



公司研究 | 深度报告 | 佐力药业 (300181.SZ)

乌灵系列持续高增，百令胶囊有望接力

报告要点

公司已形成“一体两翼”布局，“一体”即包括乌灵胶囊、百令片、灵泽片三大基药在内的成药市场，“两翼”即中药饮片和配方颗粒。公司核心产品凭借基药及医保优势、疗效及安全性优势，在临床多科室应用广泛。近年来，在中药集采背景下，核心大品种乌灵胶囊率先放量，“以价换量”效应凸显，伴随大包装替换、集采扩面、OTC 渠道拓展、二次开发适应症等多因素驱动下，未来持续增长可期。

分析师及联系人



彭英骐

SAC: S0490524030005
SFC: BUZ392



张楠

SAC: S0490524070006

佐力药业 (300181.SZ)

2024-11-27

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

乌灵系列持续高增，百令胶囊有望接力

深耕药用真菌制药领域，乌灵系列为增长主力，新品蓄势待发

公司掌握药用真菌乌灵参的产业化生产技术，成功研制多个中药新品种，现已逐步形成成药为“一体”，中药饮片和中药颗粒为“两翼”的战略布局。目前，公司旗下以乌灵菌粉为核心成分的乌灵系列产品营收占比约 60%，2024H1 实现销售收入 8.36 亿元 (+29.15%yoy)，未来将持续强化产品矩阵，将乌灵系列产品数量拓展至 10 个。

三大核心品种基药、医保优势明显，研发+渠道双轮驱动，集采放量在即

公司主要聚焦三大核心品种乌灵胶囊、百令片和灵泽片进行产品研发和市场开拓。总体看，三大核心产品的核心优势在于：**成分作用机制明确，有循证医学证据作支撑，疗效佳、安全性高，且均已进入国家基本药物目录、医保目录和多个指南共识，临床应用广泛。**分产品往后看，三大产品各自的增长点为：

1) 乌灵胶囊：中短期看，集采大包装“以价换量”得到验证，产销量快速增长。收入端看，集采降价约 20%，2024H1 乌灵胶囊销售收入同比增长 28.86%；利润端看，乌灵系列（约等于乌灵胶囊）自 2022 年集采以来毛利率稳定在 86% 以上，利润率基本不受集采降价影响。**长期看**，业绩增长持续性来源有三，一是加强集采区域或销售不良区域医院覆盖，二是 OTC 市场开拓，三是二次开发阿兹海默适应症。

2) 百令片：医保适应症放宽至“慢性支气管炎、慢性肾功能不全的患者”；新剂型百令胶囊将于 2024Q3 起上市销售。

3) 灵泽片：治疗良性前列腺增生症（BPH）的创新药物，中药二级保护品种，近年来保持良好增速，2024H1 销售额较去年同期增长 30.84%。

中药饮片和中药配方颗粒增势强劲，有望贡献第二增长

中药饮片系列是公司营收占比第二大业务，2023 全年营收占比约 24%，由全资子公司佐力百草中药生产。2024H1 因互联网饮片“乌梅汤 2.0 版”销售火爆，公司中药饮片系列实现销售收入 3.89 亿元，同比增长 57.11%。中药配方颗粒系列 2023 年受国标和省标转换的影响，销售收入有所下降，但公司现已完成国标和省标备案 382 个，2024 年恢复快速增长，2024H1 同比增长 256.73%。

盈利预测与投资建议

预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 25.85 亿、32.49 亿及 41.03 亿元，归母净利润分别为 5.30 亿、6.97 亿及 9.00 亿元，对应 EPS 分别为 0.76 元、0.99 及 1.28 元，**首次覆盖**，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、市场竞争加剧风险；
- 2、核心品种二次开发失败风险；
- 3、行业政策变动风险；
- 4、盈利预测不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	16.54
总股本(万股)	70,139
流通A股/B股(万股)	60,108/0
每股净资产(元)	3.71
近12月最高/最低价(元)	18.50/8.36

注：股价为 2024 年 11 月 26 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

药用真菌制药领域头雁，乌灵系列开启增长	5
收入持续稳健增长，盈利质量改善	6
产品矩阵逐步完善，乌灵系列成为业绩增长支柱	7
聚焦三大核心品种，产品持续升级打磨	9
乌灵胶囊：集采放量，力争打造为 20 亿规模大品种	9
百令片：医保适应症放宽，新剂型上市销售	13
灵泽片：BPH 创新药物，市场前景广阔	14
中药饮片和中药配方颗粒有望贡献第二增长	16
风险提示	18

图表目录

图 1：佐力药业发展历史	5
图 2：公司股权透视图与实际控制人	6
图 3：2018-2024 年前三季度年公司总营收及增速，百万元	6
图 4：2018-2024 年前三季度归母净利润及增速，百万元	6
图 5：2015-2024 年前三季度销售、管理、研发费用率	7
图 6：2015-2024 年前三季度 公司净利率、毛利率	7
图 7：公司产品矩阵	8
图 8：2015-2024H1 佐力药业收入拆分及乌灵系列占比，百万元	8
图 9：2015-2024H1 公司主要产品收入增速	8
图 10：乌灵胶囊单用和联用疗效对比	10
图 11：2018-2023 年乌灵胶囊产量（万盒）及增速	11
图 12：2018-2023 年乌灵胶囊销量（万盒）及增速	11
图 13：乌灵胶囊集采中标明细	11
图 14：集采大包装替换对单疗程收入的影响测算	12
图 15：乌灵胶囊-AD 靶点的 PPI 网络拓扑分析和 20 个关键靶点信息	13
图 16：单独使用/联合使用灵泽片治疗 BPH 患者 IPSS 评分	15
图 17：单独使用/联合使用灵泽片治疗 BPH 患者 QOL 评分	15
图 18：2019-2024H1 中药饮片销售额及同比增长率，百万元	17
图 19：2019-2024H1 中药配方颗粒销售额及同比增长率，百万元	17
表 1：乌灵胶囊疗效及安全性研究	10
表 2：公司产品百令片和天然冬虫夏草成分对比	13
表 3：2022-2023 年公司百令片在中成药用药市场泌尿系统疾病用药的排名及市场份额	14
表 4：灵泽片组方解析	14
表 5：中性以及悲观情形下我们对于公司业绩的预测	18

