

佐力药业 (300181)

乌灵系列、百令片、配方颗粒多品种驱动，业绩持续高增长

买入 (首次)

2022年11月27日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明

执业证书: S0600520090002

Zhouxm@dwzq.com.cn

证券分析师 徐梓煜

执业证书: S0600522080001

xuzy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	1,457	1,898	2,572	3,220
同比	34%	30%	35%	25%
归属母公司净利润 (百万元)	179	260	375	507
同比	102%	45%	44%	35%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.29	0.43	0.62	0.83
P/E (现价&最新股本摊薄)	39.79	27.47	19.02	14.09

关键词: #产能扩张

投资要点

- 战略聚焦乌灵优质品种，乌灵系列+百令+配方颗粒多品种放量：**公司主要产品为乌灵系列、百令片、中药饮片、中药配方颗粒等；三大基药核心品种院端持续快速放量，围绕一体两翼战略，深耕院端，加大 OTC、线上等渠道开拓；根据需求新建产能，解决产能瓶颈；业绩有望保持高增速，预计 2022-2024 年净利润 CAGR 约 40%。
- 顶层政策支持中医药：“十四五”规划提出要求，15 项指标体现新时期中医药高质量发展目标，10 个重点任务明确具体措施，其中明确指出到 2025 年中医医疗结构达 9.5 万家(对比 2020+31%)，二级以上公立综合医院设置中医临床科室的比例 90% 等要求将持续提升中医市场规模；986 基药政策利于基药品种在不同等级医院放量，利于中成药放量；十二大后北京、江苏针对中成药独家产品集采降价幅度有收窄趋势，企业通过规格调整及集采后销售费用下降，实现快速放量，对净利润影响有限。**
- 乌灵胶囊有望成为 20 亿大单品，潜力品种灵泽片有望达到 5 亿：**乌灵胶囊是公司的独家品种，主要成分为具有高生产壁垒的乌灵菌粉，是公司核心产品之一，2021 年收入 8.5 亿元 (+40.2%)，稳居 2021 年公立医院神经类中成药第二。乌灵胶囊不断开拓新适应症，已开展帕金森病、冠心病、功能性胃肠病等新适应症临床研发，且开始老年痴呆 (AD) 等临床前研究；随着公司深入对乌灵胶囊药理和作用机制的研究，并联合知名医院开展高等级的循证医学研究，未来新适应症拓展空间大。目前乌灵胶囊医疗机构覆盖过万家，且公司在医院端、药店端、线上渠道等共同发力，覆盖率不断上升；预计乌灵胶囊 2022-2024 年保持 25-30% 左右增速；有望在 2025 年成长为 20 亿大单品。灵泽片是乌灵系列又一大作，主要治疗前列腺相关疾病，潜力大，2022-2024 年预计保持 35% 年复合增速；有望在 2027 年成为 5 亿单品。
- 百令片应用范围广，成长空间广阔，配方颗粒将迎来放量：**百令片为发酵冬虫夏草菌粉制剂，临床应用科室范围广，包括肿瘤科、呼吸科、肾科、中医内科、内分泌等领域，适用人群基数大。百令片在 2018 年纳入基药后迅速放量，2019-2021 年销售额复合增长率达 21.5%；公司继续深入该品种渠道建设，未来预计保持 20% 左右稳定增长；长期看有望成为 5-10 亿级别大品种。中药饮片和配方颗粒是国家重点支持领域，中药饮片不受涨价影响；配方颗粒已有 600 多个科研专项的企业标准备案，2021 年底已建设完成年产能 800 吨，峰值产值约 8 亿元；目前公司已有国标 101 个品种、省标 29 个品种，且开始多省份备案，估计 2023、2024 年实现快速放量。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计 2022-2024 年总营收为 19.0/25.7/32.2 亿元，同比增速分别 30%/35%/25%；归母净利润为 2.6/3.8/5.1 亿元，同比增速分别 45%/44%/35%，2022-2024 年 P/E 估值分别为 27/19/14X；基于公司 1) 乌灵胶囊持续放量，2) 灵泽片进入放量期；3) 配方颗粒新产能释放；首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**集采风险；产品销售不及预期；研发不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	11.95
一年最低/最高价	7.30/13.99
市净率(倍)	4.33
流通 A 股市值(百万元)	6,067.19
总市值(百万元)	7,273.07

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.76
资产负债率(% ,LF)	31.97
总股本(百万股)	608.62
流通 A 股(百万股)	507.71

相关研究

内容目录

1. 重新聚焦乌灵优质品种，业绩保持高速增长	5
1.1. 公司产品管线丰富，覆盖多科室	6
1.2. “乌灵系列+百令片”多品种放量，业绩重回高增速	7
2. 政策利好频发，十四五规划顶层政策助力中药行业快速发展	9
2.1. 2019 年中药市场规模 5000 亿，保持稳健增长	9
2.2. 十三五、十四五规划等顶层政策明确鼓励中药发展	10
2.3. 基药目录中中药占比逐次增加，“986”目标尚有差距，刺激中药放量	13
3. 乌灵胶囊布局心理大健康，剑指百亿规模市场	14
3.1. 心理健康领域大蓝海，中药类市场地位持续提升	14
3.2. 乌灵胶囊临床证据丰富，正二次拓展市场空间	16
3.2.1. 乌灵胶囊在心身相关障碍症状中的临床疗效显著	16
3.2.2. 乌灵胶囊核心竞争力强，对比传统中药优势明显	17
3.2.3. 乌灵胶囊循证证据丰富，持续拓展老年痴呆等其他领域	18
3.3. 乌灵胶囊稳健增长，有望在 2025 年成为 20 亿重磅品种	19
3.3.1. 乌灵胶囊市场龙头地位稳固，占据主要市场份额	19
3.3.2. 乌灵胶囊市场需求旺盛，有望成长为 20 亿级大品种	21
3.4. 灵泽片势头强劲，院内院外快速放量，有望成为 5 亿大品种	23
4. 百令片应用范围广，成长空间广阔	25
5. 中药饮片与配方颗粒业务稳中向好，有望打造新一增长极	27
5.1. 政策支持下中药饮片市场规模快速增长，佐力药业品规完善	27
5.2. 配方颗粒试点工作结束，公司市场拓展卓有成效	29
6. 定增加速落地，产能扩张在即	31
7. 盈利预测与投资评级	32
7.1. 关键假设和收入拆分	32
7.2. 可比公司估值	34
7.3. 盈利预测	35
8. 风险提示	35

图表目录

图 1: 公司发展沿革	5
图 2: 公司股权架构 (截至 2022 三季报)	6
图 3: 公司营业收入及增速情况	8
图 4: 公司归母净利润及增速情况	8
图 5: 公司毛利率和净利率情况	8
图 6: 公司期间费用率情况	8
图 7: 公司各业务板块营收情况 (亿元)	9
图 8: 公司各业务板块毛利情况 (亿元)	9
图 9: 中国药物市场拆分 (2015-2030E)	9
图 10: 样本医院基药使用金额、频度占比	13
图 11: 2019 年心理健康类疾病患者数和发病率 (人, %)	15
图 12: 9 城市 121 家医疗机构 2017—2020 年安神类中成药用药金额及占总中成药金额的比例	15
图 13: 9 城市 121 家医疗机构 2017—2020 年安神类中成药患者次均金额及增长情况	16
图 14: γ -氨基丁酸多样化功能	16
图 15: γ -氨基丁酸的神经系统功能	16
图 16: 乌灵胶囊治疗焦虑症临床研究	17
图 17: 乌灵胶囊治疗失眠症临床研究	17
图 18: 乌灵胶囊正在开展多种适应症的临床试验	18
图 19: 2021 年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	20
图 20: 2021 年县级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	20
图 21: 9 城市 121 家医疗机构 2017-2020 年 DDDs 排序前 10 位安神类中成药用药频度、用药金额、日均费用及排序比分析	20
图 22: 乌灵胶囊销售额持续增长	21
图 23: 乌灵胶囊销售量持续增长	21
图 24: 医药固体制剂数字化车间的胶囊生产线设计生产能力	21
图 25: 2022H1 前列腺增生药品竞争格局 (零售市场)	23
图 26: 2022H1 前列腺增生药品竞争格局 (院内市场)	23
图 27: 灵泽片 2017-2022H1 样本医院销售额 (零售市场)	24
图 28: 灵泽片 2017-2022H1 样本医院销售额 (院内市场)	24
图 29: 佐力药业百令片	25
图 30: 百令片治疗慢性肾病疗效评价	26
图 31: 百令片历年销售额情况 (万盒)	27
图 32: 百令片历年销售量情况 (万盒)	27
图 33: 2019 年中医药市场各子行业销售额占比	28
图 34: 我国中药饮片市场规模	28
图 35: 佐力药业中药饮片销售收入	29
图 36: 我国配方颗粒市场规模	30
图 37: 公司配方颗粒销售额	31

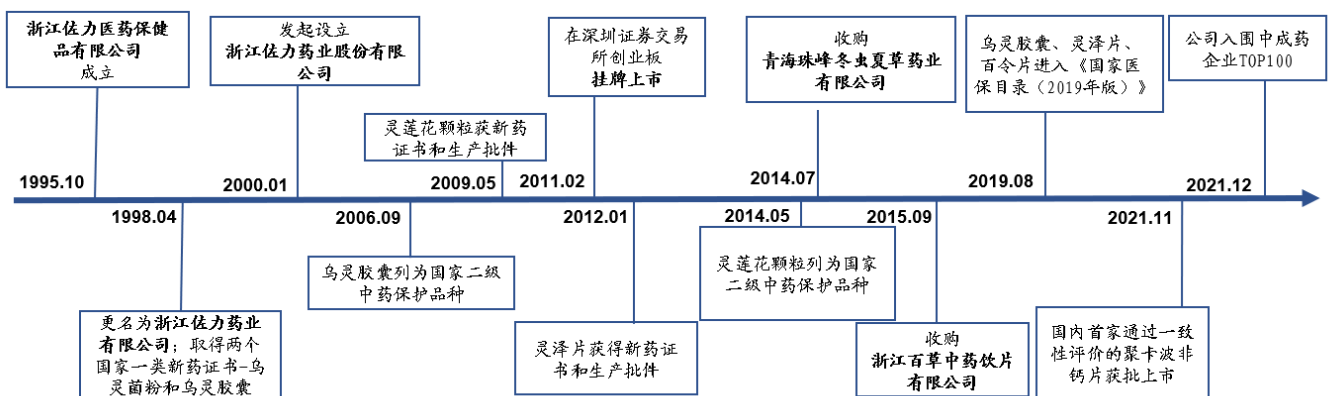
表 1: 公司主要产品情况	7
表 2: 近年中医药行业利好政策	10
表 3: “十三五”中医药规划中医疗资源指标完成情况	11
表 4: “十四五”中医药规划主要发展指标	11
表 5: “十四五”中医药规划 10 个重点任务	12
表 6: 历次基药目录调整	13
表 7: 公司主要产品功能介绍	14
表 8: 乌灵胶囊进入的部分临床指南	19
表 9: 乌灵胶囊未来市场空间预测	22
表 10: 灵泽片有望成为又一 5 亿大品种	25
表 11: 百令片联合常规治疗对早期糖尿病疗效的指标评价	25
表 12: 城市社区卫生中心（站）中成药泌尿系统疾病用药 TOP10 产品市场份额	27
表 13: 中药相关政策	28
表 14: 中药配方颗粒与中药饮片优劣比较	29
表 15: 试点工作结束前后对比	30
表 16: 公司非公开发行募投项目投资情况（万元）	31
表 17: 定增项目预期产能情况（万盒）	32
表 18: 定增项目销售预期（百万元）	32
表 19: 公司收入拆分	33
表 20: 可比公司估值对比	34

1. 重新聚焦乌灵优质品种，业绩保持高速增长

浙江佐力药业股份有限公司成立于 2000 年 1 月，其前身为浙江佐力医药保健品有限公司，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，于 2011 年在深证证券交易所成功登陆创业板。佐力立足于药用真菌发酵技术生产现代化生物中药产品，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、销售业务。目前，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、提取、片剂、胶囊、饮片、颗粒和冻干粉针等生产流水线。

公司于 1998 年取得乌灵菌粉和乌灵胶囊新药证书，2009 年获得灵莲花颗粒新药证书和生产批件，于 2012 年灵泽片获得新药证书和生产批件，于 2014 年收购青海珠峰冬虫夏草药业有限公司，获得百令片；于 2017 年公司中药配方颗粒获得药品 GMP 证书。自此，公司业务稳定为乌灵胶囊、百令片系列、中药配方颗粒剂和中药饮片系列等板块，并为公司持续创造收入。经 20 余年积累和发展，公司已经从单一品种乌灵胶囊发展为“乌灵系列+百令片”多品种放量，通过真菌生物发酵技术开创了一条中药创新之路。

