

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	15.65
总股本/流通股本(亿股)	7.01 / 6.01
总市值/流通市值(亿元)	110 / 94
52周内最高/最低价	16.81 / 8.78
资产负债率(%)	23.5%
市盈率	28.45
第一大股东	俞有强

研究所

分析师: 蔡明子
SAC 登记编号: S1340523110001
Email: caimingzi@cnpsec.com
分析师: 古意涵
SAC 登记编号: S1340523110003
Email: guyihan@cnpsec.com

佐力药业(300181)

乌灵胶囊受益集采量增明显，百令系列开启新增长

● 乌灵胶囊受益集采量增明显，二线品种加速贡献增量

乌灵胶囊是公司独家产品，治疗失眠、健忘、心理障碍等，作用机理明确，拥有医保甲类+基药身份，进入多个临床指南；基于以上优势，乌灵胶囊在城市和县级公立医院端市占率呈现持续提升趋势，2021年成为市占率第一，2022年城市、县级公立医院市占率分别达到14%、10%。

我们认为，乌灵胶囊在集采下迎来加速增长的发展机会（价格降幅21%，较为温和），一是通过更换大规格包装促进销量提升，从36粒/盒换为54粒/盒，较多科室医生习惯按盒数开具服用量，由此单盒粒数增加了50%，目前广东联盟6个省（自治区）、北京、江苏、福建、天津、重庆等已执行集采；二是销售人员在集采基础上根据当地医保和医院情况更换更大包装，例如北京乌灵胶囊采购规格近期采购基本以270粒/盒为主，进一步助力销量提升。利润方面，目前集采影响销量预计过半，更换大规格下对毛利率影响程度较小，且公司营销效率在集采下提升，销售费用率自2022Q3保持季度环比下降趋势。

二线品种加速贡献增量：灵泽片受益基药政策加速进院，近几年销售曲线增长明显，在中国公立医疗机构终端前列腺用药（中成药）产品排名中，灵泽片由2020年的第13位提升至2023年上半年的第3位，2023年销售规模超过2亿元，我们认为其有望保持25%+增长。灵莲花胶囊在2024年4月转化为OTC品种，前期主攻电商渠道打造品牌影响力。

● 百令片集采降价影响减弱，医保限制放宽后加快基层推广，百令胶囊有望在Q2末完成挂网

百令片于2022年4月进入广东联盟中成药集采，降价幅度39%，随着集采陆续执行，2023年百令片收入下滑21%，预计目前涉及集采的销量占比已超过70%，2023年百令片销量基本持平，2024Q1同比增长7.11%，已实现正向增长，同时自2024年1月起，百令片医保适应症范围放宽，有助于百令片向基层医疗机构下沉，开拓更多市场。此外，公司的百令胶囊于2023年12月29日拿到药品批件，为国内首个获批同名同方药，有望于2024Q2末完成挂网，贡献收入增量。

● 中药饮片保持较快增长，中药配方颗粒开启恢复性增长

公司近年来围绕“一体两翼”的战略目标，布局中药饮片、中药配方颗粒业务，中药饮片收入自2021-2023年保持20%+收入增速，2023年收入规模达到4.6亿元，且2024Q1延续25%+的较快收入增速；中药配方颗粒业务方面，截至2024年4月中旬，公司已完成中药配方颗粒国标省标备案335个，随着国标省标备案的增加，2024Q1中药配方颗粒收入同比增长332.99%，呈现恢复增长态势。

- **盈利预测**

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 25.03/30.69/37.25 亿元，归母净利润分别为 5.30/6.91/8.86 亿元，最新收盘价对应 PE 分别为 20.70/15.87/12.38 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**

集采下放量速度不及预期；精细化管理不及预期。

■ **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1942	2503	3069	3725
增长率(%)	7.61	28.86	22.60	21.39
EBITDA（百万元）	502.78	691.65	887.38	1118.77
归属母公司净利润（百万元）	382.94	530.16	691.48	886.49
增长率(%)	40.27	38.45	30.43	28.20
EPS（元/股）	0.55	0.76	0.99	1.26
市盈率（P/E）	28.66	20.70	15.87	12.38
市净率（P/B）	4.02	3.88	3.70	3.49
EV/EBITDA	13.46	14.99	11.70	9.24

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

目录

1 乌灵系列：乌灵胶囊受益集采量增明显，二线品种加速贡献增量.....	5
1.1 乌灵胶囊受益集采量增明显.....	5
1.2 灵泽片受益基药政策加速进院，灵莲花转 OTC 品种焕发新生.....	11
2 百令系列：百令片集采降价影响减弱，医保限制放宽后加快基层推广，百令胶囊有望在 Q2 末完成挂网.....	13
2.1 百令片集采降价影响减弱，医保限制放宽后加快基层推广.....	13
3 中药饮片保持较快增长，中药配方颗粒自 2024Q1 恢复性增长.....	14
4 盈利预测.....	15
5 风险提示.....	15

图表目录

图表 1: 乌灵胶囊进入了多个科室临床指南等 (不完全统计)	5
图表 2: 2017-2019 年安神类中成药使用频数占中成药使用频数比例持续提升	7
图表 3: 安神类中成药用药金额在 2018-2019 年增速皆为 18%左右	7
图表 4: 2017-2020 年乌灵胶囊用药金额明显高于竞品	7
图表 5: 乌灵胶囊在公立医院终端 (中成药用药-神经系统疾病用药) 市占率持续提升	8
图表 6: 乌灵胶囊在广东联盟 6 个省 (自治区)、北京、江苏、福建、天津、重庆已执行集采	8
图表 7: 2023 年起, 集采省份更换为单盒 54 粒及其以上的大包装	9
图表 8: 北京医保公共服务平台显示乌灵胶囊采购规格包括两种规格	10
图表 9: 近期北京 270 粒/盒规格采购量远高于 54 粒/盒规格	10
图表 10: 乌灵系列毛利率 (%) 保持 80%+水平	11
图表 11: 公司整体销售费用率自 2022Q3 呈现季度下降趋势	11
图表 12: 2023H1 灵泽片在中国公立医疗机构终端前列腺用药 (中成药) 排名第 3	12
图表 13: 百令片集采销量占比超过 70%	13
图表 14: 2019-2021 年百令片保持快速增长, 2022-2023 年由于集采短期收入承压	14
图表 15: 中药饮片收入保持较快增长	15
图表 16: 中药配方颗粒收入 2023 年由于备案数量较少下滑	15