药用真菌制药领域头雁，乌灵系列开启增长

以药用真菌乌灵参的产业化生产技术为核心，自主研发多个中药独家品种。公司成立于 1995 年，主营业务围绕药用真菌生物发酵技术生产中药产品。公司通过多年的自主研发，实现珍稀中药材——乌灵参的产业化生产，并成功研制乌灵胶囊、灵莲花颗粒、灵泽片等独家品种，其核心技术“珍稀药用真菌乌灵参的工业化生产关键技术及其临床应用”被定为“国家秘密技术”。公司 2011 年于深交所挂牌上市，先后收购青海珠峰冬虫夏草药业、浙江百草中药饮片，持续扩大业务规模和产品矩阵，旗下现有三大核心品种——乌灵胶囊、灵泽片和百令片进入国家基药和医保目录。

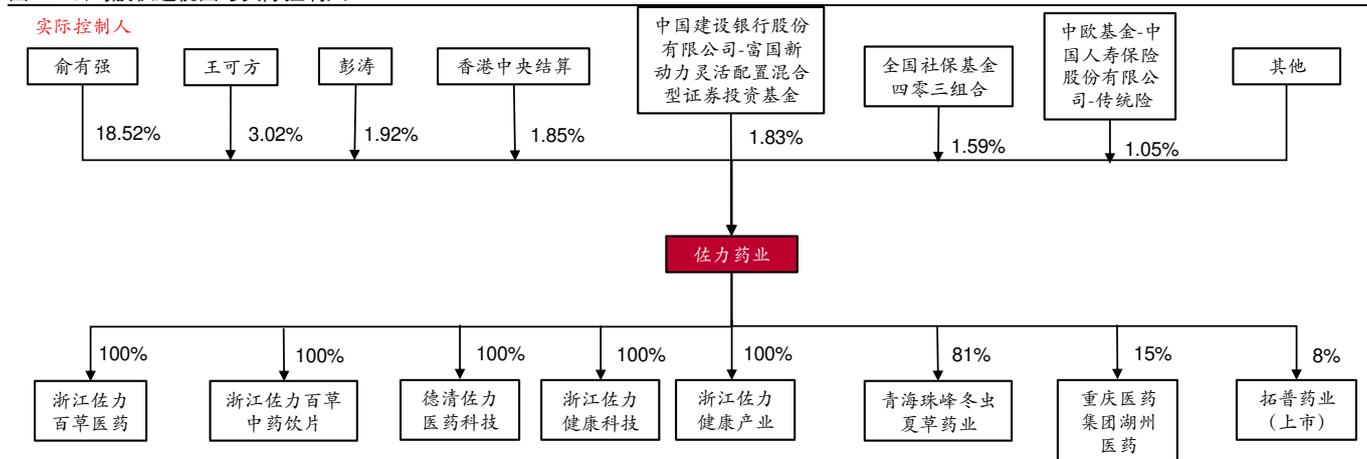
图 1：佐力药业发展历史



资料来源：公司官网，公司公告，长江证券研究所

股权结构清晰，实控人为董事长俞有强。截至 2024Q3，公司实控人为董事长俞有强，占有 18.52% 公司股份。佐力药业控股 6 家子公司：浙江佐力百草医药（100%）、浙江佐力百草中药饮片（100%）、德清佐力医药科技（100%）、浙江佐力健康产业（100%）、浙江佐力健康科技（100%）、青海珠峰冬虫夏草药业（81%）。1) 浙江佐力百草中药饮片，是浙江省前五大中药饮片公司，主要生产公司中药饮片系列产品，2022 年公司以自有资金收购 48.99% 股权后，成为公司全资子公司。2) 青海珠峰冬虫夏草药业：公司 2019 年以自有资金 1.2 亿元收购其 30% 股权后以 81% 股权控股，主要生产百令片。

图 2：公司股权透视图与实际控制人

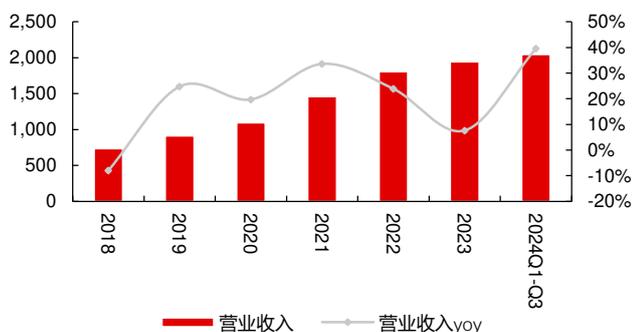


资料来源：iFinD，长江证券研究所

收入持续稳健增长，盈利质量改善

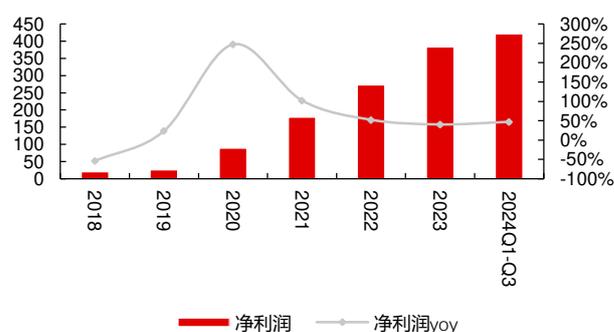
收入及利润持续稳健增长，2024 前三季度超预期。近年来，公司基于核心产品进入国家基药和医保目录的优势，叠加集采中选品种的放量效应，营业收入及利润稳健增长。公司总营收从 2018 年的 7.3 亿元增长至 2023 年的 19.42 亿元，CAGR 21.61%；2024 年前三季度实现营收 20.45 亿元，同比增长 39.59%。归母净利润由 2018 年的 0.21 亿元增长至 2023 年的 3.83 亿元，CAGR 79.15%；2024 年前三季度归母净利润 4.21 亿元，同比增长 46.93%。

图 3：2018-2024 年前三季度年公司总营收及增速，百万元



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 4：2018-2024 年前三季度归母净利润及增速，百万元



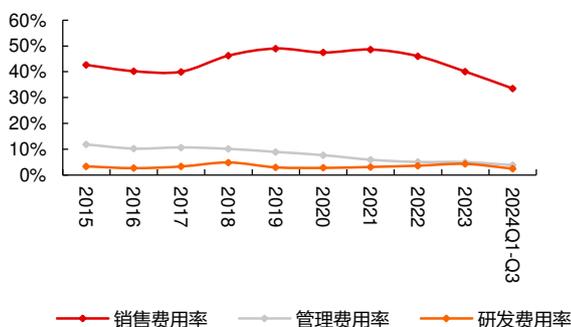
资料来源：iFinD，长江证券研究所

毛利率保持相对平稳，短期因业务营收占比调整而略有下降。近年来公司毛利率基本稳定在 60-70%，2024H1 毛利率为 63%，较 2023 年的 68%有所下降的主要原因是：低毛利的中药饮片营收占比大幅提升，而高毛利的乌灵系列营收占比略有下降。据 2024 中报，公司乌灵系列和中药饮片系列产品毛利率分别为 86.77%和 21.34%，而中药饮片业务的营收占比由 2023 年的 23.73%提升至 2024 H1 的 27.22%，乌灵系列产

