

公司研究

深耕乌灵系列创新中药，渠道拓展持久续航

——佐力药业（300181.SZ）投资价值分析报告

要点

深耕乌灵二十载，厚积薄发看今朝。公司立足于药用真菌生物发酵技术生产中药产品，业务聚焦乌灵系列、百令系列产品以及中药饮片和配方颗粒。公司围绕独家原料乌灵菌粉延伸开发系列产品，构建出具有自主知识产权的产品线，乌灵胶囊、灵泽片和灵莲花颗粒均为独家产品。公司技术实力深厚，以原料药制剂一体化模式，构筑了专利技术门槛和规模生产优势，为中长期发展提供保障。2014年至今，公司经历了外延扩张到聚焦发展的变革期，业务结构大幅优化，“一体两翼”战略清晰，现已步入黄金发展期。

核心产品优势突出，以进入基药为契机，实现跨越式增长。乌灵胶囊主治失眠、抑郁和焦虑状态，作用机理明确、安全性和疗效显著。自1999年上市以来广泛应用于精神科、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，已进入53个临床指南或专家共识。失眠抑郁药物拥有百亿蓝海市场，凭借多科室覆盖和学术推广，乌灵胶囊在神经系统疾病中成药市场销售领先。百令系列应用领域广泛，行业呈现高景气和高壁垒的属性，且竞争格局较好。2018年底乌灵胶囊、灵泽片和百令片进入国家基药目录，积极拓展医院终端，公司乌灵系列收入从2018年的3.5亿增长至2021年的8.5亿，复合增长率34%；百令系列收入从2018年的1.3亿增长至2021年的2.6亿，复合增长率27%，均实现了快速增长。

渠道拓展和品类延伸驱动长期增长。截至2020年底，乌灵胶囊、灵泽片和百令片的在销医院数量分别为9984/929/3128家，同期全国一级以上医院超过25000家，考虑到乌灵胶囊和百令片具有多科室推广和中西药联用的良好基础，医院覆盖率和产品渗透率仍具有较大提升空间。公司将积极把握药品集采红利，加速院内外渠道建设，推进品牌营销和学术推广，业绩有望持续高增。此外，我们预计乌灵胶囊AD适应症的市场规模空间约10亿元，乌灵系列创新药（灵香片等）、聚卡波非钙片、中药饮片和配方颗粒均有望贡献新的业务增长点。

盈利预测、估值与评级：公司作为乌灵行业龙头，以原料药制剂一体化模式构筑专利技术壁垒和规模生产优势，拥有乌灵系列三大独家品种和高壁垒高景气的百令系列。公司以进入基药为契机，加速院内外渠道渗透，有望持续高增长。中药饮片和配方颗粒、聚卡波非钙片等有望成为新的增长点。我们预计公司2022-2024年归母净利润为2.57/3.40/4.34亿元，同比增长43%/32%/28%，当前股价对应PE为28/21/16倍。结合相对估值与绝对估值两种方法，给予公司目标价15.12元（对应23年27倍PE）。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产品集采风险；OTC渠道拓展不及预期；同业竞争加剧；研发进展不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,091	1,457	1,823	2,309	2,929
营业收入增长率	19.72%	33.60%	25.09%	26.64%	26.88%
净利润（百万元）	89	179	257	340	434
净利润增长率	246.98%	102.03%	43.27%	32.36%	27.63%
EPS（元）	0.15	0.29	0.42	0.56	0.71
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.54%	9.73%	14.77%	17.49%	19.86%
P/E	80	40	28	21	16
P/B	4.5	3.9	4.1	3.7	3.3

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-11-18

买入（首次）

当前价/目标价：11.73/15.12元

作者

分析师：林小伟

执业证书编号：S0930517110003

021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

分析师：黄素青

执业证书编号：S0930521080001

021-52523570

huangsuqing@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	6.09
总市值(亿元)	71.39
一年最低/最高(元)	7.12/13.65
近3月换手率	190.82%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	17.84	36.03	66.89
绝对	19.09	26.95	47.90

资料来源：Wind

投资聚焦

关键假设

1) 乌灵系列：乌灵系列是公司独家拳头产品，自乌灵胶囊和灵泽片进入 2018 年版国家基药目录，实现快速放量。2022 年乌灵胶囊中标地区中成药集采，降价幅度为 20.67%，包装规格从 36 粒提升为 54 粒。我们预计 23-24 年乌灵胶囊平均单价有小幅下降，但每年的销售量会有 30% 以上的提升。同时，灵泽片将随着终端医院的开发和学术影响力的提升快速打开市场。我们预计 22-24 年公司乌灵系列收入同比增长 27.2%/28.9%/28.3%，毛利率为 88.1%/87.8%/87.4%。

2) 百令系列：品种优势突出，生产壁垒较高，行业景气度和竞争格局较好。2021 年底湖北联盟集采落标导致公司百令片的营收受到影响。2022 年百令片中标地区中成药集采，降价幅度为 43.31%。考虑到百令片的医院覆盖率和规模体量较低，其有望通过集采和 OTC 渠道发力实现市占率提升。我们预计 22-24 年公司百令系列收入同比-3.0%/+7.6%/+3.1%，毛利率为 77.8%/75.8%/66.9%。

3) 中药饮片和中药配方颗粒：公司作为浙江省中药配方颗粒科研专项试点企业，具备一定的工艺、技术和规模生产优势，未来有望拓展全国。政策推动下，中药饮片和配方颗粒市场有望实现量价齐升，我们预计 22-24 年公司的中药饮片和中药配方颗粒业务收入同比增长 30%/30%/30%，毛利率为 26.4%/29.4%/32.4%。

4) 销售和管理费用率：随着院内外渠道拓展，产品和品牌知名度提升，收入实现快速增长，规模效应下销售和管理费用率将逐步下降。我们预计 22-24 年销售费用率分别为 46.8%/46.6%/46.4%，管理费用率分别为 5.78%/5.68%/5.58%。

我们的创新之处

亮点 1：乌灵胶囊市场空间测算。我们以全国失眠、焦虑、抑郁和老年痴呆症人群数量和渗透率为基础，经保守测算，若只考虑失眠人群市场，乌灵胶囊市场规模空间约为 22 亿元。叠加老年痴呆适应症，最大市场规模空间约 32 亿元。

亮点 2：强调乌灵系列的规模优势突出。乌灵菌粉是乌灵系列产品共同的核心原材料，2019-2021 年其单位成本随着产量增加快速下降。在乌灵菌粉的发酵过程中，原辅料、能耗的成本占比仅约 25%，而人工、制造费用的占比约 75%，这部分费用对产量的增加不敏感，因此原材料乌灵菌粉的规模效应非常明显。

股价上涨的催化因素

短期股价催化剂：核心品种销售超预期；OTC 渠道拓展和品牌推广顺利；中药配方颗粒新国标和省标备案加速；乌灵胶囊治疗 AD 的临床药理药效研究取得重大突破。

长期股价催化剂：新药研发和新适应症开发顺利；中药材和中成药质量管控趋严，加速落后产能出清；老龄化和消费升级推动中药消费品行业渗透率提升。

估值与目标价

公司是乌灵行业龙头，具有专利技术壁垒和规模生产优势，拥有乌灵系列三大独家品种和高壁垒高景气的百令系列。公司以进入基药为契机，加速院内外渠道渗透，有望持续高增长。中药饮片和配方颗粒业务立足省内、备战全国，有望成为新的增长点。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 2.57/3.40/4.34 亿元，同比增长 43%/32%/28%，当前股价对应 PE 为 28/21/16 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

目 录

1、乌灵行业龙头，“一体两翼”聚焦发展	6
1.1、深耕乌灵二十载，厚积薄发看今朝	6
1.2、2019年后业绩恢复增长，ROE持续提升	8
2、独家乌灵系列，高速开拓 30 亿市场空间	10
2.1、失眠抑郁药物百亿蓝海市场，景气度较高	10
2.2、乌灵胶囊竞争力强且适用范围广，市场空间可观	12
2.3、独家产品壁垒深厚，先发优势和规模效应明显	16
2.4、深化院内外渠道建设，加速行业渗透	18
2.5、乌灵系列潜力品种有望突破式成长	19
3、百令系列竞争格局较好，成长空间可期	21
4、中药饮片和配方颗粒立足省内，备战全国	24
5、药品研发和外延布局驱动长期增长	26
6、盈利预测	28
6.1、关键假设及盈利预测	28
6.2、相对估值	29
6.3、绝对估值	30
6.4、估值结论与投资评级	31
6.5、股价驱动因素	31
7、风险分析	31

图目录

图 1: 佐力药业历史沿革和重大事件	6
图 2: 佐力药业股权结构图 (截至 2022 年 9 月)	7
图 3: 以三大核心产品进基药为契机, 2019 年后公司营收恢复增长	8
图 4: 2015-18 年医改和销售团队调整致业绩下滑, 现已恢复增长	8
图 5: 2021 年乌灵系列营收占比 58%, 百令片系列占比 18%	9
图 6: 2014-17 年业务结构调整致盈利能力波动, 此后企稳回升	9
图 7: 2014-17 年业务结构调整致销售费用率下降, 此后较平稳	9
图 8: 公司持续投入研发费用, 研发费用率基本稳定在 3% 上下	9
图 9: 2014 年后资产负债率有所提升, 现稳定在 30% 左右	9
图 10: 2019 年以后公司营运能力持续改善, 周转天数逐年下降	9
图 11: 中国失眠症成人患者数量 (亿人)	10
图 12: 2021 年中国失眠人群年龄结构	10
图 13: 2021 年中国国民睡眠问题原因	10
图 14: 2021 年中国失眠药物 (不含中药) 市场规模超 120 亿元	10
图 15: 2012-2020 年我国精神科门急诊人次 CAGA 为 8.1%	11
图 16: 新冠疫情初期 33.2% 的中国被调查者遭受较大心理冲击	11
图 17: 我国精神障碍终身患病率高达 16.6%	11
图 18: 抑郁症复发率较高, 依从性差是复发的主要原因	11
图 19: 样本医院催眠镇静、抗焦虑和抗抑郁药的销售趋势	12
图 20: 2012-2019 年样本医院三类药物销售总额 CAGR 为 15.4%	12
图 21: 2019-2022 年样本医院三类药物 CR3 较为稳定	12
图 22: 2019-2022 年样本医院三类药物 CR5 走势分化	12
图 23: 公司真菌生物发酵技术优势	17
图 24: 公司乌灵菌粉工艺流程图	17
图 25: 乌灵菌粉的单位生产成本随着产量增加而逐年下降	17
图 26: 公司核心原料乌灵菌粉和核心产品乌灵胶囊的产能变化	17
图 27: 乌灵胶囊 2019 年后步入销售快车道 (每盒折 36 粒)	18
图 28: 乌灵胶囊覆盖医院数量近年来快速提升	18
图 29: 2020 年后样本医院前列腺疾病化药规模因集采收缩	19
图 30: 2021 年样本医院前列腺疾病用药销售额占比较为集中	19
图 31: 2019-2021 年灵泽片和灵莲花颗粒销售规模	20
图 32: 2014-2021 年百令系列营收 CAGR 为 35.5%	22
图 33: 2014-2021 年百令系列单价小幅下滑, 总体稳定	22
图 34: 公司百令片的在销医院数量在 2020 年达到 3128 家	22
图 35: 2020 年城市社区卫生中心 (站) 泌尿系统疾病用药格局	22
图 36: 多项政策鼓励提升中药饮片渗透率, 实现快速放量	24
图 37: 2021 年公司的中药饮片和配方颗粒收入突破 3.3 亿元	24
图 38: 2020 年中药配方颗粒市场规模已超 200 亿 (出厂口径)	25
图 39: 2020 年我国中药配方颗粒竞争格局 (出厂口径)	25

图 40: 佐力药业重点研发项目的预计研发计划	26
图 41: 公司的研发费用率基本稳定在 3% 上下, 处于中药行业中等水平	26
图 42: 科济生物产品管线	27

表目录

表 1: 佐力药业主要产品矩阵, 其中包含乌灵系列三大独家品种 (乌灵胶囊、灵泽片、灵莲花颗粒)	6
表 2: 乌灵胶囊相关药理试验和临床研究结果	13
表 3: 乌灵胶囊在各类终端中成药用药市场神经系统疾病用药的竞争地位	14
表 4: 乌灵胶囊已列入 53 个临床指南和专家共识, 行业认可度较高, 部分列举如下	15
表 5: 乌灵胶囊与其他同类中成药产品相比具有成分简单、药效明显且患者易于购买的优势	15
表 6: 乌灵胶囊行业空间测算 (出厂口径)	16
表 7: 乌灵胶囊拟中选广东联盟中成药集中带量采购和北京市带量采购品种	18
表 8: 灵泽片进入的部分专家共识或专著	19
表 9: 灵泽片相关竞品化药的情况	19
表 10: 前列腺疾病用药近年集采中标情况	20
表 11: 百令片相关临床研究结果	21
表 12: 公司百令片与泌尿系统疾病用药的头部品牌百令胶囊和金水宝片成分和功效相近	23
表 13: 公司百令片拟中选广东联盟、北京市和山东省中成药带量采购品种	23
表 14: 佐力药业营收和毛利率预测	29
表 15: 佐力药业的可比公司估值表	30
表 16: 绝对估值核心假设表	30
表 17: 现金流折现及估值表	30
表 18: 敏感性分析表	31

1、乌灵行业龙头，“一体两翼”聚焦发展

1.1、深耕乌灵二十载，厚积薄发看今朝

佐力药业成立于2000年，2011年2月在创业板挂牌上市，其前身是1995年成立的浙江佐力医药保健品有限公司。公司立足于药用真菌生物发酵技术生产中药产品，是一家集研产销于一体的国家高新技术制药企业。公司坚持“一体两翼”（“一体”指包括乌灵胶囊、百令片、灵泽片三大基本药物和灵莲花颗粒在内的成药市场，“两翼”指中药饮片和配方颗粒）的战略目标，全面聚焦并服务营销，坚持实施“稳自营、强招商”的营销策略。回顾公司发展，从乌灵胶囊的单品时代到外延扩张，再到聚焦发展，历经内外部变革，迎来崭新发展时代。

图1：佐力药业历史沿革和重大事件



资料来源：公司公告，公司官网，光大证券研究所

表1：佐力药业主要产品矩阵，其中包含乌灵系列三大独家品种（乌灵胶囊、灵泽片、灵莲花颗粒）

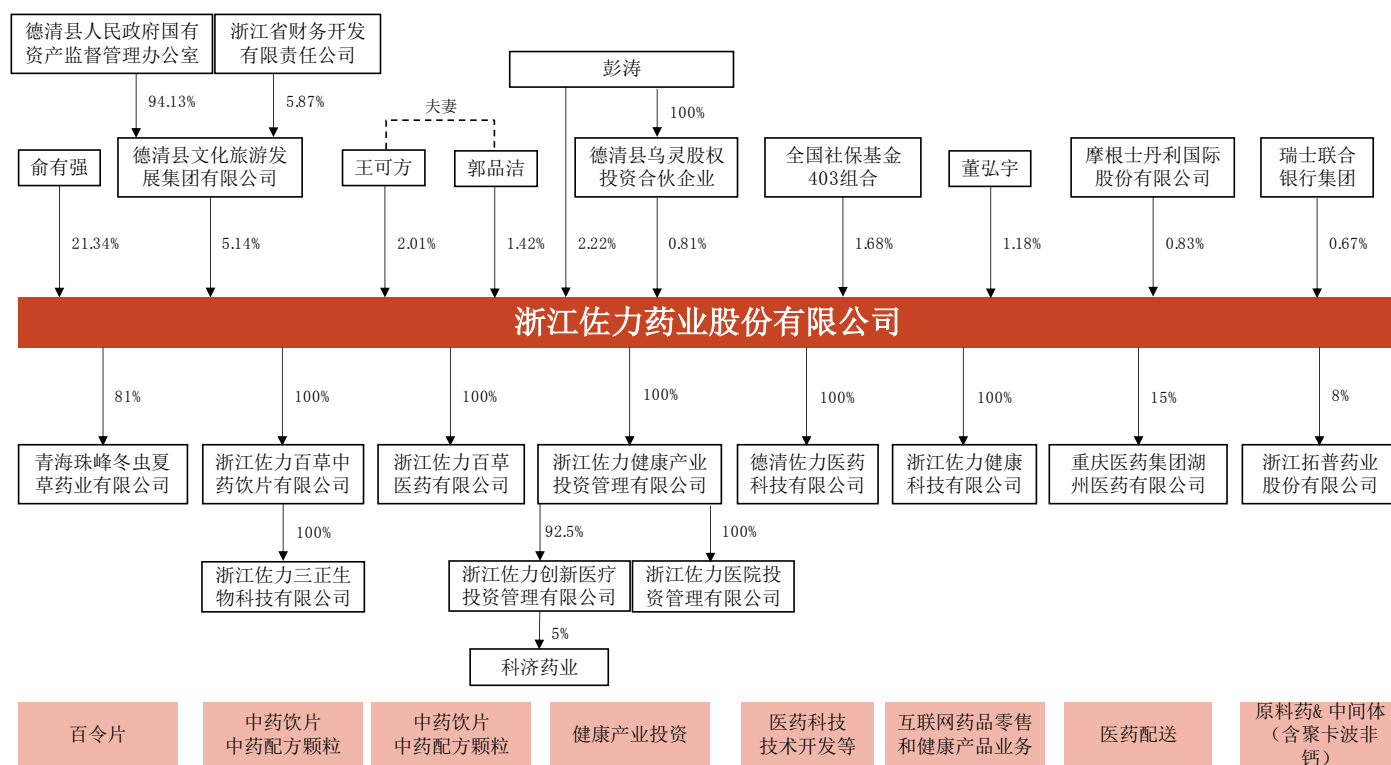
产品名称	乌灵胶囊	灵泽片	灵莲花颗粒	百令片	聚卡波非钙片	中药饮片	中药配方颗粒
图片							
属性	OTC	Rx	Rx	OTC	Rx	Rx	Rx
是否医保/基药目录产品	医保甲类、基药	医保乙类、基药	-	医保乙类、基药	医保甲类	医保甲/乙类	医保甲/乙类
是否独家产品	独家	独家	独家	非独家	非独家（首家一致性评价过评）	非独家	非独家
生产单位	佐力药业	佐力药业	佐力药业	子公司珠峰药业	佐力药业	佐力百草中药（浙江省前五大中药饮片公司）	佐力药业
销售模式	自营、招商、OTC相结合，探索互联网+医疗和电商等新渠道。					以煎药服务为保障，由百草医药直销到医院中药房、中医门诊部等医疗机构。	
适应症	补肾健脑，养心安神。临床上主要用于治疗抑郁、焦虑状态和睡眠障碍。	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，腰酸膝软等症。	主治围绝经期综合征（更年期综合症）。	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。	用于肠易激综合征引起的排便异常（便秘、腹泻）等胃肠道症状。	-	自营团队对接医院招投标、门诊、基层医疗机构。