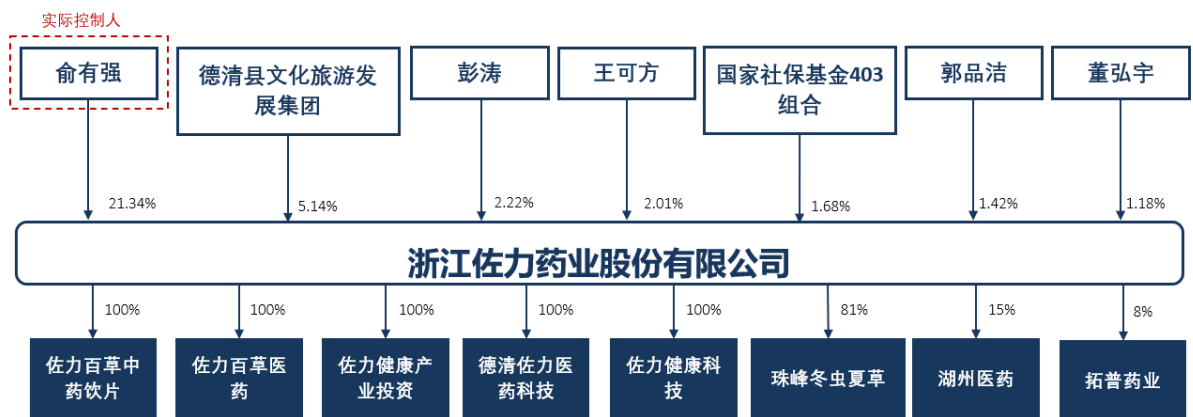
图 1：公司发展沿革



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司股权稳定。公司实控人为俞有强先生，曾于 2020 年 9 月 28 日引入战略投资者德清文旅集团，签署《股份转让协议》将其持有公司 4330 万股股份协议转让给德清文旅集团，截至 2022 年三季报，德清文旅集团持有公司 5.14% 的股份；俞有强先生持有公司 21.34% 股份，拥有公司控股权。

图 2：公司股权架构（截至 2022 三季报）



数据来源：wind，东吴证券研究所

目前，公司拥有浙江佐力健康产业投资管理有限公司、浙江佐力健康科技有限公司、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、德清佐力医药科技有限公司五家全资子公司，以及青海珠峰冬虫夏草药业有限公司一家控股子公司，参股了科济生物医药有限公司。

孙公司佐力创新医疗的参股公司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 6 月 18 日，科济药业于港交所挂牌上市，佐力创新医疗持有 2839 股普通股，占比 5%。

1.1. 公司产品管线丰富，覆盖多科室

公司主要经营销售产品为乌灵菌粉系列、百令系列、中药饮片及中药配方颗粒。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，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；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；百令片则是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，临床上通常用于治疗慢阻肺以及慢性肾脏病、慢性肾炎、原发性肾病综合征及慢性肾衰竭患者，最新应用表明其在糖尿病领域也可以起到一定作用；中药饮片方面，佐力控股子公司佐力百草中药现有饮片系列 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；中药配方颗粒性味、功效与饮片一致，但具有便携、易服、剂量准确等优点，公司现有 600 多个中药配方颗粒备案品种。

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）》。

表 1: 公司主要产品情况

序号	药品名称	功能主治/适应症	备注	是否独家
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	是
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	是
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	是
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	否
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。	/	/

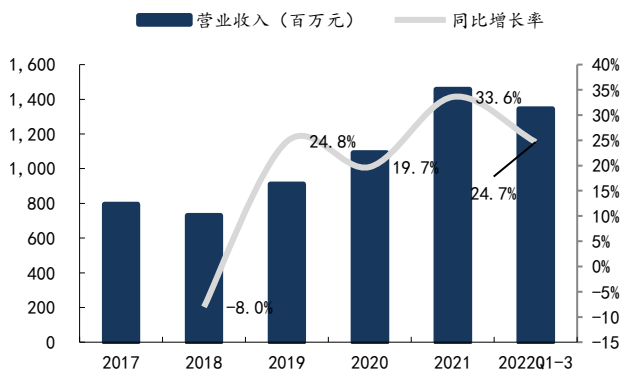
数据来源：药智网，公司官网，东吴证券研究所

1.2. “乌灵系列+百令片”多品种放量，业绩重回高增速

政策导致业绩承压，及时进行转型。2017 年公司因受到政策段两票制、二次议价、药占比控制等因素导致了主力产品乌灵胶囊和百令片销售收入都有不同程度下滑。2018 年公司根据国内医药市场现状，围绕公司发展战略对公司主营业务进行了优化整合。公司以 1.2 亿元收购了珠峰集团持有的珠峰药业 30% 的股份；与德清县卫计局签署协议退出德清医院经营，获得补偿款 1.64 亿元；完成科济药业 Pre-C 轮融资。经过一系列经营投资方面的调整，2019 年佐力药业以核心产品乌灵胶囊、百令片、灵泽片进入国家基本药物目录为契机，走出低谷期，成功步入营收稳定增长期。

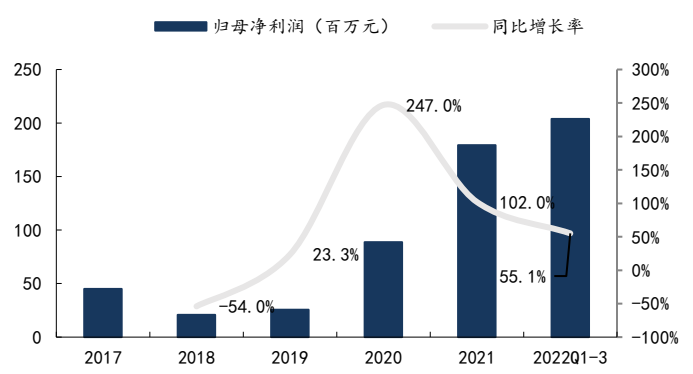
改革后业绩进入快车道。2019 年经营性调整以后，公司经营业绩得到明显改善。公司 2022 前三季度实现营业收入 13.44 亿元，同比增长 24.7%，实现归母净利润 2.04 亿元，同比增长 55.1%。拉长来看，公司 2018-2021 年营收和归母净利润 CAGR 分别为 26% 和 105%，业绩进入放量期，利润快速释放。

图 3: 公司营业收入及增速情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

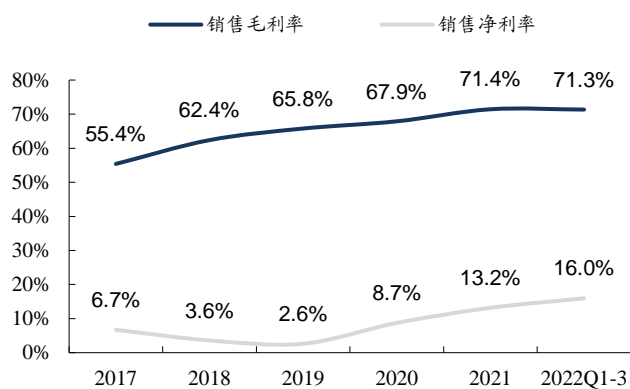
图 4: 公司归母净利润及增速情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

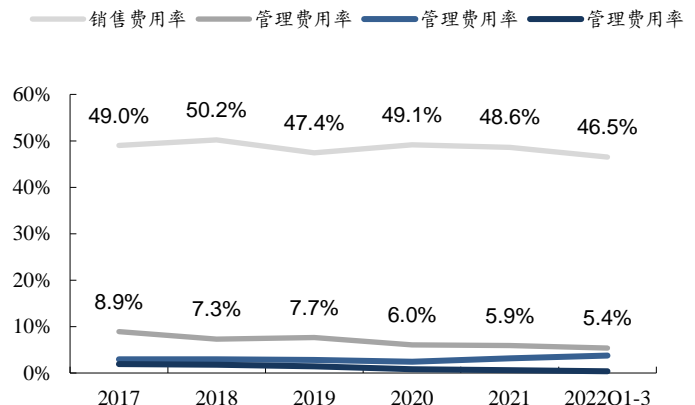
毛利率提升，费用率下降，盈利能力不断改善。随着公司乌灵胶囊、百令片等进入基药目录并开始放量，毛利率水平逐年提升；2022 年前三季度达到 71.3%。从费用率上看，随着公司内部管理结构优化和收入放量，管理费用率持续下滑，从 2017 年的 8.9% 下降至 2022 前三季度的 46.5%；销售费用率先升后降，主要因为前期医院铺设费用较高，目前已初步完成布局，费用率随着收入增长而下滑，对比 2017 年下滑 2.5pct；财务费用率保持稳定下降；研发费用率保持微升。综合来看，公司前三季度期间费用率对比 2021 同期下降 2.0pct，费用控制良好。随着毛利率提升和费用率控制，公司销售净利率从 2019 年的 2.6% 提升至 2022 前三季度的 16.0%，盈利能力大幅提升。

图 5: 公司毛利率和净利率情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

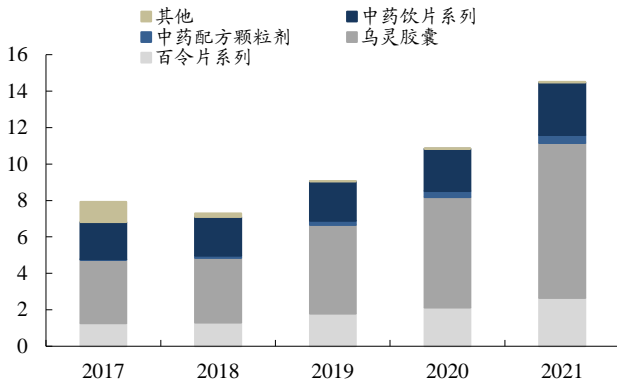
图 6: 公司期间费用率情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

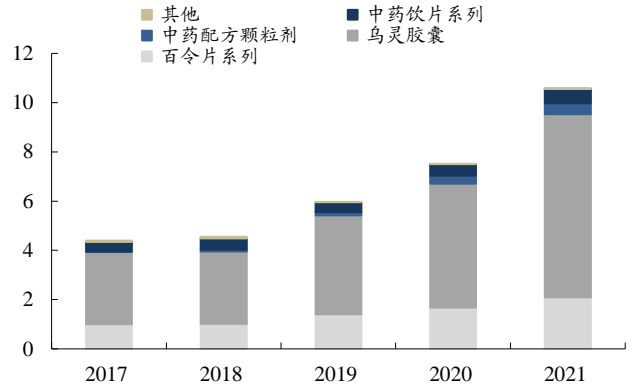
“乌灵系列+百令片”多品种放量，强力支撑公司业绩持续增长。2017-2021年，乌灵胶囊和百令片营收占比分别从43.8%和16.0%增长至2021年的58.3%、18.2%，二者贡献了公司75%以上的营收。其中，乌灵胶囊4年年化增长率为25.0%，百令片4年年化增长率为20.2%。乌灵系列+百令片等多品种驱动，有力保障了公司业绩稳定增长。

图 7: 公司各业务板块营收情况 (亿元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 8: 公司各业务板块毛利情况 (亿元)



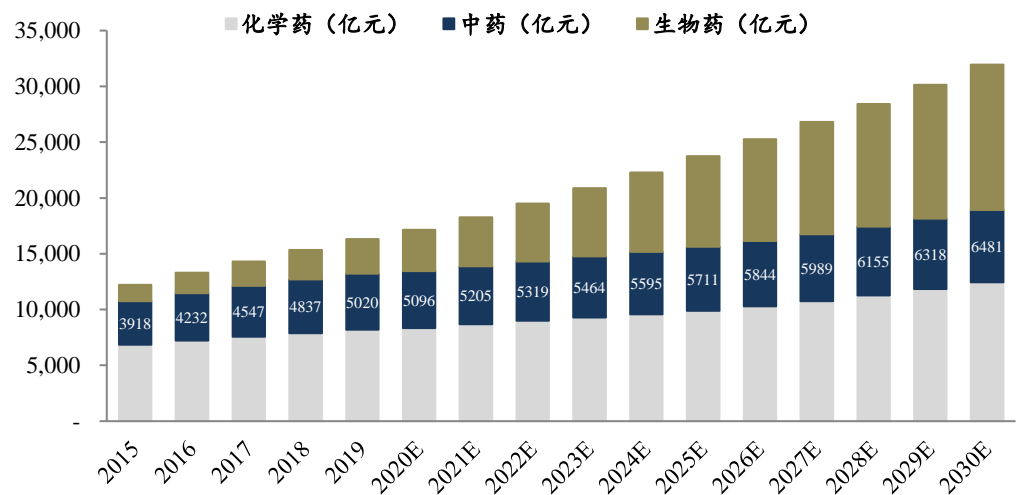
数据来源: wind, 东吴证券研究所

2. 政策利好频发，十四五规划顶层政策助力中药行业快速发展

2.1. 2019 年中药市场规模 5000 亿，保持稳健增长

跟随整个医药市场扩容趋势，我国中药市场稳定扩大。中医药是中华传统瑰宝，我国医药市场主要由化学药、生物药以及中药组成。据 Frost & Sullivan 统计，2015-2019 年中国医药市场规模的年复合增长率为 7.5%，中药市场跟随扩容趋势，年复合增长率为 6.4%，增速高于化药。同时 Frost & Sullivan 预计我国中药市场规模在 2019-2024 年的年复合增长率为 2.2%，2025-2030 年的年复合增长率为 2.6%，速度将有所放缓，但整体仍保持稳步增长的态势。

图 9: 中国药物市场拆分 (2015-2030E)



数据来源：Frost & Sullivan，东吴证券研究所

中药市场扩容主要由以下因素推动：1) 国家高度重视中医药发展，多项政策利好。除中医药“十三五”、“十四五”规划外，2016年起国家还陆续颁布了多个中医药行业利好政策。其中，《中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）》明确了2020年、2030年等需要完成的阶段性目标和工作方向与重点；《中共中央、国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》对于中医药传承创新不足、作用发挥不充分等问题提出了具体解决措施等。国家高度重视中医药发展，把相关工作摆在了突出位置，中医药行业受到政府大力支持。