品的营收占比由 63.21% 下降至 58.56%。但长期来看，我们认为公司未来毛利率将持续保持相对平稳，考虑到乌灵系列始终为公司的支柱业务，营收占比不会有较大幅度的调整，且乌灵系列毛利率过去常年稳定在 80% 以上，近三年稳定在 86% 以上。

销售费用率和管理费用率下降，净利率大幅提升。近年来公司保持良好的控费能力，虽然毛利率略微下降，但净利率呈现快速增长的趋势。公司 2018-2024 年前三季度销售费用率由 46% 降至 33%，管理费用率由 10% 下降至 4%，归母净利润率由 3% 大幅提升至 21%。销售费用率下降的主要原因有三：1) 带量集中采购节省中间环节的销售费用；2) 互联网中药饮片销售占比增加，拉低整体销售费用率；3) 乌灵胶囊等成熟大品种销售费用降低。未来随着新品种的上市销售，我们认为公司整体销售费用率可能有所回升，但成熟品种销售费用率降低的趋势不会改变。

图 5：2015-2024 年前三季度销售、管理、研发费用率



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 6：2015-2024 年前三季度公司净利率、毛利率



资料来源：iFinD，长江证券研究所

产品矩阵逐步完善，乌灵系列成为业绩增长支柱

以乌灵系列为起点，产品矩阵逐步丰富。公司已形成“一体两翼”布局，“一体”即包括乌灵胶囊、百令片、灵泽片三大基药在内的成药市场，“两翼”即中药饮片和配方颗粒。目前公司产品矩阵包含乌灵系列（乌灵胶囊、灵泽片、灵莲花颗粒）、百令系列（百令片、百令胶囊）、中药饮片及中药配方颗粒、聚卡波非钙片等。公司未来将继续围绕以乌灵菌粉为原料并依据名医处方开发独家乌灵系列新产品，新产品“灵香片”已于 2024 年 5 月获批临床，乌灵胶囊的二次开发也在持续推进中。

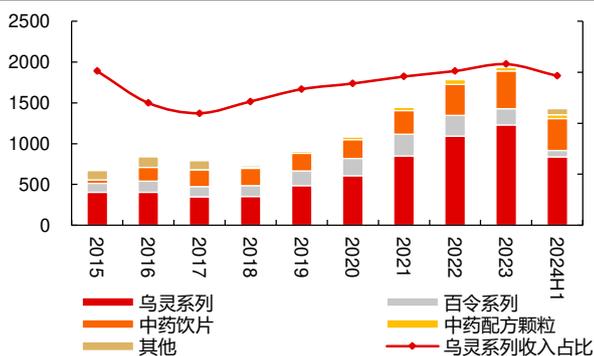
图 7：公司产品矩阵

产品名称	主要成分	适应症/功效	剂型	用法用量	类别	OTC/处方药	医保分类	是否独家品种
乌灵胶囊	乌灵菌粉	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。	胶囊剂	口服，一次3粒，一日3次	原中药一类新药	OTC	甲类	是
灵泽片	乌灵菌粉、莪术、浙贝母、泽泻	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，腰膝酸软等症。	片剂	口服，一次4片，一日3次	原中药6类	处方药	乙类	是
灵莲花颗粒	乌灵菌粉、栀子、女贞子、墨旱莲、百合、玫瑰花、益母草、远志	用于围绝经期综合征属心肾不交者，症见烘热汗出，失眠，心烦不宁，心悸，多梦易惊，头晕耳鸣，腰膝酸痛，大便干燥，舌红苔薄，脉细弦。	颗粒剂	开水冲服，一次1袋，一日2次	中药	OTC	/	是
百令片	发酵冬虫夏草菌粉	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。	片剂	口服，一次5—15片，一日3次	原中药8类	OTC	乙类	独家规格
百令胶囊	发酵冬虫夏草菌粉	用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、咯血、腰酸背痛、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	胶囊剂	口服，一次2-6粒	中药4类	处方药	/	否
中药配方颗粒	将传统汤剂中所有成分转移至配方颗粒中，经过提取浓缩、喷雾干燥、干法制粒等工序精制而成	/	/	口服	/	/	甲/乙类	否
中药饮片	经过加工炮制的中药材，可直接用于中医临床	/	/	口服	/	/	/	否
聚卡波非钙片	聚卡波非钙	用于肠易激综合征引起的排便异常（便秘）等胃肠道症状	片剂	口服，一次2片，一日3次	化药仿制药	处方药	/	否

资料来源：公司年报，公司官网，长江证券研究所

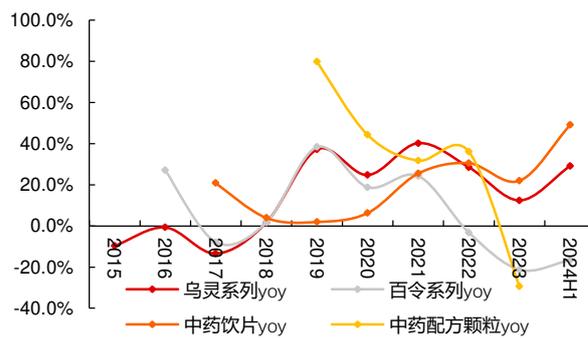
乌灵系列收入贡献超 60%，近年来增速亮眼。2023 年公司营业收入 19.42 亿元，同比增长 7.6%，其中乌灵系列产品（乌灵胶囊、灵泽片、灵莲花颗粒）近三年贡献公司主要收入，2023 年实现营收 12.28 亿元，同比增长 12.4%，占总营业收入比例为 63.21%。2024H1 乌灵系列销售收入较上年同期增长 29.15%。

图 8：2015-2024H1 佐力药业收入拆分及乌灵系列占比，百万元



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 9：2015-2024H1 公司主要产品收入增速



资料来源：iFinD，长江证券研究所

乌灵系列新药获批临床，未来上市增量可期。公司在新药研发方面预期将乌灵系列扩充至 10 个产品，乌灵系列新品种——灵香片（中药 1.1 类）已于 2024 年 5 月获批临床，该产品以乌灵菌粉入药，适用于盆腔炎性疾病后遗症慢性盆腔痛。目前国内尚无

适应症为治疗盆腔炎性疾病后遗症慢性盆腔痛的中成药品种获批上市，灵香片未来上市后有望填补空缺，成为乌灵系列一大新增长点。目前包括灵香片在内的乌灵系列产品共计有 4 款，后续新品研发值得期待。

聚焦三大核心品种，产品持续升级打磨

乌灵胶囊、灵泽片和百令片是公司的三大核心品种，从产品力和临床应用方面看，我们认为公司的核心品种具有较强的市场竞争优势和未来持续增长的潜力：1) 药物作用机制明确，疗效佳、安全性高，有循证医学证据支撑；2) 列入国家基药、医保目录和集采中选品种；3) 获多部指南共识推荐，临床应用广泛；4) 持续研发升级：乌灵胶囊二次开发新适应症，百令片开发新剂型。

乌灵胶囊：集采放量，力争打造为 20 亿规模大品种

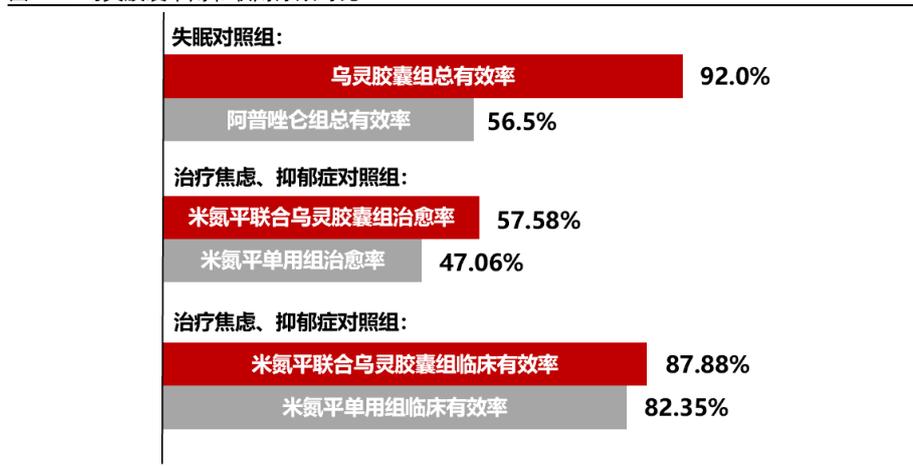
国家一类新药，在安全性和疗效上具有突出优势。乌灵胶囊是国家中药一类新药，1998 年获批上市，为纯乌灵菌粉制剂，主要含腺苷、多糖以及甾醇类、氨基酸以及丰富的维生素、微量元素等成分，氨基酸组成中以谷氨酸（Glu）含量最高。乌灵菌粉具有良好的镇静安眠作用，其作用机理如下：乌灵菌粉所含 Glu 基质和维生素 B6 可明显增强谷氨酸脱羧酶（GAD）的活性，Glu 经 GAD 的作用能生成抑制递质 γ -氨基丁酸（GABA），从而增加脑内 GABA 的合成。持续服用该药可激活 GABA 抑制性受体，使 GABA 更好地发挥抑制性神经介质的作用。

乌灵胶囊的安全性和疗效受到循证医学证据支撑。临床应用广泛，获多个指南推荐。

乌灵胶囊是在综合医院各科室治疗焦虑抑郁状态及失眠、健忘的有效用药，既可以作为单用治疗药物，也可以与其他西药联合应用。研究表明，乌灵胶囊对心脑血管疾病、女性疾病、消化疾病、耳鼻喉疾病等多种疾病并发的焦虑、抑郁症状有明显的改善作用，且不增加不良反应。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。乌灵胶囊目前已获 69 个临床指南、临床路径、专家共识及教材专著的推荐。

1) 单用有效：乌灵胶囊治疗焦虑、抑郁状态及其伴随的失眠具有肯定的疗效，其作用与临床常用药物黛力新相当；**2) 协同增效：**有明确的 GABA 作用机理，与其它药物协同抗焦虑抗抑郁，可以弥补部分西药起效慢的不足；**3) 耐受性好：**与西药联合使用，减少西药使用量，降低副作用，提高患者依从性；**4) 安全性高：**单味中药，肝肾安全性高，无成瘾性，可长期服用。

图 10: 乌灵胶囊单用和联用疗效对比



资料来源: 乌灵胶囊的临床应用进展, 长江证券研究所

表 1: 乌灵胶囊疗效及安全性研究

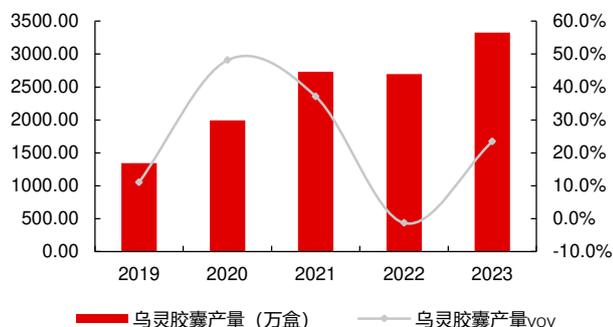
题名	研究方法	研究结果
3004 例乌灵胶囊上市后安全性医院集中监测研究	采用多中心前瞻性、单臂医院集中监测的临床试验, 监测 2013 年 6 月 15 日—2015 年 12 月 31 日 12 家临床研究中心使用乌灵胶囊且符合伦理要求的患者, 记录并分析所有 ADR/ADE 以及处理情况。	共纳入患者 3004 例, 其中发生 ADE19 例, 发生率 0.63%, 发生 ADR15 例, 发生率 0.50%。 乌灵胶囊的 ADR 发生率低, 属于偶见, 临床应用安全性较高
乌灵胶囊治疗失眠的临床疗效及安全性研究	将 71 例睡眠障碍患者随机分为乌灵胶囊组、艾司唑仑组, 采用匹兹堡睡眠质量指数(PSQI)和副反应量表(TESS)进行评价。	2 组总有效率分别为 69.44%、54.29%;乌灵胶囊组 PSQI 评分的减分率显著高于艾司唑仑组, 不良反应发生率显著降低(分别为 8.3%、11.4%)。 联用乌灵胶囊疗效不低于艾司唑仑, 而且不良反应更少。

资料来源: 3004 例乌灵胶囊上市后安全性医院集中监测研究, 乌灵胶囊治疗失眠的临床疗效及安全性研究, 长江证券研究所

产销量稳定增长稳居同类药物市场前列, 产能扩充乌灵菌粉产量提升 50%。(1) 自乌灵胶囊进入国家医保和国家基本药物目录以来, 医院端销售渠道覆盖加速, 从 2018 年的 3000 余家增加至 2024 年 6 月的 13000 余家, 每年新开发医院 2000-3000 家。放眼全国超一百万个基层医院和社区卫生服务中心等各级医疗机构, 公司将持续推进医院端的开发进程, 重点关注京津冀“3+N”联盟等集采中标区域, 同时注重已开发医院的多科室覆盖。(2) 据公司 2023 年报及 2024 年一季报, 乌灵胶囊 2023 年销量为 3402.5 万盒 (+17.5% yoy); 2024 年 Q1 销售数量和销售金额较去年同期增长 43.86%和 37.25%。据中康 CMH 数据, 乌灵胶囊 2022 年中国二三级医院销售额 TOP100 中成药排名 45, 在中国二三级医院 2018-2022 年 5 年销售额 TOP100 中成药排名 52; 在中国非处方药物协会 2023 年 12 月主办的“首届 OTC 品牌大会”上, 乌灵胶囊荣获“中成药·头痛失眠类”第 2 名、“2023 年度中国非处方药黄金大单品”。(3) 公司按照“以销定产, 产销动态平衡”的方式进行生产, 近两年伴随市场需求扩大, 公司乌灵胶囊销量略高于产量。为满足后续销售增长, 公司在 2022 年启动募投项目扩大产能, 为未来持续的销售增长提供产能保证, 预计 2025 年 6 月竣工。公司募投项目智能化中药生产基地中医药固体制

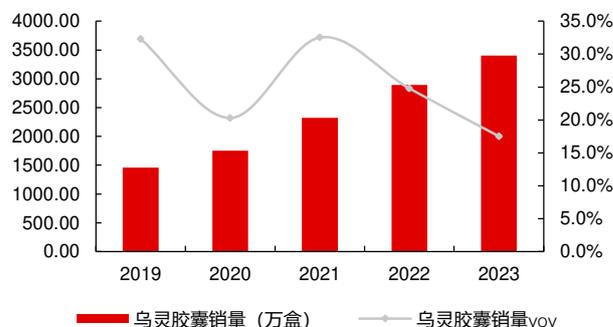
剂数字化车间项目中增加了胶囊剂的生产线，募投项目投产后，乌灵菌粉产量将从 600 吨增加至 900 吨。

图 11: 2018-2023 年乌灵胶囊产量 (万盒) 及增速



资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

图 12: 2018-2023 年乌灵胶囊销量 (万盒) 及增速



资料来源: 公司年报, 长江证券研究所

后续增长动力来自: 1) 集采扩量、大规格包装、OTC 开拓; (2) 二次开发新适应症。

集采“以价换量”的增长逻辑已经得到初步验证。乌灵胶囊目前已经进入广东联盟、北京市、江苏省、福建省、京津冀“3+N”联盟等地区的集中带量采购, 截至 2024 年 6 月 30 日, 乌灵胶囊参与的京津冀“3+N”联盟中的天津、广西、重庆、新疆、辽宁、贵州等省份已开始执行。

利润方面, 我们认为乌灵胶囊进入集采后, 单盒利润基本保持稳定, 原因在于: **1) 降价幅度小:** 乌灵胶囊集采降价幅度约 20%, 没有明显的降价压力; **2) 价格稳定:** 乌灵胶囊在集采中均采用统一报价, 单粒价格固定为 0.86 元, 不受集采轮次和包装规格的影响; **3) 毛利率稳定:** 自 2022 年集采以来, 乌灵系列 (约等于乌灵胶囊) 毛利率稳定在 86% 以上; **4) 销售费用降低:** 公司在生产端和销售端协同降低相关费用, 乌灵胶囊作为非常成熟的产品, 销售费用会因规模效应而降低。

图 13: 乌灵胶囊集采中标明细

轮次	包装规格	中标价(元/盒)	公告时间
京津冀“3+N”联盟集采	54粒/盒	46.27	2024年2月
	81粒/盒	69.40	
	135粒/盒	115.67	
福建第四批药品集采	54粒/盒	46.27	2023年12月
江苏第四轮药品集采	36粒/盒	/	2023年11月
北京市中成药集采	54粒/盒	46.27	2022年11月
广东联盟集采	54粒/盒	46.27	2022年4月

资料来源: 政府官网, 长江证券研究所

集采使用大规格包装，增加单次处方量有利于提高患者复购率。乌灵胶囊集采前包装规格为 36 粒/盒；集采更换大规格包装，采用每盒 54 粒/81 粒/135 粒的包装规格。规格替换后，同样开两盒的处方，54 粒/盒的规格比 36 粒/盒的规格多 50% 的服用量，这会在疗效上体现出来，患者认为服用乌灵胶囊后疗效显著，从而进一步提高复诊复购率。据测算，集采后单粒降价 20% 的情况下，单疗程收入反而比集采前增加 20%。

图 14：集采大包装替换对单疗程收入的影响测算

	单粒价格	规格	单疗程用量（粒）	单疗程金额（元）	单疗程收入增幅
集采前	1.075	36粒	72	77.40	
集采后	0.86	54粒	108	92.88	20%

资料来源：政府官网，公司公告，长江证券研究所

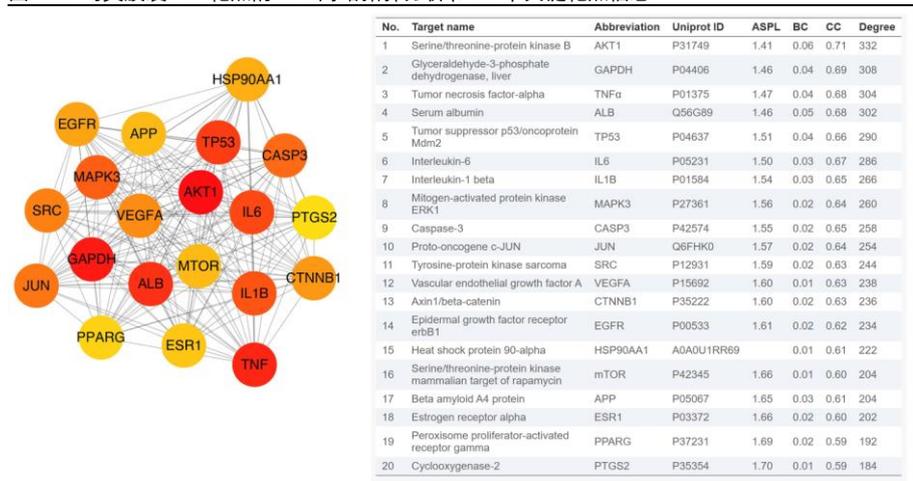
加强院外端承接，OTC 市场占比有望提升到 20%。乌灵胶囊目前 90% 的销售在院内端实现，OTC 市场仅占 10% 左右，未来将扩大 OTC 市场覆盖。考虑到当前院外零售药店由于国家药品价格治理政策而整体承压，公司在 OTC 端的销售布局主要以承接院内处方用药患者为主。我们认为未来公司在 OTC 端的增长动力主要来源于：1) 院内处方用药的患者增加，院内处方用药的患者向院外溢出；2) 加强消费者教育，使更多患者主动进入药店点购。

二次开发乌灵胶囊，拓宽阿尔茨海默症领域。公司正在开展乌灵胶囊治疗阿尔茨海默症（AD）的二次开发，同时关注老年轻度认知功能障碍（MCI）方面的研究。

1) 阿尔茨海默症（AD）群体庞大、空间广阔。AD 是一种进行性神经退行性疾病，临床特征表现为记忆障碍、失语症、失用症、认知障碍和行为改变等。MCI 是 AD 的前期表现，MCI 患者可以通过早筛、早诊、早治的方式预防，并通过单独或者联合使用乌灵胶囊来预防或延缓 AD 的发生。伴随老龄化程度的不断加剧，我国 AD 及 MCI 人群数量庞大。

2) 乌灵胶囊已发现存在多个 AD 治疗靶点，有望满足尚未解决的临床需求。目前 AD 临床治疗以胆碱酯酶抑制剂、N-甲基-D 天冬氨酸受体拮抗剂等为主，其效果因人而异，不能有效延缓病程，且存在应答率低、不良反应大等问题。据《中国阿尔茨海默病痴呆诊疗指南(2020 年版)》，中医药治疗符合 AD 进展期间的证候演变规律。国内专注于神经退行性疾病发病机制与中西医结合防治领域的前沿专家团队运用网络药理学方法，发现乌灵胶囊与多个 AD 治疗靶点之间存在相互作用，并最终筛选出乌灵胶囊治疗 AD 的 20 个关键靶点。

图 15: 乌灵胶囊-AD 靶点的 PPI 网络拓扑分析和 20 个关键靶点信息



资料来源:《Future Integrative Medicine》, 长江证券研究所

百令片：医保适应症放宽，新剂型上市销售

冬虫夏草发酵菌粉制剂，在同类产品中具有原产地优势。公司圣傲牌百令片菌种来源于海拔 4800 米的野生冬虫夏草，提取真菌中国被毛孢（菌种代号 Cs-C-Q80）经中科院微生物研究所权威鉴定后投入原料药生产，2014 年上市。同类产品中，圣傲牌百令片是唯一在青藏高原生产的，原料和成药的生产基地位于青海省西宁市城北的生物园区、海拔近 2300 米，符合液体深层低温发酵生产的技术要求，且贴近优质天然冬虫夏草所需缺氧、低温、硬水环境的生长环境，得到原料药发酵冬虫夏草菌粉，其 DNA 指纹图谱与天然冬虫夏草比对相似度高达 97.8%。

表 2: 公司产品百令片和天然冬虫夏草成分对比

成分	天然冬虫夏草	百令片
总氨基酸含量 mg/100g	15-20	39
虫草多糖 %	3.18	3.95
腺苷 %	0.049%	0.0889%

资料来源: 公司官网, 长江证券研究所

已进入专家共识及教材专著，在多领域具有临床价值。截至 2023 年底，百令片已进入《慢性肾衰竭中西医结合诊疗指南》、《老年慢性阻塞性肺疾病管理指南》、《中成药临床应用指南（呼吸系统疾病分册）》等 10 个临床指南、专家共识及教材专著。临床研究表明，百令片在多领域发挥治疗功效：**1) 慢阻肺**：改善稳定期患者肺功能，提高治疗总有效率以及总体生存质量；**2) 免疫调节**：常用于慢性肾脏病、慢性肾炎、原发性肾病综合征等；**3) 糖尿病及糖尿病肾病防治**：减少糖尿病肾病患者的尿微量蛋白及尿蛋白定量，保护肾功能、抗炎、抗氧化、增强机体免疫功能、调节内分泌等。

拥有医保、基药身份，占据重要市场份额。据中国非处方药物协会发布的《2022 年度中国非处方药企业及产品榜》，公司核心产品百令片在中成药-补益类中排名第 6 名；据米内网《2022 年度中国医药市场发展蓝皮书》、《2023 年度中国医药市场发展蓝皮书》，百令片作为中成药用药市场泌尿系统疾病用药于 2022-2023 年在县级公立医院、城市社区卫生中心（站）市场份额排名靠前。

表 3：2022-2023 年公司百令片在中成药用药市场泌尿系统疾病用药的排名及市场份额

类型	2022 年排名	市场份额	2023 年排名	市场份额%
中国县级公立医院	8	2.71%	6	3.49%
城市社区卫生中心（站）	7	3.19%	7	3.11%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

百令片医保适应症放宽，新剂型即将上市销售。1) 医保适应症放宽：自 2024 年 1 月起，百令片医保适应症范围放宽，从原来的“限器官移植抗排异、肾功能衰竭及肺纤维化”适应症放宽到“慢性支气管炎、慢性肾功能不全的患者”，同时百令片已在 2018 年进入国家基药目录，加快向基层医疗机构下沉。2) 新剂型：2024 年 1 月新剂型百令胶囊获批上市，注册分类为中药 4 类。除新增剂型外，百令胶囊还增加新适应症——慢性肾功能不全的辅助治疗。截至 2024 年 H1，百令胶囊已完成在 28 个省、自治区、直辖市的挂网工作，下半年将启动上市销售。

灵泽片：BPH 创新药物，市场前景广阔

以乌灵菌粉为核心成分的复方制剂，作用机制独特。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，具有益肾活血、散结利尿的作用。1) 作用机制：灵泽片从补肾的角度治疗良性前列腺增生症（BPH），对良性前列腺增生症(肾虚血瘀湿阻证)能起到标本兼治的作用。灵泽片的核心成分为乌灵菌粉，同时辅以莪术、浙贝母和泽泻。2) 专利技术：灵泽片“治疗前列腺炎、前列腺增生的药物组合物及其制备方法和制剂”获国家发明专利。

表 4：灵泽片组方解析

成分	功效
乌灵菌粉	补肾气，除湿利尿
莪术	破血行气，逐瘀消癥，软坚散结
浙贝母	清热化痰，开郁散结
泽泻	入肾，膀胱经，利尿渗湿，又为引药入膀胱

资料来源：公司官网，长江证券研究所

疗效及安全性受权威认可。1) 疗效确切：三期临床证实灵泽片的疗效优于对照组阳性药物（前列舒乐片），有效改善夜尿频多等下尿路症状及解决睡眠问题、有效改善前列腺疾病伴发的情绪问题。真实世界临床研究也证实患者在服药 90 天后国际前列腺症状评分(IPSS)、生活质量评分(QOL)、夜尿次数、最大尿流率均有显著改善。2) 安全性

高: 单独服用灵泽片治疗的患者未出现不良反应, 联合用药较单独使用 α -受体阻滞剂或 5 α -还原酶抑制剂出现不良反应更少, 可降低其副作用。

图 16: 单独使用/联合使用灵泽片治疗 BPH 患者 IPSS 评分

	总体	轻度	中度	重度
例数 (例%)	603 (100%)	23 (3.81%)	209 (34.67%)	371 (61.35%)
IPSS	20.79 \pm 5.46	6.52 \pm 0.73	16.75 \pm 2.49	23.95 \pm 3.63
QOL	4.42 \pm 0.77	3.09 \pm 0.29	4.11 \pm 0.73	4.67 \pm 0.66

例数 (例%)	-4 - 0 天	第 30 天 \pm 4 天	第 60 天 \pm 4 天	第 90 天 \pm 4 天
轻度 23 (3.81%)	6.52 \pm 0.73	5.83 \pm 0.78**	4.70 \pm 1.22**	4.04 \pm 1.30**
中度 98 (16.25%)	15.62 \pm 2.96	14.09 \pm 3.42**	12.57 \pm 3.60**	10.97 \pm 3.95**

注: 与基线相比, “**”, $P < 0.01$ 。

例数 (例%)	-4 - 0 天	第 30 天 \pm 4 天	第 60 天 \pm 4 天	第 90 天 \pm 4 天
L+ABs 84 (13.93%)	17.80 \pm 1.47	14.38 \pm 1.98**	11.12 \pm 1.87**	8.26 \pm 1.77**
L+5ARIs 27 (4.48%)	18.22 \pm 0.85	15.85 \pm 1.59**	14.04 \pm 1.76**	12.04 \pm 1.87**

注: L: 灵泽片; ABs: α -受体阻滞剂; 5ARIs: 5 α -还原酶抑制剂。与基线相比, “**”, $P < 0.01$ 。

资料来源: 中成药治疗 BPH 的 Meta 分析和灵泽片治疗 BPH 的真实世界临床研究, 长江证券研究所

图 17: 单独使用/联合使用灵泽片治疗 BPH 患者 QOL 评分

例数 (例%)	-4 - 0 天	第 30 天 \pm 4 天	第 60 天 \pm 4 天	第 90 天 \pm 4 天
轻度 23 (3.81%)	3.09 \pm 0.29	2.43 \pm 0.51**	2.22 \pm 0.60**	1.87 \pm 0.69**
中度 98 (16.25%)	3.84 \pm 0.67	3.57 \pm 0.66**	3.02 \pm 0.69**	2.53 \pm 0.68**

例数 (例%)	-4 - 0 天	第 30 天 \pm 4 天	第 60 天 \pm 4 天	第 90 天 \pm 4 天
L+ABs 84 (13.93%)	4.38 \pm 0.74	3.85 \pm 0.75**	3.37 \pm 0.74**	2.80 \pm 0.55**
L+5ARIs 27 (4.48%)	4.22 \pm 0.51	3.74 \pm 0.81**	3.37 \pm 0.69**	2.70 \pm 0.67**

注: L: 灵泽片; ABs: α -受体阻滞剂; 5ARIs: 5 α -还原酶抑制剂。与基线相比, “**”, $P < 0.01$ 。

资料来源: 中成药治疗 BPH 的 Meta 分析和灵泽片治疗 BPH 的真实世界临床研究, 长江证券研究所

医保乙类处方药, 临床应用广泛。 灵泽片自 2018 年起进入国家医保目录, 主要应用科室集中在泌尿外科、中医男科、男科等。灵泽片已进入《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。

独家品种、国家基药、中药二级保护品种，市场竞争力强。灵泽片自 2018 年起进入国家基本药物目录，2024 年 3 月起被列为国家二级中药保护品种，保护期为 7 年。三大身份优势有利于灵泽片快速拓宽院端销售渠道，实现销售额的快速增长。据公司公告，2023 年灵泽片销售额超过 2 亿元，2024H1 灵泽片销售收入较上年同期增长 30.84%。

中药饮片和中药配方颗粒有望贡献第二增长

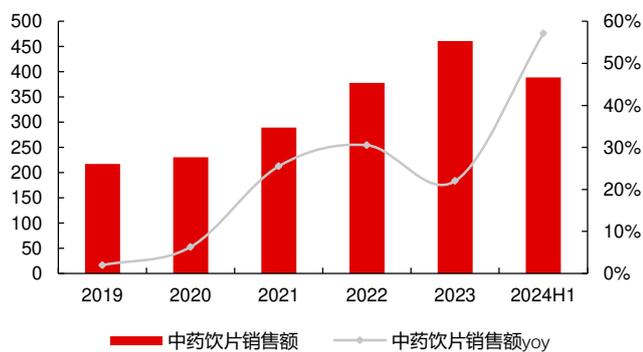
公司中药饮片系列品种丰富，有较高的市场知名度。全资子公司佐力百草中药拥有“普通饮片”、“毒性饮片”、“直接口服饮片”三条生产线，目前中药饮片系列共计有超过 1000 个品规，包括茯苓、黄芪、麸炒白术、当归、麸白芍、丹参、陈皮、生地黄等品种，以及直接口服的饮片三七粉、川贝粉、灵芝孢子粉（破壁）等。公司旗下“地青牌”中药饮片是浙江省名牌产品。

中药配方颗粒是一种“免煎中药”，在患者依从性、便携性等方面具备优势。中药配方颗粒，俗称“免煎中药”，优选道地产区、最佳种源、符合炮制规范的中药饮片为原料，采用现代生产技术，仿照传统煎煮方法，以传统汤剂为标准，经过高效提取、低温浓缩、喷雾干燥、干法制粒等工序精制而成。服用时无需煎煮，只需开水一冲即可服用。公司旗下中药配方颗粒原料来源于子公司“佐力百草”的中药饮片，被评为“浙江名牌产品”，其主要优势在于：

- 1) **有效补充临床处方中药的新剂型：**中药配方颗粒保持了中药饮片的性味和功效，质量稳定可靠，可以替代大部分饮片满足中医临床辩证施治、处方加减的需要。由于其**既能发挥传统中药汤剂的功效优势，满足个体化施治用药的需求，又在使用上简单便利**，越来越多患者愿意使用中药配方颗粒。
- 2) **生产标准严格，质量稳定：**通过现代工艺精制而成，生产标准更严格，批次间成份、含量更稳定，保质期长达三年，而且对重金属、农药残留、黄曲霉毒素、二氧化硫等有害因子有严格的控制。
- 3) **独立包装，调剂和携带方便：**中药配方颗粒采用密封包装，根据调剂方式分为小袋装和大袋装两种规格，小袋装可用于直接调剂后发药，大袋装可用于只能调配机预混后发药。

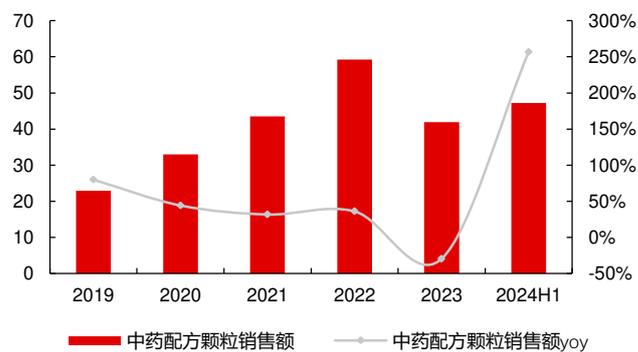
中药饮片及中药配方颗粒增速可观，有望成为第二增长曲线。近年来，中药饮片/中药配方颗粒保持快速增长的趋势，2019-2023 年中药饮片销售额 CAGR 为 20%，2019-2022 年中药配方颗粒销售额 CAGR 为 37%。2023 年受国标和省标转换的影响，中药配方颗粒销售收入有所下降。2024 年，随着国标和省标备案品种和数量的增加，以及互联网销售的推动作用下，公司中药饮片及中药配方颗粒销售收入增势迅猛，2024H1 中药饮片/中药配方颗粒实现销售额 3.89 亿元/0.47 亿元，同比增长 57.11%/256.73%。

图 18: 2019-2024H1 中药饮片销售额及同比增长率, 百万元



资料来源: iFinD, 长江证券研究所

图 19: 2019-2024H1 中药配方颗粒销售额及同比增长率, 百万元



资料来源: iFinD, 长江证券研究所

风险提示

- 市场竞争加剧风险。**公司主要产品为安神补脑类药物，该品类下已有诸多上市品种，未来如果竞争加剧，可能影响公司主要产品的市场份额。
- 核心品种二次开发失败风险。**公司有多项处于研发阶段的项目，药品研发投入大、周期长、风险高，产品上市后是否有良好的市场前景和经济回报也具有不确定性。
- 行业政策变动风险。**公司所处医药行业受国家政策影响较大，新法规出台或新政策变化可能对公司经营造成影响。
- 盈利预测不成立或不及预期的风险。**在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。随着百令胶囊在各省招标挂网，未来进入集采后有可能放量不达预期，从而影响公司未来业绩增速。

如若公司百令胶囊集采放量不及预期，则公司营收与利润可能会受到影响。悲观情况下，我们预计公司 2024-2025 年营业收入分别为 25.85 亿元、31.49 亿元，归母净利润分别为 5.30 亿元、6.80 亿元。

表 5：中性以及悲观情形下我们对于公司业绩的预测

	基准情形下			悲观情形下		
	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
营业收入/亿元	19.42	25.85	32.49	19.42	25.85	31.49
营业收入同比增速	8%	33%	26%	8%	33%	22%
归母净利润/亿元	3.83	5.30	6.97	3.83	5.30	6.80
归母净利润同比增速	40%	38%	32%	40%	38%	28%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1942	2585	3249	4103	货币资金	932	1133	1156	1141
营业成本	613	884	1122	1430	交易性金融资产	151	151	151	151
毛利	1329	1701	2127	2673	应收账款	473	603	788	984
%营业收入	68%	66%	65%	65%	存货	427	575	728	951
营业税金及附加	25	32	39	51	预付账款	4	9	10	12
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	70	109	134	162
销售费用	777	918	1121	1375	流动资产合计	2056	2580	2966	3401
%营业收入	40%	36%	35%	34%	长期股权投资	2	2	2	2
管理费用	97	137	166	210	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	5%	5%	5%	5%	固定资产合计	980	980	980	980
研发费用	79	93	122	156	无形资产	71	67	64	60
%营业收入	4%	4%	4%	4%	商誉	130	130	130	130
财务费用	-14	0	0	0	递延所得税资产	25	27	27	27
%营业收入	-1%	0%	0%	0%	其他非流动资产	362	370	369	369
加：资产减值损失	-3	0	0	0	资产总计	3627	4156	4538	4969
信用减值损失	-1	0	0	0	短期贷款	193	193	193	193
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	422	646	845	1036
投资收益	0	1	1	1	预收账款	0	2	1	2
营业利润	449	634	825	1063	应付职工薪酬	54	80	99	127
%营业收入	23%	25%	25%	26%	应交税费	66	81	107	134
营业外收支	-2	0	0	0	其他流动负债	60	101	119	134
利润总额	447	634	825	1063	流动负债合计	795	1104	1364	1626
%营业收入	23%	25%	25%	26%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	56	80	102	133	应付债券	0	0	0	0
净利润	391	554	723	930	递延所得税负债	22	10	10	10
归属于母公司所有者的净利润	383	530	697	900	其他非流动负债	37	38	38	38
少数股东损益	8	24	26	31	负债合计	853	1153	1412	1675
EPS (元)	0.55	0.76	0.99	1.28	归属于母公司所有者权益	2729	2935	3031	3169
					少数股东权益	45	69	95	126
现金流量表 (百万元)					股东权益	2774	3004	3126	3295
	2023A	2024E	2025E	2026E	负债及股东权益	3627	4156	4538	4969
经营活动现金流净额	288	533	623	747	基本指标				
取得投资收益收回现金	0	1	1	1		2023A	2024E	2025E	2026E
长期股权投资	0	0	0	0	每股收益	0.55	0.76	0.99	1.28
资本性支出	-129	-14	0	-1	每股经营现金流	0.41	0.76	0.89	1.06
其他	-135	4	0	0	市盈率	19.38	21.89	16.64	12.90
投资活动现金流净额	-264	-9	1	0	市净率	2.74	3.95	3.83	3.66
债券融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	13.46	16.67	12.82	9.98
股权融资	0	0	0	0	总资产收益率	10.6%	12.7%	15.4%	18.1%
银行贷款增加 (减少)	45	0	0	0	净资产收益率	14.0%	18.1%	23.0%	28.4%
筹资成本	-220	-437	-575	-741	净利率	19.7%	20.5%	21.5%	21.9%
其他	16	114	-26	-20	资产负债率	23.5%	27.7%	31.1%	33.7%
筹资活动现金流净额	-159	-323	-601	-762	总资产周转率	0.53	0.66	0.75	0.86
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-134	201	23	-15					

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期
36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。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证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。