、甘肃增补医保乙类。2014 年我国 50 岁以上妇女数量达到 2 亿。每年有超过 1.2 亿女性深受更年期综合症困扰，其中约 10%-15% 的人有明显更年期症状，约 4%-5% 的人有严重症状。灵莲花颗粒临床应用于妇科，主治围绝经期综合征（更年期综合症），市场前景广阔。

**灵泽片主治良性前列腺增生，市场前景广阔。**良性前列腺增生，是与男性衰老同行的疾病，它随着年龄的增长患病率逐年提高，41-50 岁患病为 20%，51-60 岁患病为 40%，61-70 岁患病为 70%，81-90 患病

为 85%，90 岁以上几乎 100% 患病。2012 年中国 65 岁以上老年人口已达到 1.27 亿人，占比 9.4%，未来随着人口老龄化继续推进，良性前列腺患病人数和患病率会进一步增加。灵泽片益肾活血，散结利水，主治良性前列腺增生，市场空间广阔。

## 5. 看好公司通过外延并购和积极营销策略扩大业务规模

**看好公司顺应趋势通过外延并购切入新领域扩大业务规模。**“国家十二五规划”支持优势企业研发和生产、制造和流通、原料药和制剂、中药材和中成药企业之间的上下游整合，完善产业链，提高资源配置效率。公司一直在强调，2015 年的重点工作之一是寻找外延并购的机会，不断丰富产品线和业务线，做大公司市值。去年公司通过定向增发，董事长、部分高管及其他投资者认购的方式补充流动资金，用于并购整合产业链以及收获新品种、新业务。下半年，公司先是收购青海珠峰药业 51% 的股权，获得百令片新品种；接着又收购了浙江凯欣 65% 的股权，切入医药流通领域，整合上下游产业链。

我们预计公司将围绕以下 3 个方面加快收购步伐：一是药用真菌领域；二是拥有独家的、市场空间较大、有市场准入且有较好利润率品种的企业；三是覆盖人群多，地理位置优越的中小医院。在品种方面，预计公司将重点关注神经和肿瘤等领域。

图表 21. 公司 2014 年并购事件

时间	并购事件	目的
2014.7.4	7000 万元收购青海珠峰药业 31.94% 股权，并对其增资 8000 万，增资完后将持有其 51% 股权	获得新品种“百令片”，丰富佐力药业产品类别，拓宽业务范围，增强企业后续发展动力；增强双方的市场拓展优势，发挥协同效应；进一步提升公司的竞争力和影响力。
2014.9.16	以现金 1200 万元收购浙江凯欣医药 47.50% 股权，以现金方式对凯欣医药增资 1200 万，增资后持有凯欣医药 65% 的股权	切入医药流通领域，延伸产业链，扩大公司业务规模；凯欣医药将成为公司未来参与医疗体制改革的平台。

(资料来源：公司公告、广证恒生)

**看好公司积极的营销策略，加大品牌建设力度。**目前公司的营销模式为自营+招商代理，2013 年成立了招商部，主要针对二级以上医院进行覆盖和终端推广，当年已经通过招商代理新增 100 多家医院，这种代理方式，一方面有利于公司充分利用社会资源，另一方面也能与自营学术推广团队形成竞争，相互促进。而在品牌建设方面，公司有以下几个亮点：1)、推进《寻找乌灵参》纪录片的拍摄制作，目前正在排队上映央视；2)、积极利用互联网和新媒体，树立品牌，在甘肃卫视交易日频道进行“佐力药业”、“乌灵胶囊”、“百令片”的宣传，开设微信公众号进行健康和品牌宣传，与有问必答、寻医问药网、39 健康网等合作，适时尝试电商模式。

## 6. 投资建议

公司是国内乌灵菌制药领域唯一的生产商和上市公司，随着国内抑郁症用药市场的扩容和公司营销团队对市场的不断开拓，乌灵胶囊有望依靠显著疗效和高安全性保持快速发展。预计乌灵胶囊在未来 3 年内有望维持 15~20% 的增长率，到 2017 年实现超过 8 亿的销售收入，保证公司业绩不断上涨。百令片是公司通过收购获得的新品种，市场上同类品种华东医药的百令胶囊和济民药业的金水宝胶囊销量均过 10 亿，市场火热程度惊人，注入公司后有望依靠上市公司品牌优势和强大营销实力获得飞速发展，预计未来 3 年年增速有望超过 50%，到 2017 年销售收入超 2 亿。灵莲花颗粒和灵泽片为公司二线品种，目前正处于市场培育阶段，将成为公司后续发展动力。公司正在积极进行外延并购，并通过加大营销投入增强公司品牌地位，预计未来业绩将有突破。我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.32、0.42、0.52 元，对应 43、33、27 倍 PE。公司外延并购可期，给予“强烈推荐”评级。





## 广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心63楼  
电话：020-88836132, 020-88836133  
邮编：510623

## 股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；  
谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；  
中 性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；  
回 避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

## 分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

## 重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。