

佐力药业 (300181)

学术为匙，开启中药治疗抑郁症之门

易镜明
021-38676779
yijingming@gtjas.com
S0880511010019

本报告导读：

专注轻中度抑郁症治疗，产品机理独特，市场切入点好，依托临床研究获取市场的扩张路径可信。

投资要点：

- **主要观点：**公司主要从事乌灵参的药用开发。目前专注单一品种乌灵胶囊，轻中度抑郁症用中成药。公司以药理和临床研究作为产品做大的基石，产品机理独特，市场切入点好，缺少直接竞争者，临床研究积累的市场有良好壁垒。后期的临床反馈是决定成长空间的关键。
- 公司自然人持股为多，俞有强先生系本公司的控股股东、实际控制人。
- 乌灵胶囊在神经系统中成药领域有很好的市场基础。根据 SFDA 的数据，2007-2009 年，乌灵胶囊占有率均居安神补脑药类第一名，并且在我国医院神经系统疾病中成药用药市场占有率为 9.45%。
- **机理独特：**乌灵胶囊属乌灵参提取物，通过 GABA 增效抗抑郁，与经典化药的 5-HT 再摄取抑制和 NA 再摄取抑制作用通路不同，副作用小；也与主流中成药百乐眠、新乐康等基于酸枣仁提取物相区别，专注轻中度抑郁症治疗，有别于百乐眠主打失眠治疗 OTC 市场。公司致力于通过大量临床试验证明乌灵胶囊的出色的疗效和较低的不良反应、后遗症。
- **市场切入点好，依托临床研究的扩张路径可信：**轻中度抑郁症治疗药市场是良好的切入点，主流化要有明显弊端，不利于大量使用；中成药缺乏有效且广泛认可的品种。未来公司业绩扩张在临床研究做后盾的基础上可以实现两个维度的扩张：一是临床接受程度的扩张，逐步整合轻中度抑郁症治疗的市场，尤其是对多种原因引起的并发抑郁症；二是临床效果认可地区的扩展，主要似乎公司临推广范围的扩大。
- **风险：**主要是临床效果显性程度的普遍性和接受程度，直接关系到成长空间。
- **投资建议：**预计 10、11 年 EPS 0.54、0.75 元，参比前期上市且属性相似的振东制药和香雪制药价格，我们认为发行价在 26.5-30 元之间，对应 11 年 35-40 倍 PE；上市首日价格区间估计在 30-35 元。

建议询价区间

26.50-30.00

上市首日定价区间

30.00-35.00

2011.02.10

发行上市资料

总股本（万股）	6,000
发行量（万股）	2,000
发行日期	2011.02.09
发行方式	网下询价,上网定价
保荐机构	
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产（元）	3.08
净资产收益率（%）	10.3%
资产负债率（%）	42.6%

主要股东和持股比例

俞有强	41.25%
浙江康恩贝制药	26%
姚晓春	5%
王戈迪	4%
浙江德清隆祥担保投资	4%
董弘宇	3.75%

财务摘要（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	165	215	281	354	453
(+/-)%	30.3%	30.6%	30.6%	25.8%	28.0%
经营利润（EBIT）	14	32	45	62	80
(+/-)%	43.7%	124.0%	38.0%	37.4%	30.2%
净利润	17	32	43	60	81
(+/-)%	19.8%	89.8%	35.8%	39.0%	35.4%
每股净收益（元）	0.21	0.39	0.54	0.75	1.01
每股股利（元）	-	-	0.11	0.22	0.40

