

佐力药业（300181.SZ）

乌灵+百令双轮驱动，打造国内药用真菌制药领头雁

2024 年 07 月 17 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

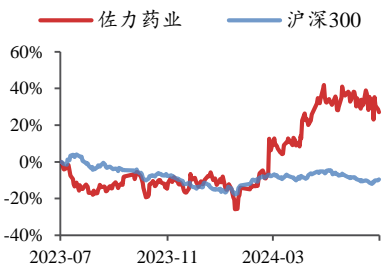
余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

日期	2024/7/16
当前股价(元)	14.62
一年最高最低(元)	17.28/8.36
总市值(亿元)	102.54
流通市值(亿元)	87.89
总股本(亿股)	7.01
流通股本(亿股)	6.01
近 3 个月换手率(%)	205.3

股价走势图



数据来源：聚源

● “乌灵+百令”双核心增长模式，打造国内药用真菌制药领头雁

佐力药业前身成立于 1995 年 10 月，2000 年股改后于 2011 年 2 月成功在创业板挂牌上市。公司立足于药用真菌生物发酵技术生产中药产品，主要从事药用真菌乌灵和百令系列产品、中药饮片及中药配方颗粒的研发、生产与销售。我们看好公司“乌灵+百令”双核心制剂的增长模式、中药饮片和配方颗粒业务的稳健发展，2024-2026 年归母净利润分别为 5.05/6.32/7.85 亿元，EPS 为 0.72/0.90/1.12 元，当前股价对应 PE 为 20.6/16.4/13.2 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 多维赋能核心中药产品，以创新促发展

公司纵横布局赋能核心产品发展，（1）纵向深化乌灵菌粉优势壁垒：公司围绕乌灵菌粉延伸开发乌灵系列产品作为第一增长支柱，涵盖乌灵胶囊、灵泽片和灵莲花颗粒。其中，乌灵胶囊为作为核心独家中药 1 类新药，多用于失眠、抑郁焦虑等治疗领域，同时逐步拓展阿尔兹海默症临床询证，未来有望切入 AD 适应症领域，市场需求广阔。此外乌灵胶囊已中标广东联盟、京津冀“3+N”等多轮集采，降价幅度温和且定价基本全国统一，在“基药+医保”双目录身份下，有望通过大包装规格替换进而借由集采实现“价降量增”的增长逻辑，促进业绩进一步提升。（2）横向拓展发酵冬虫夏草菌粉制剂布局：公司通过控股子公司珠峰药业布局第二类药用真菌系列产品，即以百令片和百令胶囊为主的发酵冬虫夏草菌粉制剂，作为第二增长支柱，市场空间广阔待开发。

● 中药饮片业务稳健增长，中药配方颗粒恢复发展放量在即

中药饮片是“一体两翼”战略布局中的重要一环，公司以全资子公司佐力百草中药为抓手，建立“普通饮片”、“毒性饮片”和“直接口服饮片”三条生产线，生产的中药饮片品规已超过 1000 个。中药配方颗粒业务方面，公司不断加大研发力度，积极参加国家与省级标准的研究与制订，截至 2023 年底已完成国标和省标备案 208 个和 127 个，同时快速拓展在全国市场的覆盖面，助力未来放量。

● **风险提示：**市场竞争加剧、产品销售不及预期、新品研发速度不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,805	1,942	2,453	2,946	3,494
YOY(%)	23.9	7.6	26.3	20.1	18.6
归母净利润(百万元)	273	383	505	632	785
YOY(%)	52.2	40.3	31.8	25.2	24.2
毛利率(%)	70.6	68.4	68.6	69.0	69.2
净利率(%)	15.1	19.7	20.6	21.5	22.5
ROE(%)	10.3	14.1	17.8	19.1	20.1
EPS(摊薄/元)	0.39	0.55	0.72	0.90	1.12
P/E(倍)	38.0	27.1	20.6	16.4	13.2
P/B(倍)	3.8	3.8	3.6	3.1	2.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 佐力药业：国内药用真菌制药领域领头雁.....	4
1.1、 公司股权结构清晰，实控人经验丰富.....	4
1.2、 利润快速增长，控费能力持续优化.....	5
2、 多维赋能核心中药产品，以创新促发展.....	7
2.1、 乌灵系列：业务基本盘，纵向加深乌灵菌粉制剂研产优势.....	8
2.1.1、 乌灵胶囊：独家产品疗效佳，市场前景广阔待开发.....	8
2.1.2、 灵泽片：临床认可度高，市场前景广阔.....	13
2.1.3、 灵莲花颗粒：聚焦更年期女性健康，OTC 市场逐步拓展有望迎来新发展.....	15
2.2、 百令系列：片剂医保限制放宽，胶囊新剂型成长空间广阔.....	16
2.2.1、 百令片：集采影响逐步减弱，医保适应症拓宽利好销售.....	16
2.2.2、 百令胶囊：国内首个同名同方药，市场前景广阔.....	18
3、 中药饮片业务稳健增长，中药配方颗粒恢复发展放量在即.....	19
3.1、 中药饮片：市场容量广阔，增长确定性高.....	19
3.2、 中药配方颗粒剂：行业规模扩张，把握发展机遇.....	20
4、 盈利预测与投资建议.....	22
4.1、 关键假设.....	22
4.2、 盈利预测与估值.....	23
5、 风险提示.....	23
附：财务预测摘要.....	24

图表目录

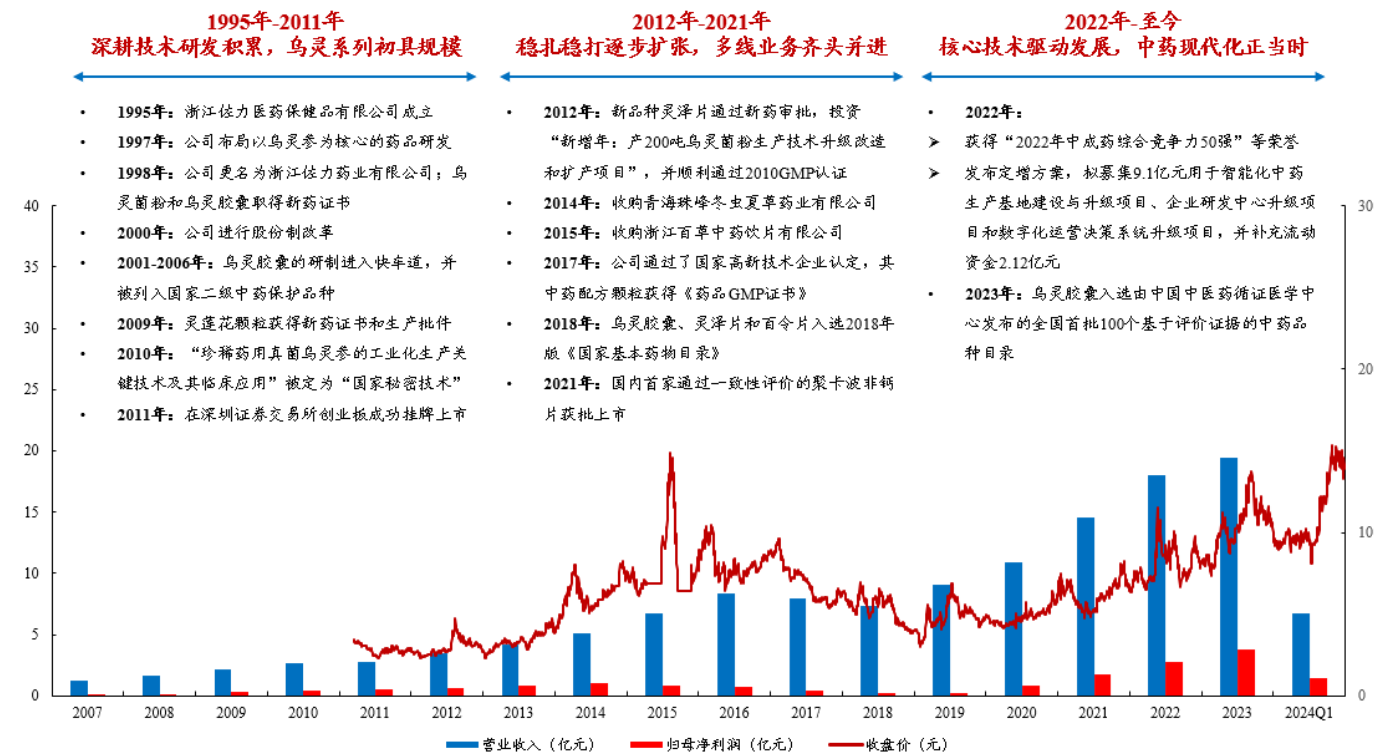
图 1： 深耕药用真菌制药领域，把握中药现代化发展机遇.....	4
图 2： 截至 2024Q1，公司董事长兼实控人俞有强先生持股 18.52%.....	5
图 3： 2018-2023 年公司营收规模稳健增长.....	5
图 4： 2018-2023 年公司归母净利润快速增长.....	5
图 5： 医药制造贡献主要营业收入（单位：亿元）.....	6
图 6： 2018-2023 年医药制造板块维持较高毛利率水平.....	6
图 7： 2018-2023 年乌灵系列贡献主要营收（单位：亿元）.....	6
图 8： 2018-2023 乌灵系列产品毛利率均维持在 82% 以上.....	6
图 9： 2019-2023 年公司净利率呈现较快速增长.....	7
图 10： 2018-2023 年公司多项费用率呈现下降趋势.....	7
图 11： 2018-2023 年乌灵胶囊销售额持续增长.....	9
图 12： 2021 年乌灵胶囊销售量同比快速增长.....	9
图 13： 2023 年安神补脑占神经系统中成药销售的 15.9%.....	10
图 14： 乌灵胶囊为安神补脑中药销售 Top1（单位：亿元）.....	10
图 15： 2023 年中药占抑郁市场规模约 9%（单位：亿元）.....	11
图 16： 医院为抑郁症药品销售的主要场景.....	11
图 17： 国内 AD 市场用药以化药为主（单位：亿元）.....	12
图 18： AD 中成药市场竞品相对较少（单位：百万元）.....	12
图 19： 2019-2023 年灵泽片销售额稳健增长.....	13
图 20： 2023 年灵泽片销售量约为 1.39 亿粒.....	13
图 21： 在全球范围内，65-74 岁男性的 BPH 绝对负担最大.....	14

图 22: 2019 年起灵泽片销售增长强劲, 市场份额持续提升 (单位: 百万元)	15
图 23: 2021-2023 年公司百令片营业收入有所下降	17
图 24: 2021-2023 年公司百令片销售量基本稳定	17
图 25: 2023 年公司百令片销量在市场中占比为 35.85%	18
图 26: 2020 年华东医药百令胶囊销售额突破 40 亿元	18
图 27: 我国中药饮片市场规模大 (单位: 亿元)	20
图 28: 公司中药饮片营收额逐年攀升 (单位: 亿元)	20
图 29: 未来中药配方颗粒市场规模有望稳步扩张 (单位: 亿元)	20
图 30: 2019 年来中药配方颗粒剂营收呈增长态势, 2023 年有所回落 (单位: 百万元)	21
表 1: 公司以乌灵菌粉与发酵冬虫夏草菌粉为两大重点药用真菌研发种类进行产品布局	7
表 2: 乌灵胶囊已中选多轮药品集中带量采购	9
表 3: 乌灵胶囊已被纳入多科室临床指南及专家共识	10
表 4: 乌灵胶囊位列 2023 年头痛失眠类中成药销售第二名	11
表 5: 集采降价后乌灵胶囊一个疗程 (6 周) 所需金额为 323.89 元	12
表 6: 2020-2022 年乌灵胶囊作为中成药用药市场神经系统疾病用药在各类型市场份额均排名前列	13
表 7: 多款中药推荐治疗 BPH, 灵泽片尤其适用于肾虚血瘀症	15
表 11: 百令胶囊 2020 年起被纳入国家医保目录协议期内谈判药品部分	18
表 12: 国家政策助推中药饮片规模化、规范化发展	19
表 13: 基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健	22
表 14: 对比可比公司, 公司估值合理	23