资料来源：公司官网，医药魔方，公司公告，光大证券研究所

公司业务聚焦药用真菌乌灵、百令系列产品、中药饮片及中药配方颗粒。成立初期，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，并于1998年取得乌灵菌粉和乌灵胶囊的国家一类新药证书，其后开发出了两大乌灵系列新药——灵泽片和灵莲花颗粒，2021年乌灵系列营收8.5亿元。2014年公司收购珠峰药业51%的股权，形成乌灵和百令片双核驱动的格局，2021年百令片系列营收2.6亿元。2015年公司收购浙江百草中药，拓展中药饮片业务。2016年布局中药配方颗粒业务，新建1600吨生产线（第一期年产800吨），2017年完成浙江省中药配方颗粒品种的备案和GMP认证。

公司股权结构清晰，核心管理团队稳定。截至2022年三季度末，俞有强先生是控股股东、实际控制人和董事长，持有公司21.34%的股份，股权比例较高。2015年7月公司非公开发行股票募资4.86亿元，用于“年产400吨乌灵菌粉生产线建设项目”，实控人、高管、核心骨干及其他管理、销售、技术人员12人参与认购，合计认购比例高达38.07%，并锁定三年，彰显了高管团队的凝聚力和对公司发展的信心。目前，公司拥有佐力百草中药、佐力百草医药、佐力健康产业、佐力医药科技、佐力健康科技等5家全资子公司，以及珠峰药业1家控股子公司，并参股了科济药业-B (2171.HK)，布局细胞免疫治疗领域。公司业务涉足原料药、中药、化药、中药饮片和中药配方颗粒、医药配送和产业投资等全产业链，实现协同互补。

图2：佐力药业股权结构图（截至2022年9月）

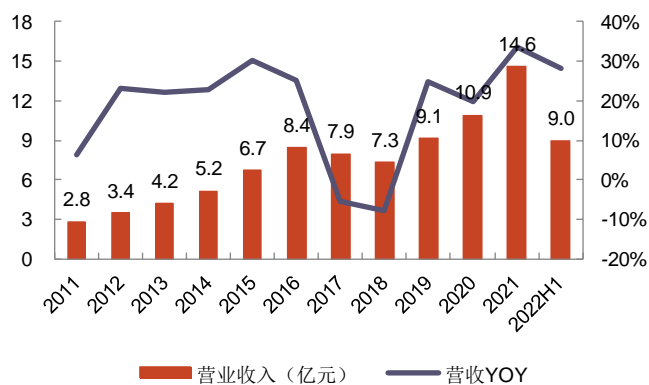


资料来源：公司公告，光大证券研究所

1.2、2019年后业绩恢复增长，ROE持续提升

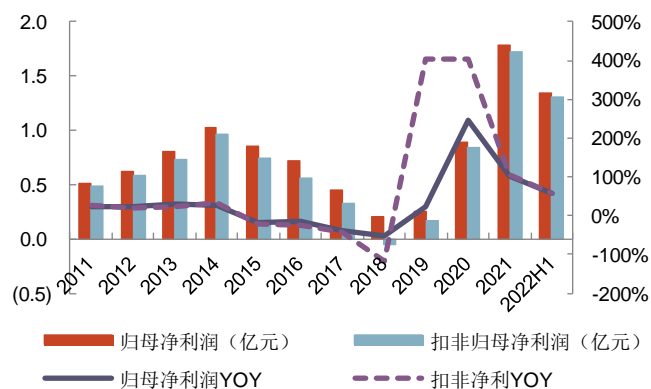
2014-18年公司内外部改革致业绩遇冷，2019年后以进入基药为契机快速增长。2014-15年，公司陆续收购了珠峰药业、百草中药、凯欣医药等公司，营收实现较快增长。但2015-18年业绩持续下滑，主要原因有三：1) 两票制、医院二次议价、药占比控制等医改政策对医药制造和流通行业带来较大挑战；2) 2015年营销改革、销售团队调整，医院终端开发和销售增长趋缓；3) 公司布局大健康业务，加大对外投资，资金成本增加，部分标的资产经营发展不及预期。2018年开始，公司先后剥离了德清医院和凯欣医药，并退出了健康产业投资基金。同时公司以乌灵胶囊、百令片、灵泽片三个核心产品进入基药目录为契机，实施“稳自营，强招商，布零售，全模块”营销策略，加速开发医院终端，积累循证医学证据，加强专业化的推广，2019年后经营业绩恢复增长，2020-2021年在疫情影响下营业收入和净利润仍快速增长。2021年公司营收达到14.57亿元，同比+34%；归母净利润1.79亿元，同比+102%，归母净利润实现上市后的最高水平。

图3：以三大核心产品进基药为契机，2019年后公司营收恢复增长



资料来源：wind，光大证券研究所

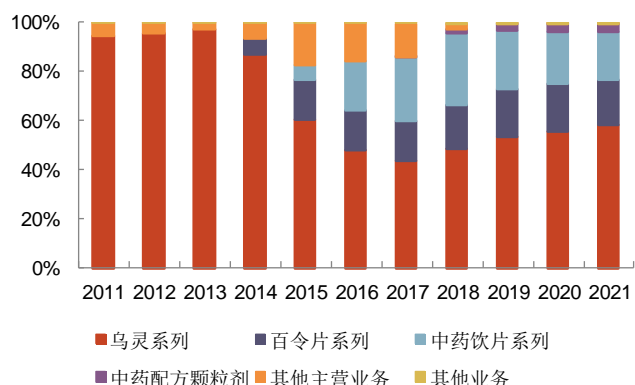
图4：2015-18年医改和销售团队调整致业绩下滑，现已恢复增长



资料来源：wind，光大证券研究所

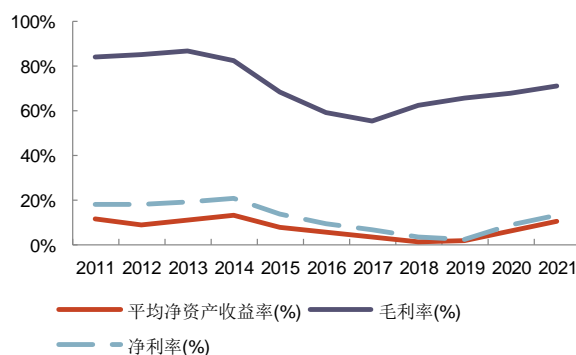
聚焦“一体两翼”战略，盈利能力持续改善。2014-2017年公司在经历了多项业务并购和整合调整后，营收结构和盈利能力趋于稳定。2021年营业收入中乌灵系列占比58%，百令片系列占比18%。2014年以来随着较低毛利率的百令片系列、中药饮片和配方颗粒等业务的并表，毛利率从2014年的82.5%下滑到2017年的55.4%。2017年底公司剥离了凯欣医药（医药流通业务），2018年底三大核心产品进入国家基药目录，公司聚焦“一体两翼”战略，核心优势品种放量高增，带动整体毛利率企稳回升至2021年的71.4%，净利率也从2019年2.6%的历史低位恢复至2021年的13.2%，盈利能力显著提升。在费用率方面，自2018年以来公司重视专业化的学术推广，持续投入研发，完善中药配方颗粒品种工艺和标准研究，加大乌灵系列产品循证医学研究和复方制剂开发，销售和研发费用率分别稳定在47%和3%左右。

图 5：2021 年乌灵系列营收占比 58%，百令片系列占比 18%



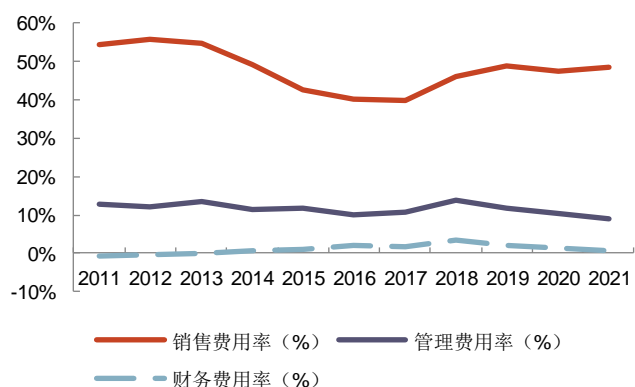
资料来源：wind，光大证券研究所

图 6：2014-17 年业务结构调整致盈利能力波动，此后企稳回升



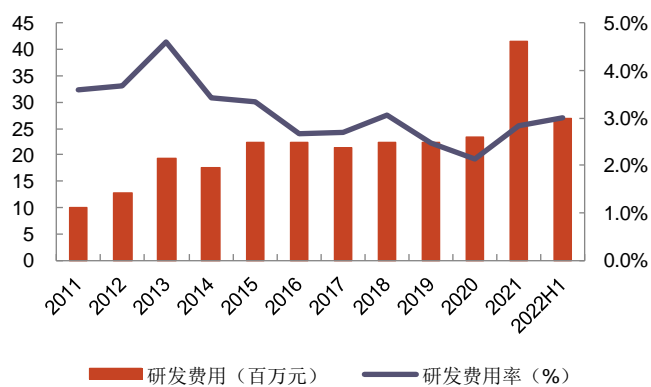
资料来源：wind，光大证券研究所

图 7：2014-17 年业务结构调整致销售费用率下降，此后较平稳



资料来源：wind，光大证券研究所

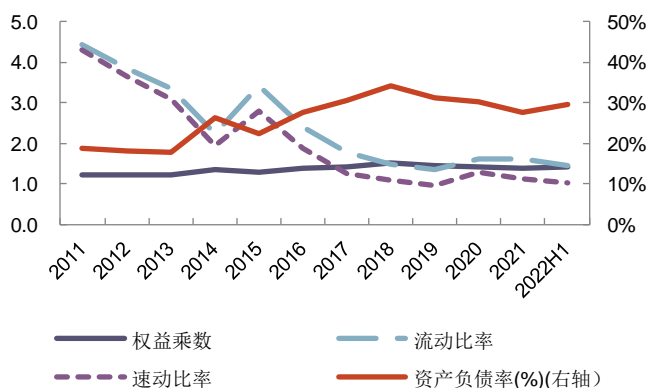
图 8：公司持续投入研发费用，研发费用率基本稳定在 3% 上下



资料来源：wind，光大证券研究所

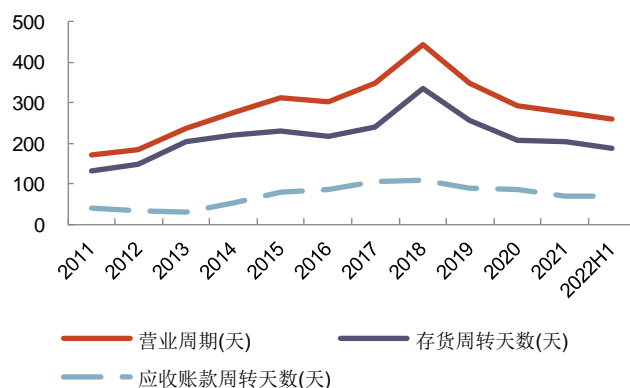
资产结构稳健合理，2019 年后营运能力持续改善。公司自 2014 年以后发起多项并购，也加大了对外投资，致使资产负债率从 2013 年 18% 逐步提升至 2018 年的 34%，目前稳定在 30% 左右，整体较为稳健。而流动比率和速动比率基本保持在 1 以上，偿债能力较强。2019 年后，公司营运能力持续改善，存货和应收账款周转天数均显著下降，体现了较好的经营管控能力。

图 9：2014 年后资产负债率有所提升，现稳定在 30% 左右



资料来源：wind，光大证券研究所

图 10：2019 年以后公司营运能力持续改善，周转天数逐年下降



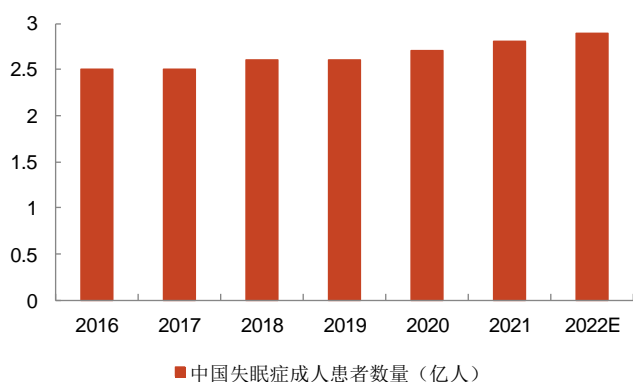
资料来源：wind，光大证券研究所

2、独家乌灵系列，高速开拓 30 亿市场空间

2.1、失眠抑郁药物百亿蓝海市场，景气度较高

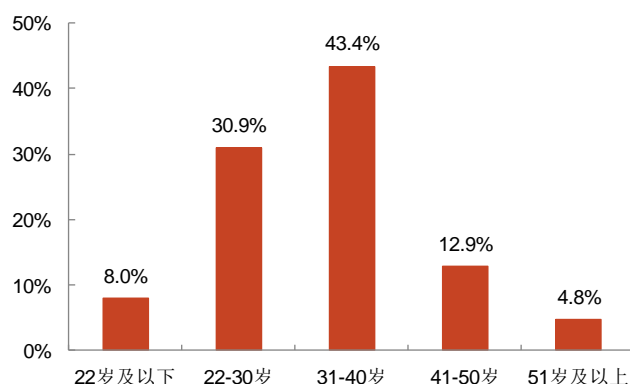
2021 年中国失眠药物（不含中药）市场规模超过 120 亿，景气度较高。弗若斯特沙利文数据显示，2021 年我国失眠症成人患者约 2.8 亿人。艾媒咨询调研数据显示，中国失眠人群中 22-40 岁群体占比 74.3%，睡眠问题的主要原因在于日益渐增的生活压力和工作压力、情绪因素等。失眠症可分为慢性失眠症和短期失眠症，前者需要进行规范化治疗，后者往往可以在去除诱因后使部分患者睡眠恢复正常，但仍有一部分患者会转化为慢性失眠症，且由于失眠症具有慢性化、复发性的特点，短期失眠症患者也需要积极进行治疗。根据弗若斯特沙利文数据，2016-2021 年中国失眠药物（不含中药）的市场规模增速 GAGR 为 4.5%，预测 2022 年将达到 129 亿元。

