

佐力药业 (300181)

布局全产业链，打造大健康管理闭环 增持(维持)

2015年8月15日

投资要点

■ **主营业务稳健：** 2015年上半年公司实现营业收入3.29亿元，比上年同期增长47.06%；实现利润总额6639.14万元，比上年同期增长24.83%；实现归属于上市公司股东净利润5472.48万元，比上年同期增长15.44%，实现扣除非经常性损益后净利润4710.49万元，比上年同期增长7.13%。

■ **乌灵系列产品增长缓慢：** 2015年上半年，乌灵系列产品营业收入22355.6万元，同比增长1.17%，占主营业务收入的68.0%；百令片营业收入5332.5万元，占主营业务收入的16.2%。

■ **非公开发行：** 本次非公开发行股票发行价格为6.93元/股，非公开发行股票数量为7006.5万股。本次非公开发行股票募集资金总额为4.86亿元，拟用于年产400吨乌灵菌粉生产线建设项目（2.50亿元）和补充流动资金（2.36亿元）。

■ **控股青海珠峰冬虫夏草药业：** 公司拟使用首次公开发行股票超募资金中的1.5亿元投资青海珠峰冬虫夏草药业有限公司，其中，以现金方式受让标的公司31.94%股权，收购金额为7000万元；以现金方式对标的公司增资8000万元。本次股权转让及增资完成后，公司将持有标的公司51%股权。

■ **收购浙江凯欣医药：** 公司拟使用首次公开发行股票超募资金及募集资金利息，以现金方式收购凯欣医药原股东所持47.5%股份，收购金额为1200万元，同时，以现金方式增资凯欣医药，增资金额为1200万元。交易完成后，公司合计持有凯欣医药65%股权。

■ **投资德清三院：** 通过参与德清三院合作办医，公司快速获取医疗服务业务平台，完成在医药制造、医药流通、医疗服务的全产业链布局。未来公司将以制药业务、医药流通业务与医疗服务业务三大平台为依托，实现大健康管理的产业闭环。

■ **盈利预测：** 我们预测佐力药业（300181）2015-2018年营业收入分别为7.1亿、9.7亿、11.9亿和14.8亿元，归属母公司净利润分别为1.2亿、1.5亿、1.9亿和2.4亿元。折合2015-2018年EPS分别为0.20、0.25、0.31和0.39元，对应动态市盈率分别为37.9、30.7、24.9和19.7倍。

■ **投资评级：** 公司通过收购青海珠峰冬虫夏草药业、浙江凯欣医药以及参与德清三院合作办医，完成在医药制造、医药流通、医疗服务的产业链布局。考虑到公司设立健康产业投资管理公司搭建健康产业投资平台，有利于完善产业链布局，增强公司可持续发展能力，我们维持公司“增持”评级。

■ **风险提示：** 政策风险、招标降价风险、整合效果低于预期风险。

证券分析师 洪阳

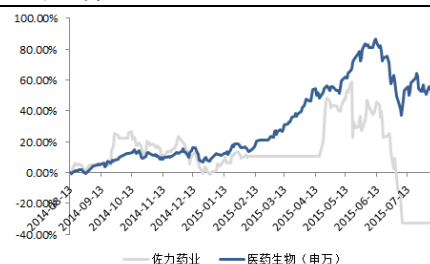
执业资格证书号码：

S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.65
一年最低/最高价	7.11/18.18
市净率	3.68
流通A股市值(百万元)	3047

