

# 盘龙药业 (002864.SZ)

## 风湿骨科类中药龙头，“十问十答”

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	887	974	1,387	1,745	2,139
增长率 yoy (%)	32.4	9.8	42.3	25.9	22.6
归母净利润(百万元)	93	101	147	180	219
增长率 yoy (%)	17.8	8.6	45.6	22.2	21.5
ROE (%)	11.7	10.9	13.9	14.7	15.3
EPS 最新摊薄(元)	0.96	1.04	1.52	1.86	2.26
P/E(倍)	43.3	39.9	27.4	22.4	18.4
P/B(倍)	5.1	4.6	4.0	3.4	2.9

资料来源: 长城证券产业金融研究院

### ■ 问题 1: 盘龙药业从哪里来?

盘龙药业主要发展历程<sup>1</sup>经历以下四个阶段:

**1) 企业改制阶段 (1997-1999年)**。公司前身为始建于1985年的西安制药厂柞水分厂, 1997年, 已经濒临倒闭, 由时任副厂长的谢晓林先生牵头实行内部承包租赁, 租赁经营仅6个月的时间, 当年产值达610万元, 销售收入达480万元, 上交税额15万元, 相当于建厂以来13年所缴税金的总和。1998年, 公司创始人谢晓林通过集资、借贷一次性买断了西安制药厂柞水分厂的有效资产, 成立陕西盘龙制药有限公司。

**2) 创业阶段 (2000-2010年)**。从1998年开始, 公司一方面抓市场销售, 扩建市场网络; 另一方面加大技术改造, 2001年, 建成的一期生产线顺利通过了国家GMP认证, 成为陕西第24家, 陕南第一家通过GMP认证的药品生产企业。2003年, 在公司新成立的董事会领导班子坚强领导下实现了产值破亿元, 纳税超千万的目标。2004年, 新建成的二期生产线顺利通过了国家GMP认证, 并投入生产, 生产能力大幅提高。

**3) 股份改造及上市阶段 (2011-2017年)**。2010年, 公司董事长谢晓林提出面向全国寻找战略合作伙伴, 构筑融资平台, 筹备上市进行资本运作。2013年, 盘龙制药整体变更设立为陕西盘龙药业集团股份有限公司。2017年11月, 公司在深交所A股主板成功挂牌上市。

**4) 谋划新格局阶段 (2018-至今)**。公司上市后, 提出“一体两翼”发展战略总规划, 即将药品、保健食品、保健用品以及中药饮片、中药配方颗粒为代表的医药工业主体做强, “左翼”专注医药商业, 发展药品配送, 建设盘龙智能化终端平台, 以此增厚公司体量, 提升规模效应; “右翼”传承王家成非物质文化遗产, 围绕医疗、健康、养老三方面战略布局。2018年, 公司成立盘龙医药研究院, 与多家院校、医疗机构、科研院所共建“产学研”平台, 壮大科研实力。2020年, 并购陕西博华医药有限公司, 为公司医药商业配送业务增添新力量。

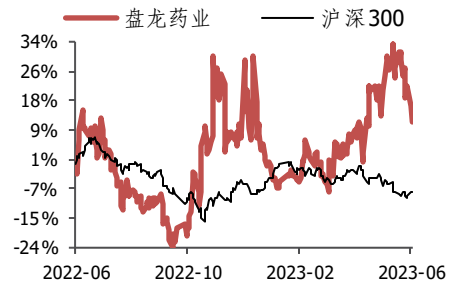
<sup>1</sup> 来源于公司官网

### 买入 (维持评级)

#### 股票信息

行业	医药
2023年6月13日收盘价(元)	41.64
总市值(百万元)	4,036.09
流通市值(百万元)	2,691.29
总股本(百万股)	96.93
流通股本(百万股)	64.63
近3月日均成交额(百万元)	347.67

