



优质特色中药小品种

买入 首次

目标价: 31 元

投资要点:

- 乌灵胶囊在抗抑郁中成药中具备独特优势
- 乌灵胶囊无原料压力, 产品独家生产
- 公司可在细分市场享受高增长

报告摘要:

- **乌灵胶囊在抗抑郁中成药中具备独特优势。**乌灵胶囊是抗抑郁中成药中唯一一个与西药抗抑郁药黛力新做过随机双盲临床试验的品种, 临床结果表明两种药物疗效没有显著差异, 并且副作用很小, 联合用药效果明显优于单独用药效果。这个结果非常有利于该药在医院推广。
- **乌灵胶囊无原料压力, 产品独家生产。**乌灵胶囊的原料是乌灵菌发酵而得, 没有产能限制和涨价压力, 毛利率能保持稳定。乌灵菌发酵技术是国家秘密技术, 乌灵胶囊为国家二级中药保护品种, 使用中又是国家医保目录品种, 能够保证公司可以独家生产该产品, 具有独家竞争力。
- **公司可在细分市场享受高增长。**我国中枢神经系统药物市场平均增速为 20%, 轻中度心理障碍药物平均增速 21%, 轻中度心理障碍中成药平均增速 35%, 公司可在此细分市场享受高增长。除了乌灵胶囊, 公司后续药品还有灵莲花颗粒、金灵解郁片等, 形成中枢神经系统药物系列, 有利于公司长期发展。
- **盈利预测与投资建议。**不考虑新药品上市, 预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.67、0.88、1.06 元, 对应 PE 为 35X、27X、22X, 乌灵胶囊目前覆盖医院才 2000 家, 而且浙江省和北京地区就占据了收入的 60%, 因此开拓空间还较大。我们看好乌灵胶囊在中药抗抑郁领域的独特优势, 首次给予“买入”评级。
- **风险因素。**产品单一、销售费用率较高

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	215	263	311	390	491
同比增长率	31%	22%	19%	25%	26%
净利润	32	41	54	70	85
同比增长率	90%	31%	29%	31%	21%
EPS(元)	0.53	0.69	0.67	0.88	1.06
PE	44	34	35	27	22

分析师:

孙伟娜 (S1180511010011)

电话: 010-88085269

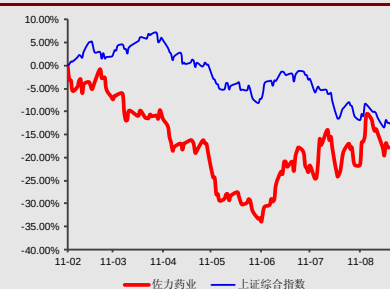
Email: sunweina@hysec.com

吴洋 (S1180511080005)

电话: 010-88085967

Email: wuyang@hysec.com

市场表现



主要指标

收盘价	19.72
一年内最高/最低	31.2/17.7
总股本/ 流通 A 股 (百万股)	80.0/20.0
B 股/ H 股(百万)	0.0/0.0

数据来源: Wind

相关研究

宏源证券 * 行业研究 * 中报总结: 继续看好中药 2011.9

目录

主要推荐逻辑.....	4
一、公司简介.....	5
二、中枢神经系统药物市场分析.....	5
（一）全球抗抑郁药用量较大.....	5
（二）我国抗抑郁药增速更快.....	6
三、乌灵胶囊的独特优势和竞争力.....	7
（一）乌灵胶囊的治病机理.....	7
（二）药用真菌的医疗价值潜力巨大.....	7
（三）乌灵胶囊与黛力新临床治疗效果相当.....	7
（四）乌灵胶囊原料无压力、产品独家保护.....	8
（五）乌灵胶囊将继续采用学术推广销售模式.....	8
四、盈利预测与估值.....	9

插图

图 1: 公司股权结构图	5
图 2: 我国医院轻中度心理障碍药物增长率	6
图 3: 公司主要产品收入构成	9
图 4: 公司产品毛利率变化	9
图 5: 财务报表预测	10