基础数据

每股净资产(元)	2.08
资产负债率(%)	18.02
总股本(百万股)	609
流通A股(百万股)	398

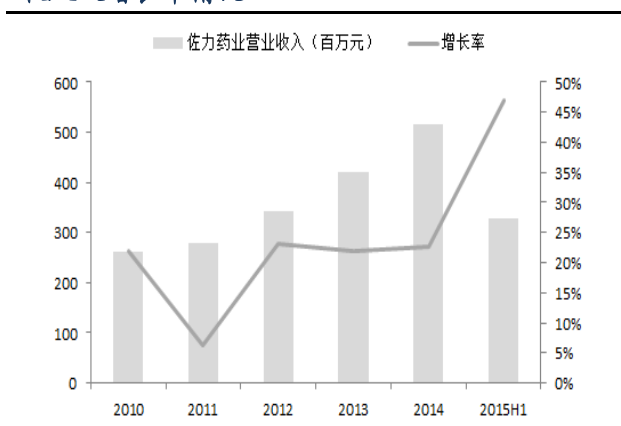
相关报告

围绕真菌发酵平台不断布局——佐力药业
调研报告 2014.09.01

1. 业绩稳健增长

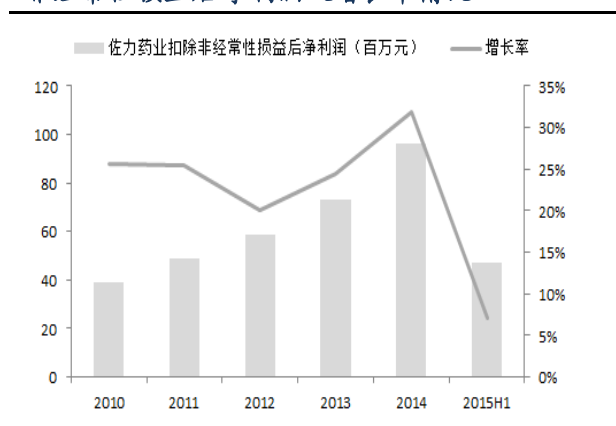
2015 年上半年公司实现营业收入 3.29 亿元,比上年同期增长 47.06%;实现利润总额 6639.14 万元,比上年同期增长 24.83%;实现归属于上市公司股东的净利润 5472.48 万元,比上年同期增长 15.44%;实现扣除非经常性损益后净利润 4710.49 万元,比上年同期增长 7.13%。

图表 1: 2010-2015H1 佐力药业 (300181) 营业收入及增长率情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 2: 2010-2015H1 佐力药业 (300181) 扣除非经常性损益后净利润及增长率情况



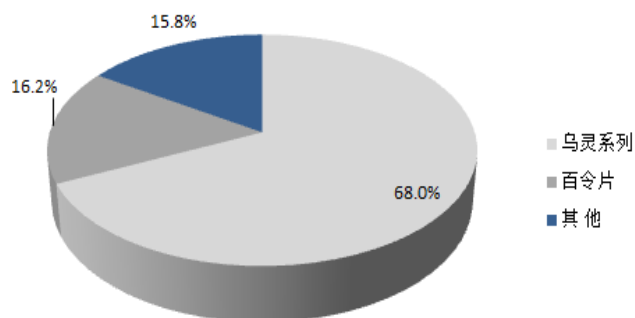
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司营业收入较上年同期增长 47.06%, 主要是公司乌灵系列产品营业收入的增长和非同一控制下合并珠峰药业和凯欣医药的营业收入所致。

2. 主要产品分析

公司主要产品包括乌灵系列产品、百令片等。2015 年上半年, 乌灵系列产品营业收入占总营业收入的 68.0%, 百令片营业收入占总营业收入的 16.2%。

图表 3: 2015H1 佐力药业 (300181) 营业收入构成



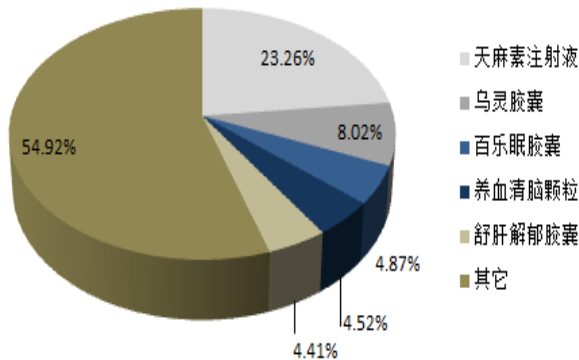
资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.1. 乌灵系列产品

乌灵系列产品是围绕“乌灵菌粉”这一国家中药一类新药开发的系列产品，其中包括补肾健脑，养心安神，从根本入手调理睡眠的乌灵胶囊；治疗更年期综合症的灵莲花颗粒；治疗前列腺增生的灵泽片；均为公司独家生产，具有自主知识产权。

