

佐力药业 (300181)

买入/首次评级

股价: RMB21.86

分析师

胡骥

SAC 执业证书编号:s1000511110003

0755-83201063

huji@mail.htlhsc.com.cn

联系人

姚艺

0755-82125057

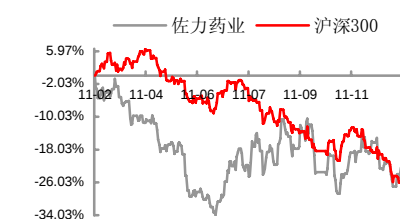
yaoyi@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

|                |       |
|----------------|-------|
| 总股本 (百万股)      | 80    |
| 流通 A 股 (百万股)   | 80    |
| 流通 B 股 (百万股)   | 0     |
| 可转债 (百万元)      |       |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 1,749 |

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 深耕乌灵 厚积薄发

- 乌灵参价值挖掘市场主导者。**乌灵参是我国国宝级的珍稀中药材, 具有很高的药用价值, 对神经系统, 内分泌系统等疾病具有显著的疗效, 此外还有多种保健养生功效。目前乌灵参的产业化才刚刚起步, 佐力药业作为乌灵参价值唯一的开拓者, 围绕乌灵参做大产品系列, 将是一条非常好的盈利之路, 值得我们长期关注。
- 乌灵胶囊大品种可期。**乌灵胶囊主治轻中度心理障碍药物市场未来成长空间巨大, 中药治疗也越来越受临床医生的关注。而相比同类中药, 乌灵胶囊的疗效拥有广泛的临床数据支持。我们建立模型保守估计乌灵胶囊 2020 年有 11.90 亿的市场规模, 相比 2010 年还有近 5 倍的成长空间, 同时躯体性疾病精神障碍还将为乌灵胶囊注入持续不断的动力。
- 灵莲花颗粒蓄势待发。**灵莲花是乌灵参产业化的第二个品种, 其主治的更年期综合症药物市场近年保持快速增长, 中成药医院用药占比也显著提升。但目前治疗该病的中药品种不多, 灵莲花对患者出现次数最多的抑郁、心烦、失眠、易怒等精神症状的改善具有显著功效使其具有差异化竞争优势。随着公司进一步临床推广, 灵莲花将成为新的利润增长点值得我们期待。
- 夯实基础, 厚积薄发。**通过此次资金募集, 公司将进一步加大全国销售网络的建设, 推动公司产品的持续增长, 此外主导产品乌灵菌粉和乌灵胶囊产能的扩张及公司持续的研发投入都将为公司构筑更宽广的护城河, 在行业的变革中寻求突破, 在医药黄金十年迎来新一轮增长。
- 盈利预测:**我们建立模型测算公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.67、0.87 和 1.12 元。综合考虑明年的市场环境、可比上市公司 2012 年的平均市盈率以及公司的成长性, 我们给予佐力药业 2012 年 30~34 倍的估值水平, 对应合理的价值区间为 26.10~29.58 元, 首次覆盖给予公司“买入”评级。
- 风险提示:**公司全国性营销网络建设缓慢; 后续产品跟进不足。

| 经营预测与估值       | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 262.7 | 283.0 | 328.0 | 390.0 |
| (+/-%)        | 22.0  | 7.7   | 15.9  | 18.9  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 41.5  | 54.0  | 70.0  | 90.0  |
| (+/-%)        | 31.3  | 30.2  | 29.6  | 28.6  |
| EPS(元)        | 0.52  | 0.67  | 0.87  | 1.12  |
| P/E(倍)        | 42.2  | 32.6  | 25.2  | 19.5  |

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 目 录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 核心投资逻辑 .....                     | 4  |
| 药用真菌领域特色企业 .....                 | 5  |
| 乌灵参巨额价值独家拥有 .....                | 6  |
| 乌灵参药用保健价值潜力无限 .....              | 6  |
| 独家经营构筑坚固护城河 .....                | 7  |
| 主打品种星光闪烁，新品种值得期待 .....           | 8  |
| 乌灵胶囊大品种之路可期 .....                | 8  |
| 灵莲花颗粒蓄势待发 .....                  | 12 |
| 夯实未来成长基石 .....                   | 14 |
| 布局营销网络 .....                     | 14 |
| 产能释放在即 .....                     | 15 |
| 持续研发投入 .....                     | 16 |
| 盈利预测与估值讨论 .....                  | 16 |
| 关键假设 .....                       | 16 |
| 估值讨论 .....                       | 17 |
| 风险提示 .....                       | 18 |
| 附录一：部分关于乌灵参药用价值及临床应用的文献 .....    | 18 |
| 附录二：医院轻、中度心理障碍药物市场测算过程 .....     | 19 |
| 附录三：乌灵胶囊治轻中度心理障碍机理及与西药效果对比 ..... | 19 |

## 图表目录

|                                                |    |
|------------------------------------------------|----|
| 图 1: 乌灵系列是公司的主要收入来源 .....                      | 5  |
| 图 2: 公司股权结构图 .....                             | 5  |
| 图 3: 公司近年净利率和净资产收益率稳步提升 .....                  | 6  |
| 图 4: 乌灵参的药用价值广泛 .....                          | 6  |
| 图 5: 乌灵参的产业化 .....                             | 7  |
| 图 6: 乌灵菌粉及乌灵胶囊生产过程中的核心技术 .....                 | 7  |
| 图 7: 乌灵胶囊的毛利率持续高水平 .....                       | 8  |
| 图 8: 佐力药业的综合毛利率一直维持在行业高水平 .....                | 8  |
| 图 9: 全球中枢神经系统处方药市场销售额 .....                    | 8  |
| 图 10: 我国中枢神经系统药物市场销售额 .....                    | 9  |
| 图 11: 我国轻、中度心理障碍药物医院市场规模 .....                 | 9  |
| 图 12: 2009 年精神和行为障碍出院病人年龄构成 .....              | 10 |
| 图 13: 精神疾病就诊人数近两年快速提升 .....                    | 10 |
| 图 14: 医院精神安定类西药和安神补脑类中药采购金额 .....              | 10 |
| 图 15: 医院轻、中度心理障碍药物市场中、西药比重 .....               | 10 |
| 图 16: 乌灵胶囊样本医院采购金额逐年递增 .....                   | 11 |
| 图 17: 乌灵胶囊是治疗轻、中度心理障碍的第一品牌 .....               | 11 |
| 图 18: 2008-2010 年重点城市医院更年期综合症用药市场快速增长 .....    | 13 |
| 图 19: 2008-2010 年重点城市医院更年期综合症中成药市场地位稳步提升 ..... | 13 |
| 图 20: 2010 年样本医院更年期综合症中成药市场竞争格局 .....          | 13 |
| 图 21: 2008-2011 年中期乌灵胶囊的销售增长率 .....            | 15 |
| 图 22: 2007-2011 年中期公司销售收入地区分布 .....            | 15 |
| 图 23: 2007-2010 年中期菌粉的产能利用率 .....              | 15 |
| 图 24: 近年佐力药业持续加大研发投入 .....                     | 16 |
| 图 25: 2010 年佐力药业研发费用率属中药行业前列 .....             | 16 |
| 表格 1: 乌灵参的药用保健价值挖掘潜力巨大 .....                   | 7  |
| 表格 2: 2020 年乌灵胶囊市场规模测算 .....                   | 11 |
| 表格 3: 我国部分慢性疾病焦虑、抑郁等精神障碍的发生率 .....             | 12 |
| 表格 4: 脑卒中、肿瘤、帕金森存量患者乌灵胶囊临床使用金额测算 .....         | 12 |
| 表格 5: 更年期综合症中成药主要品种对比 .....                    | 14 |
| 表格 6: 医药企业学术营销模式和代理营销模式的比较 .....               | 14 |
| 表格 7: 佐力药业“十二五”期间药品研发计划 .....                  | 16 |
| 表格 8: 佐力药业 2011-2013 年主营收入预测（单位：百万） .....      | 17 |
| 表格 9: 可比公司估值水平 .....                           | 17 |
| 表格 10: 医院轻、中度心理障碍药物市场测算（单位亿） .....             | 19 |
| 表格 11: 乌灵胶囊与西药治疗轻、中度心理障碍的临床比较 .....            | 20 |

## 核心投资逻辑

目前国家正在从新药审批环节、药品生产环节及终端流通环节对整个医药行业进行产业链系统升级。而在行业变革的时局中，拥有中药独家优质品种的企业越来越受到资本市场度关注。

我们认为在医药行业提升综合品质的过程中，拥有垄断性优质资源的企业比拥有单个独家品种的企业更值得我们关注。基于中药资源治疗的多样性与延展性，企业进可攻，退可守，进可运用各种现代技术寻求突破创新，实现中药现代化，退可弘扬传统中药保健养生功效，进军大健康领域。

乌灵参正是拥有很高药用养生价值的珍稀中药资源。乌灵胶囊作为乌灵参开发的第一个品种，以其神经系统中成药口服第一品牌的市场表现充分验证了乌灵参的药用价值，而以乌灵菌粉为君药的灵莲花颗粒（2009 获批）和灵泽片（正在审批）也值得期待。但目前乌灵参的产业化才刚刚起步，未来还有巨大的挖掘潜力。

佐力药业作为全国乃至全球唯一一家乌灵参产业化的参与者，必将长期独占乌灵参价值挖掘所带来的收益，值得我们长期关注。

我们建立模型预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.67、0.87 和 1.12，考虑到公司：