1 乌灵系列：乌灵胶囊受益集采量增明显，二线品种加速贡献增量

1.1 乌灵胶囊受益集采量增明显

乌灵胶囊是公司独家产品，为纯乌灵菌粉制剂。乌灵菌粉系从我国珍稀药用真菌乌灵参中分离获得菌种，运用生物发酵技术精制而成的现代中药材。乌灵菌粉和乌灵胶囊皆在 1998 年 4 月获得一类新药证书。

乌灵胶囊治疗失眠、健忘、心理障碍等，作用机理明确。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。公司通过对乌灵菌粉的作用机理研究，发现其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。药理实验证明乌灵胶囊能明显改善各种记忆障碍 (记忆获得、记忆巩固、记忆再现缺失)，具有脑保护及促智健脑功能，公司正在开展乌灵胶囊治疗老年痴呆的二次开发，也关注老年轻度认知功能障碍 (MCI) 方面的研究。

医保甲类+基药身份，进入多个临床指南。乌灵胶囊在 2004 年进入国家医保目录 (乙类)，2019 年升级为甲类，2018 年进入国家基药目录。学术方面，中华医学会心身医学分会将乌灵胶囊单独列入《乌灵胶囊在心身相关障碍中的临床应用专家共识》，截至 2024 年 5 月，乌灵胶囊已经获得了 65 个临床指南、临床路径、专家共识及教材专著的推荐，基于以上推荐助力，乌灵胶囊覆盖医院数量从 2018 年的 3000 多家发展到一万余家，在神经内科、精神科、全科医学科、中医科销售较好，在耳鼻喉科、心内科、消化科等科室销量逐步提升。

图表1：乌灵胶囊进入了多个科室临床指南等（不完全统计）

序号	主要发起科室	临床路径、临床指南、专家共识、专著	发表年份	序号	主要发起科室	临床路径、临床指南、专家共识、专著	发表年份
1	精神科	中国卒中后抑郁障碍规范化诊疗指南	2016	34	中医科	中医临床路径(焦虑路径、抑郁路径和睡眠路径)	2014
2		临床躯体症状的心身医学分类及诊疗共识	2016	35		不寐(非器质性失眠症)中医诊疗方案(试行)	2015
3		基于个体化的广泛性焦虑障碍中医临床实践指南	2016	36		中医临床诊疗指南释义(气血津液病分册)	2017
4		沈渔邨精神病学	2017	37		黑龙江省新冠病毒肺炎中西医结合防治专家共识	2020
5		“医学难以解释的症状”临床实践中国专家共识	2017	38		艾滋病相关焦虑中西医协同治疗专家共识	2020
6		新冠病毒肺炎疫情应激身心健康援助手册	2020	39		中医内科临床诊疗指南(第一册)	2020
7		疫情应激的焦虑抑郁状态中医心身治疗专家指导意见	2020	40		耳鼻喉科	眩晕领域应重视精神心理性眩晕
8		抑郁症中西医结合诊疗专家共识	2020	41	听力康复指南		2020
9		疫情应激性失眠管理专家指导意见	2020	42	持续性姿势-感知性头晕专家共识		2021
10		乌灵胶囊在心身相关障碍中的临床应用专家共识	2020	43	(PCI)手术前后抑郁和(或)焦虑中医诊疗中国专家共识		2014
11		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	2020	44	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		2016
12		新冠病毒肺炎相关心身障碍的诊疗规范专家共识	2020	45	心血管疾病合并失眠诊疗中国专家共识		2017
13		广泛性焦虑障碍中西医结合临床实践指南	2021	46	稳定性冠心病中西医结合康复治疗专家共识		2019
14		中国心身相关障碍规范化诊疗指南	2022	47	心内科	中医治未病高血压伴发焦虑专家共识	2020

15		中成药治疗抑郁障碍临床应用指南(2022年)	2023	48		基层冠心病与缺血性脑卒中共患管理专家共识	2022
16		抑郁症中西医结合诊疗指南	2023	49		双心门诊建设规范中国专家共识	2024
17		广泛性焦虑障碍中西医结合诊疗指南	2023	50	消化科	经皮冠状动脉介入术后中西医结合心脏康复专家共识	2022
18		神志病中西医结合诊疗指南(第21部分:抑郁障碍)	2023	51		中成药治疗功能性消化不良临床应用指南(2021年)	2021
19		老年慢性失眠慢病管理指南	2023	52		慢性前列腺炎中医诊治专家共识	2015
20	神经内 科	卒中后抑郁临床实践的中国专家共识	2016	53	男科	男科疾病针灸治疗撷萃	2017
21		综合医院焦虑、抑郁与躯体化症状诊断治疗的专家共识	2016	54		中医男科学	2017
22		常见神经疾病伴发焦虑诊疗专家共识	2017	55		新编实用中医男科学	2018
23		慢性酒精中毒性脑病诊治中国专家共识	2018	56		实用中医男科学	2018
24		神经系统常见疾病伴抑郁诊治指南	2018	57		慢性前列腺炎中西医结合多学科诊疗指南	2020
25		中国痴呆诊疗指南(2017年版)	2018	58		早泄中西医结合多学科诊疗指南(2021版)	2021
26		阿尔茨海默病的中医诊疗共识	2018	59		慢性前列腺炎中西医融合药物治疗专家共识	2021
27		COVID-19 疫情期间失眠障碍的管理	2020	60		勃起功能障碍中西医融合药物治疗专家共识	2021
28		中医治未病帕金森抑郁和/或焦虑专家共识	2020	61		糖尿病合并男性性功能障碍多学科中国专家共识	2022
29		中国帕金森病睡眠障碍管理专家共识	2022	62		中成药治疗慢性前列腺炎临床应用指南(2021年)	2022
30			老年缺血性脑卒中慢病管理指南	2022		63	妇科
31		脑梗死中西医结合诊疗指南	2023				
32		癫痫中西医结合诊疗指南	2023				
33		帕金森病运动并发症中西医结合诊疗指南	2023				