#### 股价走势



#### 作者

分析师 刘鹏

执业证书编号: S1070520030002

邮箱: liupeng@cgws.com

分析师 蔡航

执业证书编号: S1070522050002

邮箱: caihang@cgws.com

#### 相关研究

1、《风湿骨科类中药龙头,  $\alpha + \beta$  叠加打开长期成长空间》2023-05-04

## ■ 问题 2: 公司核心产品盘龙七片从哪里来?

根据公司 2022 年年报, 盘龙七片为我国著名风湿骨伤专家、曾受到周恩来总理两次亲切接见的王家成老先生所献祖传秘方, 始源于 19 世纪 60 年代, 经现代科学工艺精制而成。盘龙七片为全国独家、国家医保甲类品种, 由二十九味中药材组成, 其中盘龙七、壮筋丹、过山龙、珠子参等 13 味稀有道地药材, 均为生长在秦巴山区海拔 1,800 米以上的独有的天然名贵中草药, 曾入选中药保护品种, 功能主治为活血化瘀、消肿止痛、祛风除湿, 临床中对于类风湿关节炎、骨关节炎、腰肌劳损、骨折及软组织损伤等病症所表现的疼痛、肿胀、麻木、活动受限均具有明显的治疗效果。

## ■ 问题 3: 公司为盘龙七片进基药目录都做了哪些准备?

根据公司 2022 年年报, 公司以循证医学方法证实产品质量和疗效, 依托国内顶级研究单位中国中医科学院中药研究所开展药理作用机制和安全性评价研究、中国中医科学院广安门医院开展膝骨关节炎 RCT 研究、中国药科大学开展骨折真实世界和药物经济学评价等系列研究。盘龙七片作为独家医保甲类品种, 其循证医学等级已经达到较高水平, 已经入选四部国家级临床诊疗指南、两个专家共识、两部国家级重点教材和一部临床路径释义, 同时推荐为临床治疗药物。2022 年, 盘龙七片首篇 SCI 论文在《Phytomedicine》期刊成功发表, 影响因子 6.656, 结论证实盘龙七片明显缓解 OA 的软骨下骨破坏, 新研究发现其不仅可以抗炎镇痛, 还能抑制软骨下骨的软骨退变和异常骨重塑。

## ■ 问题 4: 盘龙七片近年来销售收入及市占率如何?

2018-2022 年, 盘龙七片实现销售收入分别为 30,022.41 万元、33,130.56 万元、34,617.77 万元、39,105.72 万元及 42,852.33 万元, 复合年增长率达 9.30%, 占营业收入比均达 40% 以上。

盘龙七片市占率不断提升。根据米内网, 2019 年-2022 年 H1, 在我国城市及县级公立医院骨骼肌肉系统风湿性疾病领域中成药市场中, 盘龙七片市占率分别为 6.31%(排名第三)、6.11%(排名第三)、6.87%(排名第二)、6.89%(排名第一)。

## ■ 问题 5: 自产中成药业务的销售模式是什么样的?

公司中成药产品的销售模式分为两类, 一类为针对主要产品进行的专业化学术推广模式; 另一类为针对其他药品进行的经销商管理模式。

**1) 专业化学术推广模式:** 公司盘龙七片、小儿咽扁颗粒、金茵利胆胶囊、骨松宝片等主要产品的临床终端销售主要采用专业化学术推广模式, 由特药事业部和市场部负责营销管理工作。特药事业部负责终端市场的开发工作及确定市场开拓方案; 市场部主要负责产品医学研究课题规划、学术推广资料制作、产品市场推广策略的制定及学术推广活动的组织实施工作。

**2) 经销商管理模式进行销售:** 公司自产其他产品及少部分主要产品采用该模式, 公司通过零售事业部在全国分区域进行招商, 公司零售事业部专员通过药品网站发布和获取信息进行招商, 同时也参加国药会议、新特药会议, 主动搜集客户信息, 寻找和确定适合的经销商。

### ■ 问题 6: 公司的营销优势如何?

根据公司 2022 年年报, 公司已在国内 31 个省、自治区、直辖市建立了完备的营销网络, 已与国内 520 余家医药商业公司建立了长期稳定的业务关系, 通过上述医药商业公司将主导产品覆盖到国内等级医院 3800 余家, OTC 连锁药店和单体药店 4000 余家, 社区医院、卫生院、诊所达 4500 余家。同时公司非常重视县级基层医药蓝海市场的资源开发, 2023 年成立了县级医疗事业部, 布局县级基层市场的开发。

### ■ 问题 7: 公司原材料优势是什么, 拥有哪些种植基地?

公司立足秦巴山区, 依托得天独厚的中药材资源优势, 积极布局“陕西七药”和特色“秦药”GAP 种植基地, 搭建了道地药材溯源体系数字平台。根据公司投资者关系记录表(2023-05-05), 公司在宝鸡市眉县太白山区域建有重楼、盘龙七、扣子七、竹根七、白毛七、九节梨、铁棒锤、七里香、羊角七等秦岭道地稀缺药材基地 5000 余亩, 用于公司主导产品盘龙七片的生产原料; 在商洛市柞水县西川村建有 2000 亩药材种植基地, 种植药材主要有金银花、连翘等, 同时还建有野生抚育 10 万余亩华中五味子产业化示范基地, 主要用于配方颗粒、清热解毒类药品、中药饮片产品加工等。

### ■ 问题 8: 中药配方颗粒研发及产业化项目概况及进展?

中药配方颗粒既能够保持中药饮片的药性和药效, 可供中医临床辨证施治、随症加减, 又具有中成药携带方便、安全卫生、疗效确切以及质量稳定可控的优点。根据《陕西盘龙药业集团股份有限公司向特定对象发行 A 股股票募集说明书》, 公司拟投资 13,923.53 万元进行中药配方颗粒研发及产业化, 项目建设周期为 24 个月, 预计 4 年达产。根据公司投资者关系记录表(2023-05-05), 公司完成了 5 个国标品种备案, 正在申请的有 5 个国标品种, 以及 14 个品种正处于小试阶段。公司的研发规划是在两年之内要拿到不低于 269 个国标中药配方颗粒的备案。

### ■ 问题 9: 高壁垒透皮给药系统研发平台建设项目概况及进展?

根据《陕西盘龙药业集团股份有限公司向特定对象发行 A 股股票募集说明书》, 公司高壁垒透皮给药系统研发项目拟投资总额为 13,545.00 万元, 主要聚焦骨科抗炎镇痛领域的透皮贴剂, 包括三种化学仿制药贴剂、一种中药创新药贴剂。项目建设时间为 7 年, 其中三款化药贴膏研发时间为 4 年, 一款中药贴膏研发时间为 7 年。透皮给药类产品属于高端制剂, 适应症为骨关节炎、肌肉痛、外伤导致肿胀疼痛的消炎和镇痛以及各种软组织损伤、慢性劳损、四肢关节疼痛等, 是对公司消炎镇痛产品类别的补充, 与公司战略定位及主打产品盘龙七片的目标市场一致, 符合“口服+外用”、“中药+西药”、“传统剂型+高端制剂”的产品管线升级战略。

### ■ 问题 10: 公司研发能力及投入如何?

公司重视研发, 研发费用逐年增加, 技术人员数量不断扩大。公司长期以“政产学研协同创新平台”为基础, 依托三中心(即国家企业技术中心、风湿与肿瘤制剂工程技术中心、陕西省医疗机构制剂集中配制中心)与三平台(中国产学研创新示范平台、博士后创新基地、陕西省古代经典名方开发与应用共享平台)的优势, 搭建了“科学家+工程师”的高端科研专家团队, 不断深化与西安交通大学、西北大学、陕西师范大学、陕西科技大学、陕西中医药大学、西安医学院、商洛学院等科研院校的产学研项目合作, 建立“盘龙

药业未来产业创新研究院”、“商洛学院-盘龙药业博士工作站”，以入驻秦创原为契机，充分运用秦创原创新驱动平台人才政策，搭建高效务实研发团队，引进国内外高水平专业人才，培育人才梯队，以院内制剂、中药配方颗粒项目为依托，以研究院、总部经济为抓手，打造运动创伤再生医学产业集群。公司研发费用由 2018 年的 829 万元，增长至 2022 年的 1823 万元；研发团队不断扩大，技术人员数量由 2018 年的 67 人，增长至 2022 年的 155 人。根据 2022 年年报，公司计划每年按营业收入 3% 左右的比例投入，为公司未来全面提升创新研发综合实力注入强大的动能。

**投资建议：**公司作为风湿骨科类中药龙头企业，将持续收益政策红利、人口老龄化趋势加速和消费升级趋势。我们预计 2023-2025 年公司实现营业收入 13.87 亿元、17.45 亿元、21.39 亿元，分别同比增长 42.3%、25.9%、22.6%；实现归母净利润 1.47 亿元、1.80 亿元、2.19 亿元，分别同比增长 45.6%、22.2%、21.5%。对应 EPS 分别为 1.52 元、1.86 元、2.26 元，当前股价对应的 PE 倍数分别为 31X、25X、21X。考虑到公司作为细分行业龙头，竞争优势明显，市占率逐年提升，给予“买入”评级。

