

佐力药业（300181）深度研究

打造大品种，“一体两翼”成形

2023 年 06 月 13 日

【投资要点】

- ◆ 公司实现传统中药材和现代生物技术的结合，致力打造国内大型药用真菌制药领域领头雁。公司打造大品种，“一体两翼”发展战略目标成形；力争把乌灵系列打造成 20 亿、百令片打造成 10 亿、中药饮片和配方颗粒打造成 10 亿规模的大品种。
- ◆ 公司聚焦发展业务结构大幅优化，2019 年以来公司走出阴霾进入快速发展通道；公司坚持“一体两翼”的战略目标和“稳自营、强招商”的营销策略，在三年疫情期实现“逆势上扬”。经过了几年的调整，公司的盈利能力触底回升，2019 年后公司的销售净利率提升明显；费用支出方面，公司的三费率稳中有降，管理费用率、财务费用率下降趋势明显。2022 年公司实现营收 18.05 亿元（同比+23.86%），归母净利润 2.73 亿元（同比+52.17%），2019-2022 年 CAGR 分别达到 25.60% 和 120.14%。
- ◆ 目前，乌灵胶囊覆盖医院一万多家，至少一半以上是一级医院和社区卫生中心，其他便是二、三级医院，未覆盖医院空间仍然很大，已覆盖医院仍有做深做透空间。OTC 端方面发力空间大，在强化招商团队建设开发医院的同时，公司加强院外 OTC 市场的拓展（与老百姓、大参林等合作推广），另外成立佐力健康科技公司进行互联网端的开发（与阿里健康、京东等深度合作）。2022 年，乌灵系列产品收入达到 10.92 亿元，同比+28.45%，2018-2022 年 CAGR 达到 32.5%。而乌灵胶囊 2022 年实现销量 2895.54 万盒（折 36 粒），同比+24.8%，2018-2022 年 CAGR 达到 27.4%。2023Q1 乌灵胶囊、灵泽片销售数量分别同比+22.54%和+33.54%。
- ◆ 近年来国家支持中药饮片行业规范化发展，主要集中在炮制工艺规范，生产溯源等方面。我国中药配方颗粒市场机遇挑战并存，国内配方颗粒行业市场规模加速扩张。2022 年公司中药饮片收入 3.78 亿元，同比+30.51%；中药配方颗粒 0.59 亿元，同比+36.17%；2018-2022 年 CAGR 分别为 15.44%和 46.91%；毛利率分别稳定在 20%、57%左右。作为浙江省前五大的饮片企业，公司中药饮片业务已形成一定收入规模，将体现规模效应预计未来保持平稳增长，在政策催化、公司配方颗粒备案品种持续增加及销售渠道建设下，中药配方颗粒业务有望迎来快速发展。



挖掘价值 投资成长

增持（维持）

东方财富证券研究所

证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

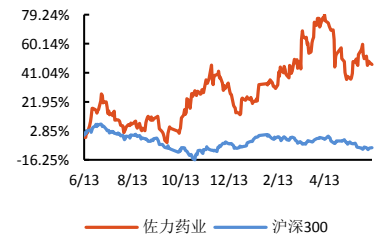
证券分析师：侯伟青

证书编号：S1160522110001

联系人：侯伟青

电话：021-23586362

相对指数表现



基本数据

| | |
|---------------|-------------|
| 总市值（百万元） | 8241.30 |
| 流通市值（百万元） | 7062.71 |
| 52 周最高/最低（元） | 15.55/8.10 |
| 52 周最高/最低（PE） | 39.46/21.78 |
| 52 周最高/最低（PB） | 4.30/2.69 |
| 52 周涨幅（%） | 40.26 |
| 52 周换手率（%） | 752.86 |

相关研究

《归母净利润增长强劲，产品丰富战略优势显现》

2023.05.08

《主导产品竞争力强，业绩呈现较高增长》

2022.10.26

【投资建议】

我国神经系统用药市场呈快速增长势头，巨大市场潜力将逐渐显现出来。公司打造大品种，“一体两翼”发展战略目标成形；经过了几年的调整，公司的盈利能力触底回升；乌灵胶囊未覆盖医院空间仍然很大，已覆盖医院仍有做深做透空间，另外 OTC 端仍大有潜力。我们预计公司 2023/2024/2025 年营业分别为 22.13/27.22/33.17 亿元，归母净利润分别为 3.98/4.94/6.00 亿元，EPS 分别为 0.57/0.70/0.86 元，对应 PE 分别为 22/18/14 倍。给予公司“增持”评级。

盈利预测

| 项目\年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 1805.16 | 2212.63 | 2721.97 | 3317.35 |
| 增长率（%） | 23.86% | 22.57% | 23.02% | 21.87% |
| EBITDA（百万元） | 402.97 | 528.21 | 639.66 | 764.38 |
| 归属母公司净利润 （百万元） | 273.01 | 398.25 | 494.47 | 599.81 |
| 增长率（%） | 52.17% | 45.87% | 24.16% | 21.30% |
| EPS（元/股） | 0.45 | 0.57 | 0.70 | 0.86 |
| 市盈率（P/E） | 23.71 | 21.80 | 17.56 | 14.48 |
| 市净率（P/B） | 2.77 | 3.05 | 2.60 | 2.20 |
| EV/EBITDA | 16.32 | 14.47 | 11.25 | 8.69 |

数据来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 商誉减值风险；
- ◆ 行业政策变动风险；
- ◆ 核心产品降价风险；
- ◆ 主打产品增长不及预期；

1、关键假设

乌灵系列：核心产品乌灵胶囊显著好于行业增长，2023Q1 表现稳健且品种潜力依然很大，在焦虑、抑郁、失眠及老年痴呆等领域乌灵胶囊有望成为 30 亿大品种。假设 2023-2025 年乌灵系列销售增速分别为 25.00%、23.00%、22.00%，毛利率分别为 87.20%、87.30%、87.20%；

百令片系列：2023 年百令片受集采影响逐渐消化，销售增长将较快恢复。假设 2023-2025 年板块增速分别为 5.20%、20.00%、18.00%，毛利率分别为 77.20%、77.40%、77.50%；

中药饮片系列：饮片行业较好发展，公司作为优势企业增速好于行业。假设板块 2023-2025 年增速分别为 25.00%、23.00%、22.00%，毛利率分别为 29.00%、29.20%、29.20%；

中药配方颗粒剂：配方颗粒发展前景良好，公司作为优势企业增长好于行业。假设板块 2023-2025 年增速分别为 35.00%、33.00%、30.00%，毛利率分别为 57.00%、57.20%、57.50%；

2、创新之处

针对市场上对公司和行业存在的质疑观点，我们一一做些回应。

1) 乌灵系列容量不大，成长空间有限。根据《2022 版心理健康蓝皮书》的调查数据，我国国民抑郁风险检出率为 10.6%，焦虑风险检出率为 15.8%，失眠人群至少达到 21.24%（超 3 亿）。全球抑郁与焦虑药物销量占中枢神经系统药物的 45%，而我国抗抑郁药物占中枢神经系统药物市场份额的 20% 以上。中医对轻中度心理障碍的认识，最早见于 2000 年前的《内经》，由于抑郁、焦虑、失眠是因郁怒、思虑、劳烦、所欲不遂而致的肝脾失调，心脑失养。这些造成了人体气滞痰淤，血气阴阳失调。而中医的治疗就有疏肝理气降火，化痰解郁，宁心安神及调燮阴阳等方法。我们保守测算，目前以失眠人群数量为基数，焦虑、抑郁、叠加老年痴呆适应症，乌灵胶囊最大市场规模（出厂口径）有望达到 30 亿元。

2) 乌灵胶囊辅助用药性质，疗效慢且实际作用无法评估。作为 1 类创新中药，乌灵胶囊自上市以来，凭借良好的疗效及高安全性，赢得了全国各地专家的认可。近些年来，乌灵胶囊入选首批“浙产名药”，先后进入 54 个临床路径、指南和专家共识。2021 年，中成药市场神经系统疾病用药 TOP10 产品中，乌灵胶囊在城市公立医院、县级公立医院、城市社区卫生中心（站）、乡镇卫生院分别排名第 1、第 1、第 4、第 8 位。

3) 乌灵系列未来仍受采集影响。带量集采对于乌灵胶囊来说影响相对较小。首先，国家对于独家产品且疗效好的中药产品相对较为友好，乌灵胶囊在北京和广东联盟维持了一样的集采价格，降价幅度均约 20%，包装规格从 36 粒提升为 54 粒，从生产端降低成本。其次，乌灵胶囊的原料药是公司独家生产，成本管控上也具有一定优势，整体的毛利率相对比较稳定。因此，集采地区新开发的医院，对于乌灵胶囊来说是一个增量市场，未来公司会利用集采中标身份加强对医院端的覆盖，努力实现以价换量。

3、潜在催化

百令片有望较快恢复。随着 2018 年进入国家基药目录，百令片进院加快，同时不断拓展基层市场。2021 年底湖北联盟集采落标导致百令片的销售受到影响。公司坚持其在湖北联盟地区医院覆盖的同时，加大百令片互联网销售和 OTC 销售，未来该板块或将较快恢复。临床研究表现，百令片可以治疗慢阻肺、调节免疫功能、可减少糖尿病肾病患者的尿微量蛋白及尿蛋白定量。《2022 年度中国非处方药企业及产品榜》显示，公司在 2022 年度中国 OTC 生产企业中综合统计排名 TOP36，百令片在中成药-补益类中排名第 6 名。对标华东医药百令胶囊几十亿的销售规模，百令片市场潜力仍大。另外，公司百令胶囊已完成上市前各项研究工作，上市申请获得受理。

乌灵菌系列产品后续开发。公司乌灵菌系列产品的后续研发，针对兼病或兼证加强功能主治，不断扩大新的药品市场方向。包括灵泽片、灵莲花颗粒、LXP、AD（阿尔茨海默症）、知名药物联合用药等。

正文目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 1. 立足于药用真菌生物发酵技术生产中药 | 6 |
| 1.1. 乌灵参产业化，实现传统中药材和现代生物技术结合 | 6 |
| 1.2. 打造大品种，“一体两翼”发展战略目标成形 | 8 |
| 2. 轻中度心理障碍治疗中药的市场前景巨大 | 10 |
| 3. 乌灵系列产品空间大应用广 | 12 |
| 3.1. 乌灵胶囊市场规模可达 30 亿元 | 12 |
| 3.2. 乌灵系列后续品种不断扩大新市场 | 16 |
| 3.3. 乌灵菌粉的来源与开发 | 19 |
| 4. 百令片系列有望较快修复 | 21 |
| 5. 中药饮片&配方颗粒“两翼”发力 | 23 |
| 6. 盈利预测 | 24 |
| 6.1. 关键假设 | 24 |
| 6.2. 投资建议 | 25 |
| 7. 风险提示 | 26 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1: 公司发展简要历程 | 6 |
| 图表 2: 公司股权结构图 | 7 |
| 图表 3: 科济药业产品及产品管线 | 7 |
| 图表 4: 公司主要成药产品情况 | 8 |
| 图表 5: 公司营业收入处于良好增长态势（亿元，%） | 9 |
| 图表 6: 公司归母净利润呈现高速增长趋势（亿元，%） | 9 |
| 图表 7: 公司主要板块增长动力强劲（百万元，%） | 10 |
| 图表 8: 公司主要板块收入格局逐渐形成（%） | 10 |
| 图表 9: 公司盈利能力明显改善（%） | 10 |
| 图表 10: 公司费用支出逐渐稳中有降（%） | 10 |
| 图表 11: 我国轻中度心理障碍风险检出率（%） | 11 |
| 图表 12: 我国中医药市场规模进一步增加（亿元，%） | 12 |
| 图表 13: 佐力药业主打品种属创新中药的药用真菌药 | 12 |
| 图表 14: 中成药市场神经系统疾病用药 TOP10 产品乌灵胶囊排名 | 13 |
| 图表 15: 我国安神类中成药使用现状 | 13 |
| 图表 16: 我国等级医院/社区卫生中心数量（家） | 14 |
| 图表 17: 公司乌灵乌灵胶囊保持快速增长（万盒，%） | 14 |
| 图表 18: 公司乌灵系列产品保持快速增长（百万元，%） | 14 |
| 图表 19: 公司乌灵系列产品毛利率（%） | 14 |
| 图表 20: 乌灵胶囊市场规模（出厂口径）可达 30 亿元 | 15 |
| 图表 21: 乌灵胶囊相比同类产品具有比较优势 | 15 |
| 图表 22: 乌灵系列产品线—药效学—临床应用示意图 | 17 |
| 图表 23: 公司产品灵泽片 | 18 |
| 图表 24: 公司产品灵莲花颗粒 | 18 |
| 图表 25: 乌灵系列后续品种研发项目情况 | 19 |
| 图表 26: 乌灵菌粉作用机理示意图 | 19 |
| 图表 27: 乌灵参示意图 | 20 |
| 图表 28: 乌灵菌粉及乌灵胶囊核心技术 | 20 |
| 图表 29: 冬虫夏草示意图 | 21 |
| 图表 30: 公司百令片相关市场中标情况 | 22 |

| | |
|---------------------------------|----|
| 图表 31: 百令片受集采影响销量出现下滑 (万盒, %) | 22 |
| 图表 32: 百令片毛利率略有下滑 (%) | 22 |
| 图表 33: 公司百令片同类产品比较 | 23 |
| 图表 34: 中药饮片&配方颗粒迎来较好发展 (百万元, %) | 23 |
| 图表 35: 中药饮片&配方颗粒毛利率稳定 (%) | 23 |
| 图表 36: 公司盈利预测情况 | 24 |
| 图表 37: 盈利预测 | 25 |
| 图表 38: 可比公司估值比较 | 25 |