资料来源：公司公告、CNKI、中邮证券研究所

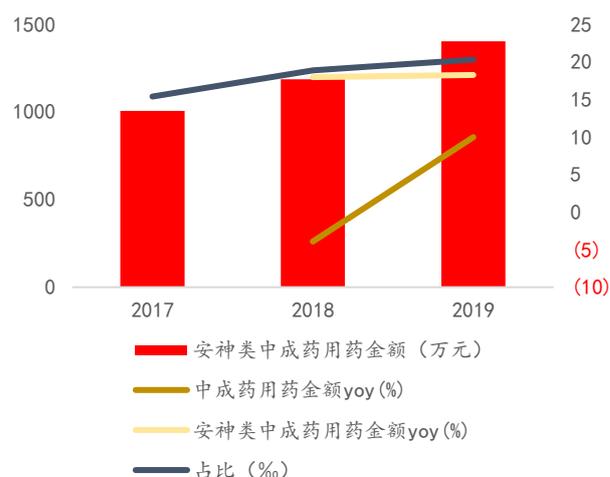
根据《2017—2020年我国9城市121家医院安神类中成药使用分析》(中国药品监督管理局研究会2021年立项课题),在治疗精神疾病过程中,西药存在诸多问题,如药物依赖风险、使用剂量及疗程要求严格、损害患者神经认知功能等,使其应用受限;中医治疗此类精神疾病历史悠久,安神类中成药疗效确切、安全性较高。该论文抽取北京、成都、广州、哈尔滨、杭州、上海、沈阳、天津、郑州9城市共计121家综合医院(包括三级医院106家,二级医院12家,一级医院3家)门诊处方进行统计分析,有以下发现:

(1) 安神类中成药门诊使用呈现持续提升趋势

2017-2019年安神类中成药使用频数占中成药使用频数比例从15.51%提升至18.44%,安神类中成药用药金额在2018-2019年增速皆为18%左右,其占中成药用药金额比例从15.36%提升至20.27%。

图表2：2017-2019年安神类中成药使用频数占中成药使用频数比例持续提升


资料来源：《2017—2020年我国9城市121家医院安神类中成药使用分析》(邱敏懿, 刘雪梅, 黄琳, 封宇飞)、中邮证券研究所

图表3：安神类中成药用药金额在2018-2019年增速皆为18%左右


资料来源：《2017—2020年我国9城市121家医院安神类中成药使用分析》(邱敏懿, 刘雪梅, 黄琳, 封宇飞)、中邮证券研究所

(2) 乌灵胶囊用药频度和用药金额持续增长且处于首位

乌灵胶囊用药频度和用药金额2017-2020年皆持续增长且居于首位,较第二名明显更高,临床使用率高,除疗效确切外,其不良反应症状轻,均能自行缓解,发生概率低,且医保报销类别为甲类医保,其他皆为乙类医保,患者承担费用较少,临床选择倾向性较强。

图表4：2017-2020年乌灵胶囊用药金额明显高于竞品
表5 9城市121家医疗机构2017-2020年DDD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

排序	药品名称	2017年				2018年				
		DDD _s (万次)	用药金额 (万元)	DDC (元)	排序 比	药品名称	DDD _s (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	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	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	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	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	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	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	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	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	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	参芪五味子片	31.21	17.31	5.06	1.00
排序	药品名称	2019年				2020年				
		DDD _s (万次)	用药金额 (万元)	DDC (元)	排序 比	药品名称	DDD _s (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	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	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	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	百乐眠胶囊	104.86	191.55	16.67	0.50
5	九味镇心颗粒	90.67	163.06	16.41	0.60	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	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	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	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	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	甜梦胶囊	48.34	23.99	4.53	1.10

资料来源：《2017—2020年我国9城市121家医院安神类中成药使用分析》(邱敏懿, 刘雪梅, 黄琳, 封宇飞)、中邮证券研究所 注：DDD_s表示用药频度，DDC表示日均费用，排序比=用药金额排序/用药频度排序

根据公司年报，乌灵胶囊在城市和县级公立医院端市占率呈现持续提升趋势，2021 年变为市占率第一，2022 年城市、县级公立医院市占率分别达到 14%、10%。

图表5：乌灵胶囊在公立医院终端（中成药用药-神经系统疾病用药）市占率持续提升

	2015		2017		2019		2020		2021		2022	
	市场排名	市占率	市场排名	市占率	市场排名	市占率	市场排名	市占率	市场排名	市占率	市场排名	市占率
城市公立医院	2	8.02%	2	9.72%	2	8.67%	2	9.80%	1	11.88%	1	14.04%
县级公立医院			8	2.21%	4	3.92%	3	6.74%	1	8.27%	1	9.84%
城市社区卫生服务中心(站)	1	37.21%	6	4.12%	3	8.81%	4	6.41%	4	6.71%	5	5.98%
乡镇卫生院	7	5.83%			4	3.23%	8	3.50%	8	3.98%		