图 11：中国失眠症成人患者数量（亿人）



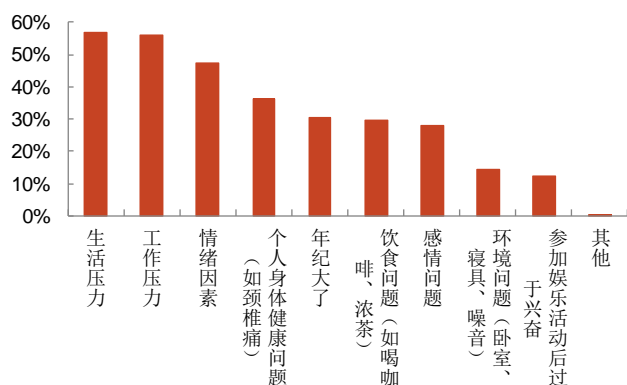
资料来源：弗若斯特沙利文预测，中商产业研究院，光大证券研究所

图 12：2021 年中国失眠人群年龄结构



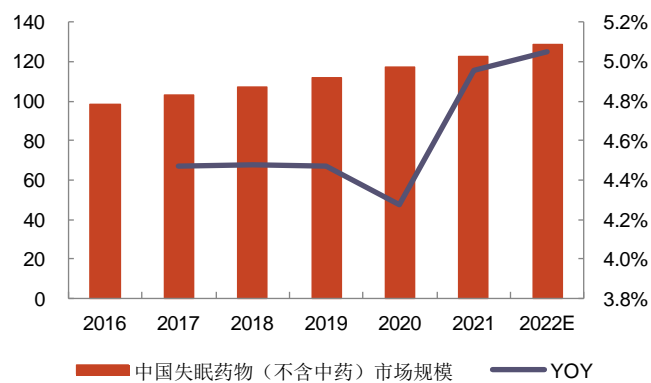
资料来源：艾媒咨询，光大证券研究所

图 13：2021 年中国国民睡眠问题原因



资料来源：艾媒咨询，光大证券研究所

图 14：2021 年中国失眠药物（不含中药）市场规模超 120 亿元

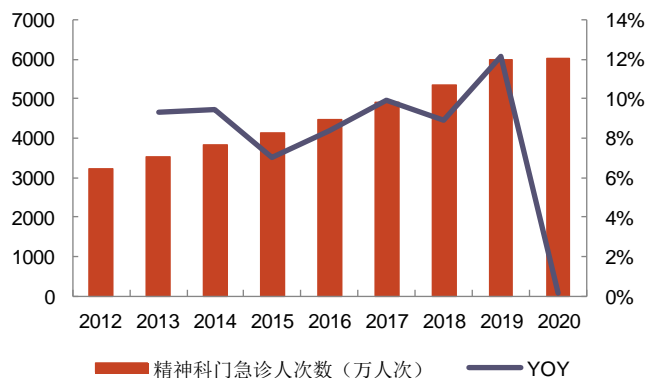


资料来源：弗若斯特沙利文预测，中商产业研究院，光大证券研究所

抑郁和焦虑障碍患者人群广泛，新冠疫情后有所加剧，健康中国行动明确要求促进心理健康。《中国居民营养与慢性病状况报告（2020 年）》显示，2019 年我国抑郁症的患病率达到 2.1%，焦虑障碍的患病率是 4.98%，以 2019 年全国人口测算，抑郁症和焦虑障碍患者分别为 2961 和 7022 万人。《健康中国行动（2019-2030 年）》要求到 2022 年和 2030 年失眠现患率、焦虑障碍患病率、抑郁症患病率上升趋势减缓，每 10 万人口精神科执业（助理）医师达到 3.3 名和 4.5 名，抑郁症治疗率在现有基础上提高 30%和 80%。而《柳叶刀》研究显示，2020 年全球范围内重度抑郁症和焦虑症分别增加 28%和 26%，受 COVID-19

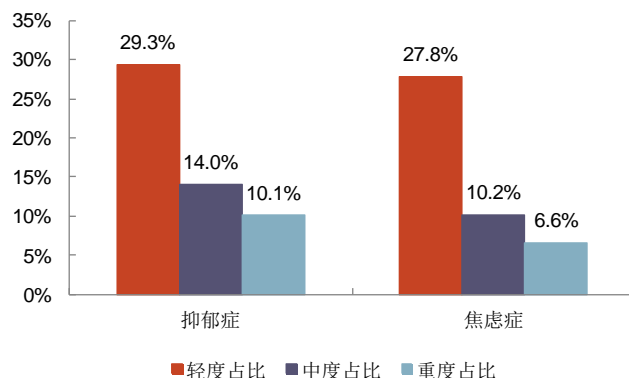
影响严重的国家，其国民抑郁症患病率更是大幅上升，其中女性和年轻人所受影响最大。2012-2020年，我国精神科门急诊人次 CAGR 为 8.1%，保持较快增长速度，受疫情影响 2020 年的增速显著降低。2019 年《柳叶刀》发布我国精神障碍终身患病率为 16.6%，其中焦虑和抑郁障碍终身患病率分别为 7.6% 和 6.8%。调研研究显示，抑郁症的复发率较高，依从性差是主要原因。在临床中，部分患者因担心抗抑郁化药副作用较多、影响肝肾功能、停药难等问题而拒绝长期治疗。

图 15: 2012-2020 年我国精神科门急诊人次 CAGR 为 8.1%



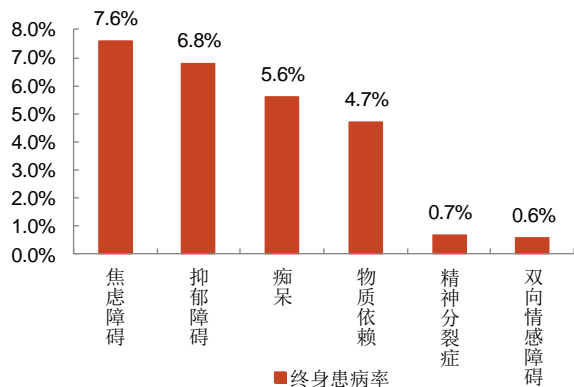
资料来源:《中国卫生健康统计年鉴》,光大证券研究所

图 16: 新冠疫情初期 33.2% 的中国被调查者遭受较大心理冲击



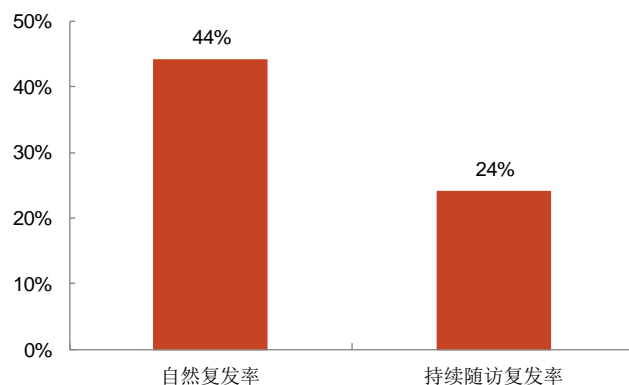
资料来源:新型冠状病毒肺炎暴发期中国居民心理健康状况网络现况调查[J].刘丹等.中华精神科杂志.2020(03).抽样调查时间为 2020.1.30-2020.2.13

图 17: 我国精神障碍终身患病率高达 16.6%



资料来源:资料来源:2019年2月《柳叶刀-精神病学》发表《中国抑郁障碍患病率及卫生服务利用的流行病学现况研究》,调查访谈时间段为 2013.7-2015.3

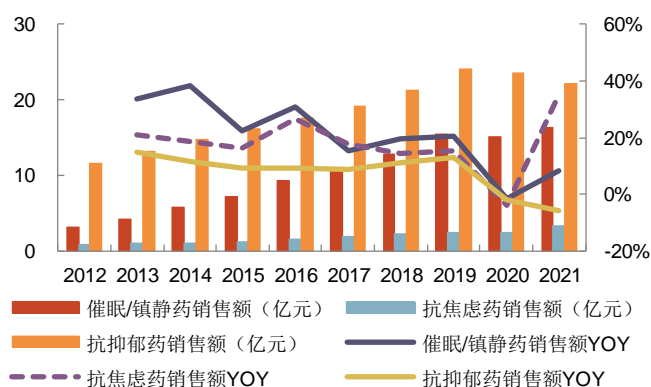
图 18: 抑郁症复发率较高,依从性差是复发的主要原因



资料来源:出院精神障碍患者服药依从性及复发率调查研究[J].徐冬梅,田常青.内蒙古医学杂志.2015(11)

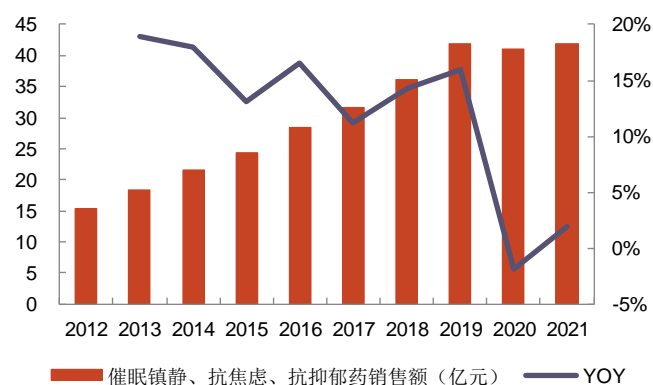
失眠、焦虑、抑郁类药物以化药为主，2020 年前销售额快速增长，前两类药物行业集中度高且竞争格局较为稳定。2012-2019 年样本医院催眠镇静、抗焦虑和抗抑郁药品以化药为主，三类药物的销售总额 GAGR 为 15.4%，呈现高景气的趋势。2020 年之后由于疫情干扰，这三类药物的销售规模总体保持稳定，无明显增长。从药物销售结构来看，催眠镇静和抗焦虑药物的销售规模 CR3 和 CR5 较高，且占比保持稳定。但抗抑郁药物的竞争格局尚不稳定，且集中度逐步分散。

图 19: 样本医院催眠镇静、抗焦虑和抗抑郁药的销售趋势



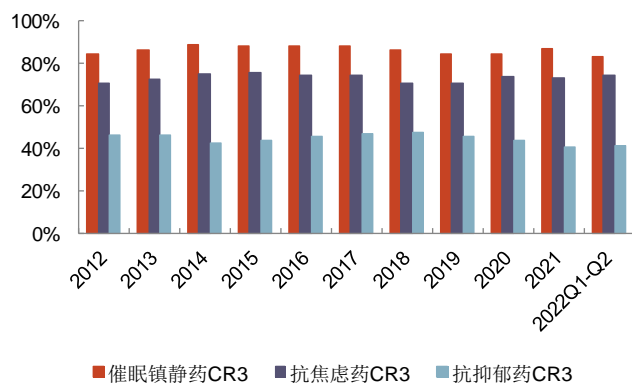
资料来源: PDB 数据库, 光大证券研究所

图 20: 2012-2019 年样本医院三类药物销售总额 CAGR 为 15.4%



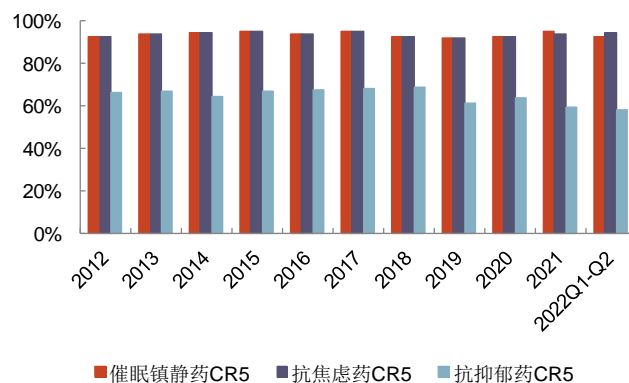
资料来源: PDB 数据库, 光大证券研究所

图 21: 2019-2022 年样本医院三类药物 CR3 较为稳定



资料来源: PDB 数据库, 光大证券研究所; 注: 按样本医院销售规模口径统计

图 22: 2019-2022 年样本医院三类药物 CR5 走势分化



资料来源: PDB 数据库, 光大证券研究所; 注: 按样本医院销售规模口径统计

失眠化药不良反应较多, 停药后易产生失眠反弹。《中国失眠症诊断和治疗指南》推荐心理和行为治疗是首选的失眠症治疗方法, 最常见的是失眠认知行为治疗 (CBT-I), 优于药物治疗。而药物治疗的推荐用药次序为: 1) 短、中效的苯二氮卓受体激动剂 (BZRAs) 或褪黑素受体激动剂 (如雷美替胺); 2) 其他 BZRAs 或褪黑素受体激动剂; 3) 具有镇静作用的抗抑郁剂, 尤其适用于伴有抑郁和/或焦虑症的失眠患者; 4) 联合使用 BZRAs 和具有镇静作用的抗抑郁剂。BZRAs 有两类, 苯二氮卓类 (BZDs) 如艾司唑仑、地西洋、阿普唑仑和非苯二氮卓类 (NBZDs) 如右佐匹克隆、佐匹克隆、唑吡坦、扎来普隆。BZDs 虽然短期内能改善睡眠状况, 但是不良反应较多, 最常见的有: 头晕、口干、食欲不振、便秘、谵妄、遗忘、跌倒、依赖性、次日残留镇静作用等。因此, 临床推荐首选 NBZDs, 但长期服用仍有一定的副作用, 如神经系统异常、胃肠道异常、肝功能异常等。

2.2、 乌灵胶囊竞争力强且适用范围广, 市场空间可观

乌灵胶囊作用机理明确、安全性和疗效显著, 持续加强临床研究和二次开发。乌灵胶囊上市已有 20 多年, 公司在药物的作用机理和临床试验等方面做了多项研究。乌灵菌粉治疗睡眠和抑郁焦虑, 有明确的 GABA 作用机理、基因芯片研究和 Meta 分析结果支持。乌灵菌粉能改善脑组织对兴奋神经递质谷氨酸 (Glu) 和抑制性神经递质 γ -氨基丁酸 (GABA) 的通透性, 增强谷氨酸脱羧酶 (GAD) 的活性, 使脑内抑制性神经递质 γ -氨基丁酸含量增加, 同时提高大脑皮层 γ -氨基丁酸受体的结合活性, 从而发挥镇静安眠作用。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。总结来看, 乌灵胶囊具有单用有效、协同增效、安全性高等特点, 无严重副作用, 无依赖性、耐药性和戒断反应, 患者依从性更好。