1. 立足于药用真菌生物发酵技术生产中药

1.1. 乌灵参产业化，实现传统中药材和现代生物技术结合

公司成立于2000年1月，位于风景秀丽的莫干山麓，占地260余亩，建筑面积15万多平方米，是一家集科研、生产、销售于一体的国家高新技术现代化制药企业。公司于2011年2月22日成功登陆创业板（300181.SZ）。公司核心产品是乌灵胶囊，2014年收购青海珠峰获得百令片，2017年进入中药配方颗粒领域，2021年参股公司科济药业（02171.HK）于港交所成功挂牌上市，基本形成了目前的业务结构。公司立足于药用真菌生物发酵技术生产中药产品，通过多年的研发、改进，实现珍稀中药材—乌灵参的产业化生产，实现传统中药材和现代生物技术的结合，致力打造国内大型药用真菌制药领域领头雁。

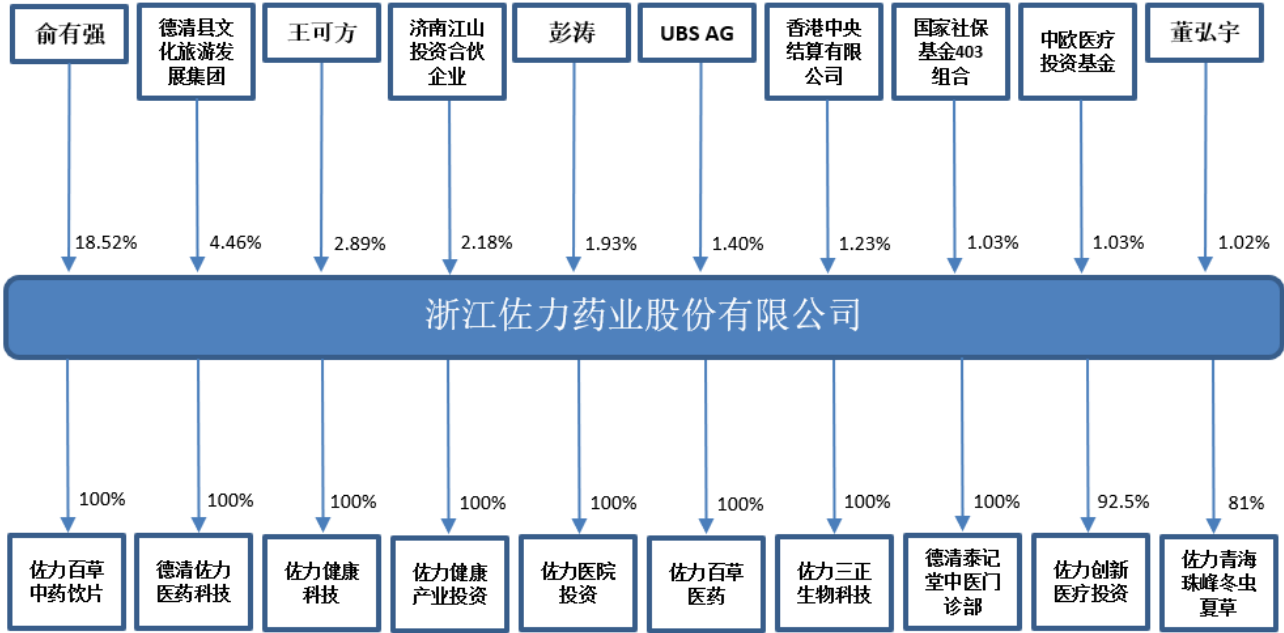
图表 1：公司发展简要历程

| 时间 | 主要事件 |
|---------|---------------------------------|
| 1995-10 | 浙江佐力医药保健品有限公司成立； |
| 1998-04 | 取得两个国家 I 类新药证书—乌灵菌粉和乌灵胶囊； |
| 2000-01 | 发起设立浙江佐力药业股份有限公司； |
| 2004-08 | 乌灵胶囊进入《国家基本医疗保险和工伤保险药品目录》； |
| 2006-09 | 乌灵胶囊列为国家二级中药保护品种； |
| 2009-05 | 灵莲花颗粒获得新药证书和生产批件； |
| 2011-02 | 深圳证券交易所创业板成功挂牌上市； |
| 2012-01 | 灵泽片获得药品注册批件及新药证书； |
| 2014-07 | 收购青海珠峰冬虫夏草药业有限公司； |
| 2015-09 | 收购浙江百草中药饮片有限公司； |
| 2017-04 | 公司中药配方获得《药品 GMP 证书》； |
| 2018-10 | 乌灵胶囊、灵泽片、百令片进入《国家基本药物目录（2018）》； |
| 2019-05 | 乌灵胶囊入选 2019 的“浙产名药”； |
| 2019-08 | 乌灵胶囊、灵泽片、百令片进入《国家医保目录（2019）》； |
| 2020-06 | 公司取得《食品生产许可证》，具备了食品固体饮料的生产资质； |
| 2021-06 | 参股公司科济药业（02171.HK）在港交所成功挂牌上市； |
| 2022-12 | 向特定对象发行股票事项顺利完成发行； |

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

目前，公司控股股东和实际控制人是俞有强先生，合计持有公司 18.52% 的股份。公司拥有浙江佐力健康产业投资管理有限公司、浙江佐力健康科技有限公司、浙江佐力百草医药有限公司、浙江佐力百草中药饮片有限公司、德清佐力医药科技有限公司五家全资子公司，以及青海珠峰冬虫夏草药业有限公司一家控股子公司，参股公司科济药业控股有限公司已完成香港上市—科济药业-B（02171.HK）。

图表 2：公司股权结构图



资料来源：Choice 佐力药业深度资料，公司公告，东方财富证券研究所。注：截至 2023 年一季度。

2016 年，公司全资孙公司佐力创新医疗以 8910 万元增资科济生物获得其 7.85% 股权。科济生物于 2014 年在上海成立，法人代表为李宗海博士。2020 年 10 月，为加速临床国际化布局，科济生物完成 C 轮融资，融资 1.86 亿美元。2021 年，科济生物登陆港股。目前科济生物研发进展最快的产品是靶向 BCMA 靶点的治疗多发性骨髓瘤的 CAR-T 产品 CT053，现处于关键性 II/III 临床阶段，其次靶向 CLAUDIN18.2 的 CAR-T 产品 CT041 进度也相对较快。2022 年度归母净利润为-8.92 亿元，较 2021 年-47.44 亿元增加 38.52 亿元。截至 2022 年底，现金及现金等价物为 22.7 亿元。

图表 3：科济药业产品及产品管线

| 候選產品 ¹ | 技術 | 靶點 | 適應症 | 臨床前 | I 期 | II/III 期 ² | BLA/NDA | |
|-------------------|-------------|-------------|-------------|----------------------------|----------------|-----------------------|---------|--|
| CAR-T 細胞療法 | 傳統技術 | BCMA | R/R MM | LUMMICAR 1 (中國) | █ | | | |
| | | | R/R MM | LUMMICAR 2 (美國、加拿大) | █ | | | |
| | | | R/R MM | IIT (中國) | █ | | | |
| | CT041 | 傳統技術 | Claudin18.2 | GC/GEJ | ST-01 (中國) | █ | | |
| | | | | GC/PC | ST-02 (美國、加拿大) | █ | | |
| | | | | GC/GEJ、PC 等 | IIT (中國) | █ | | |
| | | | | | IIT (中國) | █ | | |
| | CT011 | sFv-e | GPC3 | HCC | (中國) | █ | | |
| | HCC | | | IIT (中國) | █ | | | |
| | HCC | | | IIT (中國) | █ | | | |
| | CT0590 | THANK-uCAR* | BCMA | R/R MM | IIT (中國) | █ | | |
| | CT048 | CycloCAR* | Claudin18.2 | GC/GEJ 及 PC | IIT (中國) | █ | | |
| | CT071 | 未披露 | GPRC5D | R/R MM | █ | | | |
| KJ-C2113 | CycloCAR* | 問皮素 | 實體瘤 | █ | | | | |
| KJ-C2114 | THANK-uCAR* | 未披露 | 實體瘤 | █ | | | | |
| KJ-C2320 | 未披露 | 未披露 | AML | █ | | | | |
| mAb | AB011 | Claudin18.2 | GC/GEJ 及 PC | 單藥及聯合用藥 (AB011+CAPOX) (中國) | █ | | | |
| | | | GC/GEJ | AB011+阿替利珠單抗+CAPOX (中國) | █ | | | |




资料来源：Choice 佐力药业深度资料，公司公告，东方财富证券研究所。注：R/R MM：后发/难治多发性骨髓瘤；GC：胃癌；GEJ：食管胃结合部腺癌；PC：胰腺癌；HCC：肝细胞癌；AML：急性髓系白血病。1-所有候选产品都是自主研发的，拥有全球权益；2-一些适应症的 II 期试验是关键性研究；3-核心候选产品，在中国大陆的商业化权益特许给华东医药（SZ：000963），在韩国市场的权益特许给 HK Inno.N Corporation（科斯达克：195940）。

1.2. 打造大品种，“一体两翼”发展战略目标成形

目前，公司拥有乌灵胶囊、百令片、灵泽片、灵莲花颗粒、聚卡波非钙片等成药产品，以及中药饮片、中药配方颗粒等。公司主要产品为医保/基药品种、中药保护品种、中药保护品种。另外，公司还有丰富的原料类产品，包括乌灵菌粉、虫草头孢菌粉、蝙蝠蛾拟青霉菌粉等。公司紧紧抓住国家中医药发展战略、“健康中国”发展战略及国家基本药物政策实施的机遇，力争把乌灵系列打造成 20 亿、百令片打造成 10 亿、中药饮片和配方颗粒打造成 10 亿规模的大品种，重点培育聚卡波非钙片为新的潜力品种。

图表 4：公司主要成药产品情况

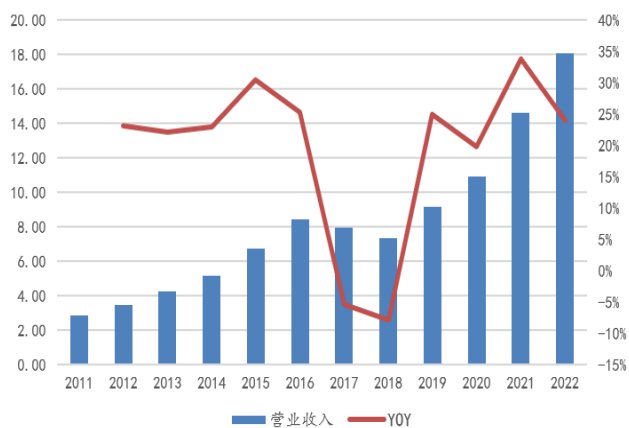
| 药品名称 | 功能主治/适应症 | 类型 | 医保/基药情况 | 是否独家 | 图片 |
|-------|---|----------|----------------|------|---|
| 乌灵胶囊 | 补肾健脑，养心安神。适用于神经衰弱引起的心肾不交证。症见失眠，健忘，神疲乏力，腰膝酸软，脉细或沉无力等。 | 中药 1 类新药 | 医保/基药品种，中药保护品种 | 是 |  |
| 灵莲花颗粒 | 养阴安神，交通心肾。用于围绝经期综合征、中医辨证属于心肾不交者，症见烘热汗出、失眠、心烦不宁、心悸、多梦易惊、头晕耳鸣、腰腿酸痛，大便干燥，舌红苔薄、脉细弦。 | 中药 6 类新药 | 中药保护品种 | 是 |  |
| 灵泽片 | 益肾活血，散结利水。用于良性前列腺增生肾虚血瘀湿阻证出现的尿频，排尿困难，尿线变细，淋漓不尽，腰膝酸软等症。 | 中药 6 类新药 | 医保/基药品种 | 是 |  |
| 百令片 | 补肺肾，益精气。用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、腰酸背痛；慢性支气管炎的辅助治疗。 | 中药 | 医保/基药品种 | 否 |  |

| | | | | | |
|--------|---|-------|----|----|---|
| 聚卡波非钙片 | 用于肠易激综合征引起的排便异常（便秘、腹泻）等胃肠道症状。 | 化学仿制药 | 医保 | 否 |  |
| 中药饮片 | 选用地道药材，按中医药理论、中药炮制方法，运用现代设备，经过加工炮制的中药材，可直接用于中医临床。 | -- | -- | -- |  |
| 中药配方颗粒 | 同原中药饮片一致，供中医临床配方使用。 | -- | -- | -- |  |

资料来源：公司官网，药智网，东方财富证券研究所

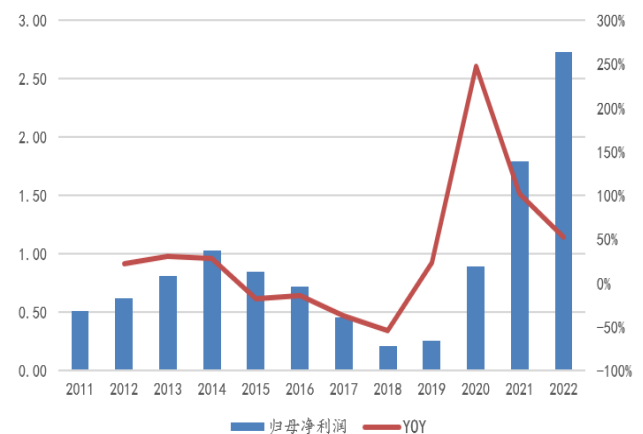
2011年上市以来，公司营业收入保持良好增长态势；受2015年医改、低价招标、二次议价等外部不利因素，加之大健康业务布局过快等因素影响，公司归母净利润增速持续下滑；2018年公司先后剥离了德清医院和凯欣医药，并退出健康产业基金；随着核心产品乌灵胶囊、百令片、灵泽片进入国家基药目录（2018年）、国家医保目录（2019年），公司聚焦发展业务结构大幅优化，2019年以来公司走出阴霾进入快速发展通道；公司坚持“一体两翼”的战略目标和“稳自营、强招商”的营销策略，在三年疫情期实现“逆势上扬”。“一体”是指包括乌灵胶囊、百令片、灵泽片三大基本药物在内的成药市场，“两翼”是指中药饮片和配方颗粒。2022年公司实现营收18.05亿元（同比+23.86%），归母净利润2.73亿元（同比+52.17%），2019-2022年CAGR分别达到25.60%和120.14%。

图表 5：公司营业收入处于良好增长态势（亿元，%）



资料来源：Choice佐力药业深度资料，东方财富证券研究所

图表 6：公司归母净利润呈现高速增长趋势（亿元，%）

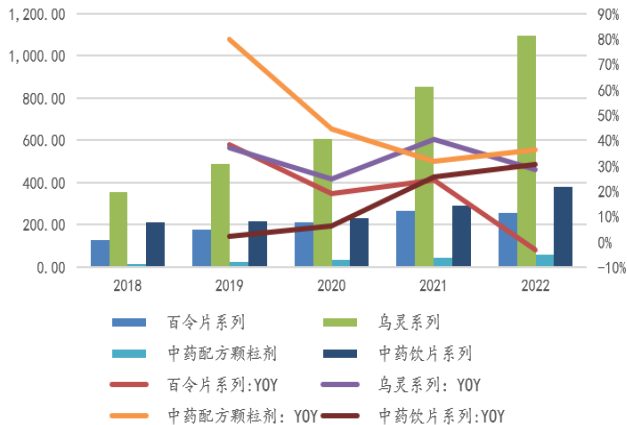


资料来源：Choice佐力药业深度资料，东方财富证券研究所

近些年来，公司各个板块增长强劲，受湖北地区百令片集采影响 2022

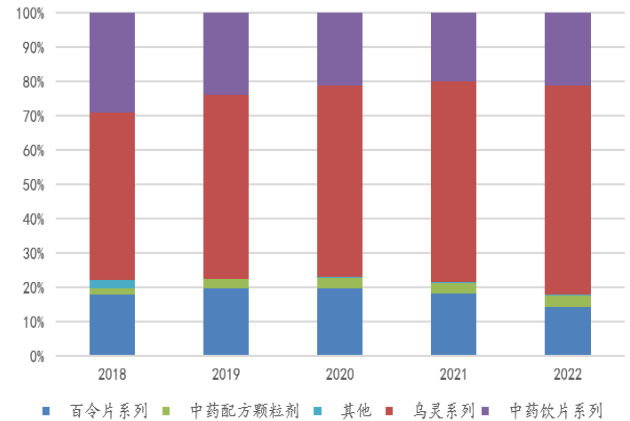
年该板块下滑较大。公司坚持其在湖北联盟地区医院覆盖的同时，加大百令片互联网销售和 OTC 销售，未来该板块或将较快恢复。由此，公司主要板块格局逐渐形成，也实现了公司“一体两翼”发展战略目标的成形。如前所述，经过了几年的调整，公司的盈利能力触底回升，2019 年后公司的销售净利率提升明显；费用支出方面，公司的三费率稳中有降，管理费用率、财务费用率下降趋势明显。

图表 7：公司主要板块增长动力强劲（百万元，%）



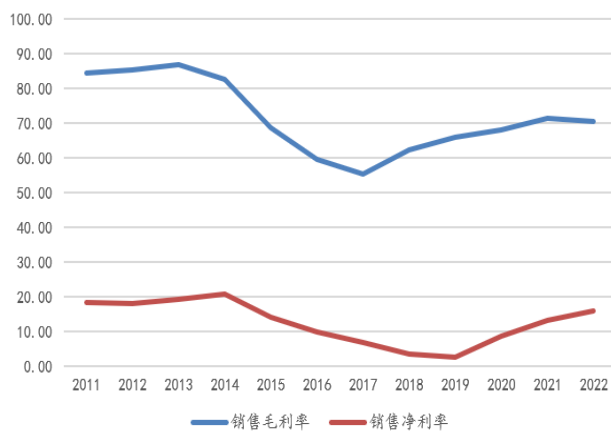
资料来源：Choice 佐力药业深度资料，东方财富证券研究所

图表 8：公司主要板块收入格局逐渐形成（%）



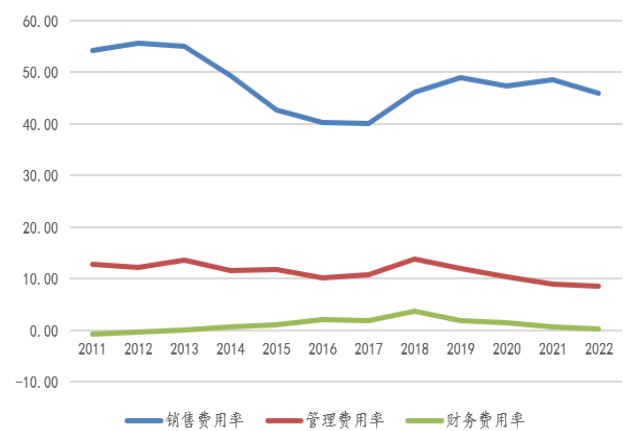
资料来源：Choice 佐力药业深度资料，东方财富证券研究所

图表 9：公司盈利能力明显改善（%）



资料来源：Choice 佐力药业深度资料，东方财富证券研究所

图表 10：公司费用支出逐渐稳中有降（%）



资料来源：Choice 佐力药业深度资料，东方财富证券研究所

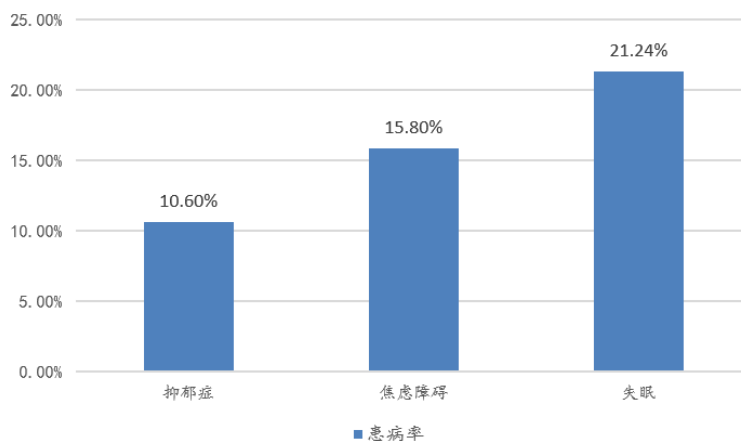
尽管经历了快速发展，市场上仍然对公司和行业存在质疑观点：乌灵系列容量不大，成长空间有限；乌灵胶囊辅助用药性质，疗效慢且实际作用无法评估；乌灵系列未来仍受采集影响等等。对于上述质疑，我们将一一做些回应。

2. 轻中度心理障碍治疗中药的市场前景巨大

精神卫生健康问题值得每个人的重点关注。根据《世界卫生组织组织法》对健康的定义：“健康不仅为疾病或羸弱之消除，而系体格、精神与社会之完全健康状态”，可见精神卫生健康的重要性。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。根据《2022版心理健康蓝皮书》的调查数据，我国国民抑郁风险检出率为 10.6%，焦虑风险检出率为 15.8%，失眠人群至少达到 21.24%（超 3 亿）。此外，新冠肺炎的大流行使全球重度抑郁障碍病例增加 27.6%，预计到 2030 年，抑郁障碍将超过肿瘤和心脑血管疾病成为全球第一大疾病负担。

图表 11：我国轻中度心理障碍风险检出率（%）



资料来源：央广网，中国科学院，东方财富证券研究所。注：《2022 版心理健康蓝皮书》。

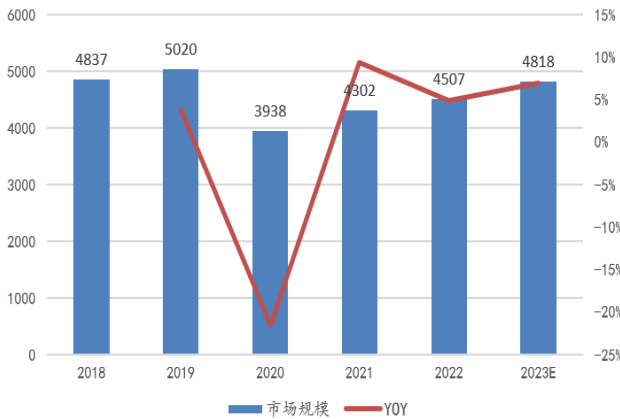
轻中度心理障碍治疗药物的市场前景巨大。随着人们生活、工作压力加大，以及老年化社会的到来，我国神经系统用药市场规模呈现快速增长的态势。根据中商产业研究院报告，国内神经系统用药销售收入由 2015 年的 1440 亿元增长至 2019 年的 2043 亿元，2015-2019 年 CAGR 为 9.1%；预期 2020-2024 年将以 4.6% 的 CAGR 进一步增长，2024 年将达到 2509 亿元。据米内网数据，2019 年我国公立医院神经系统疾病中成药市场规模不足百亿，但是保持稳步增长，2020 年仍然实现增长 3.7%。全球抑郁与焦虑药物销量占中枢神经系统药物的 45%，而我国抗抑郁药物占中枢神经系统药物市场份额的 20% 以上。

中药治疗轻中度心理障碍正成为趋势。焦虑和抑郁是轻中度心理障碍临床上常见的两组症状，但其在临床实际工作中常常相伴存在，患者的主诉中常常表述失眠的症状。因而在临床治疗中，焦虑、抑郁、失眠的治疗药物往往可以算做同一大类药物。中医对轻中度心理障碍的认识，最早见于 2000 年前的《内经》，由于抑郁、焦虑、失眠是因郁怒、思虑、劳烦、所欲不遂而致的肝脾失调，心脑失养。这些造成了人体气滞痰淤，血气阴阳失调。而中医的治疗就有疏肝理气降火，化痰解郁，宁心安神及调燮阴阳等方法。长期以来，我国失眠治疗主要靠西药和保健品，西药常常出现有效率低、不良反应多，导致患者依从性差的现象。近些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，但可以联合应用，会收到较好的效果。《中成药治疗抑郁障碍临床应用指南（2022 年）》（CJITWM 中国中西医结合杂志）调查显示约 70% 的中成药由西医医师开出，另外，中药-化药联合应用在临床实践中具有普遍性。

中医药产业是我国医药产业的重要组成部分，也是代表我国最重要的

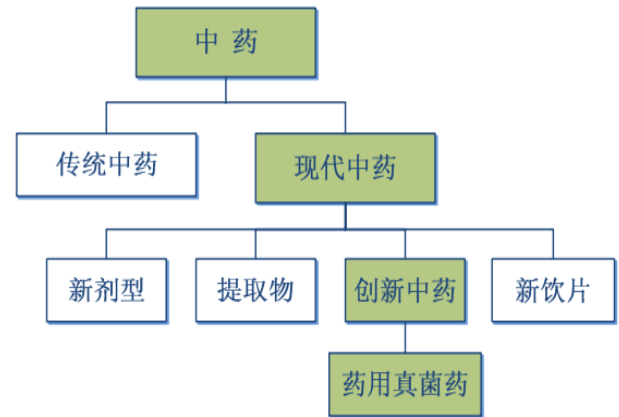
民族产业之一。中医药在治未病、辨正施治方面逐步被社会大众认可，推动品牌中药发展。在国家政策的支持、居民收入水平的增长以及人民健康意识增强等因素的推动下，我国中医药行业市场规模呈现不断增长的趋势。据沙利文、中商产业研究院数据，2021年我国中医药市场规模达4302亿元，预计2023年其市场规模将进一步增加至4818亿元。

图表 12：我国中医药市场规模进一步增加（亿元，%）



资料来源：Choice佐力药业深度资料，公司公告，东方财富证券研究所

图表 13：佐力药业主打品种属创新中药的药用真菌药



资料来源：Choice佐力药业深度资料，佐力药业招股说明书，东方财富证券研究所

传统的中药产业是资源依赖型产业，目前药材资源的透支严重。尤其是某些濒危甚至枯竭药材的资源匮乏，制约了我国传统中药产业的持续发展。因此，运用现代科学技术手段，实现人工方法培养传统中药材，寻找濒危、枯竭药材的替代品以及深度挖掘传统药材中新的药用成份的价值方面提出了更高的要求。对佐力药业而言，乌灵胶囊主要原材料乌灵菌粉系从珍稀药用真菌乌灵参中分离获得菌种，并通过生物发酵的方式进行生物培养、繁殖。在乌灵菌的培养过程中，主要培养基为大豆、玉米等农副产品，市场供应量充足。公司主要产品乌灵菌粉和乌灵胶囊为现代中药行业分类中创新中药的药用真菌药，其核心技术特征是运用生物技术来制备现代中药。

3. 乌灵系列产品空间大应用广

3.1. 乌灵胶囊市场规模可达 30 亿元

作为 1 类创新中药，乌灵胶囊自上市以来，凭借良好的疗效及高安全性，赢得了全国各地专家的认可。近些年来，乌灵胶囊入选首批“浙产名药”，先后进入 54 个临床路径、指南和专家共识。乌灵胶囊功能主治为补肾健脑、养心安神，适用于神经衰弱的心肾不交症，临床上主要用于缓解焦虑、抑郁、失眠等症状。2023 年 4 月，中国非处方药（OTC）物协会发布《2022 年度中国非处方药企业及产品榜》，公司在 2022 年度中国 OTC 生产企业中综合统计排名 TOP36，公司核心产品乌灵胶囊在中成药-头痛失眠类中排名第 2 名。2021 年，中成药市场神经系统疾病用药 TOP10 产品中，

乌灵胶囊在城市公立医院、县级公立医院、城市社区卫生服务中心（站）、乡镇卫生院分别排名第1、第1、第4、第8位。

图表 14：中成药市场神经系统疾病用药 TOP10 产品乌灵胶囊排名

| 类型 | 2020 年排名 | 市场份额 (%) | 2021 年排名 | 市场份额 (%) |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 中国城市公立医院 | 2 | 9.80% | 1 | 11.88% |
| 中国县级公立医院 | 3 | 6.74% | 1 | 8.27% |
| 城市社区卫生服务中心（站） | 4 | 6.41% | 4 | 6.71% |
| 乡镇卫生院 | 8 | 3.50% | 8 | 3.98% |

资料来源：Choice 佐力药业深度资料，公司公告，米内网资讯，东方财富证券研究所

根据《2017-2020 年我国 9 城市 121 家医院安神类中成药使用分析》，基于国家医保目录，对 2017-2020 年 DDDs（用药频度）排序 TOP10 位安神类中成药分析发现，多数 DDDs 处于增长状态，排序比接近于 1。乌灵胶囊一直处于第 1 位，DDDs 及用药金额呈上升趋势，排序比为 1.0。B/A（排序比）接近 1.0，说明同步性好，表明该药品的价格和患者的接受程度相一致。

图表 15：我国安神类中成药使用现状

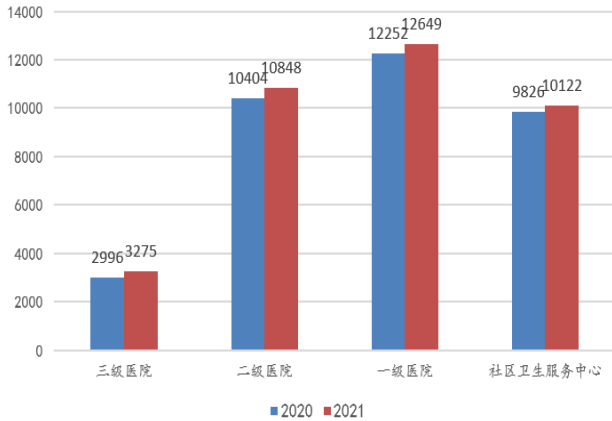
| 排序 | 2017年 | | | | 2018年 | | | | | |
|----|--------|--------------------------|--------------|------------|---------|--------|--------------------------|--------------|------------|---------|
| | 药品名称 | DDD _s (五次) | 用药金额 (万元) | DDC (元) | 排序 比 | 药品名称 | DDD _s (五次) | 用药金额 (万元) | DDC (元) | 排序 比 |
| 1 | 乌灵胶囊 | 288.67 | 327.94 | 10.37 | 1.00 | 乌灵胶囊 | 384.93 | 418.30 | 9.92 | 1.00 |
| 2 | 百乐眠胶囊 | 235.19 | 293.62 | 11.39 | 1.00 | 百乐眠胶囊 | 226.56 | 271.96 | 10.95 | 1.00 |
| 3 | 活力苏口服液 | 209.48 | 77.92 | 3.39 | 1.33 | 活力苏口服液 | 225.37 | 83.03 | 3.36 | 1.33 |
| 4 | 清脑复神液 | 154.43 | 133.06 | 7.86 | 0.75 | 清脑复神液 | 183.52 | 147.99 | 7.36 | 0.75 |
| 5 | 舒眠胶囊 | 45.08 | 30.78 | 6.23 | 1.20 | 舒眠胶囊 | 62.13 | 39.33 | 5.78 | 1.20 |
| 6 | 甜梦胶囊 | 42.18 | 21.47 | 4.64 | 1.17 | 甜梦胶囊 | 50.93 | 25.14 | 4.50 | 1.33 |
| 7 | 枣仁安神胶囊 | 34.55 | 18.03 | 4.76 | 1.14 | 甜梦口服液 | 39.46 | 37.96 | 8.78 | 1.00 |
| 8 | 参芪五味子片 | 26.25 | 14.61 | 5.08 | 1.25 | 枣仁安神胶囊 | 39.02 | 18.12 | 4.24 | 1.13 |
| 9 | 安神补脑液 | 21.21 | 7.30 | 3.14 | 1.33 | 九味镇心颗粒 | 35.82 | 64.41 | 16.41 | 0.56 |
| 10 | 七叶神安片 | 20.14 | 10.64 | 4.82 | 1.10 | 参芪五味子片 | 31.21 | 17.31 | 5.06 | 1.00 |
| 排序 | 2019年 | | | | 2020年 | | | | | |
| | 药品名称 | DDD _s (五次) | 用药金额 (万元) | DDC (元) | 排序 比 | 药品名称 | DDD _s (五次) | 用药金额 (万元) | DDC (元) | 排序 比 |
| 1 | 乌灵胶囊 | 460.53 | 499.80 | 9.90 | 1.00 | 乌灵胶囊 | 463.90 | 504.16 | 9.92 | 1.00 |
| 2 | 活力苏口服液 | 287.84 | 105.30 | 3.34 | 2.50 | 活力苏口服液 | 302.98 | 114.93 | 3.46 | 2.00 |
| 3 | 清脑复神液 | 183.30 | 147.10 | 7.32 | 1.33 | 清脑复神液 | 106.98 | 86.11 | 7.35 | 1.67 |
| 4 | 百乐眠胶囊 | 154.46 | 221.06 | 13.06 | 0.50 | 百乐眠胶囊 | 104.86 | 191.55 | 16.67 | 0.50 |
| 5 | 九味镇心颗粒 | 90.67 | 163.06 | 16.41 | 0.60 | 九味镇心颗粒 | 104.13 | 187.27 | 16.41 | 0.60 |
| 6 | 甜梦口服液 | 88.19 | 85.16 | 8.81 | 1.00 | 甜梦口服液 | 83.79 | 80.94 | 8.81 | 1.00 |
| 7 | 舒眠胶囊 | 75.25 | 47.04 | 5.70 | 1.00 | 舒眠胶囊 | 78.93 | 47.26 | 5.46 | 1.00 |
| 8 | 枣仁安神胶囊 | 49.97 | 22.86 | 4.17 | 1.13 | 安神补脑液 | 63.45 | 41.89 | 6.03 | 1.00 |
| 9 | 甜梦胶囊 | 49.96 | 24.49 | 4.47 | 0.89 | 枣仁安神胶囊 | 59.74 | 27.10 | 4.14 | 1.11 |
| 10 | 七叶神安片 | 24.57 | 12.27 | 4.56 | 1.00 | 甜梦胶囊 | 48.34 | 23.99 | 4.53 | 1.10 |

资料来源：北京大学人民医院，《临床药物治疗杂志》，东方财富证券研究所。注：DDD_s表示用药频度；DDC表示日均费用。

目前，乌灵胶囊覆盖医院一万多家，至少一半以上是一级医院和社区卫生中心，其他便是二、三级医院，未覆盖医院空间仍然很大。2021 年我国等级医院和社区卫生中心数量为 36894 家。在 2018 年以前，乌灵胶囊主要以自营为主，覆盖医院以二/三级医院为主，进入 2018 版基药目录后，公司开始强化招商团队，快速实现对一级医院和社区卫生中心的覆盖。对已经覆盖的医院，进行做深做透，结合学术推广和自主开发的电子化筛查

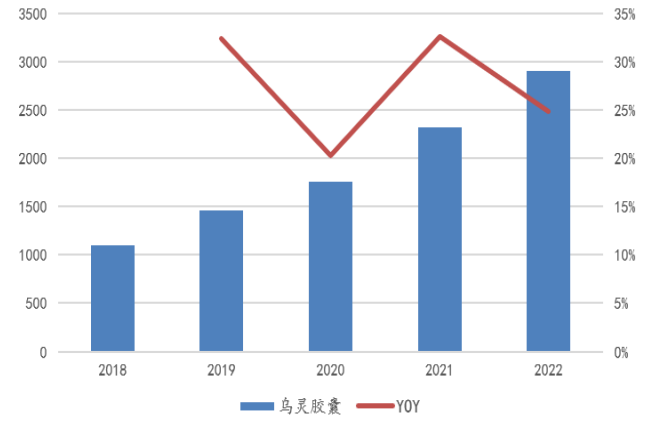
量表小程序，帮助患者测试是否有焦虑抑郁情绪问题，进而在多科室进行拓展。在科室销售方面，乌灵胶囊在精神科、神经内科、中医科销售占比相对高些，但是五官科、消化科等多科室的销量也在逐步提升。在强化招商团队建设开发医院的同时，公司加强院外 OTC 市场的拓展（与老百姓、大参林等合作推广），另外成立佐力健康科技公司进行互联网端的开发（与阿里健康、京东等深度合作）。

图表 16：我国等级医院/社区卫生服务中心数量（家）



资料来源：中国政府网，东方财富证券研究所

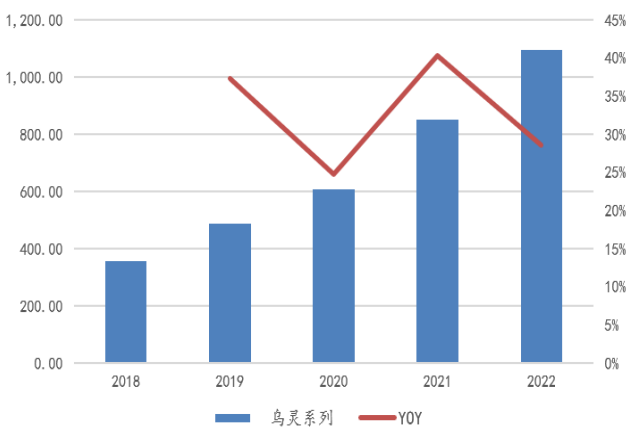
图表 17：公司乌灵乌灵胶囊保持快速增长（万盒，%）



资料来源：Choice 佐力药业深度资料，公司公告，东方财富证券研究所。
注：销售量-万盒（折36粒）

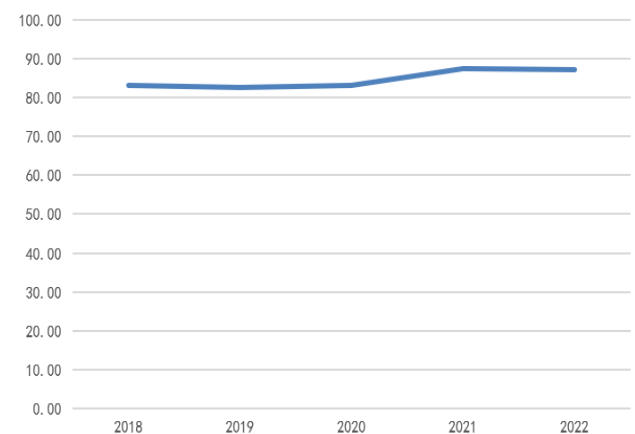
乌灵系列产品实现快速增长盈利能力不断提升。乌灵系列产品包括乌灵胶囊、灵泽片和灵莲花颗粒，乌灵胶囊仍为核心产品。2022 年，乌灵系列产品收入达到 10.92 亿元，同比+28.45%，2018-2022 年 CAGR 达到 32.5%。而乌灵胶囊 2022 年实现销量 2895.54 万盒（折 36 粒），同比+24.8%，2018-2022 年 CAGR 达到 27.4%。随着产品销售规模的增长，规模效应逐渐显现，乌灵系列产品毛利率由 2018 年的 82.93% 提升到 2022 年的 86.98%。2023Q1 乌灵胶囊、灵泽片销售数量分别同比+22.54%和+33.54%。

图表 18：公司乌灵系列产品保持快速增长（百万元，%）



资料来源：Choice 佐力药业深度资料，公司公告，东方财富证券研究所

图表 19：公司乌灵系列产品毛利率（%）



资料来源：Choice 佐力药业深度资料，公司公告，东方财富证券研究所

近年来，公司通过对乌灵胶囊药用价值和效用开展进一步的研究，继续围绕乌灵胶囊进行二次开发，主要针对其在阿尔茨海默症 AD 领域的治

疗研究，目前处于基础研究及临床前研究阶段。目前，我国老年人中有超过 1.8 亿患有慢性病，60 岁及以上老年人中老年痴呆患者约有 1507 万。另外，公司与中科院系统科学研究院合作开展乌灵胶囊与神经、精神类知名药物的联合用药后的动物药代动力学研究，获得了丰富的体内吸收利用代谢分布的科研数据，这为乌灵胶囊的联合用药提供了有效证据。

预计乌灵胶囊市场规模可达 30 亿元。目前乌灵胶囊主要治疗失眠以及焦虑、抑郁等心理障碍，通常一个疗程大约为 20 天。由于失眠、焦虑、抑郁人群症状常常相伴而生，且患者具有粘性，目前我们保守测算，以失眠人群数量为基数，焦虑、抑郁、叠加老年痴呆适应症，乌灵胶囊最大市场规模（出厂口径）有望达到 30 亿元。

图表 20：乌灵胶囊市场规模（出厂口径）可达 30 亿元

| 覆盖群体 | 症状 | 检出率 (%) | 人群数量 (万人) | 渗透率 | 日治疗费用 (元) | 疗程 (天) | 市场规模 (亿元) |
|------|------|---------|-----------|-----|-----------|--------|-----------|
| 全体 | 失眠 | 21.24% | 30,000 | 5% | 7.7 | 20 | 23.10 |
| 全体 | 焦虑 | 15.8% | 4,740 | 5% | 7.7 | 20 | 3.65 |
| 全体 | 抑郁 | 10.6% | 3,180 | 5% | 7.7 | 20 | 2.45 |
| 老年人 | 老年痴呆 | | 1,507 | 5% | 7.7 | 20 | 1.16 |
| 合计 | | | | | | | 30.36 |

资料来源：央广网，中国科学院，观研报告网，东方财富证券研究所。注：根据《2022 版心理健康蓝皮书》的调查数据（上述图表 10），我国国民抑郁风险检出率为 10.6%，焦虑风险检出率为 15.8%，失眠人群至少达到 21.24%（超 3 亿）。根据用药说明书，一次 3 粒，一日 3 次。风险提示：尽管保守估算，若渗透率偏差、公开调查数据偏差、日治疗费用偏差等因素，将影响市场规模预测值。

作为 1 类创新中药，独家品种乌灵胶囊相比其他同类产品，具有成分简单、疗效明显等诸多优势。在做好院线推广的同时，公司致力于乌灵胶囊 OTC 零售渠道的拓展，使得产品更易于购买且节省了医保费用。2022 年，公司乌灵胶囊 OTC 端销售占比在 10%左右，浙江市场相对占比更高，未来公司目标实现院外端销售占比提升至 20%-30%。

图表 21：乌灵胶囊相比同类产品具有比较优势

| 药品名称 | 乌灵胶囊 | 百乐眠胶囊 | 甜梦胶囊 | 心神宁片 | 清脑复神液 | 舒肝解郁胶囊 | 安神补脑液 |
|------|------|----------------|-----------------|-----------------------|-------------------|------------------|-----------------------------|
| 生产企业 | 佐力药业 | 扬子江药业 | 荣昌制药 | 颈复康药业 | 中方制药 | 济生堂药业 | 鲁南厚普制药 |
| 主要成份 | 乌灵菌粉 | 百合、地黄等 15 味中药材 | 刺五加、黄精等 17 味中药材 | 炒酸枣仁、栀子、远志、甘草、茯苓、六神曲等 | 人参、黄芪、当归等 48 味中药材 | 贯叶金丝桃（圣·约翰草）+刺五加 | 鹿茸、制何首乌、淫羊藿、干姜、甘草、大枣、维生素 B1 |

| | | | | | | | |
|-------|--|--|--|------------------------------------|--|---|--|
| 适应症 | 用于心肾不交所致的失眠、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；神经衰弱； | 滋阴清热，养心安神。用于阴虚火旺型失眠症，症见入睡困难、多梦易醒、醒后不眠、头晕乏力、烦躁易怒、心悸不安等； | 用于头晕耳鸣，视减听衰，失眠健忘，食欲不振，腰膝酸软，心慌气短，脑卒中后遗症；对脑功能减退，冠状血管疾患，脑血管栓塞及脱发也有一定作用； | 养血除烦，宁心安神。用于心肝血虚所致的失眠多梦，烦躁而惊，疲倦食少； | 用于神经衰弱，失眠，顽固性头痛，脑震荡后遗症所致头痛、眩晕、健忘、失眠等症； | 用于轻、中度单相抑郁症属肝郁脾虚证者，症见情绪低落、兴趣下迟滞、入睡困难、早醒、多梦、紧张不安、急躁易怒、食少纳呆、胸闷、疲乏无力、多汗、疼痛、舌苔白或腻，脉弦或细； | 用于肾精不足、气血两亏所致的头晕、乏力、健忘、失眠；神经衰弱症见上述证候者； |
| 剂型 | 胶囊剂 | 胶囊剂 | 胶囊剂 | 片剂 | 口服液 | 胶囊剂 | 口服液 |
| 日服用金额 | 9.89 元 | 14.00 元 | 4.47 元 | 7.44 元 | 4.67 元 | 7.29 元 | 4.17 元 |
| 药品类型 | OTC | OTC | Rx | OTC | Rx | Rx | Rx |

资料来源：京东大药房，东方财富证券研究所。注：取综合排名第一个商品的链接数据，日服用金额为京东大药房终端口径计算，按最低剂量。价格数据取自 2023-05-29。

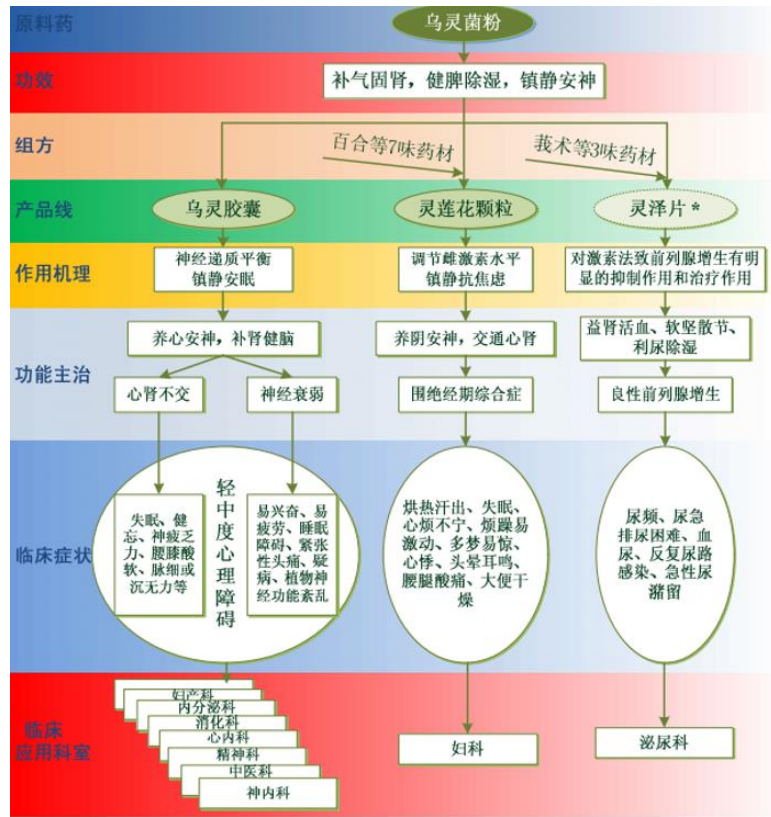
带量集采对于乌灵胶囊来说影响相对较小。首先，国家对于独家产品且疗效好的中药产品相对较为友好，乌灵胶囊在北京和广东联盟维持了一样的集采价格，降价幅度均约 20%，包装规格从 36 粒提升为 54 粒，从生产端降低成本。其次，乌灵胶囊的原料药是公司独家生产，成本管控上也具有一定优势，整体的毛利率相对比较稳定。因此，集采地区新开发的医院，对于乌灵胶囊来说是一个增量市场，未来公司会利用集采中标身份加强对医院端的覆盖，努力实现以价换量。

乌灵胶囊 2021 年度在广东省际联盟的 6 个省（区）销量占全国的 22.45%，在北京市场的销量占全国的 12.53%，两地集采降价幅度均约 20%，不考虑各个地方执行时间不一，2022 年两地乌灵胶囊销售收入因集采影响在 7 个百分点左右，而 2022 年乌灵胶囊（折 36 粒/盒）销售数量和金额分别同比+24.75%（2021 年为 32.50%）和+22.19%（2021 年约为 20%），2023Q1 乌灵胶囊销售数量和金额分别同比+22.54%和+14.47%。

3.2. 乌灵系列后续品种不断扩大新市场

乌灵菌系列产品的后续研发，遵循中药复方制剂“君、臣、佐、使”的配伍原则，从多元组方用药的角度，体现了君药乌灵菌粉的主要治疗功能，同时利用组成方剂的其他药物不同的作用机理，针对兼病或兼证加强功能主治，不断扩大新的药品市场方向。以乌灵菌粉为君药开发的灵泽片具有益肾活血、软坚散节、利尿除湿的功能，也是利用乌灵菌粉的补肾功能；灵泽片用于良性前列腺增生之肾虚血瘀，水湿阻滞证。以乌灵菌粉为君药开发的灵莲花颗粒具有养阴安神，交通心肾的功能，用于围绝经期综合症肾阴不足，心肾不交证。

图表 22：乌灵系列产品线—药效学—临床应用示意图



资料来源：Choice 佐力药业深度资料，公司招股说明书，东方财富证券研究所

1-灵泽片进入快速放量阶段

2012年，灵泽片获得药品注册批件及新药证书，于2018年进入国家基药目录，于2019年进入国家医保目录，进而实现快速放量。2021年，灵泽片销售收入突破1亿元，2022年保持了68.42%的增速，2023Q1实现增速34.09%。随着新开拓医院的开发和销售的推进，产品销售将保持较好增速。

灵泽片是一种适合前列腺疾病并伴随夜尿频多患者的创新药物，其作用机理独到，从补肾的角度治疗良性前列腺增生症（肾虚血瘀湿阻证），填补了此症型的用药空白。根据卫生健康统计年鉴，2021年我国医院前列腺增生出院人次达到31.8万人次。良性前列腺增生（BPH）又称前列腺肥大，是中老年男性的常见病、多发病之一，该病通常发生在40岁以后，60岁时大于50%，80岁时高达83%，BPH严重影响患者生活质量，甚者危及生命，其临床表现主要为夜尿增多、尿频急或伴尿痛、急迫性尿失禁等。

图表 23：公司产品灵泽片



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 24：公司产品灵莲花颗粒



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

2-灵莲花颗粒应对更年期女性健康问题

2009 年，“灵莲花颗粒”取得了的新药证书(中药 6 类)和药品注册批件。灵莲花颗粒拥有自主知识产权，曾获得国家二级《中药保护品种》证书，能综合改善女性更年期症状，更好关注更年期女性的情绪及睡眠。灵莲花颗粒是公司独占产品乌灵菌粉的二次创新，该产品主要的核心技术和创新点在于：生物中药的组方技术（将地道中药材与发酵菌粉进行特殊配伍）、复方中药有效部位提取分离技术、沸腾造粒技术、真菌发酵物的矫味技术、乌灵菌粉的微粉化技术等。上述工艺技术的实施，极大程度地提高了产品稳定性，从而保证了产品疗效。目前，灵莲花颗粒体量仍小，随着销售推广推进，以及后期计划申请转换成 OTC 产品，将在更年期女性健康问题上发挥重要作用。

许多妇女在经历更年期时对于自身的一些症状存在误解。例如对于表现出的“情绪抑郁、易怒、失眠”等被认为是由个人的心理因素所造成的。因而，求医妇女更多习惯去内科和泌尿外科，不仅妇女“就医错门”，许多非妇科医生对“更年期综合症”的认识也相当有限。随着中国人口老龄化的不断加剧，更年期女性数量正逐年增加，更年期女性健康问题日益引起人们关注。据 WHO 统计，到 2030 年，全球将有 12 亿以上更年期妇女人口，我国的更年期女性超过 2.1 亿，约占总人口的 1/6。灵莲花颗粒作为《中成药治疗更年期综合征临床应用指南》的强推荐品种，致力于综合改善女性更年期症状，更好关注更年期女性的情绪及睡眠。

公司依托现有独占“乌灵菌粉”优势，利用药用真菌药物领域最前沿技术，充分进行深度开发，开发 I 类创新药，扩展新剂型、新适应症，发掘新需求培育新市场。公司在研创新药--LXP，是以乌灵菌粉入药，按现代中医理论指导组方治疗现代疾病的中药制剂，已完成药学、药效研究，现药理毒理学研究正在进行中。LXP 属于公司乌灵系列妇科方面的一个独家品种，按 I 类创新中药开发，拟用于治疗慢性盆腔痛，也是近次公司再融资项目中的研发重点项目之一。

图表 25：乌灵系列后续品种研发项目情况

| 主要研发项目名称 | 项目目的 | 项目进展 | 拟达到的目标 | 预计对公司未来发展的影响 |
|-----------------|------------------------------|--|---------------------------------|---------------------|
| 灵泽片上市后真实世界研究 | 研究开发新的适应症，已有适应症有效性与安全性的进一步研究 | 完成 3000 例治疗前列腺增生安全性和有效性研究；已经新增 5 个临床指南或共识。 | 扩大新的治疗人群，支撑灵泽片进入前列腺增生治疗药物的前五。 | 为市场推广提供学术证据和安全性数据 |
| LXP | 取得生产批件 | 临床前研究，已完成药学、药效研究，现药理毒理学研究正在进行中。 | 取得临床批件 | 增加乌灵系列创新药 |
| 乌灵胶囊不同疾病领域的临床研究 | 扩展乌灵胶囊临床应用 | 乌灵胶囊新进入 8 个专家共识或应用指南，如《基层冠心病与缺血性卒中中共患管理专家共识》、《中成药治疗慢性前列腺炎临床应用指南（2021 年）》、《糖尿病合并男性性功能障碍多学科中国专家共识》等。 | 研究建立乌灵胶囊多科室的临床应用技术，提高乌灵胶囊的科技含量。 | 为乌灵胶囊的二次创新提供数据和应用支持 |
| 乌灵胶囊改良型新药开发 | 取得上市许可 | 完成临床前药效作用机理研究，启动真实世界临床研究。 | 确认新增适应症的有效性 | 新增治疗人群，打开乌灵胶囊的市场空间 |

资料来源：Choice 佐力药业深度资料，公司公告，东方财富证券研究所

3.3. 乌灵菌粉的来源与开发

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(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。Glu 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)。通过作用机理研究发现，乌灵菌粉中某些成分能使脑组织有选择性的增加对 Glu 和 GABA 的摄取量，从而达到调节中枢神经系统功能的作用；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，从而增加脑内 GABA 的合成；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。

图表 26：乌灵菌粉作用机理示意图



资料来源：Choice 佐力药业深度资料，公司招股说明书，东方财富证券研究所

乌灵参属于子囊菌纲、炭角菌科的炭角菌，是一传统的药用真菌。根据《四川中药志》记载，乌苓(灵)参具有补气、固肾、健脾除湿、镇静安神等功效，属滋补性药用真菌。乌灵菌粉（乌灵菌发酵菌丝体干粉）含蛋白质含量达 30.5%，构成蛋白质的 20 种氨基酸在乌灵菌粉中就含 17 种，而其中 7 种必需氨基酸占氨基酸总量的 39.1%，半必需的氨基酸占总量的 7.2%。人体必需的 18 种矿物元素，在乌灵菌粉中含 16 种。乌灵菌粉粗多糖含量高达 8.0%，其多糖主要由甘露醇、果糖、葡萄糖、鼠李糖和乳糖构成。通过深层发酵培养的菌丝体，其多糖、氨基酸、维生素、微量元素，特别是必需氨基酸含量皆超过天然的乌灵参。

图表 27：乌灵参示意图



资料来源：公司展厅，东方财富证券研究所

乌灵参由于生长环境特殊，采收十分困难，且不易人工栽培，公司利用从天然乌灵参中分离获得的菌种经生物工程发酵制备而成的菌丝体干粉，运用现代生物发酵技术，实现了乌灵参发酵菌粉（乌灵菌粉）的工厂化、规模化生产。现代医学研究证明乌灵菌粉具有“平衡神经递质、镇静安眠”的作用。乌灵胶囊是以乌灵菌粉为原料的中成药制剂。公司采用独特的防退化、防变异的菌种复壮与保存技术，保持了乌灵菌生产菌株遗传物质和优良性状的稳定。生物发酵技术生产乌灵菌粉，不仅不受天气、自然环境的影响，而且生产规模可以随市场需求的增加而不断扩大，解决了野生乌灵参人工采集难的资源瓶颈问题。

图表 28：乌灵菌粉及乌灵胶囊核心技术

| 主要技术 | 核心技术与创新点 | 主要意义 |
|-------------|---|------------------------|
| 菌种分离纯化、鉴定技术 | 公司已完成了菌种的国内外首次发现分离纯化及有效鉴定，获得了适应性强，遗传性状稳定，目的产物得率高的菌种，并通过子实体与菌体形态特征，生理生化指标、遗传稳定性等对照研究，确定了分离到的菌种与自然界存在的子实体之间的亲缘关系。 | 实现了自然生产与人工制造转变的关键技术突破。 |

| | | |
|-----------|--|---|
| 菌种保藏、复壮技术 | 公司采用独特的防退化、防变异的菌种复壮与保存技术，保持了生产菌株遗传物质的稳定。公司对菌种进行定期检查、传代、复壮、纯种分离及生产性能的检测，以保持菌种稳定的遗传物质、较高的代谢水平等优良性能，保证产品质量的稳定、优质。 | 保证核心产品质量功效长期一致。 |
| 发酵生产工艺技术 | 公司经过大量的试验及长期的生产实践优化了一套适合乌灵菌深层培养的发酵生产工艺技术，确定适宜的培养基配方与优化的发酵过程中关键工艺技术参数。 | 保证了乌灵菌的生长繁殖、生物代谢和目标产物的合成。 |
| 中药指纹图谱技术 | 利用液相色谱技术，通过标记中药的指标性活性组分信息，以指标性成份峰作为标记，结合非指标成份进行比对，用来综合评价药物质量，对中药制剂的质量监控有积极地促进作用。 | 以炭角菌发酵物特有的成分作标记，结合多组分定量测定，科学而综合地评价产品质量。 |

资料来源：公司招股说明书，东方财富证券研究所

4. 百令片系列有望较快修复

2014年7月，公司通过收购控股青海珠峰，在药用真菌领域又成功拥有了冬虫夏草发酵制剂产品——百令片。百令片是发酵冬虫夏草菌粉制剂，具有补肺肾、益精气作用。临床研究表现，百令片可以治疗慢阻肺、调节免疫功能、可减少糖尿病肾病患者的尿微量蛋白及尿蛋白定量。我国是慢性肾脏病大国，慢性肾脏病的患病率高达10.8%，且呈逐年上升的趋势。近年来，我国哮喘的患病率迅速攀升，哮喘总人数也大幅增长，根据《柳叶刀》发布的中国成人肺部健康研究显示，我国20岁及以上人群哮喘患病率为4.2%。《2022年度中国非处方药企业及产品榜》显示，公司在2022年度中国OTC生产企业中综合统计排名TOP36，百令片在中成药-补益类中排名第6名。

图表 29：冬虫夏草示意图



资料来源：公司展厅，东方财富证券研究所

随着2018年进入国家基药目录，百令片进院加快，同时不断拓展基

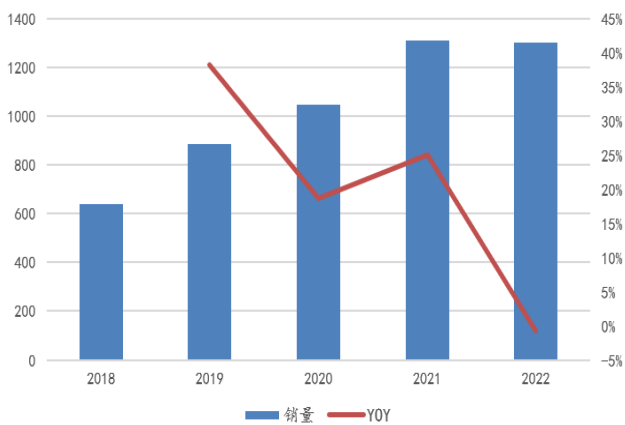
层市场。2021年底湖北联盟集采落标导致百令片的销售受到影响。从2022年百令片中标地区中成药集采，降价幅度约为39.00%。百令片在广东联盟的集采中选，有利于巩固广东联盟所在区域（由广东、海南、河南、山西、宁夏、青海等6省组成）的市场份额，也将加强广东联盟所在医院的覆盖。公司在广东联盟中报量的3个省、北京市、山东省三个集采市场2021年的销量占比在16.55%。2022年，公司百令片（折30片）销售量为1300.48万盒，同比-0.74%；销售收入为2.56亿元，同比-3.25%；毛利率为76.3%，相比上年下滑2.52个百分点。2023Q1百令片的销售数量和销售金额同比分别-8.41%和-22.38%。

图表 30：公司百令片相关市场中标情况

| 公告时间 | 集采市场 | 适应症 | 剂型 | 规格 | 包装规格 (片/盒) | 中选价格 (元/盒) | 2021年销 量占全国 比例 (%) | 注册分类 |
|----------|--------|--|------|---------|---------------|---------------|--------------------------|---------------------|
| 20220411 | 广东省际联盟 | 补肺肾，益精气。用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、腰背酸痛等症及慢性支气管炎的辅助治疗。 | 薄膜衣片 | 0.45g/片 | 60 | 28.23 | 8.35% | 原中药新 药注册分 类 8 |
| 20221107 | 北京市 | | | 0.45g/片 | 75 | 35.29 | 5.74% | |
| 20221128 | 山东省 | | | 0.45g/片 | 60 | 28.23 | 2.46% | |
| | | | | | 30 | 14.12 | | |
| | | | | | 75 | 35.29 | | |
| | | | 90 | 42.35 | | | | |

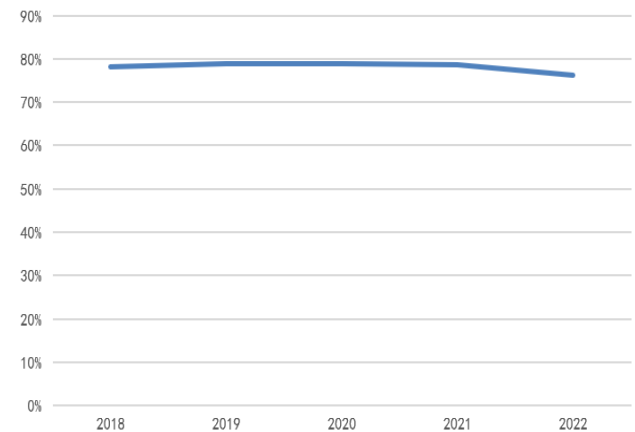
资料来源：Choice 佐力药业深度资料，公司公告，东方财富证券研究所。注：广东省的销量占比为参与报量的3个省（广东、海南、青海）的数量。

图表 31：百令片受集采影响销量出现下滑（万盒，%）



资料来源：Choice 佐力药业深度资料，公司公告，东方财富证券研究所。注：折30片/盒。

图表 32：百令片毛利率略有下滑（%）



资料来源：Choice 佐力药业深度资料，公司公告，东方财富证券研究所

对标华东医药百令胶囊几十亿的销售规模，百令片市场潜力仍大。公司将持续推进医院开发、零售药店的覆盖和电商平台的上线运营，百令片有望实现较快修复。另外，公司百令胶囊已完成上市前各项研究工作，上市申请获得受理。

图表 33：公司百令片同类产品比较

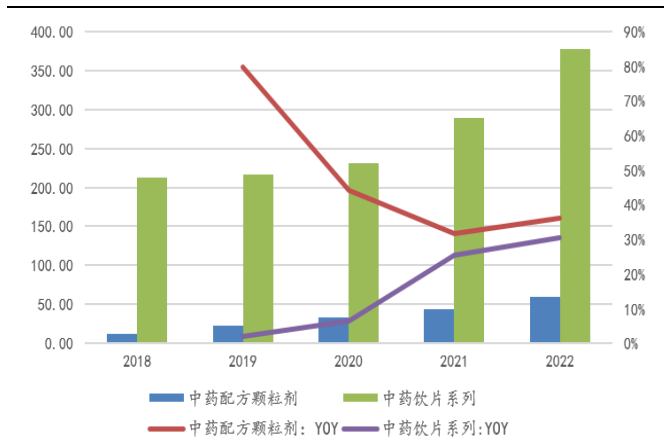
| 药品名称 | 百令胶囊 | 金水宝胶囊 | 百令片 |
|-------|--|-----------------|---------------------|
| 生产企业 | 杭州中美华东 | 江西金水宝 | 青海珠峰 |
| 主要成份 | 发酵冬虫夏草菌粉 (Cs-C-Q80) | 发酵冬虫夏草菌粉 (Cs-4) | 发酵冬虫夏草菌粉 (Cs-C-Q80) |
| 适应症 | 补肺肾，益精气。用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、腰背酸痛；慢性支气管炎的辅助治疗。 | | |
| 剂型 | 胶囊剂 | 胶囊剂 | 片剂 |
| 日服用金额 | 4.71 元 | 6.25 元 | 11.43 元 |
| 药品类型 | OTC | OTC | OTC |

资料来源：京东大药房，东方财富证券研究所。注：取综合排名第一个商品的链接数据，日服用金额为京东大药房终端口径计算，按最低剂量。价格数据取自 2023-06-04。

5. 中药饮片&配方颗粒“两翼”发力

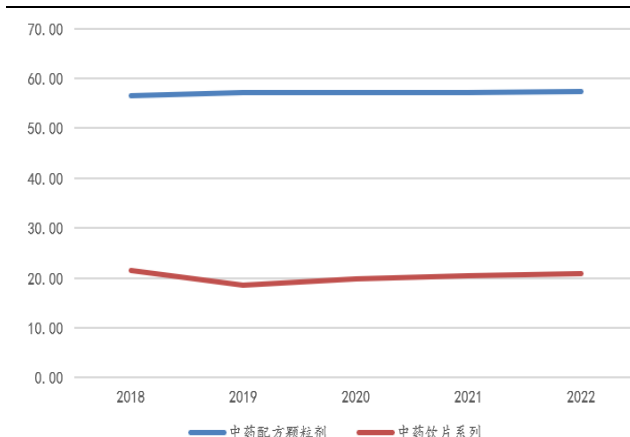
2017 年开始，公司进入中药配方颗粒行业，并成为浙江省的 4 家试点企业之一。根据国家工信部等数据，2021 年我国中药饮片市场规模为 2057 亿元，同比增长 13.71%。《中国医药工业经济运行报告》预计 2023 年我国中药饮片加工市场规模将达到 2607 亿元，2021-2023 年 CAGR 达到 12.58%。近年来国家支持中药饮片行业规范化发展，主要集中在炮制工艺规范，生产溯源等方面。我国中药配方颗粒市场机遇挑战并存，国内配方颗粒行业市场规模加速扩张，从 2017 年的 108 亿元扩张至 2021 年的 252 亿元，2017-2021 年 CAGR 达到 23.59%，2021 年同比增速高达 32.87%，配方颗粒对中药饮片的替代率从 2017 年的 5% 提升至 2021 年的 12.27%。随着中药配方颗粒销售范围的扩容，以及国标提升成本上升，有望迎来“量价提升”态势。预计 2025 年我国中药配方颗粒市场将达到 532 亿元，2021-2025 年 CAGR 将达到 20.54%。

图表 34：中药饮片&配方颗粒迎来较好发展（百万元，%）



资料来源：Choice 佐力药业深度资料，公司公告，东方财富证券研究所

图表 35：中药饮片&配方颗粒毛利率稳定 (%)



资料来源：Choice 佐力药业深度资料，公司公告，东方财富证券研究所

2022 年公司中药饮片收入 3.78 亿元，同比+30.51%；中药配方颗粒 0.59 亿元，同比+36.17%；2018-2022 年 CAGR 分别为 15.44% 和 46.91%；毛利率分别稳定在 20%、57% 左右。作为浙江省前五大的饮片企业，公司中

药饮片业务已形成一定收入规模，将体现规模效应预计未来保持平稳增长，在政策催化、公司配方颗粒备案品种持续增加及销售渠道建设下，中药配方颗粒业务有望迎来快速发展。由此，公司“一体两翼”战略中的“两翼”发展可期。目前公司配方颗粒已经完成 300 个国标和省标备案，其中国标 190 个品种，省标 110 个品种，整个备案工作正积极稳步推进中。

6. 盈利预测

6.1. 关键假设

乌灵系列：核心产品乌灵胶囊显著好于行业增长，2023Q1 表现稳健且品种潜力依然很大，在焦虑、抑郁、失眠及老年痴呆等领域乌灵胶囊有望成为 30 亿大品种。假设 2023-2025 年乌灵系列销售增速分别为 25.00%、23.00%、22.00%，毛利率分别为 87.20%、87.30%、87.20%；

百令片系列：2023 年百令片受集采影响逐渐消化，销售增长将较快恢复。假设 2023-2025 年板块增速分别为 5.20%、20.00%、18.00%，毛利率分别为 77.20%、77.40%、77.50%；

中药饮片系列：饮片行业较好发展，公司作为优势企业增速好于行业。假设板块 2023-2025 年增速分别为 25.00%、23.00%、22.00%，毛利率分别为 29.00%、29.20%、29.20%；

中药配方颗粒剂：配方颗粒发展前景良好，公司作为优势企业增长好于行业。假设板块 2023-2025 年增速分别为 35.00%、33.00%、30.00%，毛利率分别为 57.00%、57.20%、57.50%；

图表 36：公司盈利预测情况

| （百万元，%） | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 乌灵系列 | 354.44 | 486.23 | 606.37 | 850.23 | 1092.12 | 1365.15 | 1679.13 | 2048.54 |
| YOY | | 37.18% | 24.71% | 40.22% | 28.45% | 25.00% | 23.00% | 22.00% |
| 成本 | 60.49 | 85.37 | 103.06 | 106.43 | 142.16 | 174.74 | 213.25 | 262.21 |
| 毛利率 | 82.93% | 82.44% | 83.00% | 87.48% | 86.98% | 87.20% | 87.30% | 87.20% |
| 百令片系列 | 129.61 | 179.33 | 213.05 | 264.78 | 256.18 | 269.50 | 323.40 | 381.61 |
| YOY | | 38.36% | 18.80% | 24.28% | -3.25% | 5.20% | 20.00% | 18.00% |
| 成本 | 28.38 | 37.81 | 44.95 | 56.34 | 60.71 | 61.45 | 73.09 | 85.86 |
| 毛利率 | 78.10% | 78.91% | 78.90% | 78.72% | 76.30% | 77.20% | 77.40% | 77.50% |
| 中药饮片系列 | 212.72 | 216.92 | 230.62 | 289.49 | 377.80 | 472.25 | 580.87 | 708.66 |
| % | | 1.97% | 6.32% | 25.53% | 30.51% | 25.00% | 23.00% | 22.00% |
| 成本 | 167.14 | 176.58 | 184.71 | 230.47 | 299.04 | 335.30 | 411.25 | 501.73 |
| 毛利率 | 21.43% | 18.60% | 19.90% | 20.39% | 20.85% | 29.00% | 29.20% | 29.20% |
| 中药配方颗粒剂 | 12.73 | 22.9 | 33.04 | 43.54 | 59.29 | 80.04 | 106.46 | 138.39 |
| % | | 79.89% | 44.28% | 31.78% | 36.17% | 35.00% | 33.00% | 30.00% |
| 成本 | 5.54 | 9.82 | 14.16 | 19.83 | 25.35 | 34.42 | 45.56 | 58.82 |
| 毛利率 | 56.45% | 57.10% | 57.15% | 54.46% | 57.24% | 57.00% | 57.20% | 57.50% |
| 其他 | 20.76 | 5.78 | 7.8 | 9.36 | 19.76 | 25.69 | 32.11 | 40.14 |
| % | | -72.16% | 34.95% | 20.00% | 111.11% | 30.00% | 25.00% | 25.00% |

| | | | | | | | | |
|-----|---------------|---------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 成本 | 11.71 | 2.18 | 2.73 | 3.27 | 4.01 | 8.99 | 11.17 | 13.93 |
| 毛利率 | 34.83% | 62.28% | 65.00% | 65.06% | 79.71% | 65.00% | 65.20% | 65.30% |
| 合计 | 730.26 | 911.16 | 1090.88 | 1457.4 | 2212.63 | 2721.97 | 3317.35 | 2212.63 |
| % | | 24.77% | 19.72% | 33.60% | 22.57% | 23.02% | 21.87% | 22.57% |
| 成本 | 273.26 | 311.76 | 349.61 | 416.34 | 614.89 | 754.33 | 922.55 | 614.89 |
| 毛利率 | 62.58% | 65.78% | 67.95% | 71.43% | 72.21% | 72.29% | 72.19% | 72.21% |