表格

表 1: 2003-2007 年美国处方量排名前十治疗类别（百万张）	6
表 2: 医院市场神经系统疾病中十大中成药品种	8

主要推荐逻辑

佐力药业是目前市场中难得的一个投资标的，因为它规避了：

1. 原材料涨价压力；
2. 发改委降价压力；
3. 政策限制使用压力；
4. 同质化药品恶性竞争压力；

佐力药业公司的看点主要有 3 个：

1. 乌灵胶囊是抗抑郁中成药中唯一一个与西药抗抑郁药黛力新做过随机双盲临床试验的品种，临床结果表明两种药物疗效没有显著差异，并且副作用很小，乌灵胶囊和黛力新联合用药效果明显优于单独用药效果。这个结果非常有利于该药在医院推广。
2. 乌灵胶囊的原料是乌灵菌发酵而得，没有产能限制和涨价压力，毛利率能保持稳定。乌灵菌发酵技术是国家秘密技术，乌灵胶囊为国家二级中药保护品种，使用中又是国家医保目录品种，能够保证公司可以独家生产该产品，具有独家竞争力。
3. 我国中枢神经系统药物市场平均增速为 20%，轻中度心理障碍药物平均增速 21%，轻中度心理障碍中成药平均增速 35%，公司可在此细分市场享受高增长。除了乌灵胶囊，公司后续药品还有灵莲花颗粒、金灵解郁片等，形成中枢神经系统药物系列，有利于公司长期发展。

盈利预测与估值：

不考虑新药品上市，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.67、0.88、1.06 元，对应 PE 为 35X、27X、22X，乌灵胶囊目前覆盖医院才 2000 家，而且浙江省和北京地区就占据了收入的 60%，因此开拓空间还较大。我们看好乌灵胶囊在中药抗抑郁领域的独特优势，首次给予“买入”评级。

一、公司简介

乌灵参，是与灵芝和冬虫夏草同类的药材，生长在地下 200 多米的废弃的白蚁巢中，比冬虫夏草还要珍稀。最早在清光绪年间就有记载，“四川中药志”及“中国药用菌图鉴”等药籍记载，乌灵参具有补气固肾、健脾除湿、镇静安神之功效。我国对乌灵参的研究起始于 1978 年杭州大学接受浙江省安排的土栖白蚁防治任务，陈宛如副教授为负责人承担土栖白蚁巢中真菌的研究工作。1994 年，乌灵参胶囊被浙江省批准为保健药品，并成立校办企业进行销售，这个校办企业就是佐力药业的前身。

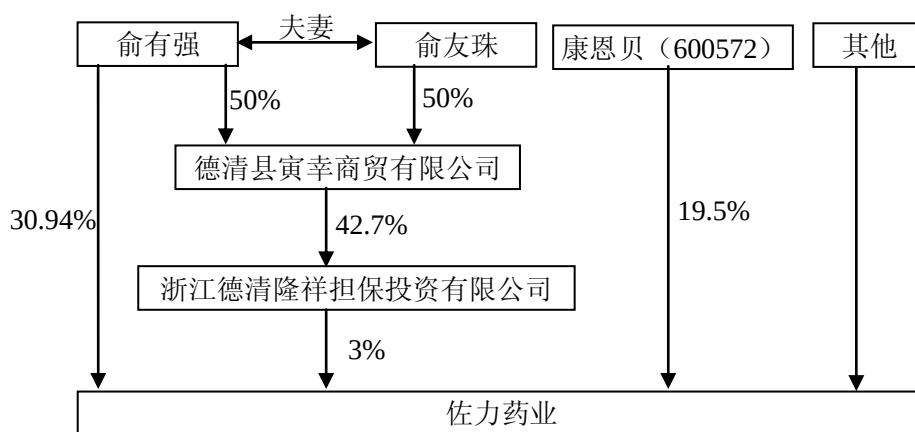
1995 年后国家开始整顿保健药品，因此乌灵参胶囊销售不佳，因此公司决定将乌灵参胶囊开发成中药一类新药。公司首先选择了失眠为适应症，因为试验周期短，效果明显，1998 年乌灵菌粉和乌灵胶囊都拿到中药一类新药的证书。2000 年，佐力药业股份公司成立，2004 年乌灵胶囊进入国家医保目录，定位于轻中度抑郁、焦虑、失眠，在神经内科、中医科、精神科开始使用。2006 年“乌灵胶囊”被国家药监局列为国家二级中药保护品种，保护期自 2006 年至 2013 年。2006 年后销售增长较快，也开始进入 OTC 渠道销售。

2010 年，“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”，保密期限 5 年。

2011 年 1 月，佐力药业首次在 A 股发行 2000 万股，募集资金投入新增年产 200 吨乌灵菌粉生产技术升级改造和扩产项目、新增年产 4.5 亿粒乌灵胶囊建设项目、药用真菌研发中心建设项目、市场营销网络建设项目及其他与主营业务相关的营运资金，并超募 3 亿元。

公司的实际控制人是俞有强先生，股权结构简单明晰，并且旗下没有任何子公司。

图 1：公司股权结构图



资料来源：公司年报、宏源证券

二、中枢神经系统药物市场分析

（一）全球抗抑郁药用量较大

中枢神经系统药物包括抗抑郁药、抗精神病药、抗癫痫药等，其中抗抑郁药份额最大，约占 23%。世界卫生

组织早在《2001 年世界卫生报告》中就强调，抑郁症已成为世界第四大疾患，全球抑郁患者已达人口总数的 5%，而到 2020 年时可能成为仅次于心脏病的第二大疾病。最近的一些研究表明，抑郁患者的数量在快速增加。2011 年，英国和德国调查了欧洲 27 个国家约 3 万人的生活状况，结果显示，欧洲成人中有 1/13，中年人中有 1/10 在一年内服用过抗抑郁药物。

从 IMS 的统计数据来看，2003-2007 年，美国抗抑郁药的处方量连续位居榜首，远高于心脑血管药物及消化系统药物的处方量。

表 1: 2003-2007 年美国处方量排名前十治疗类别（百万张）

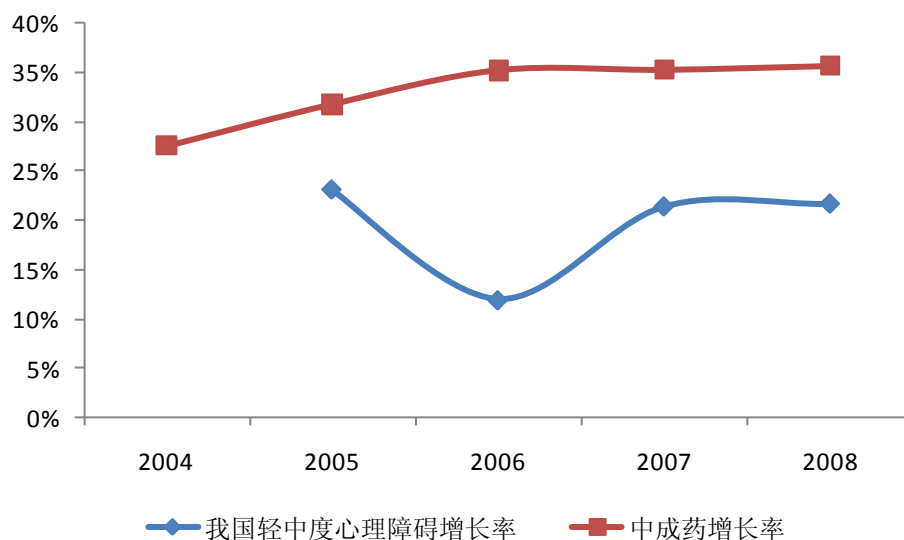
排名	治疗类别	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年
1	抗抑郁药	207.6	215.8	216	227.4	232.7
2	降血脂药	143.7	164	180.2	203.1	220.9
3	可待因及其复合物（codeine&comb）	150.1	158	166	177.2	186.1
4	血管紧张素转换酶（ACE）抑制剂	133.6	139.9	144.1	154.2	157.9
5	β -阻断剂	109.5	117.4	123	130.5	132.5
6	质子泵抑制剂	92.7	90.8	92.3	101.7	108.4
7	抗癫痫药	77	82.9	86.5	94.9	101.8
8	合成甲状腺激素	82.9	87.9	92.7	97.7	101.4
9	钙阻断剂	84.4	84.2	84.6	87	87.4
10	Benzodiazepines	72.1	75	76.7	80.2	82.9

资料来源：IMS，宏源证券

（二）我国抗抑郁药增速更快

全球抗抑郁药虽然规模较大，但增速不快，在我国抗抑郁药增速却很快。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%。在综合医院中，反复就诊者有 50% 患有抑郁障碍、焦虑障碍、睡眠障碍以及其他不同的精神障碍。与其他患者相比，这些患者的反复就诊次数比其他患者高出七倍。

图 2: 我国医院轻中度心理障碍药物增长率



资料来源：招股说明书，宏源证券

三、乌灵胶囊的独特优势和竞争力

（一）乌灵胶囊的治病机理

中医学将抑郁症归入郁病的范畴，主要表现为心情抑郁，情绪不宁，胁肋胀痛，易怒善哭，失眠多梦等各种症状。中医学更强调心神在郁病中的主宰地位，养心安神，移情易性则气血冲和，万病不生。按中医辨证标准，乌灵胶囊适用于心肾不交或心脾两虚引起的失眠、多梦、健忘、神疲乏力、腰膝酸软、头晕耳鸣、心悸、少气懒言、舌苔薄白、脉细沉或无力等诸症。

从现代医学角度，乌灵胶囊主要含腺苷、多糖、甾醇类、谷氨酸、 γ -氨基丁酸、色氨酸等 19 种氨基酸及多种维生素和微量元素，其中谷氨酸(Glu)含量最高，Glu 不仅参与能量代谢和蛋白质合成，在生理浓度下，还参与神经突触间兴奋性信息的传导，与长时程增强(LTP)密切相关，从而促进学习记忆形成。乌灵菌粉所含 Glu 和维生素 B6 可明显增强谷氨酸脱羧酶(GAD)的活性，经谷氨酸脱羧酶(GAD)的作用又能生成抑制性递质 γ -氨基丁酸(GABA)。连续服用乌灵菌粉可激活抑制性 GABA 受体，使 GABA 更好地发挥抑制性神经介质的作用。

（二）药用真菌的医疗价值潜力巨大

乌灵胶囊属于药用真菌。真菌是有真正的细胞核、没有叶绿素的生物，它们能在菌丝体、菌核或子实体内产生丰富的酶系统、转化化学成分形成具有药理活性或对人体疾病有抑制或治疗作用的新物质或新结构。

真菌药物早在一千多年前的世界上第一部本草《神农本草经》中就有记载，如雷丸、猪苓、茯苓等真菌药物。李时珍在《本草纲目》中收集、整理的真菌药物有 20 多种，并对对各种药物的性能、作用和毒性分别作了记载。

药用真菌的研究快速发展是从 20 世纪 60~80 年代起人们对灵芝的人工培育与应用开始的，在此期间开发了如麦角、猴头、云芝、蜜环菌、亮菌、安络小皮伞菌等近 10 种药物。但《新药审批管理办法》实施后仅 3 种真菌被正式批准药用，它们分别是虫草的发酵产品“金水宝”、“百令胶囊”、“蛹虫草胶囊”等，炭角菌的液体发酵产品“乌灵菌粉”及其制剂“乌灵胶囊”，槐耳菌的固体发酵产品“槐耳菌质”及其制剂“槐耳颗粒”。

药用真菌的医疗价值潜力巨大。这是因为：

(1) 21 世纪以来，化学制药已处于衰退阶段，世界各国批准新药的数量明显下降，2008 年全球批准上市的新分子实体才 22 个。因此，中草药包括药用真菌开发备受关注。中药已经经过几千年的临床应用证明了其疗效，因此以中药为研发对象的项目远比从千万种化合物中筛选研发的项目失败率低。同时，医学模式正在由治疗型向预防型的方向转变，真菌药物在这方面具有其独到的作用；

(2) 药用真菌成分明确，比中成药更容易得到现代医学的认可。目前最成熟的药用真菌——发酵虫草类产品全世界市场容量为 20 亿美元。目前，一些国际知名的制药企业，如葛兰素史克、辉瑞、诺华、罗氏以及诺和诺德等，均投入相当大的资金和人力开发中草药，但因为中草药成分复杂，很难被现代医学认可，但药用真菌有效成分较为单一，可采用国际流行的标准指纹图谱进行鉴别，更有利于在全球的推广。

（三）乌灵胶囊与黛力新临床治疗效果相当

目前治疗轻度抑郁、焦虑及失眠的中成药数量不少，但只有乌灵胶囊做过与西药黛力新的随机双盲临床试验和循证医学研究，乌灵胶囊在北京协和医院做了动物实验药效研究，在北京协和医院、北医三院、北京医院、上海精神卫生中心，浙江同德医院、上海瑞金医院等医院，做了几百例患者，与西药黛力新做对照，结果表明在改

善忧郁焦虑状态方面，效果差不多，而且副作用小。这个结果非常有利于为该药在西医领域的推广。

如乌灵胶囊联合黛力新治疗脑卒中后抑郁的临床疗效和安全性试验中，分别将卒中后抑郁病人随机分为乌灵胶囊组、黛力新组、联合组，每组病例为 38-40 例，分别在 2、4、6 周用汉密顿抑郁量表评估疗效，用治疗副反应量表评定药物的不良反应，并检测血常规、尿常规、肝肾功能及心电图等。结果表明，乌灵胶囊组、黛力新组、联合治疗组总有效率分别为 64.1%、64.9%和 89.5%，乌灵胶囊组和黛力新组两组疗效差异无统计学意义，联合组疗效优于另两组。单纯应用乌灵胶囊组未见不良反应，应用黛力新的两组不良反应发生率均为 9%。

公司目前的规划是，即将开始进行大样本循证医学研究，以便在 2013 年中药保护品种到期后申请延长 7 年保护期。

表 2：医院市场神经系统疾病中十大中成药品种

排名	药品名	份额
1	天麻素注射液	11.10%
2	乌灵胶囊	9.45%
3	新乐康片	6.62%
4	养血清脑颗粒	6.48%
5	全天麻胶囊	5.95%
6	百乐眠胶囊	5.49%
7	心神宁片	4.11%
8	通天口服液	3.66%
9	清脑复神液	3.53%
10	圣约翰草提取物片	2.88%

资料来源：招股说明书，宏源证券

（四）乌灵胶囊原料无压力、产品独家保护

乌灵胶囊的原料全部采用乌灵菌粉发酵而得，不存在原料限制，也不会有原料涨价压力。公司上市募集资金投入新增年产 200 吨乌灵菌粉生产技术升级改造和扩产项目、新增年产 4.5 亿粒乌灵胶囊建设项目，待募投项目投产后可释放产能，满足市场快速增长。

乌灵参菌种发酵技术是国家秘密技术，乌灵胶囊是中药国家一类新药，享受国家中药保护品种到 2013 年，只要在这之前进行大样本循证医学研究即可申请延长 7 年保护期。2011 年 4 月 20 日，公司获得“乌灵胶囊标准指纹图谱的建立方法和乌灵胶囊的鉴别方法”的发明专利证书，从鉴别方法上用专利对乌灵胶囊进行保护。

乌灵胶囊入选 2004 和 2009 版的《国家医保目录》，保障了产品的销售，即使在最坏的情况下，有其他企业仿制了乌灵菌发酵技术做成保健品销售，仍然对公司没有杀伤力。

（五）乌灵胶囊将继续采用学术推广销售模式

乌灵胶囊有大量循证医学临床试验数据，全新的药物，全新的概念，因此最好在医院采用学术推广模式销售。目前自建队伍 300 多人，近期的目标是 400 人。对 OTC 的定位是：不作为重点，只在医院推广比较成熟的地方开拓。目前医院和 OTC 市场销售比例为 9:1。

乌灵胶囊目前覆盖三级医院 300 多家，二级医院以上 600 多家，总共 2000 多家，药店 1 万多家，还有大量的空白医院没有覆盖。从销售地区来看，浙江省销售额 8000 万，北京地区销售额 4000-5000 万，广东省销售额

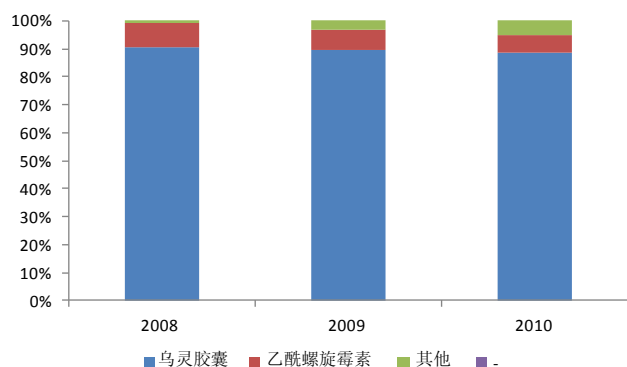
2000-3000 万，全年收入才 2.6 亿，所以空白地区还很大。由于轻中度抑郁患者的主动就医率少，因此公司在致力于开拓新的科室，目前开始已经在消化科、肿瘤科等推广。

四、盈利预测与估值

公司目前乌灵胶囊占了收入的 90%以上，占了净利润的 98%以上，产品单一。但公司 2000 年开始就围绕更年期和前列腺增生研发了几个六类新药，灵莲花颗粒（治疗更年期综合症）已获得生产批文，正在招标投标地方医保；灵泽片（治疗前列腺增生）目前技术审评已结束，等待生产现场考核，预计明年初拿到生产批文；金灵解郁片，与乌灵胶囊互补，比乌灵胶囊的适应症严重些，目前正在临床实验。公司虽然目前产品单一，但后续品种较多，并且有利于形成中枢神经系统药物的系列产品。

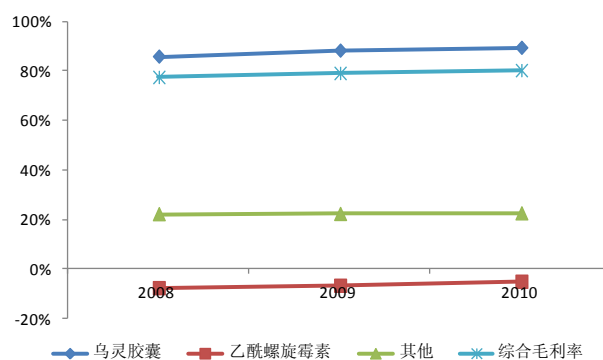
不考虑新药品上市，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.67、0.88、1.06 元，对应 PE 为 35X、27X、22X，乌灵胶囊目前覆盖医院才 2000 家，而且浙江省和北京地区就占据了收入的 60%，因此开拓空间还较大。我们看好乌灵胶囊在中药抗抑郁领域的独特优势，首次给予“买入”评级。

图 3：公司主要产品收入构成



资料来源：宏源证券

图 4：公司产品毛利率变化



资料来源：宏源证券

图 5：财务报表预测

资产负债表	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	45	560	507	491	营业收入	263	311	390	491
应收票据	20	21	26	33	营业成本	52	61	76	97
应收账款	30	36	45	57	营业税金及附加	4	4	6	7
预付款项	4	6	8	10	销售费用	135	161	202	254
其他应收款	8	6	8	10	管理费用	31	36	46	58
存货	15	20	25	32	财务费用	7	-1	-7	-9
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	-1	0	1	1
长期股权投资	0	0	0	0	投资收益	0	0	0	0
固定资产	142	177	209	238	汇兑收益	0	0	0	0
在建工程	52	51	51	50	营业利润	34	49	67	83
工程物资	0	0	0	0	营业外收支净额	11	11	11	11
无形资产	29	28	28	27	税前利润	45	60	78	94
长期待摊费用	0	0	0	0	减：所得税	4	6	8	9
资产总计	349	912	912	955	净利润	41	54	70	85
短期借款	49	132	76	49	减：少数股东损益	0	0	0	0
应付票据	1	1	1	1	归属于母公司的净利润	41	54	70	85
应付账款	13	16	19	25	基本每股收益	0.69	0.67	0.88	1.06
预收款项	5	7	9	12	稀释每股收益	0.69	0.67	0.88	1.06
应付职工薪酬	7	7	7	7	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
应交税费	6	6	6	6	成长性				
其他应付款	1	2	2	2	营收增长率	22.0%	18.5%	25.3%	25.9%
其他流动负债	0	0	0	0	EBIT增长率	23.4%	18.5%	26.8%	24.6%
长期借款	40	40	40	40	净利润增长率	31.3%	29.3%	30.7%	20.9%
负债合计	141	230	180	162	盈利性				
股东权益合计	207	682	732	793	销售毛利率	80.1%	80.3%	80.5%	80.3%
现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E	销售净利率	15.8%	17.2%	18.0%	17.3%
净利润	41	54	70	85	ROE	20.0%	7.9%	9.6%	10.7%
折旧与摊销	10	16	20	23	ROIC	12.05%	4.98%	6.35%	7.61%
经营活动现金流	76	61	66	78	估值倍数				
投资活动现金流	-78	-51	-51	-51	PE	33.7	34.8	26.6	22.0
融资活动现金流	18	505	-68	-42	P/S	5.3	6.0	4.8	3.8
现金净变动	15	516	-53	-16	P/B	6.75	2.73	2.55	2.35
期初现金余额	30	45	560	507	股息收益率	0.0%	1.1%	1.3%	1.5%
期末现金余额	45	560	507	491	EV/EBITDA	28.7	23.1	18.5	15.0

资料来源：宏源证券

分析师简介:

孙伟娜: 宏源证券研究所医药行业研究员, 清华大学工学博士, 3 年医药行业研究经验。主要研究覆盖公司: 贵州百灵、汉森制药、天士力、同仁堂、马应龙、福瑞股份、片仔癀、精华制药、红日药业等。

吴 洋: 宏源证券医药行业分析师, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 2 年医药行业研究经验。主要研究覆盖公司: 上海凯宝、华润三九、昆明制药、信立泰、华海药业、鱼跃医疗、乐普医疗、智飞生物、安科生物等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。