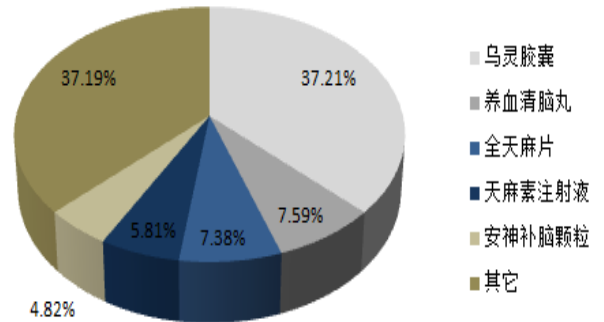
根据中国医药经济信息网全国临床用药终端竞争格局统计数据，2007-2013 年乌灵胶囊均位居安神补脑药类第一名。标点信息 PICO 发布的《2015 年度中国医药市场发展蓝皮书》显示，乌灵胶囊在中国城市医院中成药市场神经系统疾病药物排名中位居第二（口服药第一），在中国城市社区卫生中心/站中成药市场神经系统疾病药物排名第一，在中国乡镇卫生院中成药市场神经系统疾病药物排名第七。

图表 4: 中国城市公立医院中成药市场神经系统疾病药物产品市场份额



资料来源：广州标点信息，东吴证券研究所

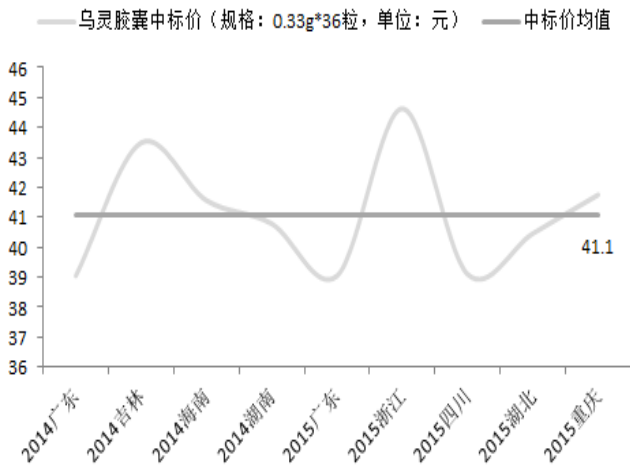
图表 5: 中国城市社区卫生中心/站中成药市场神经系统疾病药物产品份额



资料来源：广州标点信息，东吴证券研究所

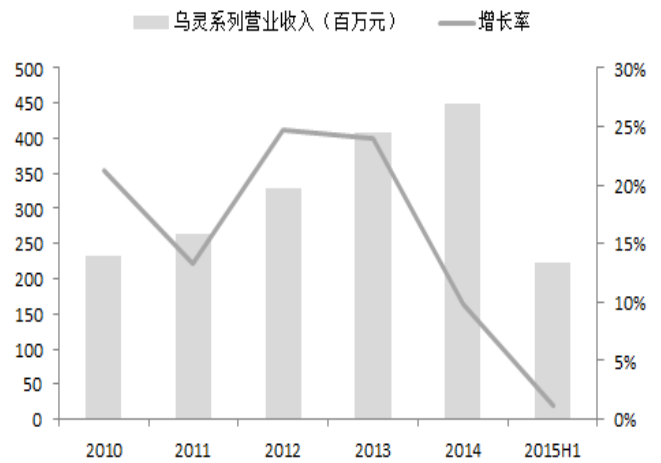
乌灵胶囊是国家中药保护品种，已逐渐建立起了全国营销网络，目前已进入浙江、上海、广东、新疆的基药增补目录。2014-2015 年 7 月，乌灵胶囊中标价均值为 41.1 元，中标价围绕均值呈波动趋势。公司坚持“以把乌灵胶囊发展为现代中药大品种”为目标，大力推进以乌灵胶囊为主的大品种营销策略，未来将进一步加大营销团队建设，将乌灵胶囊培育成中期目标 10 亿元的中药大品种，未来 5-10 年内乌灵系列产品实现 20 亿元销售收入。2015 年上半年，乌灵系列产品营业收入 2.24 亿元，比上年同期增长 1.17%。