1、佐力药业：国内药用真菌制药领域领头雁

佐力药业前身成立于1995年10月，随后2000年进行股改，最终于2011年2月成功在创业板挂牌上市。公司立足于药用真菌生物发酵技术生产中药产品，主要从事药用真菌乌灵和百令系列产品、中药饮片及中药配方颗粒的研发、生产与销售。历经20余年发展，公司从单一品种乌灵胶囊发展为拥有药用真菌发酵制剂“乌灵胶囊+百令片”的双核驱动增长模式，并以市场为导向，不断加强对乌灵菌粉的深度研究，开发出系列复方制剂灵泽片和灵莲花颗粒；同时发酵冬虫夏草菌粉胶囊制剂百令胶囊于2023年12月获批上市，是国内首个获批的同名同方药，市场前景广阔。

图1：深耕药用真菌制药领域，把握中药现代化发展机遇

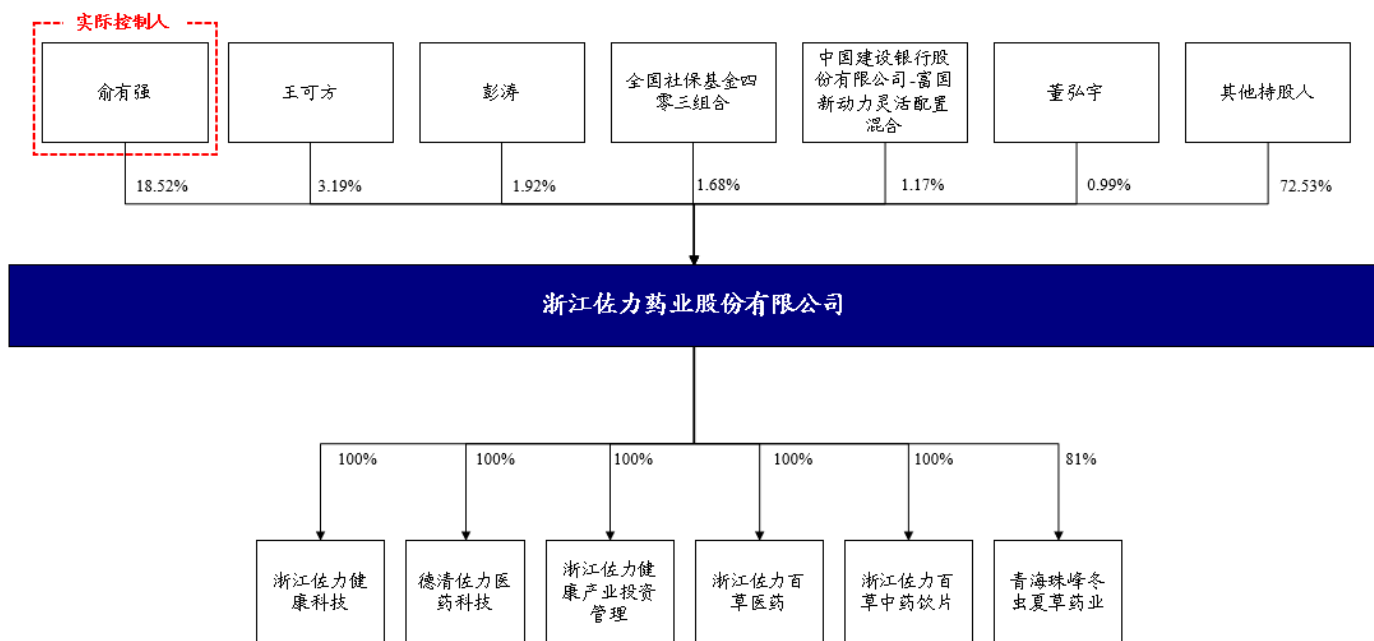


资料来源：Wind、公司公告、公司官网、开源证券研究所（左轴为财务数据，右轴为收盘价）

1.1、公司股权结构清晰，实控人经验丰富

公司股权结构清晰，实控人经验丰富。截至2024Q1，公司董事长兼实控人俞有强先生，合计持股18.52%。现任德清银天股权投资管理有限公司执行董事、精医康（杭州）健康管理有限公司董事职位，深耕医药行业多年，管理经验丰富。

图2：截至 2024Q1，公司董事长兼实控人俞有强先生持股 18.52%

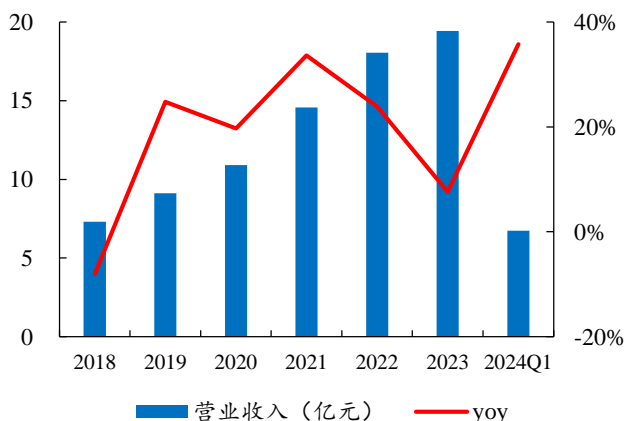


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、利润快速增长，控费能力持续优化

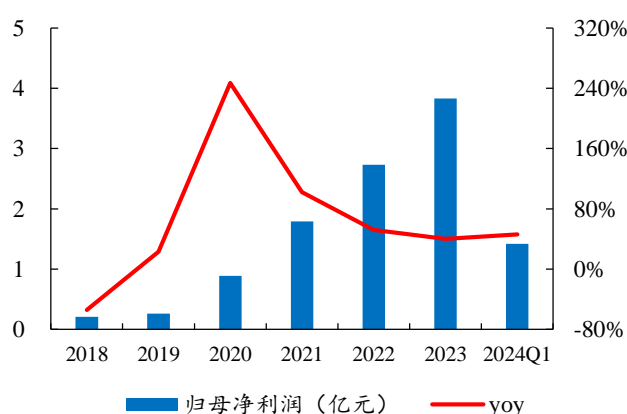
营收稳健提升，利润增长迅速。2018-2023 年公司营业收入由 7.30 亿元增长至 19.42 亿元，CAGR 约为 21.61%；归母净利润由 0.21 亿元增长至 3.83 亿元，CAGR 约为 78.73%，均呈现较快速的增长态势。我们认为这主要系公司专注核心品种乌灵胶囊的打造，驱动产品加速放量。2024Q1 公司营收 6.73 亿元，同比增长 35.75%；归母净利润 1.42 亿元，同比增长 46.14%。

图3：2018-2023 年公司营收规模稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

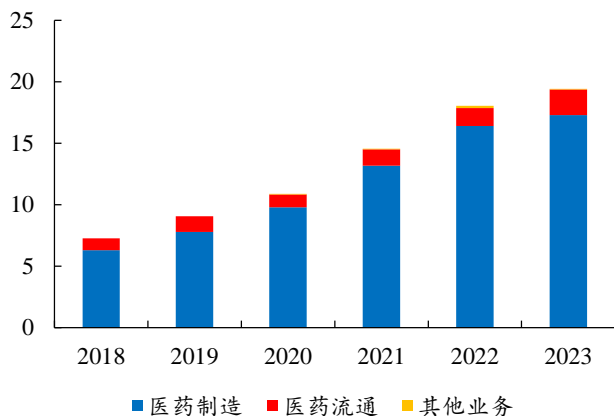
图4：2018-2023 年公司归母净利润快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

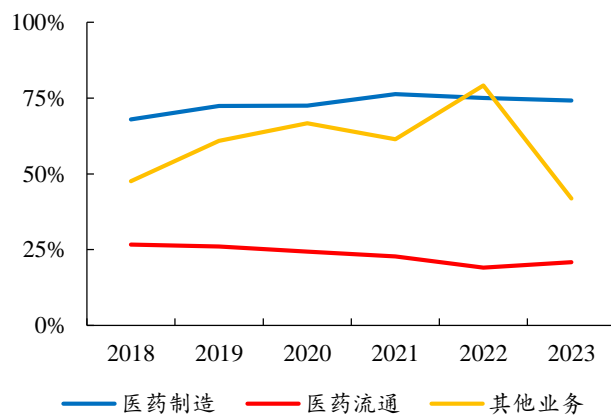
分行业来看，医药制造是公司营收的主要来源。2018-2023 年公司医药制造业务营收由 6.30 亿元增长至 17.29 亿元，占总营收的比例始终维持在 85% 以上；医药流通业务营收由 0.97 亿元增长至 2.09 亿元，占总营收的比例保持在 10% 左右。另外，2018-2023 年，医药制造板块的毛利率均维持在 65% 以上，也是公司利润的主要来源。

图5：医药制造贡献主要营业收入（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

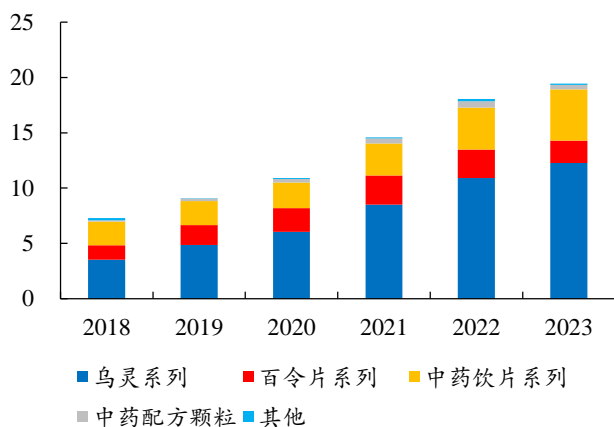
图6：2018-2023 年医药制造板块维持较高毛利率水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

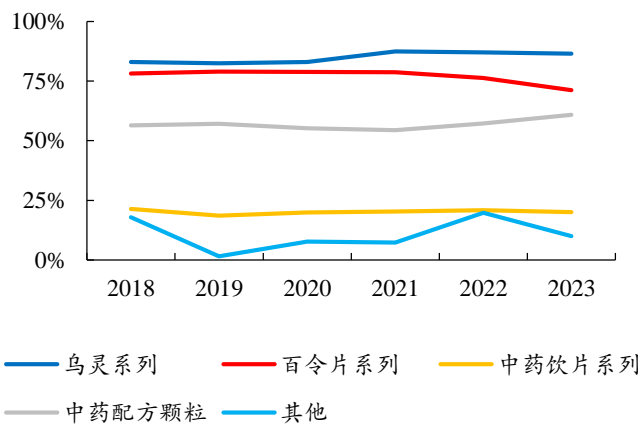
分产品来看，乌灵系列是重点创收品种。2018-2023 年公司乌灵系列产品营收由 3.54 亿元增至 12.28 亿元，占总营收的比重由 48.54% 增长至 63.21%，是公司营业收入增长的主要驱动力；百令系列营收由 1.30 亿元增至 2.02 亿元，占总营收的比重由 17.75% 下降至 10.39%；中药饮片系列营收由 2.13 亿元增至 4.61 亿元，占总营收的比重由 29.13% 下降至 23.73%；中药配方颗粒营收 0.13 亿元增至 0.42 亿元。乌灵系列作为公司重点品类，2018-2023 年间毛利率均维持在 82% 以上，始终保持较高水平。

