

买入（首次）

致力于打造研产销三位一体的药械企业

福元医药（601089）深度报告

2023年3月16日

投资要点：

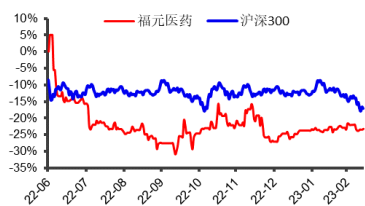
分析师：魏红梅
SAC 执业证书编号：
S0340513040002
电话：0769-22119410
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：谢雄雄
SAC 执业证书编号：
S0340121110002
电话：0769-22110925
邮箱：
xiexiongxiiong@dgzq.com.cn

主要数据 2023年3月15日

收盘价(元)	16.24
总市值(亿元)	77.95
总股本(亿股)	4.80
流通股本(亿股)	1.20
ROE(加权)	26.18%
12月最高价(元)	22.10
12月最低价(元)	14.26

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **公司是致力于打造研产销三位一体的药械企业。**公司自设立以来，以“专注医药领域，共创健康人生”为使命，致力于打造研发、生产、销售三位一体的核心竞争优势，不断发展壮大。截至2022年6月末，公司拥有复方 α -酮酸片、奥美沙坦酯片、盐酸曲美他嗪片、氯沙坦钾氢氯噻嗪片、盐酸莫西沙星片、匹维溴铵片、黄体酮软胶囊等9个国内首仿产品。主要产品在细分领域市场排名位居国内厂商前列或呈现较好的增长趋势，具备较强的市场竞争力。
- **公司产品所在细分用药领域市场规模有望持续扩增。**公司产品品类丰富，公司围绕心血管系统类、慢性肾病类、皮肤病类、消化系统类、糖尿病类、精神神经系统类、妇科类药物等领域，打造了丰富的产品管线。受益于我国经济高速发展、人口老龄化程度提升、居民健康意识增强、国家对医疗健康行业的鼓励政策以及医疗卫生费用总额稳步上升等因素，带动公司产品所在细分用药领域市场规模有望持续扩增。比如在心血管系列类药物领域，根据《中国心血管健康与疾病报告2020概要》估计，2020年全国高血压患者高达2.45亿人。未来随着人口老龄化的加速，心血管疾病患病人数仍将出现增长，未来心血管系统类药物用药需求有望持续提升。
- **公司研发实力较强，在研储备丰富。**公司已打造四个关键核心技术平台，包括化学合成技术平台、口服固体制剂技术平台、外用制剂技术平台及医疗器械氧疗技术平台，为公司产品研发与生产提供了有力支持。公司药品制剂研发坚持“临床急需、仿创结合”的研发战略，以仿制药研发作为当前研发工作核心任务，逐步进入创新药治疗领域；其中，仿制药方面，公司致力于首仿和快仿针对重大、多发性疾病的临床急需品种，同时逐渐建立“原料药+制剂”一体化研发及量产能力。医疗器械领域公司以临床护理产品为主、家用医疗产品为辅进行微创新，并在有条件基础上进行全方位创新。截止2022年6月，公司已有23个品种通过一致性评价或视同通过一致性评价；仿制药制剂在研项目23个、创新药在研项目共5个、医疗器械在研项目4个。公司在研项目储备丰富，形成较强的产品迭代能力，在研储备保障公司未来发展。
- **投资建议：**预计公司2022年、2023年每股收益分别为0.85元和0.94元，对应估值分别为19倍和17倍。公司是致力于打造研产销三位一体的药械企业，产品结构丰富且研发实力较强，在研储备丰富。首次覆盖，给予对公司“买入”评级。
- **风险提示。**市场竞争加剧风险、产品研发风险、药品价格下降风险和一致性评价相关风险等。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。请务必阅读末页声明。

目录

1、公司是致力于打造研产销三位一体的药械企业	4
1.1 公司概况	4
1.2 公司核心产品药品制剂和医疗器械两大类	6
1.3 公司近几年营收和归母净利润保持稳定增长	8
1.4 公司近几年净利率有所提升	10
2、我国药品行业未来有望保持稳定	10
2.1 全球医药行业发展概况	10
2.2 我国医药行业发展概况	11
2.2.1 我国医疗卫生费用整体概况	11
2.2.2 我国药品终端市场销售额概况	11
2.3 公司产品所在细分市场发展概况	12
2.3.1 心血管系统类药物市场发展情况	12
2.3.2 皮肤病类药物市场发展情况	13
2.3.3 消化系统类药物市场发展情况	14
2.3.4 糖尿病类药物市场发展情况	15
2.3.5 抗抑郁药物市场发展情况	15
2.3.6 孕激素类药物市场发展情况	16
3、公司产品品类丰富，在研储备保障公司未来发展	17
3.1 公司产品品类丰富	17
3.2 公司依托多项技术平台，在研产品丰富	17
4、投资建议	19
5、风险提示	20

插图目录

图 1：公司股权结构及其主要子公司（截至 2022 年三季度报末）	4
图 2：公司营收及其同比增速	8
图 3：公司归母净利润及其同比增速	8
图 4：公司营收构成情况（%）	9
图 5：公司期间费用率情况	10
图 6：公司毛利率和净利率情况	10
图 7：2009-2024 年全球医药市场容量（十亿美元）	10
图 8：2010-2021 年我国卫生总费用情况（亿元）	11
图 9：2010-2021 年我国人均卫生费用情况（元）	11
图 10：2013-2020 年我国药品终端市场销售额情况（亿元）	12
图 11：2016-2022H1 年国内样本医院心血管系统类药物销售额情况	12
图 12：2016-2022H1 年国内样本医院皮肤病类药物销售额情况	13
图 13：2016-2022H1 年国内样本医院消化系统类药物销售额情况	14
图 14：2016-2022H1 年国内样本医院糖尿病类药物销售额情况	15
图 15：2016-2022H1 年国内样本医院抗抑郁药物销售额情况	16
图 16：2016-2022H1 年国内样本医院孕激素类药物销售额情况	16

表格目录

表 1：公司核心技术人员团队背景简介	5
表 2：公司主要产品及其适应症和特点	6
表 3：公司打造四个关键核心技术平台概况	18
表 4：公司仿制药主要在研项目情况（截至 2022 年 6 月 30 日）	18
表 5：公司盈利预测简表（截至 2023 年 3 月 15 日）	19