图表 6: 乌灵胶囊中标价及均值情况



资料来源: 药智网, 东吴证券研究所

图表 7: 2010-2015H1 乌灵系列产品营业收入情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司乌灵系列产品上半年增速缓慢, 我们认为一方面由于医疗体制改革深化, 对药品生产经营造成一定影响; 另一方面, 乌灵胶囊销售基数较大, 增速处于稳步上涨期。随着公司积极采取应对措施, 不断创新营销模式, 优化营销渠道, 扩大市场销售, 我们预计乌灵系列产品 2015 年有望实现 10% 的增长。

未来公司有望成立 OTC 业务部, 分五个大区与国内知名连锁药店建立合作, 实施大连锁覆盖的 OTC 策略以推动公司产品销售增长。预计 OTC 渠道产品品规会与医院渠道品规有所区别。

公司以乌灵菌粉为君药, 在中医药理论指导下, 配伍其他中药材研发的两个中药新药“灵莲花颗粒”、“灵泽片”均已获得新药证书和药品注册批件, 目前尚处于市场培育期。“灵莲花颗粒”、“灵泽片”有望成为公司未来的支柱产品。

2.1.1. 灵莲花颗粒

“灵莲花颗粒”于 2009 年 5 月取得新药证书 (中药第六类) 和药品注册批件, 2014 年 4 月取得药品再注册批件, 为国家二级中药保护品种。该产品养阴安神, 交通心肾, 用于围绝经期综合征、中医辨证属于心肾不交者。

目前公司已经展开该药品的市场推广, 随着我国人口老龄化加剧和医疗消费水平上升, “灵莲花颗粒”作为更年期用药市场的新品种, 以其良好的疗效和较少的不良反应, 销售规模有望不断增长, 为公司产品结构优化和市场份额扩展及盈利能力提升带来积极促进作用

2.1.2. 灵泽片

“灵泽片”主要成分为乌灵菌粉、莪术、浙贝母和泽泻，2011 年 12 月取得新药证书（中药第六类）和药品注册批件，其功能主治为：益肾活血，散节利水，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、腰膝酸软等症；能够有效改善患者夜尿频多及失眠症状，改善前列腺疾病伴发的情绪问题，使患者排尿更加顺畅，减少起夜次数。

目前公司正积极开展“灵泽片”的循证医学研究和市场培育及推广，随着该药品市场知名度的逐步提升，销售规模有望大幅增加，在前列腺增生中成药市场占据一席之地，进一步丰富公司产品结构，增添新的利润增长点。

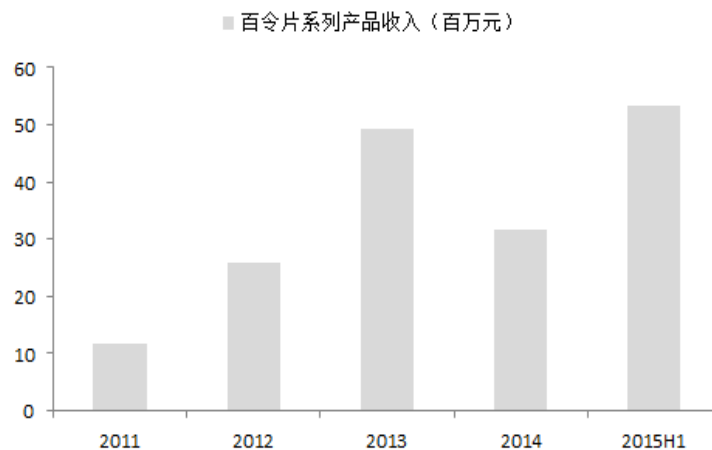
2.2. 百令片

百令片系发酵冬虫夏草菌粉制剂，菌粉所用菌种为蝙蝠蛾被毛孢，其理化指标和药理药性与天然冬虫夏草十分接近，功能主治为补肺肾、益精气，用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、腰酸背痛，慢性支气管炎的辅助治疗。由于野生冬虫夏草稀缺且价格昂贵，无法满足普通消费者需要，因此具有替代作用的发酵虫草制剂百令片市场前景十分广阔。

青海珠峰虫草药业原对百令片采取省代理销售模式，公司控股珠峰药业后，对于其原有代理商销售业绩好的医院予以保留，对于销售业绩较差的予以收回，并采用自营方式销售或进行精细化招商。