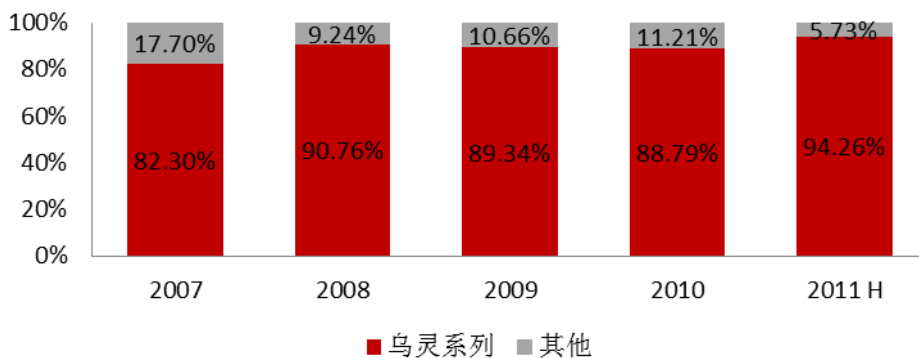
1. 公司目前所处的轻、中度精神障碍药物市场及女性更年期综合症药物市场未来的增长弹性巨大，相应产品乌灵胶囊和灵莲花颗粒的成长空间可期。
2. 公司目前正通过全国销售网络的布局拉动乌灵胶囊的持续快速增长并推动灵莲花颗粒的临床推广，同时更为公司长远发展打造了坚实的基石，构筑了更宽广的护城河。
3. 公司将持续挖掘乌灵参的药用保健价值并开发其他药用真菌品种，寻求公司新的利润增长点

我们认为随着公司持续的营销推广及研发投入，公司将迎来新一轮快速增长，根据公司目前的股价，首次覆盖给予“买入”评级。

## 药用真菌领域特色企业

佐力药业股份有限公司设立于 2000 年，主要立足于药用真菌生物发酵技术生产中药产品，实现了珍稀中药材—乌灵参的产业化生产。2011 年中期公司收入达 1.27 亿，乌灵系列是公司的主要收入来源，2011 年中期占公司主营业务收入的 94.26%。

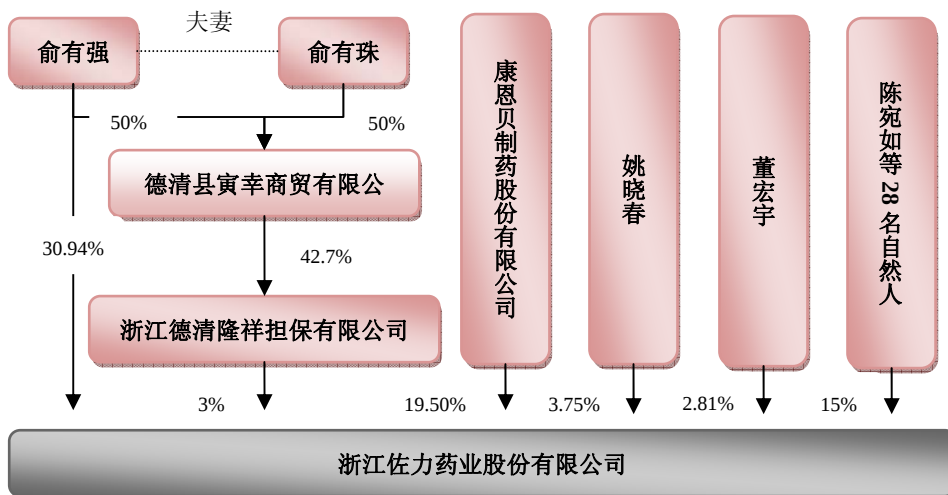
图 1：乌灵系列是公司的主要收入来源



资料来源：公司定期报告，华泰联合证券研究所

公司于 2011 年 2 月登陆创业板，上市后依旧由管理层控股，董事长俞有强先生为实际控制人，累计持有公司 32% 的股权，公司其他核心管理层也均持有公司股权。民营企业的机制使公司的管控灵活有效，管理层持股也将有助于留住公司核心人才，充分激发员工潜能。

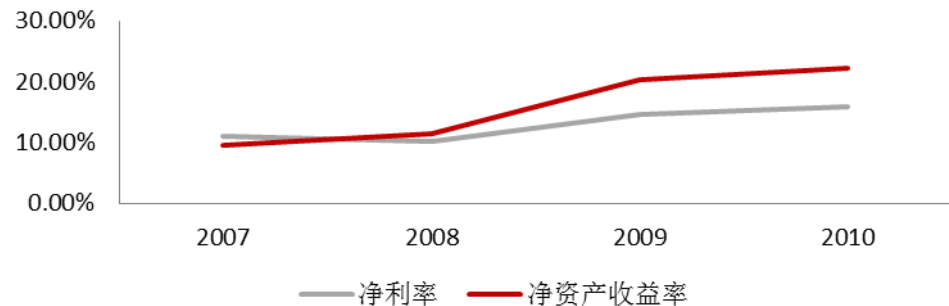
图 2：公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

公司近年专注药用真菌领域，以珍稀中药材乌灵参为支点，大力开发、推广以乌灵胶囊为主的乌灵系列产品，净利率和净资产收益率稳步提升，公司通过此次募集资金，加紧建设营销网络和研发平台，为医药行业变革时代的到来提前布局，也为公司新一轮的增长和医药黄金十年的到来夯实基础。

图 3：公司近年净利润率和净资产收益率稳步提升



资料来源：公司定期报告，华泰联合证券研究所

## 乌灵参巨额价值独家拥有

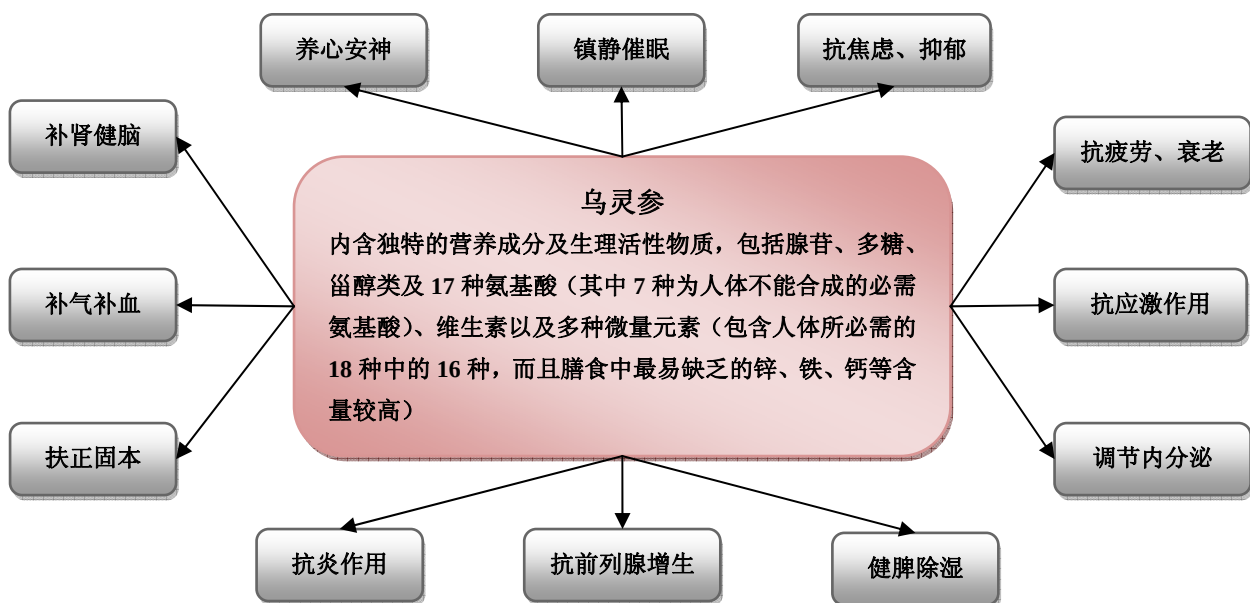
乌灵参具有很高的药用保健价值，其产业化才刚刚起步，未来还有巨大的挖掘潜力。而佐力对乌灵参产业化过程中核心技术的保护将使其在未来很长时期作为乌灵参价值发掘的独家参与者，持续维持公司的高毛利。

## 乌灵参药用保健价值潜力无限

天然乌灵参生长于地下 1.5 米至 3 米土栖白蚁的废弃蚁巢中，生长环境和条件非常特殊，自然资源十分稀缺，是中国国宝级的珍稀中药材。

乌灵参具有很高的药用价值，民间有较长的药用历史，《四川中药志》及《中国药菌图鉴》均有记载，乌灵参具有补气固益、健脾除湿、镇静安神之功效。但由于获取难度极大，乌灵参的药用价值一直得不到广泛推广，直到通过现代生物技术实现了乌灵参规模化生产，学术界和医学界对其进行了深入的临床研究，乌灵参的药用养生价值也得到了越来越多的认可。

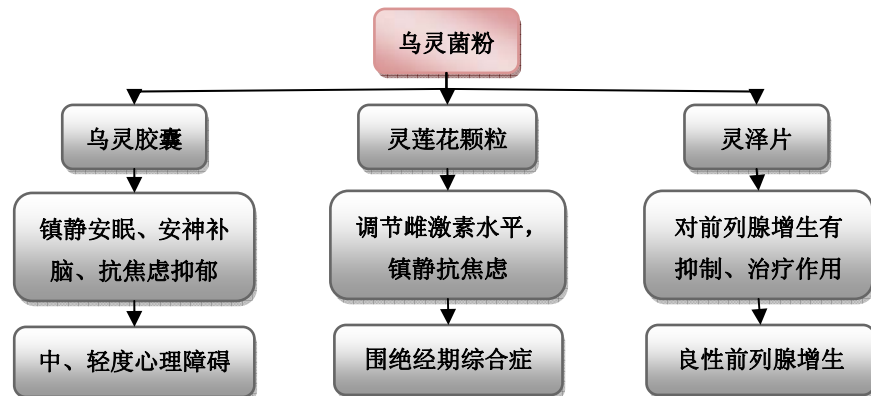
图 4：乌灵参的药用价值广泛



资料来源：医学领域学术期刊整理，华泰联合证券研究所

乌灵胶囊作为乌灵参产业化的第一个品种，以其神经系统中成药口服第一品牌的市场优异表现验证了乌灵参的药用价值，也开启了乌灵参的产业化之路，以其为君药的灵莲花颗粒和灵泽片将在明年两年陆续上市。