**风险提示：**新产品研发、新业务拓展不及预期，主导产品单一的风险，市场竞争加剧的风险，主要原材料价格变动的风险。

## 财务报表和主要财务比率

## 资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	956	1482	2062	2311	2750
现金	419	823	1179	1309	1390
应收票据及应收账款	446	538	712	805	1096
其他应收款	3	2	6	4	9
预付账款	20	17	23	32	35
存货	67	95	140	160	218
其他流动资产	2	7	2	2	2
<b>非流动资产</b>	374	449	549	626	712
长期股权投资	0	10	20	30	40
固定资产	120	349	420	471	529
无形资产	56	55	52	49	46
其他非流动资产	198	35	58	77	97
<b>资产总计</b>	1330	1931	2611	2938	3463
<b>流动负债</b>	438	903	1450	1611	1931
短期借款	50	117	755	736	857
应付票据及应付账款	66	122	115	197	198
其他流动负债	322	664	581	678	876
<b>非流动负债</b>	85	81	81	79	78
长期借款	40	27	27	26	24
其他非流动负债	45	53	53	53	53
<b>负债合计</b>	523	983	1531	1690	2009
少数股东权益	16	18	21	24	28
股本	87	87	87	87	87
资本公积	272	259	259	259	259
留存收益	463	549	674	826	1011
归属母公司股东权益	791	930	1060	1224	1426
<b>负债和股东权益</b>	1330	1931	2611	2938	3463

## 现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	116	125	106	276	95
净利润	95	103	150	183	223
折旧摊销	15	17	32	39	46
财务费用	-8	-3	-3	-6	-14
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-1	-18	-67	67	-150
其他经营现金流	16	26	-6	-8	-10
<b>投资活动现金流</b>	-86	-38	-132	-117	-132
资本支出	81	56	122	107	122
长期投资	0	-10	-10	-10	-10
其他投资现金流	-5	28	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	7	316	-256	-11	-2
短期借款	40	67	638	-18	121
长期借款	-13	-13	0	-2	-1
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	-12	0	0	0
其他筹资现金流	-20	275	-894	9	-121
<b>现金净增加额</b>	37	404	-282	148	-39

资料来源: 长城证券产业金融研究院

## 利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	887	974	1387	1745	2139
营业成本	370	408	595	773	965
营业税金及附加	9	10	15	18	22
销售费用	333	363	513	628	759
管理费用	53	53	74	92	111
研发费用	14	18	27	35	45
财务费用	-8	-3	-3	-6	-14
资产和信用减值损失	-0	-0	-1	-1	-1
其他收益	2	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	-0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	113	123	177	217	264
营业外收入	1	0	1	1	1
营业外支出	4	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	109	119	173	213	261
所得税	14	16	23	30	38
<b>净利润</b>	95	103	150	183	223
少数股东损益	1	2	3	3	4
<b>归属母公司净利润</b>	93	101	147	180	219
EBITDA	117	120	204	262	317
EPS (元/股)	0.96	1.04	1.52	1.86	2.26

## 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	32.4	9.8	42.3	25.9	22.6
营业利润 (%)	18.5	9.3	43.6	22.6	21.9
归属母公司净利润 (%)	17.8	8.6	45.6	22.2	21.5
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	58.3	58.1	57.1	55.7	54.9
净利率 (%)	10.7	10.6	10.8	10.5	10.4
ROE (%)	11.7	10.9	13.9	14.7	15.3
ROIC (%)	9.4	6.5	7.8	9.4	9.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	39.3	50.9	58.6	57.5	58.0
净负债比率 (%)	-33.8	-39.8	-31.2	-38.9	-30.7
流动比率	2.2	1.6	1.4	1.4	1.4
速动比率	2.0	1.5	1.3	1.3	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.7	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	2.6	2.4	2.4	2.3	2.3
应付账款周转率	5.9	4.3	5.0	5.0	4.9
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.96	1.04	1.52	1.86	2.26
每股经营现金流 (最新摊薄)	1.20	1.29	1.09	2.84	0.99
每股净资产 (最新摊薄)	8.16	9.08	10.42	12.11	14.20
<b>估值比率</b>					
P/E	43.3	39.9	27.4	22.4	18.4
P/B	5.1	4.6	4.0	3.4	2.9
EV/EBITDA	28.7	27.0	16.2	12.0	10.1

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044

传真：86-10-88366686