表 2：近年中医药行业利好政策

政策名称	发布时间	主要内容
《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	2021年2月	1、夯实中医药人才基础。2、提高中药产业发展活力。3、增强中医药发展动力。4、完善中西医结合制度。5、实施中医药发展重大工程。6、提高中医药发展效益。7、营造中医药发展良好环境。
《关于促进中医药传承创新发展的意见》	2019年10月	1、健全中医药服务体系。2、发挥中医药在维护和促进人民健康中的独特作用。3、大力推动中药质量提升和产业高质量发展。4、加强中医药人才队伍建设。5、促进中医药传承与开放创新发展。6、改革完善中医药管理体制机制：
《中国的中医药》白皮书	2016年12月	1、中医药历史发展。2、提出中国发展中医药的基本原则和主要措施：坚持以人为本，实现中医药成果人民共享；坚持中西医并重，把中医药与西医药摆在同等重要的位置；坚持中医与西医相互取长补短、发挥各自优势；坚持继承与创新的辩证统一，既保持特色优势又积极利用现代科学技术；坚持统筹兼顾，推进中医药全面协调可持续发展；坚持政府扶持、各方参与，共同促进中医药事业发展。3、中医药传承与发展工作相关举措。4、中医药国际交流与合作。
《“健康中国2030”规划纲要》	2016年10月	充分发挥中医药独特优势：1、提高中医药服务能力，实施中医临床优势培育工程。2、发展中医养生保健治未病服务，实施中医治未病健康工程。3、推进中医药继承创新，实施中医药传承创新工程。
《中医药发展战略规划纲要（2016-2030年）》	2016年2月	1、明确了未来十五年我国中医药发展方向和工作重点：到2020年，实现人人基本享有中医药服务，中医药产业成为国民经济重要支柱之一；到2030年，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强，对经济社会发展作出更大贡献。2、明确了今后一个时期中医药发展的重点任务：一要切实提高中医医疗服务能力，二要大力发展中医养生保健服务，三要全面做好中医药理论方法继承，四要着力推进中医药创新，五要全面提升中药产业发展水平，六要大力弘扬中医药文化，七要积极推动中医药海外发展。

数据来源：政府官网，东吴证券研究所

2.2. 十三五、十四五规划等顶层政策明确鼓励中药发展

“十三五”规划期间成果颇丰，中医药资源可及性显著提升。中医药是我国独有优势资源，为振兴中医药发展，国家在 2016 年制定了《中医药发展“十三五”规划》，提出了一系列具体目标。2016-2020 年期间取得积极成效，多个指标超额完成：**1) 中医药服务资源：**截至 2020 年，全国中医类医院 5482 家，中医医院 4426 家，中医类床位数 1,432,900 张，每千人卫生机构中医类别职业（助理）医师 0.48 人，中医药资源可及性显著提升。**2) 中医药法治化建设：**2017 年国家施行中医药第一部基础性、综合性法律《中华人民共和国中医药法》，而后《中医诊所备案管理暂行办法》、《中医医术确有专长人员医师资格考核注册管理暂行办法》等配套政策陆续出台，相关法治建设工作取得积极进展。**3) 中医药参与传染病防治和公共卫生事件能力：**新冠肺炎疫情防控救治中，国家中医药团队筛选出了“三药三方”等有效方药，参与制定了 3-8 版诊疗方案，全国中医药参与救治确诊病例达到 92%，湖北省中医药使用率和总有效率超过 90%。中医药在应对紧急卫生事件过程中发挥了重要作用，彰显了独特优势。**4) 中医药传承与创新：**“十三五”期间，全国建成 1482 家名老中医专家传承工作室，有 127 个传统医药类项目入选国家非物质文化遗产代表性目录，同时，国家布局建设了 40 个国家中医临床研究基地，相关工作持续加快推进。

表 3：“十三五”中医药规划中医疗资源指标完成情况

	2015 年	2020 年目标	2020 年实际	是否达成
中医医院	3966	4867	5482	是
中医医院床位数（万张）	82	113.6	143.29	是
每千常住人口公立中医医院床位数（张）	0.53	0.55	0.68	是
每千人口卫生机构中医执业类（助理）医师数（人）	0.33	0.4	0.48	是

数据来源：国家中医药管理局，东吴证券研究所

“十四五”规划提出新要求，15 项指标体现新时期中医药高质量发展目标，10 个重点任务明确具体措施，中医药支持力度再加码。2022 年 3 月国务院办公厅公布《“十四五”中医药发展规划》，提出了包含中医药医疗资源、中医药服务、中医药人力资源等 1 项约束性指标和 14 项预期性指标，在保留《中医药发展“十三五”规划》核心指标的基础上，更显科学性、合理性和可行性。同时，《规划》统筹考虑医疗、科研、产业、教育、文化、国际合作等中医药发展重点领域，提出了 10 个方面的重点任务，为全面推进健康中国建设、更好保障人民健康提供了有力支撑。

表 4：“十四五”中医药规划主要发展指标

主要指标	2020 年	2025 年目标	指标性质	提升
中医医疗机构数（万个）	7.23	9.5	预期性	31%
中医医院数（个）	5482	6300	预期性	15%
每千人口公立中医医院床位数（张）	0.68	0.85	预期性	25%
每千人口中医类别执业（助理）医师数（人）	0.48	0.62	预期性	29%

每万人口中医类别全科医生数(人)	0.66	0.79	预期性	20%
二级以上公立中医医院中医类别执业(助理)医师比例(%)	51.58	60	预期性	8.4pct
二级以上中医医院设置康复(医学)科的比例(%)	59.43	70	预期性	10.6pct
三级公立中医医院和中西医结合医院(不含中医专科医院)设置发热门诊的比例(%)	-	100	约束性	
二级以上公立中医医院设置老年病科的比例(%)	36.57	60	预期性	
县办中医医疗机构(医院、门诊部、诊所)覆盖率(%)	85.86	100	预期性	14.1pct
公立综合医院中医床位数(万张)	6.75	8.43	预期性	25%
二级以上公立综合医院设置中医临床科室的比例(%)	86.75	90	预期性	3.3pct
二级妇幼保健院设置中医临床科室的比例(%)	43.56	70	预期性	26.4pct
社区卫生服务中心和乡镇卫生院设置中医馆的比例(%)	81.29	力争到2022年全部设置	预期性	18.7pct
公民中医药健康文化素养水平(%)	20.69	25	预期性	4.3pct

数据来源: 国家中医药管理局, 东吴证券研究所

注: 1、中医医疗机构包括中医医院(含中西医结合医院、少数民族医院)、中医门诊部(含中西医结合门诊部、少数民族医门诊部)、中医诊所(含中西医结合诊所、少数民族医诊所)。2、二级以上公立中医医院中医类别执业(助理)医师比例统计范围不含中西医结合医院和少数民族医院。

表5: “十四五”中医药规划10个重点任务

任务	具体措施
一 建设优质高效中医药服务体系	做强龙头中医医院、做优骨干中医医院、做实基层中医药服务网络、健全其他医疗机构中医药科室4个方面具体措施
二 提升中医药健康服务能力	彰显中医药在健康服务中的特色优势、提升中医药参与新发突发传染病防治和公共卫生事件应急处置能力、发展少数民族医药、提高中西医结合水平、优化中医医疗服务模式5个方面的具体措施
三 建设高素质中医药人才队伍	深化中医药院校教育改革、强化中医药特色人才队伍建设、完善西医学习中医制度3个方面的具体措施
四 建设高水平中医药传承保护与科技创新体系	加强中医药传承保护、加强重点领域攻关、建设高层次科技平台、促进科技成果转化4个方面的具体措施
五 推动中药产业高质量发展	加强中药资源保护与利用、加强道地药材生产管理、提升中药产业发展水平、加强中药安全监管4个方面的具体措施
六 发展中医药健康服务业	促进和规范中医药养生保健服务发展、发展中医药老年健康服务、拓展中医药健康旅游市场、丰富中医药健康产品供给4个方面的具体措施
七 推动中医药文化繁荣发展	加强中医药文化研究和传播、发展中医药博物馆事业、做大中医药文化产业3个方面的具体措施
八 加快中医药开放发展	助力构建人类卫生健康共同体、深化中医药交流合作、扩大中医药国际贸易3个方面的具体措施

九 深化中医药领域改革	建立符合中医药特点的评价体系、健全现代医院管理制度、完善中医药价格和医保政策、改革完善中药注册管理、推进中医药领域综合改革 5 个方面的具体措施
十 强化中医药发展支撑保障	提升中医药信息化水平、建立国家中医药综合统计制度、加强中医药法治建设、深化中医药军民融合发展 4 个方面的具体措施

数据来源：国家中医药管理局，东吴证券研究所

2.3. 基药目录中中药占比逐次增加，“986”目标尚有差距，刺激中药放量

自 1977 年 WHO 首次提出基本药物理念后，全球已有 160 多个国家制定了本国的《基本药物目录》，其中 105 个国家制定和颁布了国家基本药物政策。我国从 1979 年开始引入“基本药物”的概念，到 2018 版（685）基药目录，一共发布过五版。

2018 版基药目录共调入药品 187 种，调出 22 种（其中有 17 个为化药），目录总品种数量由原来的 520 种增加到 685 种，其中西药 417 种、中成药 268 种。中成药数量占比进一步提升至 39.12%。

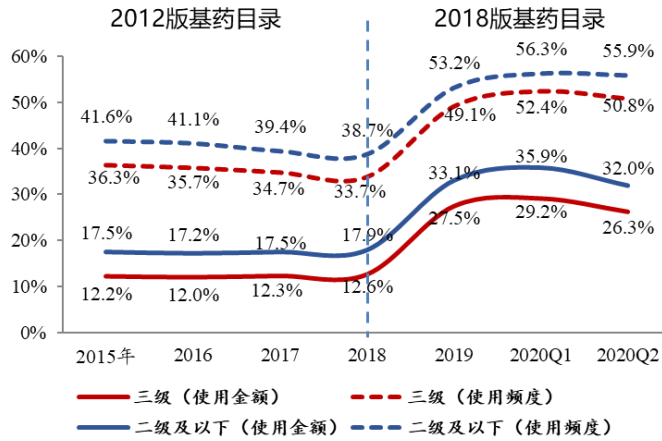
表 6: 历次基药目录调整

目录版本	发布年份	目录组成（个）		目录总数	中成药数量占比
		化药及生物制品	中成药		
第一版	1981	278	-	278	-
第二版	1996	699	1699	2398	-
2009 版	2009	205	102	307	33.22%
2012 版	2012	317	203	520	39.04%
2018 现行版	2018	417	268	685	39.12%

数据来源：各版本基药目录，东吴证券研究所

2019 年 10 月，国务院办公厅发布的《关于进一步做好短缺药品保供稳价工作的意见》提到，要逐步实现政府办基层医疗卫生机构、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%，推动各级医疗机构形成以基本药物为主导的“1+X”（“1”为国家基本药物目录、“X”为非基本药物，由各地根据实际确定）用药模式，优化和规范用药结构。2020 年上半年，基本药物使用品规数为 1119 种，使用金额占比 27.63%，使用频度占比 51.58%。距离“986”仍有不小差距。

图 10: 样本医院基药使用金额、频度占比



数据来源：中国药学会医院用药监测报告，东吴证券研究所

3. 乌灵胶囊布局心理大健康，剑指百亿规模市场

公司独家品种乌灵胶囊市占率常年位居细分领域公立医院前三。乌灵胶囊是公司的独家品种，主要成分乌灵菌粉。适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、神经衰弱等；在中成药用药市场神经系统疾病用药排名始终居于前列。目前乌灵胶囊的销售医疗机构覆盖数达万家，仍有较大提升空间；销售额仍较低，预计未来将保持高速增长。目前乌灵胶囊在医院端、药店端共同发力，重点医院、基层医院和县级医院的市场开发和覆盖率不断上升。同时公司注重线上销售，已组建电商部。通过 OTC 团队和线上电商销售，降低对医保依赖，优化销售结构。预计未来将保持较快增长。

表 7：公司主要产品功能介绍

药品名称	功能主治/适应症	备注
乌灵胶囊	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，神经衰弱见于上述症候者	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、腰酸背痛；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

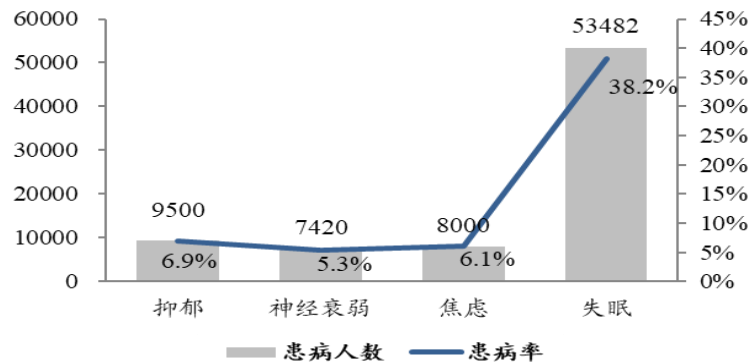
数据来源：药智网，公司公告，东吴证券研究所

3.1. 心理健康领域大蓝海，中药类市场地位持续提升

心理健康类疾病高发，用药前景广阔。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）》，其数据显示当前我国常见精神障碍和心理行为问题人数逐年增多。据中金企信国际咨询公布的《全球与中国市场抗焦虑用药前景预测及投资可行性分析报告（2021 版）》统计数据显示：2019 年中国抗焦虑用药市场规模达到 134.5 亿元；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%。根据《中国城镇居民心理健康白皮书》显示，2018 年中国城镇居民中，