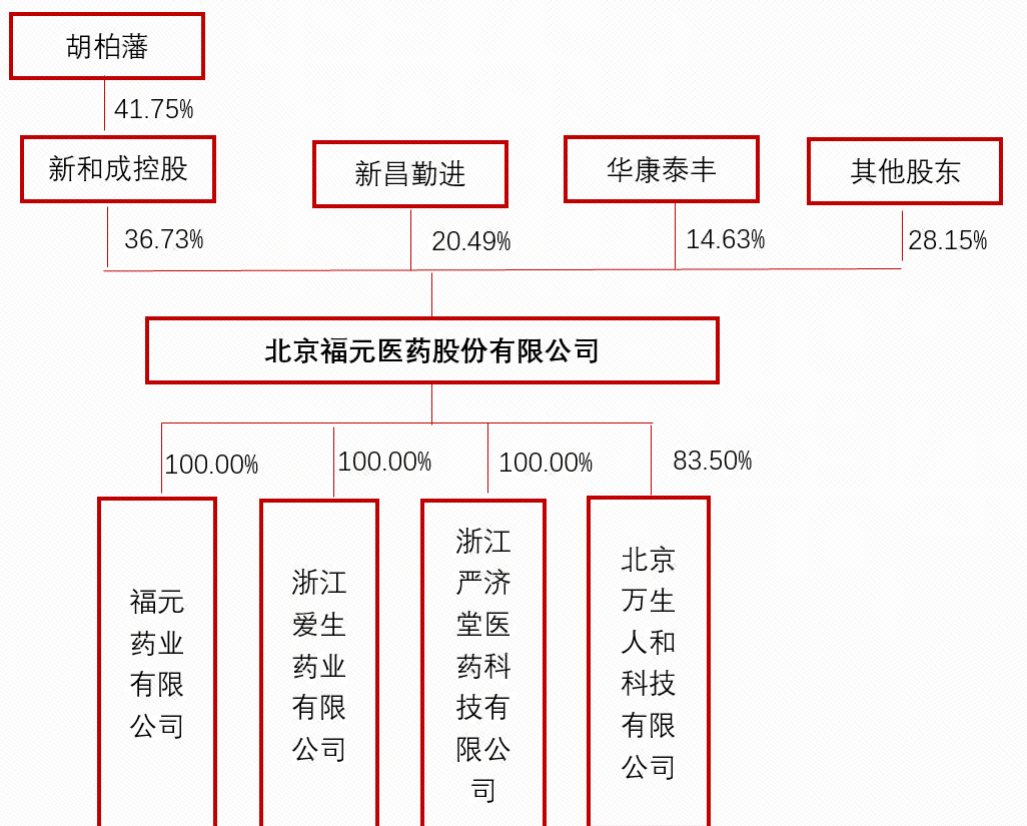
1、公司是致力于打造研产销三位一体的药械企业

1.1 公司概况

公司是一家主要从事药品及医疗器械研发、生产和销售的高新技术企业。公司成立于1999年，总部位于北京，公司于2022年6月在上交所上市。公司产品品类丰富，公司围绕心血管系统类、慢性肾病类、皮肤病类、消化系统类、糖尿病类、精神神经系统类、妇科类药物等领域，打造了丰富的产品管线。截至2022年6月末，公司拥有复方 α -酮酸片、奥美沙坦酯片、盐酸曲美他嗪片、氯沙坦钾氢氯噻嗪片、盐酸莫西沙星片、匹维溴铵片、黄体酮软胶囊等9个国内首仿产品。主要产品在细分领域市场排名位居国内厂商前列或呈现较好的增长趋势，具备较强的市场竞争力。公司共计获得制剂境内药品注册批件152个。公司产品纳入国家医保目录品种共90个，其中医保甲类品种共42个，国家基本药物目录品种46个；公司15个药品制剂主要产品，均已被纳入国家医保目录，其中匹维溴铵片、开塞露、阿卡波糖片、盐酸帕罗西汀片、盐酸文拉法辛缓释胶囊等5个品种为医保甲类品种，阿托伐他汀钙片、匹维溴铵片、开塞露、瑞格列奈片、阿卡波糖片、盐酸帕罗西汀片、盐酸文拉法辛缓释胶囊等7个产品被纳入国家基本药物目录。公司自设立以来，以“专注医药领域，共创健康人生”为使命，致力于打造研发、生产、销售三位一体的核心竞争优势，不断发展壮大。公司已入选北京医药产业跨越发展工程G20企业，荣列中国化药研发实力百强榜、北京民营企业科技创新百强榜，获得行业内外广泛认可。

公司实际控制人为胡柏藩先生。根据Wind数据以及公司招股说明书数据显示，截至2022年三季度末，新和成控股持有公司36.73%股份，是公司控股股东，胡柏藩先生为新和成控股公司实际控制人，也是公司实际控制人。公司拥有福元药业、浙江爱生药业和浙江严剂堂医药科技3个全资子公司，以及控股北京万生人和科技公司。其中全资子公司福元药业主要从事皮肤病类、消化系统类药物的研发、生产和销售，具备软膏剂、乳膏剂、凝胶剂、溶液剂、糖浆剂、酞剂、喷雾剂、片剂等多种剂型的生产能力；浙江爱生药业主要从事妇科类等药品制剂的研发、生产及销售，药品类型涵盖化学药品及中药，并兼有从事保健品业务；严济堂主要从事药品制剂的销售；控股子公司万生人和主要从事医疗器械的生产、研发和销售。

图 1：公司股权结构及其主要子公司（截至 2022 年三季度末）



资料来源：Wind，公司招股说明书，东莞证券研究所

公司核心技术人员深耕行业多年，团队稳定。公司核心技术人员的范围主要包括技术研发负责人、研发部门主要成员、主要知识产权和非专利技术的发明人或设计人等。公司核心技术人员 5 名，分别为黄河、耿玉先、林国良、产运霞、周慷。黄河先生在 1996 年 6 月至 1997 年 12 月，历任北京第二制药厂技术员、技术负责人；1997 年 12 月至 1999 年 8 月，任北京第二制药厂昌盛燕京药业中心总经理；1999 年 8 月至 2002 年 8 月，任北京第二制药厂厂长；2002 年 8 月至 2005 年 6 月，任北京赛科药业有限责任公司董事长、总经理；2005 年 6 至 2008 年 6 月，任北京医药集团有限责任公司副总经理、处方药事业部总裁；2008 年 7 月至 2019 年 4 月，任公司前身万生药业董事长、总经理；2019 年 5 月至今，任公司董事长、总经理。曾获北京市第五届优秀创业企业家等称号；耿玉先先生，1997 年 7 月至 1999 年 2 月，历任北京生物化学制药厂技术员、质量部经理；1999 年 2 月至 2019 年 4 月，历任公司前身万生药业研发部经理、技术总监、副总经理；2019 年 5 月至今，任公司副总经理。在 2015 年获“优秀科技工作者”荣誉称号，2016 年获“通州区科学技术奖”、“北京市科学技术奖”，2018 年入选首批“通州区高层次人才发展支持计划”领军人才。公司其他核心技术人员都加入公司超过十年，公司核心技术团队深耕行业多年，拥有丰富的研发经验。

表 1：公司核心技术人员团队背景简介

姓名	加入公司年份	主要经历及重要科研成果和其他荣誉
----	--------	------------------

黄河	2008年	黄河先生，1996年6月至1997年12月，历任北京第二制药厂技术员、技术负责人；1997年12月至1999年8月，任北京第二制药厂昌盛燕京药业中心总经理；1999年8月至2002年8月，任北京第二制药厂厂长；2002年8月至2005年6月，任北京赛科药业有限责任公司董事长、总经理；2005年6月至2008年6月，任北京医药集团有限责任公司副总经理、处方药事业部总裁；2008年7月至2019年4月，任公司前身万生药业董事长、总经理；2019年5月至今，任公司董事长、总经理。曾获北京市第五届优秀创业企业家等称号。
耿玉先	1999年	耿玉先先生，1997年7月至1999年2月，历任北京生物化学制药厂技术员、质量部经理；1999年2月至2019年4月，历任公司前身万生药业研发部经理、技术总监、副总经理；2019年5月至今，任公司副总经理。在2015年获“优秀科技工作者”荣誉称号，2016年获“通州区科学技术奖”、“北京市科学技术奖”，2018年入选首批“通州区高层次人才发展支持计划”领军人才。
林国良	2011年	林国良先生，博士研究生学历，高级工程师（教授级）。1993年8月至1999年8月，任中国科学院感光化学所助理工程师；2003年7月至2011年10月，任GlaxoSmithKline（美国）资深研究员；2011年10月至2019年4月，任公司前身万生药业首席科学家；2019年5月至今，任公司首席科学家兼创新中心主任。在2012年当选通州区科技创新人才；在国内外相关期刊杂志中发表多篇SCI文章。
产运霞	2006年	产运霞女士，本科学历，工程师。2001年9月至2004年12月，历任北京市福瑞康正医药技术研究所研究员、质控室主任；2005年1至2006年7月，任北京协和医药进出口有限公司药品注册经理；2006年7月至2019年4月，历任公司前身万生药业研发项目经理、研发部经理、研发总监；2019年5月至今，任公司研发总监。于2012年获通州“优秀科技带头人”奖，2016年获“通州区科学技术奖”、“北京市科学技术奖”，2017年入选首批“通州区高层次人才发展支持计划”领军人才，2018年获“通州科技创新人才奖”。
周慷	2012年	周慷先生，硕士研究生学历。2012年11月至今，历任公司子公司万生人和研发工程师、项目经理、器械研究院院长。

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

1.2 公司核心产品药品制剂和医疗器械两大类

公司核心产品药品制剂和医疗器械两大类。公司产品品类丰富，药品制剂目前主要涵盖心血管系统类、慢性肾病类、皮肤病类、消化系统类、糖尿病类、精神神经系统类、妇科类等多个产品细分领域，拥有氯沙坦钾氢氯噻嗪片、奥美沙坦酯片、替米沙坦片、盐酸曲美他嗪片、阿托伐他汀钙片、复方 α -酮酸片、哈西奈德溶液、匹维溴铵片、开塞露、瑞格列奈片、格列齐特缓释片、阿卡波糖片、盐酸帕罗西汀片、盐酸文拉法辛缓释胶囊、黄体酮软胶囊等多个核心产品；公司医疗器械业务以加湿吸氧装置为主，主要产品包括一次性使用吸氧管等。

