

创新中药龙头，深化营销改革

康缘药业（600557.SH）首次覆盖报告

证券研究报告

2023年04月23日

核心结论

创新中药龙头。公司坚持以创新驱动发展，拥有中药新药 54 个，其中银杏二萜内酯葡胺注射液作为首个获批上市的特异性 PAF 受体拮抗剂，自 2014 年上市销售以来，销量快速增长，已经成为治疗中风的重磅品种。公司研发管线完备，18 个中药新药处于临床阶段，其中处于 III 期临床的有 3 个；近三年公司保持每年至少获批 1 款中药新药，在“促进中医药传承创新发展”、“中医药振兴”的时代背景下，有望持续受益。

中药智造领军。公司高度重视现代制药新技术在中药生产过程中的应用，以现代中药的“精准制造”来推动中药制造行业的品质革命。通过建设中药智能制造工厂，将质量控制体系内化至每一个生产环节，实现中成药生产全过程“点点一致、段段一致、批批一致”的精准制造。其中桂枝茯苓胶囊药物崩解迅速、生物利用度高、患者顺应性好，相较丸剂生产及质量控制体系更完善，作为中药国际化的代表品种，正在推动 FDA III 期临床试验准备工作。

深化营销改革，优化产品结构。公司目前形成了“临床自营+招商代理+普药分销”三位一体的院内销售模式，在聚焦高端医院和基层市场的基础上，实行医院主管责任制，大力发展独家口服基药品种，其中金振口服液和杏贝止咳颗粒分别用于儿童和成人的止咳祛痰，公司开展了以“金声玉振”“杏好有你”等为代表的兼具品牌联想效应的学术活动，在基层市场形成了以学术驱动销售发展的良性态势。2022 年中旬，公司发布了限制性股票激励计划，2022-2024 年归母净利润增速每年不低于 20%，非注射剂产品营收增速每年不低于 22%，有助于优化产品结构，确保业绩可持续性增长。

盈利预测及投资建议：预计 2023-2025 年归母净利润 5.57/7.05/8.81 亿元，同比增长 28.3%/26.6%/24.9%，对应 EPS0.95/1.21/1.51 元。考虑到公司具有较强的研发实力和营销改革赋予的渠道活力，给予 2023 年 35xPE，对应目标价格 33.36 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：研发创新风险、政策调整风险、成本波动风险

核心数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,649	4,351	5,271	6,332	7,498
增长率	20.3%	19.2%	21.1%	20.1%	18.4%
归母净利润（百万元）	321	434	557	705	881
增长率	21.9%	35.5%	28.3%	26.6%	24.9%
每股收益（EPS）	0.55	0.74	0.95	1.21	1.51
市盈率（P/E）	57.0	42.05	32.78	25.90	20.74
市净率（P/B）	4.3	3.8	3.4	3.0	2.6

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

1 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

公司评级 增持

股票代码 600557.SH

前次评级 --

评级变动 首次

当前价格 31.25

近一年股价走势



分析师

吴天昊 S0800520080002

13262686562

wutianhao@research.xbmail.com.cn

联系人

丁健行

19921317891

dingjianxing@research.xbmail.com.cn

相关研究

索引

内容目录

投资要点	5
关键假设	5
区别于市场的观点	5
股价上涨催化剂	5
估值与目标价	5
康缘药业核心指标概览	6
一、 康缘药业：传承创新发展，现代中药领军	7
1.1 公司概况：厚朴远志，创新争先	7
1.2 股权架构：院士领衔，团队稳定	8
1.3 财务指标：经营稳健，结构向优	9
1.4 股权激励：重视研发销售，优化产品结构	11
二、 顶层利好政策陆续出台，创新中药审批研发加快	12
2.1 中医药政策：坚持中西医并重，促进中医药传承创新发展	12
2.2 中药创新药：研发审批机制持续完善，创新中药实现量增质优	14
2.2.1 研发：研发投入逐年增长，在研管线储备充足	16
2.2.2 审批：上市品种全面开花，审评周期改善明显	18
三、 核心战略品种强基，释放基药品种活力	22
3.1 三大核心品种	22
3.1.1 金振口服液	22
3.1.2 热毒宁注射液	24
3.1.3 银杏二萜内酯葡胺注射液	27
3.2 发展级品种	30
3.2.1 杏贝止咳颗粒	30
3.2.2 桂枝茯苓胶囊	31
3.2.3 复方南星止痛膏	32
3.3 近年上市品种	33
3.3.1 筋骨止痛凝胶	33
3.3.2 银翘清热片	34
3.3.3 散寒化湿颗粒	34
3.3.4 苓桂术甘颗粒	34
3.4 在研立项品种	34
四、 深化营销改革，加大智能制造	35
4.1 营销改革	35

4.2 智能制造	36
五、 盈利预测	37
5.1 关键假设和盈利预测	37
5.2 相对估值	38
5.3 投资建议	38
六、 风险提示	38

图表目录

图 1: 康缘药业核心指标概览图	6
图 2: 公司发展历程	7
图 3: 公司股权架构 (截至 2023Q1)	9
图 4: 2013-2022 年公司营业收入、归母净利润及同比增速	10
图 5: 2017-2022 年公司各业务收入占比	10
图 6: 2017-2022 年公司各剂型收入占比	10
图 7: 2013-2022 年公司毛利率与净利率水平	10
图 8: 2013-2022 年公司各期间费用率	11
图 9: 2013-2022 年公司现金周转情况 (天)	11
图 10: 近三年研发投入超 10 亿的中药企业研发投入情况 (百万元)	16
图 11: 近三年研发投入占比超 7% 的中药企业研发投入占比 (%)	17
图 12: 2021 年中药行业研发人员 TOP20 的企业研发人员数	17
图 13: 2011 年以来创新中药 IND 审评通过数量 (以批准文号计, 下同)	20
图 14: 2011 年以来创新中药 NDA 审评通过数量	20
图 15: 2015 年以来通过 NDA 审评的创新中药大于 1 个的上市许可持有人	20
图 16: 2015 年以来创新中药 NDA 审评通过数量 (按注册分类)	20
图 17: 2015 年以来创新中药 NDA 审评通过数量 (按适应症类型)	21
图 18: 创新中药项目累计研发投入金额 (万元)	21
图 19: 2015 年以来通过 NDA 审评的创新中药 NDA 审评时长 (年)	21
图 20: 2015-2025E 中国三大终端儿科中成药销售额 (亿元)	22
图 21: 2022H1 中国三大终端儿科中成药亚类竞争格局	22
图 22: 2020 年金振口服液在中国公立医疗机构终端渠道格局情况	24
图 23: 2016-2022 年金振口服液销售量及同比增速	24
图 24: 中国公立医疗机构终端呼吸系统疾病中成药销售额	25
图 25: 2021 年中国公立医疗机构终端呼吸系统疾病中成药治疗亚类竞争格局 (亿元)	25
图 26: 2014-2022 年热毒宁注射液销售量及同比增速	26
图 27: 广东等 6 省联盟清热解毒类中药注射剂集采降幅	26
图 28: 中国公立医疗机构终端心脑血管疾病中成药销售额	27
图 29: 2020 年中国公立医疗机构终端心脑血管中成药亚类竞争格局	27
图 30: 中国公立医疗机构终端脑血管疾病中药注射剂销售额	28

图 31: 2021 年中国公立医疗机构终端脑血管疾病中成药通用名 TOP7 市占率.....	28
图 32: 2016-2022 年银杏二萜内酯葡胺注射液销售量及同比增速.....	28
图 33: 银杏二萜内酯葡胺注射液医保支付标准 (元/支)	28
图 34: 2015-2021 年银杏叶注射剂销售情况	29
图 35: 桂枝茯苓胶囊治疗优势病种推荐意见.....	31
图 36: 2016-2021 年中国公立医疗机构终端中药贴膏剂销售额及同比增长	33
图 37: 2016-2021 年中国城市实体药店终端中药贴膏剂销售额及同比增长	33
图 38: 2011-2022 年公司销售人员数.....	35
图 39: 2012-2022 年公司销售人员人均创收和人均毛销 (万元)	35
图 40: 2011-2022 年公司销售费用拆分 (亿元)	35
图 41: 2013-2022 年公司各销售大区营业收入拆分 (亿元)	35
表 1: 公司各产品线的代表品种基本情况	8
表 2: 公司董事和高级管理人员的情况.....	9
表 3: 限制性股票各年度解除限售的业绩考核目标情况 (公司层面)	11
表 4: 近二十年中医药重大政策概览	12
表 5: 2001-2025E 中医药主要发展指标	13
表 6: 历版《药品注册管理办法》关于中药注册分类的表述	15
表 7: 《中药注册分类及申报资料要求》关于中药注册分类的表述	16
表 8: 中药企业已获批临床的创新中药情况.....	18
表 9: 2015 年以来获批上市中药新药概况.....	19
表 10: 2022H1 中国公立医疗机构终端儿科中成药 TOP10 产品	23
表 11: 《新冠病毒感染者居家中医药干预指引》儿童治疗方案.....	23
表 12: 儿童咳嗽祛痰止咳临床常用方剂和中成药	23
表 13: 《中成药治疗成人流行性感冒临床应用指南 (2020)》轻症流感推荐用药	25
表 14: 2021 年中国公立医疗机构终端清热解毒中成药 TOP10 产品	25
表 15: 缺血性中风 (脑梗死) 的中经络推荐中成药.....	27
表 16: 2021 年止咳祛痰平喘中成药品牌 TOP 榜	30
表 17: 2022H1 中国公立医疗机构终端妇科中成药品牌 TOP10	32
表 18: 2021 年中国公立医疗机构终端中药贴膏剂市场竞争格局.....	33
表 19: 公司中药研发管线情况	34
表 20: 2023-2025 年公司业绩预测.....	37
表 21: 可比公司估值表	38

投资要点

关键假设

呼吸与感染：受益于疫情常态化下的市场需求增加和学术推广能力增强，预计公司呼吸与感染类产品销售额将保持快速增长。其中金振口服液作为儿科止咳祛痰中成药龙头品种，受益于医院终端的开发、基层终端的覆盖，有望持续稳健增长；热毒宁注射液执行“专人专做”，在巩固儿科优势基础上，加大成人科室的推广力度，年销售额有望重回10亿+；杏贝止咳颗粒通过快速覆盖现有基层终端实现快速增长。预计2023-2025年呼吸与感染类产品的营收增速为26.56%/25.82%/22.77%，毛利率为78.20%/78.70%/79.20%。

心脑血管类：包括银杏二萜内酯葡胺注射液和其他口服药，其中前者通过强化学术推广、整改低消化医院、对代理商推行类自营精细化管理等，加速替代老一代竞品；后者作为公司的战略储备品种，持续受益于人口老龄化带来的规模增长。预计2023-2025年心脑血管类产品的营收增速为13.46%/13.51%/13.56%，毛利率为69.71%/70.71%/71.21%。

骨科类：主要为复方南星止痛膏和腰痹通胶囊，受益于人口老龄化，预计2023-2025年骨科类产品的营收增速为15.71%/14.54%/13.21%，毛利率为63.12%/63.12%/63.12%。

妇科类：主要为桂枝茯苓胶囊和散结镇痛胶囊，随着销售终端和临床定位的聚焦，有望保持稳定增长，预计2023-2025年妇科类产品的营收增速为15.45%/9.54%/9.58%，毛利率为74.81%/75.31%/75.81%。

其他：包括参乌益肾片、黄芪精口服液和九味熄风颗粒等，预计2023-2025年其他产品的营收增速为27.72%/22.90%/18.32%，毛利率为59.68%/60.18%/60.68%。

期间费用率：预计2023-2025年销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为43.00%/42.50%/42.00%、4.40%/4.40%/4.40%、14.00%/14.00%/14.00%。

区别于市场的观点

本报告梳理了申万中药行业中公司的研发投入、研发投入占比、研发人员数、研发管线、2015年以来获批上市中药新药情况等，在利好政策的基础上，论述了中药企业的研发实力，区别于市场上的唯审批论。我们认为以岭药业、康缘药业和天士力作为创新中药的龙头企业，在中医药振兴、疫情常态化和人口老龄化的时代背景下，有望实现稳健增长。

本报告简明细致地归纳了公司自2011年开始营销改革的销售模式和改革举措，我们认为公司探索施行的医院主管责任制下分区块、分剂型、分品种的管理模式符合产品未来的发展要求，区别于市场上的弱营销论。

股价上涨催化剂

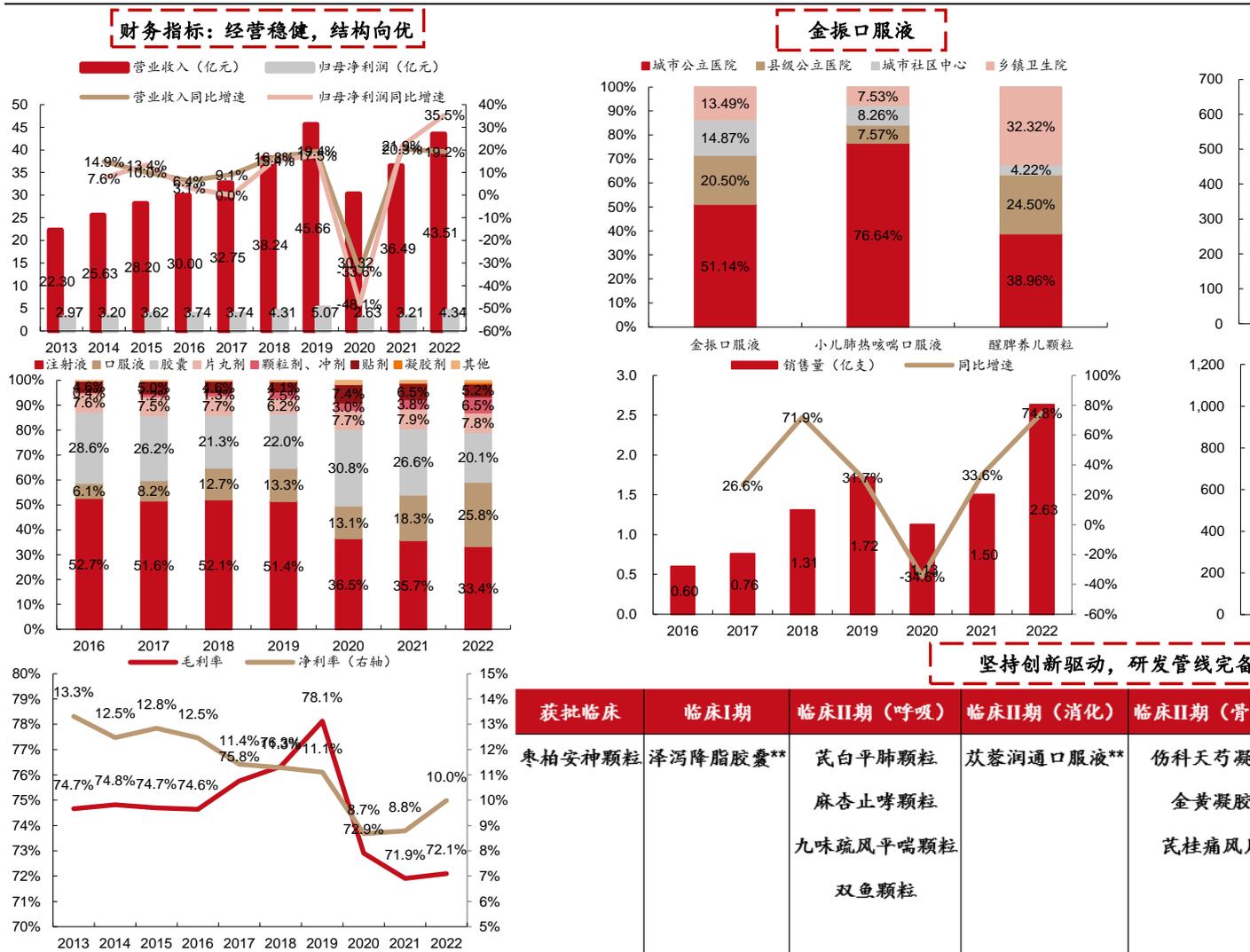
注射剂产品销售超预期；紫辛鼻鼈颗粒等创新中药获批上市；桂枝茯苓胶囊FDA III期临床取得突破性进展；散寒化湿颗粒终端覆盖超预期。

估值与目标价

预计2023-2025年营收52.71/63.32/74.98亿元，同比增长21.1%/20.1%/18.4%，归母净利润5.57/7.05/8.81亿元，同比增长28.3%/26.6%/24.9%，对应EPS0.95/1.21/1.51元。考虑到公司具有较强的研发实力和营销改革赋予的渠道活力，给予2023年35xPE，对应目标价格33.36元，首次覆盖，给予“增持”评级。

康缘药业核心指标概览

图 1：康缘药业核心指标概览图



资料来源：公司公告，米内网，西部证券研发中心

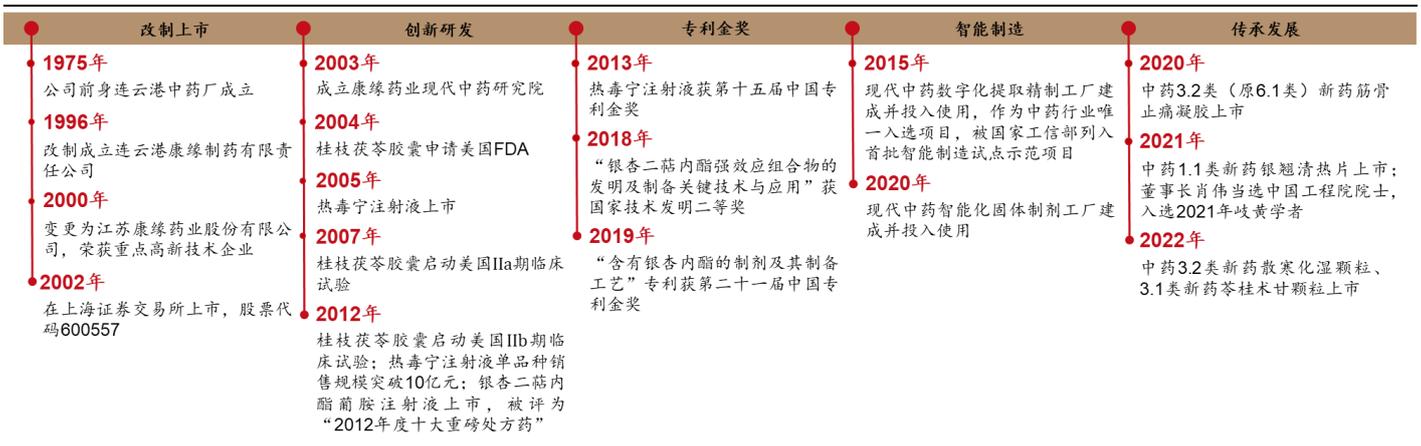
一、康缘药业：传承创新发展，现代中药领军

1.1 公司概况：厚朴远志，创新争先

江苏康缘药业股份有限公司是致力于现代中药研发、生产、销售的大型中药工业企业。公司秉承“现代中药，康缘智造”的愿景，坚持创新驱动，以中医药发展为主体，并积极布局化学药、生物药等领域，形成了以“中药、化学药、生物制药”集群创新发展为主线，以中医药文化养生产业和健康产品为两翼的发展体系。

