

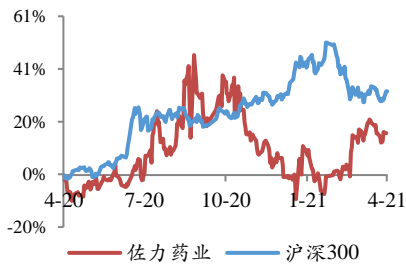
# 乌灵胶囊龙头企业回归主业成效显著，业绩增长可期

## 投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-04-19

收盘价(元)	6.90
近12个月最高/最低(元)	8.68/5.36
总股本(百万股)	609
流通股本(百万股)	464
流通股比例(%)	76.21
总市值(亿元)	42
流通市值(亿元)	32

## 公司价格与沪深300走势比较



分析师：李华云

执业证书号：S0010520110001

邮箱：lihy@hazq.com

## 相关报告

## 主要观点：

### ● 佐力药业重新聚焦主业，成效显著

经过2019年的经营调整，公司2020年度业绩得到明显恢复，公司2020年年报显示：2020年公司实现收入10.9亿元，同比增长19.72%；实现归母净利润约8,880.18万元，同比增长246.98%。公司2021年第一季度业绩预告显示：预计一季度实现归母净利：4,100万元—4,900万元，同比增长275.38%-348.63%。

### ● 中成药市场近4600亿元规模，整体表现平稳

我们认为，虽然中药行业没有表现出高景气，但是在目前国家支持中药的政策以及国民对中药产品普遍接受的大背景下（特别是2020新冠疫情初期全球缺少特效药时，中成药发挥出了其强大的支持作用），至少中短期，中成药行业不会出现明显萎缩。国家统计局数据显示：中成药2019年营收约4587亿元，同比增长7.5%，占医药工业比重约17.5%。2019年中成药实现利润约593亿元，同比下滑约1.8%。占医药工业比重约17.2%，行业净利率约12.9%。2020年中成药行业整体表现平稳。米内网数据显示：中国城市零售药店终端中成药产品TOP20产品销售额下滑1.69%。中国城市实体药店终端销售额超过3亿元的独家中成药整体下滑约7.1%。

### ● 中成药行业分化加剧，可关注独家品种、大品种

目前，行业部分细分产品（如中药注射剂）下滑明显，我们认为，不应将部分中药产品的负面观点迁移至整个中成药行业，由于细分行业内部的分化，部分细分市场的下滑为其他中成药——特别是独家中成药的成长提供了空间。中短期可以关注拥有独家、优质中成药产品的公司。

### ● 佐力药业产品相比传统中药产品有明显优势

佐力药业主打产品采用生物发酵技术。发酵技术不会受制于传统中药种植资源限制、药材价格波动、天气变化等因素的影响。发酵技术方便扩产，规模效应明显。技术壁垒较高，产品质量可控。

### ● 佐力药业乌灵系列产品销售预计可达10亿规模

1、截止2020年12月底，乌灵胶囊在销医院（包括三级医院、二级医院、一级及其他医院）数量达到9984家。公司历史数据显示单家医院销售额平均可达11.64万元。2、乌灵胶囊有应用拓展空间。佐力药业乌灵胶囊为独家中成药产品。乌灵胶囊产品安全性良好，超过10年时间（2004年6月至2015年3月）收集到的不良反应仅576例。乌灵胶囊上市二十年来，在临床上广泛应用于精神科、神经内科、中医科、耳鼻喉科、皮肤科、消化科、心内科、肿瘤科、内分泌科等科室。临床上主要用于抑郁、焦虑状态和失眠。目前AD阿尔茨海默病机制仍有待探索，目前尚无疗效特别显著的药品，中药产品有应用空间。临床研究初步显示乌灵胶囊可显著提高阿尔茨海默病的临床疗效。

### ● 投资建议

我们预计公司 2021-2023 年公司实现主营业务收入 12.77 亿元、14.90 亿元、17.40 亿元，同比增长 17.0%、16.7%、16.8%，对应归母净利润 1.42 亿元、2.14 亿元、2.97 亿元，同比分别增长约 60.3%、50.0%、39.1%。对应 EPS 分别为 0.23 元、0.35 元、0.49 元。公司目前市值对应 2021~2023 年 PE 分别为：29.49X、19.66X、14.13X。

我们选取行业标杆同仁堂作为优质中药公司的估值参考。考虑到佐力药业乌灵产品的独家优势及中短期乌灵产品线对公司业务贡献的较高确定性，我们给予佐力药业主营业务 30 倍估值，公司主营业务对应 2021 年~2023 年合理估值分别为 42.7 亿元、64.1 亿元、89.1 亿元。若叠加佐力药业持股 CAR-T 公司科济药业估值，佐力药业对应 2021~2023 年合理估值可达 52.5 亿元、73.9 亿元、98.9 亿元。公司目前市值为 42 亿元，股价为 6.9 元，给予“买入（首次）”评级。

### ● 风险提示

政策风险；业绩不达预期风险；招标降价风险。

### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1091	1277	1490	1740
收入同比 (%)	19.7%	17.0%	16.7%	16.8%
归属母公司净利润	89	142	214	297
净利润同比 (%)	247.0%	60.3%	50.0%	39.1%
毛利率 (%)	67.9%	69.0%	69.9%	70.7%
ROE (%)	5.5%	8.2%	10.9%	13.2%
每股收益 (元)	0.15	0.23	0.35	0.49
P/E	40.44	29.49	19.66	14.13
P/B	2.24	2.41	2.14	1.86
EV/EBITDA	24.48	22.11	14.75	10.09

资料来源：wind，华安证券研究所

## 正文目录

1 佐力药业重新聚焦主业.....	5
1.1 佐力药业已完成医院等业务的剥离，回归主业成效显著.....	5
1.2 公司股权结构清晰.....	8
2 中成药市场近 4600 亿元规模，能容纳较大品种.....	9
3 乌灵系列产品销售预计可达 10 亿规模.....	12
3.1 佐力药业产品相比传统中药产品有明显优势.....	12
3.2 乌灵胶囊为公司独家产品.....	13
3.3 乌灵产品的使用有拓展空间.....	15
3.3.1 公司已尝试乌灵系列产品的拓展.....	16
3.3.2 乌灵胶囊在阿尔茨海默病的应用上有数据支持.....	17
3.4 为什么乌灵胶囊系列产品销售有望达到 10 亿规模? .....	18
4 公司冬虫夏草发酵菌粉制剂有成长空间.....	21
4.1 百令片应用空间广阔.....	21
4.2 百令系列竞争格局较好.....	21
4.3 百令系列产品消费者接受度高.....	23
5 盈利预测、估值及投资评级.....	25
5.1 盈利预测.....	25
5.2 投资建议.....	26
风险提示: .....	28
财务报表与盈利预测.....	29

## 图表目录

图表 1 2019 年公司收入构成情况.....	5
图表 2 2020 年公司收入构成情况.....	5
图表 3 公司营业收入、归母净利润走势图(百万元).....	6
图表 4 公司主要产品及其用途.....	6
图表 5 公司发展历程.....	7
图表 6 公司前十大股东.....	8
图表 7 中药在中国医药工业比重较高.....	9
图表 8 中国城市零售药店终端中成药产品 TOP20.....	10
图表 9 中国城市实体药店终端销售额超过 3 亿元的独家中成药.....	11
图表 10 佐力药业产品相比传统中药优势明显.....	13
图表 11 公司乌灵产品为全国独家.....	14
图表 12 乌灵胶囊产品示例.....	15
图表 13 乌灵胶囊 2019 年之前临床指南.....	15
图表 14 公司乌灵产品的历史沿革.....	17
图表 15 两组患者临床疗效比较示例, 单位: 例数(%).....	18
图表 16 公司产品销售地区分布.....	19
图表 17 公司乌灵系列产品历史销售及增速.....	19
图表 18 乌灵系列产品销售额预计未来可达 11.62 亿元.....	20
图表 19 佐力药业百令片产品信息.....	22
图表 20 百令产品竞争格局 (金水宝见下图).....	22
图表 21 金水宝片规格示例.....	22
图表 22 泌尿系统疾病用药 (中成药) 在市社区卫生中心市场份额占比和排名.....	23
图表 23 华东医药百令胶囊样本医院销售金额及增速.....	24
图表 24 佐力药业分业务板块预测.....	25
图表 25 佐力药业持有科济药业股份约 5.8%.....	27
图表 26 公司估值比较.....	28

# 1 佐力药业重新聚焦主业

## 1.1 佐力药业已完成医院等业务的剥离，回归主业成效显著

浙江佐力药业股份有限公司（以下简称“公司”）成立于2000年1月，是一家集科研、生产、销售于一体的国家高新技术制药企业。2011年2月22日，公司成功登陆创业板（股票代码300181）。公司占地260余亩，建筑面积15万多平方米，拥有现代化的原料药、片剂、胶囊、饮片、颗粒和冻干粉针等生产流水线。

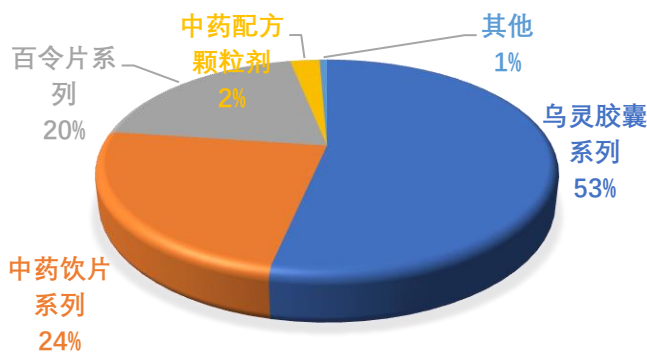
目前，公司拥有浙江佐力健康产业投资管理有限公司、德清佐力医药科技有限公司两家全资子公司，浙江佐力百草医药有限公司、浙江佐力百草中药饮片有限公司、青海珠峰冬虫夏草药业有限公司三家控股子公司。

2018年开始，公司先后剥离了与医药制造业相关性较弱的德清医院及凯欣医药股权，并退出了健康产业投资基金。公司公告显示：公司于2018年12月签署德清医院接管协议，由德清县卫计局全面接管德清医院。公司持有的德清医院75%举办者权益由德清县卫计局全部接管，公司退出德清医院合作办医，不再持有德清医院的举办者权益。

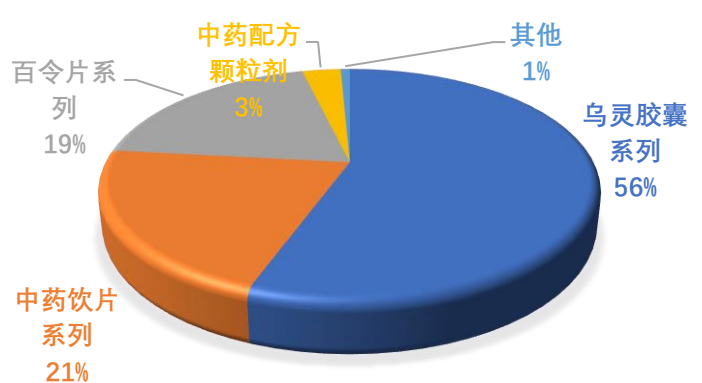
**回归主业成效显著，公司乌灵系列产品占比持续提升。**经过2019年的经营调整，公司2020年度业绩得到明显恢复，公司2020年年报显示：2020年公司实现收入10.9亿元，同比增长19.72%；实现归母净利润约8,880.18万元，同比增长246.98%。

公司2021年第一季度业绩预告显示：预计一季度实现归母净利：4,100万元—4,900万元，同比增长275.38%—348.63%。即使剔除2020年一季度疫情的负面影响，以2019年一季度归母净利为基数，2021年一季度归母净利也实现了94.63%复合增长。

图表1 2019年公司收入构成情况



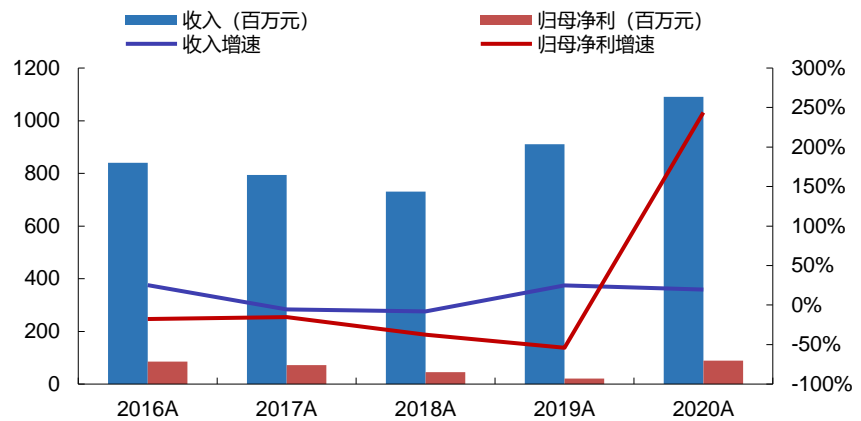
图表2 2020年公司收入构成情况



资料来源：公司年报，华安证券研究所

资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 3 公司营业收入、归母净利润走势图(百万元)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

公司以市场为导向, 不断加强对乌灵菌粉的深度研究, 在中医药理论指导下, 围绕乌灵菌粉开发系列复方制剂, 包括治疗更年期综合症的灵莲花颗粒, 以及用于治疗前列腺增生的灵泽片。2020年10月, 灵莲花颗粒成为《中成药治疗更年期综合征临床应用指南》的推荐品种。公司通过收购控股青海珠峰冬虫夏草药业有限公司, 在药用真菌领域公司又成功拥有了冬虫夏草发酵制剂产品——百令片。2019年, 百令片、灵泽片和乌灵胶囊共同纳入《国家医保目录(2019版)》。

图表 4 公司主要产品及其用途

序号	药品名称	功能主治/适应症	备注
1	乌灵胶囊	补肾健脑, 养心安神; 用于心肾不交所致的失眠、健忘、心悸心烦、神疲乏力、腰膝酸软、头晕耳鸣、少气懒言、脉细或沉无力; 神经衰弱见上述证候者。	国家医保甲类, 中药保护品种, 国家基本药物目录品种
2	灵莲花颗粒	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、腰腿酸痛、大便干燥、舌红苔薄、脉细弦。	中药保护品种
3	灵泽片	益肾活血, 散结利水。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。	国家医保乙类, 国家基本药物目录品种
4	百令片	补肺肾, 益精气。用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、腰背酸痛; 慢性支气管炎的辅助治疗。	国家医保乙类, 国家基本药物目录品种
5	中药饮片	中药材按中医药理论、经过加工炮制后的中药, 可直接用于中医临床。	国家医保
6	中药配方颗粒	其性味功效与原中药饮片一致, 供中医临床配方使用	——

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

公司参股的科济药业致力于开发创新型 CAR-T 细胞等肿瘤免疫治疗药物, 2021年2月26日科济药业向香港联交所递交了上市申请。

肿瘤免疫治疗药物产品与公司产品(如提高免疫力的百令片)有协同性。

**图表 5 公司发展历程**

时间	事件
1995年10月	浙江佐力医药保健品有限公司成立
1997年7月	“一类新药乌灵参的研制”列入“九五”国家重点科技攻关计划
1998年4月	企业名称变更为“浙江佐力药业有限公司”取得两个国家一类新药证书——乌灵菌粉和乌灵胶囊
1999年4月	乌灵菌粉和乌灵胶囊列入国家火炬计划项目
2000年1月	发起设立浙江佐力药业股份有限公司
2001年2月	“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8月	乌灵胶囊进入《国家基本医疗保险和工伤保险药品目录》
2006年9月	乌灵胶囊列为国家二级中药保护品种
2009年5月	灵莲花颗粒获得新药证书和生产批件
2010年2月	“珍稀药用真菌乌灵参的工业化生产关键技术及其临床应用”被定为“国家秘密技术”
2011年2月	在深圳证券交易所创业板成功挂牌上市
2012年1月	灵泽片获得《药品注册批件》及《新药证书》
2012年8月	公司募集资金投资项目“新增年产200吨乌灵菌粉生产技术升级改造和扩产项目”通过了2010年版GMP认证
2013年8月	公司募集资金投资项目“新增年产4.5亿粒乌灵胶囊建设项目”通过了新版GMP认证
2014年3月	公司商标“  ”，被认定为驰名商标
2014年5月	灵莲花颗粒列为国家二级中药保护品种
2014年7月	收购青海珠峰冬虫夏草药业有限公司
2014年10月	公司冻干粉针车间通过GMP现场认证
2015年9月	收购浙江百草中药饮片有限公司
2015年12月	灵泽片被列入“2015年度国家火炬计划产业化示范项目”
2016年4月	公司技术中心被认定为省级企业研究院
2016年9月	公司被授予“2016年度省级两化融合试点企业”
2017年4月	公司中药配方颗粒获得《药品GMP证书》
2017年11月	公司通过国家高新技术企业认定；公司获评第五届“全国文明单位”
2018年10月	乌灵胶囊、灵泽片和百令片进入《国家基本药物目录（2018年版）》
2019年5月	乌灵胶囊入选2019年“浙产名药”
2019年8月	乌灵胶囊、灵泽片、百令片进入《国家医保目录（2019年版）》
2020年6月	公司取得《食品生产许可证》，具备了食品固体饮料的生产资质
2020年8月	公司获批设立博士后工作站；公司通过全国文明单位复评
2020年10月	公司被国家工信部评为“国家级绿色工厂”
2020年11月	公司通过高新技术企业认定
2020年12月	公司取得省级职业技能等级认定资格
2021年2月	公司参股的科济药业向香港联交所递交上市申请。

资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

## 1.2 公司股权结构清晰

公司控股股东、实际控制人俞有强先生，59岁，中国国籍，无境外居留权，高级经济师。2009年荣获全国五一劳动奖章，并被评为浙江省劳动模范；湖州市医药商会常务副会长；湖州市福利企业协会副理事长；德清县工商业联合会副会长；湖州市人大代表。2000年1月至2003年8月担任公司副董事长、总经理；2003年8月以来，一直担任本公司董事长。

俞有强先生与德清文旅集团于2020年9月28日签署了《股份转让协议》，俞有强先生拟将其持有的公司43,296,821股股份（占公司总股本的7.11%）协议转让给德清文旅集团，转让完成后，德清文旅集团为公司第二大股东。过户登记手续已于2020年12月25日办理完毕。

俞有强先生目前仍持有公司股份约21.34%。

图表 6 公司前十大股东

股东名称	持股数量(股)	目前持股市值(亿元)	占总股本比例(%)	股本性质
俞有强	129,890,463	8.96	21.34	限售流通A股
德清县文化旅游发展集团有限公司	43,296,821	2.99	7.11	A股流通股
德清县乌灵股权投资合伙企业(有限合伙)	23,216,652	1.60	3.81	A股流通股
长城国融投资管理有限公司	12,632,395	0.87	2.08	A股流通股
王可方	11,000,000	0.76	1.81	A股流通股
郭品洁	9,760,000	0.67	1.6	A股流通股
董弘宇	8,521,591	0.59	1.4	限售流通A股,A股流通股
陈宛如	4,544,100	0.31	0.75	限售流通A股,A股流通股
朱惠康	2,022,900	0.14	0.33	A股流通股
李小娟	2,000,000	0.14	0.33	A股流通股
<b>合计</b>	<b>246,884,922</b>	<b>17.04</b>	<b>40.56</b>	

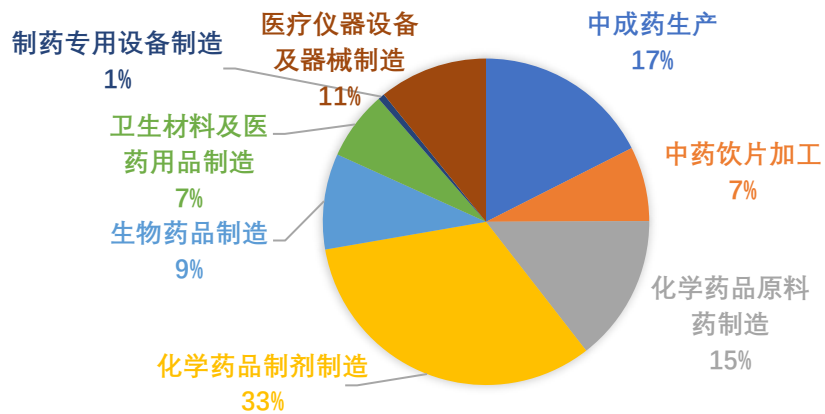
资料来源：公司年报，华安证券研究所



## 2 中成药市场近 4600 亿元规模，能容纳较多大品种

国家统计局数据显示：中成药 2019 年营收约 4587 亿元，同比增长 7.5%，占医药工业比重约 17.5%。2019 年中成药实现利润约 593 亿元，同比下滑约 1.8%。占医药工业比重约 17.2%，行业净利率约 12.9%。

图表 7 中药在中国医药工业比重较高



资料来源：公司年报，华安证券研究所

**2020 年中成药行业的整体表现平稳：**中成药行业整体的发展没有表现出高景气，但是也没有表现出显著的负面影响，行业整体表现平稳。医院端的数据相对不透明，我们以米内网中国城市零售药店终端销售数据作为行业判断的主要依据。米内网数据显示：中国城市零售药店终端中成药产品 TOP20 产品销售额仅下滑 1.69%。

图表 8 中国城市零售药店终端中成药产品 TOP20

排名	产品名称	企业简称	销售额 (亿元)		增长率 2020年(E)	治疗领域 (亚类)
			2020年(E)	2019年		
1	阿胶	东阿阿胶	31.45	39.31	-20.00%	补血用药
2	感冒灵颗粒	华润三九医药	20.41	22.05	-7.43%	感冒用药
3	阿胶	山东福牌阿胶	19.99	15.75	26.88%	补血用药
4	健胃消食片	江中药业	14.3	13.73	4.15%	健胃消食片
5	连花清瘟胶囊	石家庄以岭药业	12.84	6.17	108.06%	感冒用药
6	藿香正气口服液	太极集团重庆涪陵制药	12.08	11.23	7.61%	肠道用药
7	京都念慈菴蜜炼川贝枇杷膏	京都念慈菴总厂	11.82	15.32	-22.86%	止咳祛痰平喘用药
8	蓝芩口服液	扬子江药业集团	11.37	9.4	20.94%	咽喉用药
9	舒筋健腰丸	白云山陈李济药厂	10.59	11.91	-11.10%	风湿性疾病用药
10	安宫牛黄丸	北京同仁堂股份同仁堂制药	9.42	10.28	-8.39%	脑血管疾病用药
11	板蓝根颗粒	白云山和记黄埔	8.92	6.55	36.26%	清热解毒用药
12	片仔癀	漳州片仔癀药业	8.43	7.27	15.94%	肝炎用药
13	安宫牛黄丸	北京同仁堂科技制药	8.17	7.7	6.16%	脑血管疾病用药
14	肠炎宁片	江西康恩贝中药	7.81	8.24	-5.22%	肠道用药
15	阿胶补血口服液	山东福牌制药	7.09	4.88	45.16%	补血用药
16	益安宁丸	同溢堂药业	6.86	7.77	-11.62%	补气用药
17	复方阿胶浆	东阿阿胶	6.51	10.99	-40.75%	补血用药
18	急支糖浆	太极集团重庆涪陵制药	6.43	9.64	-33.31%	止咳祛痰平喘用药
19	复方丹参滴丸	天士力医药集团	6.27	6.58	-4.80%	心血管疾病用药
20	金水宝胶囊	江西金水宝制药	6.13	6.03	1.51%	壮腰健肾药
城市零售药店终端前20中成药产品销售额合计			226.89	230.8	-1.69%	

资料来源：米内网，华安证券研究所

米内网数据显示：中国城市实体药店终端销售额超过3亿元的独家中成药共29个，整体下滑约7.1%。城市实体药店终端销售额降幅在40%的独家中成药主要为复方阿胶浆、某药酒。某药酒前期受到负面新闻及事件影响，不应将该药酒的评价迁移至整个中成药行业。

**图表 9 中国城市实体药店终端销售额超过 3 亿元的独家中成药**

药品名称	销售额 (亿元)		增长率	企业简介	治疗大类	治疗亚类
	2020E	2019				
连花清瘟胶囊	12.8	6.2	108.1%	石家庄以岭药业	呼吸系统疾病用药	感冒用药
京都念慈菴蜜炼川贝枇杷膏	11.8	15.3	-22.9%	京都念慈菴总厂	呼吸系统疾病用药	止咳祛痰平喘用药
蓝芩口服液	11.4	9.4	20.9%	扬子江药业集团	五官科用药	咽喉用药
舒筋健腰丸	10.6	11.9	-11.1%	广州白云山陈李济药厂	骨骼肌肉系统疾病用药	风湿性疾病用药
片仔癀	8.4	7.3	15.9%	漳州片仔癀药业	消化系统疾病用药	肝炎用药
肠炎宁片	7.8	8.2	-5.2%	江西康恩贝	消化系统疾病用药	肠道用药
益安宁丸	6.9	7.8	-11.6%	同溢堂药业	补气补血类用药	补气用药
急支糖浆	6.6	9.9	-33.0%	太极集团浙江东方制药	呼吸系统疾病用药	止咳祛痰平喘用药
复方阿胶浆	6.5	11	-40.8%	东阿阿胶	补气补血类用药	补血用药
复方丹参滴丸	6.3	6.6	-4.8%	天士力医药集团	心脑血管疾病用药	心血管疾病用药
金水宝胶囊	6.1	6	1.5%	江西金水宝制药	泌尿系统疾病用药	壮腰健肾药
消痛贴膏	6	6.4	-5.5%	西藏奇正藏药	骨骼肌肉系统疾病用药	骨科止痛用药
铁皮枫斗颗粒	5.7	4.9	16.9%	浙江天皇药业	呼吸系统疾病用药	止咳祛痰平喘用药
云南白药气雾剂	5.1	5.8	-12.0%	云南白药集团	骨骼肌肉系统疾病用药	跌打损伤用药
脑心通胶囊	5	5.2	-3.2%	陕西步长制药	心脑血管疾病用药	脑血管疾病用药
补肺丸	5	4.8	2.9%	甘肃省西峰制药	呼吸系统疾病用药	止咳祛痰平喘用药
金嗓子喉片	4.1	5.4	-23.8%	广西金嗓子	五官科用药	咽喉用药
云南白药膏	4	4.8	-15.1%	云南白药集团无锡药业	骨骼肌肉系统疾病用药	跌打损伤用药
速效救心丸	3.9	3.9	1.4%	天津中新药业集团第六中药厂	心脑血管疾病用药	心血管疾病用药
肾宝片	3.7	5.3	-29.8%	江西汇仁药业	泌尿系统疾病用药	壮腰健肾药
云南白药创可贴	3.6	3.6	0.0%	云南白药集团无锡药业	其他用药	止血药
马应龙麝香痔疮膏	3.6	3.4	4.3%	马应龙药业集团	消化系统疾病用药	痔疮用药
鸿茅药酒	3.6	5.8	-38.7%	内蒙古鸿茅药业	骨骼肌肉系统疾病用药	风湿性疾病用药
桂林西瓜霜	3.5	3.8	-8.6%	桂林三金药业	五官科用药	咽喉用药
三金片	3.4	3.5	-2.8%	桂林三金药业	泌尿系统疾病用药	尿路感染用药
百令胶囊	3.3	3.2	5.1%	杭州中美华东制药	泌尿系统疾病用药	壮腰健肾药
三九胃泰颗粒	3.2	3.4	-5.2%	华润三九医药	消化系统疾病用药	胃药 (胃炎、溃疡)
蒲地蓝消炎口服液	3.2	4.5	-29.6%	济川药业集团	呼吸系统疾病用药	清热解毒药
穿心莲内酯滴丸	3.2	3.9	-19.2%	天士力医药集团	呼吸系统疾病用药	清热解毒药
合计	168.3	181.2	-7.1%			

资料来源：米内网，华安证券研究所

我们认为，虽然中药行业没有表现出高景气，但是在目前国家支持中药的政策以及国民对中药产品普遍接受的大背景下（特别是 2020 新冠疫情初期全球缺少特效药时，中成药发挥出了其强大的支持作用），至少中短期，中成药行业不会出现明显萎缩。

由于中国中成药市场规模大，如果中成药市场保持平稳，部分中成药产品的销售额下滑所产生的空缺也会被其他中成药品种的成长弥补。行业内部产品预计将明显分化。

行业细分市场如中药注射剂下滑明显：2020 年，部分公司的中药注射剂产品面临重点监控、医保控费以及被替换出医保目录后，销售额下降超 10 亿元，销售额同比下跌约 90% 以上。

高增长的品种主要为独家品种、竞争格局较好的品种。例如：以岭药业的连花清瘟胶囊受 2020 年新冠疫情驱动，实体药店终端销售额增幅约 108%。以岭药业公告显示：2019 年度，以岭药业连花清瘟产品实现营业收入 17.03 亿元，占其总营业收入的 29.24%。2020 年前三季度，连花清瘟产品实现营业收入 28.71 亿元，占其总营业收入的 44.52%。除城市实体药店终端销售增长外，医院端销售预计也有明显增长。

我们认为，不应将部分中药产品的负面观点迁移至整个行业，由于细分行业内部的分化，部分细分市场的下滑为其他中成药——特别是独家中成药的成长提供了空间。中短期可以关注拥有独家、优质中成药产品的公司。

## 3 乌灵系列产品销售预计可达 10 亿规模

### 3.1 佐力药业产品相比传统中药产品有明显优势

佐力药业传统中药饮片及中药配方颗粒占公司收入比重仅约 26%，而乌灵胶囊与百令片系列产品占公司收入比重约 74%。

公司采用真菌生物发酵技术，与传统中药产品有所区别。发酵技术的优势主要体现在三个方面，以公司乌灵胶囊产品为例：

#### 1、发酵技术不会受制于传统中药种植资源限制、药材价格波动、天气变化等因素的影响。

公司乌灵菌粉的为培养基原料主要为黄豆、玉米等，不会受制于传统中药种植资源限制、药材价格波动、天气变化等因素的影响。

**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。由于生长环境特殊，采获十分困难，且不易人工栽培。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（乌灵菌粉）的工厂化、规模化生产。

**产品工艺流程：**在种子罐中按配比加入培养基和工艺用水，在高温进行灭菌，灭菌半个小时，然后冷却，接入摇瓶培养的乌灵菌种，恒温培养一定时间。在发酵罐中按比例加入培养基和工艺用水，在高温下进行灭菌，灭菌半个小时，然后冷却，接入种子罐培养的乌灵菌种，恒温培养一定时间。将发酵液固液分离后得菌丝体，菌丝体进行分段干燥，烘干后粉碎、过筛、混合、包装得乌灵菌粉。

#### 2、发酵技术方便扩产，规模效应明显。

公司乌灵菌粉的发酵生产线始建于 1998 年，扩建于 2003 年，发酵生产线每天可生产 2.5 罐，日最大生产量约 375kg。

2009 年公司乌灵菌粉发酵线产量已经达到 110 吨左右。2011 年 IPO 募集资金投资项目，年产 200 吨乌灵菌粉生产线建设，2015 年，非公开发行募集资金投资项目，“年产 400 吨乌灵菌粉生产线建设（在 110 吨基础上改建）”。目前公司有两条乌灵菌粉生产线，年产 200 吨乌灵菌粉生产线，年产 400 吨乌灵菌粉生产线，可满足乌灵系列近 20 亿规模的原料供应。

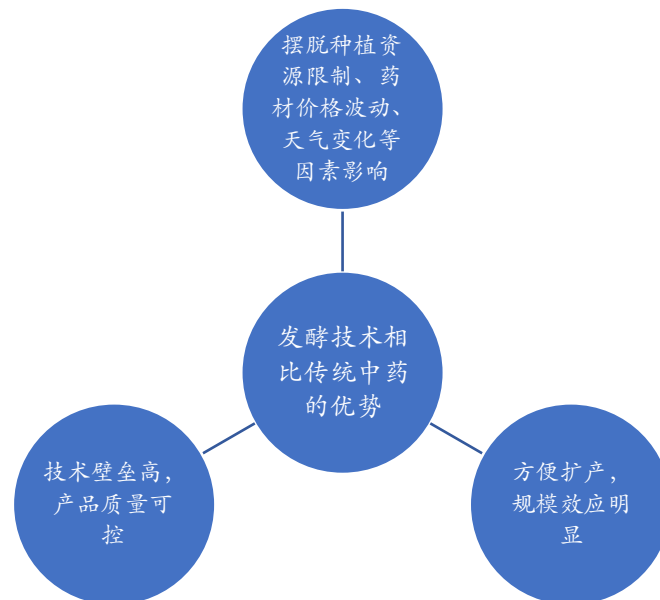
### 3、技术壁垒较高，产品质量可控。

随着发酵技术的日益成熟与发酵工艺设备的不断改进，为乌灵菌粉质量的更稳定和可控、清洁生产、节能减排提供了机会。公司DCS式发酵控制系统对乌灵菌粉发酵生产过程关键点进行严格控制，温度、PH、通气量、变频搅拌转速、罐压等工艺参数明确可控，活性有效物质实现在线监控，产品质量更有保证。

采用真空吸滤连续式分离技术，对发酵产物的分离进行技术改造，取代原来的板框压滤，大大提高了的分离效率及收率，使得传统方法中菌丝体中有效产物的损失率由5%下降到1%以内的水平。

采用旋转闪蒸或沸腾连续式干燥技术改造原热风循环干燥工艺，使产品干燥时间缩短，有效的保护了易氧化性成分，使得产品品质均匀，流动性好；且系统封闭无交叉污染，收率>99%以上，更符合GMP管理要求。

图表 10 佐力药业产品相比传统中药优势明显



资料来源：华安证券研究所整理

### 3.2 乌灵胶囊为公司独家产品

佐力药业乌灵胶囊为独家中成药产品。乌灵胶囊是从我国珍稀药用真菌（乌灵菌）中分离获得菌种，经现代生物技术精制而成的现代中药制剂，是“九五”国家重点科技攻关研究成果，并被列入国家级火炬计划及国家科技型企业创新基金项目。

公司目前拥有乌灵系列产品：中药原料药“乌灵菌粉”（国家中药一类新药）、中药产品“乌灵胶囊”（国家中药一类新药）、“灵莲花颗粒”、“灵泽片”。乌灵胶囊为国家医保目录品种、中药保护品种，具有“补肾健脑、养心安神”之功效，临床上主要用于抑郁、焦虑状态和失眠。2019年5月，乌灵胶囊入选首批“浙产名药”。公司的专有技术——“珍稀药用真菌乌灵参的工业化生产关键技术及其临床应用”

是其核心技术, 属国家秘密技术, 2010 年 2 月 11 日, 公司取得科学技术部、国家保密局联合颁发的秘密技术证书 (证书编号: MMJS2009YY042), 保密期限 5 年 (虽已过保密期限, 但并不意味着秘密将主动公开)。国家秘密技术对公司专有技术的保护提升到国家级别, 对公司乌灵系列产品的研究、生产和业务的拓展提供有效的支撑和保障。

**图表 11 公司乌灵产品为全国独家**

“国产药品”关键字“乌灵”的内容列表, 共有 2 条记录

1.乌灵菌粉 (86904761000142 浙江佐力药业股份有限公司 国药准字Z19990047)

2.乌灵胶囊 (86904761000036 浙江佐力药业股份有限公司 国药准字Z19990048)

资料来源: NMPA, 华安证券研究所

**乌灵胶囊产品类别:** 补肾安神, 主治失眠及心理障碍

**功能主治:** 补肾健脑, 养心安神。适用于神经衰弱引起的心肾不交证。症见失眠, 健忘, 神疲乏力, 腰膝酸软, 脉细或沉无力等。

**临床应用:** 神经内科疾病 乌灵胶囊能显著改善难以入睡, 睡眠不深, 多梦易醒, 醒后不易再睡, 或伴有多梦、头痛、头昏、心悸、气短, 精神易兴奋、易疲劳、脑力减退, 植物神经功能紊乱等症状。

**主要成分:** 乌灵菌粉内含①氨基酸及钙、镁、铁、锌等矿物质与微量元素、甘露醇、蛋白多糖等活性。② 多糖类化合物。③甾醇类化合物。④核苷类化合物。

**临床进展:**

1.脑卒中后抑郁障碍(PSD)。 乌灵胶囊能改善脑卒中后的抑郁障碍, 提高患者的依从性及生活质量。

2.癫痫 乌灵胶囊能使癫痫发病次数减少及很好地控制癫痫病人情绪问题。

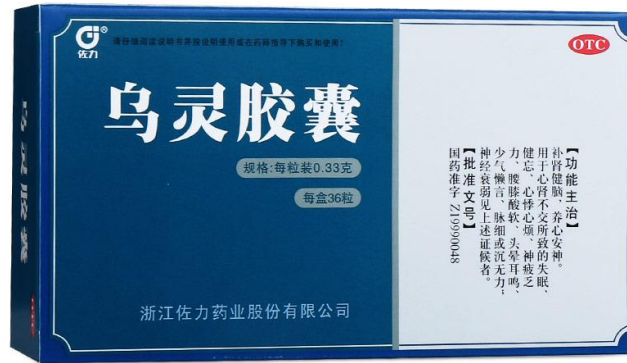
3.帕金森病(PD) 乌灵胶囊能改善帕金森病人的情绪问题; 从而对帕金森病治疗有很大帮助。

4.焦虑症与抑郁症: 乌灵胶囊能改善其他多种躯体疾病引起的抑郁、失眠及情绪问题, 提高患者生活质量。

5、记忆障碍 乌灵胶囊能明显地改善各种记忆障碍 (记忆获得、记忆巩固、记忆再现缺失), 具有益智健脑功能。

6、改善免疫 乌灵胶囊能增强机体免疫功能; 在失血性贫血的情况下, 能显著地回升红蛋白和红细胞的数量; 有耐缺氧和抗疲劳作用, 充分体现扶正固本、增强体质功效。

图表 12 乌灵胶囊产品示例



资料来源：康爱多大药房，华安证券研究所

乌灵胶囊产品安全性良好，超过 10 年时间（2004 年 6 月至 2015 年 3 月）收集到的不良反应仅 576 例。产品有效期 36 个月。规格为：每粒装 0.33 克。36 粒一盒的乌灵胶囊，患者可服用 4 天。（产品用法用量为：口服，一次 3 粒，一日 3 次。）

### 3.3 乌灵产品的使用有拓展空间

乌灵胶囊上市二十年来，在临床上广泛应用于精神科、神经内科、中医科、耳鼻喉科、皮肤科、消化科、心内科、肿瘤科、内分泌科等科室。

图表 13 乌灵胶囊 2019 年之前临床指南

临床路径、临床指南、专家共识	发表杂志	发表年份
1 中医临床路径（焦虑路径、抑郁路径和睡眠路径）	《中医临床路径》	2014年
2 (PCI) 手术前后抑郁和（或）焦虑中医诊疗专家共识	《心血管疾病防治指南和共识2014》分册版	2014年
3 慢性前列腺炎中医诊治专家共识	《北京中医药杂志》	2015年
4 中国卒中后抑郁障碍规范化诊疗指南	《东南大学出版社》	2016年
5 心理应激导致稳定性冠心病患者心肌缺血的诊断与治疗专家共识	《中华心血管病杂志》	2016年
6 眩晕领域应重视精神心理性眩晕专家共识	《临床耳鼻咽喉头颈外科杂志》	2016年
7 卒中后抑郁临床实践的中国专家共识	《中国卒中杂志》	2016年
8 临床躯体症状的心身医学分类及诊疗共识	《科学出版社》	2016年
9 综合医院焦虑、抑郁与躯体化症状诊断治疗的专家共识	《中华神经科杂志》	2016年
10 “医学难以解释的症状” 临床实践中国专家共识	《中华内科杂志》	2017年
11 心血管疾病合并失眠诊疗中国专家共识	《中华内科杂志》	2017年
12 常见神经疾病伴发焦虑诊疗专家共识	《人民卫生出版社》	2017年
13 中医临床诊疗指南释义（气血津液病分册）	《中国中医药出版社》	2017年
14 慢性酒精中毒性脑病诊治中国专家共识	《中华神经医学杂志》	2018年
15 神经系统常见疾病伴抑郁诊治指南	《人民卫生出版社》	2018年
16 中国痴呆诊疗指南（2017年版）	《人民卫生出版社》	2018年

资料来源：公司年报，华安证券研究所

2020年，乌灵胶囊新增进入《新型冠状病毒肺炎疫情应激身心健康援助手册》、《疫情应激的焦虑抑郁状态中医心身治疗专家指导意见》、《黑龙江省新型冠状病毒肺炎中西医结合防治专家共识（第一版）》、《抑郁症中西医结合诊疗专家共识》、《COVID-19疫情期间失眠障碍的管理》、《慢性前列腺炎中西医结合多学科诊疗指南》、《疫情应激性失眠管理专家指导意见》、《乌灵胶囊在心身相关障碍中的临床应用专家共识》、《艾滋病相关焦虑中西医协同治疗专家共识》、《疫情应激下的混合性焦虑抑郁障碍中医心身治疗专家指导意见》、《中医内科临床诊疗指南（第一册）》、《中医治未病·高血压伴发焦虑专家共识》等12个临床指南、专家共识的推荐。

目前，乌灵胶囊合计持有30个临床指南、专家共识的推荐。同时，乌灵胶囊被编入国家卫生健康委员会“十三五”规划教材、全国中医住院医师规范化培训教材——《临床常用方剂与中成药》。

乌灵胶囊具备良好的市场开拓基础，是国内首个提出治疗心理障碍和改善情绪的中药产品，单味成份，有明确的GABA作用机理、基因芯片研究和Meta分析结果支持；高等级循证医学证据-（RCT研究）显示乌灵胶囊对焦虑或抑郁的精神症状、躯体症状和睡眠症状具有肯定的疗效，其作用与临床常用药物黛力新相当，安全性良好；同时，公司持续推进乌灵胶囊在多个科室的临床研究，积累进入临床指南和专家共识证据。

### 3.3.1 公司已尝试乌灵系列产品的拓展

公司围绕乌灵菌粉延伸开发系列产品战略，构建出具有自主知识产权的产品线。除之前介绍的乌灵胶囊外，公司灵泽片、灵莲花颗粒均为独家产品。灵莲花颗粒和灵泽片是继乌灵胶囊以后，公司在中医药理论指导下围绕乌灵菌粉延伸开发的两个复方制剂。



**图表 14 公司乌灵产品的历史沿革**

序号	时间	内容	颁发单位
1	1998年4月	乌灵菌粉一类新药证书	中华人民共和国卫生部
2	1998年4月	乌灵胶囊一类新药证书	中华人民共和国卫生部
3	1999年4月	乌灵菌粉及乌灵胶囊列入国家级火炬计划项目	国家科委火炬高技术产业开发中心
4	1999年	“一类新药乌灵胶囊和乌灵菌粉”评为国家重点新产品	科学技术部、国家税务总局、对外贸易经济等
5	1999年12月	真菌中药乌灵参认定为高新技术成果	浙江省科学技术委员会
6	2001年2月	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	科学技术部、财政部、国家计委、国家经贸委
7	2002年8月	乌灵菌粉和乌灵胶囊认定为高新技术产品	浙江省科学技术厅
9	2006年9月	乌灵胶囊列为国家二级中药保护品种	国家食品药品监督管理局
10	2007年12月	乌灵胶囊认定为浙江名牌产品	浙江省质量技术监督局
11	2009年7月	治疗妇女更年期综合症的药物制剂及其制备方法(灵莲花颗粒)获发明专利证书	中华人民共和国国家知识产权局专利局
12	2010年2月	“珍稀药用真菌乌灵参的工业化生产关键技术及其临床应用”被定为“国家秘密技术”	科学技术部、国家保密局

资料来源：招股书，华安证券研究所

**灵莲花颗粒综合改善女性更年期症状。**更年期是每个女性都要经历的阶段，失眠、烦躁都如影随形。根据统计，2019年我国45~60岁以上妇女数量达到1.7亿，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。灵莲花颗粒作为《中成药治疗更年期综合征临床应用指南》的推荐品种，致力于综合改善女性更年期症状，更好关注更年期女性的情绪及睡眠。

**灵泽片是一个适合前列腺疾病并伴随夜尿频多患者的中药产品**，其作用机理独到，从补肾的角度治疗良性前列腺增生症（肾虚血瘀湿阻证），有效改善夜尿频多等下尿路症状及解决睡眠及情绪问题。已被纳入2018年版国家基本药物目录和2019年版国家医保目录，同时，还陆续进入《良性前列腺增生症中医诊治专家共识》、《基于肾虚瘀阻论治良性前列腺增生症专家共识》、《中医男科学》、《王琦男科学》第三版、《男科疾病针灸治疗撷萃》、《实用中医男科学》、《新编实用中医男科学》等专家共识和专著。

### 3.3.2 乌灵胶囊在阿尔茨海默病的应用上有数据支持

《中国痴呆诊疗指南》（2017年版）记载：“精神行为症状的处理原则：AD（阿尔茨海默病）患者出现精神行为症状应首先考虑非药物疗法，如不能缓解，可增加清肝泻火解毒药物及其剂量。如仍不能缓解，可考虑联合相关中成药治疗，如以淡漠、抑郁、早醒等症状为主者，加逍遥散或加味道遥丸或**乌灵胶囊**……”

**目前AD（阿尔茨海默病，以前阿尔茨海默病也叫老年痴呆症）机制仍有待探索，目前尚无疗效特别显著的药品，中药产品有应用空间。**

据央视 2016 年 9 月 21 日报道, 随着我国人口的老齡化, 阿尔茨海默病患者持续增加。我国大约有 1000 万阿尔茨海默病患者, 数量居全球之首, 而且每年平均有 30 万新发病例。阿尔茨海默病是一种慢性神经变性疾病, 我国 65 岁以上老年人患病率约为 5%, 85 岁以上老年人患病率高达 30%, 其中女性发病率高于男性。在日常生活中, 阿尔茨海默病有三大早期症状, 包括记忆障碍、自理能力下降、性格发生变化。

国际阿尔茨海默病协会 (ADI) 估计 2019 年全球有超过 5 千万名阿尔茨海默病患者。

乌灵胶囊尚无阿尔茨海默病适应症, 但是作为一种进入《中国痴呆诊疗指南》的、潜在的候选辅助产品, 乌灵胶囊的价值或应受到相应重视。

**临床研究初步显示乌灵胶囊可显著提高阿尔茨海默病的临床疗效:**

开滦精神卫生中心研究人员 2021 年 2 月在《中国药业》发表临床研究报告《乌灵胶囊联合奥拉西坦治疗阿尔茨海默病临床观察》, 研究人员设计的临床试验为: 两组患者 (共计 84 例, 实验组对照组均 42 例) 均接受控血压、调血脂、降血糖等基础治疗, 并予奥拉西坦胶囊口服, 每次 0.8g, 每日 2 次。研究组患者加服乌灵胶囊 (浙江佐力药业股份有限公司, 国药准字 Z1990046, 规格为每粒 0.33g), 每次 3 粒, 每日 3 次。两组均持续治疗 6 个月。

研究结果显示: “乌灵胶囊和奥拉西坦联合治疗 AD, 可显著提高临床疗效, 改善患者的认知功能, 提高日常生活能力和生活质量, 减轻炎症反应, 升高 Aβ1-42, 降低 Tau 蛋白和 P-tau181 蛋白水平。”

**图表 15 两组患者临床疗效比较示例, 单位: 例数(%)**

组别	显效	有效	无效	恶化	总有效
对照组	7(16.67)	18(42.86)	15(35.71)	2(4.76)	25(59.52)
研究组	23(54.76)	15(35.71)	3(7.15)	1(2.38)	38(90.48)
$\chi^2$ 值		4.025			10.730
P 值		0.000			0.001

资料来源: 《中国药业》, 华安证券研究所

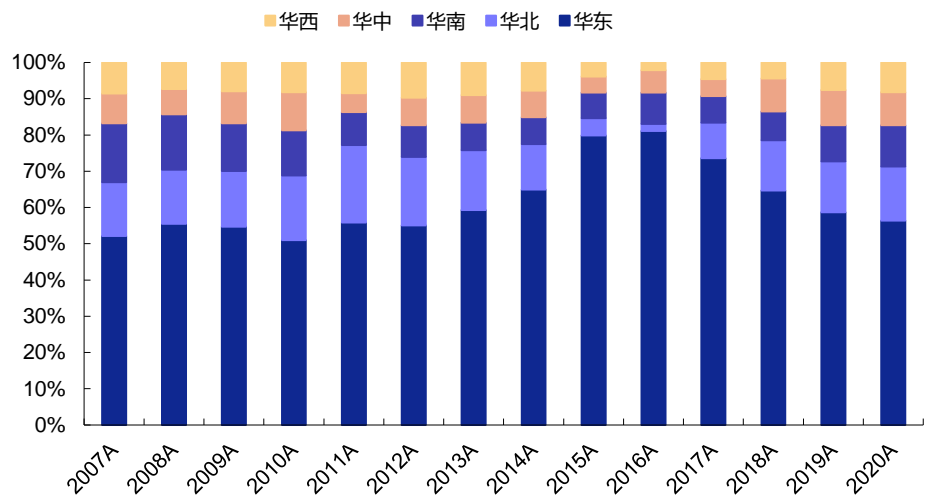
开滦精神卫生中心是治疗各种精神疾病和心理障碍、开展员工心理帮助 (EAP) 和健康人心理服务的三级精神专科医院, 是国家级和省级住院医师规范化培训精神科专业基地 (科室), 其研究结果预计有参考价值。

**3.4 为什么乌灵胶囊系列产品销售有望达到 10 亿规模?**

首先, 如前所述, 中药行业市场规模较大, 能容纳大品种。

其次, 从公司目前营收结构看, 公司目前产品销售主要集中在华东地区, 未来有区域拓展空间。

图表 16 公司产品销售地区分布



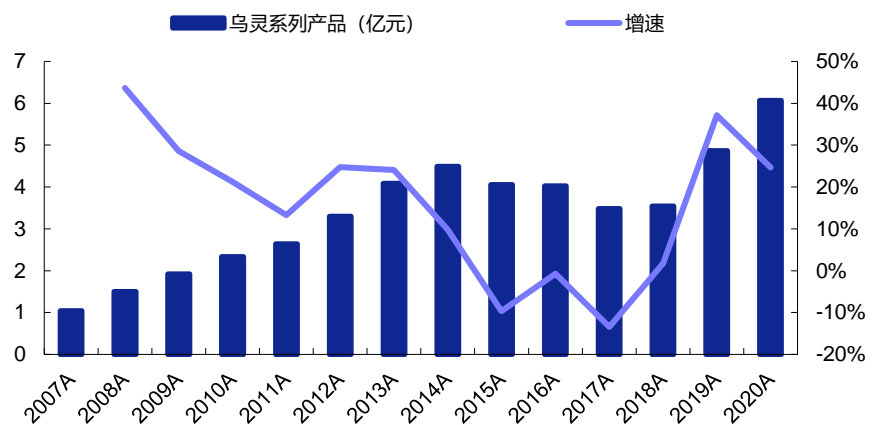
资料来源：公司年报，华安证券研究所

最后，也是最重要的部分，公司通过“稳自营、强招商”的营销策略拓展医院：一方面通过发挥公司自营优势，做好自营能力的转型，另一方面通过代理商的招商力度，强化重点医院、基层医院和县级医院的市场开发和覆盖，近两年医院数量增长显著：

公司 2019 年年报显示：截至 2019 年 12 月底，乌灵胶囊在销医院数量（包括三级医院、二级医院、一级医院及其他医院）从 3,858 家增加到 6,000 多家。

公司公告显示：截止 2020 年 11 月底，乌灵胶囊在销医院（包括三级医院、二级医院、一级及其他医院）数量超过了 9500 家。**截止 2020 年 12 月底，乌灵胶囊在销医院（包括三级医院、二级医院、一级及其他医院）数量达到 9984 家。**

图表 17 公司乌灵系列产品历史销售及增速



资料来源：公司年报，华安证券研究所

取公司 2014 年销售额短期历史高点(4.49 亿元)作为单家医院的销售测算基数，以 2018 年 3858 家医院计算（预计公司 2014 年医院数量不高于 2018 年医院数量）单家医院销售额平均可达 11.64 万元。以 11.64 万元单家医院平均可达成的销售额，

结合公司公告的 9984 家医院计算，乌灵系列产品销售额预计未来可达 11.62 亿元。

公司 2020 年年报表示：“公司未来将……以乌灵系列、百令片、中药饮片和配方颗粒为核心，大力拓展并服务基层市场，发挥现代中医药在慢病防治中的作用，力争把乌灵系列打造成 20 亿、百令片打造成 10 亿规模的大品种；同时，通过外延式并购、研发创新丰富品种线，以及引进战略合作伙伴共同助力公司发展。”

**图表 18 乌灵系列产品销售额预计未来可达 11.62 亿元**

	2018A	2019A	2020A
乌灵产品实际销售额 (万元)	35,444	48,623	60,637
乌灵产品在销医院数量 ( <u>年底数据</u> , 家)	3,858	6,000	9,984
以11.64万元单家医院销售额预测乌灵产品销售额 (万元)	44,907	69,840	116,214

资料来源：公司财报，华安证券研究所整理

## 4 公司冬虫夏草发酵菌粉制剂有成长空间

公司百令片（冬虫夏草）为上市后收购的品种。佐力药业百令片生产所需的物料由控股子公司珠峰药业物料部自行采购，原料药发酵冬虫夏草菌粉向珠峰原料公司采购。佐力药业持有珠峰药业 81% 股权。

### 4.1 百令片应用空间广阔

冬虫夏草主要活性成分是虫草素，其有调节免疫系统功能、抗肿瘤、抗疲劳、补肺益肾，止血化痰，秘精益气等多种功效。

在中国传统医学看来，冬虫夏草是一种滋补强壮药，其味甘、性平，入肺经、肾经，具有益肺肾、止咳嗽、补虚损、益精气的功能，主要用于治肺肾两虚、精气不足、咳嗽、虚喘、劳嗽咯血、阳痿遗精、自汗盗汗、腰膝酸痛等症。又因其性平力缓，能平补阴阳，为中老年体衰、病后体弱、产后体虚者的药食调补佳品。现代研究发现，冬虫夏草含有蛋白质、脂肪、粗纤维、碳水化合物、多种维生素、虫草素、虫草酸、多种氨基酸及铁、磷、钙、锌、锰、硒等人体必需的元素。药理试验证实，冬虫夏草具有调节机体免疫力、增强身体素质、延缓衰老、增强耐缺氧能力、抗肾损伤、抗病原微生物、平喘祛痰、升高白细胞等作用。同时，虫草还有较好的镇静、镇痛作用，能够减轻肿瘤发作时的疼痛和化疗的不良反应。

由于生长环境的特殊要求以及严格的寄生性，造成冬虫夏草资源极其稀少，加之采收的不易使得野生冬虫夏草资源本来就十分缺乏。再加上近几年无序的滥采滥挖使冬虫夏草资源面临崩溃。故寻找其代用品是势在必行，发酵虫草制剂由此产生。

**百令类产品比天然冬虫夏草的品质更优。**以佐力药业百令片为例：公司百令片是从青海玉树的天然冬虫夏草中分离获得菌种，运用低温深层发酵技术制成的冬虫夏草发酵菌粉制剂。分离获得的菌种与天然冬虫夏草指纹图谱对比相似度高达 97.8%，菌粉成份与天然冬虫夏草保持一致，并且总氨基酸含量、虫草多糖含量、腺苷含量超过天然冬虫夏草含量，比之天然冬虫夏草的品质更优。百令片作为更纯正的冬虫夏草菌粉制剂，具有补肺肾、益精气作用，用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、腰背酸痛和慢性支气管炎的辅助治疗。

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。

### 4.2 百令系列竞争格局较好

非独家中药品种竞争往往比较激烈，例如 NMPA 目前数据显示：甘草相关药品共有 474 条记录，双黄连相关药品共有 81 条记录。而百令相关药品仅 5 条记录。目前市场主流产品为：华东医药的百令胶囊、百令片、百令颗粒；青海珠峰（佐力药业子公司）的百令片；济民可信的金水宝片；金水宝制药的金水宝胶囊。

图表 19 佐力药业百令片产品信息

批准文号	国药准字Z20080187
产品名称	百令片
英文名称	Bailing Tablets
商品名	
剂型	片剂
规格	每片重0.45g(相当于发酵冬虫夏草菌粉0.2g)
上市许可持有人	
上市许可持有人地址	
生产单位	青海珠峰冬虫夏草药业有限公司
批准日期	2018-07-03
生产地址	青海生物科技产业园经二路16号
产品类别	中药
原批准文号	
药品本位码	86906297000016

资料来源：NMPA，华安证券研究所

图表 20 百令产品竞争格局（金水宝见下图）

“国产药品”关键字“百令”的内容列表，共有 5 条记录	
1.百令颗粒 (86904520000734 杭州中美华东制药有限公司 国药准字Z20163022)	
2.百令胶囊 (86904520000031; 86904520000048 杭州中美华东制药有限公司 国药准字Z10910036)	
3.百令片 (86904520000789 杭州中美华东制药有限公司 国药准字Z20173041)	
4.百令片 (86904242000029 华东医药(烟台)制药有限公司 国药准字Z20070055)	
5.百令片 (86906297000016 青海珠峰冬虫夏草药业有限公司 国药准字Z20080187)	
“国产药品”关键字“冬虫夏草”的内容列表，共有 3 条记录	
1.百令片 (86906297000016 青海珠峰冬虫夏草药业有限公司 国药准字Z20080187)	
2.发酵冬虫夏草菌粉 (86906297000030 青海珠峰冬虫夏草原料有限公司 国药准字Z20103052)	
3.发酵冬虫夏草菌粉 (86904520000185 杭州中美华东制药江东有限公司 国药准字Z10910037)	

资料来源：NMPA，华安证券研究所

图表 21 金水宝片规格示例

批准文号	国药准字Z20163112
产品名称	金水宝片
英文名称	- - - -
商品名	
剂型	片剂
规格	每片重0.42g(含发酵虫草菌粉0.25g);每片重0.75g(每片含发酵虫草菌粉0.5g)
上市许可持有人	
上市许可持有人地址	
生产单位	江西济民可信药业有限公司
批准日期	2016-12-26
生产地址	江西省宜春市袁州医药工业园
产品类别	中药
原批准文号	国药准字Z20003207
药品本位码	86905300001774; 86905300001781

资料来源：NMPA，华安证券研究所

冬虫夏草竞争格局较好与发酵技术的技术壁垒的相关性较大。

关于产品的技术壁垒，可以参考华东医药的公告作为侧面的佐证：“2018年9月，子公司杭州中美华东制药有限公司与杭州华东医药集团新药研究院有限公司签订了《技术转让合同》，受让对方拥有的百令片新药技术，受让价格系根据坤元资产评估有限公司《资产评估报告》（坤元评报〔2018〕100号）为基础确定的。具体方式为：现金部分 4,000.00 万人民币，销售分成按照百令片每年销售收入的 5% 进行支付，自百令片正式上市销售之日开始就计算，连续计算满五年为止。截至 2019 年 12 月 31 日，杭州中美华东制药有限公司已累计支付新药技术转让款合计 4,000.00 万元，百令片新药技术尚未上市销售。”

### 4.3 百令系列产品消费者接受度高

虽然对百令片的介绍有“辅助治疗”字样，但是不能作为一般意义的“辅助用药”理解。百令片已入选国家基本药物目录。研究表明，百令片对人体免疫具有双向调节功能。百令片广泛应用于临床各科室，市场潜力大。

根据米内网《2019 年度中国医药市场发展蓝皮书》，百令类中成药产品在泌尿系统疾病用药在市社区卫生中心（站）市场份额遥遥领先。

同类公司产品 金水宝片占比 21.16%，百令胶囊占比 19.15%。佐力药业产品百令片作为泌尿系统疾病用药在市社区卫生中心（站）市份额占比约 2.6%，排位第 7。佐力药业的百令片与其他公司的百令胶囊、金水宝片在成分上并无显著差别；产品有提升空间。

图表 22 泌尿系统疾病用药（中成药）在市社区卫生中心市场份额占比和排名

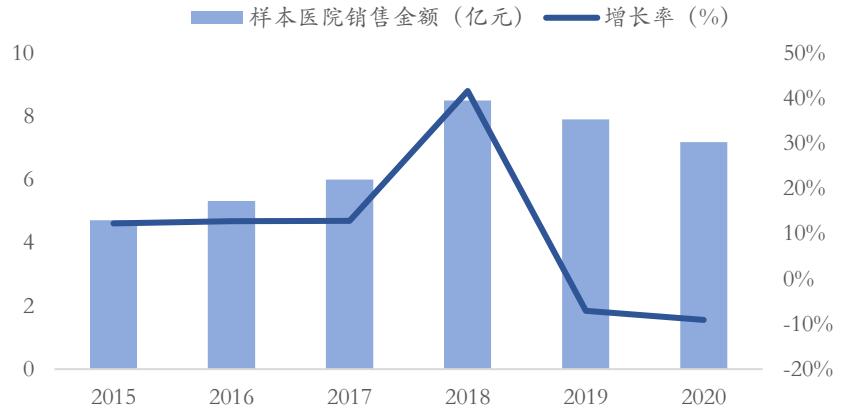
排名	品名	份额
1	金水宝片	21.16%
2	百令胶囊	19.15%
3	尿毒清颗粒(无糖型)	6.14%
4	金水宝胶囊	5.31%
5	六味地黄丸	5.23%
6	前列舒通胶囊	3.11%
7	百令片	2.60%
8	癉清胶囊	2.00%
9	黄葵胶囊	1.88%
10	三金片	1.64%
	TOP10产品合计	68.21%

资料来源：米内网，华安证券研究所

医院端对百令的控方较严。华东医药 2019 年百令胶囊样本医院的销售下滑。而华东医药 2019 年百令产品线实际销售收入增长 15%。预计主要是由于华东医药渠道下层的助力，扩大了百令胶囊的销售市场。这从另一个角度说明了百令产品线广阔的市场，在院外市场、患者自费消费的增长也说明了百令类产品在消费者心中的地位。

佐力药业 2019 年年报显示：公司百令片在销医院数量从 1,491 家增加到 2,700 多家。佐力药业 2020 年业绩快报显示：百令片在销医院数量达到 3128 家。作为与华东医药百令胶囊类似的产品，百令片未来销售增长可期。

图表 23 华东医药百令胶囊样本医院销售金额及增速



资料来源：Wind，华安证券研究所



## 5 盈利预测、估值及投资评级

### 5.1 盈利预测

我们假设：

1、参考 2020 年乌灵系列产品销量情况，及公司乌灵系列产品进医院家数大幅增长，公司乌灵胶囊及灵泽片均位于基药目录，且临床研究显示其有较好疗效；我们预计乌灵系列产品销售量 2021~2023 年可保持 24% 的复合增长。公司乌灵系列产品主要为乌灵胶囊，虽有其他乌灵系列产品的贡献，但占比较小，折合成 36 粒规格乌灵胶囊产品，保守估计 2021~2023 年产品单价为每盒 33、32、31 元。

2、参考 2020 年百令系列产品销量情况，及公司百令系列产品进医院家数有所增长，预计百令系列产品销售量 2021~2023 年增速保持 18.5% 的复合增长。由于公司百令片规模较小，预计 2021~2023 年产品单价相对稳定。

3、中药饮片与中药配方颗粒业务给予相对较低增长预期。参考中药饮片行业现状及公司历史业绩增长，给予中药饮片业务 5%~3% 的增速。该部分业务收入占比预计不会有较明显的提升。

图表 24 佐力药业分业务板块预测

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>乌灵系列</b>						
收入 (万元)	35,443.72	48,622.58	60,637.46	74,289.97	89,328.06	107,305.33
YOY	1.7%	37.2%	24.71%	22.51%	20.24%	20.13%
销售量(万盒, 折 36 粒)	1,100.26	1,455.76	1,815.49	2,251.21	2,791.50	3,461.46
销售量 YOY	0.89%	32.31%	24.71%	24.00%	24.00%	24.00%
单价 (预计, 元)	32.21	33.40	33.40	33.00	32.00	31.00
毛利率	82.9%	82.4%	82.5%	82.2%	81.7%	81.1%
毛利 (万元)	29,395.17	40,085.36	49,998.67	61,097.87	72,969.86	87,021.16
<b>百令片系列</b>						
收入 (万元)	12,961.31	17,933.17	21,305.24	25,204.39	29,720.07	35,043.94
YOY	1.7%	38.4%	18.8%	18.3%	17.9%	17.9%
销售量(万盒, 折 30 片)	638.78	882.71	1,048	1,242	1,471	1,743
销售量 YOY	2.98%	38.19%	18.70%	18.50%	18.50%	18.50%
单价 (预计, 元)	20.29	20.32	20.33	20.30	20.20	20.10
毛利率	78.10%	78.91%	78.95%	78.92%	78.81%	78.71%
毛利 (万元)	10,123.26	14,151.72	16,820.83	19,890.36	23,422.95	27,581.85
<b>中药饮片系列</b>						
收入 (万元)	21,271.99	21,692.46	23,061.87	24,214.96	25,183.56	25,939.06

YOY	3.95%	1.98%	6.31%	5.00%	4.00%	3.00%
毛利率	21.43%	18.60%	19.90%	19.90%	19.90%	19.90%
毛利 (万元)	4,558.31	4,034.19	4,590.43	4,819.95	5,012.75	5,163.13
<b>中药配方颗粒剂</b>						
收入 (万元)	1,272.69	2,289.89	3,303.70	3,964.44	4,757.33	5,708.80
YOY	724%	80%	44%	20%	20%	20%
毛利率	56.45%	57.10%	57.10%	57.10%	57.10%	57.10%
毛利 (万元)	718.49	1,307.60	1,886.52	2,263.82	2,716.59	3,259.90
<b>其他业务收入</b>						
收入 (万元)	2,076.56	578.31	779.55	—	—	—
<b>合计</b>						
营业总收入 (万元)	73,026.26	91,116.40	109,087.82	127,673.76	148,989.02	173,997.13
YOY	-8%	25%	20%	17%	17%	17%
毛利率	62.38%	65.78%	67.90%	68.98%	69.89%	70.71%
主营业务毛利 (万元)	45,554.32	59,937.17	74,076.00	88,072.01	104,122.15	123,026.05

说明：由于其他业务收入占比较小，占公司收入比重仅 0.71%，其他业务未来 3 年未做假设。

资料来源：Wind，华安证券研究所

## 5.2 投资建议

1、公司控股股东、实际控制人俞有强先生与德清文旅集团于 2020 年 9 月 28 日签署了《股份转让协议》，俞有强先生拟将其持有的公司 43,296,821 股股份（占公司总股本的 7.11%）协议转让给德清文旅集团，股份转让价格为 7.58 元/股。转让完成后，德清文旅集团为公司第二大股东。

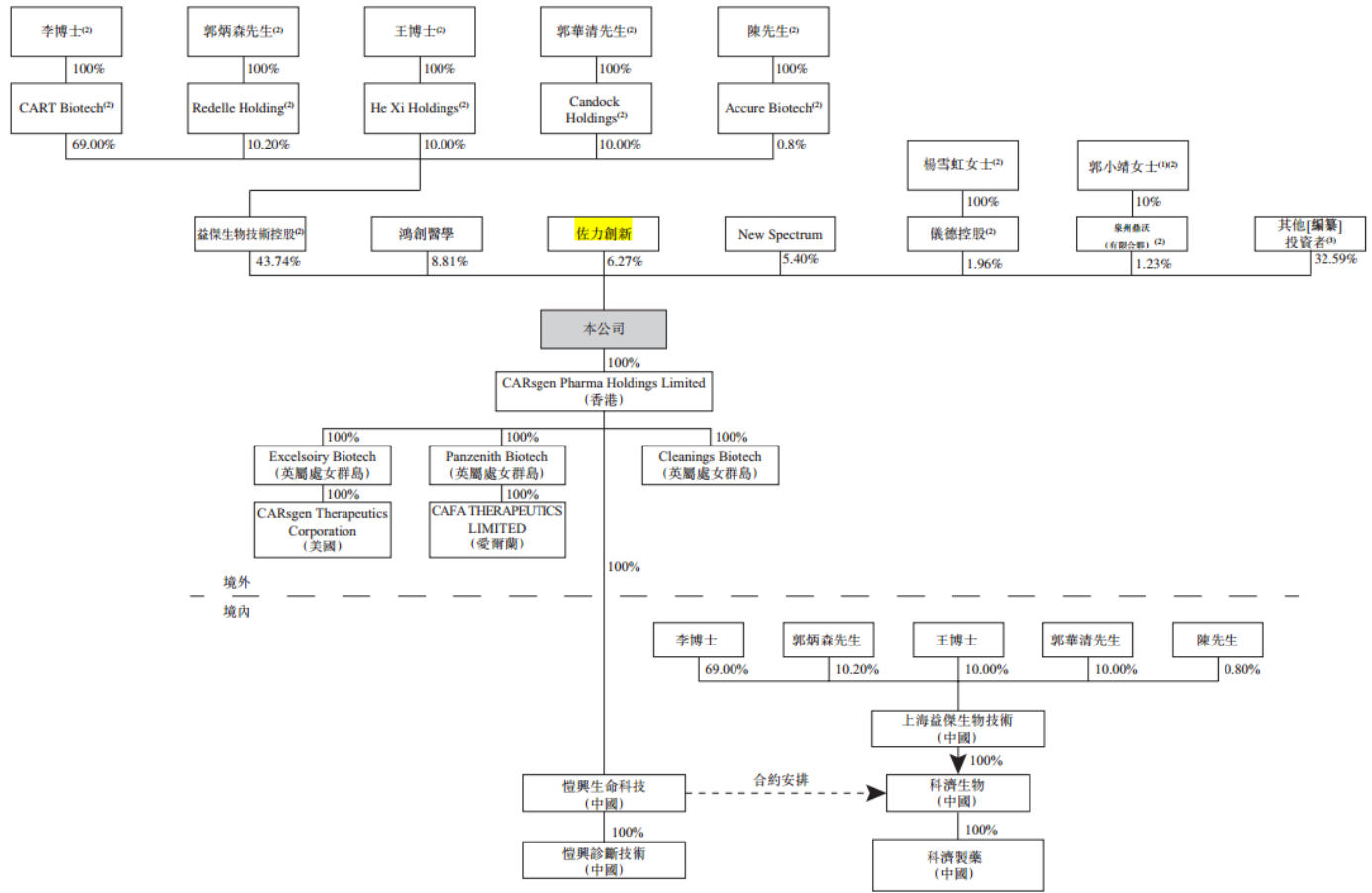
德清文旅集团股东为德清县人民政府国有资产监督管理办公室（持股 94.1339%）和浙江省财务开发有限责任公司（持股 5.8661%）。

2、佐力药业持有科济药业约 5.8%股份，参考可比公司估值，该部分股份持股市值约 6.2~13.3 亿人民币元，取均值约 9.8 亿元。

佐力创新（浙江佐力创新医疗投资管理有限公司）为根据中国法律注册成立的有限责任公司。佐力创新由浙江佐力健康产业投资管理有限公司持有 92.50%，而浙江佐力健康产业投资管理有限公司由佐力药业全资拥有。佐力创新持有科济药业 6.27% 股份，这意味着上市公司佐力药业持有的股份为： $6.27\% \times 92.5\% = 5.79975\%$ （约 5.8%）。

**可比公司视角：**港股药明巨诺目前市值 126 亿港元，折合约 106.4 亿人民币元，5.8%股份对应市值约 6.17 亿人民币元。美股传奇生物目前市值 35 亿美元，折合约 229.7 亿人民币元，5.8%股份对应市值约 13.32 亿人民币元。

图表 25 佐力药业持有科济药业股份约 5.8%



资料来源：科济药业招股书，华安证券研究所

### 3、佐力药业合理估值

我们预计公司 2021-2023 年公司实现主营业务收入 12.77 亿元、14.90 亿元、17.40 亿元，同比增长 17.0%、16.7%、16.8%，对应归母净利润 1.42 亿元、2.14 亿元、2.97 亿元，60.3%、50.0%、39.1%。对应 EPS 分别为 0.23 元、0.35 元、0.49 元。公司目前市值对应 2021~2023 年 PE 分别为：29.49X、19.66X、14.13X。

一部分中药公司业绩下滑明显，一部分中药公司受新冠疫情短期明显驱动之后面临增长乏力的问题，相关公司估值偏低，我们未选取此类中药公司。我们选取行业标杆同仁堂作为优质中药公司的估值参考。

考虑到佐力药业乌灵产品的独家优势及中短期乌灵产品线对公司业务贡献的较高确定性，我们给予佐力药业主营业务 30 倍估值，公司主营业务对应 2021 年~2023 年合理估值分别为 42.7 亿元、64.1 亿元、89.1 亿元。若叠加佐力药业持股 CAR-T 公司科济药业估值，佐力药业对应 2021~2023 年合理估值可达 52.5 亿元、73.9 亿元、98.9 亿元。公司目前市值为 42 亿元，股价为 6.9 元，给予“买入（首次）”评级。

**图表 26 公司估值比较**

证券简称	2020年 收入 (亿元)	收入 增速	2020年 归母净利润 (亿元)	净利润 增速	目前 市值 (亿元)	PE	2021E 净利润 (亿元)	2022E 净利润 (亿元)	2023E 净利润 (亿元)	对应 2021年PE	对应 2022年PE	对应 2023年PE
同仁堂	128.26	-3%	10.31	5%	398.27	38.61	11.59	12.70	13.32	34.36	31.36	29.90
九芝堂	35.60	12%	2.72	42%	77.02	28.29	——	——	——	——	——	——
可比公司 平均值估值						33.45						
佐力药业	10.91	20%	0.89	247%	42.00	47.29	1.42	2.14	2.97	29.49	19.66	14.13

资料来源：Wind，华安证券研究所。说明：同仁堂预期净利润参考 Wind 一致预期。

## 风险提示：

**政策风险；**

**业绩不达预期风险；**

**招标降价风险：**（非创新）药品降价已成为行业发展的趋势，特别是带量采购、招标竞价、市场竞争加剧、医保政策调整等措施的实施，对药品生产企业的经营和盈利增长带来挑战。佐力药业主打产品位于基药目录，考虑到近年政策对医院基药占比提升的要求，近年相关风险或可对冲。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	965	1207	1533	1955	<b>营业收入</b>	1091	1277	1490	1740
现金	254	422	663	986	营业成本	350	396	449	510
应收账款	272	318	371	434	营业税金及附加	15	17	20	24
其他应收款	6	7	8	10	销售费用	518	596	659	733
预付账款	2	2	3	3	管理费用	84	98	110	125
存货	201	228	258	293	财务费用	15	10	8	5
其他流动资产	230	230	230	230	资产减值损失	-13	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1505	1452	1399	1346	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2	2	2	2	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	749	701	653	605	<b>营业利润</b>	110	174	261	362
无形资产	70	65	60	55	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	683	683	683	683	营业外支出	1	0	0	0
<b>资产总计</b>	2470	2659	2932	3301	<b>利润总额</b>	109	174	261	362
<b>流动负债</b>	599	635	679	729	所得税	14	21	31	43
短期借款	303	303	303	303	<b>净利润</b>	95	153	229	319
应付账款	189	214	243	276	少数股东损益	7	10	16	22
其他流动负债	107	118	133	150	<b>归属母公司净利润</b>	89	142	214	297
<b>非流动负债</b>	151	151	151	151	EBITDA	151	187	263	353
长期借款	30	30	30	30	EPS (元)	0.15	0.23	0.35	0.49
其他非流动负债	121	121	121	121					
<b>负债合计</b>	750	787	830	880					
少数股东权益	117	127	143	165					
股本	609	609	609	609					
资本公积	340	340	340	340					
留存收益	654	796	1010	1307					
归属母公司股东权益	1603	1745	1959	2256					
<b>负债和股东权益</b>	2470	2659	2932	3301					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金流</b>	280	180	253	335	<b>成长能力</b>				
净利润	89	142	214	297	营业收入	19.7%	17.0%	16.7%	16.8%
折旧摊销	56	53	53	53	营业利润	275.2%	57.9%	50.0%	39.1%
财务费用	17	12	12	12	归属于母公司净利	247.0%	60.3%	50.0%	39.1%
投资损失	0	0	0	0	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	25	-38	-42	-49	毛利率 (%)	67.9%	69.0%	69.9%	70.7%
其他经营现金流	156	191	271	368	净利率 (%)	8.1%	11.2%	14.3%	17.1%
<b>投资活动现金流</b>	-121	0	0	0	ROE (%)	5.5%	8.2%	10.9%	13.2%
资本支出	-55	0	0	0	ROIC (%)	4.0%	5.3%	7.6%	9.5%
长期投资	-67	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	1	0	0	0	资产负债率 (%)	30.4%	29.6%	28.3%	26.7%
<b>筹资活动现金流</b>	-53	-12	-12	-12	净负债比率 (%)	43.6%	42.0%	39.5%	36.4%
短期借款	86	0	0	0	流动比率	1.61	1.90	2.26	2.68
长期借款	-58	0	0	0	速动比率	1.27	1.54	1.87	2.28
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	0.44	0.48	0.51	0.53
其他筹资现金流	-81	-12	-12	-12	应收账款周转率	4.01	4.01	4.01	4.01
<b>现金净增加额</b>	105	168	241	323	应付账款周转率	1.85	1.85	1.85	1.85

每股指标 (元)				
每股收益	0.15	0.23	0.35	0.49
每股经营现金流薄)	0.46	0.30	0.42	0.55
每股净资产	2.63	2.87	3.22	3.71

估值比率				
P/E	40.44	29.49	19.66	14.13
P/B	2.24	2.41	2.14	1.86
EV/EBITDA	24.48	22.11	14.75	10.09

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。