图 5：乌灵参的产业化



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

但总体来说，乌灵参药用保健价值的开发推广才刚刚起步，未来可继续挖掘的潜力还十分巨大。

表格 1：乌灵参的药用保健价值挖掘潜力巨大

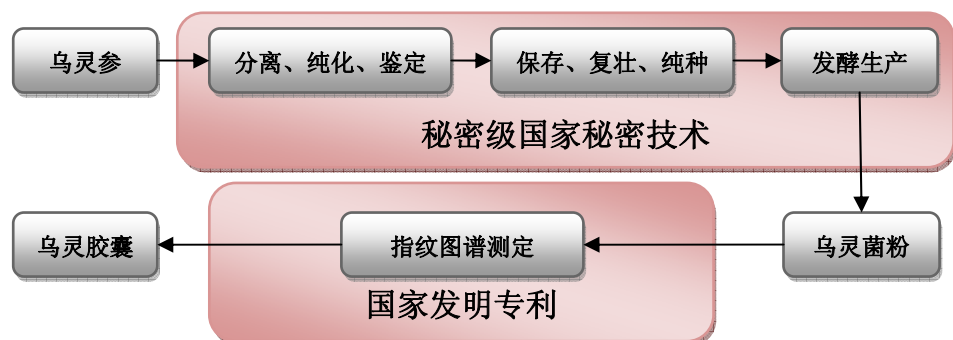
| 可挖掘领域         | 具体功效                                         |
|---------------|----------------------------------------------|
| 躯体疾病伴发的精神心理障碍 | 对高血压、脑卒中、帕金森、癫痫、急性心梗、恶性肿瘤等躯体疾病伴发的精神心理疾病有显著疗效 |
| 消化系统疾病        | 能够调节脑—肠神经，对肠易激综合征及功能性消化不良等与心理因素密切相关消化疾病的疗效显著 |
| 神经系统疾病        | 能有效治疗颅脑外伤综合症、原发性三叉神经痛、偏头痛等神经系统疾病             |
| 妇科            | 对手术后或产后出血、及妇女催乳很有疗效                          |
| 糖尿病           | 能使胰岛素分泌峰值前移，促进B细胞功能恢复                        |
| 保健养生          | 补气养血，养心安神，增加食欲，健脑益智、改善记忆力，提高机体免疫力，缓解疲劳       |

资料来源：医学领域学术期刊整理，华泰联合证券研究所

## 独家经营构筑坚固护城河

乌灵参的产业化涉及多项关键技术，具有较高的技术、经验和时间壁垒。而且公司已就相关核心技术申请了国家秘密级技术和发明专利。相信在未来相当长的时期，公司将成为乌灵参产业化的独家参与者与利益分享者。

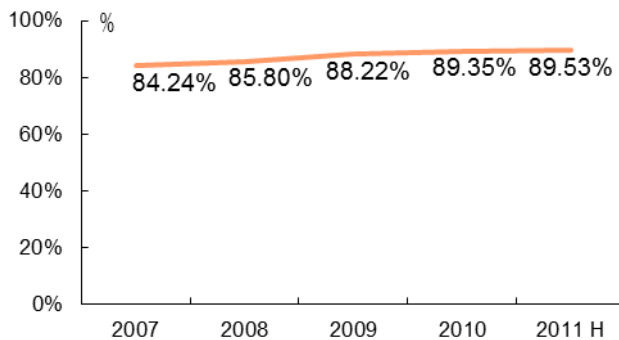
图 6：乌灵菌粉及乌灵胶囊生产过程中的核心技术



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

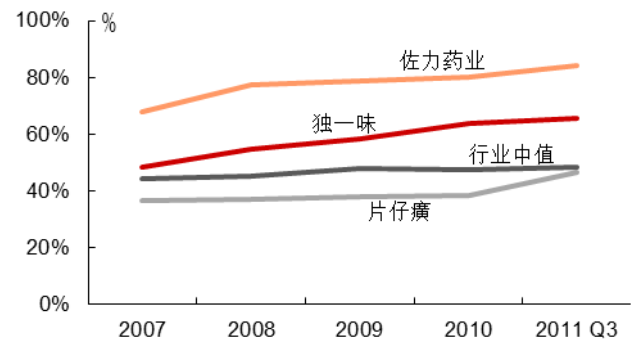
正因为作为乌灵参价值挖掘的市场独占者，佐力药业乌灵胶囊的毛利率和公司的综合毛利率一直维持在行业较高水平，而且将因公司技术独占性的长期持续，始终维持在行业高水平。

图 7：乌灵胶囊的毛利率持续高水平



资料来源：公司年报, 华泰联合证券研究所

图 8：佐力药业的综合毛利率一直维持在行业高水平



资料来源：Wind, 华泰联合证券研究所

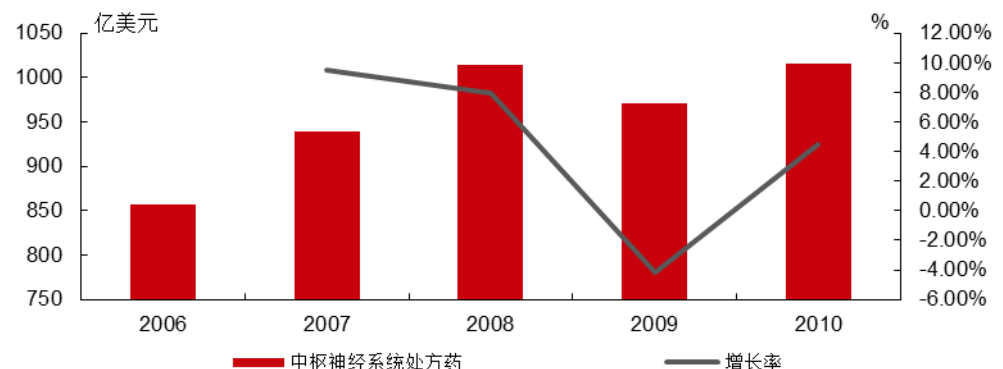
## 主打品种星光闪烁，新品种值得期待

2011 年中期占公司收入 94.27% 的乌灵胶囊未来仍将是公司的主导品种，保守测算 2020 年乌灵胶囊的收入将达 11.90 亿，相比 2010 年还有近 5 倍成长空间，同时躯体性障碍疾病精神障碍将为乌灵胶囊注入持续不断的成长动力。公司 2009 年获批的主治更年期综合症的新产品灵莲花颗粒将凭借其治疗的独特性成为公司新的利润增长点。

### 乌灵胶囊大品种之路可期

乌灵胶囊所属中枢神经系统药物市场，是全球第二大处方药市场。2010 年全球处方药 20 大畅销类别中，中枢神经系统有五种亚类入围。按照这五种亚类测算全球中枢神经系统处方药 2010 年销售额达 1015 亿美元，同比增长 4.50%。

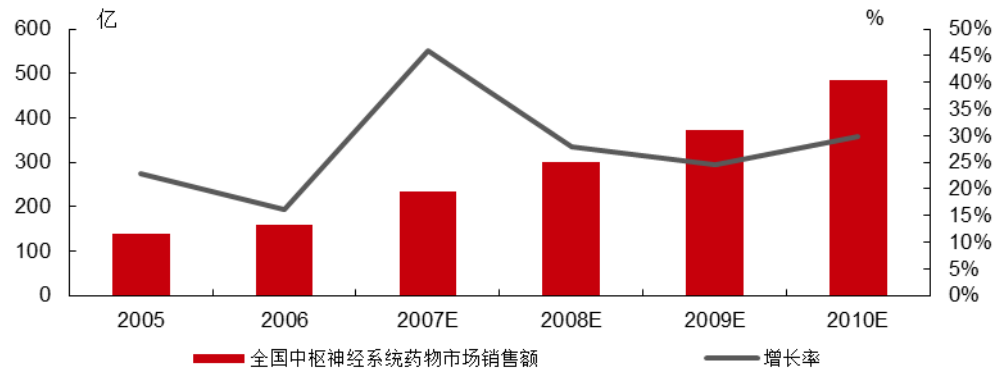
图 9：全球中枢神经系统处方药市场销售额



资料来源：IMS，华泰联合证券研究所测算

我国 2010 年中枢神经系统药物的销售额经测算为 484.85 亿，5 年 CAGR 为 28.56%。但整体市场规模还相对较小，很多精神障碍类疾病的就诊率仍不足 10%，随着国家对精神类疾病宣传力度的加强以及医生和患者对相关疾病认知程度的提升，中枢神经系统药物市场规模还有较大的提升空间。

图 10：我国中枢神经系统药物市场销售额

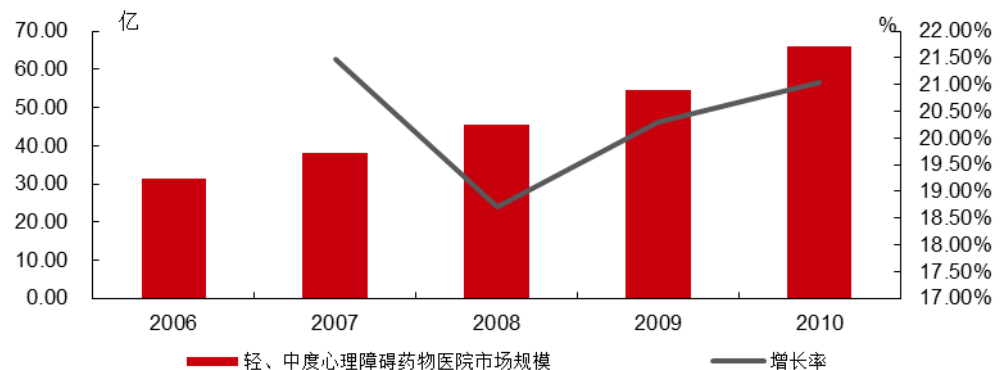


资料来源：SFDA 南方所，华泰联合证券研究所测算

乌灵胶囊为国家中药一类新药，临床上主要针对轻、中度心理障碍，用于神经衰弱，焦虑、抑郁症状的缓解和失眠症的治疗。我国目前名列前三的心理障碍依次是抑郁、焦虑和失眠。焦虑和抑郁是轻中度心理障碍临床上常见的两组症状，两者常常同时存在，而且还经常伴有失眠症状，所以在治疗中，焦虑、抑郁、失眠的治疗药物都可以算同一大类药物，即治疗轻、中度心理障碍药物。

我们依据南方所数据，建立模型（见附录二）测算 2010 年轻、中度心理障碍药物医院市场规模为 66.10 亿，同比增长 21.04%

图 11：我国轻、中度心理障碍药物医院市场规模



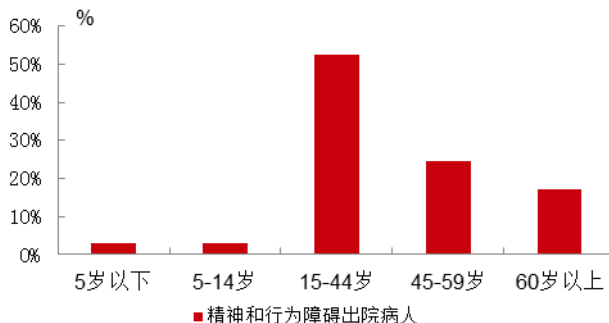
资料来源：SFDA 南方所，华泰联合证券研究所测算

**轻、中度心理障碍药物市场增长潜力巨大。**南方所数据显示我国焦虑和抑郁的发病率分别为 5%，失眠的发病率为 10%~20%，老年人发病率高达 25%。考虑到焦虑、抑郁和失眠的共存性，轻、中度心理障碍整体的发病率大概为 10%~15%，中老年人为主要患病人群。随着我国老龄化的到来以及年轻人面对的社会压力加剧，轻、中度心理障碍的发病率会进一步提升。

以往由于医生和患者对轻、中度心理障碍的认知度不高，患病意识和就诊意愿不够，去医院就诊的患者很少。但随着《中国精神卫生工作规划（2002-2010）》的实施，这种局面有所改善，精神疾病专科医院从 2005 年的 554 家上升至 2009 年 637 家，就诊人数近两年也保持 15% 以上的增长，2009 年逼近 1900 万。但总体轻、中度心理障碍的就诊率依旧偏低，焦虑和抑郁的就诊率不足 10%，失眠的就诊率约为 20%。

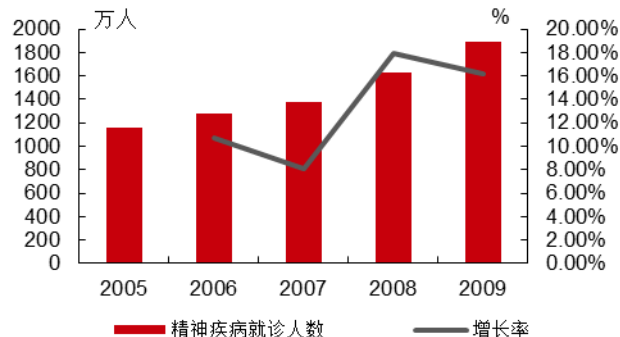
相信随着政府、企业和医院加大宣传力度，个人对疾病的认知度的进一步提升，患者就诊率会显著提升，进而从根本上刺激轻、中度心理障碍药物市场的快速增长。

图 12：2009 年精神和行为障碍出院病人年龄构成



资料来源：卫生部, 华泰联合证券研究所

图 13：精神疾病就诊人数近两年快速提升

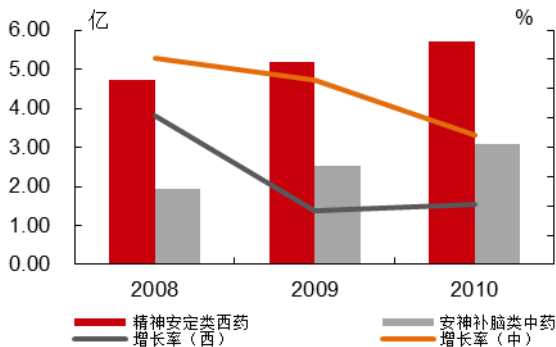


资料来源：卫生部, 华泰联合证券研究所

**治疗轻、中度心理障碍，中药相对西药更具竞争力。**由于心理障碍疾病呈慢性、反复发作、症状多样的特点，因此用天人合一、整体观念指导下的多层次、多靶点、多途径的中药治疗越来越得到医生的重视。欧洲就更加倾向用天然药物治疗部分精神障碍，主导德国并占据欧洲大部分国家抑郁药市场的就是植物药圣约翰草干提取物。

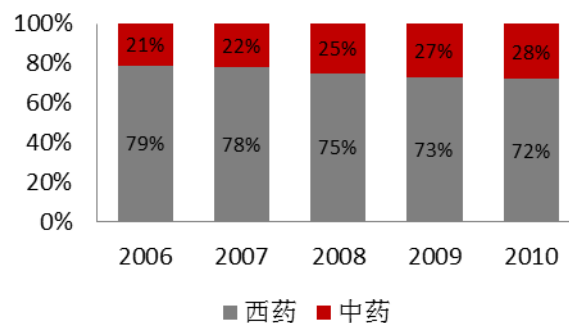
近年我国运用中药治疗轻、中度心理障碍也得到了临床医生的认可，从 2008-2010 年样本医院安神补脑类中药的采购金额增速显著高于精神安定类西药的采购金额增速上可以得到佐证。由我们建立的轻、中度心理障碍医院市场的模型可知，中药目前大约占 28% 左右的份额，且有逐年递增的趋势。

图 14：医院精神安定类西药和安神补脑类中药采购金额



资料来源：SFDA 南方所, 华泰联合证券研究所

图 15：医院轻、中度心理障碍药物市场中、西药比重



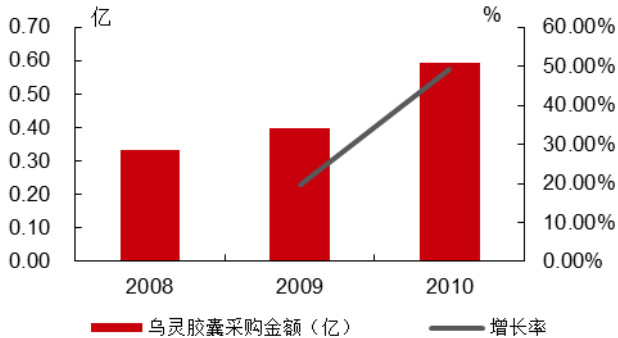
资料来源：SFDA 南方所, 华泰联合证券研究所测算

**乌灵胶囊治疗轻、中度心理障碍优势明显。**乌灵胶囊近年在样本医院的采购金额逐年递增，2010 年同比增长 49.02%，远高于神经系统中成药 25.30% 和样本医院整体中成药 22.18% 的采购增速。将安神补脑类和抗抑郁类中成药合成轻、中度心理障碍中成药市场，乌灵胶囊以 17.6% 的份额已成为该市场的第一品牌。而且作为国家中药二类保护品种，保护期最长可延至 2020 年，相信借助独家品种的独占性及相对中、西药的治疗优势，乌灵胶囊的市场份额将会进一步提升。

乌灵胶囊相对同类中成药的最大优势在于其对轻、中度心理障碍的缓解和改善也有明确的作用机理（见附录三），便与其临床推广；与此同时乌灵胶囊还具有健脑益智、改善记忆力、缓解疲劳、提高机体免疫力等保健价值。

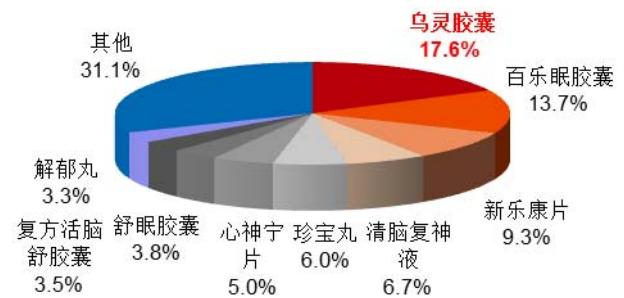
乌灵胶囊相对黛力新、百忧解等西药的优势在于无论单独治疗还是联合治疗，对焦虑、失眠、抑郁等精神障碍的缓解和改善都优于纯西药治疗，且没有任何明显的毒副作用（见附录三），此外乌灵胶囊来源于药用价值非常高的乌灵参，对患者还有脑保护、改善记忆力、缓解疲劳、提高免疫力等保健价值。

图 16：乌灵胶囊样本医院采购金额逐年递增



资料来源：SFDA 南方所,华泰联合证券研究所

图 17：乌灵胶囊是治疗轻、中度心理障碍的第一品牌



资料来源：SFDA 南方所,华泰联合证券研究所

乌灵胶囊未来十年持续快速增长可期。基于轻、中度心理障碍药物市场巨大的增长弹性，中成药近年相对西药的高增长势头以及乌灵胶囊在同类中、西药中的独特优势。我们建立模型测算 2020 年乌灵胶囊的市场规模，保守估计乌灵胶囊都有 11.90 亿的市场规模，相比 2010 年公司乌灵胶囊收入 2.33 亿，还有近 5 倍的成长空间。

表格 2：2020 年乌灵胶囊市场规模测算

|                   | 保守    | 中性    | 乐观    |
|-------------------|-------|-------|-------|
| 2020 年中国人口（亿）     | 14.18 | 14.18 | 14.18 |
| 轻、中度心理障碍疾病患病率     | 20%   | 24%   | 28%   |
| 轻、中度心理障碍疾病就诊率     | 25%   | 30%   | 35%   |
| 轻、中度心理障碍中成药使用比重   | 35%   | 38%   | 42%   |
| 乌灵胶囊占中成药比重        | 20%   | 24%   | 28%   |
| 患者平均治疗疗程          | 1.5 个 | 1.5 个 | 2 个   |
| 患者所需乌灵胶囊盒数（18 粒装） | 15 盒  | 15 盒  | 20 盒  |
| 乌灵胶囊每盒单价          | 15.99 | 15.99 | 15.99 |
| 乌灵胶囊规模（亿）         | 11.90 | 22.33 | 52.26 |