资料来源：公司公告、中邮证券研究所

2022 年 4 月 8 日，广东省药品交易中心组织的广东联盟中成药集采将乌灵胶囊纳入，降价 21%，由此，乌灵胶囊自此被纳入集采目录，接下来，北京、江苏、福建、京津冀“3+N”联盟陆续将乌灵胶囊纳入集采。我们认为，乌灵胶囊在集采下迎来加速增长的发展机会：

(1) 集采下通过更换大规格包装促进销量提升

加速动力一——集采更换为大包装：乌灵胶囊在非集采地区主导的包装规格基本上是 36 粒/盒，在集采地区的起步包装规格是 54 粒/盒。从开方习惯来看，精神科一般治疗焦虑、抑郁等情绪问题，医生习惯给患者开具一个月的服用量，公司更换成大包装规格后，对增量没有显著影响，但针对很多其他科室，比如心内科、中医科等，医生习惯按盒数开具服用量，由此单盒粒数增加了 50%+，且日均用药成本明显下降，药品可及性更高，更有利于病人坚持服用，也有利于按疗程服用后出现良好的临床效果，进一步推动患者复购。

从集采进度来看，目前广东联盟 6 个省（自治区）、北京、江苏、福建、天津、重庆等已执行集采，其中，天津、江苏和福建在 2024Q1 执行，内蒙古拟在 7 月 1 日执行，从包装来看，江苏执行了 135 粒/盒，天津、重庆、吉林、内蒙古等京津冀“3+N”联盟成员皆采用了 54/81/135 粒每盒的 3 类规格。

图表6：乌灵胶囊在广东联盟 6 个省（自治区）、北京、江苏、福建、天津、重庆已执行集采

执行单位	涉及区域	包装规格	销量占比	备注
广东联盟	广东/海南/河南/山西/宁夏/青海	54 粒/盒	22.45% (2021 年)	2022-4-8 发布
北京	北京	54 粒/盒	12.53% (2021 年)	2022-11-4 发布
江苏	江苏	54 粒/盒； 135 粒/盒	6.45% (2022 年)	2023-11-9 发布
福建	福建	54 粒/盒	1.64% (2022 年)	2023-12-19 发布，2024-3-28 执行
	天津	54 粒/盒； 81 粒/盒； 135 粒/盒	1.67% (2023 年)	2024-2-27 发布，2024-3-1 执行
京津冀“3+N”联盟 (21 个省份)	重庆	54 粒/盒； 81 粒/盒； 135 粒/盒		2024-04-10 发布，2024-4-30 执行
	吉林	54 粒/盒； 81 粒/盒； 135 粒/盒		2024-04-17 发布
	内蒙古	54 粒/盒； 81 粒/盒； 135 粒/盒		2024-04-24 发布，2024-7-1 执行

资料来源：公司公告、药智网、中邮证券研究所

图表7：2023年起，集采省份更换为单盒54粒及以上的大包装

发布日期	包装转换比	中标价(元)	单粒价格(元)	中标省份	发布日期	包装转换比	中标价(元)	单粒价格(元)	中标省份
2022/11/4	54	46.27	0.86	北京	2024/1/4	54	57.71	1.07	甘肃
2022/12/12	1	0.8568	0.86	广东	2024/1/6	54	46.27	0.86	广东
2023/1/17	36	39.05	1.08	吉林	2024/1/8	54	57.71	1.07	陕西
2023/2/24	54	58.63	1.09	陕西	2024/1/15	54	57.71	1.07	贵州
2023/3/7	54	58.63	1.09	陕西	2024/1/19	54	57.71	1.07	广西
2023/6/28	54	46.27	0.86	河南	2024/2/4	54	57.71	1.07	河北
2023/7/25	54	46.27	0.86	海南	2024/2/27	54	57.71	1.07	四川
2023/9/18	54	58.63	1.09	新疆	2024/3/19	81	69.4	0.86	吉林
2023/10/7	54	58.57	1.08	贵州	2024/3/19	135	115.67	0.86	吉林
2023/10/8	54	58.57	1.08	陕西	2024/3/19	54	46.27	0.86	吉林
2023/10/23	54	58.57	1.08	广西	2024/4/9	54	57.71	1.07	西藏
2023/10/27	54	58.57	1.08	甘肃	2024/4/10	81	69.4	0.86	重庆
2023/10/30	54	57.79	1.07	陕西	2024/4/10	135	115.67	0.86	重庆
2023/11/7	54	57.79	1.07	贵州	2024/4/10	54	46.27	0.86	重庆
2023/11/16	54	58.57	1.08	广西	2024/4/17	135	115.67	0.86	吉林
2023/11/27	54	57.79	1.07	甘肃	2024/4/17	81	69.4	0.86	吉林
2023/11/30	54	57.71	1.07	新疆	2024/4/17	54	46.27	0.86	吉林
2023/11/30	54	57.71	1.07	新疆	2024/4/24	81	69.4	0.86	内蒙古
2023/12/19	54	46.27	0.86	福建	2024/4/24	135	115.67	0.86	内蒙古
2023/12/29	54	46.27	0.86	福建	2024/4/24	54	46.27	0.86	内蒙古

资料来源：药智网、中邮证券研究所

加速动力二——销售人员在集采基础上根据当地医保和医院情况更换更大包装：乌灵胶囊用于改善睡眠的服用周期一般是8周，用于改善焦虑抑郁状态建议服用3-6个月，用于改善健忘，则建议服用一年以上，按照使用说明书用量（一次3粒，一日3次），使用周期较短的用于改善睡眠也需要504粒，由此，医院可以在54粒/盒的基础上配置更大规格的包装，促进患者足疗程用药，以北京为例，目前北京医保公共服务平台显示乌灵胶囊采购规格包括270粒/盒和54粒/盒两种规格，且近期采购基本以270粒/盒为主，其他地区的转换需要根据各省份的执行情况推进，公司根据当地的医保政策，制定不同的包装规格方案供不同类型的医院进行选择。

图表8：北京医保公共服务平台显示乌灵胶囊采购规格包括两种规格


资料来源：北京医保公共服务平台、中邮证券研究所

图表9：近期北京 270 粒/盒规格采购量远高于 54 粒/盒规格

医院信息列表				医院信息列表			
序号	医院名称	医院级别	到货时间	序号	医院名称	医院级别	到货时间
1	北京市利康医院	一级	2024-05-06	1	北京市海淀区爱馨养老院医务室	一级丙等	2024-05-04
2	北京中福建医院	一级	2024-05-30	2	北京市第二医院	二级	2024-05-11
3	北京清河医院	二级	2024-05-09	3	北京市朝阳区双桥医院	二级	2024-05-03
4	北京市石景山区八角街道八角北路社区卫生服务站	其他	2024-05-28	4	北京丰台医院	二级	2024-05-28
5	北七镇社区卫生服务站	其他	2024-05-22	5	北京市中西医结合医院	二级	2024-05-30
6	北京市朝阳区三里屯第二社区卫生服务中心	其他	2024-05-15	6	中国中医科学院眼科医院	三级	2024-05-29
7	中国中医科学院广安门医院西单门诊部	其他	2024-05-29	7	首都医科大学附属北京地坛医院	三级	2024-05-27
8	北京信达中德肿瘤医院有限公司	二级	2024-05-30	8	首都医科大学附属北京中医医院	三级	2024-05-31
9	北京丰台国康中西医结合医院	一级	2024-05-10	9	北京积水潭医院	三级	2024-05-10
10	北京联合大学门诊部	其他	2024-05-24	10	首都医科大学附属北京安定医院	三级	2024-05-21

总共473条 显示1-10条

1 2 3 4 5 6 ... 48 10条/页 跳转至第 1 页

总共23条 显示1-10条

1 2 3 10条/页 跳转至第 1 页

资料来源：北京医保公共服务平台、中邮证券研究所

注：左图为 270 粒/盒规格采购情况

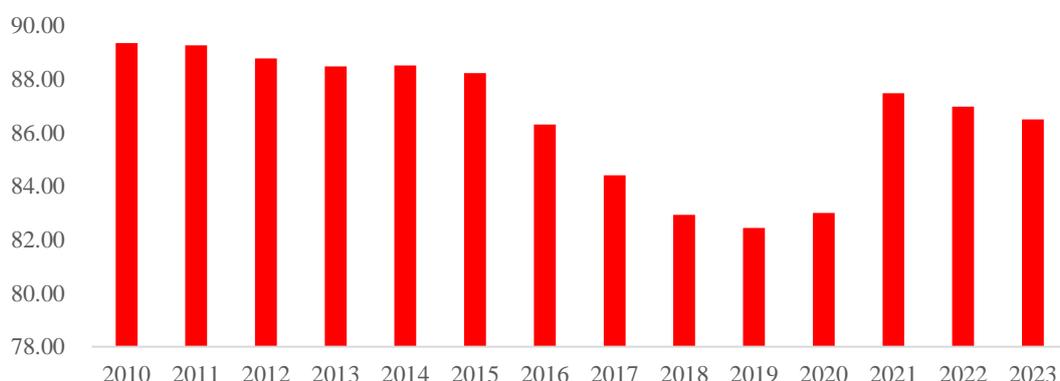
(2) 集采降价幅度温和，影响销量预计过半，更换大规格下对毛利率影响程度较小

目前已集采的区域皆执行最初广东联盟的集采价格，即降价 21%，降价幅度温和。从集采影响程度来看，根据公司公告，广东联盟/北京/江苏/福建合计销量占比约为 40%+，加上已发布集采公告的京津冀“3+N”联盟成员，预计集采涉及销量占比已过半。

从营业成本来看，乌灵系列的核心原料乌灵菌为公司独家生产，营业成本超过 70% 为原辅包材，整体原料成本可控，由此乌灵系列毛利率保持 80% 的较高水平（2016-2020 年略有下滑

主要系规模效应减少), 2023 年毛利率为 86.5%, 在集采影响下略下滑 0.48pct, 整体影响不大。

图表10: 乌灵系列毛利率 (%) 保持 80%+ 水平

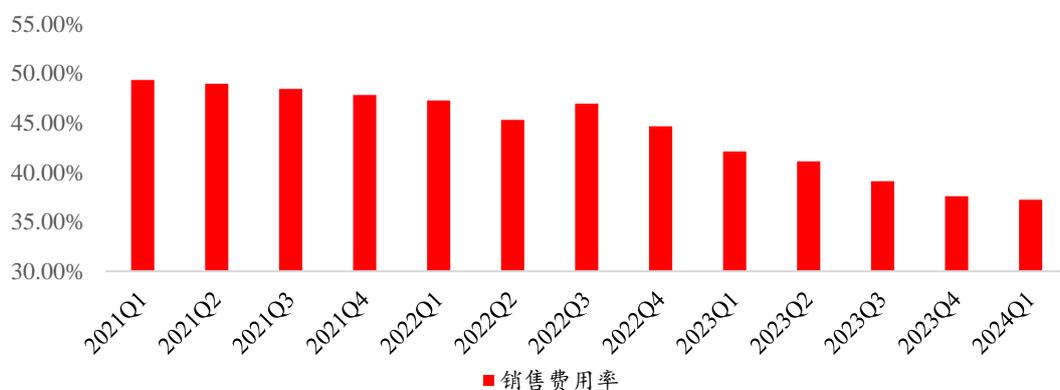


资料来源: Wind、中邮证券研究所

(3) 2023 年销售费用率明显下降, 且下滑趋势延续至 2024Q1

公司销售费用率在 2018-2022 年保持 45%-50%, 2023 年销售费用绝对值下降, 销售费用率下滑至 40%, 从季度来看, 公司销售费用率自 2022Q3 保持季度环比下降趋势, 2023Q3 首次下滑至 40% 以下, 且在接下来两个季度保持环比下滑, 2024Q1 达到 37.23%。从费用拆分来看, 2023 年销售费用 78% 为学术推广费, 公司销售集中在院内, 学术推广为促进销售上量的核心营销方式, 集采品种在入院、科室使用方面都具备优势, 促进营销效率提高。

图表11: 公司整体销售费用率自 2022Q3 呈现季度下降趋势



资料来源: Wind、中邮证券研究所

1.2 灵泽片受益基药政策加速进院, 灵莲花转 OTC 品种焕发新生

(1) 灵泽片潜在市场空间大, 受益基药身份加速医院开发

灵泽片属于公司乌灵系列产品, 独家品种, 公司于 2012 年 1 月获得生产批件和新药证书, 具有益肾活血, 散结利水的作用, 主要用于治疗良性前列腺增生症患者的夜尿频多, 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), 主要应用科室集中在泌尿外科、中医男科、男科等。

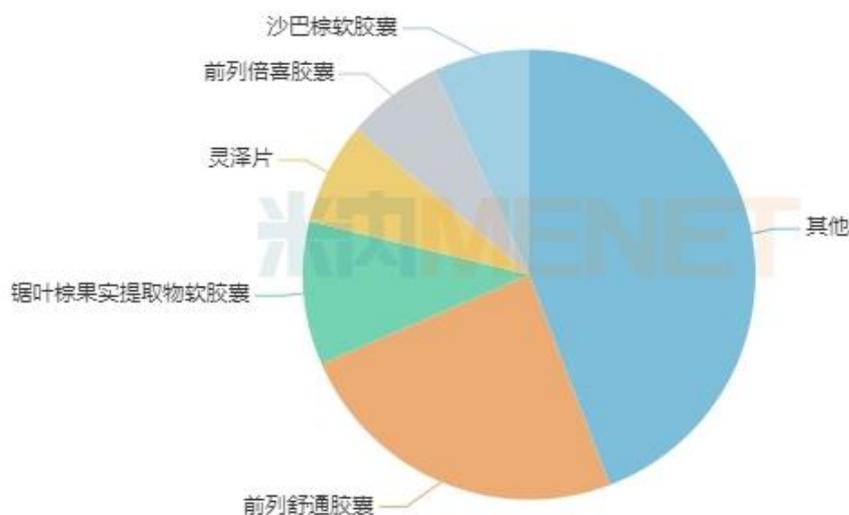
老龄化下, 诊疗人群持续扩容, 中西联合用药进一步扩大潜在市场规模。良性前列腺增生(BPH) 是引起中老年男性排尿障碍最为常见的一种良性疾病, 又称前列腺肥大, 是中老年男

性的常见病、多发病之一，良性前列腺增生（BPH）一般发生在 40 岁之后，发生率随年龄的增长而逐年增加，51-60 岁约 20%，61-70 岁男性人群中 BPH 的发生率达 50%，81-90 岁时高达 83%。国家鼓励中西医联合用药，灵泽片可以与治疗前列腺疾病的非那雄胺、坦索罗辛等西药进行联合用药，治疗效果更好，且整个处方的金额也不高。

已进入多个临床指南，借助基药身份通过自营+招商加大医院开发。销售优势方面，目前灵泽片已获得《中医男科学》、《李曰庆临床学术经验集》、《良性前列腺增生诊疗及健康管理指南》等 12 个临床指南、专家共识及教材专著的推荐，于 2017 年进入国家医保目录，于 2018 年进入基药目录，于 2024 年 3 月被列为国家二级中药保护品种。公司于 2023 年新增完成灵泽片的 1800 例真实世界临床研究，丰富循证医学证据。**销售模式方面**，灵泽片是以自营和招商两种模式相结合的，对覆盖能力强的地区以自营团队为主，对短期内覆盖能力不强的区域，公司通过招商来协助医院端的开发，灵泽片目前覆盖的医院数量还不到 2000 家，相比之下，乌灵胶囊已覆盖 1 万多家医院，扩展空间大。

市占率快速提升，中短期看 5 亿销售规模。灵泽片近几年销售曲线增长明显，第一步的销售目标是 5 亿，米内网数据显示，随着销售额的持续增长，灵泽片在前列腺用药（中成药）的市场地位逐渐攀升，**在中国公立医疗机构终端前列腺用药（中成药）产品排名中**，灵泽片由 2020 年的第 13 位提升至 2023 年上半年的第 3 位，2023 年销售规模超过 2 亿元，我们认为其有望保持 25%+ 增长。

图表12：2023H1 灵泽片在中国公立医疗机构终端前列腺用药（中成药）排名第 3



资料来源：米内网、中邮证券研究所

（2）灵莲花胶囊：2024 年 4 月转化为 OTC 品种，前期主攻电商渠道推广

灵莲花颗粒属于公司乌灵系列产品，是在中医药理论指导下围绕乌灵菌粉延伸开发的复方制剂，曾获得国家二级《中药保护品种》证书，其已进入《中成药治疗更年期综合征临床应用指南》的强推荐品种，致力于综合改善女性更年期症状，更好关注更年期女性的情绪及睡眠。

前期灵莲花颗粒因未进入国家医保及基本药物目录，且更年期女性主动进入医院就诊的比例相对较低，所以销售上量较为缓慢。2024 年 4 月灵莲花颗粒由处方药转换为非处方药，更加方便患者购买，目前灵莲花颗粒更详细的营销策略正在制定和完善中，公司将重点进行院外端的销售，首先会开展在电商平台等线上端的营销工作，打造灵莲花颗粒的品牌影响力，再从线上端逐渐向线下渠道推进，与连锁药店进行合作，提升产品销售量。