表 2：公司主要产品及其适应症和特点

序号	治疗领域	产品名称	适应症	特点和优势
----	------	------	-----	-------

1	心血管系统类产品	氯沙坦钾氢氯噻嗪片	本品适用于治疗高血压，适用于联合用药治疗的患者	该产品是第一个血管紧张素II受体（AT1受体）拮抗剂氯沙坦和利尿剂氢氯噻嗪组合的复方制剂，对轻中度高血压降压作用强、平稳而持久，不良反应少，服用方便，患者有良好的耐受性，已进入国家医保目录；发行人该产品为国内首仿产品
2		奥美沙坦酯片	本品适用于高血压的治疗	该产品是一线、长效的降压药物，已进入国家医保目录；发行人该产品为国内首仿产品
3		替米沙坦片	本品适用于高血压的治疗、降低心血管风险	该产品降压效果显著且作用持久，耐受性良好，不良反应风险低，可有效避免血压过度波动所带来的器官损伤，已进入国家医保目录
4		盐酸曲美他嗪片	本品适用于对一线抗心绞痛治疗控制不佳或无法耐受的稳定性心绞痛成年患者的对症治疗	该产品对防治心绞痛有较好的作用，用药后对心率和血压无影响，已进入国家医保目录
5		阿托伐他汀钙片	本品适用于高胆固醇血症、冠心病的治疗	该产品是中国临床使用降脂幅度领先的他汀类药物，降低冠心病患者临床终点事件证据充分，并且具有良好的肝脏肾脏安全性，已进入国家医保目录
6	慢性肾病类产品	复方α-酮酸片	本品配合低蛋白饮食，适用于预防和治疗因慢性肾功能不全而造成蛋白质代谢失调引起的损害	该产品为氨基酸类营养治疗药，在尿毒症患者中广泛应用，已进入国家医保目录；公司产品为国内首仿产品
7	皮肤病类产品	哈西奈德溶液	本品适用于接触性湿疹、异位性皮炎、神经性皮炎、面积不大的银屑病、硬化性萎缩性苔癣、扁平苔癣、盘状红斑性狼疮、脂溢性皮炎（非面部）、肥厚性瘢痕	该产品已进入国家医保目录，外用，可治疗部分常见皮肤疾病
8	消化系统类产品	匹维溴铵片	本品适用于对症治疗与肠道功能紊乱有关的疼痛、排便异常和胃肠不适；对症治疗与胆道功能紊乱有关的疼痛；为钡灌肠做准备	该产品为国内首仿产品，且已进入国家医保目录，是一种优质的胃肠道系统疾病常用药物
9		开塞露	本品适用于小儿及年老体弱者便秘的治疗	该产品已进入国家医保目录，外用，可较为有效地润肠通便
10	妇科类产品	黄体酮软胶囊	本品适用于先兆流产和习惯性流产、经前期紧张综合症、无排卵型功血和无排卵型闭经、与雌激素联合使用治疗更年期综合症	该产品为国内首仿产品，已进入国家医保目录

11	糖尿病类产品	瑞格列奈片	本品适用于饮食控制、减轻体重及运动锻炼不能有效控制其高血糖的 2 型糖尿病（非胰岛素依赖型）患者	该产品吸收及代谢较快，使用风险较小，已进入国家医保目录
12		格列齐特缓释片	本品适用于当单用饮食疗法、运动治疗和减轻体重不足以控制血糖水平的成人 II 型糖尿病的治疗	该产品具有独立于降糖作用之外的心血管保护作用，且安全性高，已进入国家医保目录
13		阿卡波糖片	本品适用于 2 型糖尿病以及降低糖耐量低减者的餐后血糖治疗	该产品对降低餐后血糖具有良好的效果，可降低心血管发病危险，同时该产品长期有效，使用安全，已进入国家医保目录
14	精神神经系统类产品	盐酸帕罗西汀片	本品适用于治疗抑郁症、强迫症、伴有或不伴有广场恐怖的惊恐障碍、社交恐怖症/社交焦虑症	该产品是治疗抑郁症的优选药物，且已进入国家医保目录
15		盐酸文拉法辛缓释胶囊	本品适用于治疗各种类型抑郁症（包括伴有焦虑的抑郁症）及广泛性焦虑症	该产品是治疗抑郁症急性期推荐的药物，是治疗抑郁症的一线药物，已进入国家医保目录
16	加湿吸氧装置	一次性使用吸氧管	氧疗是辅助治疗多种疾病的重要方法之一，本品为患者吸氧时专用医疗器械	相较于使用入水湿化的竞品，该产品使用了表面湿化技术，降低了患者被感染风险，是《成人氧气疗法护理实践指南》推荐的氧疗方式

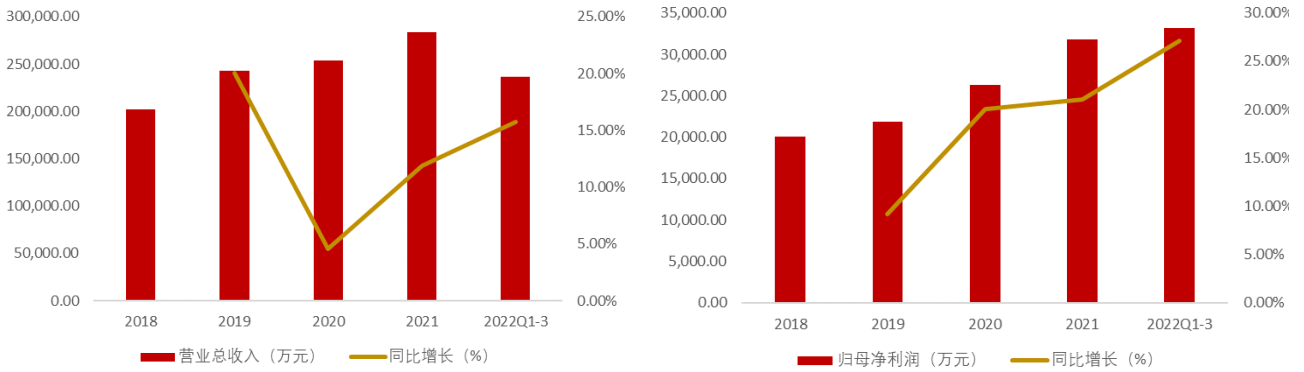
资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

1.3 公司近几年营收和归母净利润保持稳定增长

公司近几年营收和归母净利润保持稳定增长。2018-2021 年，公司营收从 20.20 亿元增长至 28.38 亿元，GAGR 为 12.00%；公司归母净利润从 2.00 亿元增长至 3.18 亿元，归 GAGR 为 16.65%，公司近几年营收和归母净利润保持稳定增长。公司 2020 年业绩增速有所下滑，主要原因是受疫情影响，公司药品制剂业务营收增速有所下滑，以及因为医院住院床位周转率较 2019 年有所下降，导致公司一次性使用吸氧管产品以销售数量以及销售价格均有所下降。2022 年前三季度，公司营收为 23.66 亿元，同比增长 15.77%，归母净利润为 3.31 亿元，同比增长 27.12%，随着疫情得到控制，公司营收和归母净利润有望继续保持稳定增长。

图 2：公司营收及其同比增速

图 3：公司归母净利润及其同比增速

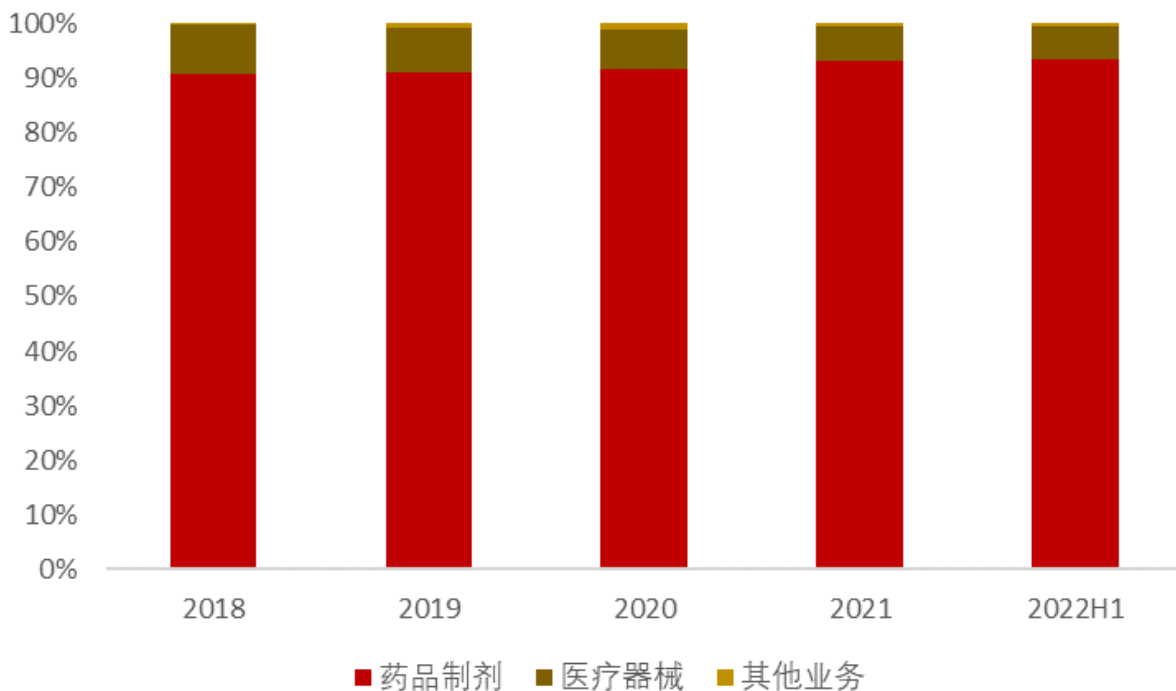


资料来源: Wind, 东莞证券研究所

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

公司主营业务收入主要来源于药品制剂收入。2018-2021年,公司药品制剂业务从18.32亿元增长至26.46亿元,GAGR为13.03%,营收占比从90.70%提升至93.23%,是公司营收主要贡献业务。公司药品制剂产品按适应症领域主要包括心血管系统类产品、慢性肾病类产品、皮肤病类产品、消化系统类产品、糖尿病类产品、精神神经系统类、妇科类产品等,公司的心血管系统类药物品种较为丰富,主要产品为氯沙坦钾氢氯噻嗪片、奥美沙坦酯片、替米沙坦片、盐酸曲美他嗪片(含缓释剂型)等,心血管系统类药品制剂收入占药品制剂业务收入超过30%。受疫情影响,医院住院床位周转率较有所下降,导致公司医疗器械产品一次性使用吸氧管产品销售数量以及销售价格均有所下降,医疗器械业务收入受疫情影响较大,导致近几年医疗器械业务营收占比有所下降。公司其他产品销售收入主要系氨糖软骨素钙片等保健品产品,占公司主营业务收入比例较小。

图4: 公司营收构成情况 (%)

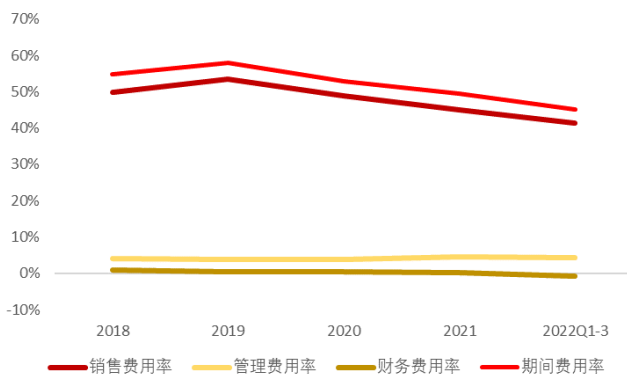


资料来源: Wind, 东莞证券研究所

1.4 公司近几年净利率有所提升

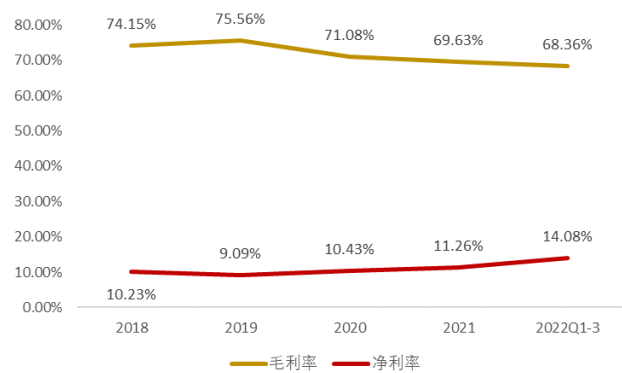
公司近几年期间费用率有所下降，毛净利率提升。公司 2018-2022Q1-3 的期间费用率分别为 54.82%、57.85%、52.95%、49.48%和 45.09%；毛利率分别为 74.15%、75.56%、71.08%、69.63%和 68.36%；净利率分别为 10.23%、9.09%、10.43%、11.26%和 14.08%。2020 年公司主营业务毛利率较 2019 年略有下降，主要系公司部分产品中标国家药品带量采购，销售价格有所下降，同时公司 2020 年执行新收入准则，将原在销售费用中列报的装卸运保费调整至主营业务成本进行列报所致。2021 年公司主营业务毛利率较 2020 年略有下降，主要系公司部分产品中标国家药品带量采购导致价格下降所致。公司期间费用率主要由销售费用率构成，随着“两票制”政策的全面实施，公司主动适应行业政策变化，使得公司销售费用率有所降低，带动公司净利率有所提升。

图 5：公司期间费用率情况



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 6：公司毛利率和净利率情况



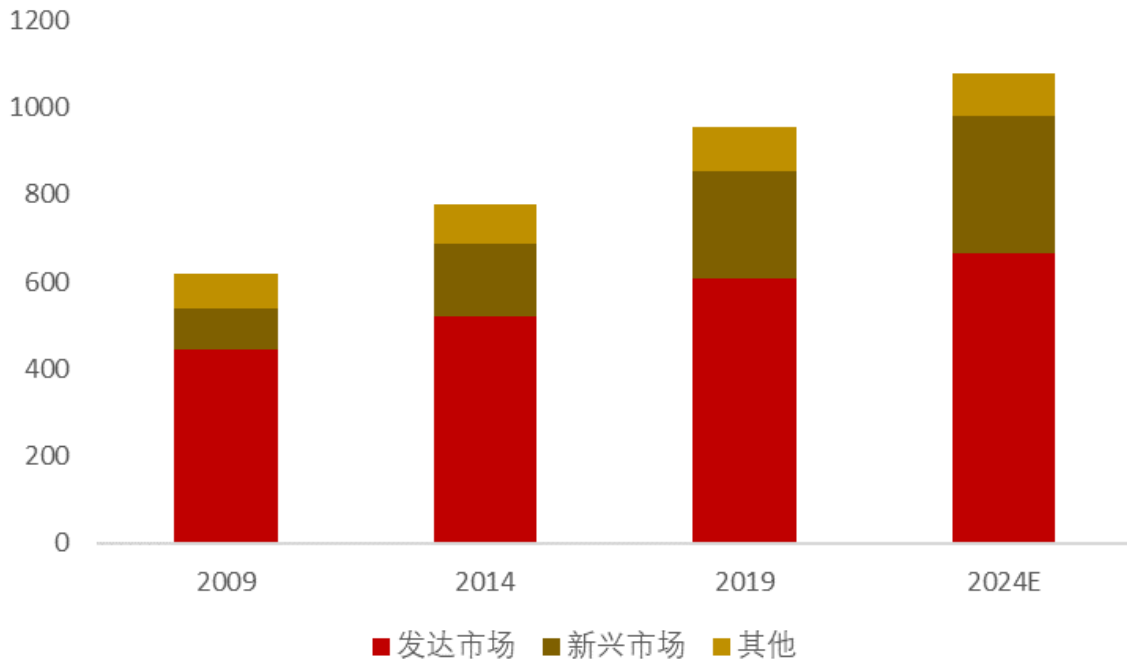
资料来源：Wind，东莞证券研究所

2、我国药品行业未来有望保持稳定

2.1 全球医药行业发展概况

全球医药市场规模稳步增长，新兴医药市场规模扩增更快。在全球经济发展、人口总量增长、社会老龄化程度提高、健康观念强化的大背景下，年来全球医药市场规模稳步增长。从区域市场结构情况来看，以欧美等为代表的发达国家医药市场仍占据全球药品消费的主导地位，但其增长速度较为缓慢。而以中国、巴西和印度等国家为代表的新兴医药市场受益于较高的经济增速、人口数量增长、政府投入增加、发达国家原研药物专利到期等有利因素，整体发展较快。根据世界卫生组织统计，全球人均卫生支出自 2015 年的 823 美元增长至 2018 年的 926 美元，期间复合增长率达 4.01%。在全球卫生支出增长的背景下，全球医药市场亦随之扩容，据 IQVIA 统计，2019 年全球医药市场规模为 9,550.00 亿美元，预计到 2024 年该数字将超过 11,150.00 亿美元，期间复合增长率达 3.15%。

图 7：2009-2024 年全球医药市场容量（十亿美元）



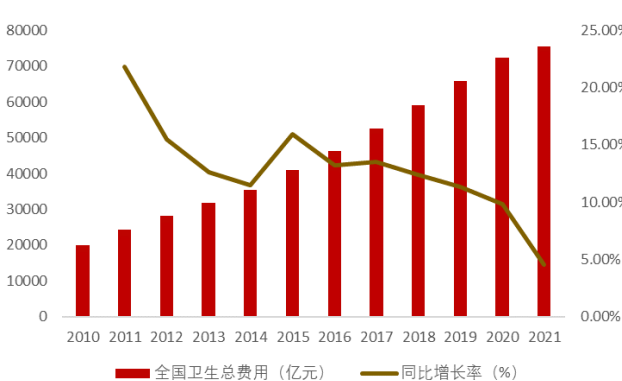
资料来源：公司招股说明书，IQVIA，东莞证券研究所

2.2 我国医药行业发展概况

2.2.1 我国医疗卫生费用整体概况

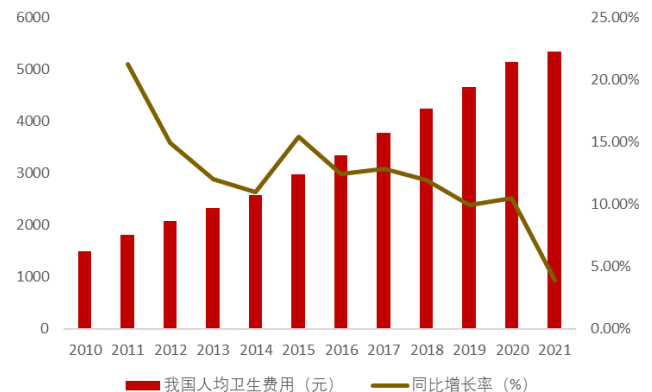
我国医疗卫生费用总额稳步上升。2010 年我国医疗卫生总费用为 19,980 亿元，2021 年上升至 75,594 亿元，期间复合增长率达 12.86%；2010 年我国人均卫生费用为 1,490 元，2021 年上升至 5,348 元，期间复合增长率达 12.32%。受益于我国经济高速发展、人口老龄化程度提升、居民健康意识增强、国家对医疗健康行业的鼓励政策等因素，我国医疗卫生费用总额稳步上升。

图 8：2010-2021 年我国卫生总费用情况（亿元）



资料来源：国家卫健委，东莞证券研究所

图 9：2010-2021 年我国人均卫生费用情况（元）



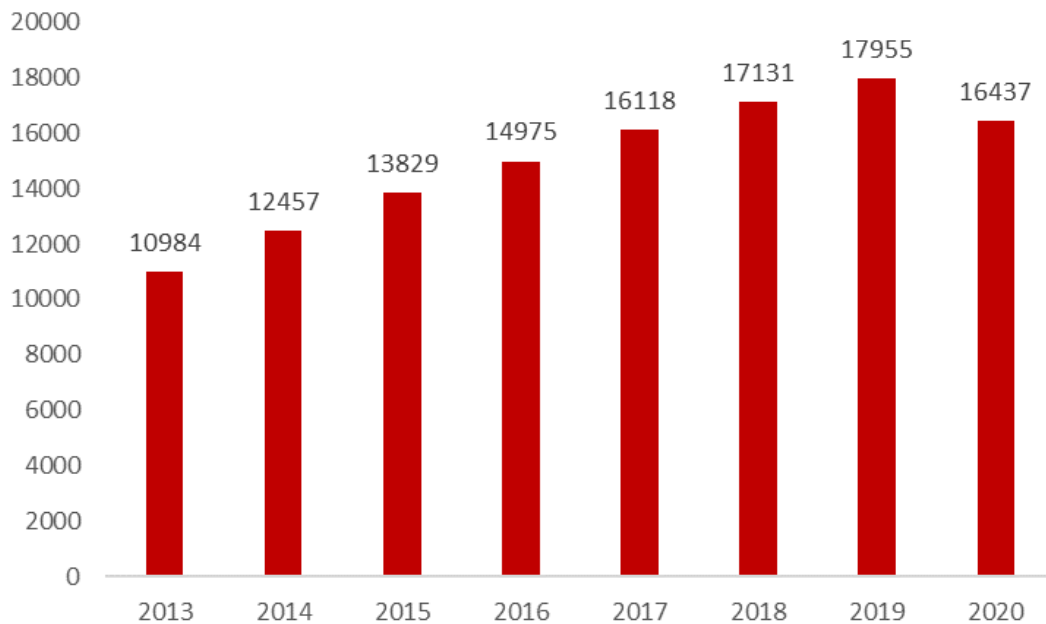
资料来源：国家卫健委，东莞证券研究所

2.2.2 我国药品终端市场销售额概况

未来我国药品行业有望保持稳定的发展。近年来国家出台了一系列产业政策促进并保障行业健康发展，逐步构建起覆盖城乡居民的基本卫生医疗体系，建立社会化管理的医疗

保障制度，整体医药市场不断扩容，根据《2021 年度中国医药市场发展蓝皮书》统计，我国药品终端市场销售额从 2013 年约 10,984 亿元上升至 2019 年约 17,955 亿元，复合增长率约达 7.27%。2020 年，我国药品终端市场销售额为 16,437 亿元，较 2019 年有所下滑，主要系国家执行带量采购致药品销售价格降低所致。近年以来我国医药行业不断创新，我国药品行业有望以持续创新、持续研发为主题，以国产化为目标，实现行业的整体升级，未来我国药品行业有望保持稳定的发展。

图 10：2013-2020 年我国药品终端市场销售额情况（亿元）



资料来源：《2021 年度中国医药市场发展蓝皮书》，公司招股说明书，东莞证券研究所

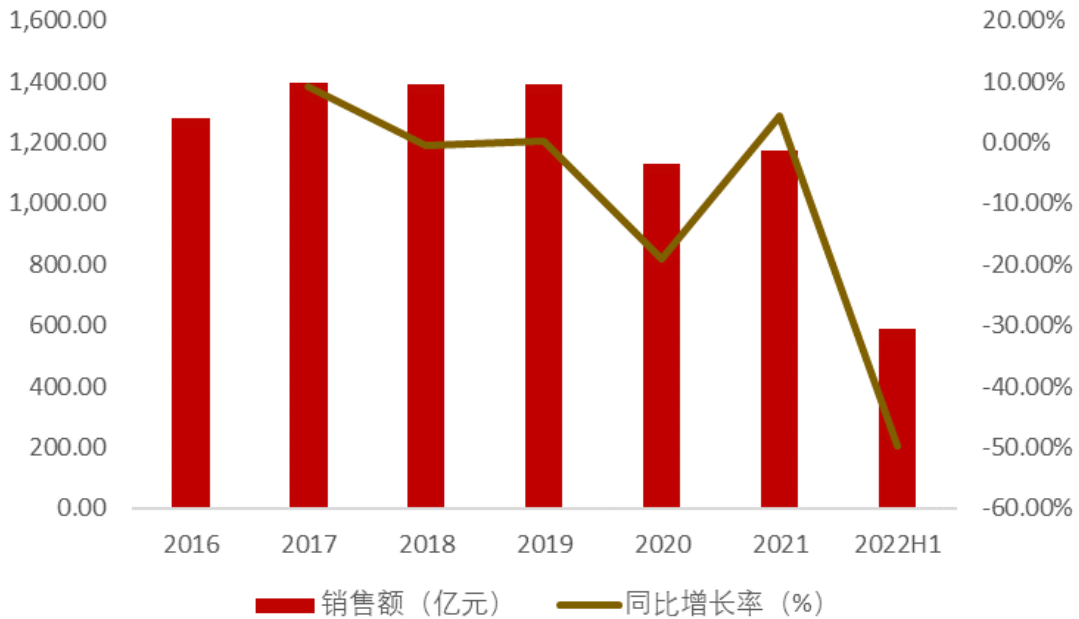
2.3 公司产品所在细分市场发展概况

公司拥有较为丰富的产品线。公司药品制剂产品按适应症领域主要包括心血管系统类产品、慢性肾病类产品、皮肤病类产品、消化系统类产品、糖尿病类产品、精神神经系统类、妇科类产品以及加湿吸氧装置等医疗器械。

2.3.1 心血管系统类药物市场发展情况

未来心血管系统类药物用药需求有望持续提升。心血管疾病属于病程长、且通常情况下发展缓慢的疾病，具有发病率、病死率、致残率高，而知晓率、治疗率、控制率低的“三高三低”的特点，可伴有心、脑、肾等器官的功能或器质性损害的临床综合征，是 50 岁以上中老年人健康的常见病。在市场规模方面，根据药智网数据显示，2016 年-2019 年样本医院心血管系统类药物总体市场销售额呈增长趋势，2020 年市场规模有所下滑，主要是受国家执行带量采购政策影响，部分心血管系统类药物销售价格降低所致。根据《中国心血管健康与疾病报告 2020 概要》估计，2020 年全国高血压患者高达 2.45 亿人。我国目前人口已经进入深度老龄化阶段，未来随着人口老龄化的加速，心血管疾病患病人数仍将出现增长，未来心血管系统类药物用药需求有望持续提升。

图 11：2016-2022H1 年国内样本医院心血管系统类药物销售额情况



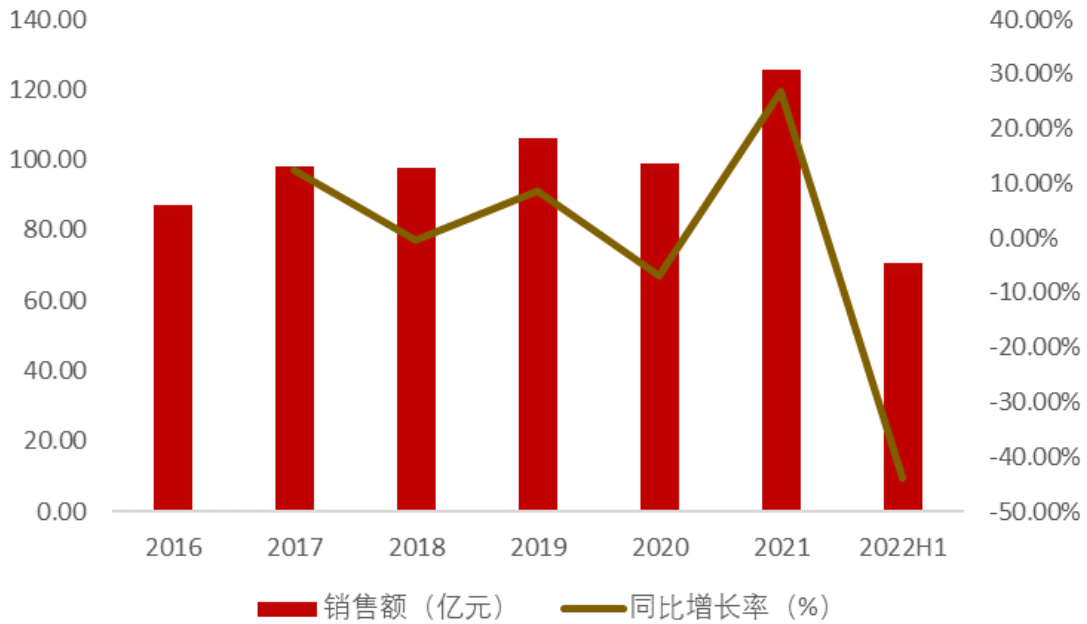
资料来源：药智网，东莞证券研究所

注：药智网样本数据来源包含了 30 个省份，3000 多家医院。

2.3.2 皮肤病类药物市场发展情况

皮肤病类药物市场规模稳步提升。皮肤病是发生在皮肤和皮肤附属器官疾病的总称，引起皮肤病的原因很多，比如感染因素引起的皮肤病，常见症状包括皮疹、水痘、麻疹、风疹、疣等，皮肤病的治疗主要通过药物实现。皮肤病是医学上的常见病、多发病，具有发病范围广、病情种类多、治疗时间长等特征。在市场规模方面，根据药智网数据显示，国内样本医院皮肤病类药物销售额从 2016 年的 87.32 亿元增长到 2021 年的 125.67 亿元，期间复合增长率为 7.55%，市场规模稳步提升。近年来，皮肤病患者数量持续增长，年龄日趋年轻化，且由于皮肤病病情反复，随着我国居民的健康意识不断提升，未来皮肤病用药将会进一步提升。

图 12：2016-2022H1 年国内样本医院皮肤病类药物销售额情况



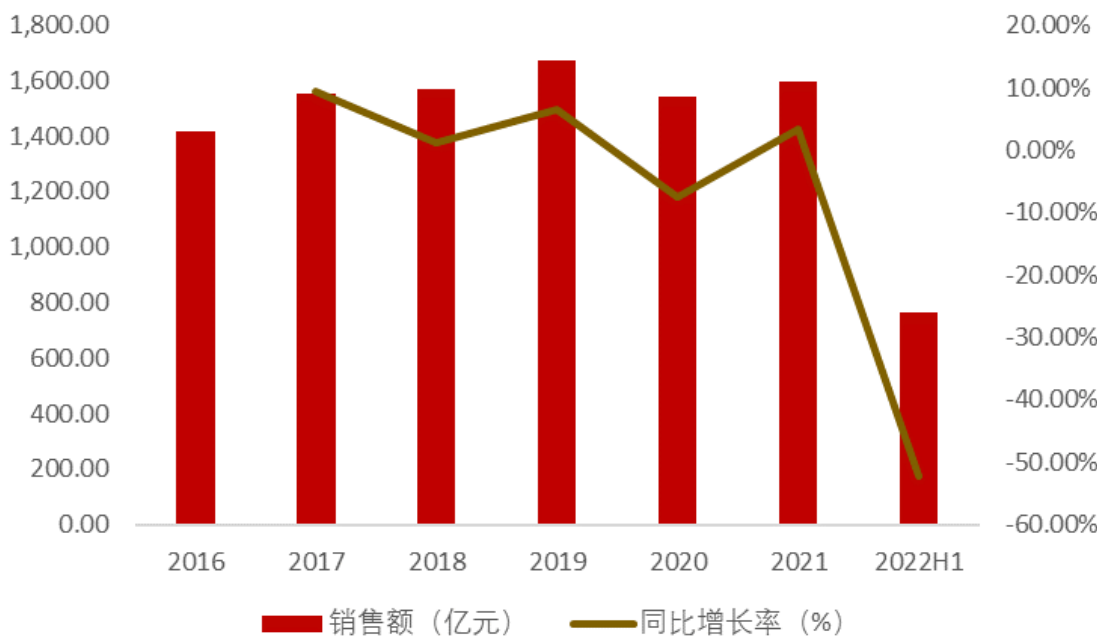
资料来源：药智网，东莞证券研究所

注：药智网样本数据来源包含了 30 个省份，3000 多家医院。

2.3.3 消化系统类药物市场发展情况

近些年消化系统类药物市场规模较为稳定。消化系统疾病属于较常见疾病，病程多且具有反复发作的特点。在市场规模方面，根据药智网数据显示，国内样本医院消化系统疾病类药物销售额从 2016 年的 1417.17 亿元增长到 2021 年的 1596.66 亿元，期间复合增长率为 2.41%。近年来，我国居民生活和工作节奏加快，饮食及作息不规律等因素引起各种消化系统疾病，消化系统疾病患者出现年轻化迹象。

图 13：2016-2022H1 年国内样本医院消化系统类药物销售额情况



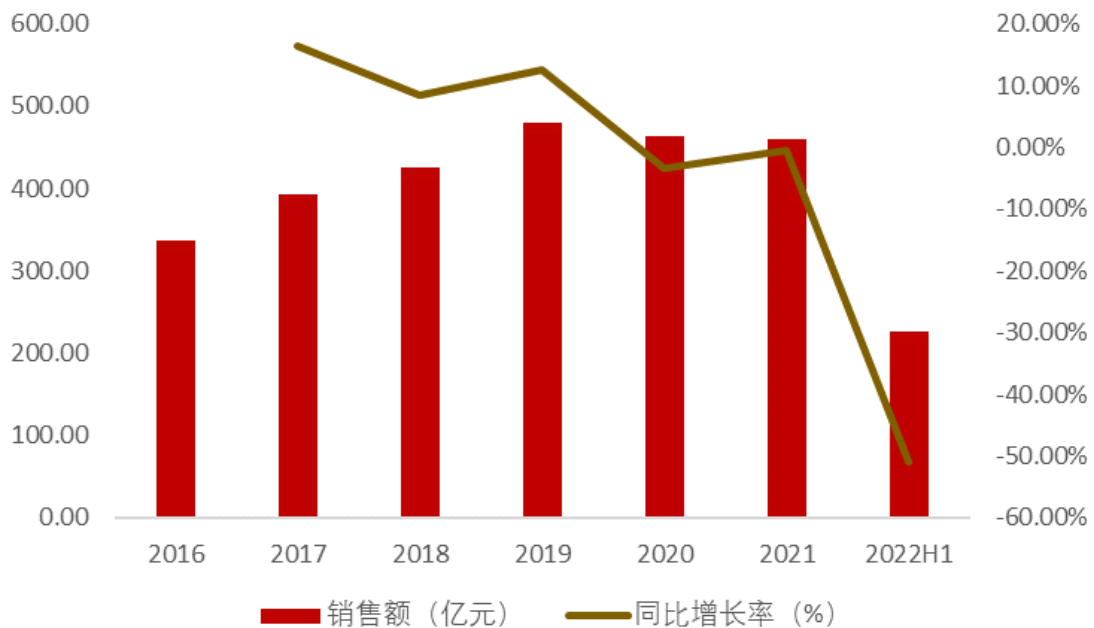
资料来源：药智网，东莞证券研究所

注：药智网样本数据来源包含了 30 个省份，3000 多家医院。

2.3.4 糖尿病类药物市场发展情况

未来糖尿病类药物的需求有望进一步上升。根据 WHO 的糖尿病分类，糖尿病可以被分为 1 型糖尿病、2 型糖尿病、妊娠期糖尿病和其他类型。其中，2 型糖尿病是较为常见的糖尿病类型，其主要病因是胰岛素调控葡萄糖代谢能力的下降（胰岛素抵抗）伴随胰岛 β 细胞功能缺陷所导致的胰岛素分泌减少，从而导致血糖增高。以 2 型糖尿病为例，糖尿病的治疗方式首先为生活方式干预等形式的基础治疗措施，应贯穿于糖尿病治疗的始终。如果单纯生活方式不能使血糖控制达标，应开始药物治疗。在市场规模方面，根据药智网数据显示，国内样本医院糖尿病统疾病类药物销售额从 2016 年的 336.76 亿元增长到 2021 年的 460.21 亿元，期间复合增长率为 6.45%。随着我国城市化进程的提速和生活节奏的加快所带来的不健康生活方式增多，以及人口老龄化的深入，我国糖尿病患者人数预计持续增加，未来糖尿病类药物的需求有望进一步上升。

图 14：2016-2022H1 年国内样本医院糖尿病类药物销售额情况



资料来源：药智网，东莞证券研究所

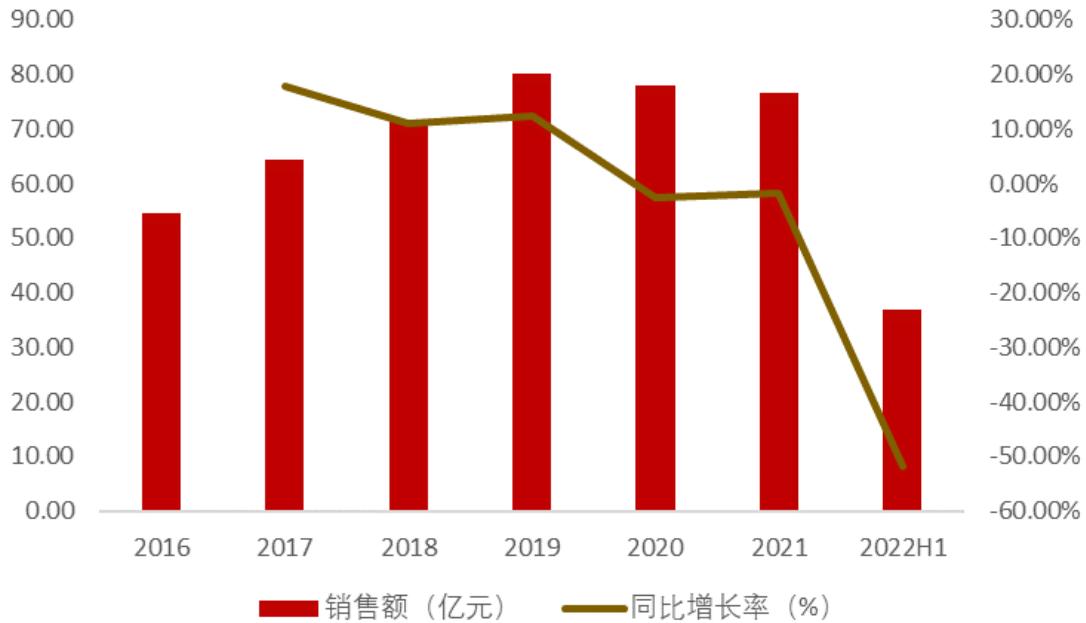
注：药智网样本数据来源包含了 30 个省份，3000 多家医院。

2.3.5 抗抑郁药物市场发展情况

未来我国抗抑郁药物市场规模仍有较大增长的空间。抑郁症，是一类精神疾病，其临床表现为显著而持久的缺乏客观原因的情绪低落、思维迟缓、意志活动减退等，并通常伴随失眠、头痛等症状。在市场规模方面，根据药智网数据显示，国内样本医院抗抑郁药物销售额从 2016 年的 54.58 亿元增长到 2021 年的 76.60 亿元，期间复合增长率为 7.01%。长期的中度或重度抑郁症可能成为一个严重的疾患，并对患者的日常生活产生极大影

响，且抑郁症诱发的心理障碍严重时可能导致患者产生自杀倾向。抑郁症由于症状不易察觉，且卫生知识普及尚不全面，长期以来较为严重影响人类健康但未受到应有的重视。考虑到我国目前对抑郁症的诊断率和抑郁症患者接受正规药物治疗比率均较低，我国抗抑郁药物市场规模未来仍有较大增长的空间。

图 15：2016-2022H1 年国内样本医院抗抑郁药物销售额情况



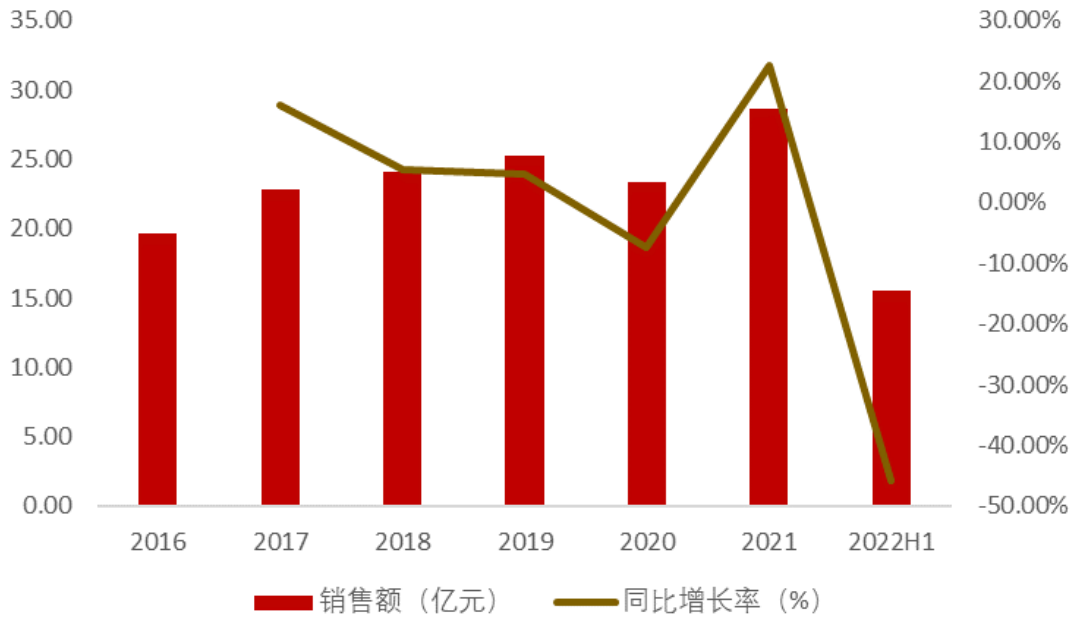
资料来源：药智网，东莞证券研究所

注：药智网样本数据来源包含了 30 个省份，3000 多家医院。

2.3.6 孕激素类药物市场发展情况

在鼓励生育人口政策下，未来孕激素类药物市场需求有望进一步提升。先兆流产是困扰女性健康的一大类疾病，先兆流产一般由染色体异常或母体因素造成，其中孕激素水平异常是造成先兆流产的重要因素之一。如孕妇孕激素水平低，一般可选用孕激素支持治疗。在市场规模方面，根据药智网数据显示，国内样本医院孕激素类药物销售额从 2016 年的 19.68 亿元增长到 2021 年的 28.63 亿元，期间复合增长率为 7.79%。随着国内人口老龄化的加速，未来鼓励生育的政策有望不断出台，孕激素类药物市场需求有望进一步提升。

图 16：2016-2022H1 年国内样本医院孕激素类药物销售额情况



资料来源：药智网，东莞证券研究所

注：药智网样本数据来源包含了 30 个省份，3000 多家医院。

3、公司产品品类丰富，在研储备保障公司未来发展

3.1 公司产品品类丰富

公司产品品类丰富，多项产品被纳入国家医保目录。截止 2022 年 6 月，公司共计获得制剂境内药品注册批件 152 个。公司产品纳入国家医保目录品种共 90 个，其中医保甲类品种共 42 个，国家基本药物目录品种 46 个；公司 15 个药品制剂主要产品均已被纳入国家医保目录，其中匹维溴铵片、开塞露、阿卡波糖片、盐酸帕罗西汀片、盐酸文拉法辛缓释胶囊等 5 个品种为医保甲类品种，阿托伐他汀钙片、匹维溴铵片、开塞露、瑞格列奈片、阿卡波糖片、盐酸帕罗西汀片、盐酸文拉法辛缓释胶囊等 7 个产品被纳入国家基本药物目录。

公司产品市场竞争力较强。公司拥有多个国内首仿药物如复方 α -酮酸片、奥美沙坦酯片、盐酸曲美他嗪片、氯沙坦钾氢氯噻嗪片、盐酸莫西沙星片、匹维溴铵片、黄体酮软胶囊等。公司生产的氯沙坦钾氢氯噻嗪片 2007 年获批上市，是国内首仿产品。该产品已于 2020 年 9 月通过一致性评价，是国内首个通过一致性评价的产品，公司该产品近几年市场份额呈现较快上升趋势，2021 年上半年公立医院市场占有率为 25.94%，在国内厂商中排名第一。主要产品在细分领域市场排名位居国内厂商前列或呈现较好的增长趋势，具备较强的市场竞争力。

3.2 公司依托多项技术平台，在研产品丰富

公司已经打造四个关键核心技术平台。公司主要产品包括药品制剂及医疗器械，其中药品制剂包括片剂、胶囊剂、软胶囊剂等多个口服固体制剂品种以及软膏剂、乳膏剂、凝胶剂等外用制剂品种，同时公司部分品种具备配套的原料药生产能力。公司已打造四个关键核心技术平台，包括化学合成技术平台、口服固体制剂技术平台、外用制剂技术平

台及医疗器械氧疗技术平台，其中化学合成技术平台主要服务于公司原料药生产；口服固体制剂技术主要服务于公司片剂、胶囊剂、软胶囊剂等多个剂型制剂的生产；外用制剂主要是将药物应用于皮肤表面或黏膜的制剂，四大技术平台为公司产品研发与生产提供了有力支持。

表 3：公司打造四个关键核心技术平台概况

技术平台名称	主要用途	核心技术
化学合成技术平台	主要服务于公司原料药生产	手性药物合成技术、催化氢化合成技术、连续化生产技术和结晶控制技术等。
口服固体制剂技术平台	主要服务于公司片剂、胶囊剂、软胶囊剂等多个剂型制剂的生产	缓控释制剂技术、难溶性药物制备技术、多组分药物制剂技术、粉体学控制技术
外用制剂技术平台	主要是将药物应用于皮肤表面或黏膜的制剂	乳化分散技术、热熔胶炼合技术和含药微米储库抑晶技术
医疗器械氧疗技术平台	主要用于临床氧气疗法	表面湿化工艺

资料来源：公司招股说明书，东莞证券研究所

公司研发实力较强，在研储备丰富。公司基于对行业和市场的了解，分析和预判市场需求，并充分考虑现有产品结构和自身研发能力等因素，药品制剂方面主要在心血管系统类、糖尿病类、精神神经系统类、消化系统类、抗感染类及皮肤病类药物等领域进行研发布局，医疗器械方面基于现有产品及市场进行延伸。公司药品制剂研发坚持“临床急需、仿创结合”的研发战略，以仿制药研发作为当前研发工作核心任务，逐步进入创新药治疗领域；其中，仿制药方面，公司致力于首仿和快仿针对重大、多发性疾病的临床急需品种，同时逐渐建立“原料药+制剂”一体化研发及量产能力。医疗器械领域公司以临床护理产品为主、家用医疗产品为辅进行微创新，并在有条件基础上进行全方位创新。截止 2022 年 6 月，公司已有 23 个品种通过一致性评价或视同通过一致性评价；仿制药制剂在研项目 23 个、创新药在研项目共 5 个、医疗器械在研项目 4 个。公司在研项目储备丰富，形成较强的产品迭代能力，在研储备保障公司未来发展。

表 4：公司仿制药主要在研项目情况（截至 2022 年 6 月 30 日）

品种名称	类型	适应症	研发进展
盐酸氨基葡萄糖胶囊	仿制药	预防/治疗关节炎	审评审批
沙格列汀片	仿制药	降血糖	审评审批
磷酸特地唑胺片	仿制药	抗感染	审评审批
盐酸帕罗西汀肠溶缓释片	仿制药	抗抑郁	审评审批
复方 α-酮酸片	一致性评价	肾病	审评审批
黄体酮软胶囊	一致性评价	性激素	审评审批
沙格列汀甲双胍缓释片	仿制药	降血糖	审评审批
他克莫司软膏	仿制药	特异性皮炎	审评审批
磷酸西格列汀片	仿制药	降血糖	审评审批
奥硝唑片	一致性评价	抗感染	审评审批
替米沙坦氢氯噻嗪片	仿制药	降血压	审评审批
氟伐他汀钠缓释片	仿制药	降血脂	临床研究

依折麦布辛伐他汀片	仿制药	降血脂	临床研究
地奈德乳膏	仿制药	湿疹皮炎	临床研究
阿仑膦酸钠片	一致性评价	骨质疏松	临床研究
西洛他唑片	仿制药	改善慢性动脉闭塞 症, 预防脑梗死	临床研究

资料来源：公司 2022 年半年报，东莞证券研究所

4、投资建议

首次覆盖，给予公司“买入”评级。预计公司 2022 年、2023 年每股收益分别为 0.85 元和 0.94 元，对应估值分别为 19 倍和 17 倍。公司是致力于打造研产销三位一体的药械企业，产品结构丰富且研发实力较强，在研储备丰富。首次覆盖，给予对公司“买入”评级。

表 5：公司盈利预测简表（截至 2023 年 3 月 15 日）

科目（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,838	3278	3,815	4473
营业总成本	2,476	2797	3,286	3888
营业成本	862	1,064	1,273	1,533
营业税金及附加	31	35	41	48
销售费用	1274	1327	1507	1722
管理费用	126	147	168	192
财务费用	4	-23	-27	-31
研发费用	180	246	324	425
公允价值变动净收益	0	0	0	0
资产减值损失	(10)	(9)	(11)	(13)
营业利润	364	475	522	576
加：营业外收入	7	5	6	5
减：营业外支出	2	7	5	6
利润总额	369	473	524	576
减：所得税	50	64	71	78
净利润	320	409	453	498
减：少数股东损益	1	2	2	2
归母公司所有者的净利润	318	408	451	497
摊薄每股收益(元)	0.66	0.85	0.94	1.03
PE（倍）	24.61	19.11	17.28	15.77

资料来源：iFinD，东莞证券研究所

5、风险提示

（1）市场竞争加剧风险。公司产品品类丰富，主要产品已在细分市场形成一定竞争优势，但如果行业内竞争对手未来推出更具疗效优势或性价比优势的产品，甚至是升级换代的新产品，将削弱公司的现有优势。

（2）产品研发风险。公司的长期竞争力取决于新产品的成功研发和后续的产业化。公司通过持续研发以期不断有新产品推向市场，从而实现发展战略，并提高行业竞争力。药品制剂及医疗器械研发具有资金投入大、技术难度高、试验周期长等特点，期间还有可能受到国家药品或医疗器械注册管理法规调整的影响，研发各个阶段皆存在失败的风险。

（3）药品价格下降风险。近年来，随着医保目录调整、一致性评价和带量采购等政策的相继出台，部分药品的终端招标采购价格逐渐下降，竞争日益激烈，公司产品未来可能面临销售价格下降风险，从而对公司产品销售和盈利水平产生不利影响。

（4）一致性评价相关风险。根据相关规定，化学药品新注册分类实施前批准上市的仿制药，凡未按照与原研药品质量和疗效一致原则审批的，均须开展一致性评价。化学药品新注册分类实施前批准上市的含基本药物品种在内的仿制药，自首家品种通过一致性评价后，其他药品生产企业的相同品种原则上应在3年内完成一致性评价。对同品种药品通过一致性评价的药品生产企业达到3家以上的，在药品集中采购等方面，原则上不再选用未通过一致性评价的品种。若公司仿制药产品未能及时完成一致性评价，则在未来将存在相应药品注册批件无法取得再注册和相应药品无法参加国家集中采购的风险，公司相关产品的销售收入将会因此受限。

（5）原材料价格波动的风险。公司产品生产成本中原材料金额占比较大，如未来受国家产业政策、环保政策、市场供求关系等因素影响，公司原材料供给受限或价格持续上涨，将对公司的生产经营造成不利影响。如果未来公司原材料价格出现大幅波动，而公司无法通过相应途径对冲或消化原材料价格波动所带来的损失，则公司的经营业绩将受到不利影响。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券公司、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼
 邮政编码：523000