注：每股净收益按发行后的总股本计算

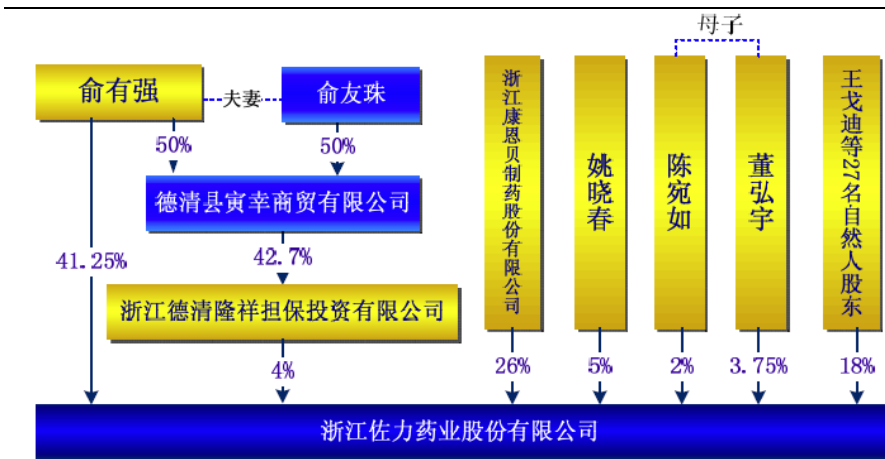
请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 公司简介

公司主要从事乌灵参的药用开发。目前专注单一品种乌灵胶囊，轻中度抑郁症用中成药。产品机理独特，市场切入点好，公司以药理和临床研究作为产品做大的基石。

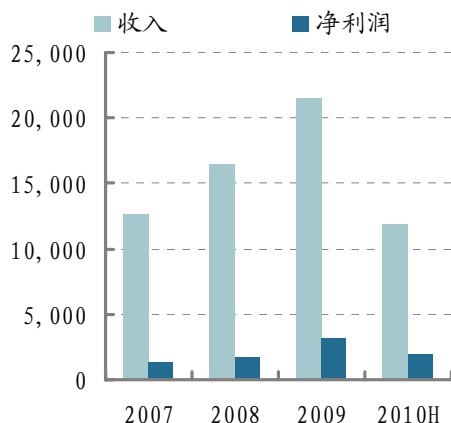
公司自然人持股为多，俞有强先生系本公司的控股股东、实际控制人。本次发行前，俞有强先生持有公司 2,475 万股股份，占公司总股本的 41.25%。

图 1：公司股权结构



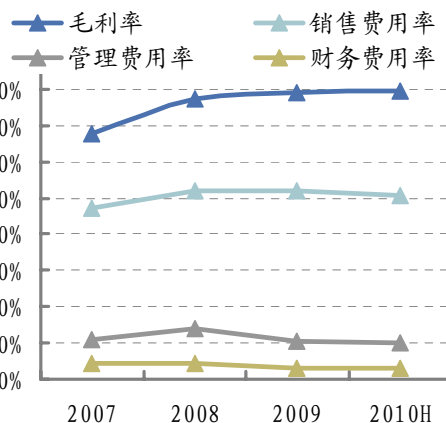
数据来源：公司招股书，国泰君安证券

图 2：收入、利润平稳提升（百万元）



数据来源：WIND，国泰君安证券

图 3：盈利能力情况



数据来源：WIND，国泰君安证券

2. 公司业务

2.1. 乌灵胶囊为核心

乌灵胶囊是公司目前唯一的品种，贡献 99% 毛利润。

表 1：公司收入结构

业务类别	2010 年 1-6 月		2009 年		2008 年		2007 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重
乌灵胶囊	10,513.76	88.59%	19,240.17	89.34%	14,966.00	90.76%	10,418.02	82.30%

乙酰螺旋霉素	788.68	6.65%	1,618.95	7.52%	1,358.69	8.24%	2,105.79	16.64%
其他	565.46	4.76%	675.86	3.14%	165.56	1.00%	134.70	1.06%
合计	11,867.90	100.00%	21,534.98	100.00%	16,490.25	100.00%	12,658.51	100.00%

数据来源：公司招股书，国泰君安证券

表 2：公司毛利润结构

业务类别	2010 年 1-6 月		2009 年		2008 年		2007 年	
	金额	比重	金额	比重	金额	比重	金额	比重
乌灵胶囊	9,326.37	99.00%	16,973.78	99.78%	12,840.88	100.65%	8,775.89	102.26%
乙酰螺旋霉素片	-30.39	-0.32%	-33.35	-0.20%	-20.12	-0.16%	-67.30	-0.78%
其他	124.30	1.32%	70.12	0.41%	-62.56	-0.49%	-126.78	-1.48%
合计	9,420.28	100.00%	17,010.56	100.00%	12,758.20	100.00%	8,581.82	100.00%

数据来源：公司招股书，国泰君安证券

2.2. 乌灵胶囊：轻中度抑郁症特效中成药

乌灵胶囊定位轻中度抑郁症，临床上主要用于神经衰弱，焦虑、抑郁症状的缓解和失眠症的治疗。产品通过从珍稀药用真菌乌灵参中分离获得菌种，运用发酵技精制而成乌灵菌粉，进而加工成中药制剂，具有补肾健脑、养心安神、平衡神经递质的作用。

产品关键信息：

- ◆ 国家中药一类新药，国内独家生产，现为中药保护品种（二级），保护期至 2013 年 9 月 28 日，保护期满后可以申请续保七年。
- ◆ 已进入 2004 版和 2009 版医保乙类目录。
- ◆ 双跨品种：2005 年 12 月，经国家食品药品监督管理局批准，乌灵胶囊转为 OTC 品种。目前销售市场仍以医院市场为主要市场。
- ◆ **机理：**乌灵菌粉能改善脑组织对兴奋神经递质谷氨酸（Glu）和抑制性神经递质 γ -氨基丁酸（GABA）的通透性，增强谷氨酸脱羧酶（GAD）的活性，使脑内抑制性神经递质 γ -氨基丁酸含量增加，同时提高大脑皮层 γ -氨基丁酸受体的结合活性，从而发挥镇静安眠作用 4。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。

图 4：乌灵胶囊药理



数据来源：公司招股书，国泰君安证券

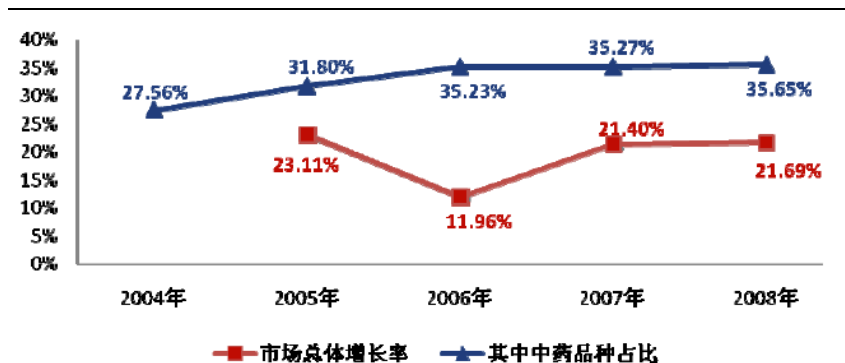
2.3. 抑郁症市场：优于行业整体，看好中药机会

疾病形势：基数大，国内需求被压制。目前中国有心理问题的人数为 2-3 亿，中国精神疾病负担到 2020 年将上升到疾病总负担的四分之一。目前，在我国名列前三位的心理问题症状依次是：抑郁（忧郁）、焦虑、失眠。中国人患抑郁症、焦虑症的人数分别占到总人数的 5%，而在抑郁症患者中，10%至 15%的人会有自杀倾向或行动，患失眠症的占到总人数的 4.2%。据调查，中国人一生中有过抑郁的人占到 30%以上，焦虑的占到 30%以上，失眠者则在 42%以上。由于诊断技术落后于西方同行以及国内百姓对此病认识不足，人们即使得了抑郁症也很少会主动去医院治疗。所以，直至今日，国内抑郁症病人的治疗比例仍只有 10%左右，远远落后于世界抑郁症病人的治疗率。

用药形势：整体好，中药更好

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 16。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 5：医院轻中度心理障碍用药增速



数据来源：公司招股书，国泰君安证券

2.4. 乌灵胶囊：中成药类翘楚，机理独特

2.4.1. 乌灵胶囊领跑安神类中成药品种

乌灵胶囊在神经系统中成药领域有很好的市场基础。根据 SFDA 的数据，2007-2009 年，乌灵胶囊均居安神补脑药类第一名。同时乌灵胶囊在我国医院神经系统疾病中成药用药市场占有率为 9.45%，总排名第二，仅次于扩张脑血管的天麻素注射液。

主要竞争对手是扬子江的百乐眠和南京立业的新乐康两个品种。其中新乐康较稳，百乐眠上升势头凶猛。

表 3：2007-2009 年安神补脑药类产品竞争格局

排名	2009 年		2008 年		2007 年	
1	乌灵胶囊	15.67%	乌灵胶囊	17.10%	乌灵胶囊	15.20%
2	百乐眠胶囊	12.68%	新乐康片	11.90%	新乐康片	11.78%
3	新乐康片	10.63%	百乐眠胶囊	9.96%	甜梦胶囊	9.04%
4	舒眠胶囊	8.41%	心神宁片	7.46%	枣仁安神胶囊	7.08%

5	清脑复神液	6.00%	清脑复神液	6.41%	心神宁片	5.74%
6	心神宁片	5.88%	珍宝丸	4.65%	舒神灵胶囊	4.40%
7	珍宝丸	4.41%	甜梦胶囊	4.64%	灵芝胶囊	4.16%
8	枣仁安神胶囊	4.18%	枣仁安神胶囊	4.04%	清脑复神液	4.04%
9	甜梦胶囊	3.53%	七叶神安片	2.80%	百乐眠胶囊	4.01%
10	复方活脑舒胶囊	2.74%	补脑安神胶囊	2.62%	七叶神安片	3.14%
	其他类别	25.87%	其它类别	28.29%	其他类别	31.39%

数据来源：公司招股书，国泰君安证券

2.4.2. 机理独特，以临床研究当营销先锋

乌灵胶囊属乌灵参提取物，成分和药理独特，区别于经典化药和主流抗抑郁中成药。

- ◆ **较之化药：**乌灵胶囊通过 GABA 增效抗抑郁，与经典化药氟西汀、度洛西汀等的 5-HT 再摄取抑制和 NA 再摄取抑制作用通路不同，就目前临床结果显示依赖性轻微，对中轻度患者而言可能是更好选择。
- ◆ **较之主流中成药：**初步认为疗效更直接一些。百乐眠、新乐康等主流抗抑郁中成药基于酸枣仁提取物，有效成分是皂甙类和黄酮类化合物，临床研究程度不及乌灵胶囊，药理研究也不够明确，临床主要应用应该是辅助用药，更多的应用应该是在 OTC 市场。
- ◆ **增长迅速的百乐眠：**与公司市场有一定差异，重叠不多。百乐眠主打缓解失眠，安神，提高睡眠质量，其高速增长并不侵蚀乌灵胶囊的主要阵营。

公司致力于通过大量临床试验证明乌灵胶囊在治疗轻中度抑郁症时的出色的疗效和较低的不良反应、后遗症。目前看临床认可度较好，以此带动的营销针对两类市场：

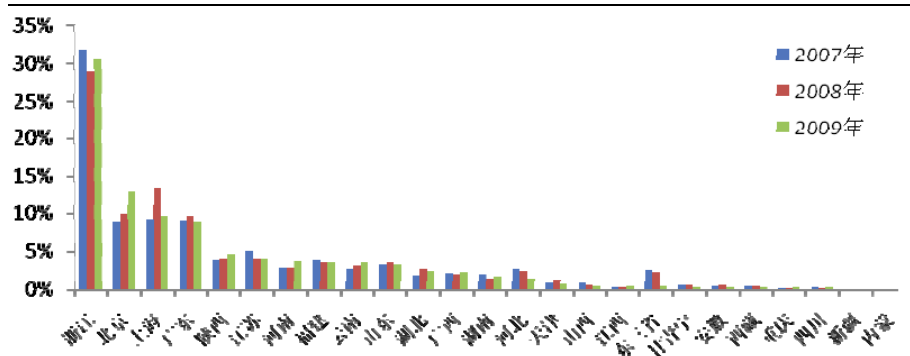
- ◆ 一是在轻中度抑郁症治疗市场凭借低依赖性，形成对化药的替代和补充，比较符合国内抑郁症治疗理念保守的情况。
- ◆ 二是作为化药的辅助用药或者配伍用药，目前相关国内临床研究较多，有望推广较好形成业内广泛的用药习惯。

2.5. 扩张路径：临床接受程度+临床接受区域

我们认为公司选择临床研究带动营销扩张的方式在这一市场是合宜的。未来公司业绩扩张在临床研究做后盾的基础上可以实现两个维度的扩张：

- ◆ 一是临床接受程度的扩张，逐步整合轻中度抑郁症治疗的市场，尤其是对多种原因引起的并发抑郁症；
- ◆ 二是临床接受区域的扩展。销售区域扩张的故事很多公司都能讲，相对而言，乌灵胶囊的区域扩张故事可信度高一些。主要由于缺少直接竞争者，中成药专注抑郁症治疗少，做药理和临床研究少，乌灵胶囊算是唯一成规模的。目前公司的主要销售区域在浙江及京沪穗，主要考虑是当地精神卫生关注程度较高。

图 6: 乌灵胶囊收入贡献区域分布



数据来源: 公司招股书, 国泰君安证券

3. 风险提示

- ◆ 疗效风险: 产品在各个领域临床研究扩大, 能否体现公司目前认为的良好效果, 直接影响产品的成长性。
- ◆ 仿制风险和技术失密风险: 发行人的主导产品乌灵胶囊及其他乌灵系列产品的生产均依赖于乌灵菌粉的独家生产, 其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。

4. 募投项目

募集资金主要用于乌灵胶囊的扩展等项目。

表 4: 募投项目

项目	金额	目前产能	达产产能
新增年产 200 吨乌灵菌粉生产技术升级改造和扩产项目	9,238	110 吨	310 吨
新增年产 4.5 亿粒乌灵胶囊建设项目	2,991	3 亿粒	7.5 亿粒
药用真菌研发中心建设项目	3000	/	/
市场营销网络建设项目	1,500	/	/

数据来源: 公司招股书, 国泰君安证券

5. 盈利预测及投资建议

核心假设:

- ◆ 乌灵胶囊未来 3 年保持 30%左右的收入增速; 成本变动不大, 毛利率维持高位。
- ◆ 销售费用水平维稳, 管理费用略有上升。
- ◆ 补贴水平保持; 实际所得税率从 11 年开始暂时按 14%的水平计, 即恢复 08 年之前的较高水平。

表 5: 利润表的关键假设 (百万元)

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
乌灵胶囊(百万元)	149.7	192.4	255.89	327.54
增长	43.66%	28.56%	33.00%	28.00%
毛利	85.80%	88.22%	88.00%	88.00%
乙酰螺旋霉素(百万元)	13.6	16.2	18.62	19.55
增长	-35.47%	19.13%	15.00%	5.00%
毛利	-1.47%	-2.04%	-1.50%	-1.50%
其他(百万元)	1.7	6.8	6.76	6.76
增长	22.96%	307.23%		
毛利	-37.38%	10.29%	5.00%	5.00%

数据来源: 国泰君安证券

表 6: 利润表 (百万元)

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	215	281	354	453
营业成本	45	56	66	78
营业税金及附加	3	4	5	6
营业费用	112	145	180	233
管理费用	22	31	41	54
财务费用	7	6	1	-5
资产减值损失	0	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	26	39	61	85
营业外收入	10	10	10	10
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	35	47	69	94
所得税	3	4	10	13
净利润	32	43	60	81
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	32	43	60	81
EBITDA	32	56	75	95
EPS (元)	0.40	0.54	0.75	1.01

数据来源: 国泰君安证券

投资建议: 预计 10、11 年 EPS 0.54、0.75 元, 参比前期上市且属性相似的振东制药和香雪制药价格, 我们认为发行价在 26.5-30 元之间, 对应 11 年 35-40 倍 PE; 上市首日价格区间估计在 30-35 元。

作者简介:**易镜明:**

S0880511010019

021-38676779

yijingming@gtjas.com

医学博士，2006 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究。

张一甫（贡献作者）:

S0880110090086

021-38674755

zhangyifu008741@gtjas.com

医药行业研究助理，复旦大学硕士，2010 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究，负责中药、生物药等子行业。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		