

中华瑰宝乌灵菌 资本市场独一家

佐力药业
300181

投资要点

- 公司本次 IPO 计划公开发行人 2,000 万股，募投项目主要是在现有生产技术升级改造的基础上实现产能的扩张，并进一步增强企业的技术创新和新药研发能力，同时适度扩大专业化、学术化营销体系。
- 公司立足于药用真菌生物发酵技术生产中药产品，实现了我国珍稀药材乌灵参的产业化。目前拥有乌灵系列产品：中药原料药“乌灵菌粉”（国家一类新药）、中药产品“乌灵胶囊”（国家一类新药）、“灵莲花颗粒”（国家中药第六类）。
- 乌灵胶囊为公司最主要收入来源。作为国内首个提出治疗轻中度心理障碍和改善情绪的中药产品，据中国医药经济信息网对全国临床用药终端竞争格局统计数据，2007-2009 年，乌灵胶囊均居安神补脑药类第一名。报告期内，乌灵胶囊占销售收入的比重分别为 82.30%、90.76%、89.34%和 88.59%。
- 我们预测公司 2010-2012 年 EPS（摊薄）分别为 0.53 元、0.77 元和 1.00。公司作为专门从事药用真菌生物发酵技术研究企业，其主导产品乌灵胶囊为国家中药保护品种，同时也是国内首个提出治疗轻中度心理障碍和改善情绪的中药产品，具有广阔的市场前景和良好的成长性。综合医药上市公司估值水平，我们认为公司的合理价位在 23.10 元-26.95 元，对应公司 2011 年的 EPS 市盈率为 30-35 倍。

首次 不评级

分析师：袁舰波，屈映

投资咨询执业证书编号：

S0630208010052, S0630208010053

联系信息：

yjb@longone.com.cn

qy@longone.com.cn

联系人：戴颖

010-59707110

日期

分析：2011 年 01 月 31 日

价格

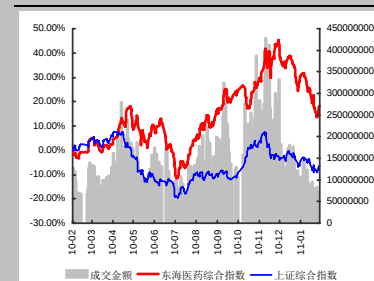
预测发行价：23.50 元

预测上市价：26.95 元

发行数据

发行前总股本(万股)	6,000
本次发行股数(万股)	2,000
发行后总股本(万股)	8,000

医药行业相对上证综指走势图

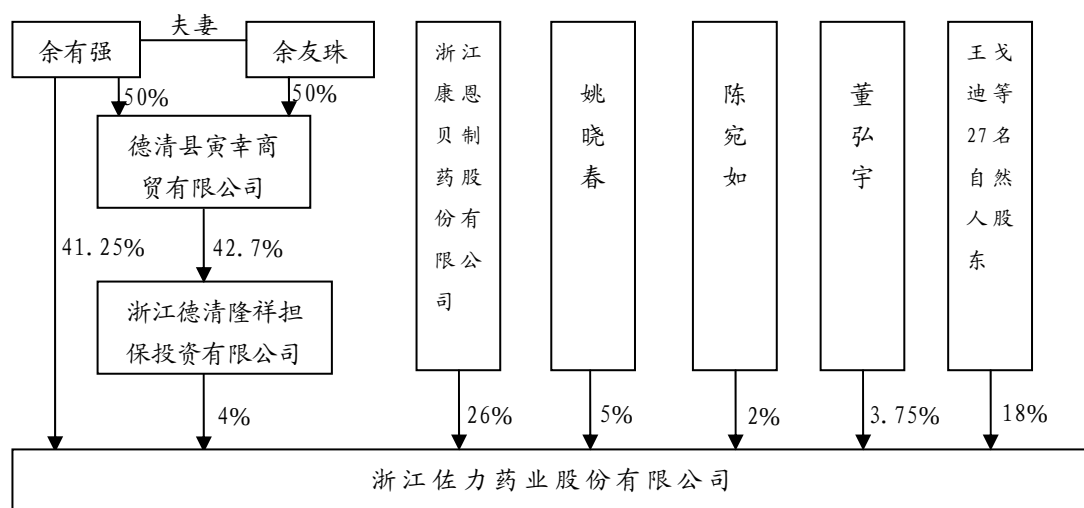


1、 公司基本情况

1.1 公司股权结构

公司的前身浙江佐力医药保健品有限公司设立于 1995 年 10 月，1998 年 3 月更名为浙江佐力药业有限公司。公司控股股东和实际控制人为俞有强先生，本次发行，俞有强先生持有发行人 2,475 万股股份，占发行人总股本的 41.25%，同时，俞有强通过其间接控制的浙江德清隆祥担保投资有限公司持有发行人 240 万股股份，占发行人股本总额的 4%。本次发行不超过 2,000 万股股票，占发行后公司总股本的 25%。