73.6%的人处于心理亚健康状态。慢病人群中 50.1%的人存在不同程度的心理问题，抑郁、焦虑问题突出。

图 11：2019 年心理健康类疾病患者数和发病率（人，%）



数据来源：Pubmed，东吴证券研究所

安神类中成药用药地位逐步提升，未来将持续放量。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，所以近年来中药类抗焦虑用药市场地位正在持续上升。中药类抗焦虑用药对人体副作用相对较小，国家和政府大力支持中医药发展，随着中国中医药发展规划稳步推进，中药抗焦虑药物也将不断研发创新，虽然短期内难以对化学药产生较大的冲击，但中药抗焦虑用药在一些领域具有化学药所没有的优势，随着产品研发创新，市场需求也会有所增长。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，得到了广大医生及消费者的认可，有助于未来持续放量。

图 12：9 城市 121 家医疗机构 2017—2020 年安神类中成药用药金额及占总中成药金额的比例

城市	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年	
	金额(万元)	构成比 (%)	金额(年增长率%)	构成比 (%)	金额(年增长率%)	构成比 (%)	金额(年增长率%)	构成比 (%)
北京	274.27	2.06	337.17(22.93)	2.35	468.66(39.00)	2.79	479.46(2.30)	3.21
成都	97.02	1.47	112.34(15.79)	1.63	96.92(-13.73)	1.38	72.49(-25.20)	1.10
广州	187.51	1.81	220.39(17.54)	2.45	219.59(-0.36)	2.26	190.17(-13.40)	2.41
哈尔滨	30.20	0.68	35.07(16.12)	0.97	30.85(-12.01)	0.91	40.29(30.58)	1.99
杭州	48.22	1.68	46.12(-4.35)	1.77	53.56(16.13)	2.03	55.50(3.62)	2.64
上海	193.85	1.43	198.27(2.28)	1.52	218.37(10.14)	1.50	240.55(10.15)	1.77
沈阳	119.56	2.06	159.51(33.42)	2.63	211.42(32.54)	3.26	193.14(-8.65)	3.43
天津	38.80	0.62	38.78(-0.04)	0.96	32.99(-14.92)	0.82	40.41(22.49)	1.01
郑州	15.65	0.71	37.75(141.27)	1.14	69.12(83.07)	1.52	85.94(24.35)	1.82

数据来源：北京大学人民医院，临床药物治疗杂志，东吴证券研究所

2017—2020 年 9 城市安神类中成药用药金额变化较为波动，考虑价格变动影响，对安神类中成药用药金额构成比进行分析，即安神类中成药在该城市年度中成药总用药金额占比情况。除成都外其余城市安神类中成药金额占比均呈升高趋势。考虑人次影响，

分析患者次均费用，总体呈增长状态，沈阳次均金额最高，平均为 233 元；成都次均金额最低，平均为 97.43 元；哈尔滨增幅程度最高，2020 年约为 2017 年 2.6 倍金额。

图 13：9 城市 121 家医疗机构 2017—2020 年安神类中成药患者次均金额及增长情况

城市	2017年			2018年			2019年			2020年		
	金额(元)	金额(元)	增长(%)	金额(元)	增长(%)	金额(元)	增长(%)	金额(元)	增长(%)	金额(元)	增长(%)	
北京	147.82	142.19	-3.80	158.58	11.52	215.32	35.78					
成都	96.50	97.05	0.58	92.44	-4.75	103.72	12.20					
广州	111.59	111.99	0.36	112.94	0.85	127.09	12.53					
哈尔滨	95.29	102.92	8.00	107.09	4.05	248.38	131.93					
杭州	123.27	120.51	0.15	121.78	1.06	127.35	4.57					
上海	143.73	128.87	4.54	147.07	14.13	194.21	32.05					
沈阳	204.83	206.92	1.02	238.76	15.39	282.20	18.19					
天津	131.25	128.98	-1.74	124.13	-3.75	197.05	58.74					
郑州	118.37	130.91	10.59	135.39	3.42	157.49	16.32					

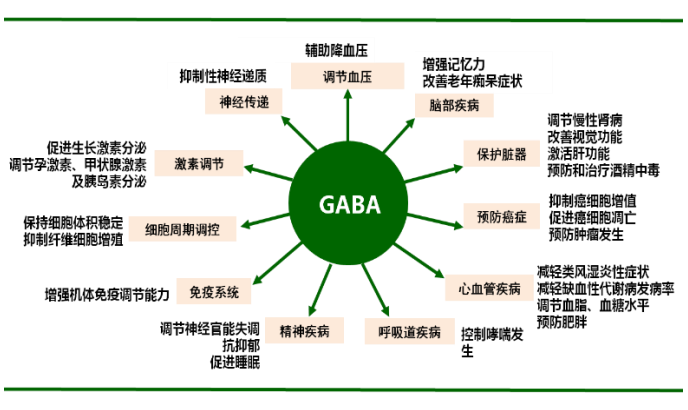
数据来源：北京大学人民医院，临床药物治疗杂志，东吴证券研究所

3.2. 乌灵胶囊临床证据丰富，正二次拓展市场空间

3.2.1. 乌灵胶囊在心身相关障碍症状中的临床疗效显著

乌灵胶囊通过增加 γ -氨基丁酸的体内含量发挥镇静安神作用。 γ -氨基丁酸(GABA)的药理作用是通过改变脑组织对谷氨酸和 GABA 的通透性，增加摄取量，增强谷氨酸脱羧酶的活性而使 γ -氨基丁酸合成增加，并提高其受体结合活性，产生镇静安眠作用；通过下调 5-HT_{2C} 受体水平，兴奋多巴胺能和肾上腺素能通路，调控转位因子蛋白(TSPO)介导的线粒体自噬信号通路发挥抗抑郁作用。能够有效维持内质网内环境稳态进而保护细胞，恢复神经细胞正常功能；拮抗脑内喹啉酸的积累，产生抗衰老和抗老年痴呆作用。

图 14： γ -氨基丁酸多样化功能



数据来源：中国农科院，东吴证券研究所

图 15： γ -氨基丁酸的神经系统功能



数据来源：天府新区荟欣诊所，东吴证券研究所

乌灵胶囊在心身相关障碍症状（焦虑、失眠、睡眠障碍、神经衰弱等）中的临床疗效显著。乌灵胶囊在心身相关障碍中广泛应用，是综合医院各科室治疗焦虑抑郁状态及失眠的有效用药，既可以作为单用治疗药物，也可以与其他中西药物联合应用，且不良反应少，安全性较好，减少患者病耻感，依从性好，因而具有较高的临床应用价值。《乌

灵胶囊在心身相关障碍中的临床应用专家共识》广泛总结了乌灵胶囊在心身相关障碍中的临床应用情况及使用规范，共识指出乌灵胶囊可广泛用于失眠症、抑郁和焦虑、情绪障碍、认知功能障碍、帕金森等心理健康相关疾病，已有数项临床研究证明其临床有效。

图 16: 乌灵胶囊治疗焦虑症临床研究

组别	例	治疗前	治疗后
观察组	46	42.08 ± 14.02	25.65 ± 5.25
对照组	46	41.78 ± 13.93	30.31 ± 6.11
<i>t</i>		0.1030	3.9234
<i>P</i>		0.9182	0.0001

组别	例	显效	有效	无效	总有效率
观察组	46	33 (71.74)	12 (26.09)	1 (2.17)	(87.83) ^Δ
对照组	46	21 (45.65)	16 (34.78)	9 (19.57)	(80.43)

注: 与对照组比较, ^Δ*P* < 0.05。

数据来源: 实用中医药杂志, 东吴证券研究所, 注: 观察组用松静功联合乌灵胶囊, 对照组只用乌灵胶囊治疗

图 17: 乌灵胶囊治疗失眠症临床研究

组别	例数	痊愈	显效	有效	无效	总有效
对照组	79	6(7.59)	21(26.58)	35(44.31)	17(21.52)	62(78.48)
观察组	80	13(16.25)	26(32.50)	34(42.50)	7(8.75)	73(91.25)
χ^2 值						8.617
<i>P</i> 值						0.001

组别	例数	治疗前	治疗1个月后	治疗2个月后
对照组	79	26.34 ± 3.41	21.03 ± 2.94 ^①	15.83 ± 1.99 ^②
观察组	80	26.71 ± 3.25	17.84 ± 3.02 ^①	11.26 ± 1.53 ^②
<i>t</i> 值			0.162	3.163
<i>P</i> 值			0.921	0.006

与同组治疗前比较, ①*P* < 0.05; 与同组治疗1个月比较, ②*P* < 0.05

数据来源: 新中医杂志, 东吴证券研究所, 注: 对照组给予盐酸帕罗西汀片治疗, 观察组给予乌灵胶囊治疗

3.2.2. 乌灵胶囊核心竞争力强, 对比传统中药优势明显

乌灵胶囊的主要成分乌灵菌粉是从我国珍惜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成的中药材。公司利用从乌灵参中分离获得的菌种, 实现了乌灵菌粉规模化生产。

乌灵菌粉的生产壁垒高, 具有研发技术优势。公司立足药用真菌生物发酵技术生产中药产品, 通过多年的研发改进, 实现了珍稀中药材乌灵参的产业化生产, 实现了传统中药材和现代生物技术的结合, 解决了天然乌灵参难以获取的难题, 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11日, 公司“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”(证书编号:MMJS2009YY042)。

乌灵菌粉生产的发酵技术不会受传统中药药材种植资源限制、药材价格波动等因素影响。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。公司从天然乌灵参中分离菌种, 利用现代生物发酵技术生产, 培养基原料一般为玉米、黄豆, 不受中药材价格波动和种植条件、天气因素影响。节约土地资源, 产品质量均一, 生产成本稳定可控。

生物发酵技术方便扩产, 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。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吨乌灵菌粉生产线投建前公司有两条乌灵菌粉生产线, 合计年产能600吨, 可满足乌灵系列近20亿规模的原料供应。

3.2.3. 乌灵胶囊循证证据丰富，持续拓展老年痴呆等其他领域

乌灵胶囊推动多适应症的临床研究和应用。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，有明确的 GABA 作用机理、基因芯片研究和 Meta 分析结果支持，公司借助心身医学大力发展的机会，持续推进乌灵胶囊在多个科室的临床研究和应用已经完成脑梗死等适应症的 I 期临床，开展帕金森病、冠心病、老年痴呆（AD）等新适应症研发；随着公司深入对乌灵胶囊药理和作用机制的研究，并联合知名医院开展高等级的循证医学研究，未来新适应症拓展空间大。

图 18：乌灵胶囊正在开展多种适应症的临床试验

登记号	试验状态	公示日期	申办者	适应症	试验题目	试验类型	试验分期	设计类型
ChiCTR2100054819	进行中（招募中）	2021-12-27	浙江大学医学院附属邵逸夫医院	功能性胃肠病	乌灵胶囊治疗功能性消化不良、肠易激综合症及其重叠的临床疗效研究	干预性研究	上市后药物	随机平行对照
ChiCTR2100046195	进行中（招募中）	2021-05-09	上海交通大学医学院附属新华医院	帕金森病	乌灵胶囊治疗早期帕金森病伴轻度抑郁的疗效及安全性的多中心随机双盲安慰剂对照研究	干预性研究	上市后药物	随机平行对照
ChiCTR2100043378	已完成	2021-02-12	河北大学附属医院耳鼻喉科	耳鸣	乌灵胶囊治疗伴焦虑和抑郁听力正常耳鸣患者的疗效分析	干预性研究	其它	随机平行对照
ChiCTR2000040520	进行中（尚未招募）	2020-12-01	杭州师范大学附属医院	轻中度焦虑及抑郁	乌灵胶囊治疗青少年轻中度抑郁、焦虑状态的临床研究	观察性研究	上市后药物	队列研究
ChiCTR2000040492	进行中（尚未招募）	2020-12-01	杭州师范大学附属医院	轻中度焦虑及抑郁	乌灵胶囊治疗青少年轻中度抑郁、焦虑状态的临床队列研究	干预性研究	上市后药物	非随机对照试验
ChiCTR1800017989	进行中（招募中）	2018-08-25	北京安贞医院	冠心病	乌灵胶囊在冠状动脉旁路移植患者术后焦虑和抑郁的心脏心理康复的随机对照研究	干预性研究	其它	随机平行对照试验
ChiCTR1800017941	进行中（招募中）	2018-08-23	第四军医大学第一附属医院	慢性耳鸣	乌灵胶囊治疗伴情绪障碍慢性耳鸣的临床研究	干预性研究	上市后药物	随机平行对照试验
ChiCTR-IPR-16008486	进行中（招募中）	2016-05-17	成都中医药大学	2型糖尿病合并抑郁	乌灵胶囊治疗2型糖尿病合并抑郁的临床研究	干预性研究	上市后药物	
ChiCTR-TRC-14004469	已完成	2014-01-24	北京中医药大学东直门医院神经内科	偏头痛，失眠，焦虑	清肝解郁方治疗肝经郁热证随机对照临床试验研究	干预性研究	其它	
ChiCTR-ONC-13003245	已完成	2013-05-20	中国中医科学院中医临床基础医学研究所	Diseases on the label of Wuling	乌灵胶囊不良反应集中监测研究	观察性研究	上市后药物	
ChiCTR-TRC-11001629	已完成	2011-10-23	东莞市人民医院	脑梗死	乌灵参治疗脑卒中后疲劳的随机、开放、平行对照研究	干预性研究	I期临床试验	

数据来源：米内网，东吴证券研究所

乌灵胶囊已开启老年痴呆新适应症研究，有望带来大量增量市场。随着人口老龄化，阿尔茨海默症（AD）发病人数持续增加，根据《中国阿尔茨海默病报告 2021》的数据，我国 2020 年 60 岁以上痴呆患者 1507 万例，其中 AD 患者 983 万例；60 岁以上认知损害患者达 3877 万例。近年来人们对 AD 的认知率大幅提升，根据《2019 中国阿尔兹海默病患者家庭生存状况调研报告》的数据，AD 患者 1 年就诊率从 2012 年的 32.5% 提升至 2019 年的 77.4%，AD 相关用药空间大幅扩大。公司乌灵胶囊已开展用于阿尔茨海默病的临床前研究，并已得到《阿尔茨海默病的中医诊疗共识》、《中国痴呆诊疗指南》等权威指南的推荐。随着公司不断深入乌灵胶囊治疗老年痴呆的药理和作用机制的研究，并联合知名医院开展高等级的循证医学研究，未来 AD 相关适应症收入空间非常大。

乌灵胶囊认可度高，进入多个临床共识。2020 年，乌灵胶囊新增进入《新型冠状病毒肺炎疫情影响心身健康援助手册》、《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。另外,乌灵胶囊进入《国家基本药物目录(2018 年版)》、《国家医保目录(2019 版)》,国务院办公厅发布的《关于进一步做好短缺药品保供稳价工作的意见》要求政府办 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%,公司核心产品未来的业绩能够得到保障。

表 8: 乌灵胶囊进入的部分临床指南

临床路径、临床指南、专家共识	发表杂志	发表年份
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
(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
慢性前列腺炎中医诊治专家共识	《北京中医药杂志》	2015
中国卒中后抑郁障碍规范化诊疗指南	《东南大学出版社》	2016
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
常见神经疾病伴发焦虑诊疗专家共识	《人民卫生出版社》	2017
神经系统常见疾病伴抑郁诊治指南	《人民卫生出版社》	2018

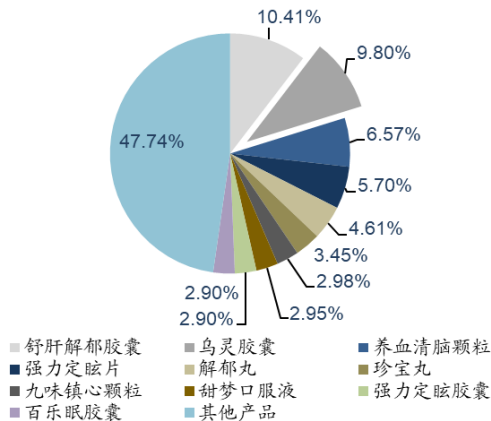
数据来源:公司公告,东吴证券研究所

3.3. 乌灵胶囊稳健增长,有望在 2025 年成为 20 亿重磅品种

3.3.1. 乌灵胶囊市场龙头地位稳固,占据主要市场份额

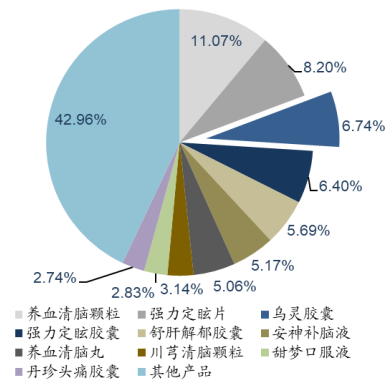
公司独家品种乌灵胶囊市占率常年位居细分领域前三甲。据米内网《2021 年度中国医药市场发展蓝皮书》和《2022 年度中国医药市场发展蓝皮书》显示,2021 年度乌灵胶囊在中国城市公立医院和县级公立医院中成药用药市场神经系统疾病用药市占率分别为 9.8%和 6.74%,排名第 2 和第 3。

图 19: 2021 年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



数据来源: 公司公告, 米内网, 东吴证券研究所

图 20: 2021 年县级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



数据来源: 公司公告, 米内网, 东吴证券研究所

样本医疗机构中乌灵胶囊始终居于安神类中成药市场首位。2022 年 4 月,《临床药物治疗杂志》分析了 2017—2020 年我国 9 城市 121 家医院安神类中成药使用情况,在单药综合分析中发现,多数安神类中成药 DDDs 处于增长状态,乌灵胶囊应用上始终居于首位,用药金额约为安神类中成药市场份额的 35%,临床使用率高。除疗效确切外,乌灵胶囊不良反应症状轻,均能自行缓解,发生概率低,安全性得到临床证实,且报销类别为医保甲类,患者承担费用较少,临床选择倾向性较强。

图 21: 9 城市 121 家医疗机构 2017-2020 年 DDDs 排序前 10 位安神类中成药用药频度、用药金额、日均费用及排序比分析

2017年						2018年					
排序	药品名称	DDDs(万次)	用药金额/万元	DDC(元)	排序比	排序	药品名称	DDDs(万次)	用药金额/万元	DDC(元)	排序比
1	乌灵胶囊	288.67	327.94	10.37	1.00	1	乌灵胶囊	384.93	418.30	9.92	1.00
2	百乐眠胶囊	235.19	293.62	11.39	1.00	2	百乐眠胶囊	226.56	271.96	10.95	1.00
3	活力苏口服液	209.48	77.92	3.39	1.33	3	活力苏口服液	225.37	83.03	3.36	1.33
4	清脑复神液	154.43	133.06	7.86	0.75	4	清脑复神液	183.52	147.99	7.36	0.75
5	舒眠胶囊	45.08	30.78	6.23	1.20	5	舒眠胶囊	62.13	39.33	5.78	1.20
6	甜梦胶囊	42.18	21.47	4.64	1.17	6	甜梦胶囊	50.93	25.14	4.50	1.33
7	枣仁安神胶囊	34.55	18.03	4.76	1.14	7	甜梦口服液	39.46	37.96	8.78	1.00
8	参芪五味子片	26.25	14.61	5.08	1.25	8	枣仁安神胶囊	39.02	18.12	4.24	1.13
9	安神补脑液	21.21	7.30	3.14	1.33	9	九味镇心颗粒	35.82	64.41	16.41	0.56
10	七叶神安片	20.14	10.64	4.82	1.10	10	参芪五味子片	31.21	17.31	5.06	1.00
2019年						2020年					
排序	药品名称	DDDs(万次)	用药金额/万元	DDC(元)	排序比	排序	药品名称	DDDs(万次)	用药金额/万元	DDC(元)	排序比
1	乌灵胶囊	460.53	499.80	9.90	1.00	1	乌灵胶囊	463.90	504.16	9.92	1.00
2	活力苏口服液	287.84	105.30	3.34	2.50	2	活力苏口服液	302.98	114.93	3.46	2.00
3	清脑复神液	183.30	147.10	7.32	1.33	3	清脑复神液	106.98	86.11	7.35	1.67
4	百乐眠胶囊	154.46	221.06	13.06	0.50	4	百乐眠胶囊	104.86	191.55	16.64	0.50
5	九味镇心颗粒	90.67	163.06	16.41	0.60	5	九味镇心颗粒	104.13	187.27	16.41	0.60
6	甜梦口服液	88.19	85.16	8.81	1.00	6	甜梦口服液	83.79	80.94	8.81	1.00
7	舒眠胶囊	75.25	47.04	5.70	1.00	7	舒眠胶囊	78.93	47.26	5.46	1.00
8	枣仁安神胶囊	49.97	22.86	4.17	1.13	8	安神补脑液	63.45	41.89	6.03	1.00
9	甜梦胶囊	49.96	24.49	4.47	0.89	9	枣仁安神胶囊	59.74	27.10	4.14	1.11
10	七叶神安片	24.57	12.27	4.56	1.00	10	甜梦胶囊	48.34	23.99	4.53	1.10

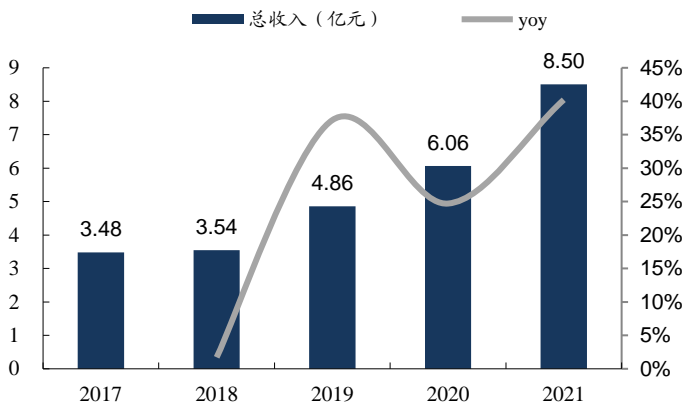
数据来源: 临床药物治疗杂志, 东吴证券研究所

3.3.2. 乌灵胶囊市场需求旺盛，有望成长为 20 亿级大品种

乌灵胶囊纳入基药后销量增长迅速。2017 年-2021 年，乌灵胶囊销量从 1091 万盒增加至 2021 年的 2321 万盒。尤其是 2018 年乌灵胶囊纳入基药目录后，放量迅速，即使是在疫情影响下的 2020 年，销量仍增长 20.3%，2019-2021 年间复合增长率高达 26.3%。目前乌灵胶囊的销售医疗机构覆盖数达万家，仍有较大提升空间；乌灵胶囊目前销售额仍较低，预计未来将保持高速增长。

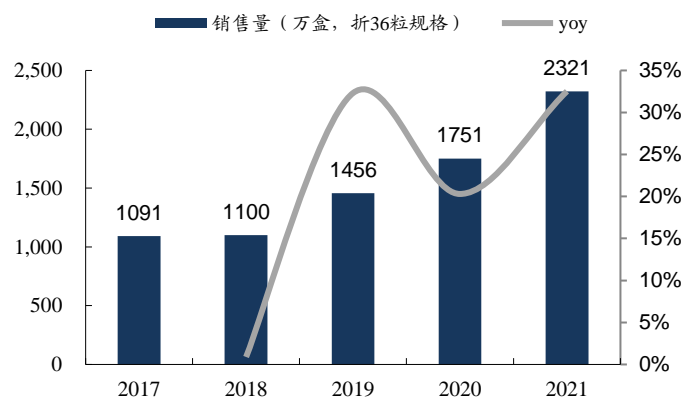
公司坚持“稳自营，强招商”营销策略，重视乌灵胶囊销售渠道建设。目前乌灵胶囊在医院端、药店端共同发力，重点医院、基层医院和县级医院的市场开发和覆盖率不断上升。同时公司注重线上销售，已组建电商部。通过 OTC 团队和线上电商销售，降低对医保依赖，优化销售结构。

图 22: 乌灵胶囊销售额持续增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 23: 乌灵胶囊销售量持续增长



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

未来产能爬坡助力持续放量。乌灵胶囊是公司的主打品种，目前市场需求旺盛，现有产能已不符合高速发展的市场需求，2021 年产能利用率已达 109.23%，2022 年 Q1 产能利用率已达 124.73%。公司发布定增，募投项目将增加乌灵胶囊约 560 万盒/年的产能。

图 24: 医药固体制剂数字化车间的胶囊生产线设计生产能力

年份	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年	2028 年	2029 年
产量 (万盒/年)	280.00	445.00	555.50	555.50	555.50	555.50	555.50

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

精神类疾病发病率提高，乌灵胶囊有望成为 20 亿大单品。随着工作、学习压力的提升，包括失眠、焦虑症、抑郁症等神经精神障碍疾病发病率日益提升。根据中国睡眠研究会等机构联合发布的《2022 中国国民健康睡眠白皮书》显示，2021 年我国有数亿人存在睡眠障碍，19-35 岁青壮年是睡眠问题高发年龄段，失眠率占总人数的 30%。根

据智研咨询数据，2019 年我国精神障碍的终身患病率中焦虑障碍占比 7.6%，抑郁症占比 6.80%，痴呆占比 5.60%；神经精神障碍占比高，但目前就诊率较低，根据世界卫生组织估算，2017 年中国的抑郁症患者约 5400 万，但就诊率仅为 8.7%；神经精神障碍总体约占到所有疾病负担的 10%。根据《中国阿尔茨海默病报告 2021》的数据，我国 2020 年 60 岁以上痴呆患者 1507 万例，且每年患者数增速约为 1.4%。

2021 年乌灵胶囊市占率约为 9.6%，我们假设 1) 公司通过 OTC、线上渠道、院端渠道的推广，每年平均渗透率平均提升 0.8pct，2023 年因为广东和北京集采执标，渗透率增加 1.3%；2) 新适应症方面，我们假设公司 2025 年老年痴呆相关治疗的新适应症获批销售，且渗透率达到 5%；3) 单价方面，乌灵胶囊在广东联盟、北京等中成药集采中标，两次集采中标价格折算为单粒均为 0.86 元，降价幅度约为 21%，由于乌灵胶囊为独家品种，降价幅度远小于平均降幅。我们预计乌灵胶囊在 2023 年价格下降，此后保持平稳。综合来看，乌灵胶囊有望在 2025 年成为 20 亿大单品。