表 2: 乌灵胶囊相关药理试验和临床研究结果

适应症	发表时间	期刊名	论文标题	作者	核心内容
动物实验	1999 年	《中国药理学杂志》	《乌灵菌粉的镇静作用及其机理研究》	马志章, 左萍萍, 陈宛如, 唐利军, 沈琦, 孙晓华, 沈云	方法: 以常规的药理试验方法检测本药在戊巴比妥钠协同下对小鼠睡眠的影响; 以同位素掺入法研究作用机理。 结果: 乌灵菌粉在戊巴比妥钠协同下有明显的促睡眠作用, 并使自主活动减少。同时服药小鼠脑内谷氨酸 (Glu) 和γ-氨基丁酸 (GABA) 的含量及 GABA 受体的结合活性均高于对照, 药物还能提高谷氨酸脱羧酶 (GAD) 的活性。 结论: 乌灵菌粉可能是通过促使 Glu 和 GABA 进入脑内, 提高 GAD 活性及激活 GABA 受体而实现其镇静作用。
失眠	2006 年	《中国新药与临床杂志》	《乌灵胶囊治疗老年失眠症》	李亚明, 潘永福	方法: 56 例老年失眠症病人随机分为乌灵、枣仁 2 组。乌灵组 36 例, 其中男性 20 例女性 16 例, 口服乌灵胶囊(每粒装乌灵菌粉 0.33g), 每次 3 粒, 每日 3 次, 共服用 1 个月。枣仁组 20 例, 男性 11 例女性 9 例, 口服复方枣仁胶囊(每粒装 0.4g), 每日睡前服 1 粒, 共服用 1 个月。观察治疗后总有效率、入睡困难分值、夜醒次数和实际睡眠时间的变化。 结果: 枣仁组、乌灵组治疗老年失眠症临床总有效率分别为 75%和 86%。与治疗前比较, 枣仁组、乌灵组均能够降低入睡困难分值, 延长实际睡眠时间, 差异有非常显著和显著意义(P<0.01, P<0.05)。治疗后 2 组间比较, 降低入睡困难分值, 以枣仁组优于乌灵组, 差异有非常显著意义(P<0.01); 延长实际睡眠时间和减少夜醒次数则以乌灵组为佳, 差异有显著和非常显著意义(P<0.05, P<0.01)。 结论: 乌灵胶囊与复方枣仁胶囊均有较好的安神催眠作用, 乌灵胶囊在减少夜醒次数和延长实际睡眠时间方面具有明显的优势。
失眠	2008 年	《中成药》	《乌灵胶囊治疗焦虑性失眠临床观察》	陆伟珍	方法: 选择 72 例符合广泛性焦虑障碍诊断标准的患者, 随机分为治疗组和对照组, 治疗组 40 例予以乌灵胶囊联合丁螺环酮片口服, 对照组 32 例单纯予以丁螺环酮片口服, 两组疗程均为 8 周, 比较治疗有效率、治疗效果和药物副反应方面。 结论: 证实乌灵胶囊对治疗焦虑性失眠症有很好的协同作用。
失眠	2010 年	《中华中医药学刊》	《乌灵胶囊干预亚健康失眠的疗效观察》	宋秀华, 何金彩, 郑天生, 叶人, 袁拯忠	方法: 符合亚健康失眠诊断标准且 PSQI 总分 8~15 分的患者, 为期 4 周治疗, 采用 PSQI、CGI 评分法, 比较治疗前后、停药 6 月睡眠质量改善情况。 结果: 纳入病例 42 例, 脱落 2 例, 长期随访 28 例, 乌灵胶囊治疗短期有效率随治疗时间逐渐增加, 临床痊愈率 57.5%; 治疗后 PSQI 评分显著降低, 停药 6 月与治疗结束时 PSQI 评分差异无统计学意义。不良反应发生很少, 治疗前后血常规、肝肾功能、心电图等均未见异常。 结论: 乌灵胶囊干预亚健康失眠的短期疗效显著, 且疗效持续时间较长, 临床安全性高。
帕金森病伴发抑郁	2005 年	《新医学》	《左旋多巴与乌灵胶囊治疗帕金森病伴发抑郁的临床研究》	张凯娜	方法: 将 65 例帕金森病伴发抑郁患者随机分为两组, 两组都予左旋多巴常规药物治疗(左旋多巴 1 日 3~6g, 分~6 次口服), 治疗组在此基础上加用乌灵胶囊 3 粒/次(每粒 0.33g), 1 日 3 次连服 2 个月, 而对照组不予任何抗抑郁治疗。采用帕金森病综合评分量表第三部分进行运动功能的评定, 采用汉密顿抑郁量表进行抑郁症状评分比较两组治疗前和治疗后第 1、2 个月 UPDRS 和 HAMD 变化, 并观察治疗后不良反应。 结论: 乌灵胶囊不但能改善帕金森患者伴有的抑郁症状, 同时能辅助左旋多巴对运动功能障碍的治疗, 对运动功能的恢复有一定的帮助。
脑卒中后抑郁	2008 年	《中西医结合学报》	《乌灵胶囊联合黛力新治疗卒中后抑郁疗效和安全性的随机对照研究》	付剑亮, 赵玉武, 孙晓江	方法: 采用平行对照研究方法, 将卒中后抑郁病人随机分为乌灵胶囊组(n=39), 给予乌灵胶囊, 每次 3 粒, 3 次/d; 黛力新组(n=37), 给予黛力新片, 每次 10.5 mg, 2 次/d, 早上、中午各服 1 次; 联合组(n=38), 在黛力新治疗基础上, 加服乌灵胶囊。6 周为 1 个疗程, 于治疗前, 治疗后 2、4、6 周用汉密顿抑郁量表评估疗效, 治疗副反应量表评定药物的不良反应, 并检测血常规、尿常规、肝肾功能及心电图等。 结果: 乌灵胶囊组、黛力新组、联合治疗组总有效率分别为 64.1%、64.9%和 89.5%, 乌灵胶囊组和黛力新组两组疗效差异无统计学意义(P>0.05), 联合组疗效优于前两组(P<0.05)。单纯应用乌灵胶囊组未见不良反应, 应用黛力新的两组不良反应发生率均为 9%。 结论: 乌灵胶囊联合黛力新治疗卒中后抑郁疗效优于单药治疗。
脑卒中后抑郁	2014 年	《中国中西医结合杂志》	《乌灵胶囊辅助治疗对卒中后抑郁一级预防作用的临床观察》	朱瑾, 胡春梅, 郭思思, 王锋, 周叶, 张素雅	方法: 将急性脑卒中患者, 随机分两组, 在心脑血管病治疗相同基础上, 试验组 (55 例) 加服乌灵胶囊每次 3 粒, 1 日 3 次; 对照组 55 例, 加服安慰剂每次 3 粒, 1 日 3 次; 2 周为 1 个疗程。每 2 周进行 PSD 诊断, 符合 PSD 停药药物; 不符合 PSD 继续服药; 持续服药 1~12 个疗程 (共计 6 个月), 若仍不符合 PSD, 则停止服药。观察 PSD 发病率、出现抑郁的时间、汉密顿抑郁量表 (HAMD) 评分及不良反应。 结论: 乌灵胶囊在降低 PSD 发病率、延缓 PSD 发生时间、减轻 PSD 发生抑郁程度方面均优于安慰剂组, 对 PSD 有一定的预防作用。
脑卒中后抑郁	2014 年	《临床神经病学杂志》	《乌灵胶囊治疗卒中后抑郁的疗效观察》	张宸豪, 李文贵, 顾芳, 陈利明, 李小红, 范银平	方法: 将 106 例 PSD (脑卒中后抑郁) 患者随机分为乌灵胶囊组和对照组。乌灵胶囊组在常规卒中治疗的基础上, 加用乌灵胶囊 990 mg, 3 次/d, 对照组口服等量安慰剂, 连续治疗 6 周。于治疗前及治疗后第 2、4、6 周和第 3、6 个月进行汉密顿抑郁量表(HAMD)及美国国立卫生研究院卒中量表(NIHSS)。 结论: 乌灵胶囊治疗 PSD 有效且不良反应少。
焦虑、抑郁	2009 年	《中华神	《乌灵胶囊治疗焦	史丽丽, 赵	方法: 采用多中心随机双盲双模拟平行对照研究方法, 治疗组 67 例患者口服乌灵胶囊 3 粒, 3

		《中国现代医生》	《乌灵胶囊治疗焦虑症的临床研究》	刘宇	方法: 选取 86 例患有焦虑症的患者, 随机分为 A、B 两组, 各 43 例。A 组患者采用黛力新进行治疗; B 组患者采用黛力新与乌灵胶囊联合进行治疗。 结果: B 组患者治疗后的焦虑症状改善效果明显优于 A 组(P<0.05); 治疗前后的 HAMA 评分的变化幅度明显大于 A 组(P<0.05); 治疗方案实施过程中的出现不良反应人数明显少于 A 组(P<0.05)。 结论: 乌灵胶囊治疗焦虑症临床效果非常明显。
阿尔兹海默病	2015 年	《中国转化医学和整合医学研讨会(广州站) 论文集综合刊》	《乌灵胶囊治疗小鼠阿尔兹海默病模型的疗效研究》	邹小冬, 胡智伟, 李微浪	方法: 抽取小鼠阿尔兹海默病模型 62 例为研究对象, 数字表格法分为对照组(B 组)和治疗(A 组)各 31 例, 均给予药物等治疗, 治疗组同时给予乌灵胶囊治疗, 观察治疗前后两组小鼠阿尔兹海默病评定量表(UADRS)评分及生活质量量表(ADQ-39)评分的变化, 记录 Barthel 生活能力指数(BI)的改善情况。 结果: 治疗后, 联合组 UADRS 评分、ADQ 评分 VS 常规组均有显著性改善, Barthel 生活能力指数评分 VS 常规组显著性提升, 两组对比差异均显著(P0.05); 联合组总治疗有效率明显较对照组高, 对比差异显著(P0.05)。 结论: 乌灵胶囊具有活血通脉之效, 与常规阿尔兹海默病药物联合治疗小鼠阿尔兹海默病模型, 疗效显著, 有临床推广价值。
阿尔兹海默病	2021 年	《中国药业》	《乌灵胶囊联合奥拉西坦治疗阿尔兹海默病临床观察》	付玉忠, 佟久芬, 狄丽丽, 张静, 刘秀花	方法: 选取开滦精神卫生中心 2018 年 7 月至 2019 年 1 月收治的 AD 患者 84 例, 按随机数字表法分为对照组和研究组, 各 42 例。两组患者均予控血压、调血脂、降血糖等基础治疗, 并予口服奥拉西坦胶囊, 研究组患者加服乌灵胶囊, 两组均持续治疗 6 个月。 结果: 研究组总有效率为 90.48%, 显著高于对照组的 59.52%(P<0.05); 治疗后, 研究组患者治疗后的简易精神状态检查量表(MMSE)评分、Barthel 指数量表评分和阿尔兹海默病生活质量量表(QOL-AD)评分及 Aβ1-42 水平均显著高于对照组(P<0.05), 超敏 C 反应蛋白(hs-CRP)、白细胞介素 1β(IL-1β)、肿瘤坏死因子-α(TNF-α)及 Tau 蛋白和 P-tau181 蛋白水平均显著低于对照组。两组治疗期间均未见严重不良反应。 结论: 乌灵胶囊联合奥拉西坦治疗 AD 可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 水平, 降低 Tau 蛋白和 P-tau181 蛋白水平。

资料来源:《中国药学杂志》,《中国新药与临床杂志》,《中成药》,《中华中医药学刊》,《新医学》,《中西医结合学报》,《中国中西医结合杂志》,《临床神经病学杂志》,《中华神经科杂志》,《中国现代医生》,光大证券研究所整理

乌灵胶囊已进入 53 个临床指南或共识, 加强多科室学术化推广, 在神经系统疾病中成药中销售领先。乌灵胶囊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, 目前已得到 53 个临床指南或专家共识的推荐使用。同时, 乌灵胶囊也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》。2021 年公司组织了《卒中后抑郁临床实践的中国专家共识》、《神经系统疾病伴焦虑抑郁指南》、《眩晕万里行》、《肠脑互动消化心身联盟》、《SLEEP 睡眠中文大咖秀》、《逸耀临床药师论坛》等一系列全国巡讲学术活动, 围绕“灵动中国”主题开展各种学术活动(病例演讲比赛、星火计划、阳光病房、名家讲堂、心身同趣会、跨科室联合门诊等), 树立乌灵胶囊治疗焦虑抑郁状态及失眠基础用药的品牌形象。根据米内网《中国医药市场发展蓝皮书》, 乌灵胶囊在第一和第三终端的中成药神经系统疾病用药市场排名前列, 且市占率明显提升。与同类产品相比, 乌灵胶囊成分简单、疗效确切、不良反应少且报销类别为国家医保甲类, 患者承担费用较少, 因此临床市占率较高。

表 3: 乌灵胶囊在各类终端中成药用药市场神经系统疾病用药的竞争地位

	2020 年		2021 年		排名上升位数	市占率变化(pp)
	排名	市占率	排名	市占率		
中国城市公立医院	2	9.80%	1	11.88%	1	+2.08
中国县级公立医院	3	6.74%	1	8.27%	2	+1.53
城市社区卫生服务中心(站)	4	6.41%	4	6.71%	0	+0.30
乡镇卫生院	8	3.50%	8	3.98%	0	+0.48
城市实体药店	7	3.32%			NA	NA

资料来源: 米内网, 光大证券研究所

表 4: 乌灵胶囊已列入 53 个临床指南和专家共识, 行业认可度较高, 部分列举如下

序号	年份	临床路径、临床指南、专家共识	序号	年份	临床路径、临床指南、专家共识
1	2014 年	《中医临床路径（焦虑路径、抑郁路径和睡眠路径）》	16	2018 年	《慢性酒精中毒性脑病诊治中国专家共识》
2	2014 年	《（PCI）手术前后抑郁和（或）焦虑中医诊疗专家共识》	17	2018 年	《神经系统常见疾病伴抑郁诊疗指南》
3	2015 年	《慢性前列腺炎中医诊治专家共识》	18	2020 年	《新型冠状病毒肺炎疫情应激身心健康援助手册》
4	2016 年	《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》	19	2020 年	《疫情应激的焦虑抑郁状态中医心身治疗专家指导意见》
5	2016 年	《中国卒中后抑郁障碍规范化诊疗指南》	20	2020 年	《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）》
6	2016 年	《卒中后抑郁临床实践的中国专家共识》	21	2020 年	《抑郁症中西医结合诊疗专家共识》
7	2016 年	《综合医院焦虑抑郁躯体化诊断治疗的专家共识》	22	2020 年	《COVID-19 疫情期间失眠障碍的管理》
8	2016 年	《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》	23	2020 年	《慢性前列腺炎中西医结合多学科诊疗指南》
9	2016 年	《眩晕领域应重视精神心理性眩晕专家共识》	24	2020 年	《疫情应激性失眠管理专家指导意见》
10	2017 年	《常见神经疾病伴发焦虑诊疗专家共识》	25	2020 年	《乌灵胶囊在心身相关障碍中的临床应用专家共识》
11	2017 年	《心血管疾病合并失眠诊疗中国专家共识》	26	2020 年	《艾滋病相关焦虑中西医结合协同治疗专家共识》
12	2017 年	《中国缺血性中风中成药合理使用指导规范》	27	2020 年	《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》
13	2017 年	《“医学难以解释的症状”临床实践中国专家共识》	28	2020 年	《中医内科临床诊疗指南（第一册）》
14	2017 年	《中国痴呆诊疗指南（2017 年版）》	29	2020 年	《中医治未病·高血压伴发焦虑专家共识》
15	2017 年	《中医临床诊疗指南释义（气血津液病分册）》	30	2021 年	《中成药治疗功能性消化不良临床应用指南（2021 年）》

资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

表 5: 乌灵胶囊与其他同类中成药产品相比具有成分简单、药效明显且患者易于购买的优势

药品名称	乌灵胶囊	舒肝解郁胶囊	安神补脑液	解郁丸	百乐眠胶囊	养血清脑颗粒	参芪五味子胶囊
生产企业	佐力药业	四川济生堂药业	吉林敖东延边药业	河南泰丰制药	扬子江药业	天士力医药	东泰制药
主要成分	乌灵菌粉	贯叶金丝桃、刺五加	鹿茸、制何首乌、淫羊藿、干姜、甘草、大枣	白芍、柴胡、当归、郁金、茯苓、百合、合欢皮、甘草、小麦、大枣	百合、刺五加、首乌藤、合欢花、珍珠母、石膏、酸枣仁、茯苓、远志、玄参、地黄等	当归、川穹、白芍、熟地黄、钩藤、鸡血藤、夏枯草、决明子等	人参皂苷、黄芪、五味子等
适应症	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、头昏耳鸣、少气懒言、脉细或沉无力。	疏肝解郁, 健脾安神。适用于轻、中度单相抑郁症属肝郁脾虚证者, 症见情绪低落、兴趣下降、迟滞、入睡困难、早醒、多梦、紧张不安、急躁易怒、食少纳呆、胸闷、疲乏无力、多汗、疼痛、舌苔白或腻, 脉弦或细。	生精补髓, 益气养血, 强脑安神。用于肾精不足、气血两亏所致的头晕、乏力、健忘、失眠。	疏肝解郁, 养心安神。用于肝郁气滞、心神不安所致胸胁胀满, 郁闷不舒, 心烦心悸, 易怒, 失眠多梦。	滋阴清热, 养心安神。用于阴虚火旺型失眠症, 症见入睡困难、多梦易醒、醒后不眠、头晕乏力、心烦易怒、心悸不安等	养血平肝、活血通络。用于血虚肝旺所致头痛、眩晕眼花、失眠、多梦、健忘、心悸、气短、自汗	健脾益气, 宁心安神。用于气血不足、脾肾两虚所致的失眠、多梦、健忘、心悸、气短、自汗
剂型	胶囊剂	胶囊剂	合剂	丸剂	胶囊剂	颗粒剂	胶囊剂
日服用金额	10 元	9.29 元	4.5 元	19.5 元	16 元	8.33 元	4.9 元
药品类型	OTC	Rx	OTC	OTC	OTC	OTC	Rx

资料来源: 康爱多, 京东大药房, 光大证券研究所 (价格数据取自 2022.10.17)

乌灵胶囊治疗老年痴呆症已进入两个诊疗指南, 新增市场规模预计近 10 亿。《中国痴呆诊疗指南（2017 版）》指出中医治疗老年痴呆症最基本原则是“补肾”, 乌灵胶囊具有补肾健脑、养心安神的功效, 同时《阿尔茨海默病的中医诊疗共识》中也推荐了乌灵胶囊用于改善精神行为症状。目前公司正在开展乌灵胶囊治疗老年痴呆症的二次开发, 拟深入研究其药理和作用机制, 联合知名医院开展高等级

的循证医学研究，积累学术推广证据。目前阿尔茨海默病（AD）无法治愈，仅能通过综合治疗来减轻病情、延缓发展，中成药产品有较大应用空间。《中国阿尔茨海默病报告 2021》显示，我国 AD 患者超过 1324 万例，随着人口老龄化，AD 患者人数将持续增加。我们保守预计乌灵胶囊在老年痴呆适应症的市场规模接近 10 亿元。

乌灵胶囊适应症范围较广，临床应用科室较多，我们预计市场规模约 32 亿元。目前乌灵胶囊的主要功效为治疗失眠以及焦虑、抑郁等心理障碍，通常情况下，一个疗程大约为 20 天。由于失眠、焦虑、抑郁人群有部分重叠，且患者具有粘性，我们保守测算，以失眠人群数量为基数，乌灵胶囊可达到的出厂口径市场规模空间约为 22 亿元，叠加老年痴呆适应症，最大市场规模空间有望达到 32 亿元。