注：2020 年总人口=2010 年人口数\*（1+2000-2010 年平均增长率）<sup>10</sup>

1.5 个疗程共 30 天，每天 9 粒，共 270 粒，每盒 18 粒共 15 盒，每盒单价按 2007-2010 年均值

资料来源：华泰联合证券研究所

躯体性疾病精神障碍带来意外惊喜。以上我们只探讨了乌灵胶囊在单向性精神障碍药物市场的空间。躯体性疾病引发的精神障碍市场同样值得我们关注。一项国际研究提示 69% 的抑郁症患者都存在躯体症状，而且年龄越大的患者，死亡率越高的疾病患精神障碍的可能性越大。

**表格 3：我国部分慢性疾病焦虑、抑郁等精神障碍的发生率**

| 躯体性疾病   | 精神障碍的发生率               |
|---------|------------------------|
| 脑卒中     | 焦虑、抑郁的发生率在 30%~79%     |
| 功能性消化不良 | 抑郁的发生率为 70%以上          |
| 更年期综合症  | 抑郁的发生率为 58%，焦虑的发生率 35% |
| 心肌梗塞    | 抑郁的发生率为 45%            |
| 癌症      | 焦虑、抑郁的发生率在 33%~42%     |
| 帕金森     | 抑郁的发生率为 39%            |
| 一般住院病人  | 抑郁的发生率为 33%            |
| 老年住院病人  | 抑郁的发生率为 36%            |
| 慢性躯体性疾病 | 抑郁的发生率为 9.4%（一般人群在 5%） |

资料来源：米内网，临床文献，华泰联合证券研究所

目前很多躯体性疾病导致的精神障碍都被误诊或漏诊，国外研究显示仅有 22%主诉躯体症状的精神障碍患者得到了诊断，在我国这一数据可能更低。相信随着我国整体健康水平的提升，躯体性精神障碍会越来越的得到医生的患者自身的关注。

我们仅以目前脑卒中、肿瘤、帕金森三种慢性疾病的存量患者、40%的精神障碍诊疗率，5%的乌灵胶囊使用率测算每年躯体性疾病精神障碍新增乌灵胶囊的临床使用量为 4278.92 万。考虑到我国慢性、老年性疾病患者将加速增多以及临床对躯体性疾病患者精神障碍的逐步关注，乌灵胶囊在躯体性精神障碍的市场表现值得期待。

**表格 4：脑卒中、肿瘤、帕金森存量患者乌灵胶囊临床使用金额测算**

| 相关指标         | 测算过程                                  |
|--------------|---------------------------------------|
| 慢性病存量患者      | 目前脑卒中患者 700 万，肿瘤 1200 万，帕金森 220 万     |
| 慢性病患精神障碍的发生率 | 脑卒中 50%，肿瘤 38%，帕金森 39%                |
| 慢性病精神障碍患者    | 脑卒中、肿瘤、帕金森共 892 万                     |
| 慢性病精神障碍就诊率   | 假设慢性病精神障碍的诊疗率为 40%                    |
| 乌灵胶囊的使用率     | 假设 5%的慢性疾病导致的精神障碍患者会使用乌灵胶囊            |
| 乌灵胶囊使用疗程     | 假设每位患者乌灵胶囊的使用疗程为 1.5 个，共 15 盒（18 粒装）  |
| 乌灵胶囊每盒单价     | 按 2007-2010 上半年乌灵胶囊每盒单价的平均值 15.99 元计算 |
| 乌灵胶囊使用金额（万）  | 4278.92                               |

资料来源：米内网，临床文献，华泰联合证券研究所测算

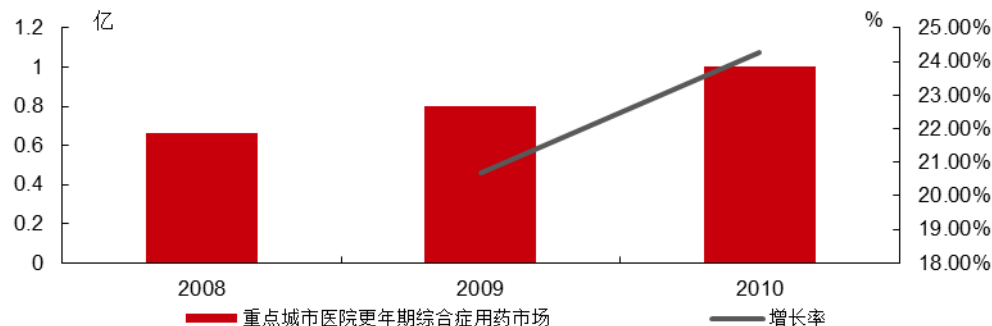
## 灵莲花颗粒蓄势待发

**更年期综合症药物市场成长弹性强劲。**更年期综合症是妇女在围绝经期或之后，卵巢功能逐渐衰退或丧失以致雌雄激素水平下降所引起的以植物神经功能紊乱代谢障碍为主的一系列症候群，多发于 45~55 岁之间。我国 45~55 岁的女性大约占全国女性的 10%左右，意味着目前有 0.65 亿以上的更年期综合症易感人群。南方所提示更年期女性有 25%以上会患更年期综合症，这一比例还因现代女性生活状态、压力的改变逐渐提升。但由于大多女性对更年期综合症的认知不足，整体就诊率还不到 10%。

近两年由于现代社会生存环境和生活状态使女性更年期综合症症状愈发明显，对女性生理和心理的影响非常大，同时现代女性也越来越关注自身的健康状况，导致了对该病直接需求的迫切性和广泛的关注性。2008-2010 年重点城市医院更年期综合症用药

市场保持快速增长，2010 年重点城市医院市场规模近 1 亿元，同比增长 24.26%。随着女性健康素养的进一步提升，更年期综合症用药市场还有很大的提升空间。

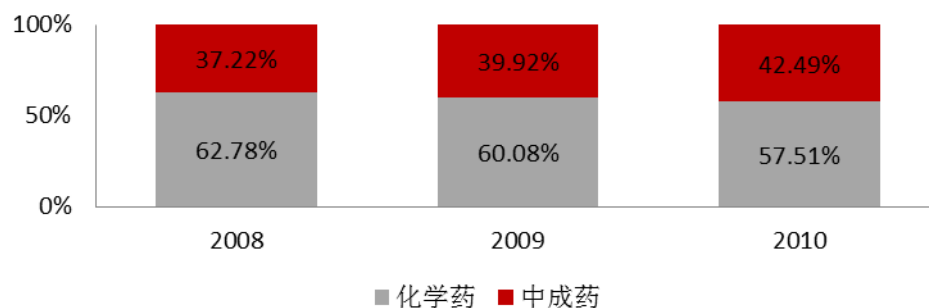
图 18：2008-2010 年重点城市医院更年期综合症用药市场快速增长



资料来源：SFDA 南方所，华泰联合证券研究所

**中成药市场地位不断提升。**目前临床治疗更年期综合症的主要手段还是激素疗法，但由于禁忌症较多，而且引发子宫内膜癌、乳腺癌等严重副作用的风险较高，以至于以激素为代表的化学药市场份额呈逐年下降趋势。与此相对应的是中成药越来越受到患者的青睐，市场份额稳步提升，从 2008 年的 37.22% 上升至 2010 年的 42.49%。中成药主要从调节女性内分泌入手，治疗更年期综合症的功效显著，几乎没有明显毒副作用，经中医临床医生证实完全可以取代激素成为治疗更年期综合症的主导药物。

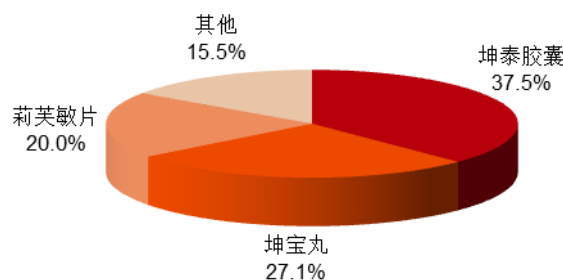
图 19：2008-2010 年重点城市医院更年期综合症中成药市场地位稳步提升



资料来源：SFDA 南方所，华泰联合证券研究所

**灵莲花颗粒差异化特征明显。**目前治疗更年期综合症的中成药品种相对较少，2010 年样本医院前三大品种已占 84.55% 的份额，市场竞争压力相对较小。

图 20：2010 年样本医院更年期综合症中成药市场竞争格局



资料来源：SFDA 南方所，华泰联合证券研究所

相对坤泰胶囊等品种，灵莲花颗粒以乌灵菌粉为君药，使其对患者抑郁、烦躁、失眠、易怒等精神症状的改善具有显著功效，还能发挥乌灵菌粉特有的增强记忆力，提高免疫力，缓解疲劳的保健作用，这恰恰也是我国更年期患者出现最多的症状。南方所资料显示我国更年期综合症患者出现最多的三个症状分别是记忆力减退、潮热盗汗和烦躁易怒，出现的频次均超过 40%，其他症状出现的频次均在 35% 以下。

灵莲花颗粒的差异化特征是在临床推广的亮点，今年半年报显示产品已进入甘肃、山西、内蒙、辽宁等地医保，截止今年 11 月已进入 3 个省市的药品招标目录。此外灵莲花颗粒及其制备方法还是国家发明专利，保护期至 2026 年。随着公司进一步加大市场推广力度，灵莲花颗粒将成为公司新的利润增长点。

**表格 5：更年期综合症中成药主要品种对比**

| 药品名称         | 独家       | 保护            | 2011 中标情况      | 中标价格（元）          |
|--------------|----------|---------------|----------------|------------------|
| 坤泰胶囊         | 是        | 中药保护二类，医保乙类   | 3 个省           | 25.46-27.41      |
| 坤宝丸          | 否        | 无             | 6 个省（涉及 6 个企业） | 14.5-34.5        |
| 莉芙敏片         | 是        | 无             | 3 个省           | 295-310          |
| <b>灵莲花颗粒</b> | <b>是</b> | <b>国家发明专利</b> | <b>3 个省</b>    | <b>80.4-83.9</b> |

资料来源：米内网，百度虫，华泰联合证券研究所

## 夯实未来成长基石

通过此次资金募集，公司将为未来长远发展打造坚实的基石，构筑更宽广的护城河。全国销售网络的布局将使公司逐步掌控终端，有助于公司产品持续的临床推广，主导品种乌灵菌粉和乌灵胶囊的产能也将在今明两年扩充以满足市场旺盛的需求，而持续的研发投入及新产品的陆续上市将为公司不断注入新的增长动力。

### 布局营销网络

在西医为主流医学的背景下，中药的使用就比较依赖营销推广，特别目前大多中药还无法用现代技术验证其疗效和作用机理时，中药企业的营销能力就显得尤为重要。

目前医药企业的营销模式主要有学术营销和代理营销。学术营销虽然前期队伍建设投入巨大，但有助于企业控制终端，维持较高的净利润水平，适合企业长远发展。

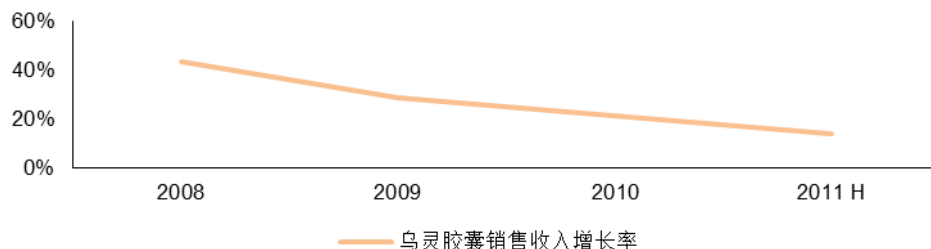
**表格 6：医药企业学术营销模式和代理营销模式的比较**

| 比较项目     | 学术营销              | 代理营销         |
|----------|-------------------|--------------|
| 营销队伍     | 队伍建设成本高、时间长、但稳定可控 | 生厂商没有自己的营销队伍 |
| 费用控制     | 以战略为导向总体规划费用支出    | 生产商营销费用较低    |
| 销售人员积极性  | 较高                | 一般           |
| 产品规划     | 注重产品长期规划          | 基本无规划        |
| 向经销商供货价格 | 较高                | 较低           |
| 销售增长速度   | 销售持续稳定增长          | 短期销售增长迅速     |
| 净利润水平    | 较高，且较为可控，         | 较低           |
| 销售终端控制   | 生产商控制销售终端         | 代理商控制销售终端    |
| 销售网络共享程度 | 较高                | 难以预知         |
| 战略协同性    | 较强，利于提升公司品牌形象     | 无            |

资料来源：华泰联合证券研究所

公司自 2008 年就开始加强营销团队建设，逐步将代理区域改建为自营办事处，扩大专业化学术营销体系。但公司学术营销优势的体现需要一个积累过程，在乌灵胶囊销售基数逐渐增多的背景下，尚处于积累期的营销团队自然会拖累乌灵胶囊的业绩，其今年上半年销售增速显著放缓，同比仅增长 13.72%。

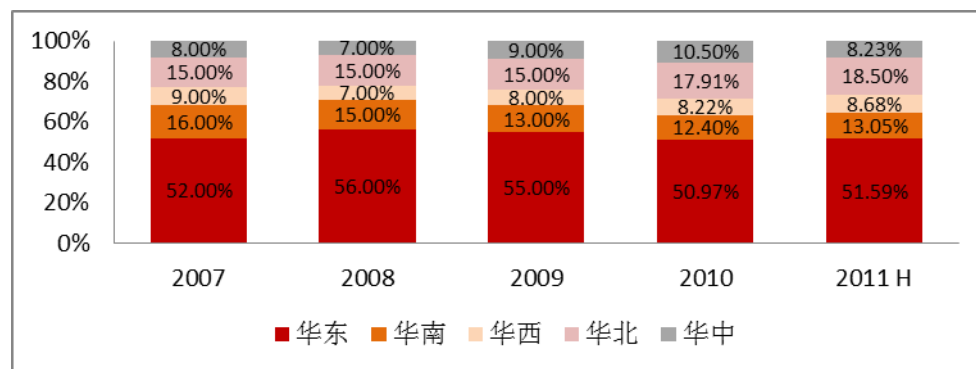
图 21：2008-2011 年中期乌灵胶囊的销售增长率



资料来源：招股说明书，定期报告，华泰联合证券研究所

但经过近几年的努力，公司目前已基本形成了覆盖全国的销售网络，浙江省外华北地区的销售业绩也渐有起色。通过此次资金募集，公司将进一步加强营销团队的建设，逐步形成以北京、杭州、上海、广州、西安为区域中心，辐射全国的销售网络，进一步加强华东以外各区的推广力度，为公司业绩增长获得更大的发展空间。

图 22：2007-2011 年中期公司销售收入地区分布

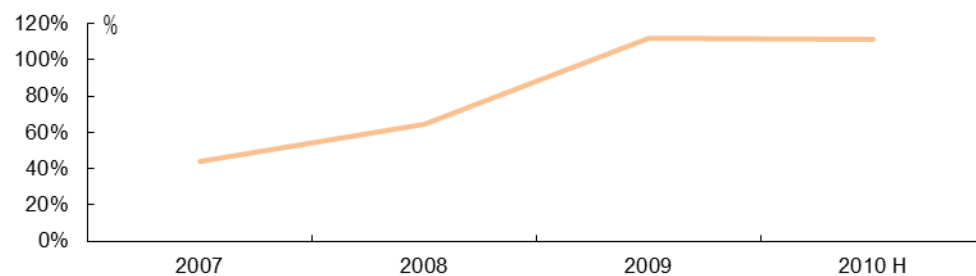


资料来源：招股说明书，定期报告，华泰联合证券研究所

## 产能释放在即

公司菌粉生产线主要负责乌灵、虫草等发酵菌粉的生产，2009 年产能利用率就已达 112.24%，2010 年公司为了维持乌灵胶囊的高增长，加强了乌灵菌粉的生产。但不可否认公司菌粉的产能在某种程度上已制约了乌灵胶囊的放量和其他菌粉品种的生产。

图 23：2007-2010 年中期菌粉的产能利用率



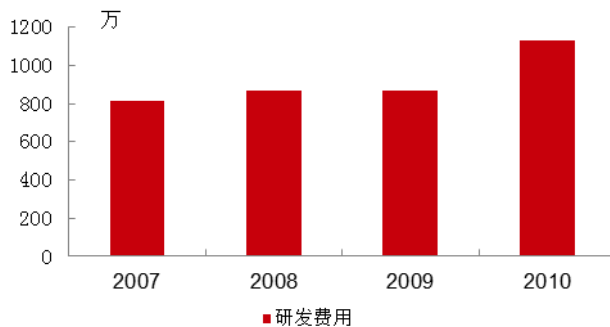
资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

公司三季报提示“新增年产 200 吨乌灵菌粉生产技术升级改造和扩产项目”已完成土建竣工验收，正进行设备安装调试、试生产及 GMP 认证前的准备工作。“新增年产 4.5 亿粒乌灵胶囊建设项目”也将在明年完工投产。乌灵菌粉和乌灵胶囊的产能的陆续达产，将支撑公司乌灵系列产品的市场放量和其他品种的有序生产。

## 持续研发投入

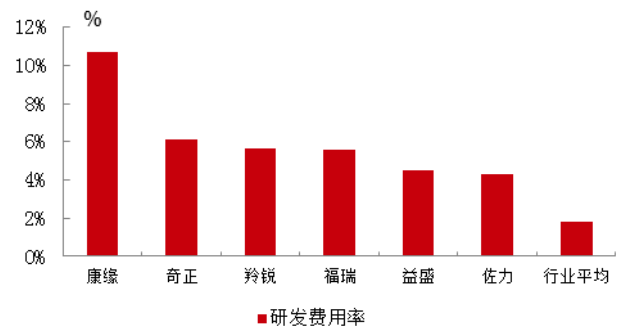
开发新品种是目前行业经营环境下药企的生存法则，而持续不断的研发投入有助于药企未来在愈发残酷的竞争格局中构筑更宽广的护城河。公司近年不断加大研发投入，2010 年投入 1129 万元，研发费用率位列中药上市公司前列。

图 24：近年佐力药业持续加大研发投入



资料来源：公司定期报告，Wind, 华泰联合证券研究所

图 25：2010 年佐力药业研发费用率属中药行业前列



资料来源：Wind, 华泰联合证券研究所

通过此次募集资金，公司将建立药用真菌研发中心，以乌灵系列产品为起点，打造药用真菌领域的专业化公司。公司目前主要的在研品种有 5 个，集中在老年病、慢性病药物市场等热点市场，未来几年新产品的陆续上市将推动公司业绩的持续高增长。

表格 7：佐力药业“十二五”期间药品研发计划

| 品种          | 产品类别 | 治疗领域    | 研发进度   |
|-------------|------|---------|--------|
| 灵泽片         | 中药六类 | 前列腺增生   | 申请生产批文 |
| 金灵解郁片       | 中药六类 | 精神性疾病   | 临床前研究  |
| 骨密宁及制剂      | 中药五类 | 内分泌系统疾病 | 临床前研究  |
| 药用真菌复合多糖及制剂 | 中药五类 | 代谢性疾病   | 基础研究   |
| 5-MM 原料及注射剂 | 中药一类 | 抗肿瘤     | 基础研究   |

资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

## 盈利预测与估值讨论

### 关键假设

**乌灵胶囊：**今年销售增速受制于公司营销网络的建设，预计全年为 12.50%；但基于轻、中度心理障碍药物市场的高弹性、乌灵胶囊独特的治疗优势以及公司近年持续的营销网络建设和临床推广投入，2012-2013 年乌灵胶囊的销售增长将逐步提升，预计分别为 16%、20%。而基于乌灵胶囊的垄断性，其毛利率将持续维持在高水平。

**灵莲花颗粒：**该产品 2009 年上市，经过两年的临床推广，今年在医院终端已有所斩获，未来两年将高速增长，预计 2011-2013 年收入分别为 50 万、200 万、500 万。毛利率随着产量的扩大逐步提升。

**其他西药：**考虑到西药不是公司的发展重点，占公司收入的比重将逐步降低，预计 2011-2013 公司西药品种占公司收入的比重分别为 7%、6.5%、5%。毛利率依旧维持在较低水平。

**表格 8：佐力药业 2011-2013 年主营收入预测（单位：百万）**

|           | 2008    | 2009   | 2010   | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|-----------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 乌灵胶囊（收入）  | 149.66  | 192.40 | 233.20 | 262.35  | 304.33  | 365.19  |
| YOY       | 43.66%  | 28.56% | 21.21% | 12.50%  | 16.00%  | 20.00%  |
| 毛利率       | 85.80%  | 88.22% | 89.35% | 90.00%  | 91.50%  | 88.00%  |
| 灵莲花颗粒（收入） | N/A     | N/A    | N/A    | 0.50    | 2.00    | 5.00    |
| YOY       | N/A     | N/A    | N/A    | N/A     | 300.00% | 150.00% |
| 毛利率       | N/A     | N/A    | N/A    | 30.00%  | 35.00%  | 40.00%  |
| 其他西药（收入）  | 15.24   | 22.95  | 29.46  | 19.78   | 21.30   | 19.48   |
| YOY       | -31.99% | 50.59% | 28.37% | -32.84% | 7.64%   | -8.51%  |
| 毛利率       | -5.45%  | 1.59%  | 7.30%  | 0.50%   | 2.00%   | 1.00%   |
| 收入合计      | 164.90  | 215.35 | 262.66 | 282.63  | 327.62  | 389.67  |
| YOY       | 30.26%  | 30.59% | 21.97% | 7.60%   | 15.92%  | 18.94%  |
| 毛利率       | 77.37%  | 78.99% | 80.15% | 83.63%  | 85.34%  | 83.03%  |

资料来源：华泰联合证券研究所

## 估值讨论

我们建立模型测算公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.67、0.87 和 1.12 元。从产品结构 and 公司规模两方面选取 7 家可比公司，2012 年平均 PE 为 31.83。同时考虑明年的市场环境以及公司的成长性，我们给予佐力药业 2012 年 30~34 倍的估值水平，对应的合理的价值区间为 26.10~29.58 元，相对公司目前的股价，还有 19%~35% 的提升空间，首次覆盖给予公司“买入”评级。

**表格 9：可比公司估值水平**

| 公司简称   | 最新收盘价 | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 片仔癀    | 72.14 | 41.71 | 40.97 | 32.79 | 26.34 |
| 云南白药   | 56.81 | 34.88 | 32.29 | 24.96 | 19.58 |
| 独一味    | 12.30 | 69.32 | 51.16 | 39.30 | 32.08 |
| 上海凯宝   | 22.45 | 37.80 | 32.35 | 23.18 | 17.63 |
| 汉森制药   | 19.87 | 49.35 | 36.76 | 31.62 | 26.02 |
| 信邦制药   | 11.55 | 51.09 | 48.32 | 39.32 | 31.83 |
| 佛慈制药   | 17.87 | 40.54 | 40.36 | 31.66 | 26.08 |
| 中药行业中值 |       | 36.47 | 31.30 | 23.17 | 17.69 |
| 佐力药业   | 21.86 | 31.68 | 32.62 | 25.12 | 19.51 |

资料来源：Wind, 华泰联合证券研究所

## 风险提示

公司全国性营销网络建设缓慢，导致乌灵胶囊增长放缓，灵莲花颗粒推广不利  
后续产品跟进不足

## 附录一：部分关于乌灵参药用价值及临床应用的文献

- [1]. 乌灵胶囊的临床应用进展.中国新药杂志.2011
- [2]. 乌灵参的药理作用及应用进展.环球中医药.2010
- [3]. 应用基因芯片技术探讨乌灵菌粉的抗抑郁机制.中国康复理论与实践.2010
- [4]. 乌灵胶囊联合黛力新对脑卒中后抑郁症的疗效观察.当代医学.2010
- [5]. 乌灵胶囊联合针刺治疗有抑郁状态的失眠症 60 例.光明中医.2010
- [6]. 乌灵胶囊联合治疗功能性消化不良的研究.中国民族民间医药.2010
- [7]. 乌灵胶囊在焦虑症治疗中的临床应用评价.新医学.2010
- [8]. 乌灵胶囊治疗脑血管以外后抑郁症疗效观察.中外医疗.2010
- [9]. 乌灵胶囊治疗轻度抑郁症 40 例.医药导报.2010
- [10]. 乌灵胶囊治疗心脾两虚型郁症的临床疗效观察.标记免疫分析与临床.2010
- [11]. 乌灵菌粉对大鼠戊四唑点燃癫痫及点燃后记忆障碍的作用.中国药理学杂志.2010
- [12]. 乌灵菌胶囊抗焦虑作用的行为学实验研究.中国民族民间医药.2010
- [13]. 逍遥散加减联合乌灵胶囊治疗失眠 40 例.陕西中医学院学报.2010
- [14]. 乌灵胶囊为主治疗抑郁症的临床研究.光明中医.2009
- [15]. 乌灵胶囊治疗癫痫伴发抑郁患者的临床研究.中国实用神经疾病杂志.2009
- [16]. 乌灵胶囊治疗女性更年期焦虑抑郁状态的随机、阳性药平行对照临床试验.中西医结合学报.2009
- [17]. 乌灵胶囊治疗轻、中度抑郁症临床观察.中国医药指南.2009
- [18]. 乌灵菌粉贯叶连翘复方制剂 KY01 对嗅球损毁抑郁模型大鼠的抗抑郁作用.中国药理学通报.2007
- [19]. 乌灵胶囊治疗失眠症 60 例临床观察.浙江中西医结合杂志.2007
- [20]. 乌灵菌粉对脑卒中后抑郁大鼠海马区单胺类神经递质及行为学改变的影响.中国新药杂志.2007
- [21]. 乌灵胶囊与赛洛特治疗脑卒中后抑郁障碍的疗效对照.中国临床康复.2006
- [22]. 乌灵胶囊治疗老年失眠症.中国新药与临床杂志.2006
- [23]. 乌灵胶囊治疗心血管神经官能症临床观察.河北中医药学报.2006
- [24]. 乌灵菌粉对慢性充血性心力衰竭伴抑郁患者心脏功能的影响.临床荟萃.2006

- [25]. 乌灵菌粉治疗青少年适应障碍的效果及安全性. 中国临床康复. 2006
- [26]. 乌灵菌抗炎有效部位研究. 中华实用中西医杂志. 2006
- [27]. 乌灵胶囊对 2 型糖尿病  $\beta$  细胞功能的影响. 陕西中医. 2005
- [28]. 乌灵胶囊对脑卒中后抑郁大鼠海马区单胺类神经递质及行为学改变的影响. 2005 全国中医脑病学术研讨会. 2005
- [29]. 乌灵胶囊治疗颅脑外伤综合征疗效观察. 中西医结合心脑血管病杂志. 2004
- [30]. 乌灵菌干粉佐治难治性癫痫 13 例. 浙江中西医结合杂志. 2004
- [31]. 乌灵菌粉的镇静作用及其机理研究. 中国药理学杂志. 1999
- [32]. 乌灵参胶囊治疗前列腺增生症临床观察. 浙江中西医结合杂志. 1994
- [33]. 乌灵参对贫血大鼠造血功能的影响. 科技通报. 1992
- [34]. 真菌中药—乌灵参. 成都中医学院学报. 1984
- [35]. 补药乌灵参. 成都中医学院学报. 1983

## 附录二：医院轻、中度心理障碍药物市场测算过程

表格 10：医院轻、中度心理障碍药物市场测算（单位亿）

|                | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 医院镇静催眠类西药市场    | 13.11 | 16.20 | 18.75 | 21.76 | 25.74 |
| 医院抗抑郁类西药市场     | 11.75 | 13.62 | 15.30 | 18.10 | 21.85 |
| 医院轻、中度心理障碍西药市场 | 24.86 | 29.82 | 34.05 | 39.86 | 47.59 |
| 医院轻、中度心理障碍西药占比 | 79%   | 78%   | 75%   | 73%   | 72%   |
| 医院轻、中度心理障碍药物市场 | 31.47 | 38.24 | 45.39 | 54.61 | 66.10 |
| 医院轻、中度心理障碍中药占比 | 21%   | 22%   | 25%   | 27%   | 28%   |
| 医院轻、中度心理障碍中药市场 | 6.61  | 8.41  | 11.35 | 14.74 | 18.51 |

资料来源：SFDA 南方所，华泰联合证券研究所测算

测算说明：

1. 医院镇静催眠类、抑郁类西药市场数据来源于 SFDA 南方所。
2. 按照神经系统西药用药的分类，认为医院镇静催眠类、抑郁类西药市场的总和可以算是医院中、轻度心理障碍西药市场。
3. 依据 2006-2010 年全国药物市场西药（包括化学药和生物药）与中药的用药比重，2007-2010 年样本医院精神安定类西药与安神补脑类中药的增速，以及与中、西医院医生的沟通判断医院轻、中度心理障碍药物市场西药与中药的比重。

## 附录三：乌灵胶囊治轻中度心理障碍机理及与西药效果对比

中药治病的具体机理不明是制约中药快速发展和广泛推广的原因之一，也是影响中成药被国内西医乃至西方医学接受的重要因素之一。

经研究发现，乌灵胶囊治疗轻、中度心理障碍具有明确的药用机理，这将是乌灵胶囊向临床推广的重要基石。

乌灵菌粉含有丰富的氨基酸、维生素和各种营养物质，氨基酸组成中以谷氨酸含量最高，谷氨酸不但能参与机体能量代谢，有较高的营养价值，而且还参与神经突触间兴奋性信息传导，与长时程突触增强现象密切相关，促进学习记忆的形成。谷氨酸经谷氨酸脱羧酶作用脱羧后，形成的  $\gamma$ -氨基丁酸是一种抑制性神经递质，具有镇静作用。

乌灵胶囊能使脑组织选择性的增加对谷氨酸与  $\gamma$ -氨基丁酸的通透性与摄取量，并增强谷氨酸脱羧酶的活性，促进  $\gamma$ -氨基丁酸的合成，因而对中枢神经系统的兴奋、抑制过程均具有良好的调节作用，使其产生抗焦虑、抑郁、惊厥，镇静、催眠，改善记忆力以及脑保护的功效。

经研究证明乌灵胶囊无论单独治疗轻、中度心理障碍还是与西药联合治疗，效果都要比单独使用西药的显著，且没有明显的毒副作用。与此同时公司正在进行乌灵胶囊的大样本询证医学研究，以此为临床治疗轻、中度心理障碍提供可靠的分析数据，拉动乌灵胶囊的高速增长。

**表格 11：乌灵胶囊与西药治疗轻、中度心理障碍的临床比较**

| 病例      | 效果比较                                                                                                    |
|---------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 抑郁症     | 实验组乌灵胶囊，对照组氟西汀；结果显示乌灵胶囊组总有效率 90%，优于氟西汀组 85% 的有效率，而且乌灵胶囊组未见明显不良反应，氟西汀组不良反应发生率 47.5%，主要有恶心、胃不适和口干         |
| 抑郁症     | 实验组乌灵胶囊，对照组氟西汀；结果显示乌灵胶囊组总有效率 83.3%，优于对照组 82.1% 的有效率，而且乌灵胶囊组未见明显不良反应，氟西汀组不良反应发生率 13% 左右，主要有厌食、倦怠、头痛、头昏目眩 |
| 焦虑症     | 实验组乌灵胶囊，对照组黛力新；结果显示乌灵胶囊与黛力新对焦虑症的疗效都很显著，但乌灵胶囊组未见明显不良反应，黛力新组的不良反应表现为口干、卷困和头痛                              |
| 脑卒中后抑郁症 | 实验组乌灵胶囊+赛洛特，对照组赛洛特；结果显示乌灵胶囊联合赛洛特治疗起效快，可明显改善脑卒中后抑郁障碍的程度，并能促进神经功能康复，不良反应较少且轻微。赛洛特组不良反应反映严重                |
| 脑卒中后抑郁症 | 实验组乌灵胶囊+黛力新，对照组黛力新；结果显示乌灵胶囊联合黛力新治疗脑卒中后抑郁，疗效优于黛力新单药治疗，而且出现不良反应的例数明显少于黛力新组                                |
| 脑卒中后抑郁症 | 实验组乌灵胶囊+氟西汀，对照组氟西汀；结果显示乌灵胶囊结合氟西汀治疗脑卒中后抑郁情绪及认知功能的改善明显优于单纯氟西汀治疗，且没有明显的毒副作用。                               |

资料来源：医学领域学术期刊整理，华泰联合证券研究所

**盈利预测**

| 资产负债表         |             |              |              |              | 利润表             |             |              |              |              |
|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元       |             |              |              |              | 单位: 百万元         |             |              |              |              |
| 会计年度          | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        | 会计年度            | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
| <b>流动资产</b>   | 121         | 537          | 554          | 611          | <b>营业收入</b>     | 263         | 283          | 328          | 390          |
| 现金            | 45          | 406          | 409          | 443          | 营业成本            | 52          | 46           | 48           | 66           |
| 应收账款          | 30          | 72           | 82           | 95           | 营业税金及附加         | 4           | 4            | 4            | 5            |
| 其他应收款         | 8           | 2            | 2            | 2            | 营业费用            | 135         | 153          | 180          | 203          |
| 预付账款          | 4           | 6            | 4            | 4            | 管理费用            | 31          | 34           | 38           | 37           |
| 存货            | 15          | 17           | 18           | 24           | 财务费用            | 7           | -3           | -8           | -9           |
| 其他流动资产        | 20          | 35           | 39           | 43           | 资产减值损失          | -1          | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>  | 227         | 312          | 353          | 344          | 公允价值变动收         | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资          | 0           | 0            | 0            | 0            | 投资净收益           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产          | 142         | 146          | 320          | 0            | <b>营业利润</b>     | 34          | 49           | 66           | 88           |
| 无形资产          | 29          | 25           | 26           | 23           | 营业外收入           | 12          | 12           | 12           | 12           |
| 其他非流动资产       | 57          | 140          | 7            | 7            | 营业外支出           | 0           | 2            | 1            | 1            |
| <b>资产总计</b>   | 349         | 849          | 907          | 956          | <b>利润总额</b>     | 45          | 60           | 77           | 99           |
| <b>流动负债</b>   | 91          | 103          | 103          | 83           | 所得税             | 4           | 6            | 7            | 10           |
| 短期借款          | 49          | 50           | 50           | 40           | 净利润             | 41          | 54           | 70           | 90           |
| 应付账款          | 13          | 13           | 14           | 17           | 少数股东损益          | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 其他流动负债        | 30          | 40           | 39           | 25           | 归属母公司净利         | 41          | 54           | 70           | 90           |
| <b>非流动负债</b>  | 50          | 39           | 28           | 7            | EBITDA          | 51          | 55           | 72           | 98           |
| 长期借款          | 40          | 30           | 20           | 0            | EPS (元)         | 0.69        | 0.67         | 0.87         | 1.12         |
| 其他非流动负        | 10          | 9            | 8            | 7            | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>   | 141         | 142          | 131          | 90           | <b>会计年度</b>     | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 少数股东权益        | 0           | 0            | 0            | 0            | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 股本            | 60          | 80           | 80           | 80           | 营业收入            | 22.0%       | 7.6%         | 15.9%        | 18.9%        |
| 资本公积          | 68          | 494          | 494          | 494          | 营业利润            | 32.8%       | 44.2%        | 33.3%        | 34.3%        |
| 留存收益          | 80          | 133          | 203          | 292          | 归属母公司净利         | 31.3%       | 29.2%        | 29.7%        | 28.9%        |
| 归属母公司股        | 207         | 707          | 777          | 866          | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权</b> | 349         | 849          | 907          | 956          | 毛利率(%)          | 80.1%       | 83.6%        | 85.3%        | 83.0%        |
| <b>现金流量表</b>  |             |              |              |              | 净利率(%)          | 15.8%       | 19.0%        | 21.2%        | 23.0%        |
| 单位: 百万元       |             |              |              |              | ROE(%)          | 20.0%       | 7.6%         | 8.9%         | 10.3%        |
| <b>会计年度</b>   | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> | ROIC(%)         | 13.8%       | 10.3%        | 11.4%        | 15.2%        |
| <b>经营活动现金</b> | 65          | 14           | 61           | 75           | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 净利润           | 41          | 54           | 70           | 90           | 资产负债率(%)        | 40.6%       | 16.7%        | 14.4%        | 9.4%         |
| 折旧摊销          | 10          | 9            | 14           | 19           | 净负债比率(%)        | 69.98       | 63.54        | 61.20        | 44.67        |
| 财务费用          | 7           | -3           | -8           | -9           | 流动比率            | 1.33        | 5.23         | 5.39         | 7.41         |
| 投资损失          | 0           | 0            | 0            | 0            | 速动比率            | 1.17        | 0.00         | 5.22         | 7.11         |
| 营运资金变动        | 7           | -47          | -15          | -24          | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| 其他经营现金        | 0           | 1            | 0            | 0            | 总资产周转率          | 0.81        | 0.47         | 0.37         | 0.42         |
| <b>投资活动现金</b> | -34         | -94          | -56          | -10          | 应收账款周转率         | 6           | 5            | 4            | 4            |
| 资本支出          | 39          | 94           | 58           | 11           | 应付账款周转率         | 4.15        | 3.62         | 3.56         | 4.25         |
| 长期投资          | 0           | 0            | 0            | 0            | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
| 其他投资现金        | 5           | 0            | 2            | 1            | 每股收益(最新)        | 0.69        | 0.67         | 0.87         | 1.12         |
| <b>筹资活动现金</b> | -15         | 441          | -2           | -31          | 每股经营现金流         | 0.81        | 0.18         | 0.76         | 0.94         |
| 短期借款          | 0           | 1            | 0            | -10          | 每股净资产(最         | 2.59        | 8.84         | 9.71         | 10.83        |
| 长期借款          | -10         | -10          | -10          | -20          | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| 普通股增加         | 0           | 20           | 0            | 0            | P/E             | 42.16       | 32.62        | 25.16        | 19.52        |
| 资本公积增加        | 0           | 426          | 0            | 0            | P/B             | 8.44        | 2.47         | 2.25         | 2.02         |
| 其他筹资现金        | -5          | 3            | 8            | -1           | EV/EBITDA       | 35          | 32           | 25           | 18           |
| <b>现金净增加额</b> | 16          | 361          | 3            | 34           |                 |             |              |              |              |

数据来源: 华泰联合证券研究所

**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起 6 个月内  
基准市场指数 沪深 300（以下简称基准）

**股票评级**

买入 股价超越基准 20%以上  
增持 股价超越基准 10%-20%  
中性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减持 股价弱于基准 10%-20%  
卖出 股价弱于基准 20%以上

**行业评级**

增持 行业股票指数超越基准  
中性 行业股票指数基本与基准持平  
减持 行业股票指数明显弱于基准

**深圳**

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电话: 86 755 8249 3932  
传真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**上海**

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电话: 86 21 5010 6028  
传真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**免责声明**

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司（以下简称“华泰联合”）签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用，在任何情况下并不构成私人咨询建议，也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况；同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下，华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务，可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定，分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定，但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权，未经华泰联合事先书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。