公司前身为成立于1975年的连云港中药厂，1996年改制，2002年在上海证券交易所主板上市。2003年，公司成立现代中药研究院，致力于成为现代创新中药领跑者，其中桂枝茯苓胶囊于2004年申请美国FDA，2007年启动IIa期临床试验，2012年启动IIb期临床试验，2019年完成IIb期临床试验，目前正推动III期临床试验；热毒宁注射液于2005年上市，2012年销售规模突破10亿元，2013年获第十五届中国专利金奖；银杏二萜内酯葡胺注射液于2012年上市，分别于2018年和2019年获得国家技术发明二等奖和第二十一届中国专利金奖。自2015年“现代中药数字化提取精制工厂”被国家工信部列入首批智能制造试点示范项目—“中药制药智能工厂试点示范”以来，公司持续加大对中药智能制造转型升级的投资，逐步建成和完善了中药智能化提取精制车间、中药注射剂智能制造车间、中药智能化固体制剂工厂、中药智能化口服液车间、智能化仓库等5个智能化车间或仓库，建设总投资超过5亿元，产能达到硬胶囊剂50亿粒、软胶囊剂5亿粒、中药片剂28亿片、颗粒剂700吨等，全部达产将有66个品种，可实现年产值103亿元。近三年公司的中药新药筋骨止痛凝胶、银翘清热片、散寒化湿颗粒、苓桂术甘颗粒相继获批上市，为中成药企业中新药上市数量最多的公司，并连续多年位列药智网发布的“中国中药研发实力排行榜”前列。

图2：公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，西部证券研发中心

公司拥有中药新药54个，主要产品线聚焦呼吸与感染疾病、妇科疾病、心脑血管疾病、骨科疾病等中医优势领域。呼吸与感染类的代表品种有金振口服液、热毒宁注射液、杏贝止咳颗粒、散寒化湿颗粒、银翘清热片、银翘解毒软胶囊等；妇科类的代表品种有桂枝茯苓胶囊、散结镇痛胶囊等；心脑血管类的代表品种有银杏二萜内酯葡胺注射液、天舒胶囊/片、龙血通络胶囊、通塞脉片、益心舒片、大株红景天胶囊、苻蓉总苷胶囊等；骨科类的代表品种有复方南星止痛膏、腰痹通胶囊、筋骨止痛凝胶、七味通痹口服液、淫羊藿总黄酮胶囊等；同时公司还拥有具有补肾健脾、活血利湿功效的参乌益肾片，治疗小儿多发性抽动症的九味熄风颗粒，具有补血养气、固本止汗功效的黄芪精口服液等药品。

表 1：公司各产品线的代表品种基本情况

序号	产品名称	功能主治	国家基药目录	国家医保目录
呼吸与感染类				
1	金振口服液	清热解毒，祛痰止咳。用于小儿急性支气管炎符合痰热咳嗽者	是	乙类
2	热毒宁注射液	清热、疏风、解毒。用于外感风热所致的感冒、咳嗽		乙类
3	杏贝止咳颗粒	清宣肺气，止咳化痰。用于外感咳嗽属表寒里热证	是	乙类
4	散寒化湿颗粒	散寒化湿、宣肺透邪、辟秽化浊、解毒通络。用于寒湿郁肺所致疫病		
5	银翘清热片	辛凉解表，清热解毒。用于外感风热型普通感冒		乙类
6	银翘解毒软胶囊	疏风解表，清热解毒。用于风热感冒	是	乙类
妇科类				
7	桂枝茯苓胶囊	活血、化瘀、消癥。用于妇人瘀血阻络所致的癥块、经闭、痛经、产后恶露不尽；也可用于女性乳腺囊性增生属瘀血阻络证；或用于前列腺增生属瘀阻膀胱证	是	甲类
8	散结镇痛胶囊	软坚散结，化瘀定痛。用于痰瘀互结兼气滞所致的继发性痛经、月经不调、盆腔包块、不孕		乙类
心脑血管类				
9	银杏二萜内酯葡胺注射液	活血通络。用于中风病中经络（轻中度脑梗死）恢复期瘀痰阻络证		乙类
10	天舒胶囊/片	活血平肝，通络止痛。用于血瘀阻络或肝阳上亢所致的头痛日久，痛有定处，或头晕胁痛、失眠烦躁，舌质暗或有瘀斑		甲类
11	通塞脉片	活血通络，益气养阴。用于轻中度动脉粥样硬化性血栓性脑梗死（缺血性中风中经络）恢复期气虚血瘀证		乙类
12	龙血通络胶囊	活血化瘀通络。用于中风病中经络（轻中度脑梗死）恢复期血瘀证		乙类
13	益心舒片	益气复脉，活血化痰，养阴生津。用于气阴两虚，心悸脉结代	是	乙类
14	苓桂术甘颗粒	温阳化饮，健脾利湿。用于中阳不足之痰饮		
骨科类				
15	复方南星止痛膏	散寒除湿、活血止痛。用于骨性关节炎属寒湿瘀阻证	是	甲类
16	腰痹通胶囊	活血化痰，祛风除湿，行气止痛。用于血瘀气滞、脉络闭阻所致腰痛	是	甲类
17	筋骨止痛凝胶	活血理气，祛风除湿，通络止痛。用于膝骨关节炎肾虚筋脉瘀滞证		乙类
18	七味通痹口服液	补肾壮骨，祛风蠲痹。用于类风湿性关节炎证属肝肾不足，风湿阻络证		乙类
其他类				
19	参乌益肾片	补肾健脾，活血利湿。用于改善慢性肾小球肾炎所致的慢性肾衰竭（代偿期、失代偿期和衰竭期）非透析患者气阴两虚兼湿浊证		乙类
20	黄芪精口服液	补血养气，固本止汗。用于气虚血亏，表虚自汗，四肢乏力或久病衰弱，脾胃不壮		

资料来源：国家医保局，中国政府网，公司公告，公司官网，西部证券研发中心

1.2 股权架构：院士领衔，团队稳定

公司的母公司为江苏康缘集团有限责任公司，董事长即实际控制人肖伟先生系中国工程院院士，中药学博士，研究员，博导，第十一、十二、十三、十四届全国人大代表，现任中药制药过程新技术国家重点实验室主任、中成药智能制造国家地方联合工程研究中心主任，兼任国家药典委员会执行委员、中华中医药学会副会长、中国中西医结合学会常务理事。

图 3：公司股权架构（截至 2023Q1）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心（注：康缘集团持有银叶攻玉 10 号 100% 股权；前十大股东中，康缘集团、银叶攻玉 10 号和肖伟先生为一致行动人）

表 2：公司董事和高级管理人员的情况

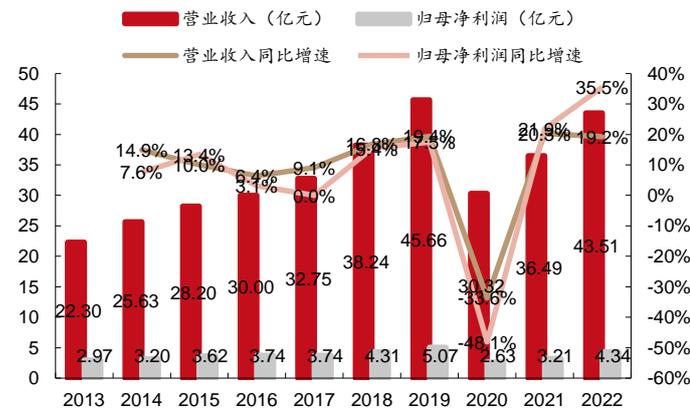
序号	姓名	职务	年龄	主要工作经历
1	肖伟	董事长	64	中国工程院院士，中药学博士，研究员级高级工程师，第十三届全国人大代表，国家药典委员会执行委员，享受国务院特殊津贴。2000 年 11 月起任公司董事长，2008 年 10 月至 2021 年 4 月兼任公司总经理。2005 年至今兼任康缘集团董事长。
2	王振中	副董事长、董事	55	博士研究生，研究员级高级工程师。1993 年起历任质量管理部部长、中药研究所副所长、化药研究所所长、研发中心副主任兼药化研究所、药理研究所所长、科研总监、 研究院执行院长 等。2010 年 3 月至 2019 年 12 月任公司副总经理，2016 年 9 月起任公司第六届、第七届董事会董事，2019 年 12 月起任公司第七届董事会副董事长。
3	杨永春	董事、总经理	50	大专学历，助理会计师。1997 年起历任营销财务部经理、审计部主任、办事处经理、分公司副经理、分公司经理、 销售总监 等。2008 年 7 月至 2021 年 4 月任公司副总经理。2019 年 12 月起任第七届董事会董事，2021 年 4 月起任公司总经理。
4	吴云	董事、副总经理	43	本科学历，中共党员，研究员级高级工程师。2003 年起历任中药研究所研究员、制剂研究所研究员、中药天然药物新药研究所所长，2017 年至 2019 年 12 月任研究院研发总监。2019 年 12 月起任副总经理，2021 年 12 月起任第七届董事会董事。
5	刘权	副总经理	44	本科学历，中共党员。2000 年起历任公司销售代表、地区经理、省区经理、销售总监，2018 年起任公司 销售 公司副总经理。2019 年 12 月起任公司副总经理。
6	王传磊	副总经理	47	本科学历、EMBA。1998 年起先后在史克必成（中国）有限公司、上海先灵葆雅制药有限公司、舒泰神（北京）生物制药股份有限公司任销售代表、省区经理、大区经理、销售总监。2016 年加入公司，曾任公司尤赛金（“银杏二萜内脂葡胺注射液”简称）事业部销售总监，现任 销售系统招商代理、零售、第三终端业务板块负责人 。
7	高海鑫	副总经理	34	博士研究生学历，中共党员，工程师（石油化工专业）。2014 年加入公司，历任董事长秘书、总经理办公室主任、生产党委书记、生产总监，现任公司党委书记兼公司 销售系统江苏事业部销售总监 。
8	潘宇	副总经理	51	本科学历。曾经先后在西安杨森制药有限公司、赛诺菲安万特制药有限公司、辉瑞投资有限公司、微岩医学科技（北京）有限公司担任营销相关的管理职务。2021 年 7 月加入公司，现任公司 市场开发中心负责人兼康缘药业现代中药研究院副院长 。

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

1.3 财务指标：经营稳健，结构向优

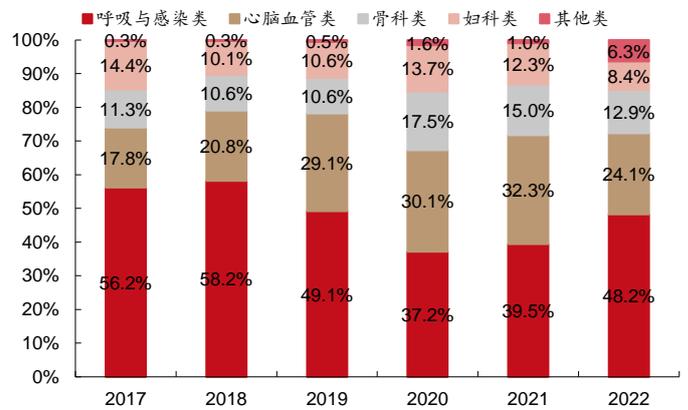
过去十年公司的业绩呈现三段阶梯式增长。13-16 年公司收入和利润的复合增速分别为 10.4% 和 8.0%，17-19 年的复合增速分别为 18.1% 和 16.5%，20-22 年的复合增速分别为 19.8% 和 28.5%。其中 16-17 年增长停滞，主要系受到医药招标降价、医疗机构控制药占比、药品购销两票制等管理政策和主要品种热毒宁二级医院以下销售受限所带来的影响；20 年业绩出现较大下滑，主要系疫情导致医疗机构门诊量下降幅度较大以及银杏二萜内酯葡胺注射液医保谈判降价幅度达 70.35%。近两年公司直面挑战，持续推动销售、研发、生产、管理等多维度提升，经营业绩稳中向好，构建了高质量发展新态势。

图 4：2013-2022 年公司营业收入、归母净利润及同比增速



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

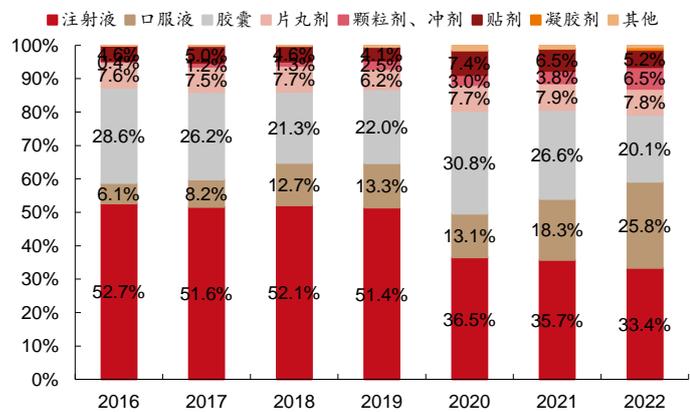
图 5：2017-2022 年公司各业务收入占比



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

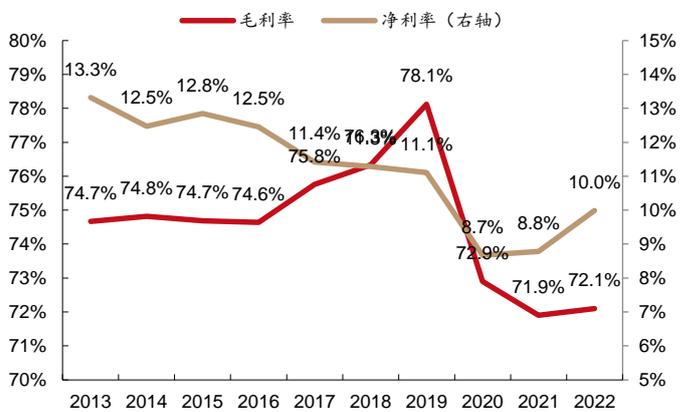
产品结构进一步优化，经营质量稳中向好。分治疗领域看，呼吸与感染类产品的营收占比近年来持续提升，2022 年为 48.2%，主要得益于金振口服液和杏贝止咳颗粒等口服药产品的快速增长；心脑血管类产品经过过去几年的快速增长，营收占比持续提升，现在增速趋于稳定，2022 年为 24.1%；骨科、妇科和其它类产品的营收占比保持在 25% 上下。分剂型看，注射液营收占比最大，2022 年为 33.4%，随着公司大力发展非注射剂品种，近年来占比有所下滑；口服液营收占比逐年提升，2022 年为 25.8%，主要系金振口服液的高速增长；其他剂型产品营收占比保持在 40% 上下。

图 6：2017-2022 年公司各剂型收入占比



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

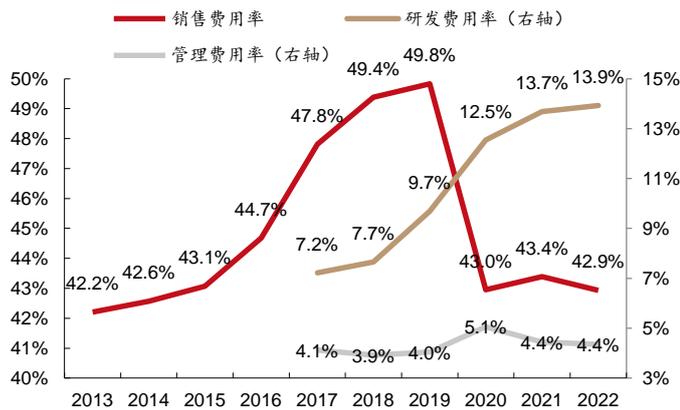
图 7：2013-2022 年公司毛利率与净利率水平



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

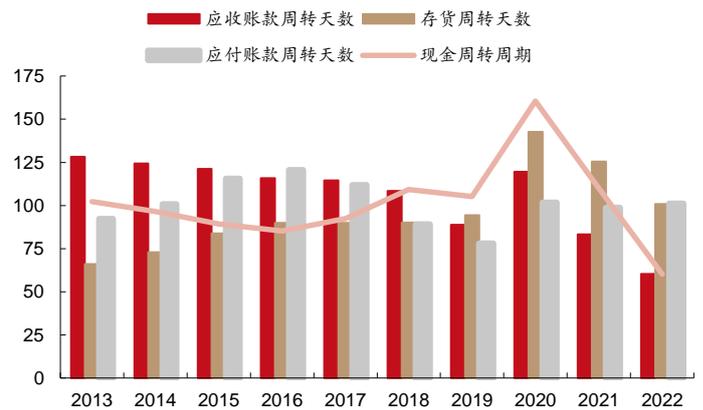
毛利率趋于稳定，净利率稳中有升。2020 年，公司毛利率受到上游中药材涨价和医保降价等的影响，从 2019 年的 78.1% 降低到 2021 年的 71.9%，净利率也随之从 11.1% 下降到 8.8%。2022 年，公司生产成本和销售费用率改善明显，净利率同比+1.2pct，达 10%。

图 8：2013-2022 年公司各期间费用率



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 9：2013-2022 年公司现金周转情况 (天)



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

1.4 股权激励：重视研发销售，优化产品结构

公司于 2022 年 4 月 11 日审议通过了《2022 年度限制性股票激励计划实施考核管理办法》等相关议案，并于 2022 年 6 月 29 日审议通过了《2022 年度限制性股票激励计划》，激励对象范围为（1）公司董事、负责销售业务的高级管理人员，（2）公司研发系统及销售系统核心人员。限制性股票考核指标分为公司层面业绩考核、个人层面绩效考核两个层次。

公司层面业绩考核指标为营业收入增长率、归母净利润增长率和非注射剂产品营业收入增长率，其中非注射剂产品营业收入增长率体现了公司期望发挥品种梯队丰富的核心优势，促进众多品种上量，以继续完善收入结构。个人层面设置了严密的绩效考核指标，能够对激励对象的工作绩效作出较为准确、全面的综合评价。

表 3：限制性股票各年度解除限售的业绩考核目标情况（公司层面）

序号	解除限售期	解除限售期时间	业绩考核目标	解除限售比例
1	第一个解除限售期	自限制性股票授予日起 12 个月后的首个交易日起至限制性股票授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	(1) 以公司 2021 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 22%，或以公司 2021 年净利润为基数，2022 年净利润增长率不低于 24%；(2) 以公司 2021 年非注射剂产品营业收入为基数，2022 年非注射剂产品营业收入增长率不低于 22%。	30%
2	第二个解除限售期	自限制性股票授予日起 24 个月后的首个交易日起至限制性股票授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	(1) 以公司 2022 年营业收入为基数，2023 年营业收入增长率不低于 20%，或以公司 2022 年净利润为基数，2023 年净利润增长率不低于 22%；(2) 以公司 2022 年非注射剂产品营业收入为基数，2023 年非注射剂产品营业收入增长率不低于 23%。	30%
3	第三个解除限售期	自限制性股票授予日起 36 个月后的首个交易日起至限制性股票授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	(1) 以公司 2023 年营业收入为基数，2024 年营业收入增长率不低于 18%，或以公司 2023 年净利润为基数，2024 年净利润增长率不低于 20%；(2) 以公司 2023 年非注射剂产品营业收入为基数，2024 年非注射剂产品营业收入增长率不低于 22%。	40%