表 6：乌灵胶囊行业空间测算（出厂口径）

覆盖年龄段	症状	人群数量 (万人)	渗透率	单粒金额 (元)	建议服用疗程	市场规模 (亿元)
全年龄段	失眠	28,000	5%	0.9	9 粒/天*20 天	22.68
全年龄段	焦虑	7,022	5%	0.9	9 粒/天*20 天	5.69
全年龄段	抑郁	2,961	5%	0.9	9 粒/天*20 天	2.40
老年人	老年痴呆	1,324	10%	0.9	9 粒/天*90 天	9.65
合计						22.68-32.33

资料来源：弗若斯特沙利文，《中国居民营养与慢性病状况报告（2020 年）》，《中国阿尔茨海默病报告 2021》，上市公司公告，光大证券研究所测算

2.3、 独家产品壁垒深厚，先发优势和规模效应明显

乌灵系列均为独家产品，在心理障碍和改善情绪治疗领域具备先发优势。公司拥有的独家原料乌灵菌粉是国家中药一类新药，公司围绕乌灵菌粉延伸开发系列产品，现已上市三款独家产品——乌灵胶囊、灵泽片和灵莲花颗粒。其中，乌灵胶囊是国家中药一类新药、中药二级保护品种（保护期内国内其他企业不能仿制或生产；保密期限为 2006-2020 年，目前虽已过保密期限，但并不代表秘密技术将被主动公开），该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，也是“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，是国内首个提出治疗心理障碍和改善情绪的中药产品，深耕市场超 20 年，具备先发优势。

乌灵参工业化生产技术获得“国家秘密技术”认定。天然乌灵参难以获取，公司已实现了珍稀中药材——乌灵参的产业化生产，将传统中药材和现代生物技术相结合，在乌灵菌培育和生产过程中特有的菌种筛选、复壮、发酵、提炼、质量控制等多项技术都有重大创新，模拟天然乌灵参的生活环境及条件发明的深层发酵技术实现了乌灵菌的人工培养和大规模生产。2010 年 2 月，公司的“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”被科学技术部、国家保密局认定为“国家秘密技术”，为公司的发展提供了有力保障。

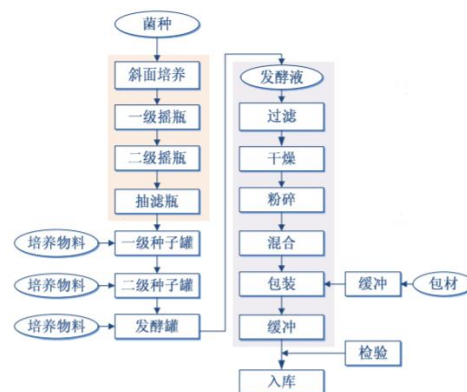
生物发酵技术独特、优势显著，技术壁垒较高。乌灵菌粉的发酵生产工艺为公司独家拥有自主知识产权，公司的 DCS 式发酵控制系统可对乌灵菌粉发酵生产过程中的关键指标（包括温度、PH 值、变频搅拌转速、通气量、罐压等工艺参数）进行严格控制，并能对活性有效物质进行在线监控，从而实现产品质量均一。公司采用真空吸滤连续式分离技术，大幅提高了发酵产物的分离效率及收率，将菌丝体中有效产物的损失率下降到 1%以内（传统方法的损失率为 5%）。此外，公司采用旋转闪蒸或沸腾连续式干燥技术代替原有的热风循环干燥工艺，缩短了产品干燥时间，有效保护了易氧化成分，使产品品质均匀、流动性好；且该系统封闭、无交叉污染，收率可达 99%以上，更加符合 GMP 管理要求。

图 23：公司真菌生物发酵技术优势



资料来源：公司年报，光大证券研究所

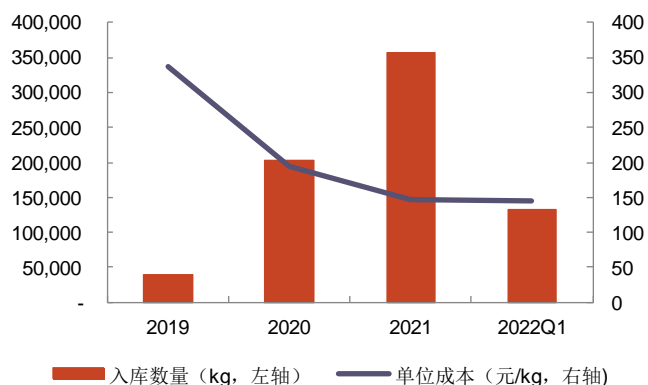
图 24：公司乌灵菌粉工艺流程图



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

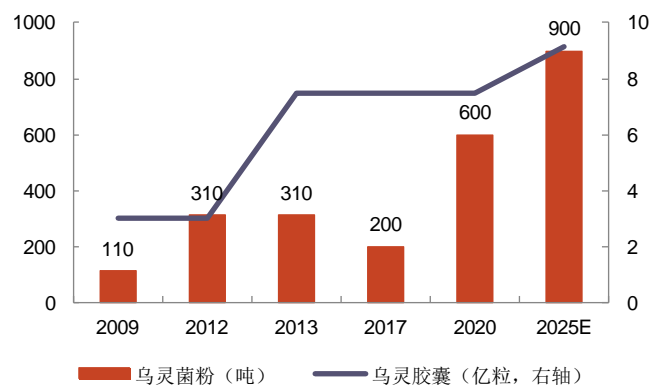
资本助力产能扩张，规模化优质持续积累。乌灵系列产品共同的核心原材料为乌灵菌粉，2019-2021 年乌灵菌粉的单位成本随着产量增加而逐年快速下降，主要原因是，在乌灵菌粉的发酵过程中，原辅料、能耗的成本占比仅约 25%，而人工、制造费用的占比约 75%，这部分费用对产量的增加不敏感，因此原材料乌灵菌粉的规模效应非常明显。为提高核心产品产能、加快在研品种上市，公司于 2022 年初发布了股票定增计划，9 月获得证监会审批，拟募集资金总额不超过 9.1 亿元，主要用于智能化中药生产基地建设与升级项目、企业研发中心升级项目、数字化运营决策系统升级项目及补充流动资金。公司现拥有 200 吨和 400 吨乌灵菌粉两条生产线，可满足乌灵系列产品出厂口径近 20 亿元的生产销售。预计到 2025 年底随着乌灵菌粉新产能投产，公司将具备近 30 亿元乌灵系列产品的产能基础。

图 25：乌灵菌粉的单位生产成本随着产量增加而逐年下降



资料来源：《关于浙江佐力药业股份有限公司申请向特定对象发行股票的审核问询函有关财务问题回复的专项说明》，光大证券研究所

图 26：公司核心原料乌灵菌粉和核心产品乌灵胶囊的产能变化



资料来源：公司招股说明书，非公开发行股票预案，公司年报，光大证券研究所

2.4、深化院内外渠道建设，加速行业渗透

乌灵胶囊以进入基药为契机，拓展医院终端，2018-2021 年销量复合增速为 28%。2018 年 11 月起，乌灵胶囊、百令片、灵泽片进入国家基药目录，同时“986”政策（基层医疗卫生机构、二级公立医院、三级公立医院基本药物配备品种数量占比原则上分别不低于 90%、80%、60%）的实施利于产品的营销推广。公司自建自营团队，销售队伍约四五百人，积极扩展医院终端，乌灵胶囊的医院覆盖数量从 2018 年的 3000 余家提升至 2021 年的 1 万多家。截至 2020 年底，根据中国卫生健康统计年鉴，全国二级以上医院共 13400 家，一级医院共 12252 家，公司在医院覆盖和产品渗透上还有翻倍以上空间。

积极参与集采，提升医院覆盖率和产品销量，降价影响较小。2022 年 4 月乌灵胶囊 54 粒装拟中选广东联盟中成药集采，降价幅度为 20.67%，截至 2022 年 10 月广东集采仍未正式执行。2021 年乌灵胶囊在广东省级联盟覆盖的 6 个省（区）销售量占其全国销量的 22.45%，集采中标有利于巩固市场份额、提升医院覆盖率，未来公司也将积极参与各省市和联盟地区的集采。目前医院端的主力规格为 36 粒装，公司选择以量换价以降低渠道费用，预计对盈利能力影响较小。

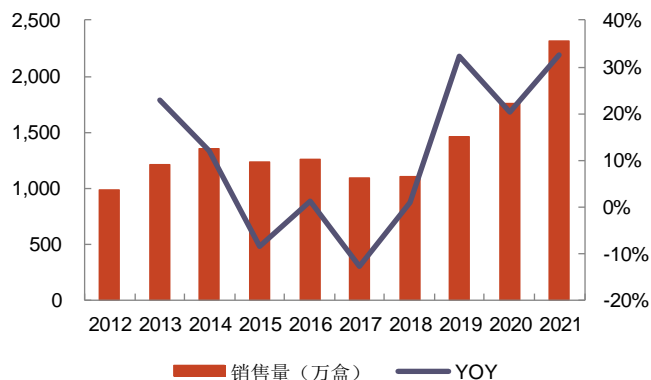
加强 OTC 和线上渠道建设，坚持学术推广和品牌宣传。目前乌灵系列采用自营、招商和 OTC 相结合的销售模式，自营为主，招商为辅。公司核心产品乌灵胶囊和百令片都是 OTC 品种，具有很强的消费品属性。截至 2022H1，OTC 端销售占比仅约 10%。公司将加大院外市场开发，招纳 OTC 领域优秀人才，加强与各大连锁药房的合作和品牌宣传，探索布局互联网+医疗、电商等新渠道业务。2020 年，公司专设了电商部门，与阿里健康、京东、平安好医生等电商平台合作，推出线上问诊和处方，搭建百草仁心线上处方平台，同时成立佐力健康科技公司来强化对互联网+C 端的运营和推广。另一方面，公司通过学术推广、开展世界睡眠日主题活动、核心门店打造、健康讲座、专家义诊等方式，持续加强产品宣传和患者教育。由于 C 端销量基数较低，预计未来 C 端或能实现更快的增长。

表 7：乌灵胶囊拟中选广东联盟中成药集中带量采购和北京市带量采购品种

集采地区	拟中选结果公示时间	2021 年集采地区销量占全国销量比例	剂型	规格	包装规格	价格单位	拟中选价格	较原各省中标最低价降价幅度
广东省级联盟	2022.04.08	22.45%	胶囊剂	0.33g/粒	54 粒/盒	粒	0.8568 元/粒	-20.67%
北京市	2022.10.31	12.53%	胶囊剂	0.33g/粒	54 粒/盒	盒	46.27 元/盒	-

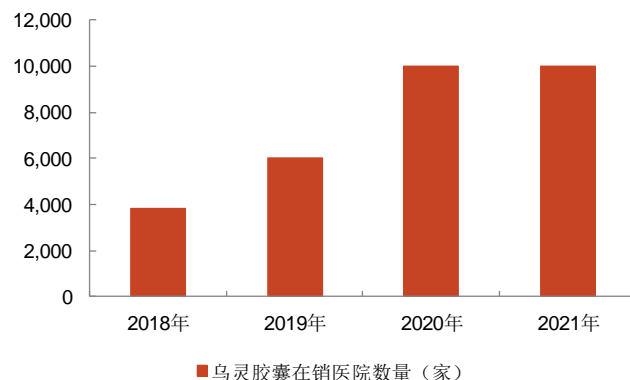
资料来源：广东省药品交易中心，北京市医疗保障局，光大证券研究所（北京带量采购的报价上限为该产品省级或省级带量采购最低中选价格及各省现行最低价，取低）

图 27：乌灵胶囊 2019 年后步入销售快车道（每盒折 36 粒）



资料来源：公司年报，光大证券研究所

图 28：乌灵胶囊覆盖医院数量近年来快速提升



资料来源：公司年报，公司公告，光大证券研究所

2.5、乌灵系列潜力品种有望突破式成长

灵泽片在前列腺增生领域独具优势。灵泽片作为乌灵系列独家产品之一，以乌灵菌粉、莪术、浙贝母、泽泻为主要成分，适用于前列腺疾病并伴随尿频多患者。产品于 2012 年 1 月获批上市，并取得相关专利。灵泽片源自男科国医名师李曰庆教授的独特组方，具有标本兼治、气血双调的特点，填补了该症型的用药空白。近年来用中成药治疗前列腺增生逐渐受到临床医生和患者的青睐，灵泽片已被纳入“十三五”规划教材《中医男科学》等多本教材和专著；截至 2022 年 9 月，基于循证研究及临床效果，灵泽片已进入 12 个临床指南或专家共识。

表 8：灵泽片进入的部分专家共识或专著

年份	专家共识或专著	年份	专家共识或专著
2016 年	《良性前列腺增生症中医诊治专家共识》	2017 年	《男科疾病针灸治疗撮萃》
2017 年	《中医男科学》	2018 年	《实用中医男科学》
2018 年	《新编实用中医男科学》	2020 年	《良性前列腺增生症中医诊治专家共识》
2020 年	《李曰庆临床学术经验集》	2020 年	《慢性前列腺炎中西医结合多学科诊疗指南》
2021 年	《王琦男科学》第三版	2020 年	《基于肾虚瘀阻论治良性前列腺增生症专家共识》
2022 年	《良性前列腺增生诊疗及健康管理指南》	2022 年	《中西医结合诊疗前列腺炎专家共识》

资料来源：公司年报，光大证券研究所

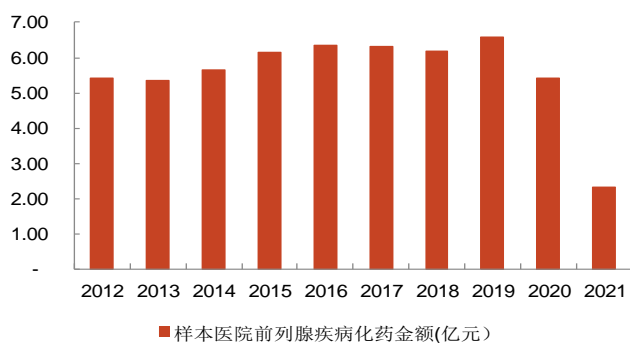
表 9：灵泽片相关竞品化药的情况

药物类别	常见药品	可能产生的副作用
α-受体阻滞剂	特拉唑嗪 (Hytrin)，多沙唑嗪 (Cardura, Cardura XL)，阿夫唑嗪 (Uroxatral)，坦索罗辛 (Flomax)，西洛多辛 (Rapaflo)	低血压、头晕、昏厥、心脏纤颤、胸痛、射精异常、阴茎异常勃起、头痛、恶心、胃部不适
5-α-还原酶抑制剂	度他雄胺 (Avodart)，非那雄胺 (Proscar)	过敏反应、高级别前列腺癌、射精异常、性无能、男性乳腺发育、眩晕

资料来源：医脉通，光大证券研究所

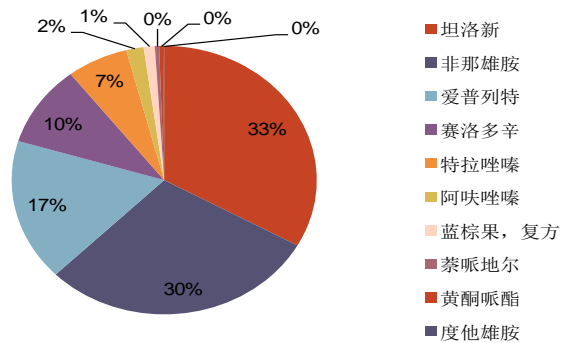
灵泽片销售势头良好，借助学术推广和渠道开发，有望突破 5 亿规模。米内网数据显示，2018 年中国公立医疗机构终端良性前列腺增生用药市场为 33.54 亿元，同比增长 8.23%。而我国良性前列腺增生用药总体市场化药和中成药市场格局基本平分秋色，中成药更多占据中医院和药店市场。灵泽片自 2017 年进入国家医保目录、2018 年进入基药目录，销售势头良好，2021 年营收近 1 亿元。市场上中成药竞品较少，灵泽片可以与化药联用，规模有望持续快速增长突破 5 亿元。在渠道开发方面，灵泽片由于进入医保较晚，2020 年底在销医院数量仅为 929 家。2021 年公司正在积极加快医院覆盖，因疫情的影响，拓展速度会有一些影响，我们预计未来随着疫情的缓解，在销医院数量会加速增长。