2 百令系列：百令片集采降价影响减弱，医保限制放宽后加快基层推广，百令胶囊有望在 Q2 末完成挂网

2.1 百令片集采降价影响减弱，医保限制放宽后加快基层推广

百令片是发酵冬虫夏草菌粉制剂，具有补肺肾、益精气的作用，用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、腰背酸痛等症及慢性支气管炎的辅助治疗。

原料优质且为独家。公司控股子公司珠峰药业生产的百令片是国家鼓励类发展产业，其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%。

集采降价影响减弱，销量已开始正向增长。百令片于 2022 年 4 月进入广东联盟中成药集采，中选价格 0.4705 元/片，降价幅度 39%，由于未中选湖北联盟集采，百令片 2022 年销量下滑 50%，随着集采陆续执行，2023 年百令片收入下滑 21%，根据公司公告，预计目前涉及集采的销量占比已超过 70%，从单价来看，2023Q1、2024Q1 销售单价同比分别下降 15%、13%，合计下滑 26%，和集采销量占比符合。2023 年百令片销量基本持平，**2024Q1 同比增长 7.11%，已实现正向增长。**

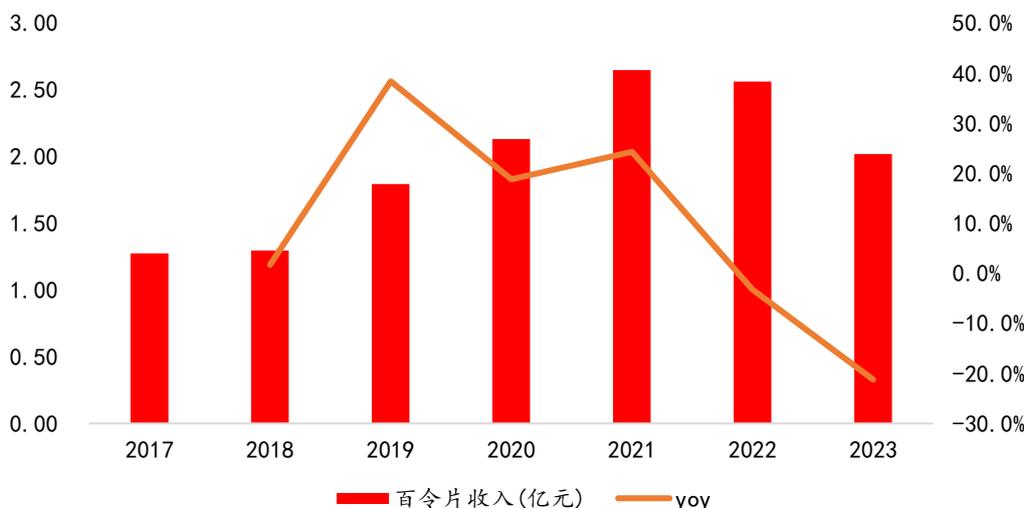
图表13：百令片集采销量占比超过 70%

执行单位	涉及区域	包装规格	销量占比	备注
广东联盟	广东/海南/青海	60 片/盒	8.35%	2022-4-8 发布
北京	北京	75 片/盒	5.74%	2022-11-4 发布
山东	山东	30 片/盒; 60 片/盒; 75 片/盒; 90 片/盒	2.46%	2022-11-24 发布
上海	上海	30 片/盒; 60 片/盒	9.30%	2023-8-28 发布
江苏	江苏	75 片/盒	8.18%	2023-11-9 发布
浙江	浙江	90 片/盒	38.58%	2023-11-17 发布
京津冀“3+N”联盟	天津	90 片/盒; 150 片/盒	0.18%	2024-2-27 发布

资料来源：公司公告、药智网、中邮证券研究所

医保限制放宽后加快基层推广。自 2024 年 1 月起，百令片医保适应症范围放宽，可广泛用于慢性支气管炎、慢性肾功能不全的患者。百令片医保适应症放宽后，社区医院也可以下慢性支气管炎、慢性肾功能不全的诊断，加上百令片的国家基药身份，有助于百令片向基层医疗机构下沉，开拓更多的市场。

图表14：2019-2021年百令片保持快速增长，2022-2023年由于集采短期收入承压



资料来源：Wind、中邮证券研究所

百令胶囊为国内首个获批同名同方药，有望于2024Q2末完成挂网：

国家药品监督管理局于2023年12月29日颁发《药品注册证书》，公司的百令胶囊成为国内首个获批的同名同方药，公司获得药品注册证书后，一直在对其进行产品定价、包装设计、营销策划等全方位的前期准备工作。百令胶囊目前已经完成十几个省份的挂网工作，预计于2024年Q2末完成全部挂网工作。

3 中药饮片保持较快增长，中药配方颗粒自2024Q1恢复性增长

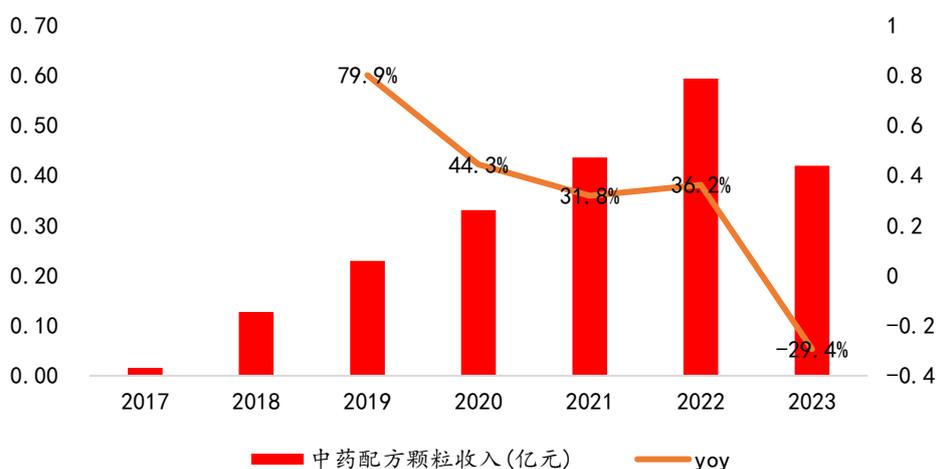
公司近年来围绕“一体两翼”的战略目标，致力于打造成药、中药饮片、中药配方颗粒的产业链。之所以布局这两个业务，主要系公司在中药饮片和中药配方颗粒方面拥有先发优势，公司全资子公司佐力百草中药是全省前五规模的饮片生产企业，浙江省有约几十亿的饮片市场，公司每年都有一定增幅，处于稳健发展状态；同时，公司是浙江省中药配方颗粒科研专项试点企业，起步相对较早，具有一定的工艺和技术储备和生产能力优势，已经建立了较大规模的配方颗粒生产线。

中药饮片业务方面，全资子公司佐力百草中药拥有“普通饮片”、“毒性饮片”、“直接口服饮片”三条生产线，现有中药饮片系列1000多个品规，以及直接口服的饮片三七粉、川贝粉、灵芝孢子粉（破壁）等。佐力百草中药的“地青牌”中药饮片荣膺浙江省名牌产品，努力实现从田里到碗里可追溯，在全国多地拥有100多个合作的中药材种植基地。中药饮片收入自2021-2023年保持20%+收入增速，2023年收入规模达到4.6亿元，且2024Q1延续25%+的较快收入增速。

中药配方颗粒业务方面，公司近年来不断加大对中药配方颗粒的研发力度，推动中药配方颗粒标准化建设，积极加快国标及省标品种备案工作，开拓全国的销售工作，截至2024年4月中旬，公司已完成中药配方颗粒国标省标备案335个（国标备案208个+省标备案127个），2023年收入下滑主要系备案标准较少，但随着国标省标备案的增加，2024Q1中药配方颗粒收入同比增长332.99%，呈现恢复增长态势。

图表15：中药饮片收入保持较快增长


资料来源：Wind、中邮证券研究所

图表16：中药配方颗粒收入 2023 年由于备案数量较少下滑


资料来源：Wind、中邮证券研究所

4 盈利预测

我们预计公司 2024-2026 年收入分别为 25.03/30.69/37.25 亿元，归母净利润分别为 5.30/6.91/8.86 亿元，最新收盘价对应 PE 分别为 20.70/15.87/12.38 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

集采下放量速度不及预期；精细化管理不及预期。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	1942	2503	3069	3725	营业收入	7.6%	28.9%	22.6%	21.4%
营业成本	613	786	955	1143	营业利润	33.1%	38.2%	30.4%	28.1%
税金及附加	25	32	39	48	归属于母公司净利润	40.3%	38.4%	30.4%	28.2%
销售费用	777	939	1089	1267	获利能力				
管理费用	97	123	150	180	毛利率	68.4%	68.6%	68.9%	69.3%
研发费用	79	100	123	149	净利率	19.7%	21.2%	22.5%	23.8%
财务费用	-14	-12	-10	-9	ROE	14.0%	18.8%	23.3%	28.2%
资产减值损失	-3	-2	-1	-1	ROIC	12.7%	17.1%	21.4%	26.0%
营业利润	449	620	808	1036	偿债能力				
营业外收入	0	0	0	0	资产负债率	23.5%	25.5%	26.7%	27.6%
营业外支出	2	2	2	2	流动比率	2.59	2.37	2.32	2.33
利润总额	447	618	806	1034	营运能力				
所得税	56	77	101	129	应收账款周转率	4.20	4.68	4.64	4.67
净利润	391	541	706	905	存货周转率	5.21	5.15	5.15	5.30
归母净利润	383	530	691	886	总资产周转率	0.53	0.67	0.77	0.87
每股收益(元)	0.55	0.76	0.99	1.26	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	0.55	0.76	0.99	1.26
货币资金	932	829	813	853	每股净资产	3.89	4.03	4.23	4.48
交易性金融资产	151	151	151	151	估值比率				
应收票据及应收账款	473	598	725	869	PE	28.66	20.70	15.87	12.38
预付款项	4	5	5	6	PB	4.02	3.88	3.70	3.49
存货	427	545	648	758	现金流量表				
流动资产合计	2056	2215	2447	2763	净利润	391	541	706	905
固定资产	980	1071	1136	1168	折旧和摊销	69	85	91	94
在建工程	61	41	21	1	营运资本变动	-181	-124	-127	-149
无形资产	71	73	73	72	其他	10	6	10	10
非流动资产合计	1571	1653	1693	1698	经营活动现金流净额	288	508	680	860
资产总计	3627	3868	4140	4462	资本开支	-129	-159	-135	-103
短期借款	193	193	193	193	其他	-134	-8	3	3
应付票据及应付账款	434	537	625	714	投资活动现金流净额	-264	-167	-132	-100
其他流动负债	168	203	238	278	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	795	933	1056	1186	债务融资	55	-3	-3	-3
其他	58	52	49	46	其他	-214	-441	-561	-717
非流动负债合计	58	52	49	46	筹资活动现金流净额	-159	-444	-564	-720
负债合计	853	985	1105	1231	现金及现金等价物净增加额	-134	-103	-17	40
股本	701	701	701	701					
资本公积金	1135	1135	1135	1135					
未分配利润	734	761	795	840					
少数股东权益	45	56	70	88					
其他	158	229	333	466					
所有者权益合计	2774	2883	3035	3230					
负债和所有者权益总计	3627	3868	4140	4462					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048