图7：2018-2023 年乌灵系列贡献主要营收（单位：亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

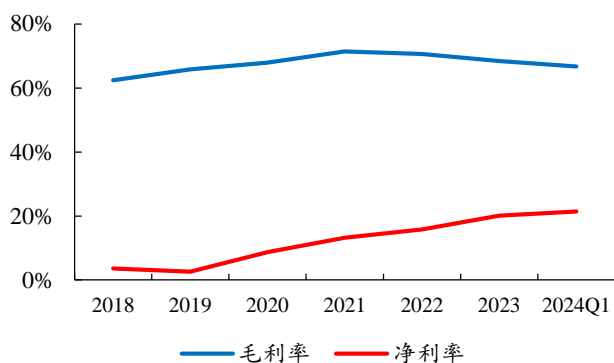
图8：2018-2023 乌灵系列产品毛利率均维持在 82% 以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

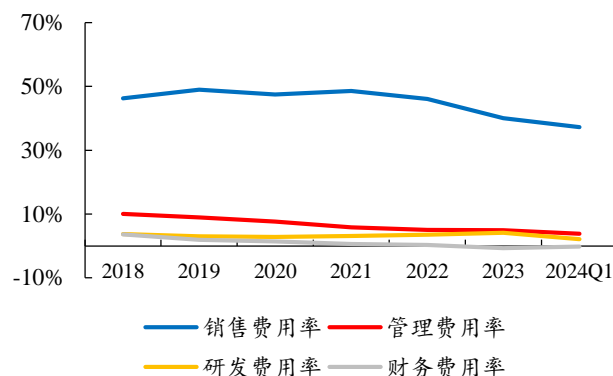
盈利能力提升，费用管控优化。盈利能力方面，2018-2023 年公司毛利率整体较为平稳，净利率由 3.59% 升至 20.12%，呈现较大幅度增长。费用管控方面，2018-2023 年多项费用率基本均呈下降态势，其中销售费用率由 46.23% 降至 40.03%，管理费用率由 10.10% 降至 4.98%。与此同时，2024Q1 销售费用率和管理费用率分别为 37.23% 和 3.84%，下降趋势持续，侧面反映公司的费用管控能力在持续提高。

图9：2019-2023 年公司净利率呈现较快速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2018-2023 年公司多项费用率呈现下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、多维赋能核心中药产品，以创新促发展

聚焦药用真菌中药制剂产业化，多品种布局。公司立足于药用真菌生物发酵技术，现已实现珍稀中药材-乌灵参的产业化生产，专有技术“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”于2010年2月取得了科技部、国家保密局联合颁发的秘密技术证书，其发酵提炼的乌灵菌粉被评为国家中药一类新药。借此契机，公司围绕乌灵菌粉延伸开发乌灵系列产品作为第一增长支柱，涵盖乌灵胶囊、灵泽片和灵莲花颗粒。同时，公司通过控股子公司珠峰药业布局第二类药用真菌系列产品，即以百令片和百令胶囊为主的发酵冬虫夏草菌粉制剂，作为第二增长支柱。公司通过纵横布局，正着力将自身打造成为国内大型药用真菌制药领域的领头雁。

表1：公司以乌灵菌粉与发酵冬虫夏草菌粉为两大重点药用真菌研发种类进行产品布局

药用真菌种类	药品名称	注册分类	适应症或功能主治	处方药	纳入国家基药目录	纳入国家医保目录
乌灵菌粉	乌灵胶囊	原中药1类	补肾健脑，养心安神；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；神经衰弱见上述证候者	否	是	是
	灵泽片	原中药6类	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	是	是	是
	灵莲花颗粒	原中药6类	绝经期综合征、心烦不宁、多梦易惊、头晕耳鸣、腰腿酸痛，大便干燥，舌红苔薄、脉细弦	否	否	否
发酵冬虫夏草菌粉	百令片	原中药8类	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	否	是	是
	百令胶囊	中药4类	补肺肾、益精气。用于肺肾两虚引起的咳嗽、气喘、咯血、腰背酸痛、面目虚浮、夜尿清长；慢性支气管炎、慢性肾功能不全的辅助治疗	否	是	是

药用真菌 种类	药品名称	注册分类	适应症或功能主治	处方药	纳入国家 基药目录	纳入国家 医保目录
无	聚卡波非钙片	化药3类	用于肠易激综合征引起的排便异常（便秘）等胃肠道症状	是	否	否



资料来源：公司公告、公司官网、Insight、《国家基本药物目录（2018年版）》、开源证券研究所（注：国家药品监督管理局于2024年4月1日发布公告，灵莲花颗粒由处方药转换为非处方药）

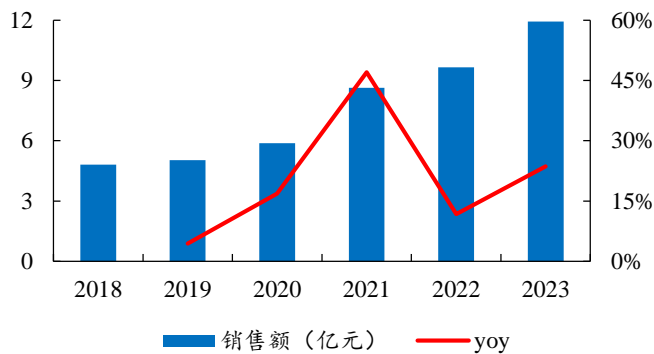
2.1、乌灵系列：业务基本盘，纵向加深乌灵菌粉制剂研产优势

2.1.1、乌灵胶囊：独家产品疗效佳，市场前景广阔待开发

乌灵胶囊是公司独家产品，属中药1类新药，为纯乌灵菌粉制剂，主要含腺苷、多糖以及甾醇类、氨基酸以及丰富的维生素、微量元素等成分。乌灵胶囊1999年上市，目前临床上已广泛应用于精神科、神经内科、中医科、耳鼻喉科、皮肤科、消化科、心内科、肿瘤科、内分泌科等科室。主要用于治疗失眠、健忘、心悸心烦、神疲乏力、腰膝酸软等，还可以缓解焦虑抑郁状态。

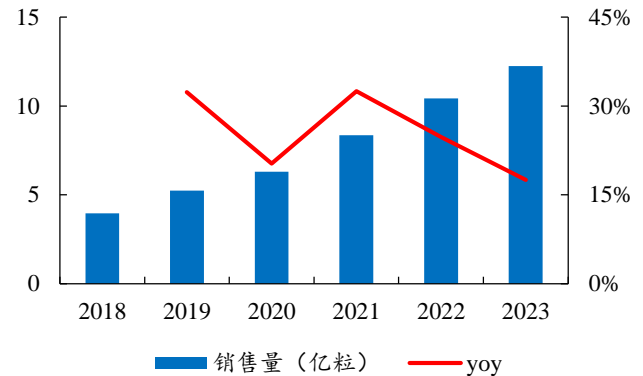
销售额持续增长，集采风险相对出清。据PDB统计，2018-2023年公司的乌灵胶囊销售额呈较快速增长态势，自2018年的4.82亿元增至2023年的11.94亿元，CAGR约为19.9%。此趋势同样可以反映在销售量方面，公司公告2018-2023年，乌灵胶囊销售量由3.96亿粒增至12.25亿粒（由36粒/盒折算得到），CAGR为25.3%。与此同时，集采方面，**（1）省际联盟集采：**由2022年8月公告的《广东联盟双氯芬酸等药品集中带量采购等项目中选结果的通知》和2024年2月公告的《关于做好第九批国家组织集采和京津冀“3+N”联盟药品集中采购结果执行工作的通知》可知，乌灵胶囊分别中标广东联盟和京津冀“3+N”联盟集采，其单粒中标价均约为0.857元/粒。**（2）省内集采：**2022-2023年，乌灵胶囊陆续中选北京市、江苏省和福建省的药品集采，单粒中标价与省际联盟中标价基本一致。参考2024年5月吉林省公布的《2024年度吉林省四月份药品集中采购日常信息更新和企业联动全国省级最低价的通知》中乌灵胶囊36粒/盒39.05元的挂网价格，即约1.08元/粒的单价，计算得乌灵胶囊参与多轮省市集采的降价幅度约为20.7%，整体来看降幅相对温和。2024Q1乌灵胶囊的销售数量同比增长43.86%，销售金额同比增长37.25%。由此，我们认为乌灵胶囊的集采风险已相对出清，独家产品优势将持续赋能销售稳健增长。

图11：2018-2023 年乌灵胶囊销售额持续增长



数据来源：PDB、开源证券研究所

图12：2021 年乌灵胶囊销售量同比增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

表2：乌灵胶囊已中选多轮药品集中带量采购

中选公告日期	集采轮次	销量占比	规格	中标价(元/盒)	单价(元/粒)	降价幅度
2022 年 4 月	广东联盟集采	2021 年在本次省际联盟覆盖的 6 个 省的销售量占全国销量的 22.45%	54 粒/盒	46.27		
2022 年 11 月	北京市中成药集采	2021 年在北京市场的销售量占全国 销量的 12.53%	54 粒/盒	46.27		
2023 年 11 月	江苏第四轮药品集采	2022 年在江苏市场的销售量占全国 销量的 6.45%	36 粒/盒	-	0.857	20.7%
2023 年 12 月	福建第四批药品集采	2022 年在福建省的销售量占全国销 量的 1.64%	54 粒/盒	46.27		
2024 年 2 月	京津冀“3+N”联盟集采	2023 年在天津市的销售量占全国销 量的 1.67%	54 粒/盒	46.27		
			81 粒/盒	69.40		
			135 粒/盒	115.67		

资料来源：Insight、广东省药品交易中心、天津医疗保障局、吉林省公共资源交易中心等、开源证券研究所（注：乌灵胶囊 0.33g/粒）

药理研究丰富，作用机制确切。乌灵胶囊在镇静催眠、抗焦虑、抗抑郁、改善认知及脑保护等方面均有丰富的药理作用研究：（1）镇静催眠、抗焦虑：通过促使谷氨酸（Glu）和 γ -氨基丁酸（GABA）进入脑内，提高谷氨酸脱羧酶（GAD）活性及激活 GABA 受体，从而发挥良好的镇静安眠、抗焦虑作用；（2）抗抑郁：乌灵胶囊的特征性成分 5-甲基蜂蜜曲霉素是一种选择性单胺氧化酶 A 抑制剂，可能通过选择性抑制单胺氧化酶 A 的活性发挥抗抑郁作用；（3）改善认知及脑保护：乌灵胶囊能够改善脑损伤动物模型的学习记忆障碍、记忆再现缺失，保护海马神经元、纹状体髓鞘，发挥脑保护作用；（4）免疫调节作用方面：乌灵菌粉能促进淋巴细胞 DNA 的合成，增强机体内淋巴因子诱导的细胞毒细胞（LICC）的功能，明显促进小鼠巨噬细胞的吞噬功能，刺激巨噬细胞分泌白细胞介素 1，加强对肿瘤细胞的细胞毒作用，明显提高机体的免疫功能。目前，公司正在积极开展乌灵胶囊治疗老年痴呆的二次开发，也关注老年轻度认知功能障碍（MCI）方面的研究。