图 29：2020 年后样本医院前列腺疾病化药规模因集采收缩



资料来源：PDB，光大证券研究所

图 30：2021 年样本医院前列腺疾病用药销售额占比较为集中



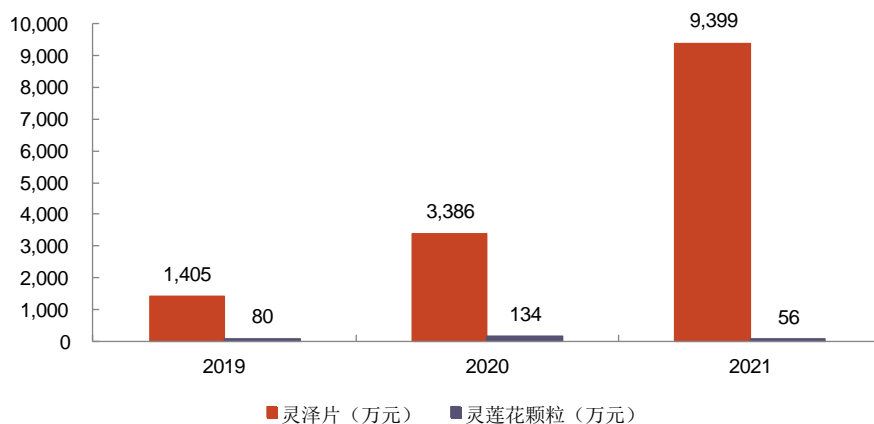
资料来源：PDB，光大证券研究所

表 10: 前列腺疾病用药近年集采中标情况

药品通用名	规格	中标时间	中标企业家数	中标单价	较最高有效申报价的降幅	适应症
盐酸特拉唑嗪胶囊/片	2mg	第二批集采	2 家	0.28 元/粒、0.48 元/片	57%、25%	适用于良性前列腺增生及轻中度高血压控制。
非那雄胺片	5mg	第三批集采	6 家	0.17-0.60 元/片	90-97%	适用于男性良性前列腺增生症。
盐酸坦索罗辛缓释胶囊	0.2mg	第三批集采	4 家	0.45-0.92 元/粒	56%-78%	治疗男性良性前列腺增生伴随下尿路症状。
度他雄胺软胶囊	0.5mg	第五批集采	2 家	3.10-3.31 元/粒	56-59%	治疗中重度良性前列腺增生症的治疗。

资料来源: 上海阳光医药采购网, 百度健康医典, 光大证券研究所

图 31: 2019-2021 年灵泽片和灵莲花颗粒销售规模



资料来源: 公司公告, 光大证券研究所

灵莲花颗粒在更年期综合征领域独具优势, 待策略调整后有望开发上量。灵莲花颗粒也是公司乌灵系列独家产品之一, 拥有自主知识产权, 曾列为国家二级中药保护品种。该药品是在中医药理论指导下以乌灵菌粉为君药, 加入其他 7 味中药制成的复方制剂, 主治更年期综合征, 能改善更年期女性的情绪及睡眠。产品于 2009 年 5 月获批上市, 临床疗效显著, 目前已被纳入中国中药协会编写的《中成药治疗优势病种临床应用指南》, 并在《中成药治疗更年期综合征临床应用指南》中列为强推荐品种。由于 2009 年后国家医保药品目录一直未调整, 直到 2016 年恢复, 入选标准是 2010 年后批准的新药, 灵莲花颗粒错过了纳入医保的时机, 至今未进入国家医保和基药目录, 销售上量较为缓慢。未来公司有望将灵莲花颗粒申请转换成 OTC 产品, 加快 OTC 端的营销布局, 利用其对更年期女性情绪和睡眠问题的良好效果, 加强 C 端消费属性。根据公司年报显示, 2019 年我国 45~60 岁妇女数量达到 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, 灵莲花颗粒潜在市场空间较大。

推进灵香片等新产品的临床前研究, 做深做透乌灵系列。灵香片作为乌灵系列的在研新产品, 用于治疗妇科盆腔痛等疾病, 公司力争将灵香片打造成为 5 亿以上规模大单品。该项目是公司研发的重点, 目前仍在临床前研究阶段。公司将在乌灵菌粉这一独家秘密技术的基础上, 运用名医处方, 开发各类乌灵菌粉复方制剂, 致力于将乌灵系列产品做深做透, 打开更大的市场空间。

3、百令系列竞争格局较好，成长空间可期

百令片品种优势突出，生产壁垒较高。2014年7月公司通过股份转让和增资收购珠峰药业51%的股权，并于2018年9月收购剩余部分股权，合计持有珠峰药业81%的股权，获得医保产品百令片。临床研究表明，1)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、提高治疗效率以及总体生存质量；2)百令片具有调节免疫功能的作用，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；3)在糖尿病及糖尿病肾病防治领域，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。百令片已被收载进入《中医临床诊疗指南释义（呼吸病分册）》、《慢性肾小球肾炎诊疗指南》、《中医生殖医学》等临床指南或学术专著。百令片的研发生产壁垒较高，原料药发酵冬虫夏草菌粉所用菌种为蝙蝠蛾被毛孢，其采集来自青藏高原纯正的冬虫夏草，生产基地设立在高原地区海拔2300米的西宁市高新区，符合冬虫夏草的生长环境。

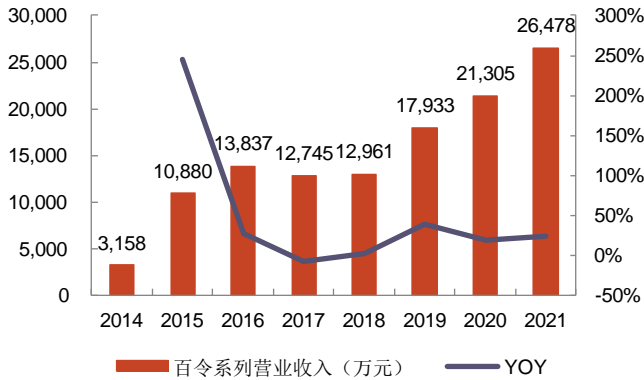
表 11：百令片相关临床研究结果

适应症	发表时间	期刊名	论文标题	作者	核心内容
IV期糖尿病肾病	2017年	《糖尿病新世界》	《百令片联合雷公藤多甙片治疗IV期糖尿病肾病临床效果观察》	王心, 陈铖, 严苗	方法: 收集2015年8-12月期间在该院肾脏内科确诊为IV期DKD的患者共27例, 给予百令片(5片/次, 3次/d)联合雷公藤多甙片[1 mg/(kg·d)], 分3次口服连续服用6个月。分别在用药前、用药后3个月和6个月时测定患者24h尿总蛋白定量(24h-UTP)、尿N-乙酰-β-氨基葡萄糖苷酶(尿NAG酶)、血超敏C-反应蛋白(血hs-CRP)、尿微量白蛋白/肌酐(UACR)、白蛋白(血ALB), 比较其差异, 用来评价两药连用对IV期DKD的临床治疗效果并观察其不良反应。 结果: 治疗后患者24h-UTP、尿NAG酶及血hs-CRP、UACR较治疗前相比, 显著下降, 且差异有统计学意义。27例患者血ALB显著升高, 且治疗前后差异有统计学意义(P<0.05)。 结论: 百令片联合雷公藤多甙片治疗IV期DKA临床效果显著且安全, 值得临床推广使用。
慢性肾小球肾炎	2017年	《中医临床研究》	《百令片治疗慢性肾小球肾炎的疗效及对免疫功能的影响》	马振, 杨国文	方法: 选择2014年1月-2016年1月在广州市中西医结合医院门诊或住院部明确诊断为慢性肾小球肾炎患者97例, 按照随机数字法将患者分为治疗组(n=47)和对照组(n=50), 对照组在常规治疗的基础上予厄贝沙坦治疗, 治疗组在对照组的基础上予百令片治疗。所有患者均随访18个月。比较两组治疗后的中医疗效、24h尿蛋白定量、肌酐、eGFR及免疫功能。 结论: 百令片联合厄贝沙坦能有效减少慢性肾炎患者的蛋白尿, 延缓患者肾功能的进展。
IV期糖尿病肾病	2019年	《中医药临床杂志》	《雷公藤多苷片联合百令片治疗IV期糖尿病肾病的临床观察》	邵光新, 姚晓荣, 姜威, 李向新, 周怡, 张伟伟	方法: 将60例IV期糖尿病肾病者随机分为治疗组(30例)和对照组(30例), 治疗组在参照组常规治疗的同时加用雷公藤多苷片联合百令片口服, 观察两组治疗前后24h尿蛋白定量、血清白蛋白、血清肌酐、血清尿素氮等指标变化, 并进行临床疗效比较。 结果: 两组均能降低24h尿蛋白定量、血清肌酐、血清尿素氮, 升高血清白蛋白, 但治疗组疗效优于参照组。 结论: 雷公藤多苷片联合百令片治疗IV期糖尿病肾病, 可明显减少蛋白尿, 升高血清白蛋白, 改善肾功能, 缓解症状, 值得临床推广运用。
辅助治疗痛风性肾病	2020年	《齐齐哈尔医学院学报》	《百令片联合别嘌醇辅助治疗痛风性肾病的效果》	高丽萍, 孙文铸, 栗俊杰, 高东丽	方法: 选取2018年3-9月在深圳南山区蛇口人民医院就诊的80例痛风性肾病患者作为研究对象, 按随机数表法分为对照组和治疗组两组, 每组各40例。对照组患者口服别嘌醇片, 治疗组患者额外服用百令片, 两组患者同时治疗6周。 结论: 百令片在辅助别嘌醇治疗痛风性肾病有明显效果, 且对于提高肾功能, 改善患者外周淋巴血细胞亚群水平具有一定效果。

资料来源:《糖尿病新世界》,《中医临床研究》,《中医药临床杂志》,《齐齐哈尔医学院学报》,光大证券研究所整理

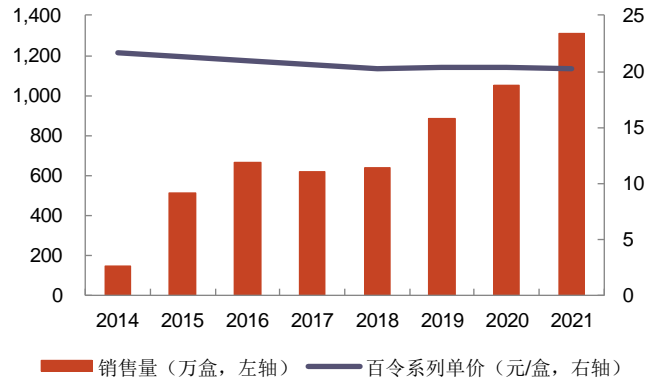
百令系列应用领域广泛，市场景气度高。百令片的功能主治为补肺肾、益精气，用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、腰酸背痛和慢性支气管炎的辅助治疗，广泛应用于肾内科、中医内科、呼吸科、内分泌科等科室，由于野生冬虫夏草稀缺且价格昂贵，无法满足消费者需求，具有替代作用的发酵虫草制剂具有广阔的市场前景。根据公司年报显示，华东医药的百令胶囊于1991年获批上市，主要用于器官移植领域、肾内科、呼吸科。2011年开始，华东医药扩大了针对内分泌科（主要是糖尿病患者）、肿瘤科以及用于肝肾纤维化等治疗领域的临床推广，取得了良好效果。2014年华东医药百令胶囊的销售突破13亿元，2016年突破20亿元。而公司的百令片于2011年正式投放市场，销售收入从2013年的3158万元增长至2021年的2.6亿元，复合增长率为35.5%，特别是2018年底产品进入国家基药目录，开发上量明显加速。

图 32: 2014-2021 年百令系列营收 CAGR 为 35.5%



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

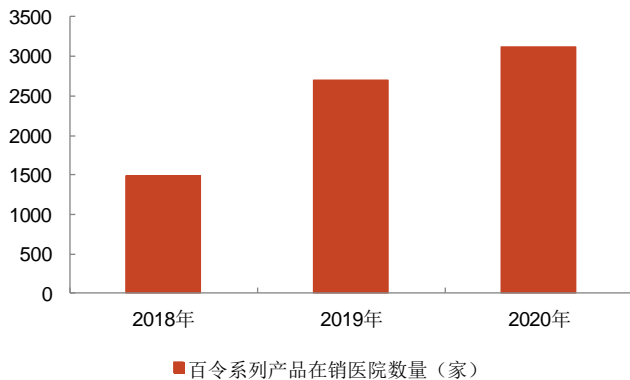
图 33: 2014-2021 年百令系列单价小幅下滑, 总体稳定



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

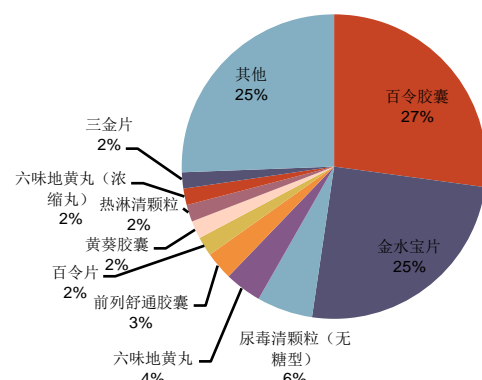
百令系列竞争格局较好, 公司百令片有望通过集采和 OTC 市场发展成为 10 亿级别的大单品。根据米内网《2022 年度中国医药市场发展蓝皮书》, 2021 年百令片作为泌尿系统疾病用药在县级公立医院和城市社区卫生中心 (站) 中成药用药市场分别位列第 8 (份额 2.57%)、位列第 6 (份额 3.38%)。华东制药的百令胶囊和济民可信的金水宝片均为 1991 年上市, 具有市场先发优势, 两者的销售额明显高于百令片, 但三者成分上差异并不大。NMPA 数据显示, 目前国内获批上市且存续的百令系列产品仅 5 款, 分别是杭州中美华东制药的百令胶囊、百灵颗粒 (首仿) 和百令片, 青海珠峰冬虫夏草药业 (佐力药业子公司) 的百令片, 烟台华瑞制药的百令片 (首仿)。百令系列产品市场竞争格局较好, 公司的百令片有潜力占据更大的市场份额。公司的百令片已于 2022 年 4 月在广东联盟集采中选, 降价幅度为 43.31%, 以量换价的策略有利于巩固市场份额并扩大医院覆盖。2021 年百令片 OTC 端销售占比约为 10%, 在销医院终端 (包括三级医院、二级医院、一级及其他医院) 数超过 3100 家, 公司将持续推进院端、零售药店和电商平台的开发和运营, 结合学术推广和系列专题活动, 拓展百令片在慢性肾病、糖尿病、肝病、呼吸哮喘等患者中的联合用药, 力争将百令片打造成 10 亿规模的大品种。

图 34: 公司百令片的在销医院数量在 2020 年达到 3128 家



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

图 35: 2020 年城市社区卫生中心 (站) 泌尿系统疾病用药格局



资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

表 12: 公司百令片与泌尿系统疾病用药的头部品牌百令胶囊和金水宝片成分和功效相近

	百令片	百令胶囊	金水宝片
生产企业	佐力药业	华东制药	济民可信
主要成分	发酵冬虫夏草菌粉 (Cs-C-Q80)	发酵冬虫夏草菌粉 (Cs-C-Q80)	发酵冬虫夏草菌粉 (Cs-4)
发酵菌种	蝙蝠蛾被毛孢菌	蝙蝠蛾被毛孢菌	蝙蝠蛾拟青霉菌
适应症	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。	补肺肾，益精气。用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、咯血、腰背酸痛、面目虚浮、夜尿清长；慢性支气管炎、慢性肾功能不全的辅助治疗。	补肾保肺，秘精益气。用于慢性支气管炎(久咳，盗汗，痰少或痰白而粘)，及老年人腰膝酸软，神疲畏寒，属于肺肾两虚，精气不足者。
剂型	片剂	胶囊剂	片剂
日服用金额 (元)	11.83-35.50	5.82-17.49	28.45-56.90
药品类型	OTC	Rx	Rx

资料来源: 京东大药房, 光大证券研究所 (价格取自 2022.11.3)

表 13: 公司百令片拟中选广东联盟、北京市和山东省中成药带量采购品种

集采地区	拟中选结果公示时间	2021 年集采地区销量占全国销量比例	剂型	规格	包装规格	价格单位	拟中选价格 (元)	较原各省中标最低价降价幅度
广东省级联盟	2022.04.08	8.35%	薄膜衣片	0.45g/片 (相当于发酵虫草菌粉 0.2g)	60 片/盒	片	0.4705 元/片	-43.31%
北京市	2022.10.31	5.74%	薄膜衣片	0.45g/片 (相当于发酵虫草菌粉 0.2g)	75 片/盒	盒	35.29 元/盒	-
山东省	2022.11.08	NA	薄膜衣片	0.45g/片 (相当于发酵虫草菌粉 0.2g)	60 片/盒	盒	28.23 元/盒	-43.31%

资料来源: 广东省药品交易中心, 北京市医疗保障局, 光大证券研究所 (北京带量采购的报价上限为该产品的省级或省际带量采购最低中选价格及各省现行最低价, 取低)