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

公司于 2022 年 9 月 28 日发布了《关于 2022 年度限制性股票激励计划首次及预留部分首批授予结果公告》，首批授予 161 名激励对象 816.90 万股，授予价格 7.92 元/股。

公司通过构建创新的长期激励机制，形成全新的“利益共同体”，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，能够进一步提升员工的凝聚力和团队稳定性，同时有效激发管理团队的积极性，提高经营效率，促进公司长期稳健发展。

二、顶层利好政策陆续出台，创新中药审批研发加快

2.1 中医药政策：坚持中西医并重，促进中医药传承创新发展

进入 21 世纪，特别是党的十七大以来，党中央、国务院多次强调坚持“中西医并重”基本方针，要“扶持和促进中医药事业发展”。在党和政府正确方针政策的指引下，在国家中医药管理局、中医药业界等的共同努力下，长期存在的有关中医药的各种观点争论逐渐向客观、合理从而有利于中医药的方向倾斜，一些着眼于解决中医药所面临困难和问题的法规、政策也在陆续制定出台，“中医药振兴发展迎来天时、地利、人和的大好时机”。

表 4：近二十年中医药重大政策概览

序号	发文年份	文件名称	发文机构
1	2001 年	《中医药事业“十五”计划》	国家中医药局
2	2002 年	《中药现代化发展纲要（2002-2010 年）》	科技部、国家计委、国家经贸委等八部门
3	2006 年	《中医药事业发展“十一五”规划》	国家中医药局
4	2006 年	《中医药标准化发展规划（2006-2010 年）》	国家中医药局
5	2007 年	《中医药创新发展规划纲要（2006-2020 年）》	科技部、卫生部、国家中医药局、国家药监局等十六部门
6	2009 年	《国务院关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》	国务院
7	2011 年	《关于加强中医药文化建设的指导意见》	国家中医药局
8	2012 年	《中医药事业发展“十二五”规划》	国家中医药局
9	2012 年	《中医药标准化中长期发展规划纲要（2011-2020 年）》	国家中医药局
10	2015 年	《中药材保护和发展规划（2015-2020 年）》	工信部、国家中医药局、国家发展改革委、科技部等十二部门
11	2015 年	《中医药健康服务发展规划（2015-2020 年）》	国务院办公厅
12	2016 年	《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）》	国务院
13	2016 年	《中医药发展“十三五”规划》	国家中医药局
14	2016 年	《中华人民共和国中医药法》	全国人民代表大会
15	2019 年	《中共中央 国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》	中共中央、国务院
16	2020 年	《关于促进中药传承创新发展的实施意见》	国家药监局
17	2020 年	《中药注册分类及申报资料要求》	国家药监局
18	2021 年	《国务院办公厅关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	国务院办公厅
19	2021 年	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	国家医保局、国家中医药局
20	2022 年	《“十四五”中医药发展规划》	国务院办公厅
21	2022 年	《关于加强新时代中医药人才工作的意见》	国家中医药局、教育部、人力资源社会保障部、国家卫生健康委
22	2022 年	《“十四五”中医药人才发展规划》	国家中医药局
23	2023 年	《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》	国家药监局
24	2023 年	《中药注册管理专门规定》	国家药监局
25	2023 年	《中医药振兴发展重大工程实施方案》	国务院办公厅

资料来源：政府官网，西部证券研发中心

2009 年，国务院印发的《关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》（国发〔2009〕22 号）明确要“坚持中西医并重，把中医药与西医药摆在同等重要的位置”，让中医能按照我国《宪法》第二十一条规定的“发展现代医药和我国传统医药”，逐步改善境遇和争取得到平等待遇创造了有利政策环境，也使中药第一产业（采集、种植）、第二产业（炮制、加工）和第三产业（药品流通、社会服务供给）进入了快速发展的时代。

表 5：2001-2025E 中医药主要发展指标

序号	主要指标	2001	2005	2010	2015	2020	2025E
1	医疗卫生机构中医药人员数(万人)				61.26	82.89	104.31
2	中医类别执业(助理)医师(万人)		23.5	29.4	45.2	68.3	87.6
3	二级以上公立中医医院占比					51.6%	60.0%
4	中药师(万人)		2.0	9.7	11.4	13.1	15.0
5	其他(万人)				4.7	1.5	1.7
6	每万人口中医类别全科医生数(人)					0.66	0.79
7	中医医疗机构数(万个)					7.23	9.50
8	中医医院(个)	2,654	3,009	3,232	3,966	5,482	6,300
9	公立综合医院中医床位数(万张)					6.75	8.43
10	公立中医医院床位数(万张)				73	96	120
11	三级综合医院中医病床数占比						5%
12	二级以上公立综合医院设置中医临床科室的比例					86.75%	90%
13	二级以上公立中医医院设置老年病科的比例					36.57%	60%
14	二级以上中医医院设置康复(医学)科的比例					59.43%	70%
15	二级妇幼保健院设置中医临床科室的比例					43.56%	70%
16	三级公立中医医院和中西医结合医院(不含中医专科医院)设置发热门诊的比例						100%
17	县办中医医疗机构覆盖率					85.86%	100%
18	基层医疗卫生机构设置中医馆的比例						
19	社区卫生服务中心(站)和乡镇卫生院					81.29%	100%
20	村卫生室						80%
21	公民中医药健康文化素养水平					20.69%	25%

资料来源：政府官网，西部证券研发中心（注：基层医疗卫生机构包括乡镇卫生院、社区卫生服务中心(站)、村卫生室；二级以上公立中医医院比例统计范围不含中西医结合医院和少数民族医院；假设 2025 年人口数为 14.13 亿）

2016 年，国务院印发的《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）》（国发〔2016〕15 号）是首次在国家层面编制中医药发展规划，标志着中医药发展已列入国家发展战略。《纲要》在重申“坚持中西医并重，从思想认识、法律地位、学术发展与实践运用上落实中医药与西医的平等地位”的基础上，突出“继承创新”的工作主题，提高中医药的服务能力和服务的可及性。

2016 年底，全国人民代表大会常务委员会审议通过的《中华人民共和国中医药法》第一次从法律层面明确了中医药的重要地位、发展方针和扶持措施，为中医药事业发展提供了法律保障。《中医药法》针对中医药自身的特点，改革完善了中医医师、诊所和中药等管理制度，有利于保持和发挥中医药特色和优势，促进中医药事业发展；同时对实践中存在的突出问题作了有针对性的规定，有利于规范中医药从业行为，保障医疗安全和中药质量。

2019 年，中共中央、国务院印发的《关于促进中医药传承创新发展的意见》对中医药传承创新发展做出了顶层设计和战略部署。《意见》从服务体系健全、治未病和特色医学发展、中药质量和注册管理、人才培养与激励评价、典籍研究与科研创新，到中医药价格、医保政策及投入保障等政策改革与完善，对全行业制度体系进行了全面梳理与改革指导，有助于彻底扭转“以西律中”的行业现状，给中医药事业发展重构制度体系保障。本次中央党政联合发文将在未来很长一段时间作为振兴中医药的指南针及行动宝典。

国务院办公厅分别于 2021 年、2022 年和 2023 年印发了《关于加快中医药特色发展的若

干政策措施》、《“十四五”中医药发展规划》和《中医药振兴发展重大工程实施方案》，进一步落实《中共中央 国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》的战略部署，给出中医医疗机构扩容、中西医结合的明确指标，同时在中医药健康服务、人才、传承创新、文化弘扬、开放发展、政府与社会投入、中药质量提升、纳入医保等多方面提出加强政策。有利于从国家战略层面建立健全适合中医药传承创新发展的评价指标体系和体制机制，更好地解决中医药发展面临的困难和问题，更利于充分调动地方和社会各方面力量，形成各有关部门、地方党委政府共同推动中医药振兴发展的工作合力。

2020年，《关于促进中药传承创新发展的实施意见》和《中药注册分类及申报资料要求》为中药创新定调，强调中药创新需注重整体观和中医药原创思维，坚持以临床价值为导向，创新中药审评审批边际提速。2021年，《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》明确“对来源于古代经典、至今仍广泛应用、疗效确切的中医传统技术以及创新性、经济性优势突出的中医新技术，简化新增价格项目审核程序，开辟绿色通道”，医保对创新中药纳入速度加快，且由于各省医保局对存量大品种进行集采或医保独家药谈判，创新中药有望抢占老品种腾出的资金空间。

2022年12月，《中药品种保护条例（修订草案征求意见稿）》旨在充分发挥中药保护制度对中药全生命周期监管的正向激励作用，积极引导中药保护品种证书持有人积极开展上市后研究和评价，大力推动中药质量安全提升和产业可持续、高质量发展；鼓励中药创新，建立以临床价值为导向的评估路径，综合运用循证医学等方法，彰显中药特色。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》指出要“优化中药审评审批体系和机制，推进注册“末端”加速变为向“前端”延伸的全程加速，制定发布实施《中药注册管理专门规定》，加快推进“三结合”审评证据体系建设，建立完善以临床价值为导向的多元化中药评价技术标准和临床疗效评价方法”。

2.2 中药创新药：研发审批机制持续完善，创新中药实现量增质优

自1985年《中华人民共和国药品管理法》实施以来，中药新药的研发和注册审批管理被纳入了法制化的轨道。在不同历史阶段，国家药品监督管理部门针对中药的特点和研制规律，曾先后出台过《中药审批办法》、《〈新药审批办法〉有关中药问题的补充规定和说明》、《中药注册管理补充规定》、《中药注册分类及申报资料要求》、《中药注册管理专门规定》等文件，不断探索完善对中药审批工作的管理。

《药品注册管理办法》是在修订的《药品管理法》及其实施条例的实施以及中国加入WTO后所面临的新形势下出台的，其新药申请表述为未曾在中国境内上市销售的药品的注册申请。从2002年试行开始，共经历2005年、2007年、2020年3次修订，对中药新药的研发、申报注册、审评审批、生产及监管等产生了重大影响。《药品注册管理办法》从2005年正式实施至2020年再次修订，中药新药的注册分类基本一致。2020年版《药品注册管理办法》及其配套文件《中药注册分类及申报资料要求》通过优化注册分类、明晰来源于古代经典名方的复方制剂的简化审批程序及要求、完善技术审评要求等进一步突出中药特点与临床治疗优势，推动中药新药的研发水平迈上新台阶。

表 6：历版《药品注册管理办法》关于中药注册分类的表述

注册类别	2002 年版	2005 年版	2007 年版	2020 年版
1	未被国家药品标准收载的从中药、天然药物中得到的未经过化学修饰的单一成分及其制剂	未被国家药品标准收载的从植物、动物、矿物等物质中提取得到的天然的单一成份及其制剂，其单一成份的含量应当占总提取物的 90% 以上	同前未变	1.2 类
2	未被国家药品标准或省、自治区、直辖市地方药材规范（统称“法定标准”）收载的中药材及天然药物制成的制剂	未被国家药品标准或省、自治区、直辖市地方药材规范（统称“法定标准”）收载的药材及其制剂	同前未变	1.3 类
3	用来代替中药材某些功能的药用物质，包括：（1）已被法定标准收载的中药材；（2）未被法定标准收载的药用物质	替代国家药品标准中药成方制剂处方中的毒性药材或处于濒危状态药材的未被法定标准收载的药用物质	同前未变	1.3 类
4	具有法定标准的中药材原动、植物新的药用部位制成的制剂	具有法定标准药材的原动、植物新的药用部位及其制剂	同前未变	1.3 类
5	未被国家药品标准收载的从中药、天然药物中提取的一类或数类成份组成的有效部位及其制剂	未被国家药品标准收载的从植物、动物、矿物等物质中提取的一类或数类成份组成的有效部位及其制剂，其有效部位含量应占提取物的 50% 以上	未被国家药品标准收载的从单一植物、动物、矿物等物质中提取的一类或数类成份组成的有效部位及其制剂，其有效部位含量应占提取物的 50% 以上	1.2 类
6	未被国家药品标准收载的中药、天然药物制成的复方制剂，包括：（1）传统中药复方制剂；（2）现代中药复方制剂；（3）天然药物复方制剂	未被国家药品标准收载的中药、天然药物复方制剂，包括：（1）传统中药复方制剂；（2）现代中药复方制剂；（3）天然药物复方制剂；（4）中药、天然药物和化学药品组成的复方制剂	未被国家药品标准收载的中药、天然药物复方制剂，包括：（1） 中药复方制剂 ；（2）天然药物复方制剂；（3）中药、天然药物和化学药品组成的复方制剂	1.1 类/3.1 类 /3.2 类
7	未被国家药品标准收载的中药、天然药物制成的注射剂	改变已被国家药品标准收载中药、天然药物给药途径或吸收部位的制剂	同前未变	2.1 类
8	改变已被国家药品标准收载药品给药途径或吸收部位的制剂	在给药途径不变的情况下，改变已被国家药品标准收载中药、天然药物剂型的制剂	同前未变	2.2 类
9	在给药途径不变的情况下，改变已被国家药品标准收载药品剂型的制剂	已被国家药品标准收载的中药或天然药物	同前未变	4 类
10	改变已被国家药品标准收载药品制备工艺的制剂			2.4 类
11	已被国家药品标准收载的中成药和天然药物制剂			4 类
12				增加已被国家药品标准收载中药、天然药物功能主治的制剂（2.3 类）

资料来源：国家药监局，西部证券研发中心（注：中药是指在我国中医药理论指导下使用的药用物质及其制剂；天然药物是指在现代医药理论指导下使用的天然药用物质及其制剂）

《中药注册管理专门规定》全方位、系统地构建了中药注册管理体系，并与新修订《药品管理法》《药品注册管理办法》有机衔接。《专门规定》对中药人用经验的合理应用以及中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂、同名同方药等注册分类的研制原则和技术要求进行了明确，强化“以临床价值为导向、重视人用经验、全过程质量控制”等研制理念，加快推进完善中医药理论、人用经验和临床试验相结合（“三结合”）的中药审评证据体系，明确中药疗效评价指标的多元性，为中药新药研制拓展了思路。

表 7:《中药注册分类及申报资料要求》关于中药注册分类的表述

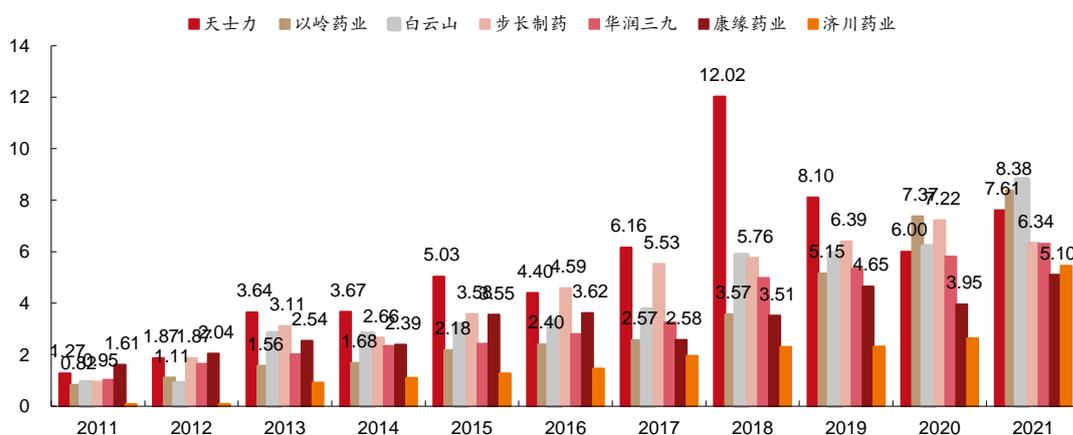
注册类别	注册分类
1	中药创新药 , 指处方未在国家药品标准、药品注册标准及国家中医药主管部门发布的《古代经典名方目录》中收载, 具有临床价值, 且未在境外上市的中药新处方制剂
1.1	中药复方制剂 , 系指由多味饮片、提取物等在中医药理论指导下组方而成的制剂
1.2	从单一植物、动物、矿物等物质中提取得到的 提取物 及其制剂
1.3	新药材及其制剂 , 即未被国家药品标准、药品注册标准以及省、自治区、直辖市药材标准收载的药材及其制剂, 以及具有上述标准药材的原动、植物新的药用部位及其制剂
2	中药改良型新药 , 指改变已上市中药的给药途径、剂型, 且具有临床应用优势和特点, 或增加功能主治等的制剂
2.1	改变已上市中药 给药途径 的制剂, 即不同给药途径或不同吸收部位之间相互改变的制剂
2.2	改变已上市中药 剂型 的制剂, 即在给药途径不变的情况下改变剂型的制剂
2.3	中药增加 功能主治
2.4	已上市中药 生产工艺或辅料 等改变引起药用物质基础或药物吸收、利用明显改变的
3	古代经典名方中药复方制剂 , 来源于古代经典名方的中药复方制剂。古代经典名方是指符合《中华人民共和国中医药法》规定的, 至今仍广泛应用、疗效确切、具有明显特色与优势的古代中医典籍所记载的方剂。
3.1	按 古代经典名方目录 管理的中药复方制剂
3.2	未按古代经典名方目录 管理的古代经典名方中药复方制剂和基于古代经典名方 加减化裁 的中药复方制剂
4	同名同方药 , 指通用名称、处方、剂型、功能主治、用法及日用饮片量与已上市中药相同, 且在安全性、有效性、质量可控性方面不低于该已上市中药的制剂

资料来源: 国家药监局, 西部证券研发中心

2.2.1 研发: 研发投入逐年增长, 在研管线储备充足

我们梳理了申万中药行业(下同)中公司的研发投入情况, 其中 2019-2021 年研发投入合计超 10 亿的公司有 7 家, 分别是天士力(21.72 亿)、以岭药业(20.90 亿)、白云山(20.90 亿)、步长制药(19.96 亿)、华润三九(17.46 亿)、康缘药业(13.70 亿)和济川药业(10.40 亿)。

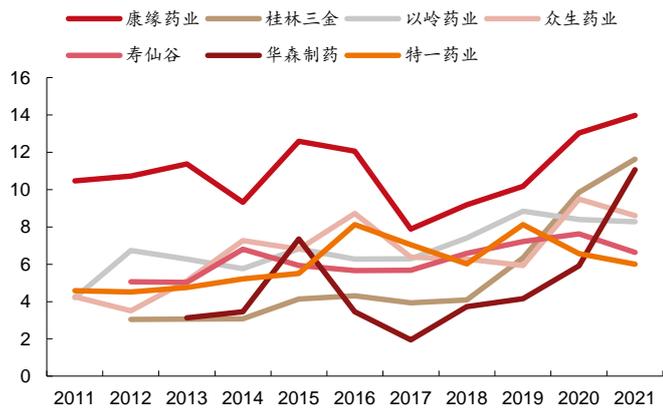
图 10: 近三年研发投入超 10 亿的中药企业研发投入情况(百万元)