资料来源：Choice 佐力药业深度资料，东方财富证券研究所

6.2. 投资建议

我国神经系统用药市场呈快速增长势头，巨大市场潜力将逐渐显现出来。公司打造大品种，“一体两翼”发展战略目标成形；经过了几年的调整，公司的盈利能力触底回升；乌灵胶囊未覆盖医院空间仍然很大，已覆盖医院仍有做深做透空间，另外 OTC 端仍大有潜力。我们预计公司 2023/2024/2025 年营业分别为 22.13/27.22/33.17 亿元，归母净利润分别为 3.98/4.94/6.00 亿元，EPS 分别为 0.57/0.70/0.86 元，对应 PE 分别为 22/18/14 倍。给予公司“增持”评级。

图表 37：盈利预测

| 项目\年度 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 1805.16 | 2212.63 | 2721.97 | 3317.35 |
| 增长率（%） | 23.86% | 22.57% | 23.02% | 21.87% |
| EBITDA（百万元） | 402.97 | 528.21 | 639.66 | 764.38 |
| 归属母公司净利润（百万元） | 273.01 | 398.25 | 494.47 | 599.81 |
| 增长率（%） | 52.17% | 45.87% | 24.16% | 21.30% |
| EPS（元/股） | 0.45 | 0.57 | 0.70 | 0.86 |
| 市盈率（P/E） | 23.71 | 21.80 | 17.56 | 14.48 |
| 市净率（P/B） | 2.77 | 3.05 | 2.60 | 2.20 |
| EV/EBITDA | 16.32 | 14.47 | 11.25 | 8.69 |

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 38：可比公司估值比较

| 代码 | 简称 | 总市值（亿元） | EPS（元/股） | | | PE（倍） | | | 股价（元） | 评级 |
|-----------|------|---------|----------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-----|
| | | | 2022 | 2023E | 2024E | 2022 | 2023E | 2024E | | |
| 000999.SZ | 华润三九 | 605.07 | 2.48 | 2.94 | 3.44 | 24.69 | 20.82 | 17.80 | 61.22 | 未评级 |
| 600129.SH | 太极集团 | 337.14 | 0.63 | 1.26 | 1.62 | 96.10 | 48.05 | 37.37 | 60.54 | 未评级 |
| 600535.SH | 天士力 | 223.16 | -0.17 | 0.79 | 1.01 | -87.53 | 18.84 | 14.73 | 14.88 | 增持 |
| 300026.SZ | 红日药业 | 172.44 | 0.21 | 0.27 | 0.35 | 27.33 | 21.26 | 16.40 | 5.74 | 未评级 |
| 600557.SH | 康缘药业 | 152.00 | 0.75 | 0.99 | 1.20 | 34.67 | 26.26 | 21.67 | 26.00 | 增持 |
| 600750.SH | 江中药业 | 143.22 | 0.94 | 1.11 | 1.31 | 24.20 | 20.50 | 17.43 | 22.75 | 未评级 |
| 600976.SH | 健民集团 | 108.44 | 2.68 | 3.33 | 4.14 | 26.38 | 21.23 | 17.07 | 70.69 | 未评级 |
| 002275.SZ | 桂林三金 | 107.41 | 0.56 | 0.75 | 0.88 | 32.64 | 24.37 | 20.77 | 18.28 | 增持 |

| | | | | | | | | | | |
|-----------|------|--------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|----|
| | 平均值 | 231.11 | 1.01 | 1.43 | 1.74 | 22.31 | 25.17 | 20.41 | 35.01 | |
| 300181.SZ | 佐力药业 | 86.06 | 0.45 | 0.70 | 0.86 | 27.27 | 17.53 | 14.27 | 12.27 | 增持 |

资料来源：Choice，东方财富证券研究所。注：数据截至 2023 年 06 月 12 日。注：未评级数据来自 Choice 一致性预期。

7. 风险提示

- 商誉减值风险；
- 行业政策变动风险；
- 核心产品降价风险；
- 核心产品增长不及预期；

资产负债表（百万元）

| 至 12 月 31 日 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 流动资产 | 1959.54 | 2127.35 | 2777.06 | 3553.76 |
| 货币资金 | 1082.07 | 1191.75 | 1621.26 | 2154.61 |
| 应收及预付 | 458.09 | 436.83 | 552.27 | 663.98 |
| 存货 | 318.83 | 380.70 | 462.25 | 567.28 |
| 其他流动资产 | 100.55 | 118.07 | 141.28 | 167.89 |
| 非流动资产 | 1679.58 | 1696.31 | 1713.50 | 1728.69 |
| 长期股权投资 | 1.87 | 1.92 | 1.97 | 2.02 |
| 固定资产 | 869.96 | 864.60 | 857.25 | 847.89 |
| 在建工程 | 78.06 | 108.06 | 138.06 | 168.06 |
| 无形资产 | 63.04 | 61.04 | 59.04 | 57.04 |
| 其他长期资产 | 666.65 | 660.69 | 657.19 | 653.69 |
| 资产总计 | 3639.12 | 3823.66 | 4490.56 | 5282.45 |
| 流动负债 | 754.94 | 774.18 | 903.31 | 1043.83 |
| 短期借款 | 138.16 | 98.12 | 58.08 | 18.04 |
| 应付及预收 | 469.67 | 507.81 | 637.19 | 773.49 |
| 其他流动负债 | 147.11 | 168.24 | 208.03 | 252.30 |
| 非流动负债 | 124.25 | 127.55 | 147.55 | 167.55 |
| 长期借款 | 10.00 | 30.00 | 50.00 | 70.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动负债 | 114.25 | 97.55 | 97.55 | 97.55 |
| 负债合计 | 879.19 | 901.72 | 1050.85 | 1211.37 |
| 实收资本 | 701.39 | 701.39 | 701.39 | 701.39 |
| 资本公积 | 1135.37 | 1135.37 | 1135.37 | 1135.37 |
| 留存收益 | 676.80 | 864.63 | 1359.10 | 1958.91 |
| 归属母公司股东权益 | 2703.75 | 2846.99 | 3341.47 | 3941.27 |
| 少数股东权益 | 56.18 | 74.94 | 98.24 | 129.81 |
| 负债和股东权益 | 3639.12 | 3823.66 | 4490.56 | 5282.45 |

利润表（百万元）

| 至 12 月 31 日 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 1805.16 | 2212.63 | 2721.97 | 3317.35 |
| 营业成本 | 531.26 | 614.89 | 754.33 | 922.55 |
| 税金及附加 | 20.37 | 24.97 | 30.72 | 37.44 |
| 销售费用 | 830.87 | 1018.42 | 1252.86 | 1526.90 |
| 管理费用 | 90.58 | 111.02 | 136.58 | 166.45 |
| 研发费用 | 64.43 | 78.98 | 97.16 | 118.41 |
| 财务费用 | 5.08 | -10.24 | -12.64 | -19.84 |
| 资产减值损失 | -3.38 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 0.08 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 1.40 | 1.72 | 2.11 | 2.58 |
| 资产处置收益 | 1.72 | 2.11 | 2.60 | 3.17 |
| 其他收益 | 80.09 | 98.16 | 120.76 | 147.17 |
| 营业利润 | 337.22 | 476.58 | 588.45 | 718.37 |
| 营业外收入 | 0.14 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营业外支出 | 13.23 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 324.12 | 476.58 | 588.45 | 718.37 |
| 所得税 | 38.60 | 59.57 | 70.67 | 86.99 |
| 净利润 | 285.52 | 417.01 | 517.77 | 631.37 |
| 少数股东损益 | 12.51 | 18.77 | 23.30 | 31.57 |
| 归属母公司净利润 | 273.01 | 398.25 | 494.47 | 599.81 |
| EBITDA | 402.97 | 528.21 | 639.66 | 764.38 |

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

| 至 12 月 31 日 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 经营活动现金流 | 318.59 | 466.76 | 531.12 | 633.17 |
| 净利润 | 285.52 | 417.01 | 517.77 | 631.37 |
| 折旧摊销 | 63.87 | 61.86 | 63.86 | 65.86 |
| 营运资金变动 | -53.12 | 2.24 | -51.03 | -62.79 |
| 其它 | 22.31 | -14.35 | 0.52 | -1.27 |
| 投资活动现金流 | -113.34 | -74.32 | -76.34 | -75.30 |
| 资本支出 | -172.17 | -79.75 | -78.40 | -77.83 |
| 投资变动 | 54.25 | -0.05 | -0.05 | -0.05 |
| 其他 | 4.58 | 5.48 | 2.11 | 2.58 |
| 筹资活动现金流 | 643.10 | -282.76 | -25.27 | -24.51 |
| 银行借款 | 252.00 | -20.04 | -20.04 | -20.04 |
| 债券融资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股权融资 | 898.14 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | -507.04 | -262.72 | -5.23 | -4.48 |
| 现金净增加额 | 848.35 | 109.68 | 429.51 | 533.35 |
| 期初现金余额 | 214.23 | 1062.58 | 1172.26 | 1601.77 |
| 期末现金余额 | 1062.58 | 1172.26 | 1601.77 | 2135.12 |

主要财务比率

| 至 12 月 31 日 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 (%) | | | | |
| 营业收入增长 | 23.86% | 22.57% | 23.02% | 21.87% |
| 营业利润增长 | 49.91% | 41.33% | 23.47% | 22.08% |
| 归属母公司净利润增长 | 52.17% | 45.87% | 24.16% | 21.30% |
| 获利能力 (%) | | | | |
| 毛利率 | 70.57% | 72.21% | 72.29% | 72.19% |
| 净利率 | 15.82% | 18.85% | 19.02% | 19.03% |
| ROE | 10.10% | 13.99% | 14.80% | 15.22% |
| ROIC | 10.18% | 13.27% | 14.19% | 14.68% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 (%) | 24.16% | 23.58% | 23.40% | 22.93% |
| 净负债比率 | - | - | - | - |
| 流动比率 | 2.60 | 2.75 | 3.07 | 3.40 |
| 速动比率 | 2.16 | 2.24 | 2.54 | 2.84 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.57 | 0.59 | 0.65 | 0.68 |
| 应收账款周转率 | 4.80 | 5.01 | 5.59 | 5.54 |
| 存货周转率 | 1.79 | 1.76 | 1.79 | 1.79 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.45 | 0.57 | 0.70 | 0.86 |
| 每股经营现金流 | 0.45 | 0.67 | 0.76 | 0.90 |
| 每股净资产 | 3.85 | 4.06 | 4.76 | 5.62 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 23.71 | 21.80 | 17.56 | 14.48 |
| P/B | 2.77 | 3.05 | 2.60 | 2.20 |
| EV/EBITDA | 16.32 | 14.47 | 11.25 | 8.69 |

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

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。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。