联合用药拓展治疗领域，已入选多类诊疗指南。基于乌灵胶囊具有良好的有效性及安全性，因此乌灵胶囊可单用于轻中度焦虑、抑郁及失眠患者，也可以将其与其他药品联合使用，治疗如卒中后抑郁、癫痫、帕金森病伴抑郁等病症。截至 2023 年底，乌灵胶囊已获得 64 个临床指南、临床路径、专家共识及教材专著的推荐。

表3：乌灵胶囊已被纳入多科室临床指南及专家共识

科室	临床指南
精神科	《中成药治疗抑郁障碍临床应用指南（2022年）》、《抑郁症中西医结合诊疗指南》、《神志病中西医结合诊疗指南（第21部分：抑郁障碍）》、《广泛性焦虑障碍中西医结合诊疗指南》、《老年慢性失眠慢病管理指南》等
神经内科	《癫痫中西医结合诊疗指南》、《帕金森病运动并发症中西医结合诊疗指南》、《老年缺血性脑卒中慢病管理指南》、《阿尔茨海默病的中医诊疗共识》、《中国痴呆诊疗指南》等
心内科	《基层冠心病与缺血性脑卒中共管专家共识2022》、《经皮冠状动脉介入术后中西医结合心脏康复专家共识》等
中医科	《中医内科临床诊疗指南（第一册）》等
男科	《糖尿病合并男性性功能障碍多学科中国专家共识》、《中成药治疗慢性前列腺炎临床应用指南（2021年）》等
妇科	《更年期综合征中西医结合诊治指南（2023年版）》
消化科	《中成药治疗功能性消化不良临床应用指南（2021年）》

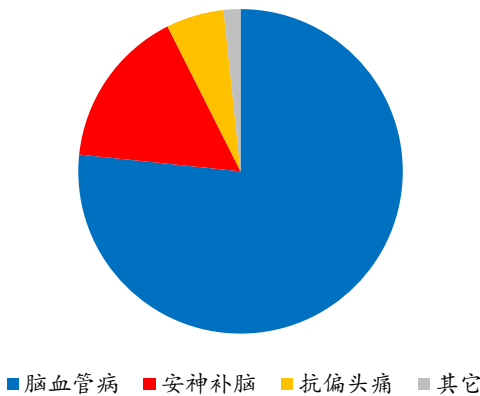
资料来源：公司公告、开源证券研究所

具体来看，我们认为乌灵胶囊在临床疗效受认可以及集采大背景下，未来销售有望受益于以下三个方面而实现业绩的加速增长：

（1）适用领域扩大带来的市场需求增长：

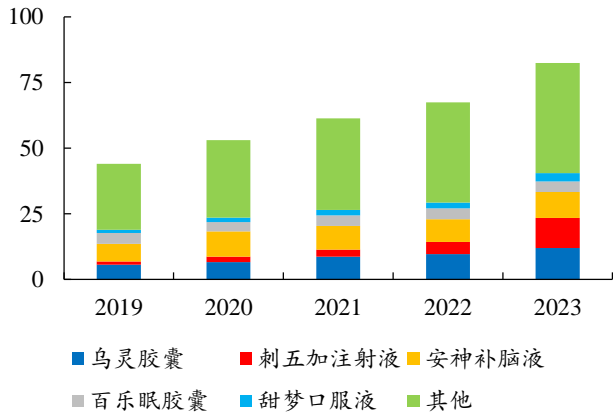
1.0 失眠症市场：安神补脑为神经系统中成药主要品类，乌灵胶囊市占率稳增。
中国睡眠研究会数据显示，2021年有超3亿人存在睡眠障碍，成年人失眠发生率高达38.2%。因此，安神补脑类中药就成为寻求改善失眠症状人群的一大选择。据PDB统计，2023年神经系统中成药销售总额接近518亿元，其中安神补脑用药占比约为15.9%，仅次于脑血管病用药。具体来看，乌灵胶囊、刺五加注射液和安神补脑液为前三大安神补脑中成药，其中乌灵胶囊在2019-2023年销售额均排名第一，且市占率持续提高，由12.8%提升至14.5%。此外，中国非处方药物协会公布的《2023年度中国非处方药生产企业及产品综合统计排名》中，中成药-头痛失眠类Top10产品中，乌灵胶囊排名第二，彰显其在此领域已具有较优秀的市场地位及品牌认知。

图13：2023年安神补脑占神经系统中成药销售的15.9%



数据来源：PDB、开源证券研究所

图14：乌灵胶囊为安神补脑中药销售Top1（单位：亿元）



数据来源：PDB、开源证券研究所

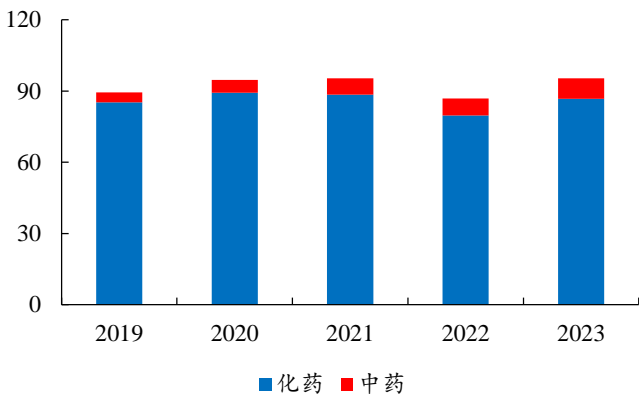
表4：乌灵胶囊位列 2023 年头痛失眠类中成药销售第二名

序号	品牌	产品名称	公司
1	天士力	养血清脑颗粒/丸	天士力
2	佐力	乌灵胶囊	佐力药业
3	希尔安宁	复方枣仁胶囊	重庆伍舒芳健康产业（集团）
4	太极	通天口服液	太极集团重庆涪陵制药厂
5	本草纲目	七叶神安片	李时珍医药集团
6	荣昌	健脑补肾丸	荣昌制药
7	华森	都梁软胶囊	重庆华森制药
8	康缘	天舒胶囊	康缘药业
9	999	正天丸/胶囊	华润三九
10	太极、桐君阁	清眩片	太极集团重庆桐君阁药厂

资料来源：中国非处方药物协会、开源证券研究所

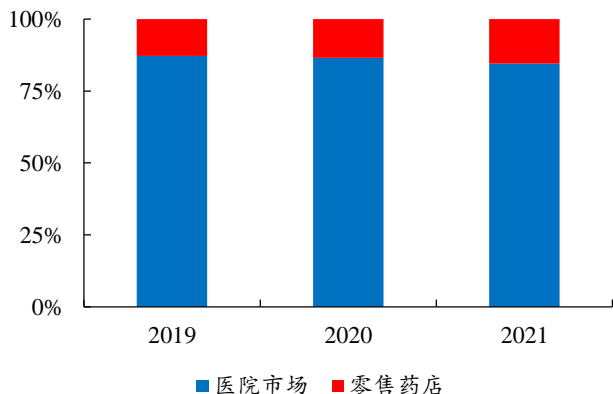
2.0 抑郁症市场：现代人抑郁焦虑频发，市场前景广阔。抑郁症具有患病率高、易复发且疾病负担重的特点，2021 年《中国精神卫生调查》结果显示我国成人抑郁障碍终生患病率为 6.8%，其中重性抑郁障碍为 3.4%。但据报道仅有 3.6%的抑郁症患者接受了专业的抗抑郁治疗，且目前药物治疗仍然是抑郁症的主要治疗方法。具体来看，抗抑郁药物多以化药为主，但近年来中药在抑郁症药品市场中的销售规模及占比均有提升。据 PDB 统计，2019-2023 年抑郁症药品市场销售规模由 89.4 亿元增至 95.4 亿元，中药占比由 4.6%增至 9.2%，呈现较快速的提升趋势。此外，据中康 CMH 统计，医院为主要销售场景，2019-2021 年医院销售抑郁症药品占比均在 80%以上，零售药店销售占比虽较小，但整体销售金额与占比均有提升。我们认为以上提到的抑郁症中成药市场规模以及院外渠道重要性的双双提高，契合乌灵胶囊“抗抑郁”产品力以及公司拟大力拓展 OTC 市场的战略规划，因此我们认为未来乌灵胶囊将有望通过“专业化学术营销+针对性 OTC 市场拓展”，实现业绩的加速成长。

图15：2023 年中药占抑郁市场规模约 9%（单位：亿元）



数据来源：PDB、开源证券研究所

图16：医院为抑郁症药品销售的主要场景

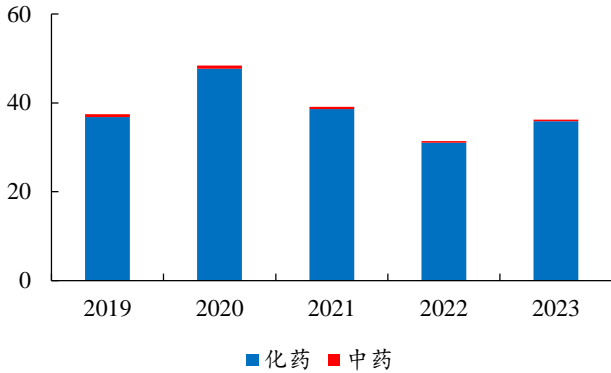


数据来源：中康 CMH、开源证券研究所

3.0 阿尔茨海默病（AD）市场：AD 市场规模庞大，中药优势待挖掘。AD 是一种隐匿起病的中枢神经系统退行性病变，常见于老年人群，随着人口老龄化问题日益严重，新发患者数递增趋势越来越明显。第七次全国人口普查数据结果显示，我国 60 岁及以上老年人口达到 2.64 亿，其中 AD 患者约有 1,507 万，预计到 2050 年我国痴呆患者将达到 2,898 万人。与此同时，据 PDB 统计，国内 AD 适应症用药多

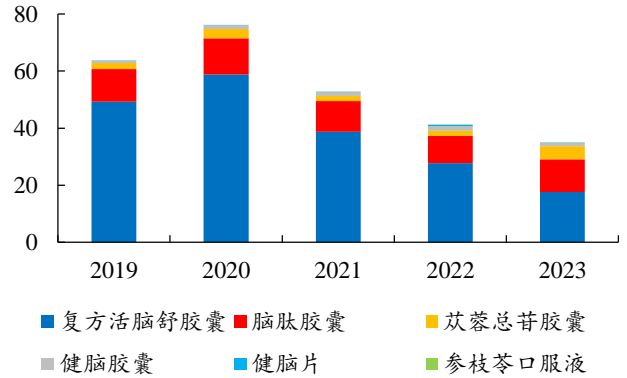
以化药为主，中药品类相对较少。2024 年发表的《阿尔茨海默病中西医结合诊疗中国专家共识》中指出，伴随着近年来 AD 现代诊治技术被不断探索并逐渐取得临床实效，中西医结合可充分结合中医和西医诊疗特点及优势，标本兼防兼治，进而取得积极的临床效果也被专家所关注。随着乌灵胶囊在 AD 适应症领域研究的逐步加深，未来有望伴随人口老龄化而打开公司业绩增长的天花板。

