

佐力药业 (300181.sz)

产品潜力无限，期待销售迈向全国

贺菊颖 首席分析师
电话: 010-59136691
eMail: hjy@gf.com.cn
执业编号: S0260511050002

专注药用真菌，国家中药保护品种

公司是一家致力于药用真菌开发的民营企业，主要包括乌灵菌粉、乌灵胶囊、灵莲花颗粒、仙桃草片等中药产品。乌灵菌粉及乌灵胶囊为其主要收入及利润来源，属于国家一类新药，国家中药保护品种，医保乙类，目前已经进入浙江省及上海市两地基药目录。

乌灵胶囊：神经系统最大的口服类中成药，潜力无限

乌灵参主治“补肾健脑，养心安神”，可在中轻度心理障碍，抑郁，失眠，神经衰弱等病症中使用。据米内网数据统计，在医院终端市场中，乌灵胶囊为神经系统类最大的口服类中成药，2010 年市场份额提升 1.72 个百分点，增长最快。从临床用安神补脑类产品分析，乌灵胶囊目前市场占有率为 19%，占比最大，适用人群较多，未来加上抗抑郁类中成药市场，乌灵胶囊快速成长可期。

新产品进一步拓宽产品线

公司上市产品还包括主治更年期综合症的灵莲花颗粒、主治跌打损伤的仙桃草片等，主治良性前列腺增生的灵泽片也处于新药审批中。灵莲花颗粒在 2009 年获得新药批文，目前正在积极市场开发中。2010 年妇女更年期中成药同比增长 44%，随着公司市场推广力度进一步加大，灵莲花颗粒有望成为新的利润增长点。

盈利预测及投资评级

我们预计 2011 及 2012 年公司净利润同比增长 30% 及 40%，实现 EPS0.68、0.95 元，对应市盈率为 33 倍、23 倍，考虑到公司未来加大销售，产能释放以及产品可能提价等因素，业绩有可能超预期，首次给予买入评级。

风险提示

1、销售推广不达预期；2、招投标时间延长。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	215.35	262.66	269.18	335.08	397.03
增长率(%)	30.59%	21.97%	2.48%	24.48%	18.49%
EBITDA(百万元)	42.06	50.64	58.19	82.40	99.65
净利润(百万元)	31.58	41.48	54.02	75.68	89.87
增长率(%)	89.78%	31.32%	30.24%	40.09%	18.75%
每股收益(元)	0.39	0.52	0.68	0.95	1.12
市盈率	55.98	42.62	32.73	23.36	19.67
市净率	10.68	8.54	6.77	5.25	4.14
EV/EBITDA	0	1.07	31.40	21.88	17.70

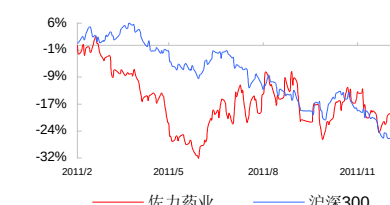
数据来源:浙江佐力药业股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	22.10 元
合理价值	28.00 元
前次评级	无

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-7.53	3.03	
沪深 300	-11.39	-10.70	-24.51

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	80/20
主要股东:	俞有强
主要股东持股比例	30.94%
流通 A 股比例	25.00%

财务比率

ROE	20.02%
ROA	12.83%
资产负债率	40.58%
2010 年报数据	

目录索引

一、一、民营企业，专注药用真菌	3
二、乌灵胶囊适应症广，潜力无限	3
国家保密品种，适应范围广泛	3
医院市场最大的神经口服类中成药	5
增速较快，市场空间较大	5
三、新产品进一步拓宽产品线	7
四、募集资金解决产能瓶颈，加强销售队伍建设	8
五、盈利预测及投资评级	9
六、风险提示	9

图表索引

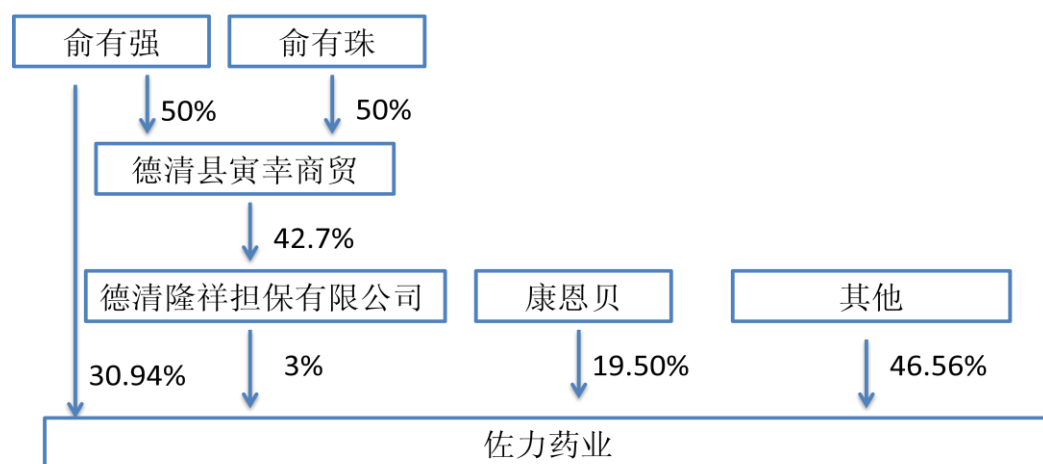
表 1: 2010 年医院终端神经系统中成药销售额 top10 品种份额	5
表 2: 2006- 2010 年样本医院临床用安神补脑中成药类竞争格局	5
表 3: 佐力药业中成药产品线	7
表 4: 临床用更年期用药产品比较	8
表 5: 募投资金投资项目投资计划（单位：万元）	8
表 6: 主要产品盈利预测	9
图 1: 佐力药业股权结构图	3
图 2: 2007- 2011H1 公司主要产品收入占比	4
图 3: 2007- 2009 年各省销售占比	4
图 4: 2008- 2011H1 各项费用变化图	4
图 5: 2006- 2010 年样本医院临床用安神补脑类中成药竞争格局	6
图 6: 2006- 2010 年样本医院临床用抗抑郁类中成药竞争格局	6
图 7: 2006- 2010 年样本医院临床用妇女更年期用药竞争格局	7
图 8: 2010 年样本医院临床用妇女更年期用药竞争格局	8

一、民营企业，专注药用真菌

公司于2011年2月在深交所上市，总股本为8000万股，实际控制人俞有强和俞有珠夫妇持有33.94%股份，康恩贝股份有限公司持有19.50%股份。

公司致力于药用真菌生物发酵技术生产中药产品，目前拥有乌灵系列产品包括中药原料药“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）”，仙桃草片等。乌灵胶囊为国家二级中药保护品种，属于国家乙类医保，并已进入浙江省及上海市基药目录。

图 1：佐力药业股权结构图



数据来源：公司公告，广发证券研发中心

二、乌灵胶囊适应症广，潜力无限

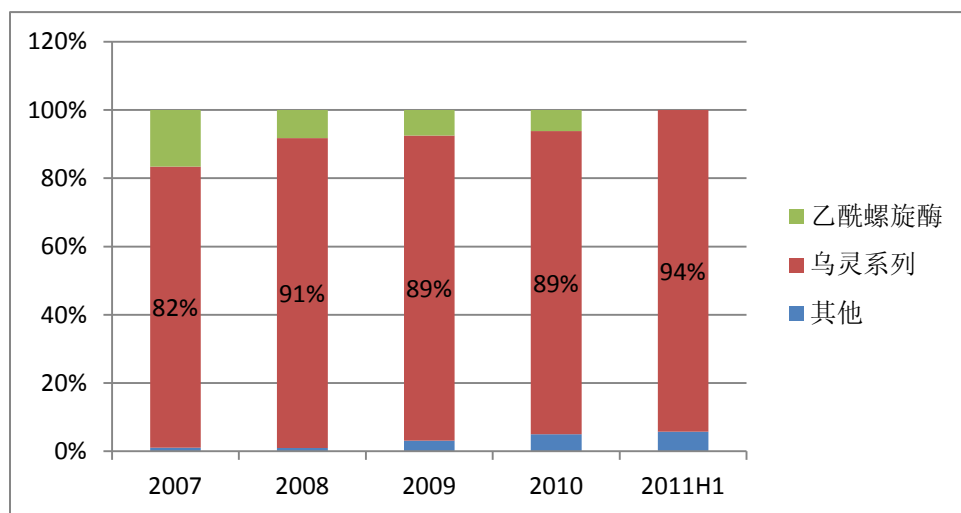
国家保密品种，适应范围广泛

2011年上半年公司主打产品乌灵胶囊占总收入的94%，占总毛利的100%。乌灵胶囊来自乌灵菌粉，是从乌灵参中分离获得菌种，运用生物发酵技术精制而成的现代中药材，其制作方法“乌灵参的工业化生产关键技术及临床应用”，属国家秘密技术。乌灵菌粉培养的主要原材料为大豆和玉米等农副产品，市场供应充足，毛利率较高。

乌灵胶囊主治“补肾健脑、养心安神”，用于神经衰弱，失眠、健忘、心悸心烦、神疲乏力、腰膝酸软、头晕耳鸣、少气懒言、脉细或沉无力等。1998年获得新药批文，1999年上市，上市初公司的市场定位为神经衰弱，推广科室为神经内科及中医科，2009年公司将中轻度心理障碍及失眠、焦虑、抑郁等纳入推广范围，扩大了推广科室。

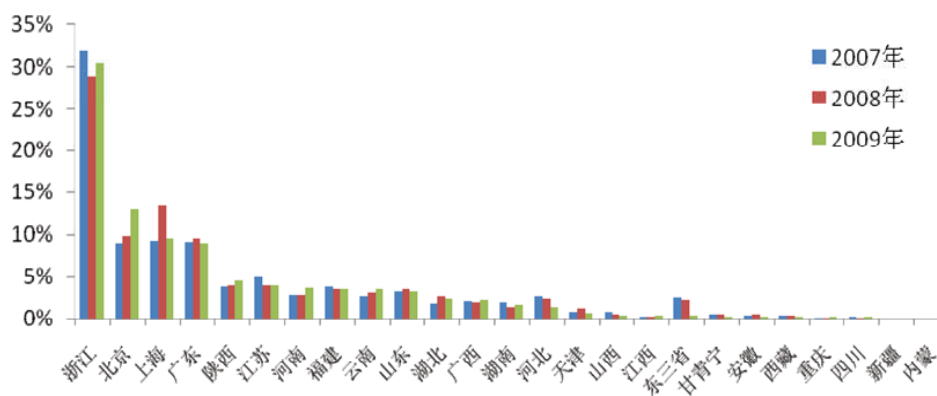
公司销售主要集中在浙江,上海,北京,广州等省，总收入占60%以上，。2009年浙江省占比30%，其次为北京，约占12.5%，广州及上海各占10%左右。公司立足优势城市，并向周围地区辐射，加强其他地区销售力度。近三年公司在市场推广及销售队伍建设中均投入较大，销售费用率均在52%左右，未来销售效应有望逐渐体现。

图 2：2007- 2011H1 公司主要产品收入占比



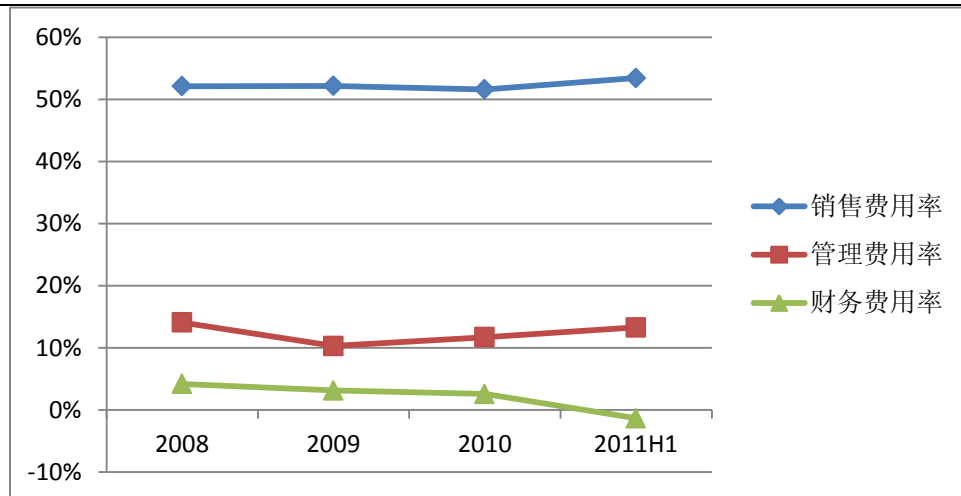
数据来源：公司公告，广发证券研发中心

图 3：2007- 2009 年各省销售占比



数据来源：招股说明书

图 4：2008- 2011H1 各项费用变化图



数据来源：公司公告，广发证券研发中心

医院市场份额最大的神经口服类中成药

相关的临床研究显示，乌灵胶囊无论在与其它药物联合用药还是单独用药，临床效果均较为确切，在神经系统中成药中地位突出。

据米内网统计，2010年医药终端市场神经系统中成药前10品种市场集中度为61.82%，乌灵胶囊在神经系统中成药中列第二位，在口服剂型中排列第一位，市场份额在前10大品种中，增长最快，从2009年的8.75%提升到2010年的10.47%，增长1.72个百分点，跟注射液相比，口服类中成药使用较为方便，副作用较小，认可度高，更易为患者接受，市场推广更容易。从市场份额看，乌灵胶囊已经逐渐在神经系统中成药中占有主导地位，未来快速成长可期。

表 1：2010 年医院终端神经系统中成药销售额 top10 品种份额

排名	神经系统中成药	生产厂家	2010 年份额	2009 年份额
1	天麻素注射液	-	14.11%	14.84%
2	乌灵胶囊	佐力药业	10.47%	8.75%
3	百乐眠胶囊	扬子江药业	8.15%	7.08%
4	养血清脑颗粒	天士力	6.69%	6%
5	新乐康片	南京立业	5.51%	5.95%
6	全天麻胶囊	贵州益康	4.06%	4.54%
7	清脑复神液	四川中方	3.96%	3.36%
8	珍宝丸	蒙药股份	3.56%	2.47%
9	心神宁片	延安常泰	3%	3.29%
10	通天口服液	太极集团	2.29%	2.71%

数据来源：中国医药市场发展蓝皮书，广发证券研发中心；注：天麻素注射液生产厂家较多，不单独列出。

增速较快，市场空间较大

我国神经系统类药物乌灵胶囊主治补肾健脑、养心安神，在神经系统中包括安神补脑及抑郁症两大市场。

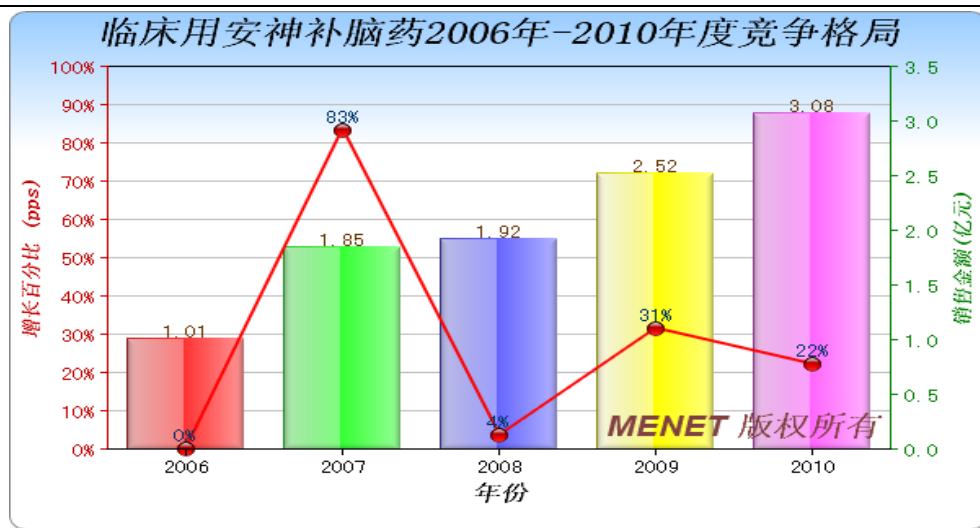
安神补脑药品适用人群广泛。中老年人由于身体机能衰退，新陈代谢减弱，极易出现失眠、健忘等症状，而较多年轻人处于亚健康状态，受失眠、头晕、焦虑等问题困扰，均可使用安神补脑药品，市场潜力巨大。根据米内网对2006-2010年样本医院统计，临床安神补脑类药物近四年复合增长率为32%，2010年乌灵胶囊占比19.25%，位列同类药第一，近四年医院终端复合增长率高达41%，表示其临床认可度逐步增加。

表 2：2006-2010 年样本医院临床用安神补脑中成药类竞争格局

	2006	2007	2008	2009	2010
乌灵胶囊	15%	15%	17%	16%	19%
百乐眠	4%	4%	10%	13%	15%
新乐康片	0%	12%	12%	11%	10%
清脑复神液	5%	4%	6%	6%	7%
珍宝丸	2%	3%	5%	4%	7%
心神宁片	9%	6%	7%	6%	5%

数据来源：广发证券研发中心

图 5：2006-2010 年样本医院临床用安神补脑类中成药竞争格局



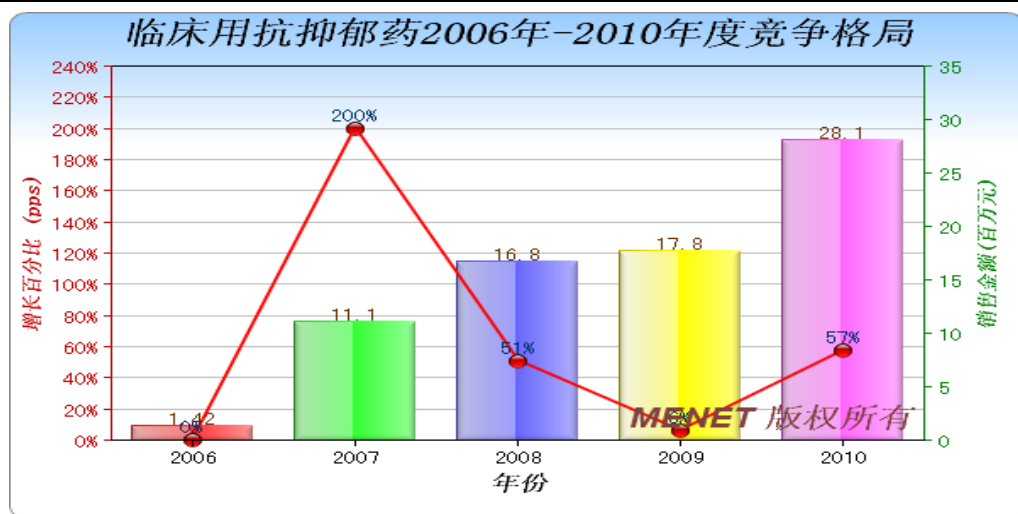
数据来源：米内网，广发证券研发中心

抗抑郁药物市场弹性大。据世界卫生组织2005年统计，抑郁症的患病率约为11%，中国焦虑及抑郁症患病率各为3%-5%左右，且有不断上升的趋势，目前抑郁症患者估计有3600万人，但全国地市级以上医院对抑郁症的识别率不到20%，只有不到10%的人接受了相关药物治疗。2009年全球的抗抑郁药物销售规模为194亿美元，而我国仅为18亿元，占比仅为1.4%左右，提升空间较大。

据南方所预测，到2020年抑郁症将成为继心脑血管疾病外的第二大病症。按照未来30%的患者接受治疗，每人每次200元，每年就诊3次计算，市场规模将超过60亿元，随着医生对抑郁症识别率提高，未来抗抑郁药物市场空间弹性较大。

根据米内网统计，我国抗抑郁类中成药包括解郁丸、圣约翰草提取物，舒肝解郁胶囊，安乐片，九味镇心颗粒，白草香解郁安神胶囊等，按照样本医院统计，目前市场规模不到安神补脑类的1/10，2010年同比增长57%，增速较快。

图 6：2006-2010 年样本医院临床用抗抑郁类中成药竞争格局



数据来源：米内网，广发证券研发中心

三、新产品进一步拓宽产品线

公司上市产品除了乌灵胶囊外，上市中成药灵莲花主治更年期综合症、仙桃草主治跌打损伤等，主治良性前列腺增生的灵泽片也处于新药审批中。

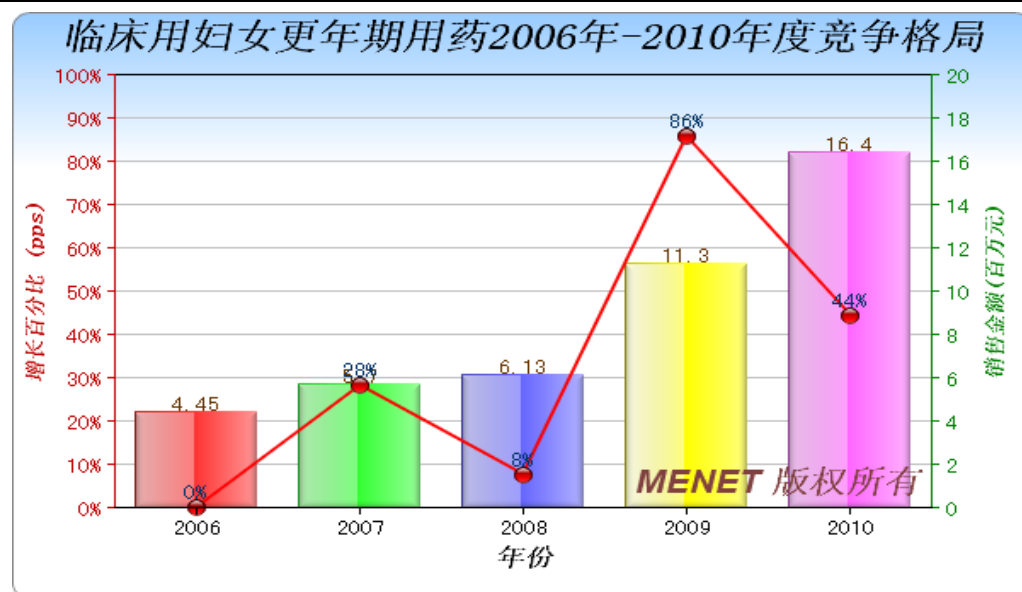
相关研究表明，女性更年期常伴有抑郁、焦虑等心理障碍，以乌灵菌粉为君药的灵莲花能显著改善焦虑和抑郁效应。随着健康意识增加，妇女对更年期心理障碍逐渐重视，更年期中成药增速较快。2010年妇女更年期中成药同比增长44%，随着公司市场推广力度进一步加大，灵莲花有望成为新的利润增长点。从2010年妇女更年期用药分析，该类药市场份额较为集中，前三位产品坤泰胶囊、坤宝丸和莉芙敏片占85%市场份额，比较该类产品，灵莲花为独家品种，技术及价格受国家保护，未来有一定竞争性。

表 3：佐力药业中成药产品线

产品	管理	主治功能	状态
乌灵胶囊	OTC	养心安神，补肾健脑 神经衰弱，焦虑，抑郁，失眠	上市
灵莲花	处方药	养阴安神，交通心肾 更年期综合症	上市
仙桃草片	OTC	止血化瘀，消肿止痛 跌打损伤，瘀血肿痛，骨折挫伤，出血	上市
灵泽片	处方药	益肾活血，利尿除湿 良性前列腺增生	申请新药证书 及生产批件

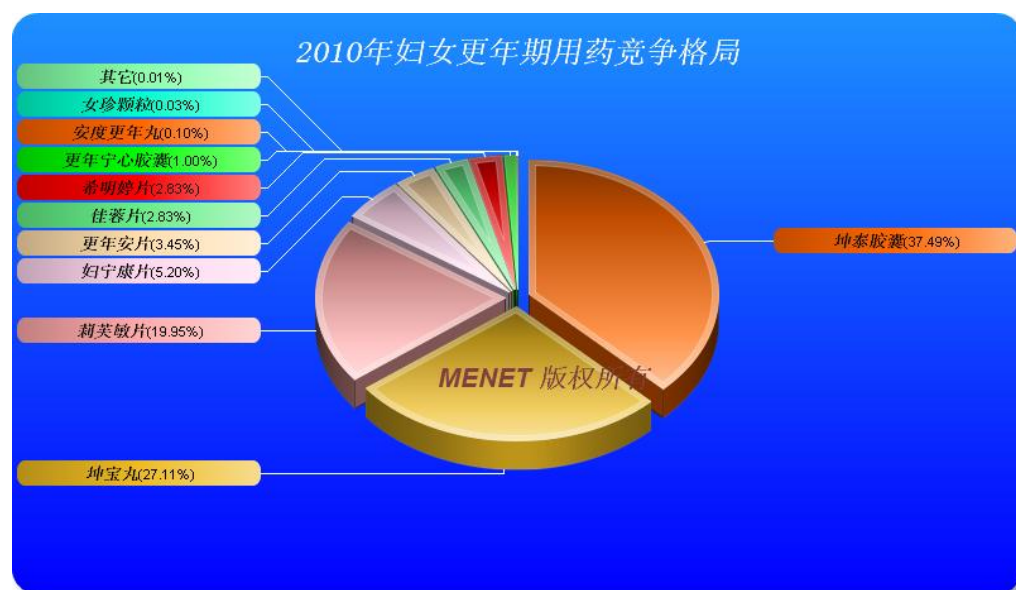
数据来源：公司公告，广发证券研发中心

图 7：2006- 2010 年样本医院临床用妇女更年期用药竞争格局



数据来源：米内网，广发证券研发中心

图 8：2010 年样本医院临床用妇女更年期用药竞争格局



数据来源：米内网，广发证券研发中心

表 4：临床用更年期用药产品比较

药品	独家	医保	日服用费用（元）	4 周治疗费用（元）
坤泰胶囊	是	国家乙类	12	336
坤宝丸	否	无	4	101
莉芙敏片	是	部分省市乙类	22	616
灵莲花颗粒	是	部分省市乙类	20	549

数据来源：广发证券研发中心

四、募集资金解决产能瓶颈，加强销售队伍建设

公司主要产品的产能根据生产线不同分类，分别为菌粉、胶囊、片剂和粉针，近三年产能分别为110吨、3亿粒、5亿粒、600万支。2009年菌粉和胶囊的产能利用率分别为112%及75%。募投项目实施后新增乌灵菌粉产能200吨，胶囊4.5亿粒，预计将于2012年投产，届时乌灵胶囊质量将更稳定、优质、可控，此外，以乌灵菌粉为君药的灵莲花颗粒已经上市，已经开始推广，项目投产可保证灵莲花生产及销售。

表 5：募投资金投资项目投资计划（单位：万元）

项目名称	投资总额	投资计划			
		第一年	第二年	第三年	第四年
新增年产 200 吨乌灵菌粉生产技术改造和扩产项目	9328	2800	3300	3138	
新增年产 4.5 亿粒乌灵胶囊建设项目	2991		1500	1491	
研发中心建设项目	3000		293	2332	375
市场营销网络建设项目	1500		305	965	230

数据来源：公司公告，广发证券研发中心

五、盈利预测及投资评级

表 6：主要产品盈利预测

百万元	2010	2011E	2012E	2013E
乌灵胶囊	233	268	333	393
增长率	21%	15%	24%	18%
毛利率	88.76%	88.76%	89.59%	89.86%
毛利	207	238	298	353
灵莲花		1	2	4
增长率			100%	100%
毛利率		22%	30%	35%
毛利		0.22	0.6	1.4
总计	233	269	335	397
增长率		15%	24%	18%
毛利率	88.76%	88.51%	89.24%	89.30%
毛利	207	238	299	355

数据来源：米内网，广发证券研发中心；注：我们预计明年公司主要收入及利润来源仍为乌灵胶囊，灵莲花将逐渐开始销售，其他产品占比较小且基本不产生利润，在这里不作预测。

我们预计2011及2012年公司净利润同比增长30%及40%，实现EPS0.68、0.95元，对应市盈率为33倍、23倍，考虑到公司未来加大销售，产能释放以及产品提价等因素，业绩有可能超预期，买入评级。

六、风险提示

1、销售推广不达预期；2、招投标时间延长。

资产负债表

单位：百万元

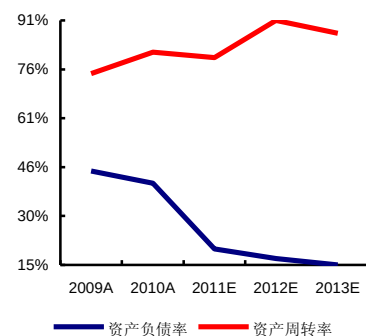
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	113	121	60	103	159
货币资金	30	45	-19	5	44
应收及预付	66	62	70	86	102
存货	18	15	10	11	13
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	184	227	268	305	345
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	148	142	136	126	119
在建工程	2	52	103	153	204
无形资产	34	33	29	26	22
其他长期资产	0	0	0	0	0
资产总计	298	349	328	408	504
流动负债	77	91	27	31	37
短期借款	50	49	0	0	0
应付及预收	27	32	27	31	37
其他流动负债	0	10	0	0	0
非流动负债	55	50	40	40	40
长期借款	50	40	40	40	40
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	10	0	0	0
负债合计	132	141	67	71	77
股本	60	60	80	80	80
资本公积	68	68	48	48	48
留存收益	38	80	134	209	299
归属母公司股东权益	166	207	261	337	427
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	298	349	328	408	504

利润表

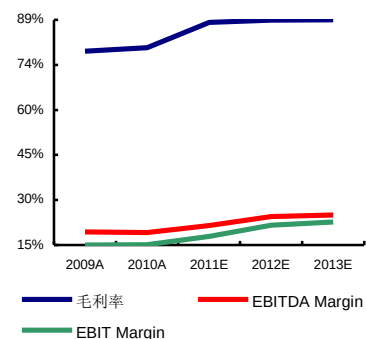
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	215	263	269	335	397
营业成本	45	52	31	36	42
营业税金及附加	3	4	4	5	6
销售费用	112	135	151	181	210
管理费用	22	31	35	40	48
财务费用	7	7	-3	-3	-2
资产减值损失	0	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	26	34	52	76	93
营业外收入	10	12	12	12	12
营业外支出	2	0	1	0	0
利润总额	35	45	62	88	104
所得税	3	4	8	12	14
净利润	32	41	54	76	90
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	32	41	54	76	90
EBITDA	42	51	58	82	100
EPS (元)	0.39	0.52	0.68	0.95	1.12

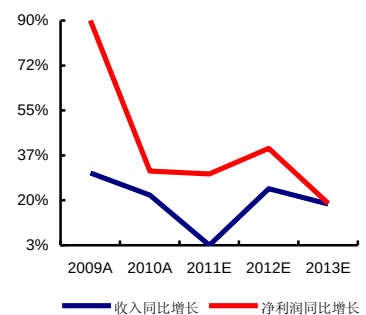
资产负债率趋势



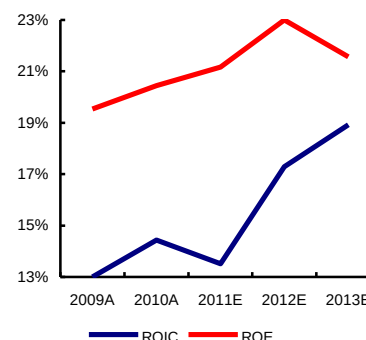
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	44	65	46	59	76
净利润	32	41	54	76	90
折旧摊销	9	10	10	10	9
营运资金变动	-4	7	-8	-14	-12
其它	7	6	-10	-12	-12
投资活动现金流	-20	-34	-41	-35	-37
资本支出	-20	-39	-41	-35	-37
投资变动	0	0	0	0	0
其他	0	5	0	0	0
筹资活动现金流	-12	-15	-69	0	0
银行借款	206	71	-49	0	0
债券融资	-196	-72	-20	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-22	-15	0	0	0
现金净增加额	12	16	-64	24	39
期初现金余额	19	30	45	-19	5
期末现金余额	32	45	-19	5	44

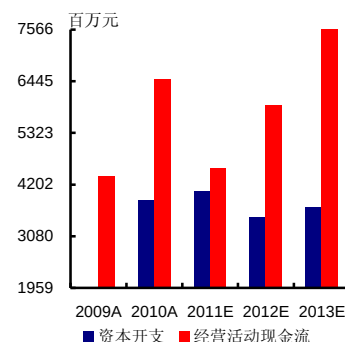
主要财务比率

单

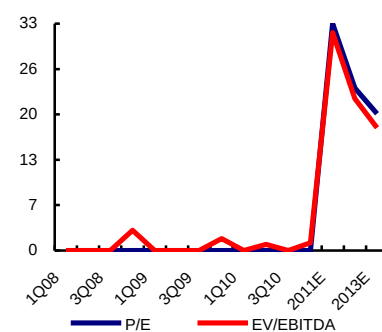
位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	30.6%	22.0%	2.5%	24.5%	18.5%
营业利润	238.7%	32.8%	51.8%	46.4%	22.0%
归属于母公司净利润	89.8%	31.3%	30.2%	40.1%	18.8%
获利能力					
毛利率	79.0%	80.1%	88.5%	89.2%	89.3%
净利率	14.7%	15.8%	20.1%	22.6%	22.6%
ROE	19.1%	20.0%	20.7%	22.5%	21.1%
ROIC	12.7%	14.1%	13.2%	16.9%	18.5%
偿债能力					
资产负债率	44.4%	40.6%	20.3%	17.3%	15.3%
净负债比率	42.1%	26.2%	22.7%	10.4%	-0.9%
流动比率	1.47	1.33	2.24	3.34	4.30
速动比率	1.24	1.12	1.79	2.88	3.85
营运能力					
总资产周转率	0.75	0.81	0.80	0.91	0.87
应收账款周转率	4.47	6.40	6.40	6.40	6.40
存货周转率	3.10	3.23	3.23	3.23	3.23
每股指标 (元)					
每股收益	0.39	0.52	0.68	0.95	1.12
每股经营现金流	0.73	1.08	0.57	0.74	0.95
每股净资产	2.07	2.59	3.26	4.21	5.33
估值比率					
P/E	55.98	42.62	32.7	23.4	19.7
P/B	10.68	8.54	6.8	5.2	4.1
EV/EBITDA	1.7	1.1	31.4	21.9	17.7

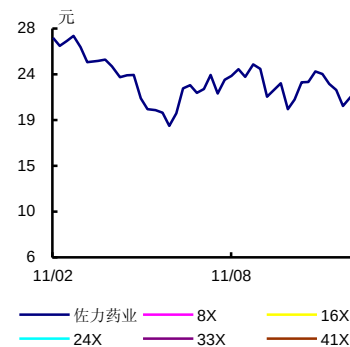
资本支出与经营活动现金流



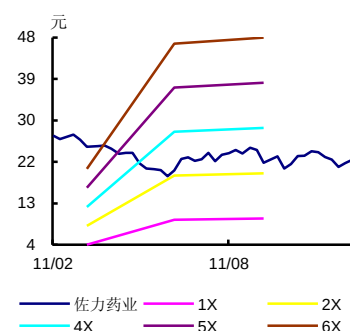
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发医药行业研究小组

贺菊颖，分析师，复旦大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。

葛峥，分析师，广州中医药大学方剂学硕士，2006 年进入广发证券发展研究中心。

杨挺，分析师，天津大学制药工程硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

吴雅春，研究助理，浙江大学内科学博士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wyc2@gf.com.cn，020-87555888-8404。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。