4、中药饮片和配方颗粒立足省内，备战全国

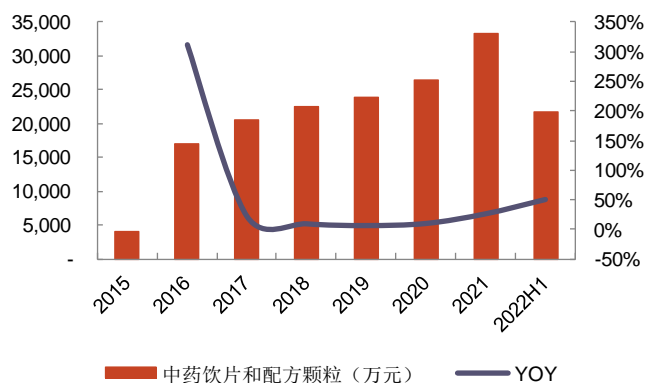
浙江省持续完善中药饮片价格和医保支付政策，鼓励中药使用。浙江省历来十分重视中医药事业发展，推动中医药服务体系建设，在中医药标准化研究、人才培养和医保政策完善等工作走在全国前列。为引导中药饮片合理定价，建立了中药饮片价格信息定期发布机制，中药饮片仍按一定差率销售，同时也持续完善中药饮片的医保政策：2012年煎药费被纳入浙江省个人账户支付范围；2015年中药配方颗粒被纳入省内医保支付范围，允许在规定的医疗机构内使用；2020年新版医保药品目录取消中药饮片分类管理，按照甲类药品管理，基层中医治疗费用报销比例比其他医疗费用高5-10%，引导百姓主动使用中医药。目前中药材和中药饮片暂不纳入浙江省药品集采目录名单。2020年浙江省中药配方颗粒的年销售额已突破8亿。

图 36：多项政策鼓励提升中药饮片渗透率，实现快速放量



资料来源：国家卫健委，国家中医药管理局，浙江省医保局，光大证券研究所

图 37：2021 年公司的中药饮片和配方颗粒收入突破 3.3 亿元



资料来源：公司公告，光大证券研究所

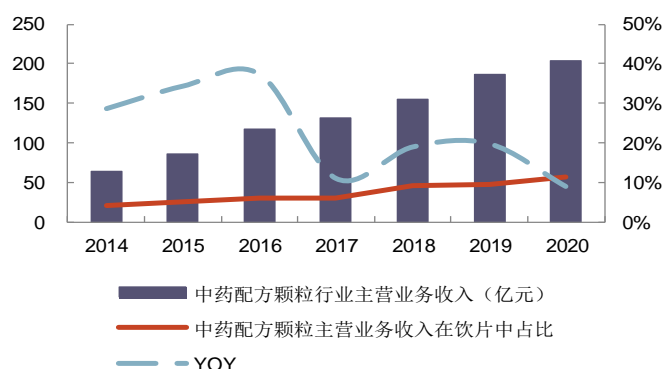
中药饮片业务具备规模和技术优势，政策支持下的发展势头良好。公司的中药饮片由全资子公司佐力百草中药负责采购生产，以煎药服务为保障，主要通过佐力百草医药销售到医院中药房、中医门诊部等医疗机构，多年来销售额位居全省前五，2021年公司中药饮片系列实现营收2.89亿元，同比增长26%。佐力百草中药现有中药饮片系列1500多个品规，包括茯苓、黄芪、麸炒白术、当归、麸白芍、丹参、陈皮、生地黄等品种，以及直接口服的饮片三七粉、川贝粉、破壁灵芝孢子粉等药食同源产品。佐力百草中药的智慧煎药生产线及其工业互联网平台入选“工信部支撑疫情防控和复工复产工业互联网平台解决方案”、“长三角G60科创走廊工业互联网平台”、“省级工业互联网平台”、“浙江省数字经济‘五新’优秀案例”及市级“两化”重点项目，最早在省内开展“免费送药到家”和“互联网+药品配送”服务，并根据市场需求推出个性化四季膏方定制服务。浙江省医保局于2022年1月17日发布《关于进一步做好<关于支持中医药传承创新发展的实施意见>执行工作的通知》，首次提出各地全面实行“中治率”与医保支付挂钩，“中治率”指中医医疗机构住院中药饮片、中医医疗服务项目、中成药三项收入之和占住院医疗收入比例。在浙江省的中药政策支持下，迎来发展良机。

公司作为浙江省中药配方颗粒科研专项试点企业，具备一定的工艺、技术和规模生产优势，未来有望拓展全国。浙江是国内较早把中药配方颗粒纳入医保进行结算报销的省份之一，也较早进行了中药配方颗粒的地方科研试点，临床应用情况较好。2017年4月，公司中药配方颗粒项目被列入浙江省第二批科研专项，成

为 4 家试点企业之一,同时年产 1600 吨的中药配方颗粒生产线(第一期年产 800 吨)顺利通过 GMP 认证并正式投产,2021 年公司中药配方颗粒剂业务实现营业收入 4354 万元,同比增长 32%。浙江省内的头部企业主要有景岳堂、惠松制药、一方制药、天江药业、华润三九等,佐力药业的市场份额目前较小。公司在中药配方颗粒的研发和制备方面具有一定的工艺和技术优势,截至 2022 年 9 月,公司已储备 600 多个企标备案、90 多个新国标和省标备案,同期国家已公布 200 个新国标,浙江省已颁布 168 个省标。公司目前也已经主动到河北、内蒙古、山东等地开展备案,稳步推进各地的备案申报工作,待备案完成后,将重点加强营销队伍建设、扩大销售。公司精耕浙江省内市场,加大市场终端覆盖,计划将配方颗粒与中药饮片打造成 10 亿市场规模的品种。

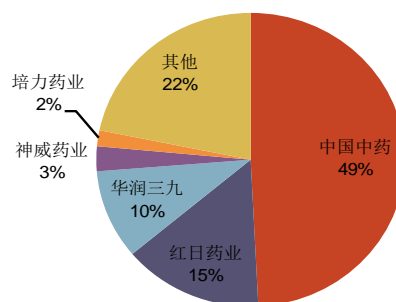
政策扶持和市场驱动下,中药配方颗粒业务有望持续增长。2001 年以来中药配方颗粒纳入中药饮片管理,和生物药、中西成药相比,中药配方颗粒一直是政策比较呵护的细分行业。2017 年全国深化医疗体系改革,药品、耗材实行零差价,医院实行药占比考核,而中药配方颗粒不受此限制,且保留 25% 的药品加成,暂不执行国家带量采购,医院依照市场定价自主采购。此外,由于中药配方颗粒具有分量明确、便携易服用、不易变质等诸多优点,更加符合现代生活节奏,终端消费动力强劲。2020 年我国中药配方颗粒行业营业收入已超过 200 亿,占中药饮片加工行业营业收入的 11.42%,2015-2020 年市场规模 CAGR 为 18.84%,远高于中药饮片 0.95% 的年化增速。目前国家试点的 6 家企业占据了中药配方颗粒行业的大部分市场规模。

图 38: 2020 年中药配方颗粒市场规模已超 200 亿(出厂口径)



资料来源: CEIC 中国经济数据库, 前瞻产业研究院, 光大证券研究所估算

图 39: 2020 年我国中药配方颗粒竞争格局(出厂口径)



资料来源: 各公司公告, CEIC 中国经济数据库, 前瞻产业研究院, 光大证券研究所估算

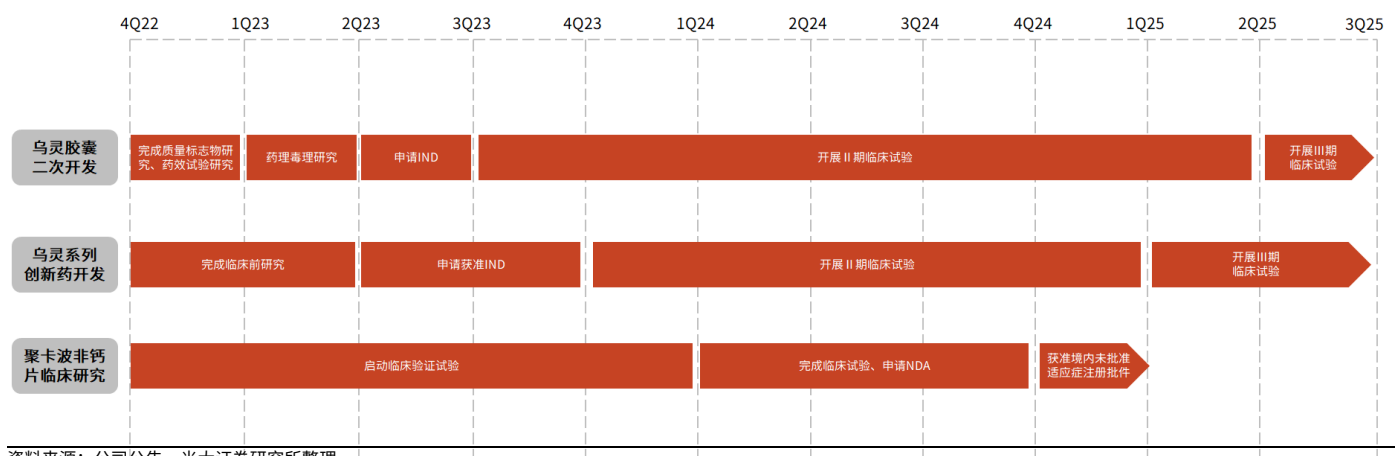
2021 年中药配方颗粒结束试点, 市场扩容和提标提价有望推动迎来放量拐点。

2021 年 2 月四部委联合发布《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》, 明确自 2021 年 11 月起中药配方颗粒的质量监管纳入中药饮片管理范畴, 可在所有医疗机构使用, 而过去大部分省市仅限二级及以上中医院使用。医疗终端的放开将带来市场扩容, 2020 年我国二级以上中医医院共 2461 家, 医院和基层医疗卫生机构超 100 万家。此外, 公告也提出“中药饮片品种已纳入医保支付范围的, 各省级医保部门可综合考虑临床需要、基金支付能力和价格等因素, 经专家评审后将与中药饮片对应的中药配方颗粒纳入支付范围, 并参照乙类管理”。2021 年 12 月《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》也加大了中医药医保支持力度。我们预计, 随着医疗机构和医保覆盖范围的逐步扩大, 临床使用更加普及, 中药配方颗粒替代饮片的进程将加速, 有望从目前约 10% 的占比提升到 20%-30%。截至 2022 年 6 月, 国家药监局已公布三批共 200 个中药配方颗粒国家标准, 对中药质量控制和生产全过程管理提出了更高要求。新国标的实施推动了生产成本的大幅上涨, 伴随着上游中药材的持续涨价, 2022 年中药配方颗粒已开始提价, 待新国标和省标切换完毕, 行业有望迎来放量拐点。

5、药品研发和外延布局驱动长期增长

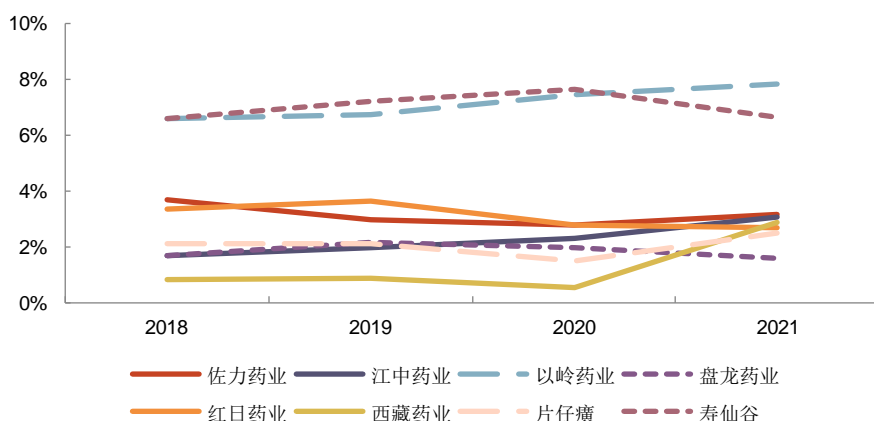
公司围绕战略目标积极布局研发管线，中长期成果可期。公司紧扣“一体两翼”的战略目标，结合自身技术优势和研发积累，研判行业发展趋势，持续投入研发，近年来的研发费用率保持在 3% 上下，目前重点研发方面主要有以下几点：1) 针对现有核心产品，公司持续加强学术研究和证据积累，积极推进乌灵系列和百令片的真实世界研究，服务于产品生命周期。2) 推进乌灵胶囊二次开发。乌灵胶囊在阿尔茨海默症领域的治疗研究，目前处于临床前研究阶段，有望获得改良型新药的注册批件，具有成为中药大品种的潜质。3) 乌灵系列创新药开发。以乌灵菌粉的独特药用价值为基础，融合国医大师的临床经验，配伍组方研制中药创新药，目前灵香片尚处于临床前研究阶段。4) 加快中药配方颗粒新国标和省标的研制和备案工作。5) 公司还将通过积极寻求与科研院所等专业三方机构进行技术合作，不断拓展新技术在临床领域的应用场景，以提升产品的综合竞争实力。6) 稳健推进聚卡波非钙片新增适应症（肠易激综合征引起的腹泻）的临床研究。此外，公司还将持续开展关于药用真菌方面产品的课题研究，进一步强化公司在药用真菌方面的研发优势。

图 40：佐力药业重点研发项目的预计研发计划



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 41：公司的研发费用率基本稳定在 3% 上下，处于中药行业中等水平



资料来源：wind，光大证券研究所

聚卡波非钙片市场空间较大，有望冲击 5 亿规模。2021 年 12 月，公司新 3 类仿制药——聚卡波非钙片获批上市（国内首家通过一致性评价），产品以日本迈兰 (Mylan) 公司的 polyful® 为对照药进行研发，主要用于缓解肠易激综合征（便

秘型) 患者的便秘症状, 属于国家医保目录产品。聚卡波非钙本身是一种惰性的、体内无吸收的高分子聚合物, 长期的毒性实验未发现明显不良反应, 安全性好。其于 1990 年被载入美国药典, 已有 20 多年的 OTC 使用经验, 美国、日本、澳大利亚等十几个国家已将其发展为非处方药用于治疗便秘。2010 年至今, 聚卡波非钙已被列入 19 项国内外权威指南、共识等。目前我国便秘用药市场以泻药为主, 但临床经验表明, 长期服用或滥用泻药可能引起体内严重的潜在性内环境紊乱。中华医学会消化病学分会胃肠动力学组发布的《中国慢性便秘专家共识意见 (2019) 》显示, 我国成人慢性便秘的患病率为 4-10%, 且随着年龄的增长便秘的患病率在逐渐升高, 70 岁以上人群慢性便秘的患病率达 23%, 80 岁以上可达 38%。伴随着老龄化和消费升级的趋势, 养生和调理的需求将推动聚卡波非钙片成为优势大品种。2022 年公司计划完成聚卡波非钙片的全国各省份挂网, 后续将加快终端覆盖和市场推广, 凭借先发优势在便秘用药市场争取更大的市场份额, 力争打造成为 5 亿以上规模大单品。2022 年 5 月公司以 1065.68 万元收购拓普药业 8% 的股权, 拓普药业是公司聚卡波非钙片原料药的唯一供应商, 有利于保障原料的供应, 完善上下游产业链、发挥业务协同性。

战略投资科济生物, 有望贡献投资收益。2016 年佐力药业的全资孙公司佐力创新医疗以 8910 万元参与科济生物 B 轮融资, 2018 年以 1300 万元参与 Pre-C 轮融资, 2021 年 6 月科济药业在港交所主板挂牌上市, 公司持股比例为 5.00%。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, 截至 2022H1, 已自主研发了 12 款差异化候选产品, 其中 8 款正处于临床阶段, 在中国、美国和加拿大获得了 8 个 CAR-T 疗法的 IND 批件, 是目前中国 CAR-T 公司中最多的, 涵盖血液瘤和肝癌、胃癌和胰腺癌等实体瘤。科济生物的产品管线包括升级版的全人源靶向 BCMA CAR-T, 全球首先率先进入临床 II 期的 Claudin18.2 CAR-T, 以及全球潜在同类首创的 GPC3 CAR-T。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。公司战略投资科济生物, 布局精准医疗及细胞免疫治疗领域, 弥补公司在生物医药方面的空白。2021 年 6 月, 科济生物成功上市, 进一步加快公司的国际化布局 and 产业化进程, 待产品上市后有望实现资源共享和平台协同, 未来也有望贡献投资收益。

图 42: 科济生物产品管线

候选产品	靶点	全球权益	临床前	I 期	II 期/III 期 ¹	BLA/NDA
CT053 ²	BCMA	全球 ³	复发/难治多发性骨髓瘤 (中国)			
			复发/难治多发性骨髓瘤 (美国、加拿大)			
			复发/难治多发性骨髓瘤 (IT)			
CT041	Claudin18.2	全球	胃癌/食管胃结合部腺癌 (中国)			
			胃癌/胰腺癌 (美国、加拿大)			
			胰腺癌 (中国)			
			胃癌/食管胃结合部腺癌、胰腺癌及消化癌肿瘤 (IT)			
CT011	GPC3	全球	肝癌 (中国)			
CT032	CD19	全球 ³	B 细胞非霍奇金淋巴瘤 (中国)			
CT0180 ⁴	GPC3	全球	肝癌 (IT)			
CT0181 ⁴	GPC3	全球	肝癌 (IT)			
CT0590 ⁵	BCMA	全球	复发/难治多发性骨髓瘤 (IT)			
KJ-C2112	EGFR/EGFRvIII	全球	胶质母细胞瘤			
KJ-C1807(CT048) ⁶	Claudin18.2	全球	胃癌/食管胃结合部腺癌及胰腺癌			
KJ-C2113 ⁵	间皮素	全球	实体瘤			
KJ-C2114 ⁵	未披露	全球	实体瘤			

mAb						
候选产品	靶点	全球权益	临床前	I 期	II 期/III 期 ¹	BLA/NDA
AB011	Claudin18.2	全球	胃癌/食管胃结合部腺癌及胰腺癌 (中国)			

资料来源: 公司官网, 光大证券研究所

6、盈利预测

6.1、关键假设及盈利预测

1) 乌灵系列：公司坚持“一体两翼”的战略目标，乌灵系列是独家拳头产品，包括乌灵胶囊、灵泽片、灵莲花颗粒等。随着乌灵胶囊和灵泽片进入 2018 年版国家基药目录，乌灵系列自 2019 年起实现了快速入院并放量，其中乌灵胶囊营收从 2019 年的 4.71 亿增长至 2021 年的 7.56 亿，复合增速 26.6%，灵泽片营收从 2019 年的 0.14 亿增长至 2021 年的 0.94 亿，复合增速 158.7%。2022 年乌灵胶囊参与了广东联盟中成药集采和北京市中成药带量采购，降价幅度为 20.67%，同时包装规格从 36 粒装提升为 54 粒装。随着集采中标带动医院覆盖率提升，以及学术推广的深入带动多科室的销售，我们预计 2023-2024 年乌灵胶囊虽然平均单价有小幅下降，但每年的销售量会有 30% 以上的显著提升。同时，灵泽片将随着终端医院的快速开发和学术影响力的提升打开市场。我们预计 22-24 年公司乌灵系列收入同比增长 27.2%/28.9%/28.3%，毛利率为 88.1%/87.8%/87.4%。

2) 百令系列：公司百令片品种优势突出，生产壁垒较高，应用领域广泛，2020 年在销医院终端超过 3100 家。百令片营收从 2018 年 1.30 亿增长至 2021 年的 2.65 亿，复合增速 26.9%。2021 年底的湖北 19 省中成药联盟集采，公司的百令片落标，对 2022-23 年的收入端会有一定影响。2022 年公司百令片参与了广东联盟中成药集采和北京、山东的中成药带量采购，降价幅度为 43.31%，同时部分包装规格实现了一定提升。考虑到医院覆盖率和规模体量较低，公司的百令片有望通过集采和 OTC 渠道发力实现市占率的快速提升，同时结合学术推广加强在慢性肾病、糖尿病、肝病、呼吸哮喘等患者中的联合用药，努力将百令片打造成 10 亿规模的大品种。我们预计 22-24 年公司百令系列收入同比 -3.0%/+7.6%/+3.1%，毛利率为 77.8%/75.8%/66.9%。

3) 中药饮片和中药配方颗粒：公司作为浙江省中药配方颗粒科研专项试点企业，具备一定的工艺、技术和规模生产优势，未来有望拓展全国。在全国中医药扶持政策 and 市场驱动下，中药饮片和配方颗粒市场有望实现量价齐升，我们预计 22-24 年公司的中药饮片和中药配方颗粒业务收入同比增长 30%/30%/30%，毛利率为 26.4%/29.4%/32.4%。

4) 其他主营业务：包括 2021 年 12 月获批上市的聚卡波非钙片，是国内首家通过一致性评价的品种，伴随着老龄化和消费升级的趋势，养生和调理的需求将推动聚卡波非钙片成为优势大品种。我们预计 22-24 年该部分业务收入同比增长 476%/165%/140%，毛利率为 79.6%/79.8%/79.9%。

5) 其他业务：收入和毛利率总体保持稳定。

6) 销售和管理费用率：随着公司医院覆盖率的提升以及 OTC 渠道的营销渗透，品牌和产品知名度有望全面提升，销售规模有望保持快速增长，规模效应下销售和管理费用率将逐步下降。我们预计 22-24 年销售费用率分别为 46.8%/46.6%/46.4%，管理费用率分别为 5.78%/5.68%/5.58%。

综合以上假设，我们预计公司 22-24 年营业收入为 18.23/23.09/29.29 亿元，归母净利润为 2.57/3.40/4.34 亿元，当前股价对应 PE 为 28/21/16 倍。

表 14：佐力药业营收和毛利率预测

单位：百万元	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入	911.16	1,090.88	1,457.40	1,823.01	2,308.60	2,929.22	3,740.63	4,731.06
YOY (%)	24.8%	19.7%	33.6%	25.1%	26.6%	26.9%	27.7%	26.5%
营业成本	311.76	348.47	416.34	522.02	657.19	847.85	1,073.42	1,352.89
毛利率	65.8%	68.1%	71.4%	71.4%	71.5%	71.1%	71.3%	71.4%
乌灵系列								
收入	486.23	606.37	850.23	1,081.13	1,393.28	1,787.05	2,243.61	2,772.21
YOY (%)	37.2%	24.7%	40.2%	27.2%	28.9%	28.3%	25.5%	23.6%
成本	85.37	103.06	106.43	128.88	169.86	225.30	283.21	350.38
毛利率	82.4%	83.0%	87.5%	88.1%	87.8%	87.4%	87.4%	87.4%
百令系列								
收入	179.33	213.05	264.78	256.84	276.40	285.01	370.51	481.67
YOY (%)	38.4%	18.8%	24.3%	-3.0%	7.6%	3.1%	30.0%	30.0%
成本	37.81	44.95	56.34	57.02	67.00	94.30	121.76	157.57
毛利率	78.9%	78.9%	78.7%	77.8%	75.8%	66.9%	67.1%	67.3%
中药饮片和中药配方颗粒								
收入	239.82	263.66	333.03	432.94	562.82	731.67	951.17	1,236.52
YOY (%)	6.4%	9.9%	26.3%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
成本	186.40	199.53	250.30	318.70	397.42	494.70	624.08	786.58
毛利率	22.3%	24.3%	24.8%	26.4%	29.4%	32.4%	34.4%	36.4%
其他主营业务								
收入	1.63	2.47	2.10	12.10	32.10	77.10	122.10	182.10
YOY (%)	-91%	52%	-15%	476%	165%	140%	58%	49%
成本	0.56	0.94	0.47	2.47	6.47	15.47	24.47	36.47
毛利率	65.6%	62.0%	77.6%	79.6%	79.8%	79.9%	80.0%	80.0%
其他业务								
收入	4.15	5.32	7.26	40.00	44.00	48.40	53.24	58.56
YOY (%)	47.7%	28.2%	36.5%	451%	10%	10%	10%	10%
成本	1.62		2.80	14.95	16.45	18.09	19.90	21.89
毛利率	61.0%	100.0%	61.4%	62.6%	62.6%	62.6%	62.6%	62.6%

资料来源：wind，光大证券研究所预测

6.2、相对估值

由于公司业绩持续为正，且处于快速增长的阶段，我们采用 PE 估值法，选择 A 股有代表性的具有特色医保品种的中药公司以岭药业/达仁堂/康缘药业/新天药业作为可比公司，可比公司当前股价对应 2022 年 PE 均值为 35 倍，2023 年 PE 均值为 28 倍。

佐力药业当前股价对应 2023 年 PE 为 21 倍。考虑到公司加速院内外渠道渗透，加大品牌营销和学术推广，目标打造 20 亿乌灵系列、10 亿百令系列以及 10 亿中药饮片和配方颗粒，我们参考可比公司平均估值给予佐力药业 2023 年 27 倍 PE，对应股价为 15.12 元。

表 15: 佐力药业的可比公司估值表

代码	公司	2022/11/18	EPS (元)				PE (倍)				市值 (亿元)
		收盘价 (元)	21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
002603.SZ	以岭药业	46.28	0.80	0.97	1.15	1.36	58	48	40	34	773
600329.SH	达仁堂	31.06	1.00	1.15	1.43	1.80	31	27	22	17	192
600557.SH	康缘药业	23.06	0.56	0.70	0.89	1.08	42	33	26	21	135
002873.SZ	新天药业	17.48	0.62	0.55	0.71	0.90	40	32	25	20	41
	平均值						58	35	28	23	
300181.SZ	佐力药业	11.73	0.29	0.42	0.56	0.71	40	28	21	16	71

资料来源: Wind, 可比公司盈利预测取自 Wind 一致预期, 佐力药业的盈利预测来自光大证券, 截至日期 2022.11.18

6.3、绝对估值

关于基本假设的几点说明:

- 1、长期增长率: 由于中药行业有着稳定、庞大的需求市场, 假设公司进入稳定增长阶段后的长期增长率为 2%;
- 2、β 值选取: 采用申万医药生物行业 β 作为公司无杠杆 β 的近似;
- 3、税率: 我们预测公司未来税收政策较稳定, 结合公司过去几年的实际税率, 假设公司未来税率为 13.80%。

表 16: 绝对估值核心假设表

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.17%
β(Blevered)	1.09
Rm-Rf	4.33%
Ke(levered)	7.88%
税率	13.80%
Kd	3.88%
Ve	6317.02
Vd	190.67
目标资本结构	25.00%
WACC	6.88%

资料来源: 光大证券研究所预测

表 17: 现金流折现及估值表

	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	555.31	5.12%
第二阶段	2461.34	22.67%
第三阶段 (终值)	7838.27	72.21%
企业价值 AEV	10854.91	100.00%
加: 非经营性净资产价值	(143.80)	-1.32%
减: 少数股东权益 (市值)	83.24	-0.77%
减: 债务价值	190.67	-1.76%
总股本价值	10437.21	96.15%
股本 (百万股)	608.62	
每股价值 (元)	17.15	
PE (隐含-2022)	40.60	
PE (动态-2022)	27.77	

资料来源: 光大证券研究所预测

表 18：敏感性分析表

长期增长率 WACC	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
5.88%	18.95	20.66	22.81	25.60	29.36
6.38%	16.70	18.03	19.65	21.69	24.34
6.88%	14.85	15.89	17.15	18.69	20.63
7.38%	13.31	14.14	15.13	16.32	17.78
7.88%	12.00	12.67	13.46	14.40	15.53

资料来源：光大证券研究所预测

根据上述假设，我们采用 FCFF 绝对估值法，得到公司的合理股价为 17.15 元。在贴现率±0.5%、长期增长率±0.5%的敏感度区间内，佐力的估值区间为 14.14-21.69 元。

6.4、 估值结论与投资评级

公司拥有原料药制剂一体化的独家乌灵系列和高壁垒高景气的百令系列，产品药效显著，安全性较好，已进入多个专家共识和临床指南。乌灵胶囊和百令片具有多科室推广的良好基础，市场空间广阔。公司将加速院内外渠道渗透，推进学术推广和品牌建设，业绩有望持续高增。同时公司积极把握中药配方颗粒的行业红利，稳步推进新国标和省标备案，立足浙江拓展全国，有望成为公司新的增长点。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 2.57/3.40/4.34 亿元，当前股价对应 PE 为 28/21/16 倍。我们结合相对估值与绝对估值两种方法，出于谨慎原则，给予公司目标价 15.12 元（对应 2023 年 27 倍 PE）。首次覆盖，给予“买入”评级。

6.5、 股价驱动因素

短期股价催化剂：核心品种销售超预期；OTC 渠道拓展和品牌推广顺利；中药配方颗粒新国标和省标备案加速；乌灵胶囊治疗 AD 的临床药理药效研究取得重大突破。

长期股价催化剂：新药研发和新适应症开发顺利；中药材和中成药质量管控趋严，加速落后产能出清；老龄化和消费升级推动中药消费品行业渗透率提升。

7、 风险分析

产品集采风险：公司产品进入集采目录，若未中标或降价幅度过高，可能会导致公司销售额增长不及预期。

OTC 渠道拓展不及预期：乌灵胶囊和百令片均为 OTC 产品，若院外渠道拓展不畅，可能会导致公司销售额增长不及预期。

同业竞争加剧风险：若竞品加速放量，会导致竞争格局恶化，从而影响公司主要产品的市场份额提升。

研发进展不及预期：公司在研管线有新药开发和新适应症的拓展，若研发进展不及预期，将不利用公司长期发展。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,091	1,457	1,823	2,309	2,929
营业成本	350	416	522	657	848
折旧和摊销	54	54	53	63	73
税金及附加	15	18	24	30	38
销售费用	518	708	853	1,076	1,359
管理费用	84	86	105	131	164
研发费用	30	46	55	69	88
财务费用	15	9	16	26	30
投资收益	0	1	3	3	4
营业利润	110	225	318	407	514
利润总额	109	222	312	401	508
所得税	14	30	43	54	69
净利润	95	192	269	347	440
少数股东损益	7	13	12	7	5
归属母公司净利润	89	179	257	340	434
EPS(元)	0.15	0.29	0.42	0.56	0.71

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	280	252	299	372	461
净利润	89	179	257	340	434
折旧摊销	54	54	53	63	73
净营运资金增加	106	-36	141	195	248
其他	31	55	-152	-225	-294
投资活动产生现金流	-121	-37	-164	-199	-198
净资本支出	-55	-148	-202	-202	-202
长期投资变化	2	2	0	0	0
其他资产变化	-68	109	38	3	4
融资活动现金流	-53	-243	88	-52	-108
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-9	-166	460	102	106
无息负债变化	116	180	95	142	192
净现金流	105	-28	223	121	155

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	67.9%	71.4%	71.4%	71.5%	71.1%
EBITDA 率	18.9%	20.5%	21.2%	21.5%	21.1%
EBIT 率	13.7%	16.6%	18.3%	18.7%	18.6%
税前净利润率	10.0%	15.3%	17.1%	17.4%	17.3%
归母净利润率	8.1%	12.3%	14.1%	14.7%	14.8%
ROA	3.9%	7.0%	8.4%	9.5%	10.4%
ROE (摊薄)	5.5%	9.7%	14.8%	17.5%	19.9%
经营性 ROIC	8.3%	13.2%	15.3%	17.0%	18.5%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	30%	28%	41%	43%	44%
流动比率	1.61	1.61	1.09	1.15	1.21
速动比率	1.28	1.14	0.79	0.83	0.87
归母权益/有息债务	4.61	10.11	2.71	2.61	2.57
有形资产/有息债务	6.41	13.77	4.63	4.60	4.67

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	2,470	2,749	3,211	3,667	4,211
货币资金	254	232	456	577	732
交易性金融资产	61	66	0	0	0
应收账款	272	300	353	446	567
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	6	27	33	41	53
存货	201	274	338	426	551
其他流动资产	169	38	38	38	38
流动资产合计	965	942	1,225	1,540	1,954
其他权益工具	461	649	649	649	649
长期股权投资	2	2	2	2	2
固定资产	749	738	817	911	1,006
在建工程	1	40	90	115	128
无形资产	70	65	66	66	67
商誉	130	130	130	130	130
其他非流动资产	53	141	171	171	171
非流动资产合计	1,505	1,807	1,986	2,127	2,257
总负债	750	765	1,320	1,564	1,862
短期借款	303	178	642	745	850
应付账款	189	277	345	434	560
应付票据	11	19	14	18	23
预收账款	1	2	3	4	5
其他流动负债	0	0	1	1	1
流动负债合计	599	585	1,121	1,343	1,615
长期借款	30	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	25	47	52	59	68
非流动负债合计	151	181	199	221	246
股东权益	1,719	1,983	1,891	2,103	2,350
股本	609	609	609	609	609
公积金	404	411	437	471	514
未分配利润	332	455	565	710	892
归属母公司权益	1,603	1,844	1,740	1,945	2,186
少数股东权益	117	139	151	158	163

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	47.45%	48.61%	46.80%	46.60%	46.40%
管理费用率	7.66%	5.88%	5.78%	5.68%	5.58%
财务费用率	1.41%	0.63%	0.89%	1.13%	1.02%
研发费用率	2.79%	3.13%	3.00%	3.00%	3.00%
所得税率	13%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.10	0.20	0.27	0.34	0.43
每股经营现金流	0.46	0.41	0.49	0.61	0.76
每股净资产	2.63	3.03	2.86	3.20	3.59
每股销售收入	1.79	2.39	3.00	3.79	4.81

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	80	40	28	21	16
PB	4.5	3.9	4.1	3.7	3.3
EV/EBITDA	37.8	25.9	20.9	16.5	13.5
股息率	0.9%	1.7%	2.3%	2.9%	3.7%

行业及公司评级体系

评级	说明
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 15%；
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。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE