

多产品线齐发力，业绩高速增长可期

——佐力药业（300181.SZ）首次覆盖报告

报告要点：

● 乌灵系列市场空间广阔，乌灵胶囊有望成为大品种

公司乌灵系列产品营业收入由 2014 年的 4.49 亿元增长至 2021 年的 8.5 亿元，年均复合增长率为 8.3%，2019 年开始，整体呈现出加速增长的趋势。目前乌灵系列包括了乌灵胶囊、灵泽片和灵莲花颗粒三大产品，其中乌灵胶囊是主力品种，目前乌灵胶囊的销售医疗机构数量达到万家水平，预计未来医疗机构的覆盖数量仍有较大提升空间，同时，乌灵胶囊在每家医疗机构的销售额目前仍然较低，预计未来仍有一定提升空间。目前乌灵胶囊销售体量仍然相对较低，预计未来 2-3 年仍将保持高速增长。灵泽片 2021 年销售额突破 1 亿元，2018 年进入基药后，快速放量，成为公司乌灵系列增速最快的品种，有望继续贡献较大业绩弹性。

● 百令片研发生产壁垒高，仍具较大成长空间

百令片为发酵冬虫夏草菌粉制剂，其临床应用的科室分布非常广泛，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。2017 年-2021 年，百令片的销售量从 620 万盒增长至 1310 万盒，年均复合增长率为 16.13%；销售收入由 2014 年的 0.32 亿元增长至 2021 年的 2.65 亿元，复合增速为 30.25%。2018 年进入基药目录后，进院速度加快，未来随着公司继续大力拓展基层市场，百令片有望成为大品种。

● 中药饮片稳健增长，中药配方颗粒有望成为新增长点

公司中药饮片营收由 2017 年的 2 亿元增长至 2021 年的 2.9 亿元，年均复合增长率为 7.71%；中药配方颗粒营收由 2017 年的 0.02 亿元增长至 2021 年的 0.44 亿元，年复合增长率为 85.56%。目前，公司中药饮片业务整体成熟，预计未来仍将保持平稳增长，中药配方颗粒业务目前体量相对较小，预计未来有望充分受益政策，实现高速增长，是公司下一个业绩增长点。

● 投资建议与盈利预测

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 19.02 亿元、24.19 亿元和 30.53 亿元，归母净利润分别为 2.70 亿元、3.69 亿元和 5.08 亿元，EPS 分别为 0.44 元/股、0.61 元/股和 0.83 元/股，对应 PE 分别为 25 倍、18 倍和 13 倍。公司是我国乌灵系列中成药龙头企业，产品特色显著，2018 年核心产品进入基药后，实现快速放量，业绩加速增长。目前公司持续加大医院开发力度，二线产品逐步开始贡献业绩弹性，长期发展值得期待。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

● 风险提示

核心产品降价风险；核心产品放量不及预期风险；研发进度不及预期风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1090.88	1457.40	1901.81	2419.46	3053.07
收入同比(%)	19.72	33.60	30.49	27.22	26.19
归母净利润(百万元)	88.80	179.41	269.63	369.13	507.89
归母净利润同比(%)	246.98	102.03	50.29	36.90	37.59
ROE(%)	5.54	9.73	18.31	20.31	24.42
每股收益(元)	0.15	0.29	0.44	0.61	0.83
市盈率(P/E)	75.73	37.49	24.94	18.22	13.24

资料来源：Wind, 国元证券研究所

买入|首次推荐

基本数据

52 周最高/最低价(元): 13.26 / 7.41

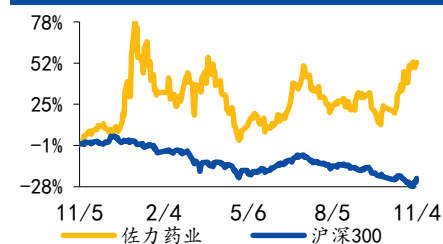
A 股流通股(百万股): 507.71

A 股总股本(百万股): 608.62

流通市值(百万元): 5610.25

总市值(百万元): 6725.30

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 马云涛

执业证书编号 S0020522080001

电话 021-51097188

邮箱 mayuntao@gyzq.com.cn

联系人 朱仕平

电话 021-51097188

邮箱 zhushiping@gyzq.com.cn

目 录

1. 特色中成药企业，进入发展快车道	4
1.1 以乌灵系列为特色的中成药企业	4
1.2 业绩加速增长，盈利能力提升显著	5
1.3 核心产品政策受益显著，销售网络加速扩张	6
2. 各项业务齐头并进，乌灵系列产品引领增长	8
2.1 乌灵系列产品空间广阔，乌灵胶囊、灵泽片引领增长	8
2.2 百令片研发生产壁垒高，仍具较大成长空间	15
2.3 中药饮片平稳增长，中药配方颗粒有望成为新增长点	17
3. 参股科济药业，进一步探索创新布局	19
4. 盈利预测与投资建议	20
4.1 盈利预测	20
4.2 投资建议	21
5. 风险提示	21

图表目录

图 1: 佐力药业股权结构	5
图 2: 2018-2022 Q1-3 营业收入（亿元）	5
图 3: 2018-2022 Q1-3 归母净利润（亿元）	5
图 4: 2011-2022 Q1-3 毛利率和净利率情况	6
图 5: 2017-2022Q1-3 费用率情况	6
图 6: 2018-2020 年乌灵胶囊和百令片在销医院增长情况	7
图 7: 公司历年各地区营业收入构成	7
图 8: 各产品营业收入占比（2021 年）	8
图 9: 乌灵系列产品线药效学临床应用示意图	9
图 10: 乌灵系列产品 2014-2021 年营业收入情况（亿元）	10
图 11: 佐力药业乌灵胶囊	10
图 12: 2017-2020 年中国抗抑郁药市场规模及增速（亿元）	11
图 13: 2017-2021 年乌灵胶囊销售量（万盒）	13
图 14: 佐力药业灵泽片	14
图 15: 我国泌尿系统药物市场销售额及增速	14
图 16: 泌尿系统中成药、化学药销售额占比	14
图 17: 佐力药业灵莲花颗粒	15
图 18: 佐力药业百令片	15
图 19: 2017-2021 年百令片销售量（万盒）	17
图 20: 百令片 2014-2022H1 营业收入情况（亿元）	17
图 21: 佐力药业中药饮片	18
图 22: 佐力药业中药配方颗粒	18
图 23: 2016-2021 年中国中药配方颗粒市场规模（亿元）	18

图 24: 中药饮片 2017-2021 年营业收入情况 (亿元)	19
图 25: 中药配方颗粒 2017-2021 年营业收入情况 (亿元)	19
图 26: 科济药业的管线以及各候选产品的开发状态	19
表 1: 公司发展历程	4
表 2: 占主营业务收入 10% 以上的主要产品	8
表 3: 城市公立医院中成药用药市场神经系统疾病用药 TOP10 产品市场份额	12
表 4: 中国城市实体药店中成药市场神经系统疾病用药 TOP10 产品市场份额	12
表 5: 城市社区卫生中心 (站) 泌尿系统疾病用药 TOP10 产品市场份额	16
表 6: 百令片与其同类产品对比	17
表 7: 佐力药业分业务收入及毛利率	20
表 8: 可比公司估值对比	21

1. 特色中成药企业，进入发展快车道

1.1 以乌灵系列为特色的中成药企业

浙江佐力药业股份有限公司成立于 2000 年 1 月，是一家集科研、生产、销售于一体的国家高新技术现代化制药企业。2011 年 2 月 22 日，公司成功登陆创业板。公司立足于药用真菌生物发酵技术生产现代生物中药产品，目前主要从事药用真菌乌灵和百令系列产品、中药饮片及中药配方颗粒的研发、生产与销售。参股公司科济药业专注于实体瘤和血液恶性肿瘤的创新细胞疗法。

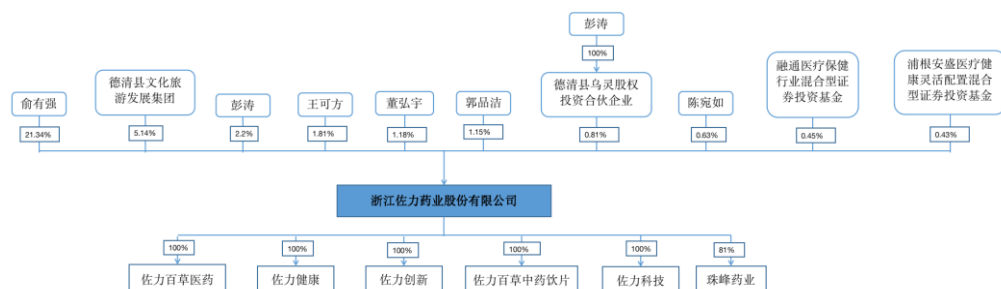
表 1：公司发展历程

时间	发展历程
1995 年 10 月	浙江佐力医药保健品有限公司成立
1998 年 4 月	取得两个国家一类新药证书——乌灵菌粉和乌灵胶囊
2000 年 1 月	发起设立浙江佐力药业股份有限公司
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
2001 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》
2014 年 7 月	收购青海珠峰冬虫夏草药业有限公司
2015 年 9 月	收购浙江百草中药饮片有限公司
2017 年 4 月	公司中药配方颗粒获得《药品 GMP 证书》
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 8 月	乌灵胶囊、灵泽片、百令片进入《国家医保目录（2019 年版）》
2021 年 6 月	公司参股公司科济药业（02171.HK）在港交所成功挂牌上市

资料来源：公司官网，国元证券研究所

公司的实际控制人为董事长俞有强，合计持有公司 21.34% 的股权。公司拥有浙江佐力百草医药有限公司、佐力健康产业公司、德清佐力医药科技有限公司、浙江佐力百草中药饮片有限公司和佐力健康科技公司五家全资子公司以及珠峰药业公司一家控股子公司。

图 1：佐力药业股权结构



资料来源：公司公告，国元证券研究所（备注：时间截至 2022 年 11 月 5 日）

1.2 业绩加速增长，盈利能力提升显著

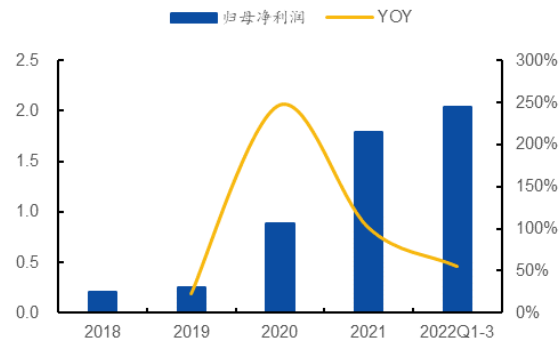
近年来公司营业收入稳步提升，归母净利润加速增长。公司营收由 2018 年的 7.3 亿元增长至 2021 年的 14.57 亿元，年均复合增长率为 18.85%；归母净利润由 0.21 亿元增长至 1.79 亿元，年均复合增长率为 71.38%，公司业绩迎来高增长。2022Q1-3 公司实现营业收入 13.44 亿元，同比增长 24.66%，实现归母净利润 2.04 亿元，同比增长 55.83%，整体继续保持高速增长。

图 2：2018-2022 Q1-3 营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

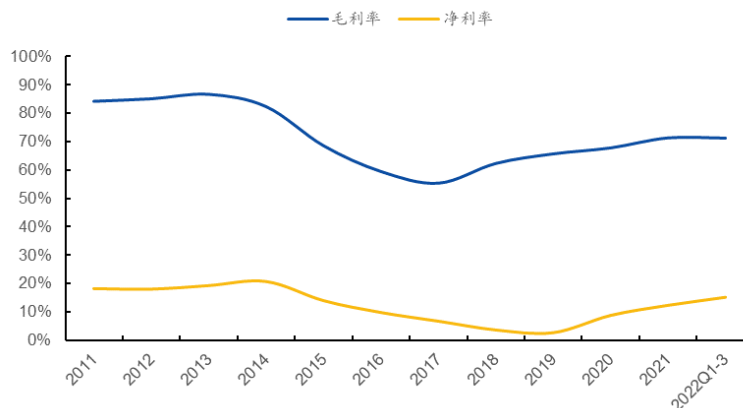
图 3：2018-2022 Q1-3 归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司毛利率和净利润呈良好趋势。公司毛利率和净利润率在 2011 年-2015 年分别维持在 80%和 20%左右；2015-2017 年公司毛利率和净利润的持续下降，由于主力产品销售的调整所导致；2017 年-2021 年公司毛利率持续上涨，净利率也有所提升，主要与公司销售网络铺开，产品放量加速，规模效应凸显有关。进入 2022 年，公司的盈利能力继续稳步提升。

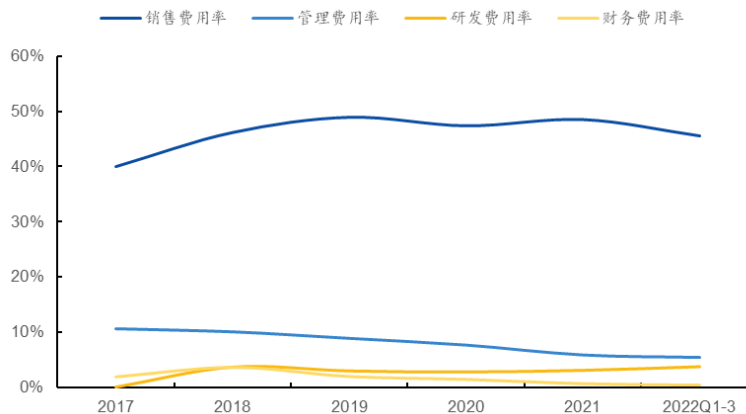
图 4：2011-2022 Q1-3 毛利率和净利率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司管理费用率有所下降，销售费用率和研发费用率均有所提升。公司管理费用率由 2017 年的 10.67% 下降至 2021 年的 5.83%；销售费用率由 2017 年的 39.98% 增长至 2021 年的 48.59%；研发费用率由 2018 年的 3.69% 增长至 2021 年的 3.09%。销售费用率的增长是由于公司开展多元化销售渠道，加大市场终端覆盖的营销模式的优化所导致的；公司研发费用率的提升是公司丰富产品线及结构而加大研发投入所致；公司销售费用率近两年整体保持在较高水平。

图 5：2017-2022Q1-3 费用率情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

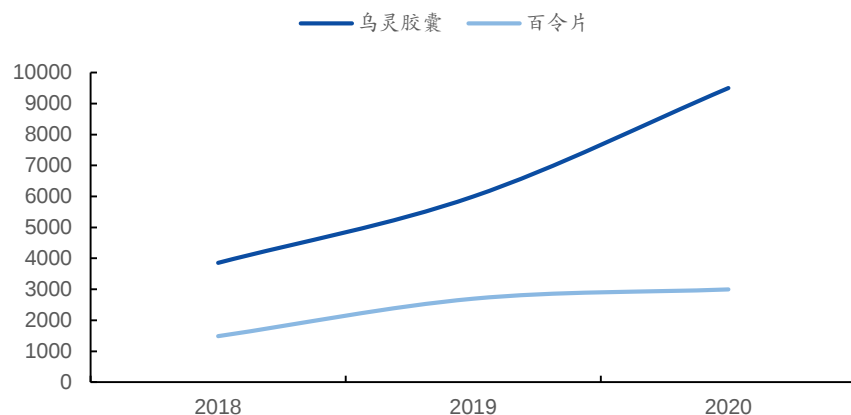
1.3 核心产品政策受益显著，销售网络加速扩张

公司核心产品进入《国家基本药物目录（2018 年版）》、《国家医保目录（2021 版）》。根据世界卫生组织（WHO）的定义，基本药物是指满足大部分群众的卫生保健需要，在任何时候均有足够的数量和适宜的剂型，其价格是个人和社区能够承受得起的药品。公司及控股子公司共有 12 个品种纳入《国家医保目录（2021 版）》，其中乌灵胶囊、灵泽片、百令片等产品进入了《国家基本药物目录（2018 年版）》、《国家医保目录（2021 版）》。基本药物具有公开招标采购、各类医疗机构首选且

具备一定使用比例、全部纳入基本医疗保障药物报销目录等特点，公司产品纳入基药目录为进院和放量奠定基础。

公司“稳自营、强招商”的营销策略，使得核心产品的在销医院数量稳步增长。公司营销团队在稳自营的基础上，继续加强招商力度，一方面通过发挥公司自营优势，做好自营能力的转型，另一方面通过加强代理商的招商力度，强化重点医院、基层医院和县级医院的市场开发和覆盖。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 2018 年的 3858 家增加到 2020 年的 9500 多家，2021 年已经突破一万家，百令片在销医院数量从 1491 家增加到 3000 多家，预计未来医院覆盖数量仍将继续增长。

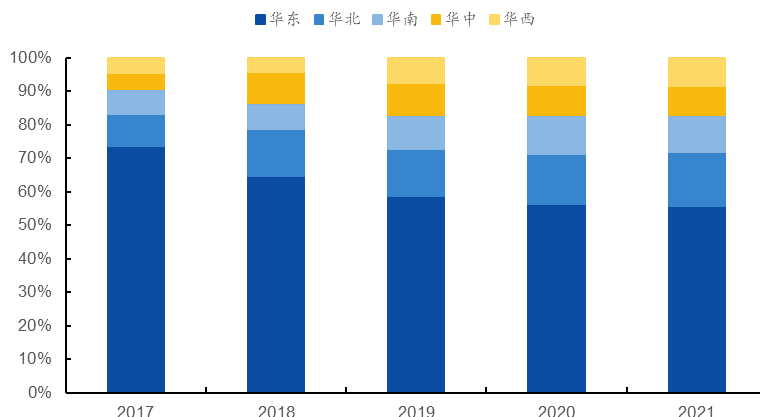
图 6：2018-2020 年乌灵胶囊和百令片在销医院增长情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司营业收入主要集中在华东地区，其他地区收入占比持续提升。截至 2021 年末，公司在华东地区的营业收入占比为 56.02%，仍然是公司收入占比最高的区域。目前，随着公司销售网络在全国范围的加速铺开，华北、华南等区域的收入占比持续提升，预计未来公司收入地域构成将更加均衡。

图 7：公司历年各地区营业收入构成

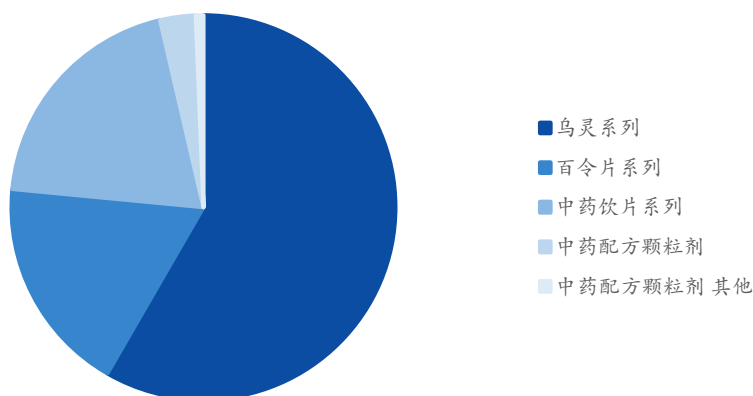


资料来源：公司公告，国元证券研究所

2.各项业务齐头并进，乌灵系列产品引领增长

公司立足于药用真菌生物发酵技术生产现代生物中药产品，目前主要从事药用真菌乌灵和百令系列产品、中药饮片及中药配方颗粒的研发、生产与销售。制剂方面，公司拥有自主知识产权的乌灵系列产品（乌灵胶囊、灵泽片、灵莲花颗粒）和百令片系列产品，是公司的核心产品。目前公司及控股子公司共有 12 个品种纳入《国家医保目录（2021 版）》，其中乌灵胶囊、灵泽片、百令片等产品进入了《国家基本药物目录（2018 年版）》、《国家医保目录（2021 版）》。乌灵系列产品是公司主要产品线，2021 年占公司营业收入的 58.34%。

图 8：各产品营业收入占比（2021 年）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

乌灵胶囊和百令片是公司核心产品，占公司营业收入 10% 以上。

表 2：占主营业务收入 10% 以上的主要产品

药品名称	功能主治/适应症	备注
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，国家基本药物目录品种
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

资料来源：公司公告，国元证券研究所

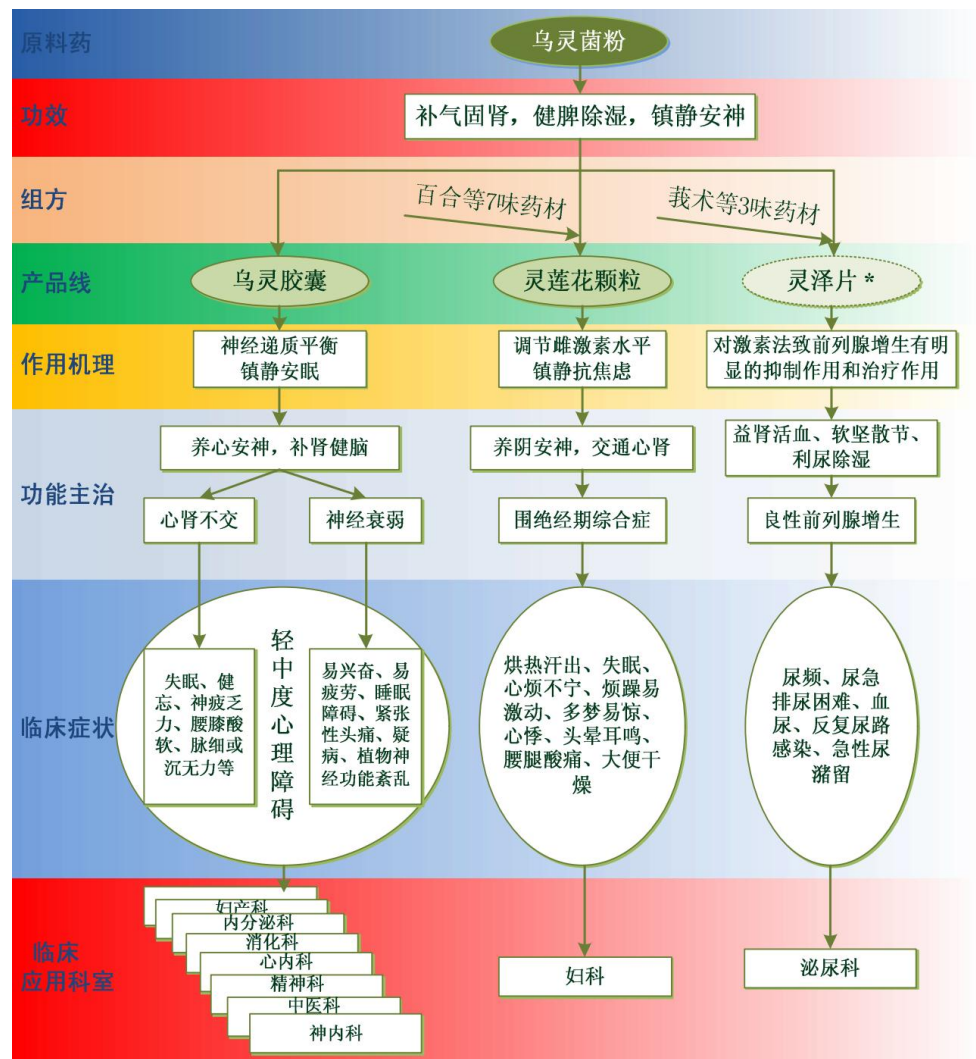
2.1 乌灵系列产品空间广阔，乌灵胶囊、灵泽片引领增长

2.1.1 以乌灵胶囊为核心，乌灵系列发展三大产品

乌灵菌粉系从我国珍稀药用真菌乌灵参中分离获得菌种，运用先进的生物发酵技术精制而成的现代中药材。公司利用从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菌粉的规模化生产，发酵菌体与天然乌灵参一样，服用安全、无毒。

公司围绕乌灵菌粉延伸开发了三大产品线，分别为乌灵胶囊、灵莲花颗粒和灵泽片，其中乌灵胶囊为国家中药一类新药，是目前公司的主导品种。临床上乌灵胶囊针对轻中度心理障碍及情绪改善，主要用于神经衰弱，焦虑、抑郁症状的缓解和失眠症的治疗，而以乌灵菌粉为君药的复方制剂灵莲花颗粒和灵泽片为公司产品线的延伸打下基础。灵莲花颗粒具有养阴安神，交通心肾的功能，用于围绝经期综合症肾阴不足，心肾不交证。灵泽片具有益肾活血、软坚散节、利尿除湿的功能，用于良性前列腺增生之肾虚血瘀，水湿阻滞证。

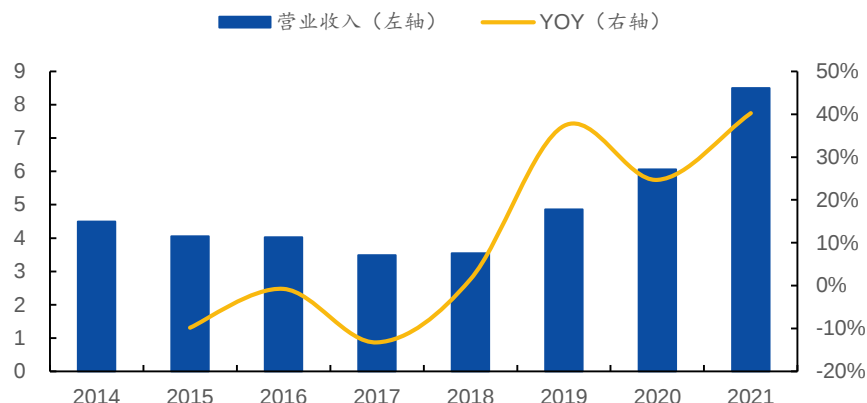
图 9：乌灵系列产品线药效学临床应用示意图



资料来源：公司公告，国元证券研究所

乌灵系列产品营业收入总体呈增长趋势，未来业绩发展趋势良好。公司乌灵系列产品营业收入由 2014 年的 4.49 亿元增长至 2021 年的 8.5 亿元，年均复合增长率为 8.3%，总体营业收入呈上升趋势。公司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重磅大品种。

图 10：乌灵系列产品 2014-2021 年营业收入情况（亿元）

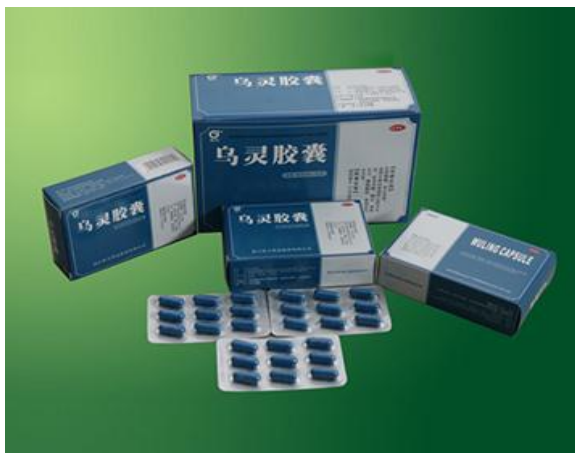


资料来源：公司公告，国元证券研究所

2.1.2 核心产品乌灵胶囊有增长潜力较大，有望成为重磅大品种

乌灵胶囊是国内首个提出治疗心理障碍和改善情绪的中药产品，产品上市二十多年来，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、内分泌科等科室治疗患者的睡眠和情绪障碍。乌灵胶囊目前已获得《乌灵胶囊在心身相关障碍中的临床应用专家共识》、《疫情应激的焦虑抑郁状态中医心身治疗专家指导意见》、《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》、《中成药治疗功能性消化不良临床应用指南（2021 年）》等 42 个临床指南、专家共识的推荐。2021 年 10 月，2021 年度中国非处方药百强榜发布，公司乌灵胶囊在 2021 年度中国非处方药品综合统计排名（中成药）“头痛失眠类”中排名第二；2021 年 12 月，公司入围 2021 中成药企业 TOP100，其中乌灵胶囊和灵莲花颗粒产品入选脑病领域和妇科领域临床价值中成药品牌榜单。

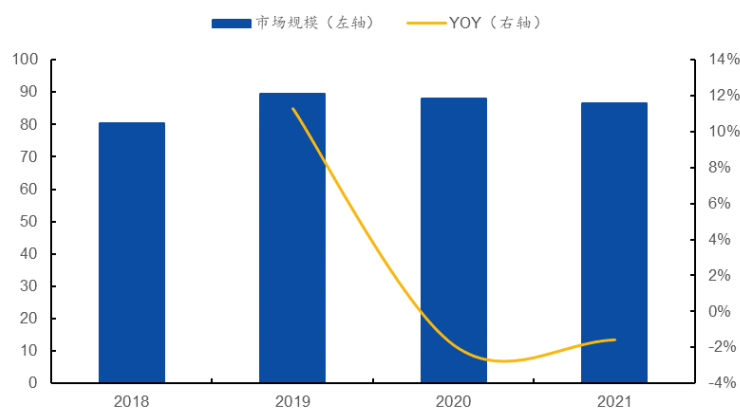
图 11：佐力药业乌灵胶囊



资料来源：公司官网，国元证券研究所

国内失眠率、抑郁症患病率和焦虑障碍患病率高，相关药物市场空间广阔。2019年7月，国务院设立的健康中国行动推进委员会发布了《健康中国行动（2019-2030年）》，数据显示，当前我国常见精神障碍、心理行为问题及失眠人数逐年增多，抑郁症患病率达到2.1%，焦虑障碍患病率达4.98%。截至2017年底，全国已登记在册的严重精神障碍患者581万人，失眠人群达到3亿以上。从国内抗抑郁药市场现状来看，市场增速较快，但就诊率较低。随着患病人数的增长以及就诊率的提升，我国抗抑郁药市场规模由2017年的68.2增长到2020年的109.4亿元，复合年增长率为12.54%。我国有各类睡眠障碍者约占人群的38%，高于世界卫生组织统计的27%，严重地影响人们的健康水平、生产安全和生活质量。由于目前多数常用安眠药物副作用较明显，特别是长期服用会使机体产生成瘾性。

图 12：2018-2021 年中国抗抑郁药市场规模及增速（亿元）



资料来源：米内网，国元证券研究所

公司核心产品乌灵胶囊用于治疗失眠、焦虑、抑郁等多种心身健康疾病机理明确、安全性高并且可长期服用的单味中药制剂，得到了医生及消费者的认可。乌灵胶囊作为公司独家产品，在我国神经系统疾病用药的中成药中占据较大的市场份额，根据米内网《2021 年度中国医药市场发展蓝皮书》，乌灵胶囊作为神经系统疾病用药在城市公立医院、中国城市实体药店、县级公立医院、城市社区卫生中心（站）、乡镇卫生院中的产品中的市场份额均位列前十。

表 3：城市公立医院中成药用药市场神经系统疾病用药 TOP10 产品市场份额

排名	品名	份额
1	舒肝解郁胶囊	10.41%
2	乌灵胶囊	9.80%
3	养血清脑颗粒	6.57%
4	强力定眩片	5.70%
5	解郁丸	4.61%
6	珍宝丸	3.45%
7	九味镇心颗粒	2.98%
8	甜梦口服液	2.95%
9	强力定眩胶囊	2.90%
10	百乐眠胶囊	2.90%
TOP10 产品合计		52.26%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

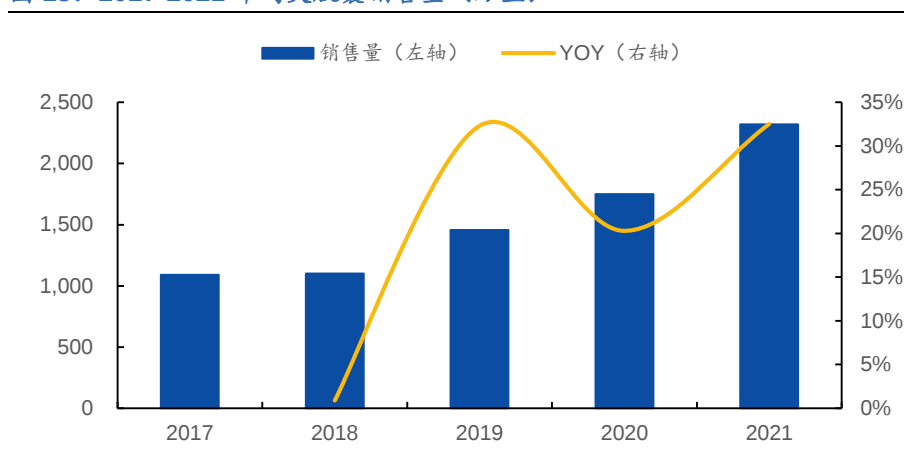
表 4：中国城市实体药店中成药市场神经系统疾病用药 TOP10 产品市场份额

排名	品名	份额
1	安神补脑液	12.85%
2	通天口服液	10.30%
3	正天丸	5.42%
4	百乐眠胶囊	5.31%
5	养血清脑丸	5.29%
6	参芪五味子胶囊	4.24%
7	乌灵胶囊	3.32%
8	强力定眩片	2.74%
9	脑心舒口服液	2.46%
10	养血清脑丸	2.05%
TOP10 产品合计		53.97%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

乌灵胶囊销售量加速增长，预计未来仍将持续提速。2017 年-2021 年，公司乌灵胶囊的销售量从 1091 万盒增长至 2321 万盒，年均复合增长率为 16.3%，尤其是 2019 年进入基药目录之后，销售量快速增长。目前乌灵胶囊的销售医疗机构数量达到万家水平，预计未来医疗机构的覆盖数量仍有较大提升空间，同时，乌灵胶囊在每家医疗机构的销售额目前仍然较低，预计未来仍有一定提升空间。整体而言，目前乌灵胶囊销售体量仍然相对较低，预计未来 2-3 年仍将保持高速增长。

图 13：2017-2021 年乌灵胶囊销售量（万盒）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

2.1.3 灵泽片加速放量，有望成为新增长点

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复方制剂。灵泽片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，是一种适合前列腺疾病并伴随夜尿频多患者的创新药物，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），标本兼治，能有效改善夜尿频多等下尿路症状及解决睡眠及情绪问题，2021 年销售收入（含税）已突破 1 亿元。

灵泽片已被纳入十三五规划教材《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》、《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》、《李曰庆临床学术经验集》等专家共识或专著。

图 14：佐力药业灵泽片

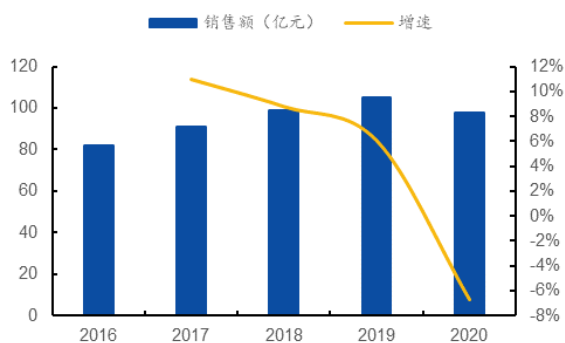


资料来源：公司官网，国元证券研究所

前列腺疾病用药市场前景广阔，带动灵泽片需求。灵泽片可用于治疗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。随着国内老龄化程度加剧，我国前列腺疾病患者数量必然不断增长，同时伴随大众对高质量生活水平的追求和健康知识的普及，可促使前列腺疾病就诊人数及接受治疗的患者获显著增加，灵泽片以其独特的疗效，较高的安全性获得广泛的市场需求。

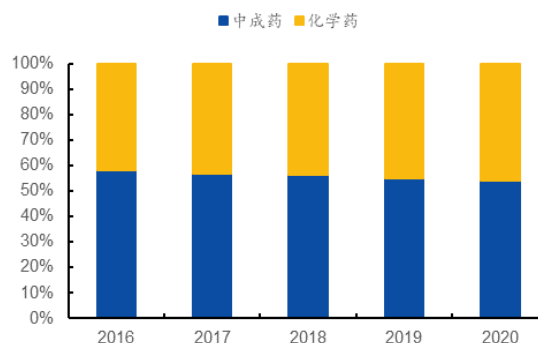
公司坚持“稳自营、强招商、布零售、全模块”的营销策略，加大灵泽片的市场投入和终端医疗机构的开发覆盖。目前灵泽片在销医院（包括三级医院、二级医院、一级及其他医院）数量超过 1000 家，2021 年销售额超过一亿元，预计 2022 年全年仍将继续高速增长。

图 15：我国泌尿系统药物市场销售额及增速



资料来源：健康界，国元证券研究所

图 16：泌尿系统中成药、化学药销售额占比



资料来源：健康界，国元证券研究所

2.1.4 灵莲花颗粒未来前景良好

灵莲花颗粒用于围绝经期综合征、中医辨证属于心肾不交者，临床应用于妇科，主治围绝经期综合征（更年期综合症）。

图 17：佐力药业灵莲花颗粒



资料来源：公司官网，国元证券研究所

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，相关用药市场空间广阔。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。目前灵莲花颗粒销售额相对较低，预计未来有望保持较快增长。

2.2 百令片研发生产壁垒高，仍具较大成长空间

百令片为发酵冬虫夏草菌粉制剂，其临床应用的科室分布非常广泛，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。临床研究表明，百令片可以治疗慢阻肺，尤其是对稳定期患者，可改善其肺功能、优化运动耐力、提高治疗总有效率以及总体生存质量；百令片具有调节免疫功能作用，能够有效地拮抗肾移植后免疫排斥反应，临床上常用于慢性肾脏病、慢性肾炎、原发性肾病综合征及慢性肾衰竭患者；在糖尿病及糖尿病肾病防治领域，中医药治疗在不断探索，大量研究表明百令片可减少糖尿病肾病患者的尿微量蛋白及尿蛋白定量，并且能够保护肾功能、抗炎、抗氧化、增强机体免疫功能、调节内分泌等。

图 18：佐力药业百令片



资料来源：公司官网，国元证券研究所

百令片作为公司核心产品，市场前景广阔。百令片对人体的免疫功能有双向调节的作用，可用于肿瘤科、呼吸科、肾科、中医内科、内分泌等领域。由于野生冬虫夏草稀缺且价格昂贵，无法满足消费者需求，具有替代作用的发酵虫草制剂百令片具有十分广阔的市场前景。根据米内网《2021 年度中国医药市场发展蓝皮书》，百令片作为泌尿系统疾病用药在城市社区卫生中心（站）的市场份额位列第六。

表 5：城市社区卫生中心（站）泌尿系统疾病用药 TOP10 产品市场份额

排名	品名	份额
1	百令胶囊	27.16%
2	金水宝片	25.16%
3	尿毒清颗粒（无糖型）	5.93%
4	六味地黄丸	3.93%
5	前列舒通胶囊	3.00%
6	百令片	2.05%
7	黄葵胶囊	1.90%
8	热淋清颗粒	1.80%
9	六味地黄丸（浓缩丸）	1.75%
10	三金片	1.72%
TOP10 产品合计		74.40%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

百令系列产品的竞争格局良好，技术壁垒高。百令片原料药发酵冬虫夏草菌粉所用菌种——“中国被毛孢”的采集来自青藏高原纯正的冬虫夏草，生产基地也设立在高原地区海拔 2300 米的西宁市高新区，低温深层发酵工艺确保了“冬虫夏草菌丝体”的品质，与天然冬虫夏草 ITS1 序列的相似性为 97.8%，证实冬虫夏草的无性型（菌种）是中国被毛孢；百令片广泛应用于临床各科室，其市场潜力巨大，成为公司全力打造的又一药用真菌产品。生物发酵技术生产乌灵参、冬虫夏草等天然珍稀药材，具有生产过程不受天气影响、节约土地资源、产品质量均一、生产成本稳定可控、绿色无污染、保护自然环境等优点。

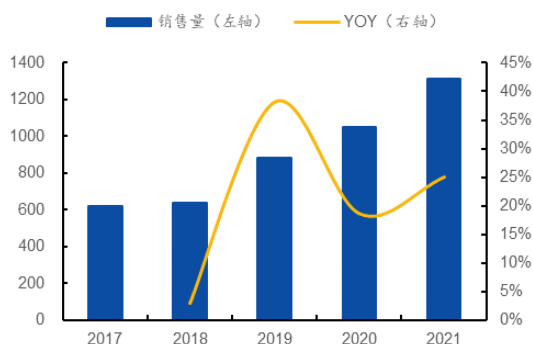
表 6：百令片与其同类产品对比

产品名称	生产企业	剂型	规格	中标价格	价格
百令胶囊	中美华东	胶囊剂	0.5g*42 粒	60 元	约 2.86 元/g
百令片	青海珠峰(佐力药业子公司)	片剂	0.45g*45 片	45.24 元	约 2.23 元/g
金水宝胶囊	济民可信	胶囊剂	0.33g*63 粒	75 元	约 3.61 元/g
金水宝片	济民可信	片剂	0.42g*48 粒	132 元	约 6.55 元/g

资料来源：康爱多，国元证券研究所

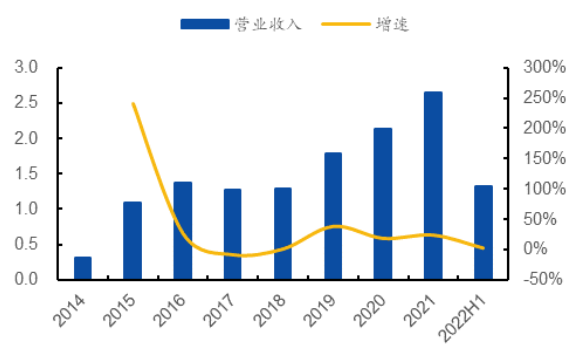
百令片销售量和营业收入总体呈增长趋势，未来业绩发展趋势良好。2017 年-2021 年，百令片的销售量从 620 万盒增长至 1310 万盒，年均复合增长率为 16.13%；销售收入由 2014 年的 0.32 亿元增长至 2021 年的 2.65 亿元，年均复合增长率为 30.25%。随着公司未来将继续大力拓展基层市场，百令片有望成为大品种。

图 19：2017-2021 年百令片销售量（万盒）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 20：百令片 2014-2022H1 营业收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

2.3 中药饮片平稳增长，中药配方颗粒有望成为新增长点

中药饮片和中药配方颗粒是公司两个重要业务板块，公司控股子公司佐力百草中药现有中药饮片系列 1500 多个品规，600 多个中药配方颗粒备案品种。

图 21：佐力药业中药饮片



资料来源：公司官网，国元证券研究所

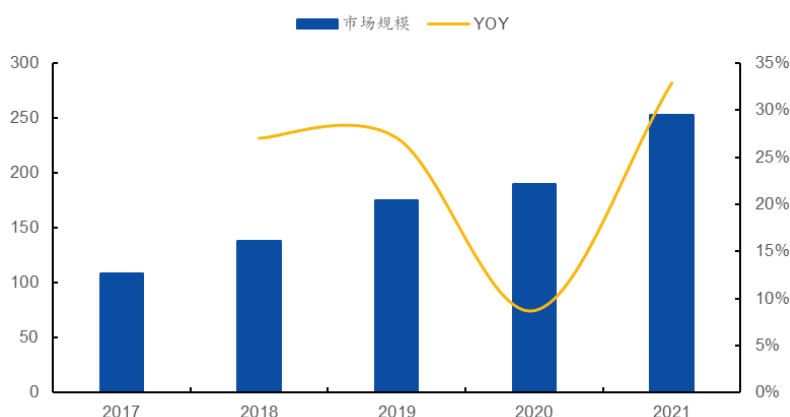
图 22：佐力药业中药配方颗粒



资料来源：公司官网，国元证券研究所

中药配方颗粒是以传统中药饮片为原料，采用现代制药技术提取、浓缩、干燥、制粒、包装等生产工艺加工而成的系列产品。2021 年底，国家药监局、国家中医药局、国家卫生健康委、国家医保局共同发布了《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》，以规范中药配方颗粒的生产，引导产业健康发展，更好地满足中医临床需求。目前我国中药饮片市场规模在 2000 亿左右，中药配方颗粒占饮片市场份额约 20%。工信部发布的数据显示，我国中药配方颗粒市场规模由 2017 年 108.30 亿元增至 2021 年 252.45 亿元，整体呈加速增长趋势。

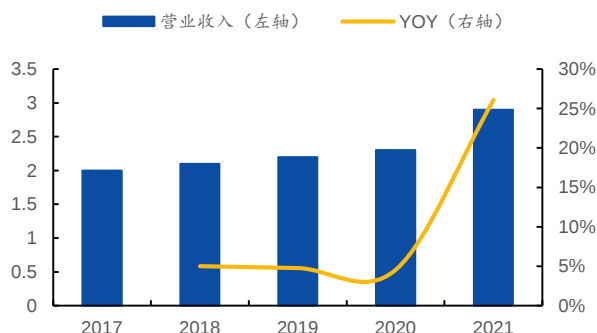
图 23：2016-2021 年中国中药配方颗粒市场规模（亿元）



资料来源：华经产业研究院，国元证券研究所

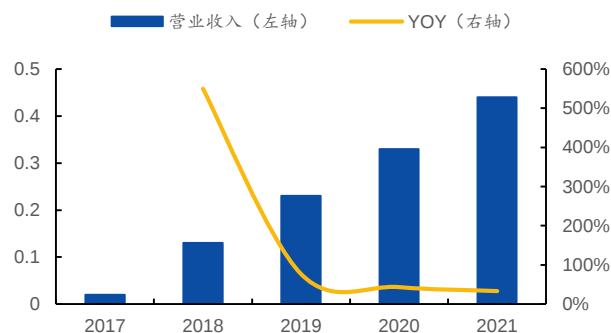
中药饮片和中药配方颗粒营业收入总体呈增长趋势，未来业绩发展趋势良好。公司中药饮片营收由 2017 年的 2 亿元增长至 2021 年的 2.9 亿元，年均复合增长率为 7.71%；中药配方颗粒营收由 2017 年的 0.02 亿元增长至 2021 年的 0.44 亿元，年均复合增长率为 85.56%。目前，公司中药饮片业务整体成熟，预计未来仍将保持平稳增长，中药配方颗粒业务目前体量相对较小，预计未来有望充分受益政策，实现高速增长，成了公司下一个业绩增长点。

图 24：中药饮片 2017-2021 年营业收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

图 25：中药配方颗粒 2017-2021 年营业收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

3. 参股科济药业，进一步探索创新布局

2021 年 6 月 18 日，孙公司佐力创新医疗参股公司科济药业在香港联合交易所有限公司主板挂牌上市。科济药业专注于治疗实体瘤和血液恶性肿瘤的创新 CAR-T 细胞疗法，已经自主开发了 11 款差异化候选产品，其中 6 款正处于临床阶段，在中国、美国和加拿大获得 7 个 CAR-T 疗法的 IND 许可。在研的 CT053 获得美国、欧盟孤儿药认证和国家药监局的突破性治疗药物品种认定。此外，公司候选产品 CT041、CT011 及 AB011 均用于治疗实体瘤，且正处于确定性 II 期、I 期及 Ib 期临床试验阶段。公司参股科济药业，进一步探索创新布局，为公司长期发展助力。

图 26：科济药业的管线以及各候选产品的开发状态

	候选产品	靶点	全球权益	关键性***			
				临床前	I 期	II 期/III 期	BLA/NDA
CAR-T 细胞疗法	CT053*	BCMA	全球**	復發/難治多發性骨髓瘤 (中國)			
				復發/難治多發性骨髓瘤 (美國、加拿大)			
				復發/難治多發性骨髓瘤 (IIT)			
	CT041	Claudin 18.2	全球	胃癌/食管胃結節部腺癌 (中國)			
				胃癌/胰腺癌 (美國、加拿大)			
				胰腺癌 (中國)			
				胃癌/食管胃結節部腺癌和胰腺癌 (IIT)			
	CT011	GPC3	全球	肝細胞癌 (中國)			
	CT032	CD19	全球**	B 細胞非霍奇金淋巴瘤 (中國)			
	CT0180	GPC3	全球	肝細胞癌 (IIT)			
	CT0181	GPC3	全球	肝細胞癌 (IIT)			
	KJ-C2111 (CT0590)	BCMA	全球	復發/難治多發性骨髓瘤 (IIT)			
mAb	KJ-C1807 (CT048)	Claudin18.2	全球	胃癌/食管胃結節部腺癌和胰腺癌			
	KJ-C2112	EGFR/EGFRvIII	全球	膠質母細胞瘤			
	KJ-C2113	間皮素	全球	實體瘤			
	KJ-C2114	未披露	全球	實體瘤			
	AB011	Claudin18.2	全球	胃癌/胰腺癌 (中國)			

资料来源：公司官网，国元证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

- 1) 公司乌灵胶囊进入基药后，持续快速放量，目前销售额仍然较低，预计未来将保持快速增长。预计 2022-2024 年收入增速分别为 33%、30%和 30%，预计毛利率将维持在 88%的较高水平；
- 2) 公司百令片进入基药后，持续快速放量，目前基数相对较低，市场空间广阔，预计 2022-2024 年收入增速分别为 20%、20%和 20%，毛利率保持在 79%的较高水平；
- 3) 公司中药配方颗粒产能相对较大，布局较早，未来有望充分受益政策，显示高速增长，预计 2022-2024 年收入增速分别为 20%、30%和 25%，毛利率持续小幅提升，2022-2024 年毛利率分别为 56%、57%和 58%；
- 4) 公司中药饮片业务发展时间较长，业务相对成熟，近两年受益于中药材涨价，业绩加速增长，预计 2022-2024 年收入增速分别为 35%、25%和 20%，毛利率持续提升，2022-2024 年毛利率分别为 25%、26%和 27%。

表 7：佐力药业分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020	2021	2022E	2023E	2024E
乌灵系列	收入	6.06	8.50	11.30	14.69	19.10
	增速	24.69%	40.22%	33.00%	30.00%	30.00%
	成本	1.03	1.06	1.36	1.76	2.29
	毛利	5.03	7.43	9.95	12.93	16.81
	毛利率	83.00%	87.48%	88.00%	88.00%	88.00%
中药饮片系列	收入	2.31	2.90	3.91	4.89	5.87
	成本	6.45%	25.53%	35.00%	25.00%	20.00%
	增速	1.85	2.31	2.94	3.62	4.29
	毛利	0.46	0.59	0.98	1.27	1.59
	毛利率	19.90%	20.39%	25.00%	26.00%	27.00%
百令系列	收入	2.13	2.65	3.18	3.81	4.57
	增速	18.99%	24.28%	20.00%	20.00%	20.00%
	成本	0.45	0.56	0.67	0.80	0.96
	毛利	1.68	2.08	2.51	3.01	3.61
	毛利率	78.90%	78.72%	79.00%	79.00%	79.00%
中药配方颗粒	收入	0.33	0.43	0.52	0.68	0.85
	增速	43.48%	31.79%	20.00%	30.00%	25.00%
	成本	0.14	0.20	0.23	0.29	0.36
	毛利	0.19	0.24	0.29	0.39	0.49
	毛利率	57.00%	54.45%	56.00%	57.00%	58.00%
其他服务	收入	0.07	0.09	0.10	0.12	0.14

	增速	16.67%	28.57%	15.00%	15.00%	15.00%
	成本	0.02	0.03	0.03	0.04	0.04
	毛利	0.05	0.06	0.07	0.08	0.10
	毛利率	71.43%	66.67%	70.00%	70.00%	70.00%
合计	收入	10.91	14.57	19.02	24.19	30.53
	增速	19.76%	33.54%	30.54%	27.22%	26.19%
	成本	3.50	4.16	5.22	6.51	7.94
	毛利	7.41	10.41	13.80	17.68	22.59
	毛利率	67.92%	71.42%	72.55%	73.08%	74.01%

资料来源：公司公告，国元证券研究所

预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 19.02 亿元、24.19 亿元和 30.53 亿元，归母净利润分别为 2.70 亿元、3.69 亿元和 5.08 亿元，EPS 分别为 0.44 元/股、0.61 元/股和 0.83 元/股，对应 PE 分别为 25 倍、18 倍和 13 倍。

4.2 投资建议

我们选取了行业中与佐力药业业务最为相近的达仁堂、华东医药和以岭药业三家公司，2022 年平均 PE 为 29 倍。公司是我国乌灵系列中成药龙头企业，产品特色显著，2018 年核心产品进入基药后，实现快速放量，业绩加速增长。目前公司持续加大医院开发力度，二线产品逐步开始贡献业绩弹性，长期发展值得期待。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 8：可比公司估值对比

证券代码	股票简称	收盘价（元）	总市值（亿元）	EPS			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
600329.SH	达仁堂	28.26	171	1.14	1.44	1.82	25	20	16
000963.ZH	华东医药	43.98	702	1.59	1.92	2.33	28	23	19
002603.SZ	以岭药业	34.93	363	0.97	1.15	1.36	36	30	26
	平均值						29	24	20
300181.SZ	佐力药业	11.05	55	0.44	0.61	0.83	25	18	13

资料来源：wind，国元证券研究所

备注：可比公司 EPS 来自 wind 一致预期（2022 年 11 月 4 日）

5.风险提示

1、产品降价风险：公司产品如果进入集采目录，则面临降价，降价可能会导致公司销售额增长不及预期；

2、产品放量不及预期风险：公司产品如果放量不及预期，则会导致公司销售额不及预期；

3、研发不及预期风险：目前公司仍有部分在研产品，如果研发进度不及预期，则会对公司长期发展造成一定影响。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	965.38	941.67	1140.46	1342.51	1578.84
现金	253.75	232.30	223.80	231.63	229.13
应收账款	271.86	299.92	440.57	546.71	685.42
其他应收款	5.90	26.71	30.42	36.31	48.51
预付账款	2.22	5.17	6.77	7.61	9.71
存货	201.44	273.59	327.90	409.51	502.61
其他流动资产	230.21	103.97	111.00	110.75	103.47
非流动资产	1504.50	1806.86	1708.50	1801.52	1893.73
长期投资	1.66	1.80	1.80	1.80	1.80
固定资产	749.20	738.44	713.11	676.79	634.97
无形资产	70.20	64.89	55.21	45.62	36.05
其他非流动资产	683.45	1001.73	938.38	1077.31	1220.90
资产总计	2469.88	2748.53	2848.96	3144.03	3472.57
流动负债	599.04	584.58	1073.55	994.95	1027.71
短期借款	302.85	178.20	663.95	497.60	436.38
应付账款	189.49	277.49	318.36	401.97	494.44
其他流动负债	106.71	128.89	91.24	95.38	96.88
非流动负债	151.39	180.74	145.42	149.34	147.81
长期借款	30.05	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	121.34	180.74	145.42	149.34	147.81
负债合计	750.43	765.31	1218.97	1144.29	1175.51
少数股东权益	116.63	139.15	157.46	182.53	217.01
股本	608.62	608.62	608.62	608.62	608.62
资本公积	340.48	340.48	340.48	340.48	340.48
留存收益	396.19	525.52	673.43	868.12	1130.95
归属母公司股东权益	1602.81	1844.06	1472.53	1817.22	2080.05
负债和股东权益	2469.88	2748.53	2848.96	3144.03	3472.57

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	279.69	251.80	80.22	329.31	425.73
净利润	95.31	191.98	287.94	394.20	542.37
折旧摊销	56.37	56.07	52.61	53.40	53.80
财务费用	15.40	9.20	22.34	34.29	25.68
投资损失	0.06	-1.20	-0.78	-0.78	-0.85
营运资金变动	25.14	-9.97	-246.99	-108.80	-150.63
其他经营现金流	87.42	5.72	-34.91	-42.98	-44.64
投资活动现金流	-121.25	-36.89	55.84	-96.41	-96.27
资本支出	58.35	147.95	0.00	0.00	0.00
长期投资	70.73	-103.20	-48.87	100.00	100.00
其他投资现金流	7.83	7.86	6.97	3.59	3.73
筹资活动现金流	-53.08	-242.95	-144.55	-225.08	-331.95
短期借款	86.03	-124.65	485.76	-166.35	-61.22
长期借款	-58.09	-30.05	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.20	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-81.22	-88.25	-630.31	-58.73	-270.73
现金净增加额	105.36	-28.04	-8.50	7.82	-2.50

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1090.88	1457.40	1901.81	2419.46	3053.07
营业成本	350.24	416.34	521.99	651.20	793.63
营业税金及附加	14.91	18.23	24.64	31.27	39.28
营业费用	517.61	708.50	893.85	1112.95	1404.41
管理费用	83.56	85.76	104.60	128.23	152.65
研发费用	30.39	45.63	45.00	50.00	55.00
财务费用	15.40	9.20	22.34	34.29	25.68
资产减值损失	-12.66	-4.01	-4.01	-4.01	-4.01
公允价值变动收益	0.44	0.52	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.06	1.20	0.78	0.78	0.85
营业利润	109.96	224.95	334.48	457.53	628.90
营业外收入	0.14	0.98	0.56	0.63	0.67
营业外支出	0.91	3.61	2.16	2.44	2.54
利润总额	109.18	222.31	332.88	455.72	627.02
所得税	13.87	30.33	44.94	61.52	84.65
净利润	95.31	191.98	287.94	394.20	542.37
少数股东损益	6.51	12.58	18.31	25.06	34.49
归属母公司净利润	88.80	179.41	269.63	369.13	507.89
EBITDA	181.73	290.21	409.43	545.21	708.37
EPS (元)	0.15	0.29	0.44	0.61	0.83

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	19.72	33.60	30.49	27.22	26.19
营业利润 (%)	275.25	104.57	48.69	36.79	37.46
归属母公司净利润 (%)	246.98	102.03	50.29	36.90	37.59
获利能力					
毛利率 (%)	67.89	71.43	72.55	73.08	74.01
净利率 (%)	8.14	12.31	14.18	15.26	16.64
ROE (%)	5.54	9.73	18.31	20.31	24.42
ROIC (%)	8.22	16.41	21.88	29.17	36.67
偿债能力					
资产负债率 (%)	30.38	27.84	42.79	36.40	33.85
净负债比率 (%)	46.36	23.83	54.47	43.49	37.12
流动比率	1.61	1.61	1.06	1.35	1.54
速动比率	1.26	1.14	0.75	0.93	1.03
营运能力					
总资产周转率	0.48	0.56	0.68	0.81	0.92
应收账款周转率	4.04	4.93	4.96	4.74	4.79
应付账款周转率	1.90	1.78	1.75	1.81	1.77
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.15	0.29	0.44	0.61	0.83
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.46	0.41	0.13	0.54	0.70
每股净资产 (最新摊薄)	2.63	3.03	2.42	2.99	3.42
估值比率					
P/E	75.73	37.49	24.94	18.22	13.24
P/B	4.20	3.65	4.57	3.70	3.23
EV/EBITDA	32.93	20.62	14.62	10.98	8.45

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188