百令片为国家医保目录产品，1-6 月份，百令片在招标方面取得突破，先后在浙江、湖北、云南、四川和湖南等地中标，同时，百令片新增医院 500 多家，实现营业收入 5332 万元，为未来几年的快速增长奠定了良好的基础。预计未来几年，百令片将保持 50%以上增长，有望成为公司另一大品种。

图 8: 2011-2015H1 百令片系列产品营业收入情况



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 非公开发行

本次非公开发行股票发行价格为 6.93 元/股, 非公开发行股票数量为 7006.5 万股。发行对象包括俞有强、德清县乌灵股权投资合伙企业(有限合伙)、长信基金管理有限责任公司、南京瑞森投资管理合伙企业(有限合伙)、长城国融投资管理有限公司。

认购人俞有强先生为公司控股股东、实际控制人, 认购人德清县乌灵股权投资合伙企业(有限合伙)出资人中董弘宇、陈国芬、郑学根担任公司董事, 彭晓国、郭银丽、嵇文卫担任公司监事, 郑超一、朱晓平、陈建、王建军、汪涛担任公司高级管理人员。本次实际控制人、董事、监事及公司高级管理人员参与定增, 彰显对公司未来发展的信心和对公司价值及成长的认可, 对公司长远发展具有积极意义。

图 9: 发行对象及其配售情况

发行对象	配售数量 (万股)	限售期
俞有强	345.7	36 个月
德清县乌灵股权投资合伙企业 (有限合伙)	2321.7	36 个月
长信基金管理有限责任公司	2022.6	36 个月
南京瑞森投资管理合伙企业 (有限合伙)	1158.2	36 个月
长城国融投资管理有限公司	1158.2	36 个月
合计	7006.5	

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

此次非公开发行股票于 5 月 20 日获得证监会发审委审核通过, 6 月 18 日正式获得批文, 7 月 17 日上市流通。

本次非公开发行股票募集资金总额为 4.86 亿元，拟用于年产 400 吨乌灵菌粉生产线建设项目（2.50 亿元）和补充流动资金（2.36 亿元）。

目前公司拥有年产 310 吨乌灵菌粉和年产 7.5 亿粒乌灵胶囊的生产能力。公司有两条乌灵菌粉生产线，一条年产 200 吨，另一条年产 110 吨。其中年产 110 吨乌灵菌粉生产线 2015 年底前需按新版 GMP 法规要求进行技术改造，届时乌灵菌粉产能将不能满足公司快速发展及日益增长的市场需求。年产 400 吨乌灵菌粉生产线建设项目系对年产 110 吨乌灵菌粉生产线的改造和扩产，完成之后，该生产线将达到年产 400 吨乌灵菌粉，公司乌灵菌粉总产能将达到年产 600 吨。本项目建设期为 36 个月。

4. 并购与整合

4.1. 控股青海珠峰冬虫夏草药业有限公司

公司于 2014 年 7 月 4 日与青海珠峰虫草药业有限公司、青海珠峰冬虫夏草药业有限公司共同签订《关于青海珠峰冬虫夏草药业有限公司之投资协议》，公司拟使用首次公开发行股票超募资金中的 1.5 亿元投资青海珠峰冬虫夏草药业有限公司，其中，以现金方式受让标的公司 31.94% 股权，收购金额为 7000 万元；以现金方式对标的公司增资 8000 万元。本次股权转让及增资完成后，公司将持有标的公司 51% 股权。

公司于 2014 年 7 月 24 日取得标的公司实质控制权，自 2014 年 7 月 25 日起将其纳入合并报表范围。2015 年 1-6 月，标的公司在合并报表中的利润总额为 1002.27 万元，占公司当期利润总额的 15.10%。

本次交易完成后，公司产品结构将得到进一步优化，在药用真菌发酵领域同时拥有“乌灵”、“冬虫夏草”两大系列产品，符合公司长期发展战略。

4.2. 收购浙江凯欣医药有限公司

公司于 2014 年 9 月 16 日与浙江凯欣医药有限公司原股东刘利辉、黄磊、刘健、周卫星、左锋以及凯欣医药共同签订《关于浙江凯欣医药有限公司之投资协议》，公司拟使用首次公开发行股票超募资金及募集资金利息，以现金方式收购凯欣医药原股东所持 47.5% 股份，收购金额为 1200 万元，同时，以现金方式增资凯欣医药，增资金额为 1200 万元。交易完成后，佐力药业（300181）合计持有凯欣医药 65% 股权。

凯欣医药是一家以医院临床销售为主的中型药品批发企业，销售网络覆盖浙江省湖州地区，在安吉和德清具有较为深厚的市场基础和销售网络。凯欣医药日常配送产品包括 1000 余种中药、300 余种西药，经过多年的积累，目前已成为浙江地区区域规模较大的公司之一。

2015 年 1-6 月，凯欣医药实现营业收入 5039.92 万元，在合并报表中的利润总额为 89.24 万元，占公司当期利润总额的 1.34%。

公司对凯欣医药实施本次收购系围绕生物医药领域进行的产业链延伸，有利于公司整合各项资源，积极应对环境变化和把握发展机会，同时凯欣医药将为公司未来参与区域内医疗体制改革提供一定的条件和平台，为积极应对环境变化和把握发展机会做好准备。

4.3. 投资德清三院

2015 年 4 月 17 日，公司与德清县卫生和计划生育局签署了《关于德清县第三人民医院引进社会资本参与合作办医的框架协议》，德清县人民政府为见证方。公司拟用自有资金以公司或公司设立的医院管理公司对德清三院进行现金增资（原则上增资金额不超过人民币 1.9 亿元），增资完成后公司持有德清县第三人民医院 75% 的出资额。

德清三院是一所二级综合性医院，目前承担德清县东部 20 多万人口的医疗、预防、教育、科研任务。截至 2014 年底，全院共有在编人员 262 人，其中高级职称 32 人，中级职称 101 人，设床位 250 张。

德清县第三人民医院引进社会资本参与合作办医改革后，医院将整体搬迁到新市镇新区，规划用地 120 亩，一期征地 76 亩，分步实施，总投资约 3.3 亿元。医院按照三级乙等综合医院标准、600 张床位规模建设。框架协议签定后，二个月内完成原三院资产评估并签定具体合作协议，启动三院合作办医模式，同时筹建三院迁建项目，于 2 年半内（2017 年 12 月 31 日前）完成搬迁，完成搬迁 5 年内达到二级甲等综合医院标准。截止半年报披露之日，德清三院资产评估、正式协议谈判等相关工作正在推进当中。

新建医院在满足德清当地及周边嘉兴、湖州、杭州部分群众的基本医疗服务需求外，依托国内知名医院或引进优秀医疗团队，重点打造肿瘤、中医、神经等特色专科，发展高端医疗服务业务，同时，公司未来将尝试借助远程诊疗、医药电商等新型服务模式，与公司优质产品乌灵胶囊、百令片、灵莲花颗粒、灵泽片等协同，向保健康复、慢性病管理等领域延伸，为公司培育新的盈利增长点奠定基础。

4.4. 浙江百草中药饮片有限公司

目前，公司正在筹划收购浙江百草中药饮片有限公司股权的事项，拟以发行股份及支付现金相结合的方式收购浙江百草中药饮片有限公司 100% 的股权，初步确定交易价格约为 2.3 亿元人民币，相关事项尚存在不确定性。8 月 5 日公司申请延长股票停牌时间，公司股票自 2015 年 8 月 5 日开市起继续停牌，预计于 2015 年 9 月 4 日前复牌并披露相关公告。

4.5. 设立全资子公司

为适应公司业务发展和可持续发展战略的需求，公司设立了健康产业投资平台—浙江佐力健康产业投资管理有限公司，注册资本人民币 2 亿元，全部以自有资金出资，占浙江佐力健康产业投资管理有限公司注册资本的 100%。浙江佐力健康产业投资管理有限公司下设两个子公司—浙江佐力医院投资管理有限公司、浙江佐力医疗投资管理有限公司，注册资本均为 1 亿元。

截至目前，浙江佐力医院投资管理有限公司、浙江佐力医疗投资管理有限公司均已完成工商设立登记手续。

公司通过收购青海珠峰冬虫夏草药业有限公司、浙江凯欣医药有限公司，以及参与德清县第三人民医院的合作办医，完成在医药制造、医药流通、医疗服务的产业链布局。公司将在积极提升现有业务经营业绩的基础上，重点围绕主营业务产业链延伸、慢病及健康管理等方向加大投资力度，进一步打造大健康产业链。本次设立子公司是搭建健康产业投资平台，以适应公司业务发展的需求，有利于完善产业链布局，增强公司可持续发展能力。

5. 投资建议

盈利预测基础:

- 2014 年乌灵系列产品营业收入 4.49 亿元，2015 年增长 1%-10%；
- 2014 年百令系列产品营业收入 3158.33 万元，2015 年增长 200%-250%；
- 2014 年凯欣医药营业收入 2962.44 万元，2015 年增长 230%-290%；

我们预测佐力药业（300181）2015-2018 年营业收入分别为 7.1 亿、9.7 亿、11.9 亿和 14.8 亿元，归属母公司净利润分别为 1.2 亿、1.5 亿、

1.9 亿和 2.4 亿元。折合 2015-2018 年 EPS 分别为 0.20、0.25、0.31 和 0.39 元，对应动态市盈率分别为 37.9、30.7、24.9 和 19.7 倍。

公司通过收购青海珠峰冬虫夏草药业、浙江凯欣医药，以及参与德清县三院合作办医，完成在医药制造、医药流通、医疗服务的产业链布局。考虑到设立健康产业投资管理公司搭建健康产业投资平台，有利于完善产业链布局，增强公司可持续发展能力，故我们维持公司“增持”评级。

6. 风险提示

- 行业政策风险
- 招标降价风险
- 整合效果低于预期风险

附表 1: 佐力药业 (300181) 主要财务数据及估值 (百万元)

资产负债表	2015E	2016E	2017E	2018E	利润表	2015E	2016E	2017E	2018E
流动资产	611	745	926	1033	营业收入	710	970	1203	1577
货币资金	317	401	512	623	营业成本	140	230	293	387
应收及预付	246	308	357	403	营业税金及附加	9	13	15	17
存货	72	79	83	88	销售费用	315	411	493	589
非流动资产	576	623	698	734	管理费用	77	108	137	179
长期股权投资	0	0	0	0	财务费用	4	6	7	8
固定资产	479	552	591	635	投资收益	0	0	0	0
无形资产	80	70	85	92	营业利润	165	202	242	297
在建工程	32	36	43	47	营业外净收入	9	9	9	9
资产总计	1178	1376	1593	1820	利润总额	174	211	251	306
流动负债	138	176	203	215	所得税费用	43	49	54	59
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	8	10	10	11
应付及预收	143	182	214	233	归属母公司净利润	123	152	187	236
非流动负债	57	65	68	72	EBIT	166	201	241	295
长期借款	42	42	42	42	EV/EBITDA	23.7	20.3	19.4	18.2
其他	30	33	25	29	重要财务	2015E	2016E	2017E	2018E
负债总计	178	213	256	298	估值指标				
少数股东权益	75	85	95	105	EPS	0.20	0.25	0.31	0.39
归属母公司股东权益	1032	1221	1432	1633	每股净资产	2.14	2.42	2.75	2.96
负债和股东权益总计	1413	1598	1812	2022	ROIC	12.7%	13.6%	14.5%	15.4%
					ROE	11.4%	11.9%	12.1%	12.3%
现金流量表(百万元)	2015E	2016E	2017E	2018E	净利润率	19.2%	19.9%	19.3%	19.7%
经营活动现金流	89	98	112	123	毛利率	81.3%	81.0%	79.7%	79.8%
投资活动现金流	-35	5	26	7	流动比率	4.50	4.49	4.51	4.52
筹资活动现金流	-98	-47	57	-44	资产周转率	0.57	0.61	0.61	0.62
现金净变动	56	70	82	90	PE	37.9	30.7	24.9	19.7
资本支出	45	-23	-45	34	PB	3.61	3.22	2.90	2.85
折旧和摊销	32	25	33	37	ROA	13.8%	15.9%	16.1%	16.7%

资料来源: 东吴证券研究所

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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

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>