图 1：IPO 前佐力药业股权结构图



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

1.2 公司主营业务

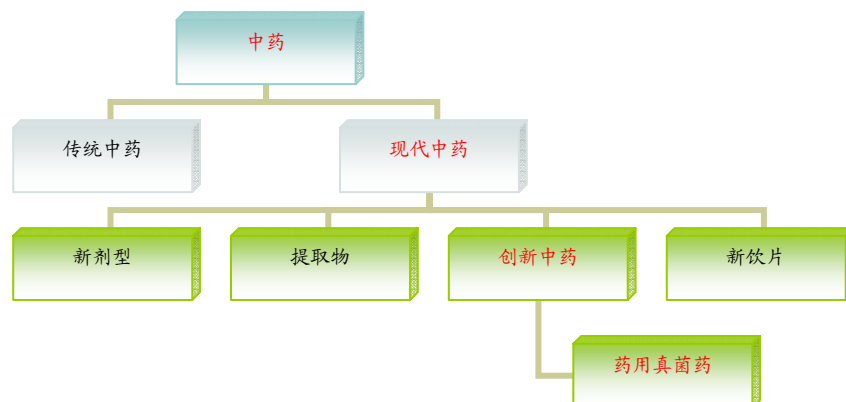
公司立足于药用真菌生物发酵技术生产中药产品，通过对珍稀药用真菌乌灵参的研究，实现了我国珍稀药材乌灵参的产业化。目前拥有乌灵系列产品：中药原料药“乌灵菌粉”（国家一类新药）、中药产品“乌灵胶囊”（国家一类新药）、“灵莲花颗粒”（国家中药第六类）。其中乌灵胶囊已进入《国家基本医疗保险和工伤保险药品目录》（2004 版和 2009 版）；2006 年 9 月取得国家药监局颁发的《中药保护品种证书》。根据 SFDA 南方经济研究所《2009 年度中国医药市场发展蓝皮书》统计数据，乌灵胶囊在我国医院神经系统疾病中成用药市场占有率为 9.45%，总排名第二，口服剂型市场占有率排名第一。根据中国医药经济信息网对全国临床用药终端竞争格局统计数据，2007-2009 年，乌灵胶囊均居安神补脑药类第一名。

2、 公司所处行业背景

按照现代医学和中药学术理论基础及技术支持分类，公司主要产品乌灵菌粉和乌灵胶囊为现代中药行业

分类之创新中药的药用真菌药类别，其核心技术特征是运用生物技术来制备现代中药。

图 2：公司所属行业分类

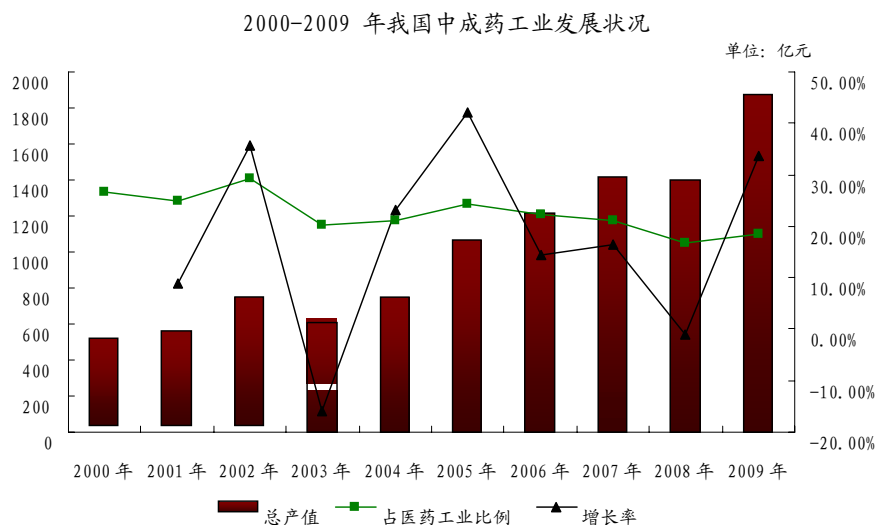


资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

2.1 我国中药行业发展概况

中医药是我国民族医学科学的特色和优势，我国对中药在医疗保健中的作用给予高度重视，制定并实施了一系列行政法规和政策，推动中药现代化发展，使这一中国国粹逐步摆脱剂型简单、工艺落后、产品结构不合理等落后状况。2009 年，全国中成药制造工业总产值 1871 亿元，占整个医药工业总产值的 18.62%，增长率高达 33.64%。

图 3：2000 年至 2009 年我国中成药工业发展状况



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

中药产业的现代化不仅仅体现在将传统中药运用现代的制药技术和剂型发展，开发出新的适应现代社会的重要产品；更重要的表现在是以中药材为源头，利用现代科学技术开发出新的产品或者其他产品。目前常

见的是从植物中提取某个单体的化学成分，比如从青蒿中提取青蒿素，从麻黄中提取麻黄素等。随着生物技术的发展，通过对植物、菌类等药材的培养和有效成份的提取，实现中药材的深度挖掘，已经成为现代中药创新药物研究的一种趋势。

2.2 药用真菌领域的发展概况

药用真菌是指能治疗疾病、具有药用价值的一类真菌，即在菌丝体、子实体、菌核或孢子中能生产诸如氨基酸、蛋白质、维生素、多糖、甙类、生物碱、甾醇类、黄酮类、抗生素及多种矿物质，对人体有保健作用，对疾病有预防、抑制或治疗作用的真菌。相对于其他中草药的开发研究，药用真菌领域还是一块处女地，也是新药开发中的一个重要领域。自 1985 年实施《药品管理法》以来，已批准的真菌单方和复方制剂有“香云肝泰片”、“复方灵芝片”、“灵芝胶囊”、“安络痛注射液”、“猪苓多糖注射剂”等一百多个品种，其中有八个是国家中药一类新药，公司生产的乌灵胶囊和乌灵菌粉即隶属其中，临床上针对轻中度心理障碍及情绪改善，主要用于神经衰弱，焦虑、抑郁症状的缓解和失眠症的治疗。

表 1：国家中药一类新药列表

公司名称	产品名称	原材料
杭州中美华东制药有限公司	百令胶囊	蝙蝠蛾被毛孢
江西济民可信金水宝制药有限公司	金水宝胶囊	蝙蝠蛾拟青霉
启东盖天力药业有限公司	槐耳颗粒	槐耳菌质
东北虎药业有限公司	蛹虫草菌粉胶囊	蛹虫草菌粉
佐力药业股份有限公司	乌灵胶囊	乌灵菌粉

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

2.3 轻中度心理障碍用药分析

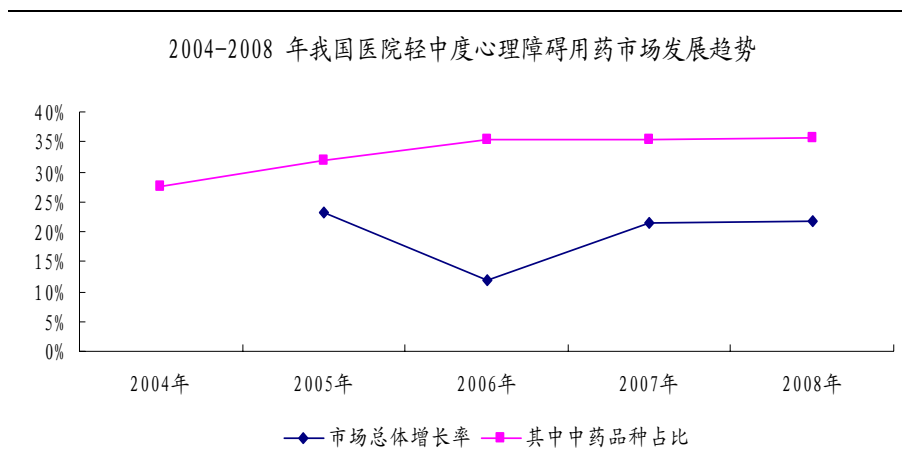
中枢神经系统用药是全球第二大药品市场，是增长最快的市场之一。2006年全球中枢神经系统（CNS，即 Central Nervous System）药物总销售额为900 亿美元，而2008 年已上升为1048 亿美元。从销售额来看，在 CNS 市场中占据最大一部分的是抗抑郁类药，占据23%的市场份额；紧随其后的是抗精神病药，占据22.6%的份额。

未来，中药治疗轻中度心理障碍将成为未来趋势。长期以来，我国失眠治疗市场是西药和保健品一统天下，近年来很多人渐渐意识到失眠是一种人体亚健康状态，而这又与中成药产品善于调理、治疗慢性病和亚健康的优势不谋而合。中西药治疗方法虽不尽相同，但可以合并应用，会收到较好的效果。多数临床医生认为目前各种精神类疾病要重视中西医结合治疗的优势，不能只强调西药的疗效，还要看到中药的协同及补偿作用。

轻中度心理障碍治疗药物的市场前景广阔。根据IMS对我国医院系统治疗轻中度心理障碍用药市场统计数据显示，2004-2008 年该市场年均复合增长率为19.5%，其中中药品种的年均复合增长率达到27.4%，高于西

药品种16.0%的年均复合增长率。从中药品种占市场份额和增长率来分析,可以看到在这一治疗领域,中药的地位相当重要而且发展潜力巨大。

图 4: 2004-2008 年我国医院轻中度心理障碍用药市场发展趋势



资料来源: 公司招股说明书, 东海证券研究所

3、 公司核心竞争能力分析

3.1 独家品种优势

公司通过生物发酵技术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。公司通过深层发酵技术模拟地下深处环境,实现了乌灵菌的人工培养和大规模生产。2010 年 2 月 11 日,公司取得科学技术部、国家保密局联合颁发的秘密技术证书(证书编号:MMJS2009YY042)。

乌灵胶囊是国家中药一类新药,国内独家生产,现为中药保护品种,保护期至 2013 年 9 月 28 日,保护期满后可以申请续保七年。中药品种保护期内,国内企业将不能进行乌灵胶囊的仿制和改剂型申请。乌灵胶囊已进入《国家基本医疗保险和工伤保险药品目录》(2004 版和 2009 版),具备良好的市场开拓基础。发行人的专有技术——“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”于 2010 年 2 月取得了科学技术部、国家保密局联合颁发的秘密技术证书。

3.2 药用真菌治疗轻中度心理障碍理念的创新优势

乌灵胶囊是国内首个提出治疗轻中度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。采用药用真菌药物治疗轻中度心理障碍,突破了现有化学药物的安全性难题。用药手段的革命性创新,对我国中药产品在这一领域的发展带来积极作用,并对公司产品的市场开拓形成巨大的推动。

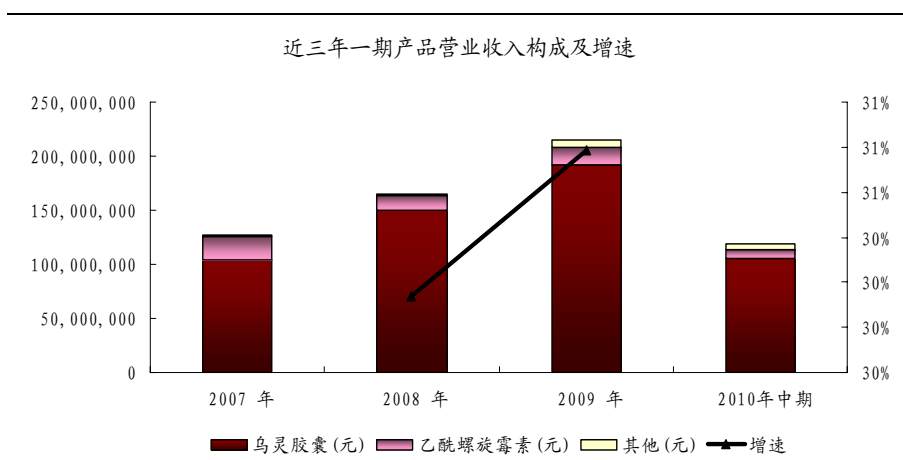
近年来，随着经济的飞速发展、人口数量的增加，社会竞争不断加剧，就业、入学、生活等压力不断增大，由于轻中度心理障碍表现出来焦虑、抑郁、失眠症状的人群日益扩大，该市场潜力巨大。而由于化学药普遍具有依赖性强、副作用大等缺点，因此，具有显著疗效、毒副作用轻微、无依赖性、可以长期安全服用的替代药物将能更好满足市场需求。

4、 公司财务分析

4.1 主营业务收入保持较快增长

公司的销售主要由乌灵胶囊、乙酰螺旋霉素片及其他药品组成，其中乌灵胶囊产品的销售为公司最主要收入来源，报告期内，乌灵胶囊占销售收入的比重分别为 82.30%、90.76%、89.34%和 88.59%。公司近三年一期销售收入的增长主要源于乌灵胶囊的快速增长。乌灵胶囊于 04 年产品进入国家医保目录，05 年正式在各地执行该目录，使得产品获得大多数医院的准入资格，从而使销量的增长有了质的飞跃。在市场定位方面，公司产品定位于中药治疗焦虑、抑郁等心理障碍，较以往的定位更贴近市场。

图 5：公司近三年一期营业收入构成及增速

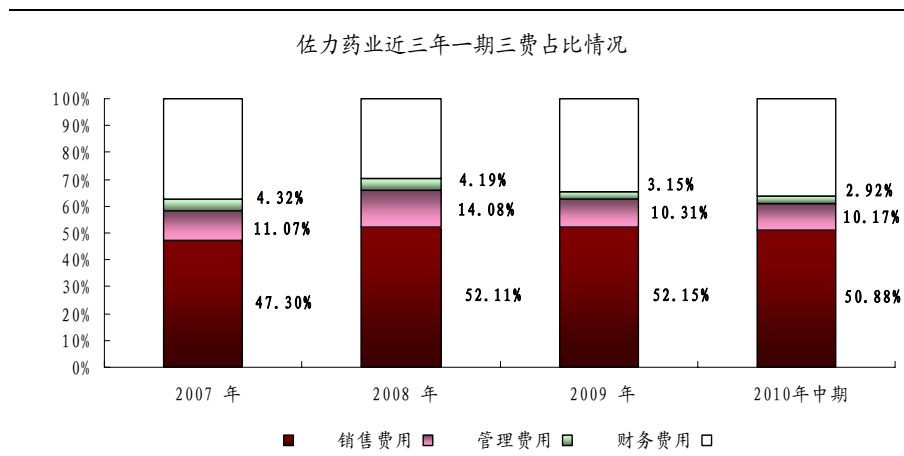


资料来源：wind、东海证券研究所

4.2 期间费用逐年上涨 销售费用率较高

近三年一期，公司的管理费用率和财务费用率稳中有降，而销售费用率为 50%左右，相对较高。这主要是由公司的主导产品乌灵胶囊的特点所决定的。因此前在市场上没有与之类似的产品销售，医生和患者对其了解较少；另一方面，乌灵胶囊的疗效需要较长的时间才能显现，患者对其认知、接受的过程也相对较慢，因此需要公司对医生和患者进行长期的、持续的、深入的推广和教育。针对该产品的以上这种特性，公司目前主要采用学术专业推广的模式，公司举办学术推广较为频繁，学术推广费及差旅费支出相应较大。报告期内，发行人的产量逐步提高，需要更多的销售费用投入以消化新增产量。因此，公司销售费用相对较高，且呈现逐年增长的趋势。

图 6: 公司近三年一期三费占比情况



资料来源: wind、东海证券研究所

5、 公司主要风险

5.1 单一产品依赖风险

公司目前具有两个一类新药产品: 原料药“乌灵菌粉”和制剂“乌灵胶囊”, 并于 2009 年 5 月取得了国家新药(中药第六类)“灵莲花颗粒”的新药证书和药品注册批件。除以上产品, 公司其他在研产品尚在研究阶段未取得新药证书和药品注册批件。报告期内, 公司产品乌灵胶囊收入占公司营业收入的比重较高, 公司业务收入对该品种的依赖性较强。2007 年、2008 年、2009 年及 2010 年上半年乌灵胶囊销售收入分别为 10,418.02 万元、14,966.00 万元、19,240.17 万元和 10,513.76 万元, 占公司营业收入的比例分别为 82.33%、91.18%、89.88%和 88.59%。虽然乌灵胶囊为本公司的独家品种, 且在有计划地进行市场拓展, 但是, 若公司不能保持持续创新能力、把握市场发展机遇、有效开拓市场, 将可能导致乌灵胶囊的市场份额下降, 从而对公司经营业绩产生不利影响。

5.2 核心技术失密及核心技术人员流失的风险

乌灵菌粉的工艺技术和核心技术人员是公司核心竞争力的重要组成部分, 也是公司赖以生存和发展的基础和关键。公司的主导产品乌灵胶囊以及其他乌灵系列产品的生产均依赖乌灵菌粉。为保护公司的核心技术, 公司建立了严格的技术保密工作制度。公司的研发人员、核心技术人员、高级管理人员需与公司签订《保密协议》, 并严格履行协议的各项义务。如公司对于核心的工艺技术实行分段掌握, 避免个人全面掌握主要产品的核心技术, 降低核心技术泄密的风险。由于管理得力, 本公司自成立以来尚未出现处方和工艺泄密事件, 公司核心技术人员队伍稳定; 尽管本公司已经与核心技术人员签订保密协议, 但是今后也可能存在公司核心技术人员离开本公司或公司技术人员私自泄露公司技术机密, 将对公司的生产经营和新产品研发带来不利影响。

6、 募集资金投向

公司本次 IPO 计划公开发行人 2,000 万股，募投项目主要是在现有生产技术升级改造的基础上实现产能的扩张，并进一步增强企业的技术创新和新药研发能力，同时适度扩大专业化、学术化营销体系。募集资金具体投向如下：

表 2：募投项目情况

项目名称	投资总额（万元）	新增产能/年	预计投产时间
乌灵菌粉技术升级改造和扩产项目	9,238	200 吨	2012 年
乌灵胶囊建设项目	2,991	4.5 亿粒	2012 年
药用真菌研发中心建设项目	3,000	-	-
市场营销网络建设项目	1,500	-	-

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

目前公司乌灵菌粉的发酵生产线每天可生产 2.5 罐，日最大生产量约 375kg，年生产能力为 110 吨左右。2009 年公司乌灵菌粉发酵线产量已经达到 110 吨左右，预计 2010 年计划产量将超过 130 吨，整条生产线产能已经饱和，为满足公司持续发展的需求，乌灵菌粉生产线扩产和技术升级已是刻不容缓。本项目达产后，将形成年产 200 吨乌灵菌粉的产能，其中 150 吨为新增年产 4.5 亿粒乌灵胶囊建设项目所需原料，剩余部分乌灵菌粉供公司生产乌灵系列产品所需。

7、 估值与市场定价

7.1 公司估值

我们的估值主要基于以下假设：

- 1、三项费用平稳略降
- 2、公司税收政策保持不变
- 3、募投项目如期达产

在上述假设下，我们预测公司 2010-2012 年 EPS（摊薄）分别为 0.53 元、0.77 元和 1.00 元。

表 2：佐力药业盈利预测

利润表(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	16,490	21,535	27,998	36,411	47,334
增长率	30.27%	30.59%	30.01%	30.05%	30.00%
营业成本	3,732	4,524	5,600	6,918	9,467
营业税金及附加	244	294	280	364	473
销售费用	8,593	11,231	14,839	18,934	24,377
管理费用	2,322	2,220	3,360	4,005	4,733

财务费用	691	678	0	0	0
营业利润	758	2,568	3,920	6,190	8,283
营业外收入	1,243	1,043	1,000	1,000	1,000
利润总额	1,802	3,456	4,920	7,190	9,283
所得税费用	138	297	689	1,007	1,300
归属于母公司净利润	1,664	3,158	4,231	6,183	7,984
EPS（摊薄）	0.21	0.39	0.53	0.77	1.00

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

7.2 上市定价

公司作为专门从事药用真菌生物发酵技术研究企业，其主导产品乌灵胶囊为国家中药保护品种，同时也是国内首个提出治疗轻中度心理障碍和改善情绪的中药产品，具有广阔的市场前景和良好的成长性。综合医药上市公司估值水平，我们认为公司的合理价位在 23.10 元-26.95 元，对应公司 2011 年的 EPS 市盈率为 30-35 倍。

作者简介

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、科华生物等。

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、中新药业、通策医疗。

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户的投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897