资料来源: wind, 西部证券研发中心

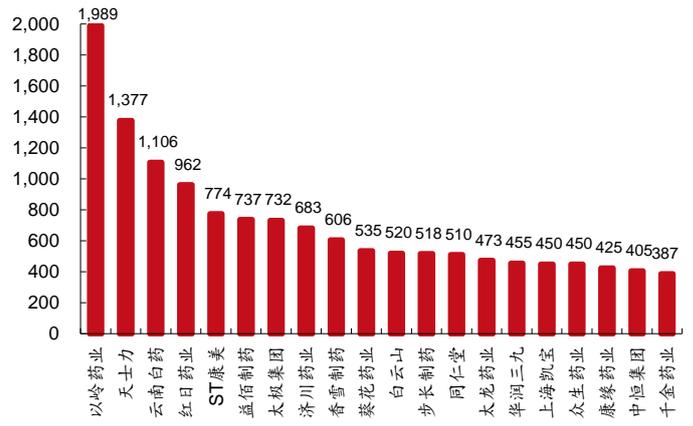
考虑到中药公司已有产品数量不同带来的营收体量也不一样, 我们又梳理了近三年研发投入占营收比例和 2021 年研发人员数, 如下图所示, 前者 TOP3 为康缘药业(2021 年为 13.97%)、桂林三金(2021 年为 11.63%)和以岭药业(2021 年为 8.28%), 后者 TOP3 为以岭药业(1,989 人)、天士力(1,377 人)和云南白药(1,106 人)。

图 11：近三年研发投入占比超 7% 的中药企业研发投入占比 (%)



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 12：2021 年中药行业研发人员 TOP20 的企业研发人员数



资料来源：wind，西部证券研发中心

考虑到中药公司的研发投入除了中药创新药外，还会涉及化药/生物制品的创新药、仿制药、一致性评价，中成药的经典名方、上市后再评价、大品种二次开发，中药配方颗粒标准提升以及药材规范化种植等，我们又梳理了它们已获批临床的创新中药研发管线，如下表所示，可见以岭药业、康缘药业和天士力的研发管线最为丰富。

表 8：中药企业已获批临床的创新中药情况

公司名称	获批临床	临床I期	临床II期（呼吸）	临床II期（消化）	临床II期（骨科）	临床II期（其他）	临床III期	申请上市
以岭药业	藿夏感冒颗粒					柴苓通淋片	络痹通片 柴黄利胆胶囊 玉屏通窍片 小儿连花清感颗粒	芪黄明目胶囊
康缘药业	枣柏安神颗粒	泽泻降脂胶囊**	芪白平肺颗粒 麻杏止咳颗粒 九味疏风平喘颗粒 双鱼颗粒	茯苓润通口服液**	伤科天芍凝胶 金黄凝胶 芪桂痛风片	冠心平颗粒 静脉炎颗粒 银杏二萜内酯滴丸** 七味葵宝颗粒 正宫胶囊	紫辛鼻渊颗粒 参蒲盆炎颗粒 六味地黄苷糖片**	
天士力		加参片 九味化斑丸	苏苏小儿止咳颗粒	肠康颗粒 连夏消痞颗粒 胡黄连总苷胶囊**		中风回语颗粒 芪苓温肾消囊颗粒 香橘乳癖宁胶囊 三黄睛视明丸	安神清丸 脊痛宁片	
步长制药			清咽亮嗓口服液	黄白通气颗粒	软伤片 三七活血通络贴	补气通络颗粒 三叶片**	羌活祛风通络贴 百痛舒软胶囊	
上海凯宝			双翘感冒颗粒 保肺颗粒			优欣定胶囊	丁桂油软胶囊** 疏风止痛胶囊 花丹安神合剂	
贵州百灵						益肾化浊颗粒 冰莲草含片 芍苓片	糖宁通络片 黄连解毒丸	
新天药业							木愈通颗粒* 龙苓盆腔舒颗粒* 苦菝洁阴凝胶*	
康惠制药							痹痛舒胶囊* 竭蛭胶囊* 胃舒泰胶囊	
健民集团	通降颗粒						牛黄小儿退热贴	小儿紫贝止咳糖浆
葫芦娃							小儿化积颗粒 小儿麻龙止咳平喘颗粒	
太极集团						丹七通脉片	芪灯明目胶囊	
方盛制药						蛭龙通络片	诺丽通颗粒	
片仔癀				PZH1201	PZH1203**	PZH1204		
维康药业		参丹通脑滴丸		黄甲软肝颗粒				
云南白药	全三七片					附杞固本膏		
达仁堂		补肺颗粒						
香雪制药		双龙保心片						
太龙药业		乳结消颗粒						

资料来源：公司公告，西部证券研发中心（注：*为已完成III期临床实验；**为 1.2 类新药，其他均为 1.1 类；新药研发项目有终止风险）

2.2.2 审批：上市品种全面开花，审评周期改善明显

表 9：2015 年以来获批上市中药新药概况

序号	产品名称	批准文号	上市许可持有人	生产单位	注册分类	NDA 审评天数	适应症类型	国家医保目录	国家基药目录
1	淫羊藿素	国药准字 Z20220001	盛诺基	盛诺基	1.2 类	277	肿瘤		
2	淫羊藿素软胶囊	国药准字 Z20220002	盛诺基	康而福药业	1.2 类	277	肿瘤		
3	广金钱草总黄酮胶囊	国药准字 Z20220003	人福医药	康乐药业	1.2 类	440	泌尿		
4	广金钱草总黄酮提取物	国药准字 Z20220004	人福医药	康乐药业	1.2 类	440	泌尿		
5	散寒化湿颗粒	国药准字 C20220001	康缘药业	康缘药业	3.2 类	-	呼吸		
6	黄蜀葵花总黄酮提取物	国药准字 Z20220005	康恩贝	康恩贝	1.2 类	209	五官		
7	黄蜀葵花总黄酮口腔贴片	国药准字 Z20220006	康恩贝	康恩贝	1.2 类	209	五官		
8	芪胶调经颗粒	国药准字 Z20220007	安邦制药	安邦制药	1.1 类	3,955	妇科		
9	苓桂术甘颗粒	国药准字 C20220002	康缘药业	康缘药业	3.1 类	344	心血管		
10	参葛补肾胶囊	国药准字 Z20220008	华春生物药业	德众药业	1.1 类	356	精神神经		
11	清肺排毒颗粒	国药准字 C20210001	中国中医科学院	片仔癀	3.2 类	-	呼吸	乙类	
12	化湿败毒颗粒	国药准字 C20210002	一方制药	一方制药	3.2 类	-	呼吸	乙类	
13	宣肺败毒颗粒	国药准字 C20210003	步长制药	步长制药	3.2 类	-	呼吸	乙类	
14	益肾养心安神片	国药准字 Z20210001	以岭药业	以岭药业	1.1 类	462	精神神经	乙类	
15	益气通窍丸	国药准字 Z20210002	东方华康医药	天圣制药	1.1 类	1,259	五官		
16	银翘清热片	国药准字 Z20210003	康缘药业	康缘药业	1.1 类	368	呼吸	乙类	
17	玄七健骨片	国药准字 Z20210004	方盛制药	方盛制药	1.1 类	362	骨科	乙类	
18	芪蛭益肾胶囊	国药准字 Z20210005	凤凰制药	凤凰制药	1.1 类	337	肾脏病	乙类	
19	坤心宁颗粒	国药准字 Z20210006	天士力	天士力	1.1 类	319	妇科	乙类	
20	虎贞清风胶囊	国药准字 Z20210007	一力制药	一力制药	1.1 类	383	骨科		
21	解郁除烦胶囊	国药准字 Z20210008	以岭药业	以岭药业	1.1 类	286	精神神经	乙类	
22	七蕊胃舒胶囊	国药准字 Z20210009	健民集团	健民集团	1.1 类	369	消化	乙类	
23	桑枝总生物碱	国药准字 Z20200001	五和博澳	五和博澳	1.2 类	811	内分泌		
24	桑枝总生物碱片	国药准字 Z20200002	五和博澳	五和博澳	1.2 类	811	内分泌	乙类	
25	筋骨止痛凝胶	国药准字 Z20200003	康缘药业	康缘药业	1.1 类	381	骨科	乙类	
26	连花清咳片	国药准字 Z20200004	以岭药业	以岭药业	1.1 类	237	呼吸	乙类	
27	小儿荆杏止咳颗粒	国药准字 Z20190021	方盛制药	方盛制药	1.1 类	2,484	呼吸	乙类	
28	芍麻止痉颗粒	国药准字 Z20190022	天士力	天士力	1.1 类	910	精神神经	乙类	
29	关黄母颗粒	国药准字 Z20180001	万通药业	万通药业	1.1 类	1,836	妇科	乙类	
30	金蓉颗粒	国药准字 Z20180002	奇绩医药	康源药业	1.1 类	2,155	妇科		
31	丹龙口服液	国药准字 Z20170001	康德药业	康德药业	1.1 类	3,724	呼吸	乙类	
32	金花清感颗粒	国药准字 Z20160001	聚协昌药业	聚协昌药业	1.1 类	1,737	呼吸	乙类	是
33	九味黄连解毒软膏*	国药准字 Z20160002	圣康药业		1.1 类	3,624	皮肤		
34	姜黄通络胶囊	国药准字 Z20150001	乐声药业石家庄	乐声药业石家庄	1.1 类	2,655	精神神经		
35	五味苦参肠溶胶囊	国药准字 Z20150002	北京中惠药业	北京中惠药业	1.1 类	1,819	消化	乙类	
36	丹鹿胶囊	国药准字 Z20150004	苏中药业	苏中药业	1.1 类	1,994	妇科	乙类	
37	首荟通便胶囊	国药准字 Z20150041	鲁南厚普制药	鲁南厚普制药	1.1 类	1,366	消化		
38	蒺藜皂苷提取物	国药准字 Z20150072	长白山制药	长白山制药	1.2 类	3,606	精神神经		
39	蒺藜皂苷胶囊	国药准字 Z20150073	长白山制药	长白山制药	1.2 类	3,606	精神神经	乙类	
40	槐苓软膏	国药准字 Z20150074	中大千方制药	中大千方制药	1.1 类	2,189	皮肤		

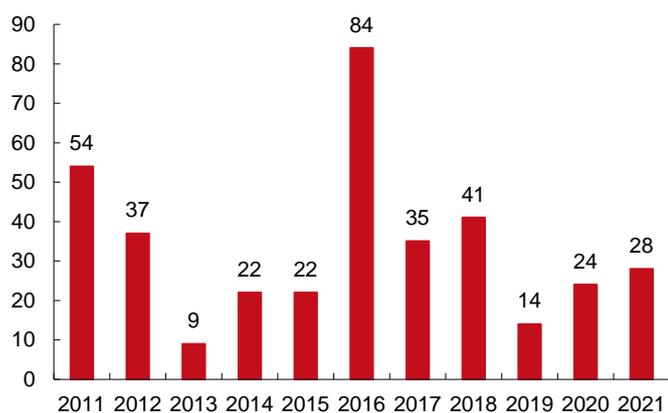
资料来源：国家药监局，西部证券研发中心（注：注册分类已按照《中药注册分类及申报资料要求》（2020 年版）调整；*为仅有新药证书，没有生产批件）

19 | 请务必仔细阅读报告尾部的投资评级说明和声明

考虑到新药研发项目有终止风险,我们梳理了2015年药审改革后中药新药获批上市情况,如上表所示。

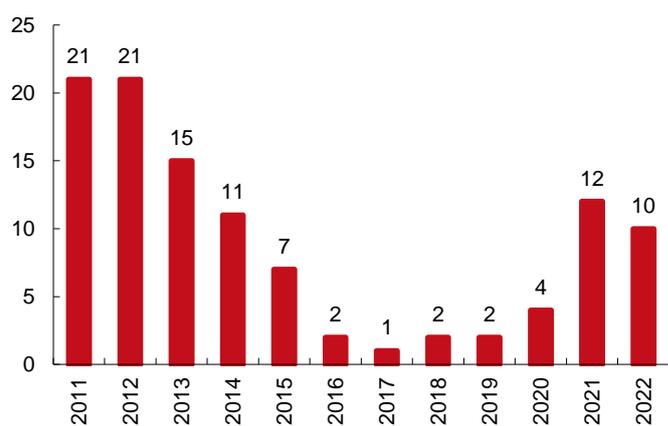
每年上市品种数角度,在2015年《关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见》发布前的4年间,每年都有10-20个中药新药获批上市,其中就包括康缘药业的银杏二萜内酯葡胺注射液(2012年)和龙血通络胶囊(2013年),药审改革后,中药新药上市审评趋严,IND审评通过数量有所增加,上市新品种数量却极少。随着中医药利好政策的陆续出台,特别是2020年版《药品注册管理办法》及其配套文件《中药注册分类及申报资料要求》等的实施,过去两年中药新药上市数保持在两位数的水平。

图 13: 2011 年以来创新中药 IND 审评通过数量 (以批准文号计,下同)



资料来源:国家药监管药品审评中心, 戊戌数据, 西部证券研发中心

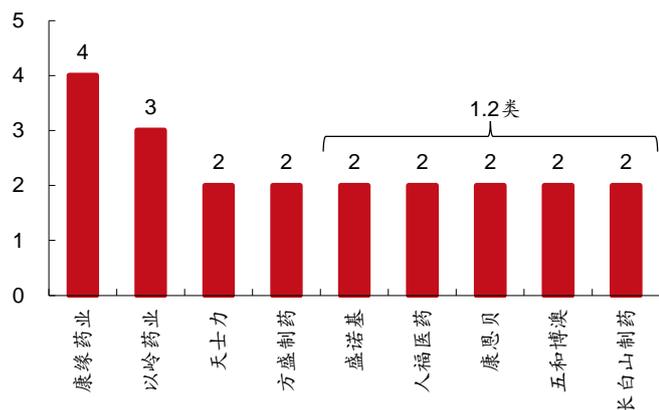
图 14: 2011 年以来创新中药 NDA 审评通过数量



资料来源:国家药监管药品审评中心, 戊戌数据, 西部证券研发中心

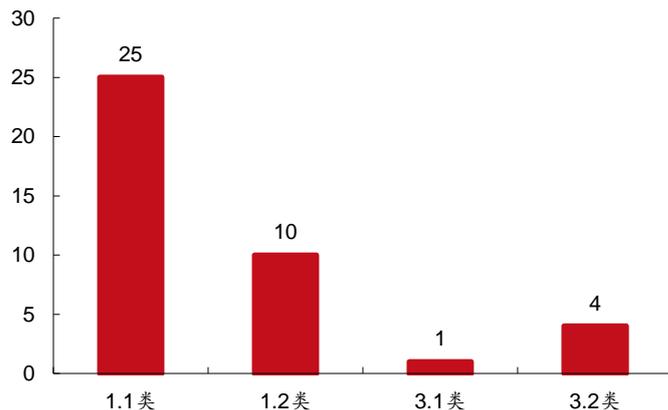
上市许可持有人角度,康缘药业以获批2个1.1类、1个3.1类和1个3.2类中药新药位居中药行业首位,以岭药业以获批3个1.1类创新中药位居其次,天士力和方盛制药则分别获批2个1.1类创新中药,并列第三。

图 15: 2015 年以来通过 NDA 审评的创新中药大于 1 个的上市许可持有人



资料来源:国家药监管药品审评中心, 戊戌数据, 西部证券研发中心

图 16: 2015 年以来创新中药 NDA 审评通过数量 (按注册分类)

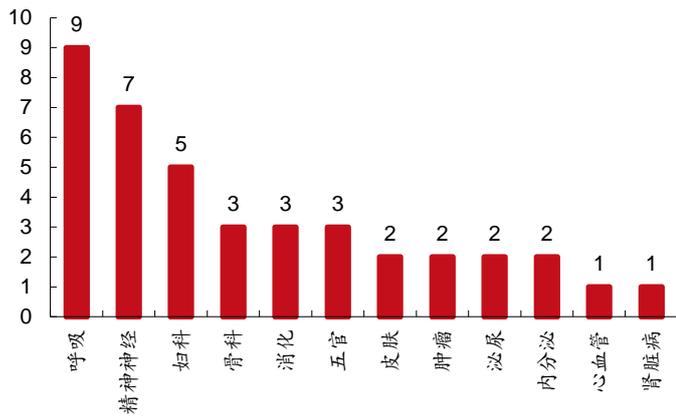


资料来源:国家药监管药品审评中心, 戊戌数据, 西部证券研发中心

注册分类角度,2015年以来获批的创新中药品种最多的仍是1.1类,达25个;1.2类有10个,由于其同时包括提取物,所以相当于仅有5个;3.1类则仅有1个,即康缘药业获批的苓桂术甘颗粒;3.2类都是中药抗疫的重大成果,共4个。

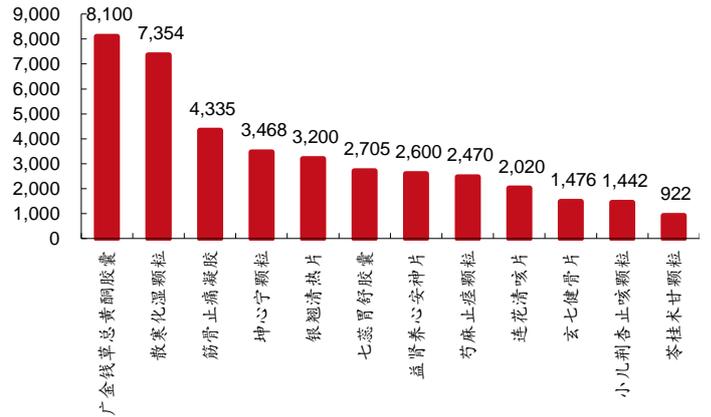
适应症角度,呼吸类药物、精神神经类药物和妇科类药物获批最多,占比超过半数。研发投入角度,多数1.1类创新中药累计研发投入在2,000-4,000万元;3.2类的苓桂术甘颗粒研发投入相对较少,仅922万元;1.2类的广金钱草总黄酮胶囊研发投入达8,100万元。

图 17: 2015 年以来创新中药 NDA 审评通过数量 (按适应症类型)



资料来源: 国家药监局药品审评中心, 戊戌数据, 西部证券研发中心

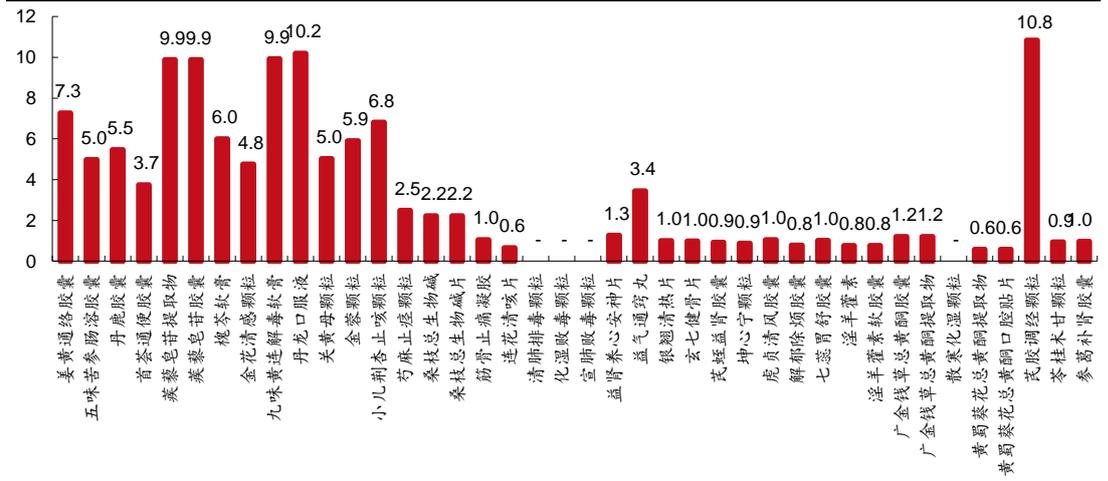
图 18: 创新中药项目累计研发投入金额 (万元)



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

NDA 审评时长角度, 2019 年之后申请 NDA 的创新中药审评时长大都在 1 年以内, 其中时间最短的为康恩贝的黄蜀葵花总黄酮口腔贴片, 仅 209 天, 与药品审评中心的 200 天相差无几。相比而言, 2019 年之前申请 NDA 的创新中药审评时长均在 2 年以上。我们预计受益于利好政策的出台和创新实力的增强, 创新中药 NDA 审评时长有望向 200 天收敛。

图 19: 2015 年以来通过 NDA 审评的创新中药 NDA 审评时长 (年)



资料来源: 国家药监局药品审评中心, 戊戌数据, 西部证券研发中心 (注: 按获批先后顺序排列)

三、核心战略品种强基，释放基药品种活力

公司在稳定注射剂基础上，大力发展非注射剂品种，打破热毒宁注射液多年销售独大的局面，聚焦银杏二萜内酯葡胺注射液、金振口服液核心大品种强势发展，形成三大核心品种产品集群，为公司销售规模稳定增长打造强壮根基；布局发展级品种，包括杏贝止咳颗粒、桂枝茯苓胶囊、散结镇痛胶囊、复方南星止痛膏、腰痹通胶囊等，打造非注射品种梯队；培育了以天舒胶囊、通塞脉片、龙血通络胶囊、大株红景天胶囊等心脑血管品种为代表的战略储备品种，增厚销售发展基础。

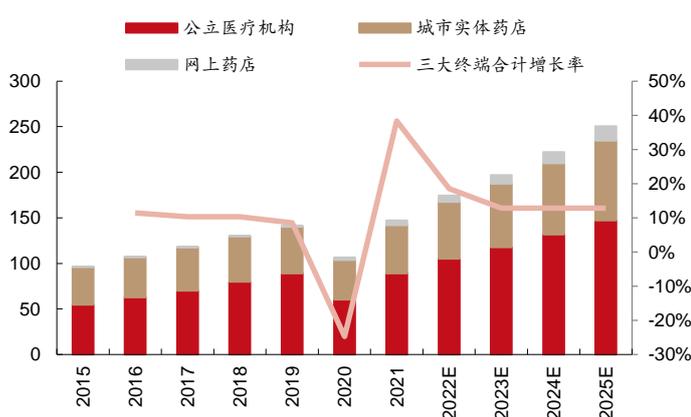
3.1 三大核心品种

3.1.1 金振口服液

金振口服液组方源于黑龙江中医学院附属医院临床使用多年的协定处方“羚羊清肺散”，在除去朱砂后，由山羊角替代羚羊角，人工牛黄替代牛黄，现由山羊角、大黄、黄芩、平贝母、人工牛黄、石膏、青礞石、甘草 8 味中药经现代工艺提取精制而成口服制剂，具有清热解毒、祛痰止咳之功效，临床上用于治疗小儿急性支气管炎符合痰热咳嗽者，表现为发热、咳嗽、咳吐黄痰、咳吐不爽、舌质红、苔黄腻等。该药能够有效改善脂多糖（LPS）诱导的肺组织间质性水肿及降低致炎细胞因子肿瘤坏死因子- α （TNF- α ）、白细胞介素（IL）-1 β 的含量，且对 SARS 病毒、流感病毒、柯萨奇病毒、呼吸道合胞病毒及肺炎支原体等有较好的抑制或杀灭作用；因其疗效可靠、不良反应少、服用方便、依从性高，被誉为治疗小儿肺热咳嗽的妙药。

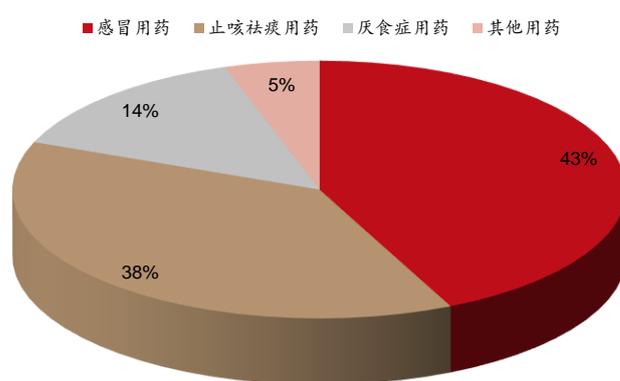
中成药具有副作用较小、药性更温和等特点，在儿童群体中应用广泛。米内网数据显示，2020 年之前，儿科中成药在中国三大终端的市场规模连年上涨，增长率均达两位数。2020 年受疫情影响，儿科中成药市场规模首次迎来下滑，2021 年疫情常态化后开始大幅回温，同比增长 38.36%。受益于利好政策以及疫情常态化下的市场需求，我们预计儿科中成药市场将持续稳健增长，2025 年达 250 亿。

图 20：2015-2025E 中国三大终端儿科中成药销售额（亿元）



资料来源：米内网，西部证券研发中心

图 21：2022H1 中国三大终端儿科中成药亚类竞争格局



资料来源：米内网，西部证券研发中心

从治疗类别看，儿科中成药涵盖 7 个治疗亚类，集中在儿科感冒用药及儿科止咳祛痰用药，2022H1 销售占比分别为 43%、38%。由于儿童免疫力较低，感冒以及咳症在日常生活中较为常见，用药需求也比较大。从 2022H1 中国公立医疗机构终端儿科中成药产品排名看，TOP10 产品中有 5 个为止咳祛痰用药，金振口服液以超 4 亿元稳居第一，小儿肺咳颗粒、小儿消积止咳口服液、小儿肺热咳喘颗粒和小儿咳喘灵口服液销售额在 1-3 亿元。

表 10: 2022H1 中国公立医疗机构终端儿科中成药 TOP10 产品

序号	药品名称	销售额	生产单位	治疗亚类
1	小儿豉翘清热颗粒	9 亿+	济川药业	儿科感冒用药
2	金振口服液	4 亿+	康缘药业	儿科止咳祛痰用药
3	开喉剑喷雾剂(儿童型)	3 亿+	贵州三力	儿科感冒用药
4	四磨汤口服液	2 亿+	汉森制药	儿科厌食症用药
5	小儿肺咳颗粒	2 亿+	天圣制药、长春人民药业	儿科止咳祛痰用药
6	小儿消积止咳口服液	1 亿+	鲁南厚普	儿科止咳祛痰用药
7	小儿肺热咳喘颗粒	1 亿+	葵花药业、葫芦娃药业等	儿科止咳祛痰用药
8	醒脾养儿颗粒	1 亿+	健兴药业	儿科厌食症用药
9	小儿热速清颗粒	1 亿+	圣泰制药、倍肯药业	儿科感冒用药
10	小儿咳喘灵口服液	1 亿+	葵花药业、华润三九等	儿科止咳祛痰用药

资料来源: 米内网, 西部证券研发中心

2022 年 12 月 10 日, 国家中医药局发布《新冠病毒感染者居家中医药干预指引》, 分别对成人、儿童和特殊人群感染新冠病毒提出了相应的中成药治疗给药方案, 金振口服液、小儿消积止咳口服液等被列为儿童治疗“症见发热、咽干咽痛、咳嗽者”推荐用药。

表 11: 《新冠病毒感染者居家中医药干预指引》儿童治疗方案

序号	症状	推荐用药
1	恶寒发热、肌肉酸痛	小儿柴桂退热颗粒、小儿风热清口服液
2	发热、咽干咽痛、咳嗽	金振口服液、儿童清肺口服液、小儿消积止咳口服液、减味小儿化痰散
3	发热、食少腹胀、口臭、大便酸臭或秘结	健儿清解液、小儿豉翘清热颗粒
4	咽痛明显	小儿清咽颗粒、开喉剑喷雾剂(儿童型)
5	咳嗽明显	清宣止咳颗粒、小儿止咳糖浆、小儿清肺止咳片
6	乏力、纳食不香	醒脾养儿颗粒

资料来源: 国家中医药局, 西部证券研发中心

中医认为小儿生理特点具有“三有余, 四不足”, 即阳常有余, 阴常不足; 肺常不足, 脾常不足, 肾常虚。加之肺为娇脏, 肺主气司呼吸, 所以小儿易患呼吸系统疾病。咳嗽的病机基础常与中医理论“脾为生痰之源, 肺为贮痰之器”相关。《医学正传》有云: “欲治咳嗽者, 当宜治痰为先”。宣肃肺气, 化痰止咳是肺系疾病基本治疗原则。中国医师协会、中华医学会和中国医科大学等制定的《儿童祛痰止咳治疗专家共识(2022)》指出, 金振口服液、清宣止咳颗粒等可用于临床中治疗患有咳嗽咳痰的儿童中痰液色黄质稀者。

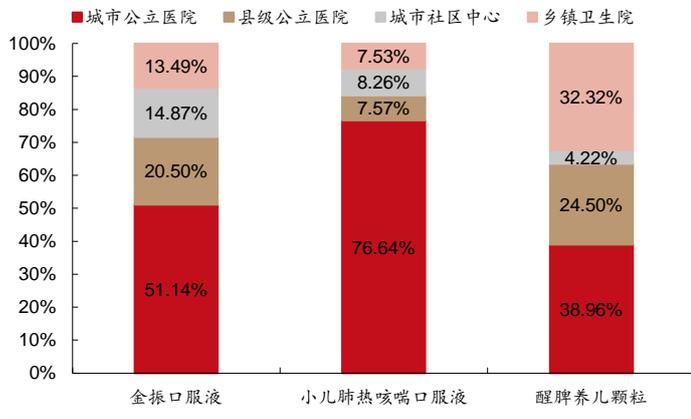
表 12: 儿童咳嗽祛痰止咳临床常用方剂和中成药

痰液性状	疾病	中医辨证	基本治则	代表方剂	中成药
色白清稀	呼吸道感染早期	风寒束肺或 表寒里热	疏风散寒 宣肺化痰	金沸草散或华盖散加减	通宣理肺颗粒*、麻苈止咳糖浆、小儿荆杏止咳颗粒
色黄质稀	呼吸道感染急性期	风热袭肺或 表里俱热	疏风清热 宣肺化痰	银翘散、桑菊饮合羚羊清肺散加减	金振口服液*、清宣止咳颗粒*、肺力咳合剂、安儿宁颗粒、竹沥颗粒
色黄粘稠	下呼吸道感染急性期	痰热郁肺或 里实热证	清热泄肺 开郁涤痰	麻杏石甘汤加减	小儿肺热咳喘口服液*、小儿咳喘颗粒、小儿咳喘灵口服液
色白黏稠	呼吸道感染恢复期	痰湿蕴肺或 虚实夹杂	宣肺止咳 化湿祛痰	二陈汤合三子养亲汤加减	小儿消积止咳口服液*、参苓白术颗粒*、小儿化痰止咳颗粒

资料来源: 《儿童祛痰止咳治疗专家共识》, 西部证券研发中心 (注: *为基药品种)

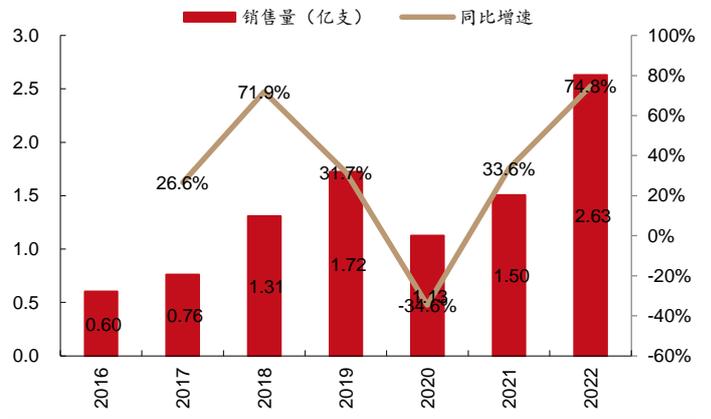
销售方面，公司强力打造“金振口服液”儿科祛痰止咳第一梯队品牌，充分利用独家基药品种、儿童药品的优势加快医院终端开发工作，重点开发高端综合医院、专科医院和县区级综合人民医院，聚焦核心高端医院；优化基层终端资源，力争实现对公司现有基层终端的全覆盖。2022年度金振口服液首次实现销售规模超10亿元，展现出强劲发展势头。

图 22: 2020 年金振口服液在中国公立医疗机构终端渠道格局情况



资料来源：米内网，西部证券研发中心

图 23: 2016-2022 年金振口服液销售量及同比增速



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

学术方面，公司制定了以学术赋能营销，打造品牌价值的方针。其中“金声玉振”学术品牌项目在各重点省份迅速铺开，构建、提升了其学术品牌；此外，公司持续推进金振口服液循证建设工作。2023年2月13日，由青岛大学附属医院牵头，吉林大学第一医院、上海市公共卫生临床中心、上海市浦东医院共同参与的“关于金振口服液治疗儿童新冠病毒感染多中心临床研究”的研究成果形成的文献已被SCI期刊《Frontiers In Pharmacology》录用，该杂志影响因子高达5.988，引用分数为6.6，研究结果显示金振口服液具有明显缩短新型冠状病毒感染患儿病毒首次转阴时间及住院时间的作用，疗效优于对照组药品，且与对照组药品比较，治疗7天可明显促进干咳症状消失，治疗14天可明显缩短咽痛症状消失时间，同时在缩短干咳、咳痰、咽干、鼻塞、流涕症状消失时间方面具有作用趋势。该研究成果为金振口服液在儿童抗新冠感染领域提供了确切严谨的支持，有助于发挥“儿童抗病毒和祛痰止咳中成药”、“多省市儿童新冠推荐用药”的治疗优势，实现产品覆盖率、市场规模的不断提升。

3.1.2 热毒宁注射液

热毒宁注射液组方源于河南省驻马店市名医宋庆仁先生临床经验方，由青蒿、金银花和栀子3味常用中药精制而成，具有清热、疏风、解毒之功效，临床上用于治疗外感风热所致感冒、咳嗽及上呼吸道感染、急性支气管炎，症见高热、微恶风寒、头痛身痛、咳嗽、痰黄。方中青蒿为君药，具有清热凉血、透散肌表的作用；金银花为臣药，擅清热解毒、透散表邪，协助增强青蒿清热透散；栀子为佐药，具有解毒、清热、凉血、清泄心肺胃的功效；诸药合用，共祛表里上下之邪。

2005年，热毒宁注射液上市并成为2005年版《药品注册管理办法》实施后获批的第1个中药注射剂新药，先后被列入《甲型H1N1流感诊疗方案(2010年版)》、《手足口病诊疗指南(2010年版)》、《人感染H7N9禽流感诊疗方案(2010年版)、(2014年版)、(2017年版)》、《登革热诊疗指南(2014年第2版)》、《中医药治疗埃博拉出血热专家指导意见(第一版)》、《中东呼吸综合征病例诊疗方案(2015年版)》、《中国成人流行性感冒诊疗规范急诊专家共识(2019年版)》、《中成药治疗成人流行性感冒临床应用指南(2020)》、第六至十版《新型冠状病毒肺炎诊疗方案》等多个病毒感染性疾病的诊疗指南、方案或专家共识。

表 13:《中成药治疗成人流行性感冒临床应用指南（2020）》轻症流感推荐用药

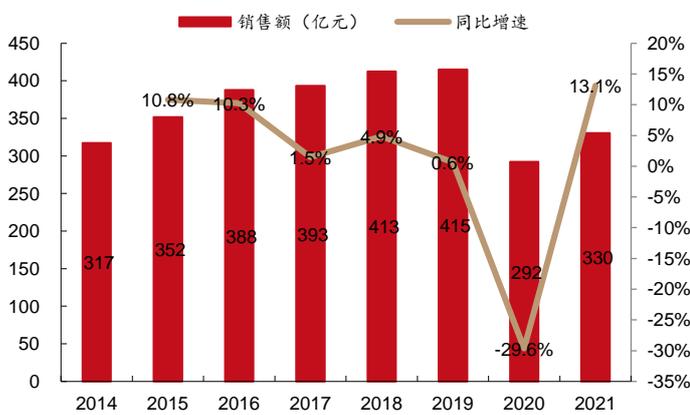
临床表现	症状	推荐用药
高热	咳嗽、口渴和球结膜充血	莲花清瘟胶囊、热毒宁注射液
低热或中度发热	咽痛、咳嗽、头痛、肌肉酸痛	金花清感颗粒
	咽喉肿痛、咳嗽明显	板蓝根颗粒
	咳嗽、鼻塞、咽痛	疏风解毒胶囊
	口淡、舌苔厚腻	抗病毒颗粒
	头痛、痛、口渴、便秘	荣石退热颗粒
	畏寒、流鼻涕、肌肉酸痛	荆防败毒丸

资料来源:《中成药治疗成人流行性感冒临床应用指南（2020）》，西部证券研发中心

2023年1月5日,国家卫生健康委同国家中医药局发布的《新型冠状病毒感染诊疗方案(试行第十版)》指出,国内外证据显示奥密克戎变异株肺部致病力明显减弱,临床表现已由肺炎为主行变为以上呼吸道感染为主,并将清肺排毒颗粒、化湿败毒颗粒、喜炎平注射液、血必净注射液、热毒宁注射液、痰热清注射液、醒脑静注射液、参附注射液、生脉注射液、参麦注射液被列为重型、危重型推荐中成药。

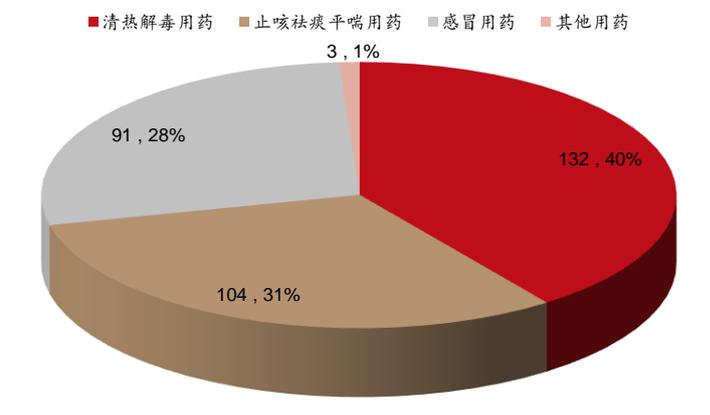
米内网数据显示,2014年以来中国公立医疗机构终端呼吸系统疾病中成药销售规模保持正增长,2019年规模达415亿,复合增长率为5.5%;2020年受疫情影响销售额下降29.6%,2021年实现恢复增长13.1%,销售额达330亿元。从治疗类别看,清热解毒、止咳祛痰平喘和感冒用药销售额分别为132/104/91亿元,占比为40%/31%/28%,其中清热解毒中成药2020年受疫情影响,医院诊疗人数下降,销售额下滑明显,疫情常态化后持续回温,2021年同比增长约6%,2022上半年继续小幅度增长。

图 24: 中国公立医疗机构终端呼吸系统疾病中成药销售额



资料来源:米内网,西部证券研发中心

图 25: 2021年中国公立医疗机构终端呼吸系统疾病中成药治疗亚类竞争格局(亿元)



资料来源:米内网,西部证券研发中心

2021年中国公立医疗机构终端清热解毒中成药TOP10产品中有5个为注射液;从销售额看,3个超10亿明星药领跑,分别为喜炎平注射液(23亿+)、蒲地蓝消炎口服液(21亿+)及注射用炎琥宁(10亿+)。

表 14: 2021年中国公立医疗机构终端清热解毒中成药TOP10产品

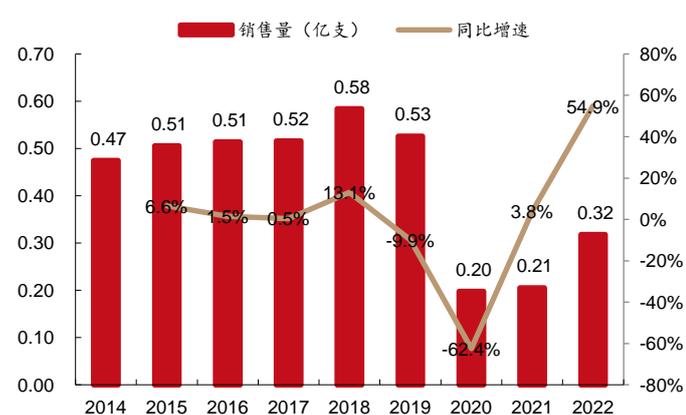
序号	药品名称	生产单位	国家医保目录	医保备注	国家基药目录
1	喜炎平注射液	青峰药业	乙类	限二级及以上医疗机构重症患者	
2	蒲地蓝消炎口服液	济川药业			
3	注射用炎琥宁	药友制药等			
4	血必净注射液	红日药业	乙类	限二级及以上医疗机构重症患者	

5	热毒宁注射液	康缘药业	乙类	限二级及以上医疗机构重症患者	
6	清开灵颗粒	一洲制药等	甲类		是
7	百蕊颗粒	华源药业	乙类		是
8	板蓝根颗粒	白云山等	甲类		是
9	清开灵注射液	神威药业等	甲类	限二级及以上医疗机构	是
10	清热散结胶囊	天济草堂制药等	乙类		

资料来源：米内网，西部证券研发中心

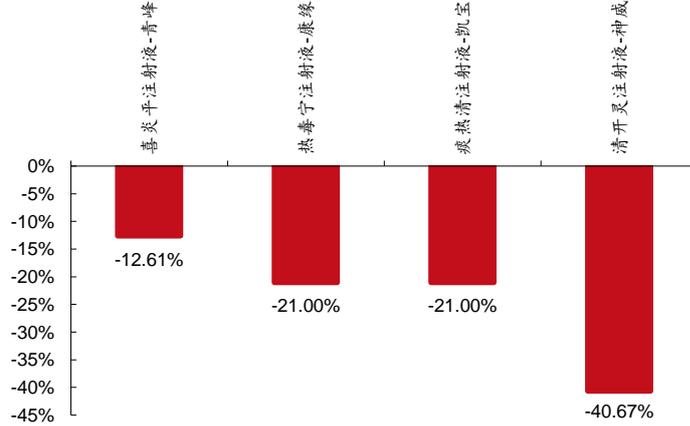
2017 版国家医保目录向 39 个中药注射剂开出禁令，严格限制其报销使用范围，其中有 26 个临床常用大品种仅限二级以上医疗机构使用，在基层医院使用将不能享受医保报销。热毒宁注射液被纳入其中，尽管二级以下医院营收占比仅约 13%，也导致其后续增长乏力。新冠疫情初期，医院常规门诊未能正常接诊，尤其医疗机构儿科等门诊量下降幅度较大，热毒宁注射液为处方药，销量下降幅度较大。2022 年热毒宁注射液进入广东等 6 省联盟集采，降价幅度 21.00%，在同类中药注射剂中降幅仅次于喜炎平注射液（12.61%），与上海凯宝的痰热清注射液持平；降价温和有助于实现以价换量，抢占未被集采的竞品份额。

图 26：2014-2022 年热毒宁注射液销售量及同比增速



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 27：广东等 6 省联盟清热解暑类中药注射剂集采降幅



资料来源：广东省药品交易中心，西部证券研发中心

销售方面，(1) 公司对热毒宁注射液执行“**专人专做**”，**拓宽临床应用科室**。热毒宁上市初期因其**安全性高、退热快、不反弹**等因素在儿童科室受到较高认可，目前儿科销售占比显著高于成人科室；公司在**巩固儿科优势**的基础上，通过加大急诊、呼吸、感染等其他**成人科室**的推广力度，深度挖掘急诊科室、呼吸科室及住院病房场景的市场潜力。(2) 利用热毒宁注射液先后被列入国家发布的第六至第十版《**新型冠状病毒肺炎诊疗方案**》**重型和危重型患者推荐用药**的机会，**提升医院覆盖率**，打造热毒宁注射液退热、抗炎、抗病毒的**市场学术品牌**。(3) 根据循证医学实验数据、疫病诊疗指南，公司产品对手足口病、登革热等特殊病种亦有疗效，公司将进一步针对**有效病种**加大市场推广力度。2022 年度热毒宁注射液销售量得到有效恢复，实现同比增长 54.9%。

学术方面，公司积极推动热毒宁注射液“**儿科 10 万例真实世界研究**”项目和“**病毒性肺炎**”上市后临床研究项目，以临床试验数据证明热毒宁注射液的安全性、有效性，提高市场对该品种的认可度。此外，由“热毒宁注射液”改变给药途径和剂型研发的口服制剂**热毒宁颗粒**正在开展 II 期临床试验，作为中药改良型 2.1 类新药，已完成的临床前药理学研究表明，其与热毒宁注射液在退热、抗炎、抗病毒等作用上效应相当。后续如能通过临床试验最终获得新药注册批件，将对热毒宁注射液的临床应用形成良好的补充。

3.1.3 银杏二萜内酯葡胺注射液

银杏二萜内酯葡胺注射液是以银杏叶为原料，经提取纯化后得到其有效部位银杏二萜内酯，具备内酯纯度高、规格大、冷链运输保证产品质量等优势，是老一代银杏叶制剂的升级换代品种，也是全球首个获批上市的高特异性血小板活化因子（PAF）受体拮抗剂，主要成份为银杏内酯 A（GA）、银杏内酯 B（GB）、银杏内酯 K（GK）等，具有活血通络之功效，临床上用于治疗中风病·中经络（轻中度脑梗死）恢复期之痰瘀阻络证，症见半身不遂，口舌歪斜，言语蹇涩，肢体麻木等。

中风，即脑卒中，包括缺血性中风（脑梗死）和出血性中风（脑出血），其中脑梗死占有所有脑卒中的 75%-90%，脑出血只占 10%-25%。根据病程进展的不同时点，中风分为先兆（发病 6 小时内）、急性期（发病 2 周内，神志不清者可延长至发病 4 周）、恢复期（发病 6 个月内）和后遗症期（发病 6 个月后）；根据症状和病情的严重程度，中风可分为中经络和中脏腑，主要区别在于中经络患者的神志清楚，而中脏腑患者则表现为神志不清（嗜睡、昏睡、浅昏迷、深昏迷）。根据国家卫生健康委发布的《中国缺血性中风中成药合理使用指导规范（2017）》和中国中西医结合学会发布的《中国脑梗死中西医结合诊治指南（2017）》，我们整理了缺血性中风（脑梗死）的中经络推荐中成药，如下所示：

表 15：缺血性中风（脑梗死）的中经络推荐中成药

中医辨证分型	临床表现特点	中医辨病分期	基本治则	示范推荐中成药
风痰阻络证	痰多而黏、舌暗淡、苔白腻、脉弦滑	临床最常见	熄风化痰、活血通络	脉血康胶囊、丹红注射液、丹参川芎嗪注射液、注射用血栓通
痰热腑实证	痰多而黏、舌暗红、苔黄腻、脉弦滑	多见于急性期	清热化痰、通腑祛痰	安宫牛黄丸、醒脑静注射液、清开灵注射液、疏血通注射液、
风火上扰证	咽干口苦、舌红、苔黄腻、脉弦数	多见于急性期	平肝熄风、清热泻火	丹参注射液、丹红注射液
阴虚风动证	咽干口燥、舌红瘦、少苔或无苔、脉弦数	多见于恢复期	滋阴潜阳、熄风通络	脑心痛胶囊、龙血通络胶囊、丹参类（注射用丹参多酚酸盐）、
气虚血瘀证	心悸汗出、舌暗淡、苔白腻、脉沉细	多见于恢复期	益气活血	红花类（注射用红花黄色素）、三七类（血塞通注射液）、银杏杏类（银杏二萜内酯葡胺注射液）

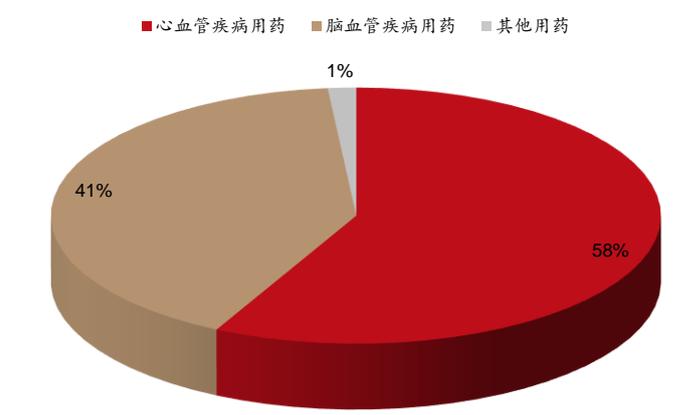
资料来源：国家卫生健康委，中国中西医结合学会，西部证券研发中心（注：《中成药治疗缺血性脑卒中临床应用指南》已被立项，预计 2023 年发布）

图 28：中国公立医疗机构终端心脑血管疾病中成药销售额



资料来源：米内网，西部证券研发中心

图 29：2020 年中国公立医疗机构终端心脑血管中成药亚类竞争格局



资料来源：米内网，西部证券研发中心

米内网数据显示，尽管中国公立医疗机构终端心脑血管疾病中成药市场规模自 2018 年以来呈下降趋势，但内部结构性影响不容忽视，其中中药注射剂受医保政策影响规模大幅下降，2015-2021 年复合增速-10.82%，且 2017 年开始下降速度呈加速趋势，2021 年有所收窄至-15.60%；而口服制剂市场则实现稳定增长，2015-2021 年复合增速 6.60%，2020 年在新冠疫情影响下仍逆势小幅增长 4.29%，2021 年则实现 10.02% 的增速，时隔 7 年重

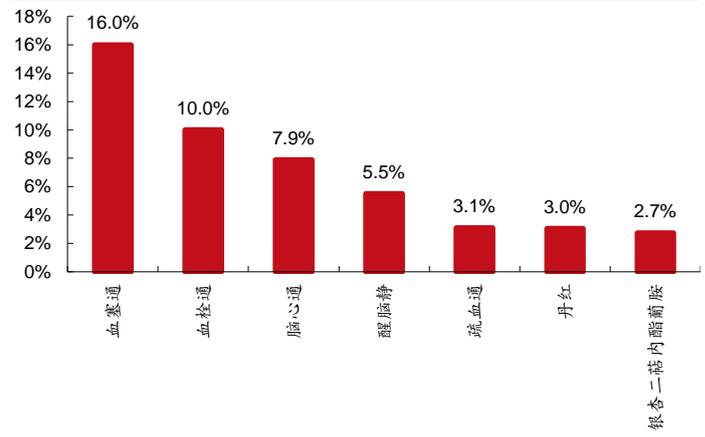
回双位数增长。针剂和口服出现结构性变化，口服制剂市场份额由2015年的34.76%增至2021年的60.80%逐步占据领先地位。从治疗类别看，心脑血管中成药集中在心血管疾病用药及脑血管疾病用药，2020年占比分别为58%和41%，其中心脑血管疾病用药的市场份额呈逐年递增态势，脑血管疾病中成药注射剂的规模降幅明显超过心脑血管疾病中成药平均降幅，2021年销售额仅218亿元。

图 30：中国公立医疗机构终端脑血管疾病中成药注射剂销售额



资料来源：米内网，西部证券研发中心

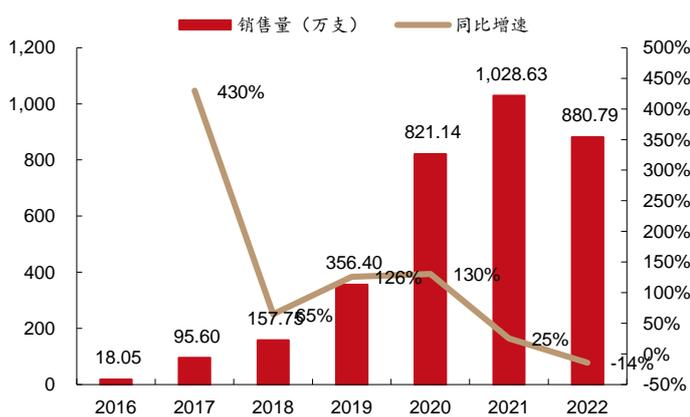
图 31：2021 年中国公立医疗机构终端脑血管疾病中成药通用名 TOP7 市占率



资料来源：米内网，西部证券研发中心

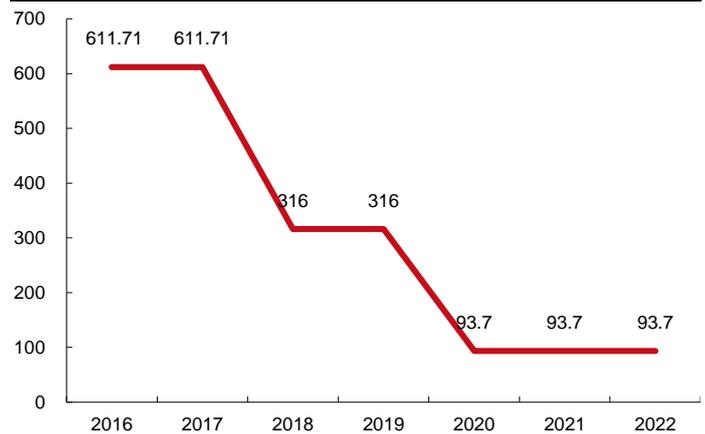
2021 年中国公立医疗机构终端脑血管疾病中成药通用名 TOP7 产品如上图所示，除银杏二萜内酯葡胺外，其他产品销售额皆 10 亿+，其中血塞通规模超 50 亿元，占比达 16.0%。银杏二萜内酯葡胺注射液作为新一代脑卒中创新治疗性药物，自 2014 年上市销售以来，特别自 2017 年首次经谈判纳入《国家医保目录》以来，销量突飞猛进，2016-2021 年复合增速达 124%；同时经过 2017 年和 2019 年两次医保谈判，其医保支付标准由 611.71 元/支下降到 316 元/支，再降为目前的 93.7 元/支，降幅分别为 48.34%和 70.35%。

图 32：2016-2022 年银杏二萜内酯葡胺注射液销售量及同比增速



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 33：银杏二萜内酯葡胺注射液医保支付标准（元/支）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心（注：2018 年之前为全国各省平均医保中标价）

临床研究方面，银杏二萜内酯葡胺注射液能有效抗血小板聚集、改善脑血循环，兼具强神经保护效应，通过II期、III期、上市后临床验证，银杏二萜内酯葡胺注射液可显著改善神经功能缺损，同时还可以保护血脑屏障、促进内质网应激修复神经。该产品剔除了银杏内酯中抗血小板活性微弱且神经保护效果不明确的倍半萜内酯（白果内酯 BB），仅保留了活性最强的二萜内酯类成份——GA、GB、GK，纯度大于 98%，是国际上首个获批的银杏二萜内酯类新药，对缺血性脑卒中有较高的临床治疗价值。

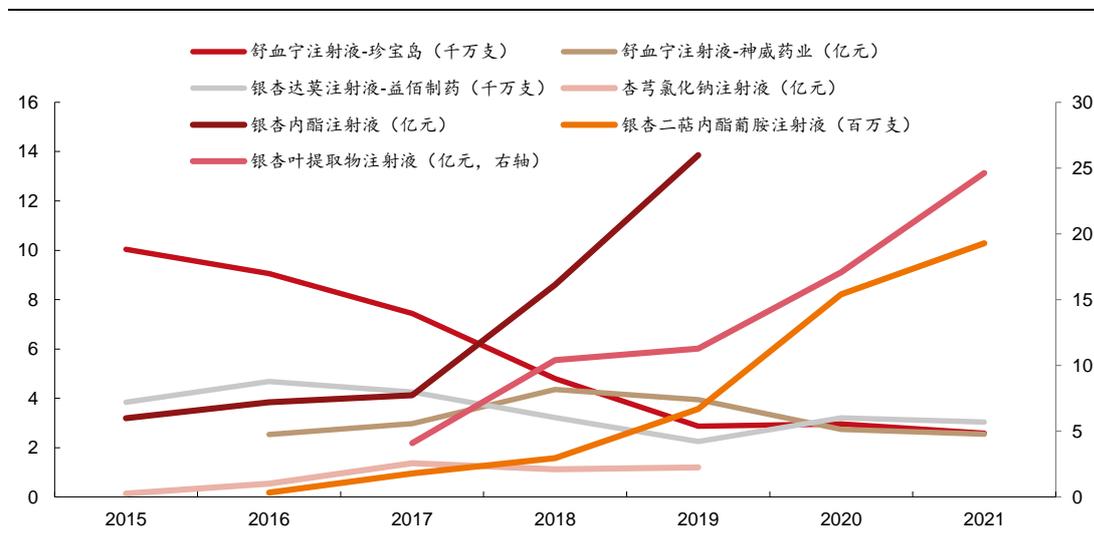
安全性方面，银杏二萜内酯葡胺注射液的生产原料银杏叶选自 GAP 药材基地，其生产车

间为我国工信部首批智能制造试点示范项目—中药制造智能工厂试点示范，采用数字化全程质量管控生产。根据 WHO 及国外药典银杏叶制剂中银杏酸需低于 5ppm，根据 2015 年版中国药典银杏叶提取物中银杏酸需低于 10ppm，该药品成品中未检出毒性成分—银杏酸；并且其使用了葡甲胺作为辅料，解决了以水为溶媒制备银杏内酯注射剂的技术难题，避免了使用甘油、乙醇等为溶媒可能引起的副作用。临床安全性经过 6300 例的上市后大样本 IV 期临床试验验证，不良反应发生率仅为 2.86%，其中 92% 为轻度的一过性不良反应，未见严重不良反应。

销售方面，公司坚持银杏二萜内酯葡胺注射液的**学术理论引领**，坚持以 PAF 受体拮抗剂为学术引领，以抗血小板聚集新途径的学术理论为指导，确立了其作为首个获批上市的特异性 PAF 受体拮抗剂的新药**品牌地位**。公司持续**强化学术推广**，不断提升产品的学术品牌价值，强化与其它银杏叶制剂品种的学术阶层区隔；**整改低消化医院、增长放缓的薄弱区域**，确保稳定健康发展；**对代理商推行类自营精细化管理**，对招商代理核心区域深度挖掘更多潜能，对潜力省份予以培育、增厚业绩，为增长奠定基础。

银杏叶制剂包括注射剂和片剂、胶囊等口服剂型。口服剂型的批文较多，注射液共 6 个产品 25 个批文，其中舒血宁注射液有珍宝岛、朗致集团、神威药业等 8 个厂家 13 个批文，银杏达莫注射液有普德药业、益佰制药、谷红制药 3 个厂家 6 个批文，弘和制药于 2005 年获得杏芍氯化钠注射液的批文，悦康药业于 2007 年获得银杏叶提取物注射液的批文、百裕制药于 2011 年获得了银杏内酯注射液的批文、康缘药业于 2012 年获得了银杏二萜内酯葡胺注射液的批文。近年来银杏叶注射剂销售情况如下表所示，可见银杏叶提取物注射液、银杏内酯注射液和银杏二萜内酯葡胺注射液的销售规模增长较快，呈现出新品替代老一代竞品的趋势。

图 34：2015-2021 年银杏叶注射剂销售情况



资料来源：各公司公告，米内网，西部证券研发中心

医保方面，除杏芍氯化钠注射液为非医保品种外，其他银杏叶注射剂皆为医保产品，其中银杏达莫注射液和银杏叶提取物注射液为国产化学药批文，2019 年版《医保目录》针对银杏叶提取物注射液删除了“限二级及以上医疗机构”和增加了“耳部血流及神经障碍患者”使用的报销范围，使得其 2020 年销售收入同比+51.3%；而舒血宁注射液、银杏内酯注射液和银杏二萜内酯葡胺注射液为中成药批文，现仍被“限二级及以上医疗机构”使用。

学术方面，公司积极推动银杏二萜内酯葡胺注射液“脑卒中急性期”II 期临床研究项目，以在原来“恢复期”的基础上扩大适应症范围，从而提高产品的市场份额。此外，由“银

杏二萜内酯葡胺注射液”改变给药途径和剂型研发的口服制剂**银杏二萜内酯滴丸**正在开展II期临床试验，作为中药改良型2.1类新药，已完成的临床前药效学研究表明，其与银杏二萜内酯葡胺注射液在化痰、活血、通络等作用上效应相当。后续如能通过临床试验最终获得新药注册批件，将对银杏二萜内酯葡胺注射液的临床应用形成良好的补充。

3.2 发展级品种

3.2.1 杏贝止咳颗粒

杏贝止咳颗粒处方源于国医大师周仲瑛教授治疗外感咳嗽属表寒里热证的经验方，以《宋·太平惠民合剂局方》三拗汤、《金匱要略》桔梗汤为基础加味组成，由麻黄（蜜炙）、苦杏仁、桔梗、前胡、浙贝母、百部、北沙参、木蝴蝶和甘草9味中药经现代工艺提取精制而成，具有清宣肺气、止咳化痰之功效，临床上用于治疗外感咳嗽属表寒里热证，症见微恶寒、发热、咳嗽、咯痰、痰稠质粘、口干苦、烦躁等。

2022年12月10日，国家中医药局发布《新冠病毒感染者居家中医药干预指引》，分别对成人、儿童和特殊人群感染新冠病毒提出了相应的中成药治疗给药方案，杏贝止咳颗粒被列为成人治疗“症见咳嗽明显者”推荐用药，同时还推荐了其他具有宣肺止咳功效的中成药，如急支糖浆、咳速停糖浆、宣肺止咳合剂、通宣理肺丸（颗粒、口服液）、杏苏止咳颗粒、莲花清咳片、橘红痰咳液、感冒止咳颗粒。

米内网数据显示，止咳祛痰平喘中成药2019年在中国三大终端6大市场销售额接近250亿元；2020年受疫情及四类药限售等影响，大幅下滑27.93%，销售额不足180亿元；2021年销售额超过200亿元，实现12.82%的正增长，但离疫情前水平尚有差距。

从终端分布看，2021年止咳祛痰平喘中成药在公立医疗机构（公立医院+公立基层医疗）和零售药店终端（城市实体药店+网上药店）占比分别为54%和46%。其中，公立医院终端、公立基层医疗终端止咳祛痰平喘中成药2020年销售额分别大跌33.84%、30.66%，2021年分别同比增长20.52%、13.18%。而零售药店终端中，中国城市实体药店终端止咳祛痰平喘中成药2020年销售额大跌22.98%，2021年同比增长6.65%；中国网上药店终端止咳祛痰平喘中成药由于销售基数过小，2020年、2021年分别同比增长33.82%、37.35%。

表 16：2021 年止咳祛痰平喘中成药品牌 TOP 榜

序号	药品名称	生产单位	药品名称	生产单位	销售额 (亿元)
1	苏黄止咳胶囊	扬子江	京都念慈菴蜜炼川贝枇杷膏	京都念慈菴	12.52
2	肺力咳合剂	健兴药业	铁皮枫斗颗粒	天皇药业	7.21
3	痰热清注射液	上海凯宝	补肺丸	丽彩药业	5.45
4	强力枇杷露	康隆药业	急支糖浆	太极集团	3.44
5	三拗片	济川药业	苏黄止咳胶囊	扬子江	2.94
6	复方鲜竹沥液	济民可信	止咳宝片	特一药业	2.39
7	肺力咳胶囊	健兴药业	肺力咳合剂	健兴药业	2.25
8	急支糖浆	太极集团	肺宁颗粒	修正药业	2.24

资料来源：米内网，西部证券研发中心（注：左侧为公立医疗机构终端，右侧为城市实体药店终端）

2021年中国公立医疗机构终端止咳祛痰平喘中成药品牌TOP10中，扬子江的苏黄止咳胶囊、健兴药业的肺力咳合剂、上海凯宝的痰热清注射液依次位列前三，销售额均10亿+。城市实体药店终端止咳祛痰平喘中成药品牌TOP20中，京都念慈菴的京都念慈菴蜜炼川

贝枇杷膏位列第一，销售额达 12.52 亿元；天皇药业的铁皮枫斗颗粒位列第二，销售额为 7.21 亿元；丽彩药业的补肺丸位列第三，销售额为 5.45 亿元。

销售方面，立足现有基层终端资源，推动杏贝止咳颗粒快速覆盖各城市社区服务中心和乡镇卫生院；学术方面，公司积极推动杏贝止咳颗粒“感染后咳嗽”上市后临床研究项目。

3.2.2 桂枝茯苓胶囊

桂枝茯苓胶囊组方源于张仲景《金匱要略》中的桂枝茯苓丸，由桂枝、茯苓、牡丹皮、桃仁、芍药 5 味中药经现代工艺提纯精制而成，具有活血化瘀、散结消癥之功效，为血瘀证基础用药；古代用于治疗妇人瘀血阻络所致癥块、经闭、痛经、产后恶露不尽，现代临床常用于治疗子宫肌瘤、慢性盆腔炎包块、卵巢囊肿、痛经、子宫内膜异位症等妇科疾病。

与丸剂型相比，胶囊剂药物崩解迅速，利于吸收，溶散时限 15min，而丸剂需 60min；溶出实验发现胶囊中芍药苷、丹皮酚等有效成分在 25min 累积溶出达到 90%，而丸剂 2h 累积溶出才达到 40%~50%，胶囊剂生物利用度更高；胶囊密封性好，可遮盖药物不良气味，服用方便，患者顺应性好。

图 35：桂枝茯苓胶囊治疗优势病种推荐意见



资料来源：《桂枝茯苓胶囊临床应用指南（2021 年）》，西部证券研发中心

米内网数据显示，2020 年之前，妇科中成药在中国两大终端的市场规模稳定在 220 亿元，公立医疗机构终端和城市实体药店终端分别占比 75%和 25%。2020 年受疫情影响，妇科中成药市场规模同比下滑 15.9%，此后规模稳定在 184 亿元，其中公立医疗机构终端受疫情影响较严重，近两年呈现缓慢恢复态势。

从治疗类别看，2022H1 中国公立医疗机构终端妇科炎症药、妇科调经药两大销售主力合计市场份额接近 69%，妇科其它用药占比接近 12%。从渠道格局来看，城市公立医院和县级公立医院合计占比约 85%，城市社区中心占比约 5%。从厂家格局来看，新天药业、千金药业和步长制药的市场份额均超过 5%；碧凯药业、白云山、康缘药业分别位列第四、

第五、第六，市场份额均超过4%。

2022H1 中国公立医疗机构终端妇科中成药品牌 TOP10 中，销售额均超过 1 亿元，且均为独家产品。碧凯药业的保妇康栓位列第一，销售额超过 3 亿元；白云山的滋肾育胎丸、新天药业的坤泰胶囊、千金药业的妇科千金胶囊销售额均超过 2 亿元。从细分类别来看，妇科炎症药有 6 个，妇科安胎药、妇科调经药、妇女更年期药、妇科其它用药各有一个。

表 17：2022H1 中国公立医疗机构终端妇科中成药品牌 TOP10

序号	药品名称	生产单位	治疗亚类
1	保妇康栓	碧凯药业	妇科炎症
2	滋肾育胎丸	白云山	妇科安胎
3	坤泰胶囊	新天药业	妇女更年期
4	妇科千金胶囊	千金药业	妇科炎症
5	红核妇洁洗液	步长制药	妇科炎症
6	桂枝茯苓胶囊	康缘药业	妇科其他用药
7	康妇炎胶囊	步长制药	妇科炎症
8	妇乐片	东泰制药	妇科炎症
9	川百止痒洗剂	贞玉民生药业	妇科炎症
10	益母草注射液	成一制药	妇科调经

资料来源：米内网，西部证券研发中心

销售方面，桂枝茯苓胶囊在高端和县区终端聚焦产科和乳腺科；学术方面，公司积极推动桂枝茯苓胶囊美国 III 期临床实验。

除此之外，公司在妇科领域还拥有创新中药散结镇痛胶囊，其由三七粉、龙血竭、浙贝母、薏苡仁 4 味药材组成，具有软坚散结、化痰定痛之功效，临床上用于治疗痰瘀互结兼气滞所致的继发性痛经、月经不调、盆腔包块、不孕；子宫内膜异位症。

3.2.3 复方南星止痛膏

复方南星止痛膏是由南京中医药大学刘为民教授牵头，以古方四虎散为基础，参考了丁桂散方、宝珍膏方、普救万全膏方等祖国医学方剂，历经 10 年，精心研制而成的外用贴膏。方中生天南星、生川乌温经散寒、化痰通络；丁香、肉桂、白芷、细辛温经散寒止痛；川芎、徐长卿、乳香、没药活血濡脉；樟脑、冰片芳香透达、祛风止痛。诸药合用，共奏散寒除湿、活血止痛之功，临床上用于治疗骨性关节炎属寒湿瘀阻证，证见关节疼痛，肿胀，功能障碍，遇寒加重，舌质暗淡或瘀斑。

骨关节炎是一种以**关节软骨损害**为主，并累及整个关节组织的最常见的关节疾病，最终发生关节软骨退变、纤维化、断裂、缺损及整个关节面的损害。骨关节炎好发于中老年人群，发病部位以腰椎、颈椎为主。**中药贴膏剂通过经皮给药的方式可有效缓解骨痹、软组织损伤、附骨疽、关节炎、颈椎病等骨关节疾病的疼痛，延缓疾病进程。**近年来中药贴膏剂市场规模逐步扩大，米内网数据显示，2021 年中药贴膏剂在中国公立医疗机构和城市实体药店终端的销售额分别达 76.36 亿元和 49.77 亿元，同比增长 14.67%和 5.07%，五年复合增长率分别为 8.80%和 2.02%。

图 36: 2016-2021 年中国公立医疗机构终端中药贴膏剂销售额及同比增长



资料来源: 米内网, 西部证券研发中心

图 37: 2016-2021 年中国城市实体药店终端中药贴膏剂销售额及同比增长



资料来源: 米内网, 西部证券研发中心

公立医疗机构终端, 2021 年有 17 个中药贴膏剂销售额超过 1 亿元, TOP10 产品市场份额合计超过 70%, 市场集中度较高; 从治疗类别来看, 全部为骨科止痛用药。

表 18: 2021 年中国公立医疗机构终端中药贴膏剂市场竞争格局

排名	产品名称	销售额 (亿元)	同比增长	市占率	治疗类别	国家基药目录	国家医保目录	获批生产单位
1	云南白药膏	13.56	12.20%	17.76%	骨科止痛用药	√	甲类	云南白药
2	消痛贴膏	12.07	10.10%	15.80%	骨科止痛用药	√	乙类	奇正藏药
3	活血止痛膏	8.24	7.10%	10.79%	骨科止痛用药	×	乙类	安科余良卿药业、舒尔迈康药业
4	通络祛痛膏	5.41	7.40%	7.09%	骨科止痛用药	√	乙类	羚锐制药
5	骨通贴膏	5.32	15.97%	6.97%	骨科止痛用药	×	乙类	华润天和
6	复方南星止痛膏	3.41	5.20%	4.47%	骨科止痛用药	√	甲类	康缘药业
7	神农镇痛膏	2.25	32.77%	2.94%	骨科止痛用药	×	乙类	燕舞药业、吉民药业、羚锐制药
8	麝香追风止痛膏	2.11	-8.80%	2.77%	骨科止痛用药	√	甲类	希尔安药业
9	麝香海马追风膏	1.97	61.88%	2.58%	骨科止痛用药	×	乙类	希尔安药业、汉宝药业
10	千山活血膏	1.87	20.70%	2.45%	骨科止痛用药	×	×	修正药业

资料来源: 国家药监局, 国家医保局, 中国政府网, 米内网, 西部证券研发中心

根据《中成药治疗膝骨关节炎临床应用指南 (2020 年)》, 复方南星止痛膏被推荐用于膝骨关节炎发作期, 建议用于缓解期, 与玻璃酸钠联合应用对改善疼痛有协同效益; 且该《临床指南》仅推荐了两款贴膏剂—消痛贴膏和复方南星止痛膏。学术方面, 2022 年公司完成了复方南星止痛膏“肌肉骨骼慢性疼痛”前瞻性队列研究 3024 例全部病例入组。

除此之外, 公司在骨科领域还拥有创新中药腰痹通胶囊, 其由三七、川穹、延胡索、白芍、牛膝、狗脊、熟地黄、独活 8 味药材组成, 具有活血化瘀、祛风除湿、行气止痛之功效, 临床上用于治疗血瘀气滞、脉络闭阻所致腰痛, 症见腰腿疼痛, 痛有定处, 痛处拒按, 轻者俯仰不便, 重者剧痛不能转侧; 腰椎间盘突出症。

3.3 近年上市品种

3.3.1 筋骨止痛凝胶

筋骨止痛凝胶处方是中国中医研究院骨科专家孙树椿教授在清代御医方“骨伤滕药”的基础上, 结合自身治疗膝关节骨性关节炎经验加减化裁而来的临床经验方。相较于中药外用传统制剂, 筋骨止痛凝胶开发为水性凝胶剂, 具备方便给药、降低刺激性和利于药物有效成分的释放、渗透和吸收等特点和优势。

3.3.2 银翘清热片

银翘清热片处方是中国工程院院士王永炎教授在温病名方“银翘败毒汤”基础上，结合自身治疗风热感冒经验加减化裁而来，用于治疗外感风热型普通感冒，具有辛凉解表、清热解毒之功效。银翘清热片自2022年12月份开始销售，经谈判被纳入2022年版《国家医保目录》，预计未来将对销售起到积极的作用。

3.3.3 散寒化湿颗粒

散寒化湿颗粒是依据第六版至第九版《新型冠状病毒肺炎诊疗方案》中的“寒湿疫方”，根据《中药注册分类及申报资料要求》中3.2类“其他来源于古代经典名方的中药复方制剂”注册要求研制开发而成。该处方由麻杏石甘汤（《伤寒论》汉·张仲景）、神术散（《太平惠民和剂局方》宋·太平惠民和剂局）、达原饮（《瘟疫论》明·吴又可）、霍朴夏苓汤（《医原》清·石寿棠）、葶苈大枣泻肺汤（《金匱要略》汉·张仲景）五个古代经典名方加减化裁而来，是继“三方三药”后，首个获批用于新冠病毒感染治疗的抗疫中药新药。散寒化湿颗粒对新冠等相关疫病治疗有确切疗效，已被纳入《新型冠状病毒肺炎诊疗方案（试行第十版）》轻型和中型患者推荐用药。

3.3.4 苓桂术甘颗粒

苓桂术甘颗粒组方源于张仲景《伤寒论》《金匱要略》中的苓桂术甘汤，已列入《古代经典名方目录（第一批）》。苓桂术甘汤为温化水湿的代表方，由茯苓、桂枝、白术、甘草四味药组成，具有温阳化饮、健脾利湿之功效，用于中阳不足之痰饮。

苓桂术甘汤是“苓桂剂”的代表方，方中重用甘淡之茯苓为君，健脾利水、渗湿化饮，能消已聚之痰饮；饮为阴邪，非温药不化，得温使开，得阳使运，故以辛温之桂枝为臣，温阳以化痰饮；茯苓、桂枝配伍，一利一温，有温阳化气、利水渗湿之效。佐以白术健脾燥湿，助茯苓培土制水、健脾祛湿，白术与茯苓相须为用，体现治生痰之源以治本；桂枝与白术同用，有温阳健脾之功。甘草甘平，有补脾益气、止咳祛痰之功效。四药合用，温阳健脾以化饮，淡渗利湿以平冲逆，温而不燥、利而不峻，使中阳得健、痰饮得化，标本兼顾，配伍严谨，是张仲景温阳利水治疗“痰饮病”的代表方，上温心阳、下利水湿、中健脾土。作为中医常用方剂之一，其在慢性心力衰竭、心率失常、冠心病、慢性支气管炎、非酒精性脂肪肝、眩晕、哮喘、水肿等疾病的治疗上被广泛应用。

3.4 在研立项品种

公司坚持以创新驱动发展，研发管线完备，18个中药新药处于临床阶段，其中处于III期临床的有3个，紫辛鼻鼈颗粒、参蒲盆炎颗粒和六味地黄苷糖片分别治疗过敏性鼻炎、盆腔炎症性疾病后遗症和妇女更年期综合征；另有补髓益智颗粒和梳黄贴膏分别于2022年4月和2023年3月申报临床。

表 19：公司中药研发管线情况

申报临床	获批临床	临床I期	临床II期（呼吸）	临床II期（消化）	临床II期（骨科）	临床II期（其他）	临床III期
补髓益智颗粒 梳黄贴膏	枣柏安神颗粒	泽泻降脂胶囊**	芪白平肺颗粒 麻杏止咳颗粒 九味疏风平喘颗粒 双鱼颗粒	苡蓉润通口服液**	伤科天芍凝胶 金黄凝胶 芪桂痛风片	冠心病颗粒 静脉炎颗粒 银杏二萜内酯滴丸** 七味癸宝颗粒 正宫胶囊	紫辛鼻鼈颗粒 参蒲盆炎颗粒 六味地黄苷糖片**

资料来源：公司公告，西部证券研发中心（注：**为1.2类新药，其他均为1.1类；新药研发项目有终止风险）

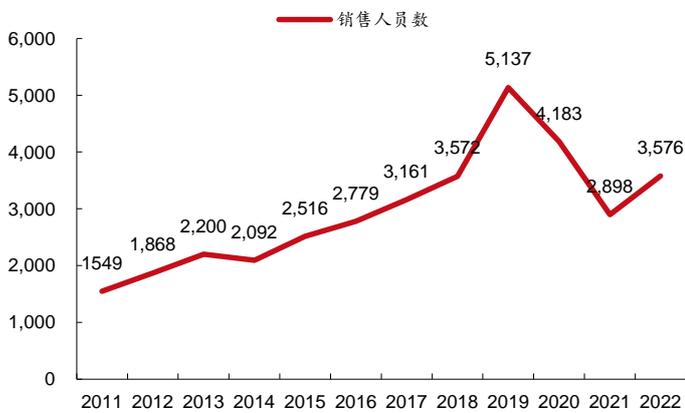
四、深化营销改革，加大智能制造

4.1 营销改革

公司自2011年开始推进营销系统改革，2012年改变以往单一的产品分线管理模式，转变为省区层面综合、办事处层面分线的管理模式，强化医疗终端开发、基层市场的拓展。2013-2015年，公司持续推进“大品种战略”，重点做大核心区域，做实基层市场，强化终端消化，推动高附加值的优势产品向高市场占有的强势产品转变，抢夺基药扩容带来的市场红利，以“高端超额补基层，基层快上保完成”为行动纲领，做好高端医疗、基层医疗、民营医疗、OTC零售四大终端开发工作。公司以临床学术推广为主导，高端医院引领、基层市场带动、临床终端发力、零售终端联动、OTC广告营销多轮驱动，积极推进大品种战略的集约化、规模化发展。截至2015年底，公司与全国191家医药商业公司建立了长期稳定的业务关系，产品覆盖近7,000家县级以上医疗单位，3万多家零售药店。

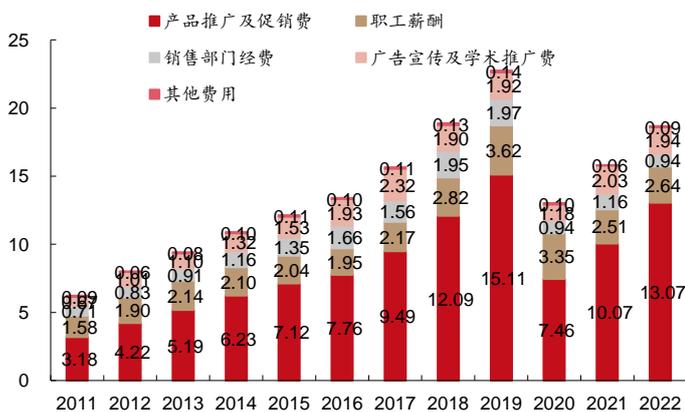
2016年5月，公司积极进行母公司、子公司各销售产品线整合，改变原单纯事业线的垂直销售模式，成立营销总公司，推行分产品线、分区块相结合的矩阵式管理模式。2016年四季度，公司开始实行医院主管责任制，医院主管、代表之间横向纵向联合，在区域市场形成立体销售网络，对终端实行全面覆盖，截至2018年底已设置医院主管600余人，实施主管制的医院终端消化明显提升，基层覆盖率提升至17.98%。2017年，公司设立大招商事业部，针对银杏二萜内酯葡胺注射液及其他招商产品，强化高端医院品种次的开发。

图 38：2011-2022 年公司销售人员数



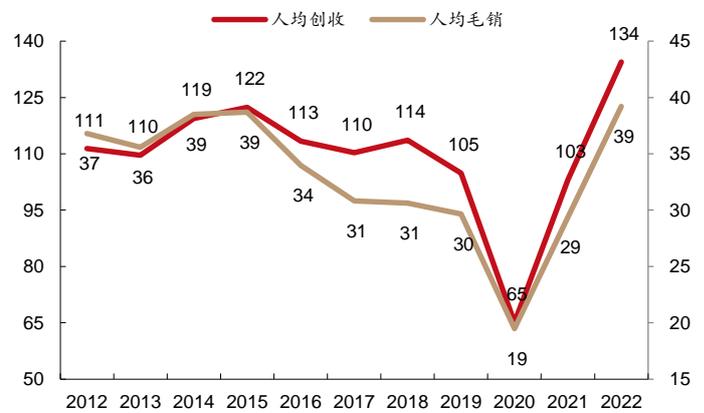
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 40：2011-2022 年公司销售费用拆分（亿元）



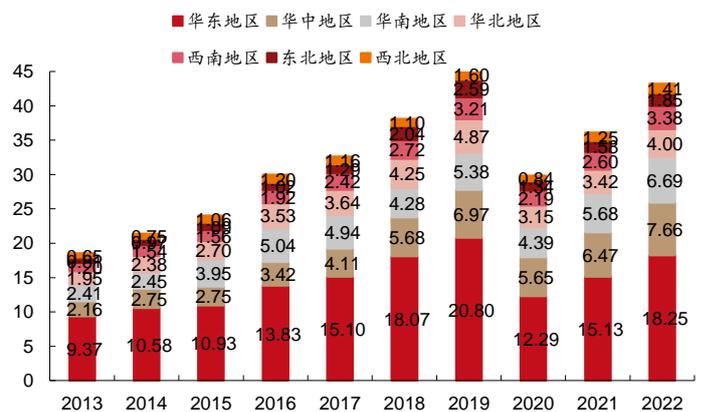
资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 39：2012-2022 年公司销售人员人均创收和人均毛销（万元）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心（注：毛销 = 毛利润 - 销售费用）

图 41：2013-2022 年公司各销售大区营业收入拆分（亿元）



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

2018年，公司针对口服剂型实行专人专做，非自营板块科学调整各事业部架构，深入推行精细化招商，新增终端开发675家+。2020年以来，疫情对公司的销售造成了较大不利影响，公司采取营销运营集约化，销售人员数有明显优化，2022年人均创收和人均毛销都创近十年新高。2022年，公司对热毒宁注射液执行“专人专做”。

目前公司的营销工作主要由分管营销的副总经理负责，营销队伍由大区销售总监、省区经理、医院主管和医药代表构成，销售模式主要采取专业学术推广、招商代理及普药助销三位一体的模式：

专业学术推广是公司医药销售的主要特色，公司坚持自建销售队伍，成立临床自营业态、招商代理业态、OTC业态、分销综合业态销售团队，依靠专业学术推广队伍，通过专业医疗领域的学术带头人和各种层级、各种形式的学术推广活动，把产品临床应用研究成果传递给各级医疗机构目标医生与从业人员，从而提高公司医药产品的知名度和医生的认可度。同时终端药品使用情况也能由销售团队反馈至生产系统、研发系统，对公司的质量管理、研发创新、库存控制起到了积极的促进作用。

招商代理模式是专业学术推广的补充销售模式，主要是针对公司部分品种，为了实现快速的市场覆盖，形成市场规模，在全国或部分地区进行精细化招商，由经销商为公司提供分销配送服务，公司为经销商提供学术支持、监管考核，双方在互利共赢的基础上扩大产品的市场占有率。

普药助销模式主要是针对大众化的非独家产品，公司通过与医药商业公司合作完成面向终端的市场分销工作。

4.2 智能制造

公司历来高度重视现代制药新技术在中药生产过程中的应用，不断探索科技创新的中药智能制造之路，以现代中药的“精准制造”来推动中药制造行业的品质革命。公司产品成熟应用膜分离、大孔树脂吸附、连续逆流萃取等一系列新技术、新工艺、新设备，逐步形成了高新技术产品规模化、新型中药品种系列化、质量检测控制现代化、技术创新与进步持久化的技术特色，解决了传统中药制药工艺与现代科技相结合的一系列关键技术问题。

公司联合了浙江大学、北京中医药大学、江南大学等国内知名高校和科研院所，共同开展了中药信息化、智能化的研究和探索，建立了中药智能化生产的相关标准和规范，在中药生产大数据的采集和应用方面取得了突破，逐渐形成了中药生产过程数字孪生建立方法学。

在信息化系统建设和设备智能化方面，公司联合了苏州浙远、朗通科技等国内领先的技术、设备供应商，共同开发或改造了应用于中药生产的MES、APS、ERP等信息化系统。在网络建设方面，通过与中国电信、中国移动等运营商的深度合作，公司建设了符合实际业务需求和场景的5G专网，建设了5G+MEC边缘计算专网及AGV、智能化考勤、室外视频监控等通用场景。

公司依托国家重点实验室等平台优势，创立“中药全过程质量控制体系”。通过建设中药智能制造工厂，将质量控制体系内化至每一个生产环节，实现中成药生产全过程“点点一致、段段一致、批批一致”的精准制造。公司还建立了物联网平台、数据中台、业务中台，实现了设备互联、数据互通。

公司智能制造生产项目实现了从中药原料提取、精制到制剂的全过程自动化、信息化、智能化，是我国中药智能制造水平的示范标杆，有效推动了国内中药制药由传统制药技术转

型升级至智能制药的技术革命。公司“数字化提取精制工厂”已被列入国家工信部首批智能制造试点示范项目；“智能化中药口服固体制剂工厂项目”已入选“中国医药企业社会责任优秀项目”；“康缘中药智能化固体制剂工厂项目”已入选“江苏省工业转型升级项目”。

五、盈利预测

5.1 关键假设和盈利预测

呼吸与感染：受益于疫情常态化下的市场需求增加和学术推广能力增强，预计公司呼吸与感染类产品销售额将保持快速增长。其中金振口服液作为儿科止咳祛痰中成药龙头品种，受益于医院终端的开发、基层终端的覆盖，有望持续稳健增长；热毒宁注射液执行“专人专做”，在巩固儿科优势基础上，加大成人科室的推广力度，年销售额有望重回10亿+；杏贝止咳颗粒通过快速覆盖现有基层终端实现快速增长。预计2023-2025年呼吸与感染类产品的营收增速为26.56%/25.82%/22.77%，毛利率为78.20%/78.70%/79.20%。

心脑血管类：包括银杏二萜内酯葡胺注射液和其他口服药，其中前者通过强化学术推广、整改低消化医院、对代理商推行类自营精细化管理等，加速替代老一代竞品；后者作为公司的战略储备品种，持续受益于人口老龄化带来的规模增长。预计2023-2025年心脑血管类产品的营收增速为13.46%/13.51%/13.56%，毛利率为69.71%/70.71%/71.21%。

骨科类：主要为复方南星止痛膏和腰痹通胶囊，受益于人口老龄化，预计2023-2025年骨科类产品的营收增速为15.71%/14.54%/13.21%，毛利率为63.12%/63.12%/63.12%。

妇科类：主要为桂枝茯苓胶囊和散结镇痛胶囊，随着销售终端和临床定位的聚焦，有望保持稳定增长，预计2023-2025年妇科类产品的营收增速为15.45%/9.54%/9.58%，毛利率为74.81%/75.31%/75.81%。

其他：包括参乌益肾片、黄芪精口服液和九味熄风颗粒等，预计2023-2025年其他产品的营收增速为27.72%/22.90%/18.32%，毛利率为59.68%/60.18%/60.68%。

期间费用率：预计2023-2025年销售费用率、管理费用率、研发费用率分别为43.00%/42.50%/42.00%、4.40%/4.40%/4.40%、14.00%/14.00%/14.00%。

表 20：2023-2025 年公司业绩预测

营业收入（单位：亿元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
呼吸与感染	11.89	20.98	26.55	33.40	41.01
增长率		76.48%	26.56%	25.82%	22.77%
心脑血管类	11.78	10.49	11.91	13.52	15.35
增长率		-10.88%	13.46%	13.51%	13.56%
骨科类	5.78	5.62	6.50	7.44	8.43
增长率		-2.89%	15.71%	14.54%	13.21%
妇科类	4.38	3.67	4.23	4.64	5.08
增长率		-16.32%	15.45%	9.54%	9.58%
其他	2.66	2.76	3.52	4.33	5.12
增长率		3.63%	27.72%	22.90%	18.32%
合计	36.49	43.51	52.71	63.32	74.98
毛利率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
呼吸与感染	74.81%	77.70%	78.20%	78.70%	79.20%

心脑血管类	71.32%	68.71%	69.71%	70.71%	71.21%
骨科类	66.13%	62.62%	63.12%	63.12%	63.12%
妇科类	76.83%	74.31%	74.81%	75.31%	75.81%
其他	66.00%	58.68%	59.68%	60.18%	60.68%
合计	71.91%	72.10%	72.91%	73.65%	74.26%
期间费用率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	43.39%	42.93%	43.00%	42.50%	42.00%
管理费用率	4.45%	4.36%	4.40%	4.40%	4.40%
研发费用率	13.69%	13.92%	14.00%	14.00%	14.00%
合计	61.52%	61.21%	61.40%	60.90%	60.40%

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

基于以上业绩预测,预计 2023-2025 年营收 52.71/63.32/74.98 亿元,同比增长 21.1%/20.1%/18.4%,归母净利润 5.57/7.05/8.81 亿元,同比增长 28.3%/26.6%/24.9%,对应 EPS0.95/1.21/1.51 元。

5.2 相对估值

选取与公司主营业务相近,市场规模以及品牌知名度相当的以岭药业、天士力、济川药业和红日药业为可比公司,参照行业内可比公司的 PE 估值水平,同时考虑到公司具有较强的研发实力和营销改革赋予的渠道活力,给予 2023 年 35xPE,对应目标价格 33.36 元。

表 21: 可比公司估值表

股票代码	公司简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			市盈率 P/E		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
002603.SZ	以岭药业	30.84	515.25	21.16	24.50	/	24.35	21.03	/
600535.SH	天士力	15.41	231.10	9.82	11.60	13.24	23.53	19.91	17.45
603998.SH	方盛制药	12.70	55.94	1.66	2.17	2.78	33.70	25.82	20.16
603439.SH	贵州三力	18.70	76.64	2.52	3.24	4.03	30.39	23.65	19.02
可比公司均值				8.79	10.38	/	27.99	22.60	/
600557.SH	康缘药业	31.25	182.69	5.57	7.05	8.81	32.78	25.90	20.74

资料来源: wind, 西部证券研发中心 (注: 股价为 2023 年 4 月 21 日收盘价, 可比公司相关预测为 Wind 一致预期)

5.3 投资建议

预计 2023-2025 年营收 52.71/63.32/74.98 亿元,同比增长 21.1%/20.1%/18.4%,归母净利润 5.57/7.05/8.81 亿元,同比增长 28.3%/26.6%/24.9%,对应 EPS0.95/1.21/1.51 元。考虑到公司具有较强的研发实力和营销改革赋予的渠道活力,给予 2023 年 35xPE,对应目标价格 33.36 元,首次覆盖,给予“增持”评级。

六、风险提示

研发创新风险: 公司每年投入大量的研发经费用于产品开发和科技创新,但新药研发开发周期长,投资大,风险性较高,其关键风险环节为立项,如果研发方向选择错误,不能研发出适销对路产品以及研发失败均会造成公司研发费用流失。

政策调整风险: 医药行业受国家政策影响较大,随着国家医疗卫生体制改革的不断推进,一系列的医药政策陆续出台,两票制、集中带量采购、医保目录调整、医保支付方式、药品审评制度、药品上市许可持有人制度、新药监测等将对药品研发、生产与经营产生影响,

医保控费措施的常态化运行，也给药品销售带来一定的压力。

成本波动风险：中医药行业受到原材料供应价格影响较大，近年来，中药材价格整体有一定上浮，部分药材价格上涨明显。中药材的稳定供应和成本可控也是近年来行业面临的不确定性之一。中成药品种对人工要求较高，对人员数量和能力都有一定的要求，随着员工薪酬水平与社会保障水平的提升，企业未来可能面临用工成本上升的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	937	1,601	1,952	3,329	4,569	营业收入	3,649	4,351	5,271	6,332	7,498
应收款项	776	798	1,286	1,350	1,597	营业成本	1,025	1,214	1,428	1,669	1,930
存货净额	338	343	509	539	619	营业税金及附加	61	73	85	105	124
其他流动资产	822	987	897	900	928	销售费用	1,583	1,868	2,266	2,691	3,149
流动资产合计	2,874	3,730	4,644	6,118	7,713	管理费用	662	795	970	1,165	1,380
固定资产及在建工程	2,533	2,508	2,475	2,311	2,176	财务费用	8	(9)	(26)	(34)	(49)
长期股权投资	4	4	4	4	4	其他费用/(-收入)	(41)	(46)	(56)	(46)	(35)
无形资产	434	398	322	247	174	营业利润	351	455	604	783	1,000
其他非流动资产	173	156	173	171	171	营业外净收支	(23)	(9)	(11)	(17)	(23)
非流动资产合计	3,144	3,066	2,974	2,733	2,526	利润总额	328	446	593	766	977
资产总计	6,018	6,796	7,618	8,851	10,239	所得税费用	4	4	30	46	68
短期借款	235	0	0	200	200	净利润	324	442	563	720	908
应付款项	1,215	1,753	1,956	2,268	2,745	少数股东损益	4	7	6	14	27
其他流动负债	3	28	12	14	18	归属于母公司净利润	321	434	557	705	881
流动负债合计	1,453	1,781	1,967	2,482	2,963	财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
长期借款及应付债券	2	2	2	2	2	盈利能力					
其他长期负债	91	79	88	86	84	ROE	7.6%	9.6%	11.0%	12.3%	13.5%
长期负债合计	92	81	90	88	86	毛利率	71.9%	72.1%	72.9%	73.7%	74.3%
负债合计	1,545	1,862	2,057	2,570	3,049	营业利润率	9.6%	10.5%	11.5%	12.4%	13.3%
股本	593	585	585	585	585	销售净利率	8.9%	10.2%	10.7%	11.4%	12.1%
股东权益	4,473	4,934	5,562	6,281	7,190	成长能力					
负债和股东权益总计	6,018	6,796	7,618	8,851	10,239	营业收入增长率	20.3%	19.2%	21.1%	20.1%	18.4%
						营业利润增长率	-0.1%	29.6%	32.7%	29.7%	27.7%
						归母净利润增长率	21.9%	35.5%	28.3%	26.6%	24.9%
						偿债能力					
						资产负债率	25.7%	27.4%	27.0%	29.0%	29.8%
						流动比	1.98	2.09	2.36	2.46	2.60
						速动比	1.75	1.90	2.10	2.25	2.39
						每股指标与估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
						每股指标					
						EPS	0.55	0.74	0.95	1.21	1.51
						BVPS	7.36	8.13	9.20	10.40	11.91
						估值					
						P/E	57.0	42.05	32.78	25.90	20.74
						P/B	4.3	3.8	3.4	3.0	2.6
						P/S	5.0	4.2	3.5	2.9	2.4

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

西部证券—投资评级说明

行业评级	超配: 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过市场基准指数 10%以上
	中配: 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于市场基准指数-10%到 10%之间
	低配: 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过市场基准指数 10%以上
公司评级	买入: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
	增持: 公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
	中性: 公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
	卖出: 公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；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。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

联系地址

联系地址：上海市浦东新区耀体路 276 号 12 层

北京市西城区丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 513 室

深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

联系电话：021-38584209

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。