表 9：乌灵胶囊未来市场空间预测

	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E
中国人口 (亿人)	14.12	14.19	14.27	14.34	14.42
人口年平均增长率 (%)	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
睡眠障碍发病率 (%)	30%	32%	35%	38%	41%
睡眠障碍人数 (亿人)	4.24	4.54	5.05	5.51	5.97
焦虑症发病率 (%)	7.6%	8.1%	8.9%	9.4%	9.9%
焦虑症人数 (亿人)	1.07	1.15	1.27	1.35	1.43
抑郁症患病率 (%)	6.8%	7.3%	7.8%	8.3%	8.8%
抑郁症人数 (亿人)	0.96	1.04	1.13	1.19	1.27
心理健康问题人数 (亿人)	6.3	6.7	7.5	8.0	8.7
心理健康问题就诊率 (%)	10%	11%	12%	13%	14%
心理健康问题就诊人数	0.60	0.73	0.89	1.05	1.21
乌灵胶囊渗透率 (%)	9.6%	10.4%	11.6%	12.4%	12.9%
新适应症：老年痴呆人数 (亿人)	0.15	0.15	0.16	0.16	0.16
增速 (%)		1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
渗透率 (%)					5%
乌灵胶囊用药人数 (万人)	580	762	1037	1297	1646
乌灵胶囊单人用量 (盒/人)	4	4	4	4	4
乌灵胶囊单价 (元/盒)	33	32	30	30	30
销售量 (万盒)	2321	3047	4149	5187	6584
销售额 (亿元)	7.6	9.8	12.6	15.8	20.0
yoy		30%	29%	25%	27%

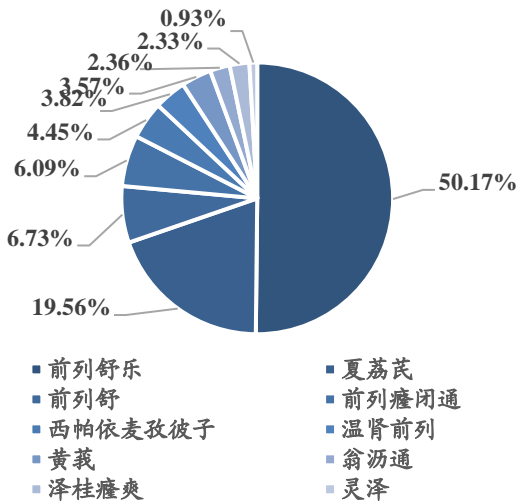
数据来源：产业信息网，统计局，中国经济网，sciencedirect，《Prevalence of mental disorders in China: a cross-sectional epidemiological study》，东吴证券研究所预测

3.4. 灵泽片势头强劲，院内院外快速放量，有望成为 5 亿大品种

前列腺增生患者持续增加，药物市场增长潜力大。前列腺增生为中老年男性常见疾病，其发病率随年龄递增。临床研究表明，前列腺增生发病率在 41-50 岁时约 20%，在 51-60 岁时约 50%，在 80 岁以上时可达 90%。随着全球人口老年化不断加快，前列腺增生患者日渐增多，其数量在泌尿外科住院患者中位居第 2，仅次于尿石症。由于前列腺增生腺体位于膀胱颈，容易使尿路梗阻，引起尿频和排尿困难，严重影响患者的生活质量。前列腺增生的患者只有在症状严重时才需要手术治疗，大多数患者一般都采取长期服药治疗。从销售情况来看，前列腺增生用药主要以医院用药为主，整体市潜在市场容量接近 50 亿元，而前列腺实际用药的总体销售额仅 10 亿元，市场仍有较大的增长空间。

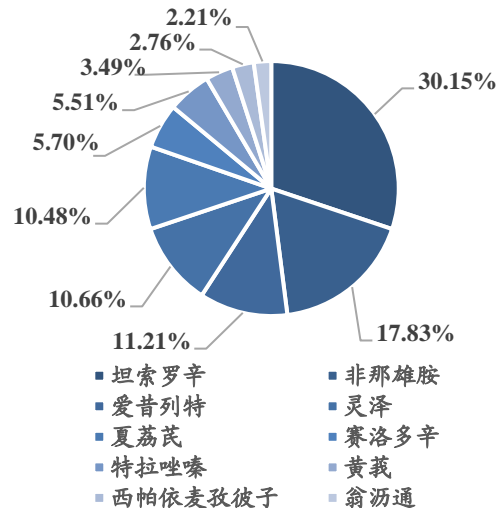
院内市场占据较大份额。在 2022 上半年良性前列腺增生畅销 top10 药品中，零售市场 2022H1 销售总额为 1.18 亿元，院内市场 5.44 亿元。院内市场形成三大梯队，第一梯队主要为化药产品，坦索罗辛、非那雄胺 2022H1 销售额分别为 1.64 亿元、0.97 亿元，市场份额分别为 30%、18%；第二梯队爱普列特、灵泽、夏荔芪 2022H1 销售额均约为 0.6 亿元，市场份额各占 10%；第三梯队销售额均在 0.31 亿元及以下，且市场份额均低于 6%。

图 25: 2022H1 前列腺增生药品竞争格局（零售市场）



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

图 26: 2022H1 前列腺增生药品竞争格局（院内市场）



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

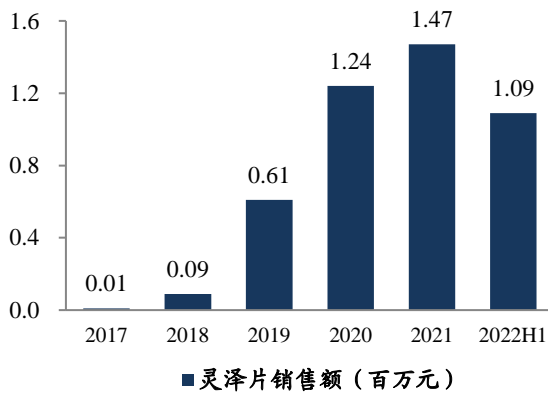
灵泽片系中药创新药物，多重荣誉加身备受青睐。灵泽片是一种适合前列腺疾病并伴随夜尿频多患者的创新药物，在中医药理论指导下，以乌灵菌粉、莪术、浙贝母、泽泻为主要成分。其作用机理独到，从补肾的角度治疗良性前列腺增生症（肾虚血瘀湿阻证），可实现标本兼治，能有效改善夜尿频多等下尿路症状及解决睡眠及情绪问题。该药从 2002 年 1 月开始立项研究，2011 年获得上市批件，2017 年进入国家医保目录，2018 年进入国家基本药物目录并获得“2018 年最具市场潜力泌尿系统用药‘金砖品种’”，备

受医生与患者好评。

灵泽片源于国医名师独特组方，疗效独特、安全性高、知名度广。良性前列腺增生症的发病机理为：年老肾虚为发病之本，瘀血内结为发病之标，加以痰浊内生。肾虚血瘀湿阻是良性前列腺增生症的中医基本症型，治疗应以补肾活血为主，辅以化痰散结。灵泽片源自男科国医名师李曰庆教授的独特组方，其功效正是益肾活血、散结利水，从补肾的角度治疗良性前列腺增生症（肾虚血瘀湿阻证），可谓切中病机、标本兼治。多项临床研究证据显示，灵泽片对于治疗良性前列腺增生症效果显著、安全。此外，灵泽片已经过严格的药物审查，并进入多个专家共识（包括《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》、《中西医结合诊疗前列腺炎专家共识》等）与教材《中医男科学》。

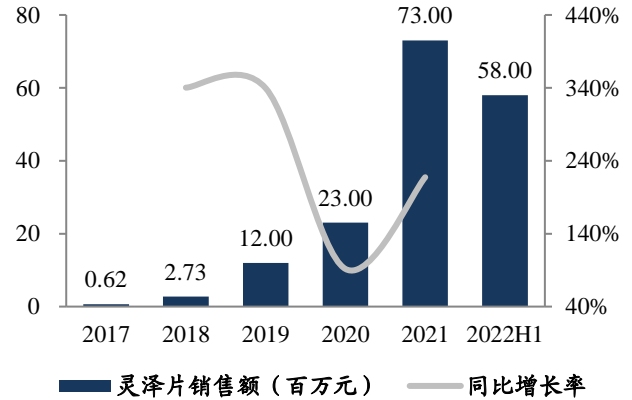
灵泽片增长势头强劲，院内市场维持高增速发展。根据中康开思样本医院数据，乌灵胶囊零售端 2022H1 销售额为 109 万元，为前列腺增生物销药品第 10 名，2019-2021 年收入 CAGR 为 55%；2022 年 H1 销售额为 0.58 亿元，位列前列腺增生物销药品第 4 名，2019-2021 年收入 CAGR 为 147%。

图 27: 灵泽片 2017-2022H1 样本医院销售额（零售市场）



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

图 28: 灵泽片 2017-2022H1 样本医院销售额（院内市场）



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

定增落地后产能释放，有望成为又一 5 亿大品种。考虑到人口老龄化背景下，前列腺增生患者持续增加，国家现在鼓励中西医联合用药，灵泽片可以与治疗前列腺疾病的西药进行联合用药。灵泽片作为院内使用最多的中成药之一，随着医生用药习惯的进一步建立及渠道的不断拓宽，未来有较大空间。公司根据灵泽片的市场销售情况和对未来市场的预测，认为灵泽片在定增募投项目落地后将有较大增长空间。考虑到未来产量扩充及后期客户的集采购买模式，预计 2023 年产销量达到 320 万盒（灵泽片均为 48 片装），2024 年产销量达到 420 万盒，之后逐年提升，预计 2028 年实现产销量 820 万盒。基于灵泽片为独家品种，市场格局良好，且品种目前销售额较小，我们预计灵泽片价格仅在部分地区集采后小幅降低。综合来看，灵泽片有望在 2027 年做到 5 亿规模。

表 10: 灵泽片有望成为又一 5 亿大品种

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
灵泽片销量 (48 片, 万盒)	46	127	224	320	420	500	600	720	820
yoy		173%	77%	43%	31%	19%	18%	15%	14%
单价 (元/盒)	73.9	74.1	74	74	72	71.5	71	70	69.5
销售规模 (亿元)	0.34	0.94	1.66	2.37	3.02	3.57	4.26	5.04	5.70
yoy		178%	77%	43%	28%	18%	19%	18%	13%

数据来源: 公司公告, 研究所预测

4. 百令片应用范围广, 成长空间广阔

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。在稳定期慢阻肺患者中, 可改善其肺功能, 提高治疗总有效率以及总体生存质量; 在免疫调节方面, 常用于慢性肾脏病、慢性肾炎、原发性肾病综合等; 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。

图 29: 佐力药业百令片



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

百令片对于各类肾病都有一定功效, 临床上多与其他药物联用。一项关于百令片对早期糖尿病的研究表明, 治疗 12 周后, 只使用常规治疗的对照组和百令片联合常规治疗的观察组, 血清尿素氮(BUN)、肌酐(Cr)和尿微量蛋白三项指标均显著降低。相对于对照组, 加入了百令片的观察组三项指标均优于对照组, 差异具有统计学意义。另一项对于百令片治疗慢性肾病的研究中, 研究结果表明使用了百令片的观察组治疗有效率显著高于对照组。

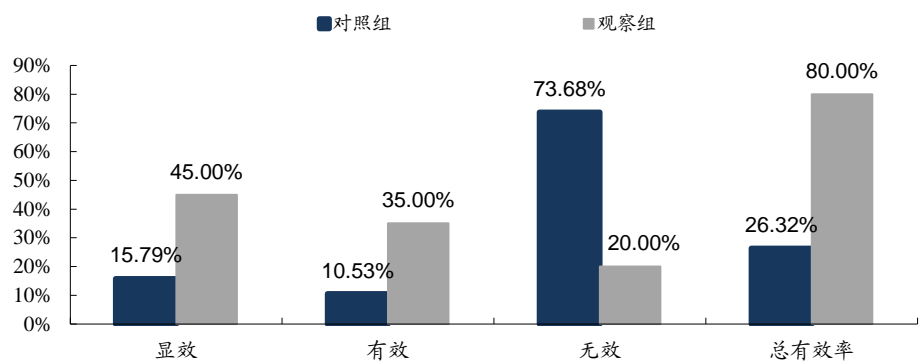
表 11: 百令片联合常规治疗对早期糖尿病疗效的指标评价

组别	BUN/(mmol·L ⁻¹)	Cr/(μmol·L ⁻¹)	尿微量蛋白/(mg·L ⁻¹)
----	-----------------------------	----------------------------	-----------------------------

	治疗前	治疗 4 周	治疗 12 周	治疗前	治疗 4 周	治疗 12 周	治疗前	治疗 4 周	治疗 12 周
对 照 组	13.13±2.05	11.05±1.85	7.38±1.11	70.81±8.18	65.69±7.22	61.28±9.18	38.89±3.58	30.89±2.95	23.03±1.55
观 察 组	12.98±2.16	9.18±1.53	6.03±0.89	69.96±8.02	62.06±7.19	56.68±9.09	39.03±2.99	25.13±2.19	19.17±1.65

数据来源：CNKI，东吴证券研究所

图 30：百令片治疗慢性肾病疗效评价

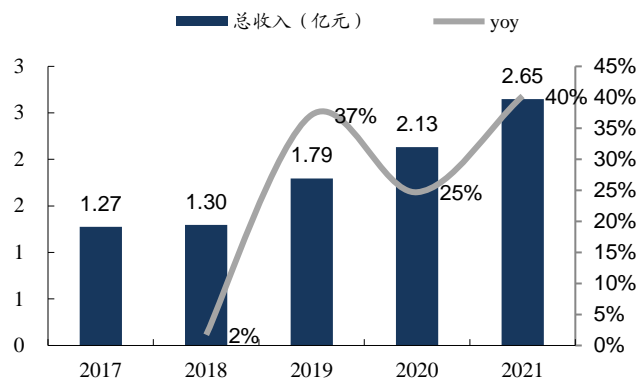


数据来源：CNKI，东吴证券研究所

百令片的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，其市场潜力大，成为公司全力打造的又一药用真菌产品。

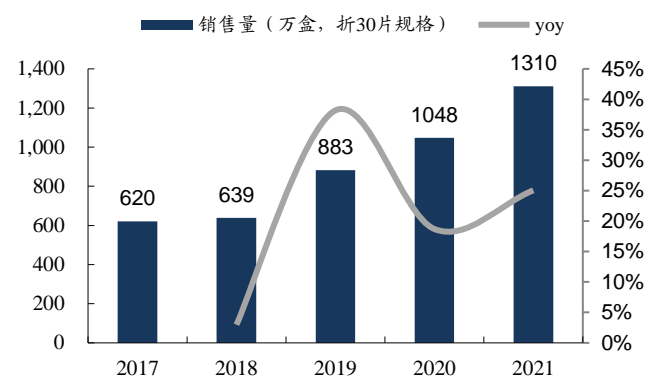
百令片作为公司拳头品种，进入了《国家基本药物目录（2018 年版）》、《国家医保目录（2021 版）》，其中 2018 年纳入基药后，销量从 2017 年的 620 万盒增长至 2021 年的 1310 盒，销售额从 1.27 亿元增加至 2.65 亿元；2019-2021 年间销售量复合增长率高达 21.8%，销售额复合增长率达 21.5%。根据米内网《2021 年度中国医药市场发展蓝皮书》，百令片在城市社区卫生中心（站）终端中成药用药市场泌尿系统疾病用药中位列 TOP10，为 4.28%。

图 31: 百令片历年销售额情况 (万盒)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 32: 百令片历年销售量情况 (万盒)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表 12: 城市社区卫生中心 (站) 中成药泌尿系统疾病用药 TOP10 产品市场份额

排名	产品	份额
1	百令胶囊	17.71%
2	金水宝片	14.26%
3	尿毒清颗粒 (无糖型)	6.86%
4	六味地黄丸	6.41%
5	前列舒通胶囊	5.37%
6	百令片	4.28%
7	黄葵胶囊	4.20%
8	热淋清颗粒	3.41%
9	六味地黄丸 (浓缩丸)	3.07%
10	三金片	2.54%
Top10 产品合计		68.09%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5. 中药饮片与配方颗粒业务稳中向好, 有望打造新一增长极

5.1. 政策支持下中药饮片市场规模快速增长, 佐力药业品规完善

近年来, 国家密集频发中药饮片相关政策, 支持中药饮片发展, 如禁止外商投资中药饮片的炮制、保留院内饮片加价 25% 等。受益于产业政策的大力支持、国家炮制标准的逐步完善、GMP 管理规范的持续实施、饮片包装管理的逐步推行等因素的影响, 行业整体的发展不断规范, 市场环境逐步改善, 中药饮片行业集中度和技术水平不断提高, 保持良好的发展态势。

表 13: 中药相关政策

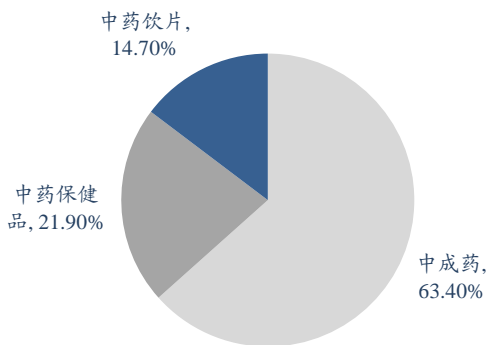
发布时间	政策	政策内容
行业发展端		
2006 年 5 月	《外商投资指导目录》《关于外商投资中药饮片生产企业生产范围有关问题的通知》	“传统中药饮片炮制及中成药秘方产品生产”为 禁止外商投资产业 。
2009 年 2 月	《关于印发中药品种保护指导原则的通知》	保护独家、优良中药品种。
2009 年 3 月	《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》	明确中医药不可或缺地位
2009 年 8 月	《关于建立国家基本药物制度的实施意见》，《国家基本药物目录管理办法（暂行）》	中药饮片首次被纳入基本药物
2009 年 12 月	《国家医保目录 2009 版》	中药饮片首次 纳入医保目录
2017 年 4 月	《关于全面推进公立医院综合改革工作的通知》	所有公立医院取消药品加成，但 中药饮片除外
2021 年 11 月	《关于规范医疗机构中药配方颗粒临床使用的通知》	确保中药饮片的主体地位
2021 年 12 月	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	炮制使用的中药饮片自主定价，中药饮片进价顺加最多 25% 销售。

数据来源：政府官网，东吴证券研究所

在多项政策支持背景下，中药饮片与中成药、中药保健品一道，是我国中医药行业的三大支柱之一。2019 年，中药饮片占我国中药市场规模的 14.7%。

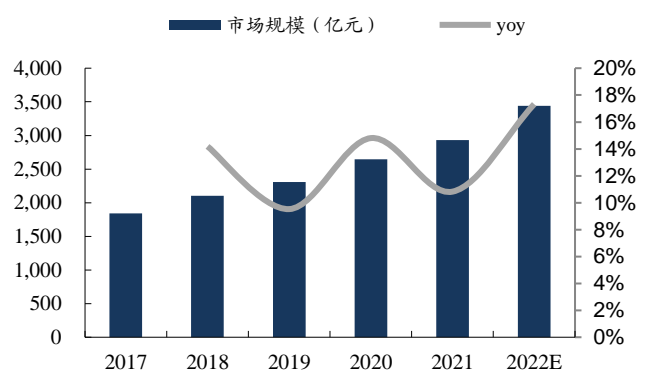
根据中研网数据，2017 年-2020 年我国中药饮片市场规模由 1843.4 亿元增至 2646.7 亿元，年均复合增长率为 12.2%。2021 年我国中药饮片市场规模进一步扩大，近 3000 亿元。预计 2022 年我国中药饮片市场规模达 3441.5 亿元。

图 33: 2019 年中医药市场各子行业销售额占比



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

图 34: 我国中药饮片市场规模

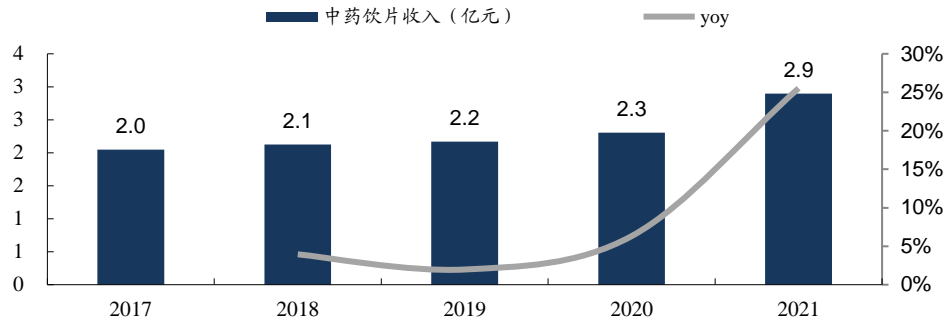


数据来源：中研网，东吴证券研究所

公司全资控股子公司佐力百草中药在中药饮片上品规齐全，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。近年来收入稳步增长，2021 年收入已达 2.9 亿元，同比增长 25.5%。

图 35: 佐力药业中药饮片销售收入



数据来源: wind, 东吴证券研究所

5.2. 配方颗粒试点工作结束，公司市场拓展卓有成效

中药配方颗粒是由单味中药饮片按传统标准炮制后经提取浓缩制成的、供中医临床配方用的颗粒，又称单味中药配方颗粒、免煎中药。它保证了原中药饮片的全部特征，同时又具有不需要煎煮、直接冲服、服用量少、作用迅速、成份完全、疗效确切、安全卫生、携带保存方便、易于调制和适合工业化生产等许多优点。

表 14: 中药配方颗粒与中药饮片优劣比较

	中药配方颗粒	中药饮片
调配方法	依据法定标准进行饮片加工,并制定配方颗粒选用药材的规范,保证配方颗粒原料药质量的一致性	按方调配,临用煎汤,由于调剂方法落后,误差大,易造成用量不均而影响疗效
原材料	原料药来源于“中药材生产质量管理规范”(GAP)生产基地,从源头上严格控制了药材的质量	易受种属、产地、采收季节、品质等级、后续加工、储运环境、炮制等因素影响,不同品种、等级、产地、规格的中药材质量参差不齐。
利用率	以水提方式为主,既降低了中药产生毒性的风险,又与传统饮片具有几乎相同的有效成分、性味归经和主治功效	传统的加工煎煮对中药饮片的利用率低,且难以提取出脂溶性成分,挥发油类成分还会随高温而挥发,不仅造成隐性浪费,且临床疗效得不到保证
储存、携带	采用铝箔包装,无破损,保质期为 3 年,基本杜绝了发霉、虫蛀、变色、变味等现象,总退货率低于 0.01%,损失率为 0。	性状不稳定,容易受潮、发霉变质,易遭虫蛀鼠害,不利于储存。以样本医院为例,2013 年饮片的总退货率约为 1%,损失率达 0.03%;
处方规格	规格单一且规格不统一,使医师在随证用药加减方面受限	有 2 个规格的小包装,免去了称重的步骤,缩减了患者等待取药时间,也能满足医师处方调配的不同需要
价格	中药配方颗粒生产成本较高,其价格普遍高于中药饮片。	部分纳入医保,价格相对便宜
品种	仍有少数药材由于有效成分含量低、质量不稳定及制备工艺困难等原因而无配方颗粒品种	品种完备

数据来源：《中药配方颗粒的优势与劣势分析》，东吴证券研究所

2021年2月10日，由国家药监局、国家中医药局、国家卫生健康委、国家医保局共同发布《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》(下称《公告》)，宣告长达20年的中药配方颗粒试点工作的结束。随后，2021年11月16日，国家卫健委与国家中医药管理局在官网共同发布了《关于规范医疗机构中药配方颗粒临床使用的通知》，进一步细化中药配方颗粒临床合理规范使用措施。

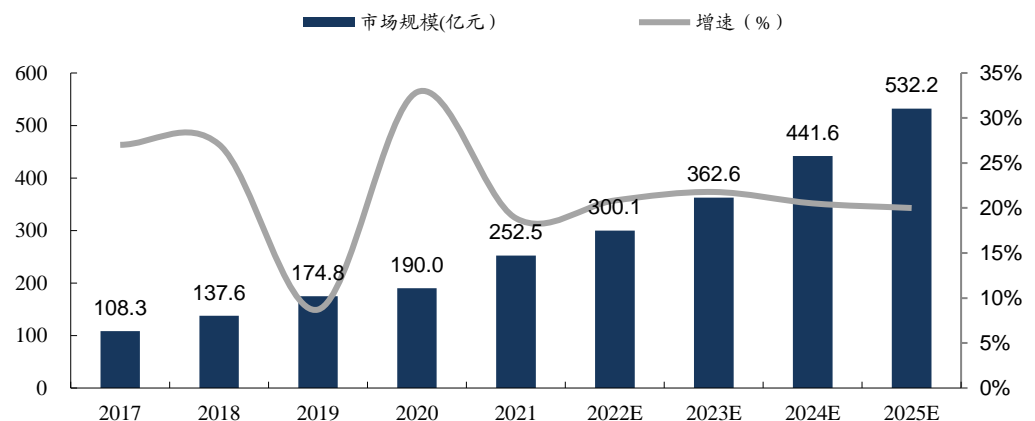
表 15: 试点工作结束前后对比

	试点企业阶段	试点工作结束后
门槛	仅允许试点企业生产	企业进行备案即可
纳入医保	仅有部分省份试点纳入	配方颗粒对应中药饮片品种已纳入医保支付范围的，经综合考虑纳入医保支付范围，并参照乙类管理
销售范围	国家级中药配方颗粒的销售范围仅限于二级及以上中医药医疗机构	范围扩大至所有医疗机构。临床应用范围大幅度增加
上市许可	试点企业自行定制企标生产上市销售	国标或省标品种需符合相应要求，不具有国标或省标的中药配方颗粒不得上市销售。截至目前，国家药典委已发布196个中药配方颗粒国家标准，河南等24个省市也陆续发布超过5000个(含重复标准)中药配方颗粒地方级质量标准。

数据来源：政府官网，东吴证券研究所

2001年国家发布《中药配方颗粒管理暂行规定》，将中药配方颗粒纳入中药饮片范畴，中药配方颗粒已有20年的发展历史。由于中药配方颗粒的携带便利、服用简单、无需煎煮等优点，近年来中药配方颗粒市场规模迅速增长，据中国医药工业信息中心数据华经产业研究院统计，2021年我国中药配方颗粒市场规模达到252.5亿元，同比增长32.87%。随着中药配方颗粒销售范围由二级及其以上中医院向所有符合相关中医执业资质医疗机构扩容，市场有望迎来数倍增长。预计2025年市场规模将达到532.2亿元。

图 36: 我国配方颗粒市场规模

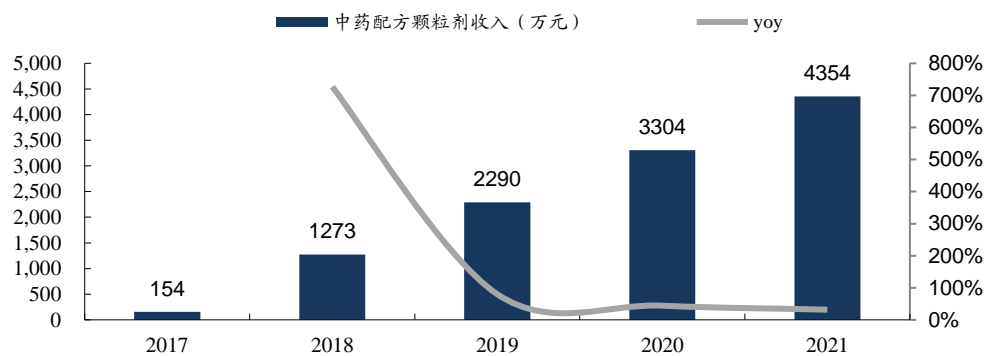


数据来源：华经产业研究院，东吴证券研究所

公司是浙江省中药配方颗粒科研专项试点企业，此前已有 600 多个科研专项的企业标准备案，对配方颗粒制备工艺和质量研究，具有一定的工艺和技术储备优势，已经建立了较大规模的配方颗粒生产线，2021 年底已建设完成第一期中药配方颗粒生产线，年产能 800 吨。目前国标已有 101 个品种，省标 29 个品种，同时公司也已经到河北、山东、内蒙古、黑龙江等多省开展备案工作，为布局未来全国销售做好准备。

自 2017 年公司开始进行配方颗粒业务销售以来，业绩保持高速增长，2021 年收入体量已达到 4354 万元，2017-2021 年间复合增长率达 50.1%。未来，随着公司国标及省标备案品种的不断增长以及公司全国渠道的铺设，有望进一步在配方颗粒企标到国标切换的调整窗口期抢占市场份额。

图 37: 公司配方颗粒销售额



数据来源: wind, 东吴证券研究所

6. 定增加速落地，产能扩张在即

公司 2022 年 8 月公告，将向不超过 35 名特定对象发行不超过 10000 万股的股份，占比不超过发行前总股本的 30%。本次向特定对象发行股票募集资金总额不超过 9.1 亿元，其中 5.9 亿元将用于智能化中药生产基地建设与升级项目，6000 万用于企业研发中心升级项目，4800 万用于数字化运营决策系统升级项目，2.1 亿元用于补充流动资金

表 16: 公司非公开发行募投项目投资情况 (万元)

序号	项目名称	投资总额	募集资金投入金额
1	智能化中药生产基地建设与升级项目	62,000	59,000
2	企业研发中心升级项目	7,000	6,000
3	数字化运营决策系统升级项目	5,000	4,800
4	补充流动资金	21,200	21,200
合计		95,200	91,000

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

新产能释放在即，产能瓶颈问题消除。智能化中药生产基地建设与升级项目包含医药固体制剂数字化车间、药用真菌发酵数字化车间、植物提取数字化车间、智能化仓储

中心四个子项目。医药固体制剂数字化车间项目拟用于公司各项制剂类产品的生产。项目投产后,达产年可实现年产聚卡波非钙片 1440 万盒、灵泽片 820 万盒、银杏叶片 556.7 万盒、乌灵胶囊 555.5 万盒的生产能力。

表 17: 定增项目预期产能情况 (万盒)

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
乌灵胶囊 (36 粒装)	280	445	556	556	556	556	556
灵泽片 (48 片装)	320	420	520	620	720	820	820
聚卡波非钙片产品	240	480	720	960	1080	1440	1440
银杏叶片产品	125	208	333	417	417	557	557

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

定增项目有望带来 8.7 亿元增量收入。公司根据聚卡波非钙片、灵泽片、银杏叶片和乌灵胶囊四个品种的预期产销量和价格趋势,制定了各品种的新增产能销售目标。综合来看,定增项目有望在 2028 年为公司带来 8.74 亿元增量收入。

表 18: 定增项目销售预期 (百万元)

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
聚卡波非钙片	68	129	183	232	248	298
灵泽片	232	289	340	385	424	435
银杏叶片	3	4	7	8	8	9
乌灵胶囊	91	138	163	155	148	133
总收入	393	559	693	780	827	874

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

7. 盈利预测与投资评级

7.1. 关键假设和收入拆分

1. 乌灵胶囊: 乌灵胶囊在进入广东中成药联盟、北京中成药等集采后,一方面深耕已覆盖医疗机构,一方面加速新医疗机构的拓展,并拓宽 OTC 等销售渠道,我们预计该品种业绩仍保持较高增速;我们预计 2022-2024 年销售额同比增速为 30%/29%/25%。

2. 灵泽片: 灵泽片为公司乌灵系列又一个产品,是适合前列腺疾病并伴随夜尿频多患者的创新药物,填补了此症型的用药空白。目前灵泽片处于业绩放量的初期,有望保持高速正常,我们预计 2022-2024 年销售额同比增速为 77%/43%/27%。

3. 百令片: 百令片在进入湖北中成药、广东中成药联盟、北京中成药等集采后,公司将加大医疗结构的覆盖量,并拓宽 OTC 等销售渠道;我们预计 2022-2024 年销售额同比增速为 23%/21%/20%。

4. 中药饮片: 中药饮片公司发展战略方向之一,中药饮片拥有系列 1500 多个品规,

未来将重点推广。我们预计 2022-2024 年销售额同比增速为 15%/10%/10%。

5. 中药配方颗粒: 中药配方颗粒是公司发展战略方向之一, 近年来不断加大对中药配方颗粒的研发力度, 且 800 吨新产能落地后将逐渐放量; 我们预计 2022-2024 年销售额同比增速为 84%/275%/50%。

6. 其他业务: 我们预计 2022-2024 年销售额同比增速为 15%/15%/15%。

表 19: 公司收入拆分

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入 (百万元)	911	1091	1457	1898	2572	3220
yoy	25%	20%	34%	30%	35%	25%
毛利率	66%	68%	71%	71%	71%	71%
总毛利 (百万元)	599	737	1041	1356	1817	2289
1. 乌灵胶囊						
收入 (百万元)	486	572	756	983	1264	1580
yoy	37%	18%	32%	30%	29%	25%
销售量 (万盒, 折 36 粒规格)	1456	1751	2321	3047	4149	5187
yoy	32%	20%	33%	31%	36%	25%
价格 (盒)	33.4	32.7	32.6	32.3	30.5	30.5
yoy	4%	-2%	0%	-1%	-6%	0%
毛利率	82%	83%	88%	86%	85%	85%
毛利 (百万元)	401	474	664	845	1074	1343
2. 灵泽片						
收入 (百万元)		34	94	166	237	302
yoy				77%	43%	27%
销售量 (48 片, 万盒)		46	127	224	320	420
yoy			176%	76%	43%	31%
价格 (盒)		74	74	74	74	72
毛利率		85%	85%	85%	85%	85%
毛利 (百万元)		29	80	141	201	257
3. 百令片系列						
收入 (百万元)	179	213	265	325	393	471
yoy	38%	19%	24%	23%	21%	20%
销售量 (万盒, 折 30 片规格)	883	1048	1310	1677	2130	2556
yoy	38%	19%	25%	28%	27%	20%

价格（盒）	20.3	20.3	20.2	19.4	18.4	18.4
yoy	0%	0%	-1%	-4%	-5%	0%
毛利率	79%	79%	79%	78%	76%	76%
毛利（百万元）	142	168	208	253	298	358

4. 中药饮片系列

收入（百万元）	217	231	289	333	366	403
yoy	2%	6%	26%	15%	10%	10%
毛利率	19%	20%	20%	20%	20%	20%
毛利（百万元）	40	46	59	67	74	81

5. 中药配方颗粒剂

收入（百万元）	23	33	44	80	300	450
yoy	80%	44%	32%	84%	275%	50%
毛利率	57%	53%	54%	53%	54%	54%
毛利（百万元）	13	17	24	43	162	242

6. 其他业务

收入（百万元）	6	8	9	11	12	14
yoy	-72%	35%	20%	15%	15%	15%
毛利率	62%	31%	65%	60%	60%	60%
毛利（百万元）	4	2	6	6	7	9

数据来源：wind，东吴证券研究所

7.2. 可比公司估值

我们选取了 1) 红日药业为中药配方颗粒龙头之一，我们选取其为中药颗粒业务可比公司；2) 以岭药业、万邦德、康缘药业均为中成药企业，我们选取这些公司作为中成药业务可比公司。公司 2022 年 PE 估值预计为 27 倍，低于行业平均水平。

表 20: 可比公司估值对比

股票代码	公司	股价（元）	净利润（亿元）			PE			市值（亿元）
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
300026.SZ	红日药业	6.64	7.13	10.59	13.13	28	19	15	199
002603.SZ	以岭药业	41.49	16.26	19.19	22.71	43	36	31	693
002082.SZ	万邦德	10.70	2.03	2.91	4.08	33	23	16	66
600557.SH	康缘药业	25.90	4.11	5.21	6.32	37	29	24	151
可比公司平均						33	25	20	
300181.SZ	佐力药业	11.95	2.60	3.75	5.07	27	19	14	73

数据来源：wind，东吴证券研究所 注：股价截至 2022 年 11 月 25 日，除佐力药业、万邦德为东吴预测数据外，均为 wind 一致预期数据

7.3. 盈利预测

我们预计 2022-2024 年总营收分别为 19.0/25.7/32.2 亿元，同比增速分别 30%/35%/25%；归母净利润分别为 2.6/3.8/5.1 亿元，同比增速分别 45%/44%/35%，2022-2024 年 P/E 估值分别为 27/19/14X；基于公司 1) 乌灵胶囊持续放量，2) 灵泽片进入放量期；3) 配方颗粒新产能释放；公司估值低于行业平均水平，估值水平被低估；首次覆盖，给予“买入”评级。

8. 风险提示

集采风险：公司乌灵胶囊等品种存在被集采的风险，集采后价格可能出现下滑。

产品销售不及预期：公司产品销售存在不及预期的风险。

研发不及预期：公司乌灵胶囊拓展适应症等研发存在不及预期的可能。

佐力药业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	942	1,254	1,848	2,542	营业总收入	1,457	1,898	2,572	3,220
货币资金及交易性金融资产	298	325	641	1,029	营业成本(含金融类)	416	542	755	931
经营性应收款项	343	549	694	852	税金及附加	18	25	34	41
存货	274	339	467	590	销售费用	708	889	1,196	1,491
合同资产	0	0	0	0	管理费用	86	110	139	161
其他流动资产	28	40	47	70	研发费用	46	70	87	100
非流动资产	1,807	1,833	1,830	1,845	财务费用	9	0	0	0
长期股权投资	2	2	1	1	加:其他收益	55	57	93	116
固定资产及使用权资产	766	805	823	841	投资净收益	1	1	1	2
在建工程	40	36	21	25	公允价值变动	1	0	0	0
无形资产	65	60	55	50	减值损失	-6	0	0	0
商誉	130	127	126	124	资产处置收益	0	1	1	1
长期待摊费用	26	26	26	26	营业利润	225	321	456	615
其他非流动资产	778	778	778	778	营业外净收支	-3	-1	-2	-2
资产总计	2,749	3,087	3,678	4,387	利润总额	222	320	454	613
流动负债	585	648	844	1,020	减:所得税	30	45	59	80
短期借款及一年内到期的非流动负债	182	182	182	182	净利润	192	275	395	533
经营性应付款项	299	340	484	616	减:少数股东损益	13	15	20	27
合同负债	3	2	4	5	归属母公司净利润	179	260	375	507
其他流动负债	100	123	174	216	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.29	0.43	0.62	0.83
非流动负债	181	181	181	181	EBIT	232	262	361	496
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	292	328	429	566
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	71.43	71.44	70.65	71.08
租赁负债	24	24	24	24	归母净利率(%)	12.31	13.69	14.59	15.73
其他非流动负债	156	156	156	156	收入增长率(%)	33.60	30.23	35.49	25.20
负债合计	765	828	1,025	1,201	归母净利润增长率(%)	102.03	44.87	44.39	34.99
归属母公司股东权益	1,844	2,104	2,479	2,986					
少数股东权益	139	154	174	201					
所有者权益合计	1,983	2,258	2,653	3,187					
负债和股东权益	2,749	3,087	3,678	4,387					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	252	118	380	474	每股净资产(元)	3.03	3.46	4.07	4.91
投资活动现金流	-37	-112	-79	-95	最新发行在外股份(百万股)	609	609	609	609
筹资活动现金流	-243	0	0	0	ROIC(%)	9.42	9.67	11.80	13.79
现金净增加额	-28	7	301	379	ROE-摊薄(%)	9.73	12.35	15.14	16.97
折旧和摊销	60	66	68	71	资产负债率(%)	27.84	26.84	27.86	27.37
资本开支	-148	-93	-66	-87	P/E(现价&最新股本摊薄)	39.79	27.47	19.02	14.09
营运资本变动	-10	-232	-127	-148	P/B(现价)	3.87	3.39	2.88	2.39

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