图17：国内 AD 市场用药以化药为主（单位：亿元）



数据来源：PDB、开源证券研究所

图18：AD 中成药市场竞品相对较少（单位：百万元）



数据来源：PDB、开源证券研究所

（2）集采降价背景下，规格替换带来的“价减量增”：公司的投资者关系活动记录表披露，乌灵胶囊医院端有多种不同的包装规格，非集采地区以 36 粒/盒装为主，而集采地区的起步包装规格是 54 粒/盒，同时医院可以在此基础上配置更大规格的包装。之所以进行大包装的规格替换，主要是基于处方习惯及患者用药依从性角度考虑，如精神科一般治疗焦虑、抑郁等情绪问题，因此医生习惯给患者开具一个月的服用量，公司更换成大包装规格后，对增量没有显著影响；但其他科室，如心内科、中医科等，乌灵胶囊包装规格从 36 粒/盒改为 54 粒/盒装，在同样开两盒药的情况下，大规格包装会使药品数量增加 36 粒（即增加 4 天的用量），能够降低患者日均服用成本、进而提高药品可及性，有利于病人坚持服用，也有利于按疗程服用后出现良好的临床效果，进一步推动患者复购。

表5：集采降价后乌灵胶囊一个疗程（6 周）所需金额为 323.89 元

用法用量	疗程	服药量/疗程	价格（元/疗程）
3 粒/次，3 次/d	1 个疗程 6 周	378 粒（即 7 盒，54 粒/盒装规格）	323.89 元

资料来源：公司公告、《乌灵胶囊在心身相关障碍中的临床应用专家共识》、开源证券研究所

实际作用周期超过 6 周，大包装更符合患者用药习惯。虽然乌灵胶囊一般 6 周为一个疗程，但由于其适应症均具有病程长的特点，因此根据大范围的样本数据显示，乌灵胶囊用于改善睡眠的服用周期一般是 8 周；用于改善焦虑抑郁状态，建议服用 3-6 个月；用于改善健忘，建议服用一年以上。由此来看，对于想要长期改善睡眠、焦虑抑郁和健忘病症的患者，大规格包装更符合此类患者的用药习惯。

（3）原材料成本相对可控以及“医保+基药”双目录身份利好市场推广带来的供给优势：乌灵系列产品的核心成分乌灵菌粉的工业化生产技术为公司独有，因此在成本把控方面具有一定的优势。此外，乌灵胶囊具备“医保+基药”双目录资质，**院内市场方面**，医院覆盖由 2018 年的 3000 多家发展到现在的 10000 余家，我们认为未来有望（i）借助基药身份持续进入全国新医院，下沉基层医院和社区卫生中心等各级医疗机构；（ii）借助集采中标身份，推动后续在集采省份的医院覆盖；（iii）注重对已开发医院的深耕，通过对多科室进行覆盖，进而提升产品销量。**OTC 市场**

方面,据公司投资者关系活动记录表披露,目前OTC端的销售占比大概在10%左右,未来公司将针对性地开展终端动销,通过加快和全国连锁大药房的全方位战略合作来提升门店覆盖数量,提高消费者购药可及性;同时加强对店员和销售者的教育,并利用自主开发的国际通用量表让消费者进行自我测试,帮助公司科学又精准地筛查出有情绪、睡眠问题的患者,打造慢病管理新模式。

表6: 2020-2022年乌灵胶囊作为中成药用药市场神经系统疾病用药在各类型市场份额均排名前列

类型	2020年排名	市场份额	2021年排名	市场份额	2022年排名	市场份额
中国城市公立医院	2	9.80%	1	11.88%	1	14.04%
中国县级公立医院	3	6.74%	1	8.27%	1	9.84%
城市社区卫生中心(站)	4	6.41%	4	6.71%	5	5.98%
乡镇卫生院	8	3.50%	8	3.98%	6	5.26%

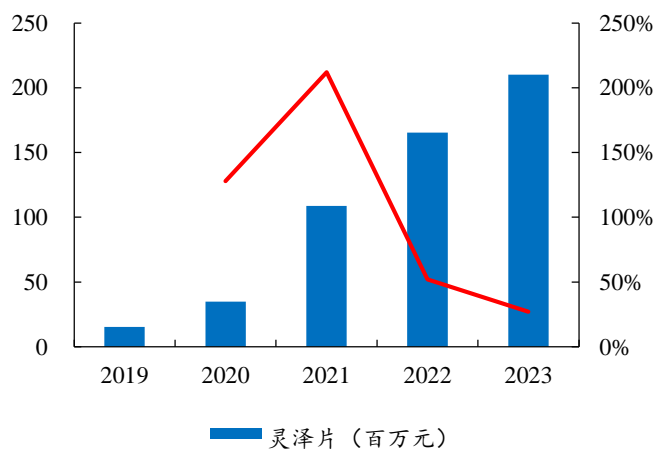
资料来源:公司公告、开源证券研究所

2.1.2、灵泽片:临床认可度高,市场前景广阔

灵泽片是一款治疗轻至中度良性前列腺增生患者的创新药物,以乌灵菌粉、莪术、浙贝母、泽泻为主要成分,具有益肾活血、散结利水的药理特性。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),主要应用科室集中在泌尿外科、中医男科、男科等,是公司又一具有诊疗特色的独家品种。

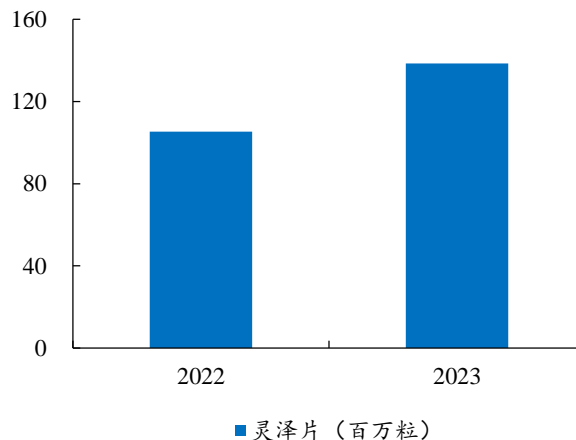
临床认可度高,销售额稳增。灵泽片的研发项目于2002年1月正式启动,2012年成功获得生产批件。随后2017年被纳入国家医保目录、2018年被纳入国家基本药物目录,2024年3月1日被列为国家二级中药保护品种并颁发《中药保护品种证书》。截止2023年底,灵泽片已获得《中医男科学》、《李曰庆临床学术经验集》、《良性前列腺增生诊疗及健康管理指南》等12个临床指南、专家共识及教材专著的推荐。据PDB统计,2019-2023年灵泽片销售额由0.15亿元增至2.1亿元;且公司年报披露2022-2023年销售量由1.05亿粒增至1.39亿粒(按48粒/盒折算),同比增长31.48%。

图19: 2019-2023年灵泽片销售额稳健增长



数据来源: PDB、开源证券研究所

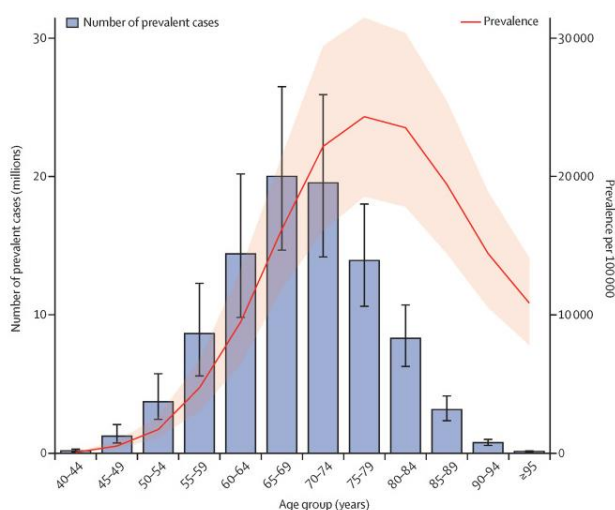
图20: 2023年灵泽片销售量约为1.39亿粒



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

前列腺增生患者数量攀升，成长空间广阔。良性前列腺增生（BPH）多发于中老年男性，是一种增龄性疾病。根据柳叶刀流行病学数据统计来看，老龄化带来的前列腺增生疾病已经成为全球问题。在全球范围内，65-74 岁男性的 BPH 绝对负担最大，占 40 岁及以上男性总流行病例的 42%；按年龄划分，患病率最高的是 75-79 岁男性，为 2.43 万人/10 万人，其次是 80-84 岁男性（2.35 万人/10 万人）、70-74 岁男性（2.22 万人/10 万人）。随着我国人口老龄化加速，前列腺增生病患数量在 2000-2019 年间由 1020 万人增加至 2030 万人。鉴于前列腺增生的组织位置紧邻膀胱颈，其增长可能导致尿路受到阻碍，极大地降低了患者的日常生活品质。对于此类患者，手术通常仅在症状显著加剧时作为治疗手段，而多数患者则倾向于选择长期的药物治疗作为管理病情的主要方式。

图21：在全球范围内，65-74 岁男性的 BPH 绝对负担最大



资料来源：《The global, regional, and national burden of benign prostatic hyperplasia in 204 countries and territories from 2000 to 2019》

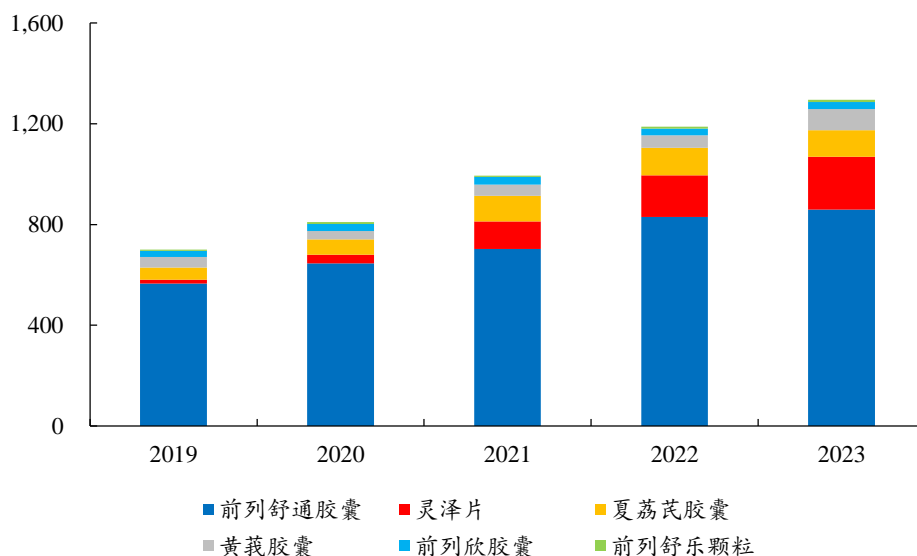
中药创新药治疗 BPH 疗效独特，备受市场青睐。《良性前列腺增生症中西医结合多学科诊疗指南（2022 版）》指出，临床诊治涉及泌尿男科、中医科、针灸科、康复科、盆底外科、临床药学、护理等多个学科，呈现多样化的特点。从中医的角度来看，BPH 的病因可分为实证与虚证两种类型，实证多与气血不畅、郁结有关，而虚证则通常由于脏腑功能衰弱，特别是肾气亏损所引起。灵泽片以其温补肾阳、行气化瘀的原理，调理膀胱以及肾脏的功能状态，以达到辨证施治、恢复健康的目的，实现了治标又治本，具有对应病症广谱性好、覆盖周期长等优点。此外，据 PDB 统计，灵泽片在聚焦治疗 BPH 适应症的中成药中，销售占比由 2019 年的 2.2% 增至 2023 年的 16.2%，已具有较优秀的市场份额。灵泽片作为公司独家品种，在患病人群持续增长背景下，叠加“基药+医保”身份，我们认为未来借助营销投入增加及销售模式不断优化，其市场份额有望继续攀升，逐步在中长期实现 5 亿元的销售目标，长期力争将其打造成为 10 亿元大品种的远期愿景。

表7：多款中药推荐治疗 BPH，灵泽片尤其适用于肾虚血瘀症

品种	公司	疗效	推荐治疗适应症
灵泽片	佐力药业	益肾活血，散结利水，用于轻中度良性前列腺增生，从补肾的角度治疗良性前列腺增生，能起到标本兼治的作用。	肾虚血瘀
前列欣胶囊	山东宏济堂制药	活血化瘀，清热利湿。用于瘀血凝聚、湿热下注所致的淋证，症见尿急、尿痛、排尿不畅、滴沥不尽；慢性前列腺炎、前列腺增生见上述证候者。	精室湿热
前列舒通胶囊	天浩制药、 贵州关德兴宝芝林药业	清热利湿，化瘀散结。用于慢性前列腺炎，前列腺增生属湿热瘀阻证，证见：尿频、尿急、尿淋漓，会阴、下腹或腰骶部坠胀。	精室瘀阻
夏荔芪胶囊	以岭药业	健脾益肾，利水散结。用于轻、中度良性前列腺增生症脾肾气虚兼痰瘀证，症见排尿无力，滴沥不尽，夜尿频多，小腹坠胀，腰膝酸软，倦怠乏力等。	脾肾气虚
前列舒乐颗粒	金美济集团	补肾益气，化瘀通淋。用于肾脾双虚，气滞血瘀，慢性前列腺炎，前列腺增生，腰膝疲软无力，小便不爽。	脾肾气虚
黄莪胶囊	康恩贝	益气活血，清利湿热。用于 I、II 期良性前列腺增生症气虚血瘀、湿热阻滞证。症见排尿困难、尿意频急、或小腹胀满或疼痛，舌质淡紫或有瘀点，苔薄黄腻，脉细。	中气不足

资料来源：《良性前列腺增生症中西医结合多学科诊疗指南（2022 版）》、PDB、开源证券研究所

图22：2019 年起灵泽片销售增长强劲，市场份额持续提升（单位：百万元）



数据来源：PDB、开源证券研究所

2.1.3、灵莲花颗粒：聚焦更年期女性健康，OTC 市场逐步拓展有望迎来新发展

灵莲花颗粒是以乌灵菌粉为君药，加入栀子、女贞子、墨旱莲等 7 味中药制成，具有养阴安神、交通心肾的功效，针对围绝经期综合征属心肾不交者可改善女性更年期症状，为公司的独家产品。

中药保护品种，临床指南推荐。公司公告披露，灵莲花颗粒曾于 2014 年 5 月 4 日获批国家二级《中药保护品种》。此外，灵莲花颗粒在《中成药治疗更年期综合征临床应用指南》中被列为强推荐产品，该指南中提到，灵莲花颗粒对更年期综合征（CLS）疗效显著，可有效改善心烦不宁、血管舒缩症等症状，提振患者的精神状态。

中老年女性市场盘子大，转入 OTC 迎来利好。据世界卫生组织预测，2030 年全世界将有 12 亿以上更年期妇女人口，我国的更年期女性将超过 2.8 亿，约占全国总人口的 14.3%，因此需求人群增长具有较强的确定性。与此同时，2024 年 4 月 1 日国家药品监督管理局宣布，灵莲花颗粒由处方药转换为非处方药，正式切入 OTC 市场。我们认为依托公司 OTC 渠道销售的持续拓展，叠加潜在市场规模的不断上升，灵莲花颗粒有望迎来新的发展阶段，助力业绩提升。

2.2、百令系列：片剂医保限制放宽，胶囊新剂型成长空间广阔

公司现有产品百令片、百令胶囊，均为发酵冬虫夏草菌粉制剂，具有补肺肾、益精气的作用，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。

原料纯正，临床应用广泛。公司控股子公司珠峰药业生产的百令片是国家鼓励类发展产业，其原料药发酵冬虫夏草菌粉所用菌种“中国被毛孢”的采集来自青藏高原纯正的冬虫夏草，生产基地也设立在高原地区海拔 2300 米的西宁市高新区，低温深层发酵工艺确保了“冬虫夏草菌丝体”的品质，与天然冬虫夏草 ITS1 序列的相似性高达 97.8%，证实冬虫夏草的无性型（菌种）是中国被毛孢。百令片广泛应用于临床各科室，获多部指南推荐，2023 年新增列入《成人原发性甲状腺功能减退症病证结合诊疗指南》、《老年慢性阻塞性肺疾病管理指南》等 5 项临床指南、专家共识，截至 2023 年底已获得 10 个临床指南、专家共识及教材专著的推荐。

表8：百令片（胶囊）临床应用广泛，获多部指南推荐

时间	文献名称	主要内容/结论
2011 年 5 月	《慢性肾小球肾炎诊疗指南》	推荐百令胶囊用于肺肾气虚证。
2015 年 8 月	《中医临床诊疗指南释义（呼吸病分册）》	推荐百令胶囊（片）用于哮喘、喘病、肺胀、慢性阻塞性肺疾病、特发性肺（间质）纤维化等疾病的治疗。
2015 年 9 月	《慢性肾衰竭中西医结合诊疗指南》	中医药治疗肾病具有悠久的历史 and 较好的疗效，针对 CKD 和 CRF 均有一些西医和中医的诊疗指南或专家。
2016 年 11 月	《中成药临床应用指南（呼吸系统疾病分册）》	推荐百令胶囊（片）用于慢性阻塞性肺疾病、支气管哮喘、慢性肺源性心脏病和特发性肺间质纤维化的治疗。
2017 年 4 月	《中医生殖医学》	推荐百令片用于无精子症、少精子症、弱精子症和死精子症。
2022 年 6 月	《慢性阻塞性肺疾病免疫调节治疗专家共识》	中医药复方及虫草制剂或可通过调节机体免疫功能、提高免疫细胞活性改善慢阻肺稳定期患者生活质量，减少急性加重。
2022 年 6 月	《慢性肾脏病 3~5 期非透析中西医结合诊疗专家共识》	CKD 3 期常用中成药有人工虫草类制剂等。
2023 年 3 月	《成人原发性甲状腺功能减退症病证结合诊疗指南》	百令胶囊（片）能够降低桥本甲状腺炎患者 TgAb、TPO-Ab 水平，治疗桥本氏甲状腺炎。
2023 年 6 月	《老年慢性阻塞性肺疾病管理指南》	推荐百令胶囊（片）用于老年 COPD 稳定期肺肾气虚证的治疗。

资料来源：《慢性肾小球肾炎诊疗指南》、《中医临床诊疗指南释义（呼吸病分册）》等、开源证券研究所

2.2.1、百令片：集采影响逐步减弱，医保适应症拓宽利好销售

集采影响减弱，以价换量初见成效。2022 年起百令片先后中标广东联盟等多地集采，中选价格集中在 0.47 元/片，参考 Insight 统计的公司 2022 年于山东省的 0.77 元/片的挂网价，单片降价幅度达 38.96%。2024 年 2 月，公司百令片中标京津冀“3+N”

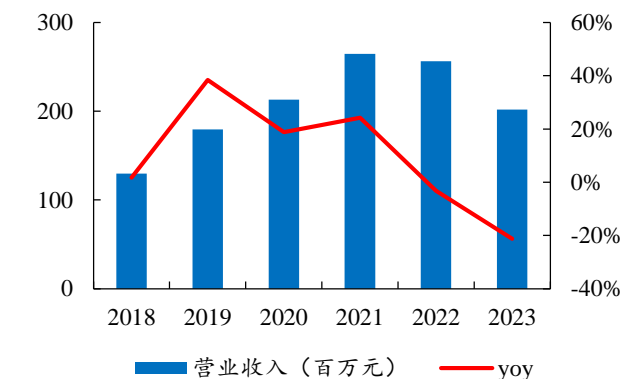
联盟药品集中采购，涉及天津、四川、湖北等 21 个联盟省份，范围进一步扩大。受集采降价和范围持续扩大的影响，公司 2021-2023 年百令片营业收入由 2.65 亿元下降至 2.02 亿元，但销售量基本稳定，2023 年销量为 3.91 亿片（以 60 片/盒折算）。2024Q1 百令片销售数量同比增长 7.11%，销售金额同比下降 18.98%，我们认为“以价换量”初见成效，集采降价影响有望逐渐减弱。

表9：2022 年以来百令片已中标多地集采

时间	集采轮次	涉及地区	中选价格	包装规格	2021 年地区销量占比
2022 年 4 月	广东联盟中成药	广东、海南、青海	0.47 元/片	60 片/盒	8.35%
2022 年 11 月	北京市中成药	北京	0.47 元/片	75 片/盒	5.74%
2022 年 11 月	山东省第三批(中成药专项)	山东	0.47 元/片	30 片/盒; 60 片/盒; 75 片/盒; 90 片/盒	2.46%
2023 年 8 月	上海市中成药	上海	0.57 元/片	30 片/盒; 60 片/盒	9.3%
2023 年 11 月	江苏省第四轮	江苏	-	75 片/盒	8.18%
2023 年 11 月	浙江省公立医疗机构第四批	浙江	-	90 片/盒	38.58%
2024 年 2 月	京津冀“3+N”联盟	天津、四川、湖北等 21 个联盟省份	0.47 元/片	60 片/盒; 90 片/盒; 150 片/盒	天津: 0.18%

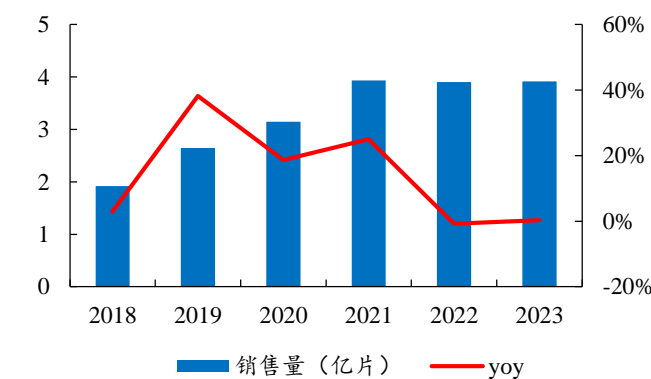
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图23：2021-2023 年公司百令片营业收入有所下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图24：2021-2023 年公司百令片销售量基本稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

入围国家基药目录，医保适应症放宽利好百令片销售。百令片 2018 年进入国家基药目录，随后 2019 年被纳入医保目录。根据新版医保目录，2024 年 1 月起百令片的适应症将由“限器官移植抗排异、肾功能衰竭及肺纤维化”放宽为“限慢性支气管炎、慢性肾功能不全的患者”，适应症解限预计将为百令片带来新的销售增量。

表10：2023 年医保目录放宽百令片适应症范围

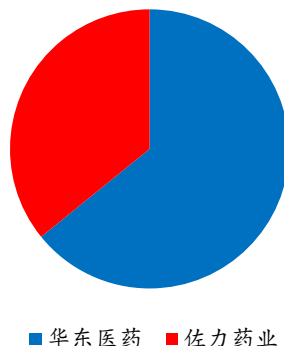
药品分类	药品名称	医保分类	备注
补气养血剂	百令片	乙	限慢性支气管炎、慢性肾功能不全的患者

资料来源：《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2023 年）》、开源证券研究所

竞争格局较好，专利纠纷影响相对可控。目前国内只有公司和华东医药两家厂商生产销售百令制剂，据 PDB 统计 2023 年公司百令片销量在市场中占比约为 35.85%。2023 年 12 月，华东医药全资子公司中美华东起诉珠峰药业，称公司百令片的原料“发酵冬虫夏草菌粉”的生产工艺存在专利侵权问题。但公司在收购珠峰药业股权时已

进行审慎的尽职调查，且珠峰原料取得菌粉药品注册批件时间为 2010 年，早于中美华东专利注册时间，因此专利风险应相对可控。

图25：2023 年公司百令片销量在市场中占比为 35.85%



数据来源：PDB、开源证券研究所

2.2.2、百令胶囊：国内首个同名同方药，市场前景广阔

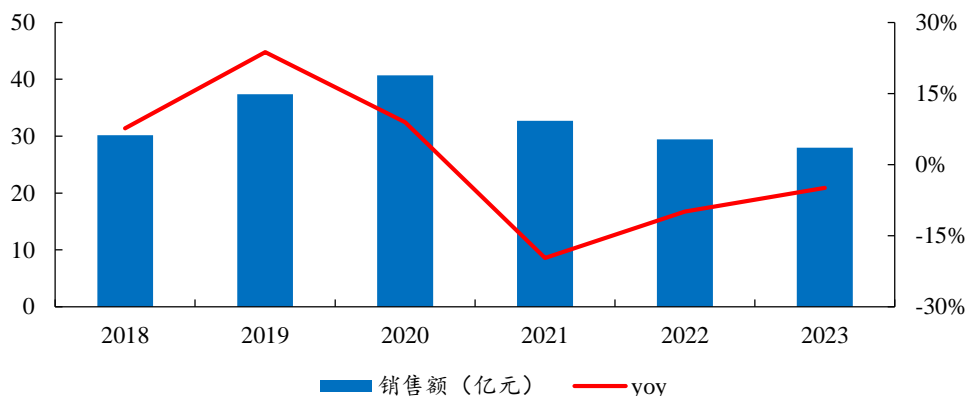
首个同名同方药，市场潜力巨大。公司百令胶囊于 2023 年 12 月 29 日获得《药品注册证书》，成为国内首个获批的同名同方药。百令胶囊原为华东医药的独家品种，据 PDB 数据，2018-2020 年华东医药百令胶囊销售额由 30.2 亿元增长至 40.7 亿元，2021-2023 年销售额有所下降，可能系在 2020 版医保目录中被调入医保谈判药品所致，但整体来看仍保持较高的市场销售额。据药融云数据显示，百令胶囊位居“2022 年医院端销售中成药 TOP10”榜首，市场份额达 1.3%，具有较优秀的市场地位。

表11：百令胶囊 2020 年起被纳入国家医保目录协议期内谈判药品部分

药品分类	药品名称	医保分类	医保支付标准	备注	协议有效期
气血双补剂	百令胶囊	乙	0.51 元(0.2g/粒); 1.03 元(0.5g/粒)	限器官移植抗排斥、肾功能衰竭 及肺纤维化	2023.3.1-2024.12.31

资料来源：《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2023 年）》、开源证券研究所

图26：2020 年华东医药百令胶囊销售额突破 40 亿元



数据来源：PDB、开源证券研究所

3、中药饮片业务稳健增长，中药配方颗粒恢复发展放量在即

3.1、中药饮片：市场容量广阔，增长确定性高

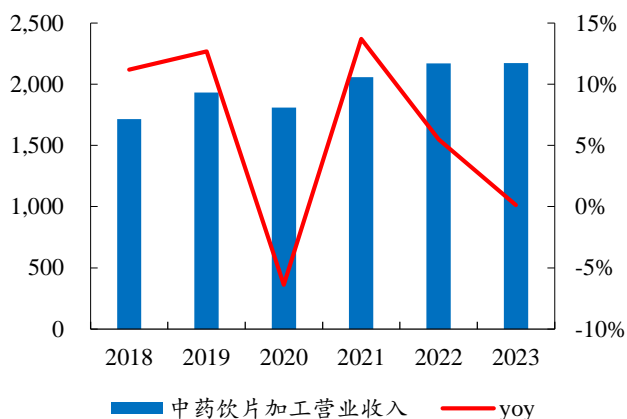
全面布局中药饮片，政策春风带来利好。中药饮片作为公司“一体两翼”战略布局中的重要一环，公司高度重视其未来发展，以全资子公司佐力百草中药为抓手，建立三条生产线，分别是“普通饮片”、“毒性饮片”和“直接口服饮片”，生产的中药饮片品规已超过 1000 个，在全国多地拥有 100 多个合作的中药材种植基地。近年来，与中药饮片行业相关的政策相继出台，包括持续落实不取消中药饮片加成政策、规范 GMP 管理、完善炮制标准等。一方面在价格和采购等方面为行业带来利好，助推其不断扩张；一方面完善各项法律法规和监管措施，确保行业更加规范化，推动全国范围内的统一监管。

表12：国家政策助推中药饮片规模化、规范化发展

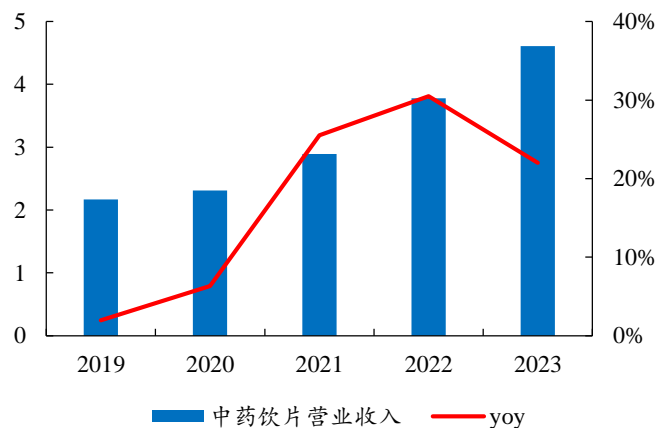
发布时间	政策	政策内容
2009 年 5 月	《国务院关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》	全面扶持中医药事业发展并促进相关政策的完善。
2009 年 8 月	《国家基本药物目录（基层医疗卫生机构配备使用部分）》（2009 年版）	中药饮片首次入选国家基药。
2009 年 12 月	《国家医保目录 2009 年版》	中药饮片首次纳入医保目录。
2015 年 12 月	《关于同步推进公立中医医院综合改革的实施意见》	切实落实取消药品加成（不含中药饮片）、控制药占比（不含中药饮片）等政策。
2016 年 2 月	《中医药发展战略规划纲要（2016—2030 年）》	提出了一系列振兴中医药发展、服务健康中国建设的任务和举措。继续落实不取消中药饮片加成等政策。
2017 年 4 月	《关于全面推开公立医院综合改革工作的通知》	公立医院全部取消药品加成（中药饮片除外），公立医院药占比（不含中药饮片）总体下降到 30% 左右。
2021 年 12 月	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	公立医疗机构销售中药饮片时，自主加价最高为购进价格的 25%。
2022 年 12 月	《国家中药饮片炮制规范》	进一步规范中药饮片炮制，健全中药饮片标准体系，促进中药饮片质量提升。
2023 年 1 月	《关于进一步加强中药科学监管促进中药传承创新发展的若干措施》	从加强中药材质量管理，强化中药饮片、中药配方颗粒剂监管，优化医疗机构中药制剂管理，完善中药审评审批机制等方面提出了 35 条具体措施。

资料来源：国务院、《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》（2009 年版）、《国家基本药物目录（基层医疗卫生机构配备使用部分）》（2009 年版）、国家中医药管理局等、开源证券研究所

市场空间广阔，赋能中药饮片业务稳健发展。中药饮片是我国中药产业三大支柱产业之一，2023 年我国中药工业营业收入达到 7095.2 亿元，其中中药饮片加工营业收入 2172.8 亿元。中药饮片行业经过近年来的政策加持以及结构调整，市场规模整体处于稳步增长态势。2019-2023 年，公司中药饮片营业收入由 2.17 亿元增长至 4.61 亿元，CAGR 达 20.73%。公司深耕行业多年，以不断优化的销售模式和营销理念，加以产品的多样性和较大的生产规模，赶上中药饮片行业的增长浪潮，带动了公司营收额逐年攀升，逐渐成为公司营收增长的重要引擎之一。

图27：我国中药饮片市场规模大（单位：亿元）


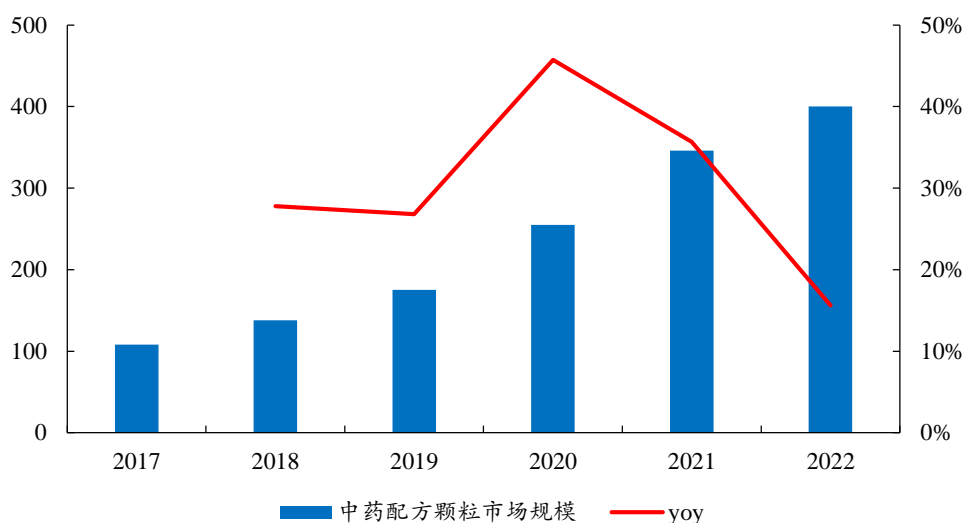
数据来源：公司公告、《2023 中国中药材与中药饮片产业发展状况报告》、开源证券研究所

图28：公司中药饮片营收额逐年攀升（单位：亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、中药配方颗粒剂：行业规模扩张，把握发展机遇

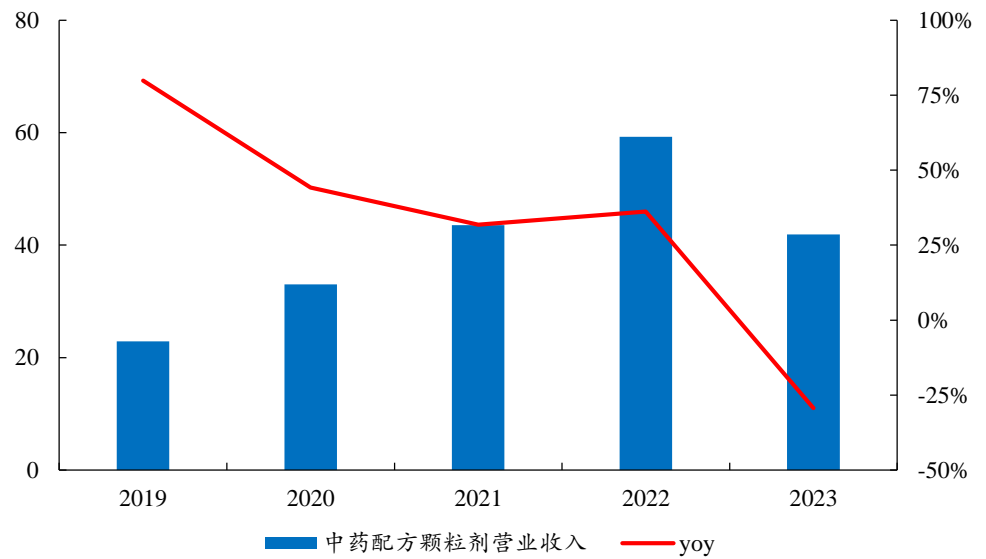
市场规模持续扩张。中药配方颗粒是通过现代制药技术，将单味中药饮片按照传统标准炮制后提取、浓缩、干燥、制粒而成的，因此保留了原中药饮片的药性功效，且可冲服以替代中药饮片的配方使用。此外还具有稳定性高、安全性强、方便使用的特点，更加符合现代社会快节奏的生活需求。自2015年《中药配方颗粒剂管理办法（征求意见稿）》发布之后，中药配方颗粒剂的试点生产限制逐渐被放开，获批开展试点生产的企业达60家，在临床中投入使用的中药配方颗粒剂类型达到700种，2017-2022年市场规模由108亿元增至400亿元，CAGR达29.94%，未来中药配方颗粒剂有望凭借其差异化优势和与市场的高耦合度实现稳步扩张。

图29：未来中药配方颗粒市场规模有望稳步扩张（单位：亿元）


数据来源：中国医药报、华经产业研究院、赛柏蓝、开源证券研究所

加大研发力度，营收恢复放量在即。公司近年来不断加大对中药配方颗粒剂的研发力度，积极参加国家标准与省级标准的研究与制订，截至 2023 年底已完成国标备案 208 个，省标备案 127 个。同时，公司持续提升销售动力，快速拓展配方颗粒业务在全国市场的覆盖面，持续拓展业务规模。2019-2022 年公司中药配方颗粒剂营收额由 2290 万元增长至 5929 万元，整体保持了较高的增速；2023 年营收额虽有所下降，但随着配方颗粒国标省标备案的增加，2024Q1 中药配方颗粒收入同比增长 332.99%。总体而言，中药配方颗粒剂行业尚未达到饱和期，市场潜力广阔，增长前景确定，公司有望抓住行业扩张的良机，打造新的增长极。

图30：2019 年来中药配方颗粒剂营收呈增长态势，2023 年有所回落（单位：百万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、关键假设

随着公司乌灵系列和百令系列产品的持续推广，中药饮片和中药配方颗粒业务的持续拓展，有望带来销售额的稳健提升，我们假设：

(1) 乌灵系列产品：以乌灵胶囊、灵泽片和灵莲花颗粒为主。基于临床疗效和竞争格局等方面分析，我们预计 2024-2026 年公司乌灵系列产品收入增速为 27.36%/22.15%/19.64%，毛利率分别为 86.50%/86.50%/86.50%。

(2) 百令系列产品：以百令片和百令胶囊为主。基于临床疗效和竞争格局等方面分析，我们预计 2024-2026 年公司百令系列产品收入增速为 19.92%/12.35%/12.99%，毛利率分别为 70.00%/70.00%/70.00%。

(3) 中药饮片系列：我们预计 2024-2026 年公司中药饮片系列收入增速为 20.00%/18.00%/18.00%，毛利率分别为 20.00%/20.00%/20.00%。

(4) 中药配方颗粒：我们预计 2024-2026 年公司中药配方颗粒收入增速为 100.00%/20.00%/20.00%，毛利率分别为 60.00%/60.00%/60.00%。

(5) 其他：我们预计 2024-2026 年公司其他业务收入增速为 2.00%/2.00%/2.00%，毛利率分别为 55.00%/55.00%/55.00%。

表13：基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健

佐力药业 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,942	2,453	2,946	3,494
yoy	7.6%	26.3%	20.1%	18.6%
毛利率 (%)	68.4%	68.6%	69.0%	69.2%
归属母公司股东的净利润	383	505	632	785
yoy	40.3%	31.8%	25.2%	24.2%
主营业务收入拆分				
1. 乌灵系列				
收入	1,227.75	1,563.63	1,909.97	2,285.12
yoy	12.42%	27.36%	22.15%	19.64%
毛利率 (%)	86.50%	86.50%	86.50%	86.50%
业务收入比例 (%)	63.21%	63.75%	64.84%	65.40%
2. 百令系列				
收入	201.80	242.01	271.89	307.22
yoy	-21.23%	19.92%	12.35%	12.99%
毛利率 (%)	71.16%	70.00%	70.00%	70.00%
业务收入比例 (%)	10.39%	9.87%	9.23%	8.79%
3. 中药饮片系列				
收入	460.94	553.13	652.69	770.18
yoy	22.01%	20.00%	18.00%	18.00%
毛利率 (%)	20.02%	20.00%	20.00%	20.00%
业务收入比例 (%)	23.73%	22.55%	22.16%	22.04%

佐力药业 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
4. 中药配方颗粒				
收入	41.88	83.76	100.51	120.61
yoy	-29.36%	100.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	60.86%	60.00%	60.00%	60.00%
业务收入比例 (%)	2.16%	3.41%	3.41%	3.45%
5. 其他产品				
收入	10.08	10.28	10.49	10.70
yoy	-49.02%	2.00%	2.00%	2.00%
毛利率 (%)	56.86%	55.00%	55.00%	55.00%
业务收入比例 (%)	0.52%	0.42%	0.36%	0.31%

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、盈利预测与估值

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 5.05/6.32/7.85 亿元，同比增长 31.8%/25.2%/24.2%，EPS 为 0.72/0.90/1.12 元，当前股价对应 PE 为 20.6/16.4/13.2 倍。基于公司中药属性及中药配方颗粒等业务方向，选取华润三九、康缘药业及方盛制药作为可比公司。我们认为公司未来乌灵系列和百令系列产品成长空间大，中药饮片和配方颗粒业务持续发展助力业绩提升，与可比公司的平均估值相比，佐力药业估值合理，首次覆盖给予“买入”评级。

表14：对比可比公司，公司估值合理

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE(倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
000999.SZ	华润三九	41.90	2.89	2.59	2.96	3.37	14.5	16.2	14.2	12.4
600557.SH	康缘药业	15.46	0.92	1.12	1.37	1.64	16.8	13.8	11.3	9.4
603998.SH	方盛制药	10.89	0.42	0.53	0.65	0.83	25.6	20.5	16.8	13.1
	平均值		1.41	1.41	1.66	1.95	19.0	16.8	14.1	11.7
300181.SZ	佐力药业	14.80	0.55	0.72	0.90	1.12	27.1	20.6	16.4	13.2

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2024.7.15，康缘药业、方盛制药、佐力药业为开源证券研究所预测数据，其他使用 Wind 一致预期预测数据）

5、风险提示

- 市场竞争加剧：公司处于中药行业，优势科室涉及精神科、神经内科、中医科等，可能会面临市场上较多化药及中药产品的竞争，可能面临市场竞争加剧的风险。
- 产品销售不及预期：公司重点产品如乌灵胶囊、灵泽片、百令片等面临销售不及预期的风险。
- 新品研发速度不及预期：公司积极储备在研管线，但由于研发具有不确定性，因此可能面临新品研发速度不及预期的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1960	2056	1939	2249	2649
现金	1082	932	1177	1413	1676
应收票据及应收账款	453	473	0	0	0
其他应收款	24	9	33	18	43
预付账款	5	4	8	6	10
存货	319	427	509	599	708
其他流动资产	76	212	212	212	212
非流动资产	1683	1571	1821	2019	2223
长期投资	2	2	2	2	2
固定资产	870	980	1236	1444	1653
无形资产	64	76	71	66	62
其他非流动资产	748	512	512	507	506
资产总计	3643	3627	3760	4268	4872
流动负债	755	795	708	738	738
短期借款	138	193	539	570	556
应付票据及应付账款	469	434	0	0	0
其他流动负债	148	168	169	168	182
非流动负债	128	58	63	64	63
长期借款	10	0	5	5	5
其他非流动负债	118	58	58	58	58
负债合计	883	853	770	801	801
少数股东权益	56	45	71	101	133
股本	701	701	701	701	701
资本公积	1135	1135	1135	1135	1135
留存收益	677	849	987	1151	1337
归属母公司股东权益	2704	2729	2918	3365	3938
负债和股东权益	3643	3627	3760	4268	4872

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	319	288	545	685	807
净利润	286	391	531	661	817
折旧摊销	60	65	71	88	105
财务费用	5	-14	4	12	10
投资损失	-1	0	-1	-1	-1
营运资金变动	-53	-181	-61	-77	-128
其他经营现金流	22	27	1	2	3
投资活动现金流	-113	-264	-320	-285	-307
资本支出	178	132	321	287	309
长期投资	54	-140	0	-0	0
其他投资现金流	10	8	1	2	2
筹资活动现金流	643	-159	-326	-195	-223
短期借款	-40	55	346	31	-14
长期借款	10	-10	5	1	-0
普通股增加	93	0	0	0	0
资本公积增加	795	0	0	0	0
其他筹资现金流	-215	-204	-677	-227	-209
现金净增加额	848	-134	-101	206	277

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1805	1942	2453	2946	3494
营业成本	531	613	770	912	1076
营业税金及附加	20	25	31	36	43
营业费用	831	777	890	1040	1198
管理费用	91	97	118	141	168
研发费用	64	79	93	112	133
财务费用	5	-14	4	12	10
资产减值损失	-3	-3	0	0	0
其他收益	80	87	66	72	76
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	-0	1	1	1
资产处置收益	2	0	1	1	1
营业利润	337	449	613	763	940
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	13	2	5	6	7
利润总额	324	447	608	758	933
所得税	39	56	77	96	116
净利润	286	391	531	661	817
少数股东损益	13	8	26	30	32
归属母公司净利润	273	383	505	632	785
EBITDA	361	496	670	841	1027
EPS(元)	0.39	0.55	0.72	0.90	1.12

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	23.9	7.6	26.3	20.1	18.6
营业利润(%)	49.9	33.1	36.5	24.6	23.1
归属于母公司净利润(%)	52.2	40.3	31.8	25.2	24.2
获利能力					
毛利率(%)	70.6	68.4	68.6	69.0	69.2
净利率(%)	15.1	19.7	20.6	21.5	22.5
ROE(%)	10.3	14.1	17.8	19.1	20.1
ROIC(%)	9.2	12.7	15.0	16.6	17.9
偿债能力					
资产负债率(%)	24.2	23.5	20.5	18.8	16.4
净负债比率(%)	-33.0	-25.5	-20.5	-23.6	-26.9
流动比率	2.6	2.6	2.7	3.0	3.6
速动比率	2.2	2.0	2.0	2.2	2.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	4.8	4.2	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	1.5	1.4	3.6	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.55	0.72	0.90	1.12
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.41	0.78	0.98	1.15
每股净资产(最新摊薄)	3.85	3.89	4.16	4.80	5.61
估值比率					
P/E	38.0	27.1	20.6	16.4	13.2
P/B	3.8	3.8	3.6	3.1	2.6
EV/EBITDA	26.4	19.3	14.5	11.3	9.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%～+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn