

万邦德 (002082)

聚焦制药及器械健康产业，重点打造石杉碱甲、银杏叶滴丸等大单品

买入 (首次)

2022年11月16日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	1,931	1,901	2,441	3,121
同比	-86%	-2%	28%	28%
归属母公司净利润 (百万元)	167	203	291	408
同比	-42%	22%	44%	40%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.27	0.33	0.47	0.66
P/E (现价&最新股本摊薄)	39.43	32.41	22.57	16.08

关键词: #产品结构变动带来利润率上升

投资要点

- 投资逻辑:** 公司战略聚焦中药、化药制剂及原料药、医疗器械等产业，重点打造大单品: 1) 近日公司发布“十四五”发展战略规划纲要，“十四五”期间实现 100 亿产能，50 亿产值，按照行业平均净利率，估计未来三年复合增长率将达到 40%以上; 2) 旗下核心品种银杏叶滴丸是心脑血管用药独家剂型、且为基药产品，有望成为超过 10 亿的大品种; 3) 独家知识产权品种石杉碱甲注射液在围手术期神经认知障碍、老年痴呆、重症肌无力等领域治疗中优势明显，有望成为超过 20 亿大单品。
- 聚焦制药+医疗器械大健康产业，发布“十四五”发展战略规划纲要迈上新起点:** 公司 2021 年战略性完全剥离铝业后，聚焦药品制造及医疗器械领域，产品涉及心脑血管、神经系统、呼吸系统和消化系统疾病等多个治疗领域。2022 年十月，公司发布“十四五”发展战略规划纲要，“十四五”期间实现 100 亿产能，50 亿产值。以银杏叶滴丸和石杉碱甲注射液为两大全自主知识产权的核心产品为基础，健全心脑血管疾病领域与神经系统疾病领域的产品群，发展“小专精”特色专科用药，打造骨科植入器械、安全注射器、安全针、精密输液器等高精尖医疗器械。
- 石杉碱甲注射液治疗围手术期认知障碍优势明显，有望打造 20 亿级单品种:** 石杉碱甲注射液是公司具备完整知识产权品种，在围手术期神经认知障碍治疗中相比同类产品具有可主动注射、疗效好，无疼痛感等优势，其适应症还包括老年痴呆、重症肌无力等，参照先声药业先必新放量节奏，我们认为未来随着公司渠道的进一步铺设，石杉碱甲注射液市场广阔，未来有望实现 60-90%快速增长，打造 20 亿级单品种。
- 核心品种银杏叶滴丸业绩稳定，集采+OTC 扩展打开新成长空间:** 公司旗下独家剂型银杏叶滴丸 21 年在心脑血管疾病用中成药大通用名中份额达 26%，样本医院销售额 3.4 亿元，在湖北联盟、广东联盟中银杏叶滴丸均中标，降幅好于市场预期，我们认为未来随着公司在集采地区的持续放量以及 OTC 市场的逐渐追赶，银杏叶滴丸长期发展向好，市场份额有望实现 30%以上快速增长。
- 盈利预测与投资评级:** 考虑到 1) 公司产品线丰富，发布“十四五”发展纲要彰显公司远大目标; 2) 核心品种银杏叶滴丸持续放量; 3) 潜在品种石杉碱甲注射液市场潜力可期; 我们预计公司 2022-2024 年间归母净利润为 2.03/2.91/4.08 亿元，对应当前股价 PE 分别为 32/23/16 倍，首次覆盖，给与“买入”评级
- 风险提示:** 集采降幅高于预期风险，产品推广不及预期风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.66
一年最低/最高价	7.10/17.35
市净率(倍)	2.41
流通 A 股市值(百万元)	3,839.86
总市值(百万元)	6,590.26

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.43
资产负债率(% ,LF)	30.98
总股本(百万股)	618.22
流通 A 股(百万股)	360.21

相关研究

内容目录

1. 万邦德：聚焦药品制药与医疗器械，大健康行业全布局	5
1.1. 聚焦药品制造与医疗器械，产品线丰富	5
1.2. 股权结构清晰，剥离铝材业务后营收保持稳定	7
2. 石杉碱甲注射液临床应用广泛，有望成为公司重磅单品	9
2.1. 石杉碱甲可高效、高选择性抑制乙酰胆碱酯酶	10
2.2. 石杉碱甲注射液临床应用丰富，市场空间广阔	13
2.2.1. 石杉碱甲注射液可有效改善脑器质性病变引起的记忆障碍	13
2.2.2. 石杉碱甲注射液可作为放疗导致认知障碍的治疗药物。	14
2.2.3. 石杉碱甲注射液应用场景丰富，市场较为广阔	16
3. 银杏叶滴丸稳定贡献业绩，打造 10 亿级单品	17
3.1. 心脑血管疾病用药成长空间广阔	17
3.2. 独家品种银杏叶滴丸持续贡献业绩，有望打造十亿级单品	18
4. 间苯三酚等其余药物及器械构成丰富产线，发布“十四五”规划公司迈上新起点	21
4.1. 间苯三酚为解痉一线用药，借助集采加速放量	21
4.2. 其余药物及医疗器械板块构成丰富产线	22
4.3. 发布“十四五”发展战略规划纲要，公司迈上新起点	25
5. 盈利预测与估值	25
6. 风险提示	27

图表目录

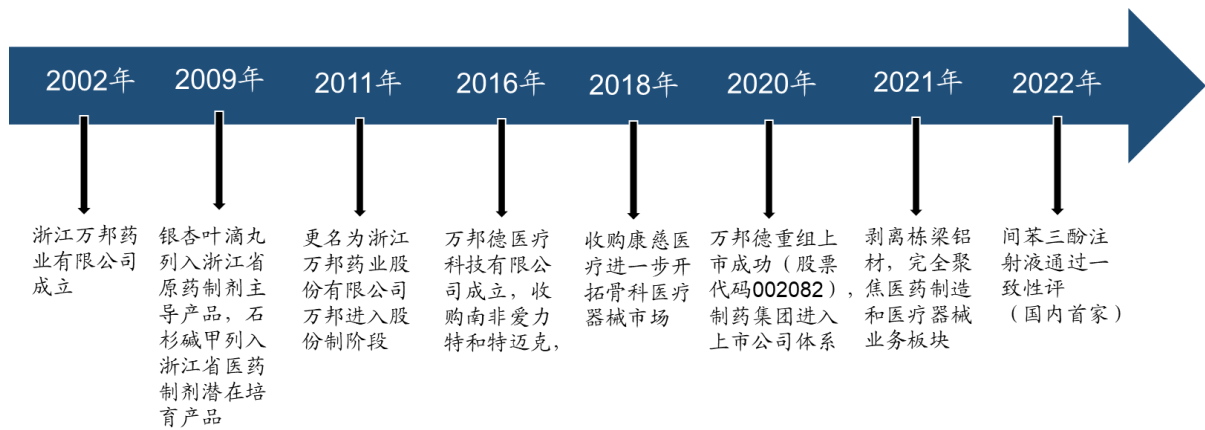
图 1:	万邦德发展历程.....	5
图 2:	截至 2022 年中报万邦德股权结构图.....	7
图 3:	公司营业收入.....	8
图 4:	公司归母净利润.....	8
图 5:	万邦德主营收入构成.....	8
图 6:	万邦德毛利构成.....	8
图 7:	万邦德各板块毛利率.....	9
图 8:	万邦德三费率及研发费用率.....	9
图 9:	石杉碱甲多重的作用机制.....	10
图 10:	手术创伤造成围手术期认知障碍机制.....	13
图 11:	65 岁以上患者术后神经认知障碍发生率.....	14
图 12:	老年患者腹部手术术后认知障碍疗效.....	14
图 13:	老年下肢手术患者血清 NSE、S-100 β 的影响.....	14
图 14:	放疗多种机制导致认知障碍.....	15
图 15:	鼻咽癌全球流行病学数据.....	15
图 16:	鼻咽癌亚洲行病学数据.....	15
图 17:	中国城乡居民心血管病死亡率变化.....	17
图 18:	2020 年中国农村居民主要死因构成.....	17
图 19:	2020 年中国城市居民主要死因构成.....	17
图 20:	2022H1 我国公立医疗终端中成药大类格局.....	18
图 21:	2022H1 我国样本医院心脑血管大类中成药 top10.....	18
图 22:	银杏叶滴丸治疗心绞痛有效率.....	19
图 23:	银杏叶改善心电图有效率.....	19
图 24:	银杏叶滴丸联合降压药与单纯降压药治疗原发性高血压效果比较的 Meta 分析结果.....	19
图 25:	银杏叶通用名历年样本医院销售构成（亿元，按剂型）.....	20
图 26:	银杏叶通用名历年样本医院销售占比（按剂型）.....	20
图 27:	银杏叶通用名历年样本医院销售构成（亿元，按厂家）.....	20
图 28:	银杏叶通用名历年样本医院销售占比（按厂家）.....	20
图 29:	间苯三酚注射液临床疗效.....	22
图 30:	间苯三酚注射液临床指标比较.....	22
图 31:	部分省市约定采购量.....	22
图 32:	间苯三酚样本医院销售额.....	22
图 33:	公司医疗器械布局.....	25
图 34:	万邦德《“十四五”发展战略规划纲要》.....	25
表 1:	万邦德药品产品.....	5
表 2:	医疗器械产品.....	7
表 3:	五种胆碱酯酶抑制剂对体外胆碱酯酶活性的影响比较.....	10
表 4:	石杉碱甲不同剂型对比.....	11
表 5:	石杉碱甲相关诊疗指南/专家共识.....	12
表 6:	石杉碱甲注射液的多应用场景.....	16

表 7: 银杏叶滴丸销售收入测算 (亿元)	21
表 8: 公司制药板块产品研发情况.....	23
表 9: 公司未来三年投入生产原料新药.....	24
表 10: 万邦德收入预测表 (百万元)	26
表 11: 可比公司估值.....	27

1. 万邦德：聚焦药品制药与医疗器械，大健康行业全布局

万邦德制药集团前身温岭制药厂成立于1970年，2002年被公司收购并改制，随后相继推出银杏叶滴丸、石杉碱甲注射液等产品。2017年万邦德收购浙江栋梁新材股份有限公司，成为栋梁新材第一大股东，同年12月收购万邦德医疗科技实现传统产业和新型产业双线推进。2020年，公司收购万邦德制药集团，制药集团进入上市公司体系，实现医药大健康初布局。2021年，公司优化企业结构，剥离传统铝加工业务，开始专注于医药和医疗器械领域。目前，公司已发展成为一家以药品制造和医疗器械为主营业务的集种植、科研、生产、销售为一体的高新技术制药企业集团。

图1：万邦德发展历程



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.1. 聚焦药品制造与医疗器械，产品线丰富

公司目前主要重点发展药品制造产业与医疗器械产业。药品制造产业以万邦德制药集团为管理核心，致力于现代中药、化学原料药及制剂研发、生产和销售，现拥有6家子公司，165个产品、185个药品生产批文，涉及16种剂型，产品覆盖心脑血管疾病、神经系统疾病、消化系统疾病、呼吸系统疾病以及感染病等多个治疗领域。

表1：万邦德药品产品

类别	产品及批号	适应症	是否医保药/基药	图片
心脑血管系统用药	银杏叶滴丸 (国药准字 Z20040071)	活血化瘀通络	国家医保品种、国家基药品种	
	石杉碱甲注射液 (国药准字 H20183340)	记忆障碍、重症肌无力	/	
神经系统用药	盐酸氟桂利嗪胶囊 (国药准字 H13022242)	预防偏头痛、前庭功能紊乱引起的眩晕	国家医保品种、国家基药品种	

消化系统用药	间苯三酚注射剂 (国药准字 H20057779)	消化系统和胆道功能障碍引起的急性痉挛性疼痛;急性痉挛性尿道、膀胱、肾绞痛;妇科痉挛性疼痛	国家医保品种、国家基药品种	
	联苯双酯滴丸 (国药准字 H33021305)	慢性迁延性肝炎伴 ALT 升高者,化学毒物、药物引起的 ALT 升高	国家基药品种	
	西咪替丁片 (国药准字 H13022267)	胃酸过多引起的胃痛、胃灼热感、反酸	/	
	奥美拉唑肠溶胶囊 (国药准字 H20084453)	胃溃疡、十二指肠溃疡、应激性溃疡、反流性食管炎和卓艾综合症	国家医保品种、国家基药品种	
呼吸系统用药	复方氯丙那林溴己新胶囊 (国药准字 H33022060)	气管哮喘、哮喘型支气管炎、慢性支气管炎合并肺气肿	/	
	盐酸溴己新片 (国药准字 H33021315)	慢性支气管炎、哮喘等引起的粘痰不易咳出	国家医保品种、国家基药品种	
抗感染药	人工牛黄甲硝唑胶囊 (国药准字 H13023770)	急性智齿冠周炎、局部牙槽脓肿、牙髓炎、根尖周炎等	/	
	头孢克洛颗粒 (国药准字 H10950142)	敏感菌所致的呼吸系统、泌尿系统、耳鼻喉科及皮肤、软组织感染等	国家医保品类	

数据来源: 公司官网, 公司公告, 东吴证券研究所






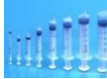




医疗器械产品板块以万邦德健康科技有限公司为管理主体, 主要提供高端医疗器械研制、医疗设备服务和提供医院工程服务等业务。主要包含三大板块, 分别是大型设备代理、骨科植入器械系列、医用高分子系列。

子公司非洲特迈克创立于 1992 年, 是撒哈拉以南非洲地区高科技医疗设备的进口商、分销商和服务提供商主要代理的产品包括日本佳能、深圳迈瑞、日本宾德等国际知名品牌, 产品包括医用 CT 机、磁共振成像 MRI 设备等大型设备, 客户主要包括南非政府 9 个省的卫生和军事部门、超过 500 家医院、四个大型私立医院集团即 Netcare, Life Health, Mediclinic 和 Lenmed, 同时业务已经扩展至撒哈拉以南非洲地区和肯尼亚。

子公司非洲爱力特创办于 1973 年, 主要业务为人体骨科植入器械研发、生产、销售。此外, 还提供从概念到产品开发、原型制造和生产的完整产品周期管理。主要产品包括胸腰椎融合器、独立式融合器、单髁膝关节等。多款骨科器械产品都获得了欧洲 CE 认证和美国 FDA 认证。

子公司康康医疗主要从事境内业务，产品包括一次性使用输液（血）器、精密过滤输液器、TPE 输液器、输液连接管、无菌注射器（针）、自毁式注射器、针头自动回缩式安全注射器等。

表2: 医疗器械产品

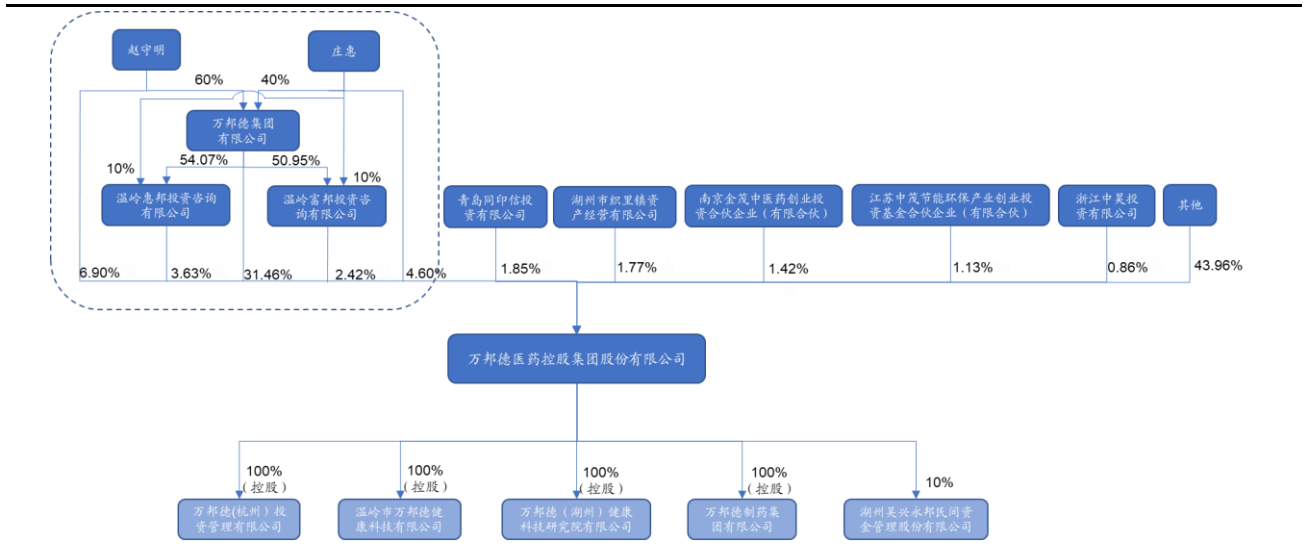
类别	产品	图片
骨科植入器械系列	颈椎融合器	
	胸腰椎融合器	
	腰椎前路融合器	
	独立固定颈椎融合器	
医用高分子系列	安全自毁注射器	
	一次性使用无菌注射器（普通型）	
手术器械系列	髓核钳	
	骨锯	
	骨锤	
代理产品	放射学设备、放射成像及荧光透视设备、放射影像滤线器系统、数字化成像系统等	

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.2. 股权结构清晰，剥离铝材业务后营收保持稳定

公司股权结构相对集中。截至 2022 年中报，万邦德集团有限公司、赵守明、庄惠、温岭惠邦投资咨询有限公司、温岭富邦投资咨询有限公司为一致行动人。公司董事长赵守明直接持有公司 6.90%的股份，其夫人庄惠直接持有公司 4.6%的股份，万邦德集团间接持有公司 31.46%的股份，惠邦投资、富邦投资分别持股 3.63%、2.42%，赵守明及其一致行动人合计持股 49.01%。

图2: 截至 2022 年中报万邦德股权结构图

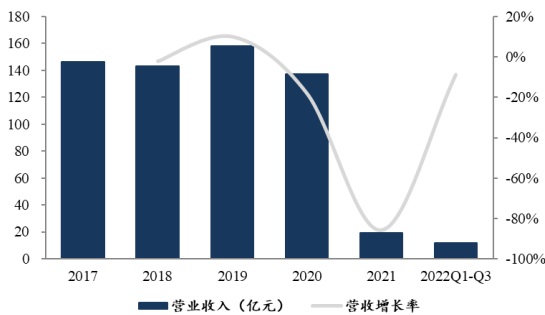


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2017-2020 年期间，公司主营业务仍为铝材及有色金属的加工及贸易，营业总收入表现稳定，2020 年收入达 137 亿元。2021 年公司剥离铝加工业务同时停止兴栋铝贸易业务，营收大幅度下滑至 19.3 亿元。扣除此影响后，2021 年制药以及医疗器械板块业务营收为 16.11 亿元，同比上升 8.07%。2022 前三季度，公司实现收入 11.84 亿元，实现归母净利润 1.48 亿元。若剔除铝业，2022 前三季度公司同口径对比营业收入较去年同期增长 21.56%，归母净利润较去年同期增长 14.74%。

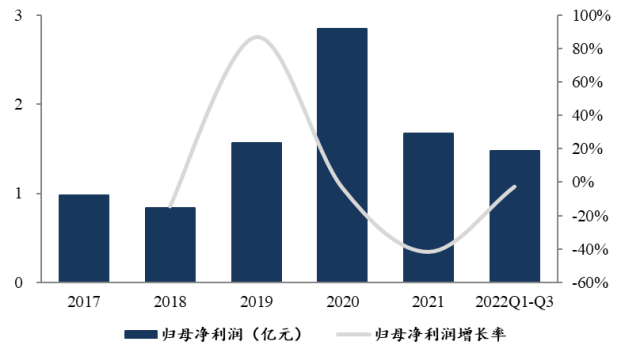
从收入构成角度看，2021 年化药及原料药、中药、医疗器械收入占比分别为 25.30%、26.47%、25.28%，三大板块合计收入占比超过 75%；从毛利结构看，2020 年后中药、化学制剂及原料药毛利润占比超过 50%。2021 年公司中药、化药及原料药、医疗器械分别贡献公司毛利的 51.21%、37.61%、10.49%，三大板块毛利贡献合计超过 95%。

图3：公司营业收入



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

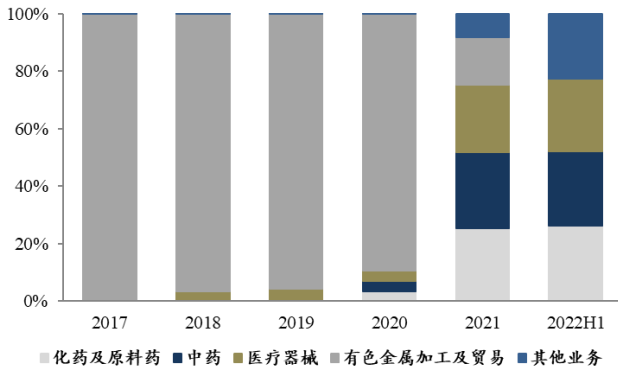
图4：公司归母净利润



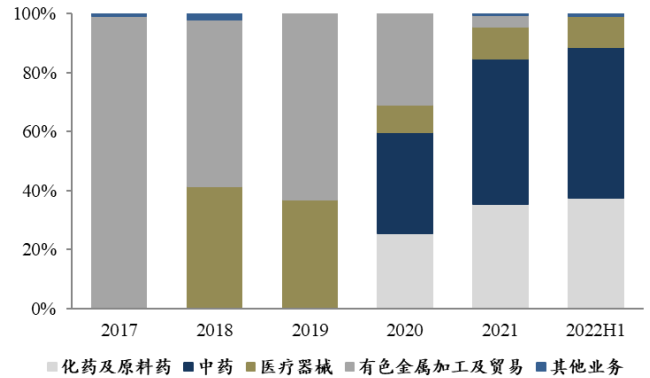
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：万邦德主营收入构成

图6：万邦德毛利构成



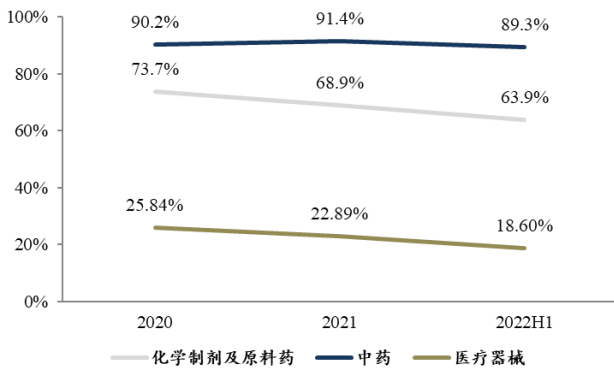
数据来源：公司公告，东吴证券研究所



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

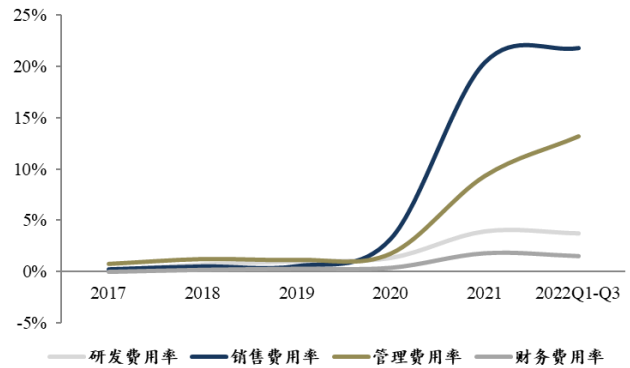
在剥离铝业后，公司毛利率大幅优化，公司整体毛利率从 2020 年的 9.88% 提升至 2021 年的 49.14%，近年来公司三大板块毛利率保持稳定，其中中药板块毛利率接近 90%，化药及原料药板块毛利率也维持在 60% 以上。此外，公司营收的下降使得三费率大幅提高，2021 年公司管理费用率、销售费用率、财务费用率、研发费用率分别为 9.34%、20.38%、1.77% 和 3.95%。2022 前三季度管理费用率、销售费用率、财务费用率、研发费用率分别为 13.23%、21.8%、1.49% 和 3.75%

图7: 万邦德各板块毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8: 万邦德三费率及研发费用率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 石杉碱甲注射液临床应用广泛，有望成为公司重磅单品

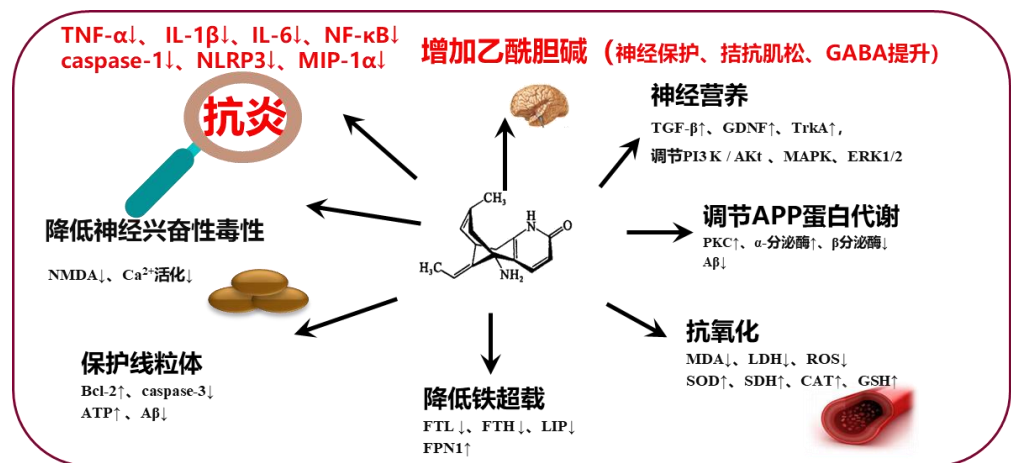
石杉碱甲是我国科学家于 1982 年从民间草药千层塔中分离得到的一种新型石松类生物碱有效单体，其本质是一种可逆性的乙酰胆碱酯酶 (AChE) 抑制剂，临床上常用于治疗良性记忆障碍和轻中度的老年痴呆，可以有效提高患者的记忆力、学习能力和认知行为能力，对痴呆患者和脑器质性病变引起的记忆障碍有改善作用，目前也被证明能够用于重症肌无力的治疗。石杉碱甲注射液是《神经外科加速康复 (ERAS) 专家共识》唯一推荐治疗认知损伤的注射剂，2022 年《临床路径释义—康复医学科—颅脑损伤恢复期康复》推荐药物中石杉碱甲注射液是唯一具有认知记忆障碍国家正式批准治疗适应症

的注射给药药物。《临床路径释义—神经内科—脑梗死》推荐石杉碱甲注射液用于改善患者的学习、记忆能力，促进脑梗患者的康复，在一定程度上还能改善脑梗后尿失禁症状。

2.1. 石杉碱甲可高效、高选择性抑制乙酰胆碱酯酶

石杉碱甲注射液对神经系统具有以抗炎为核心的多靶点多重作用机制。石杉碱甲除了通过抑制乙酰胆碱酯酶活性来增加乙酰胆碱，从而实现神经保护、拮抗肌松、GABA提升等作用，还可通过抗炎（减少炎症因子分泌）、NMDA拮抗作用（降低谷氨酸盐对神经细胞的毒性并提高细胞存活率）、线粒体保护、抗氧化应激和抗细胞凋亡（抑制神经干细胞凋亡）途径对神经元产生多重保护作用，对多种实验性记忆损害均有改善作用。近年来国内大量临床研究也已证实了石杉碱甲对AD、血管性痴呆、智力低下、精神分裂症等患者的学习、记忆障碍以及神经退行性疾病有一定的治疗作用。

图9：石杉碱甲多重的作用机制



数据来源：《中药有效成分石杉碱甲的多靶点作用研究进展》，东吴证券研究所

石杉碱甲能够高效、高选择抑制性抑制乙酰胆碱酯酶。人脑部以乙酰胆碱酯酶为主，但外周以丁酰胆碱酯酶为主，过多抑制丁酰胆碱酯酶会引发不良反应，因此在治疗神经认知障碍过程中，需要药物对乙酰胆碱酯酶具有高度的选择性抑制。数据表明：与他克林、多奈哌齐、卡纳拉汀以及加兰他敏相比，石杉碱甲具有更强的血脑屏障穿透能力，更高的口服生物利用度，AChE抑制作用持续时间更长，且具备高度选择抑制性，对乙酰胆碱酯酶的抑制作用在同类抑制剂中仅次于多奈哌齐，对丁酰胆碱酯酶的抑制作用最弱，其IC50比值同样最高，优于一众乙酰胆碱酯酶抑制剂。

表3：五种胆碱酯酶抑制剂对体外胆碱酯酶活性的影响比较

成份	IC50(uM)	IC50 比值	Ki(nM)
AChE (乙酰胆碱酯酶)	BuChE (丁酰胆碱酯酶)	BuChE/AChE	

Hup A(石杉碱甲)	0.082	74.43	907.7	24.9
Tacrine(他克林)	0.093	0.074	0.8	105
Donepezil(多奈哌齐)	0.01	5.01	501	12.5
Rivastigmine(卡巴拉汀)	181.39	31.07	0.17	--
Galanthamine(加兰他敏)	1.995	12.59	6.3	210

数据来源：《Progress in studies of huperzine A, a natural cholinesterase inhibitor from Chinese herbal medicine》，东吴证券研究所

石杉碱甲注射液在同类竞品中具备天然优势。石杉碱甲注射液同类竞品为片剂型石杉碱甲和注射用石杉碱甲（粉针）。由于围手术期患者无法主动服入口服剂型石杉碱甲（片、胶囊），因此石杉碱甲注射液具备天然优势；注射用石杉碱甲辅料为吐温 80 和甘露醇，甘露醇的强脱水作用导致注射时患者产生疼痛，且本身有生理活性，缺血患者不能使用（根据 2020 年脑卒中报告，我国缺血性卒中占比超过 80%），存在联用安全风险，而吐温 80 易氧化，因此水针无法被粉针替代。

表4：石杉碱甲不同剂型对比

	石杉碱甲片			石杉碱甲胶囊		注射用石杉碱甲 (粉针)	石杉碱甲注射液（水针）
商品名	双益平	太龙	忆诺	双益平	瑞立速	凡坦	
图示							
厂家	复旦复华	太龙药业	华素制药	复旦复华	灵康药业	万邦德	
规格	0.05mg*10片*4板	0.05mg*48片片剂	50μg*10片*5板片剂	50ug*48粒胶囊剂	0.2mg*10瓶注射剂	1ml:0.2mg 注射剂	
价格（元）	26.8	32.99	35	43.19	300	1360	
适应症	本品适用于良性记忆障碍，提高患者指向记忆、联想学习、图像回忆、无意义图形再认及人像回忆等能力。对痴呆患者和脑器质性病变引起的记忆障碍亦有改善作用。另外本品亦用于重症肌无力的治疗。						
优劣	价格便宜，服用方便，但围手术期患者无法自主服用				价格相对便宜，但注射后患者疼痛感较强，并且辅料存在风险		价格相对昂贵，但注射方便，并且辅料安全性高。 是 2017 年后唯一获批注射剂型。

数据来源：开思数据库，药品价格 315 网，东吴证券研究所

石杉碱甲注射液有望成为十亿级大品种。目前公司石杉碱甲注射液销售以院内自费药房、院外药房为主，2021 年石杉碱甲注射液销售金额 1 亿元左右，销量 10 万支左右，处于快速增长状态。考虑到公司石杉碱甲注射液临床疗效显著，随着我国人口老龄化趋势的不断加深，石杉碱甲注射液适应患者人群也随之增加，此外其相比同类产品竞争优势明显，参照先声药业先必新放量节奏，我们认为石杉碱甲注射液有望持续放量，未来

有望成为二十亿级大品种。

此外，公司与院士团队合作开发的石杉碱甲控释片已进入临床试验阶段，系国内首家进入临床的企业，我目前已完成期临床试验 I 期，II 期临床方案实施中，口服剂石杉碱甲控释片能够实现一天给药 1 次，若未来能成功上市，将大幅改善老年痴呆患者服药依从性和便捷性问题，有望成功公司另一增长极。

表5：石杉碱甲相关诊疗指南/专家共识

指南/专家共识	内容
中国神经外科术后加速康复外科 (ERAS) 专家共识	认识损伤的治疗主要是药物治疗（如石杉碱甲注射液、多奈哌齐等）；非药物治疗主要是认知康复锻炼，其对脑肿瘤患者部分认知功能恢复有所助益。
临床路径释义-康复医学科 2022	认知损伤的治疗可以认知功能训练的基础上辅以药物治疗，如石杉碱甲注射液、多奈哌齐、脑苷肌肽等。
临床路径释义-神经内科 2022	石杉碱甲注射液、脑心通胶囊能改善患者的学习、记忆能力，促进脑梗患者的康复。石杉碱甲注射液在一定程度上还能改善脑梗后尿失禁症状。
脑小血管病相关认知功能障碍中国诊疗指南	治疗推荐：抗痴呆治疗药物胆碱酯酶抑制剂石杉碱甲临床研究证实对脑小血管病认知功能障碍患者有明确治疗作用（IIa 级证据、A 级推荐）。
中国痴呆与认知障碍诊治指南 2018	胆碱酯酶抑制剂石杉碱甲增加突触间隙乙酰胆碱含量，是现今治疗轻中度 AD 的一线药物。
卒中后认知障碍管理专家共识 2017	胆碱酯酶抑制剂石杉碱甲能够应用于卒中后认知障碍的治疗，主要基于 VaD 和 AD 在神经病理和神经化学机制方面存在一定重叠性，特别是胆碱能缺失方面。
中国血管性认知障碍诊疗指南规范 2016	血管性痴呆 (VaD) 患者脑内乙酰胆碱能通路受到破坏，乙酰胆碱的水平降低。胆碱酯酶抑制剂石杉碱甲用于治疗轻中度 VaD，临床实验表明其治疗血管性痴呆有效。
阿尔茨海默病临床路径 2018	对于认知障碍和痴呆，可应用胆碱酯酶抑制剂：多奈哌齐、卡巴拉汀、加兰他敏和石杉碱甲。
阿尔茨海默病临床路径 2016	治疗方案选择：石杉碱甲
路易体痴呆诊治中国专家共识 2015	胆碱酯酶抑制剂石杉碱甲能改善路易体痴呆 (DLB) 的精神症状。
老年期痴呆防治指南 2006	石杉碱甲是选择性作用于脑部的可逆性胆碱酯酶抑制剂 (AChE)，其作用特点是对真性 AChE 有选择性抑制作用，易透过血脑屏障，并具有中枢及外周的治疗作用。
中成药治疗血管性痴呆临床应用指南 2020	1 项研究中银杏叶片与石杉碱甲联用有增效作用。
中国防治认知功能障碍专家共识 2006	石杉碱甲是由我国科研人员首先从石杉科植物千层塔中提取获得的一种生物碱，为可逆的，选择性乙酰胆碱酯酶抑制剂。可改善痴呆患者症状。
糖尿病患者认知功能障碍专家共识 2021	ChEI 增加突触间隙乙酰胆碱含量，是目前治疗轻中度 AD 的一线药物，主要包括多奈哌齐、卡巴拉汀、加兰他敏和石杉碱甲。

数据来源：各项诊疗指南、专家共识，东吴证券研究所

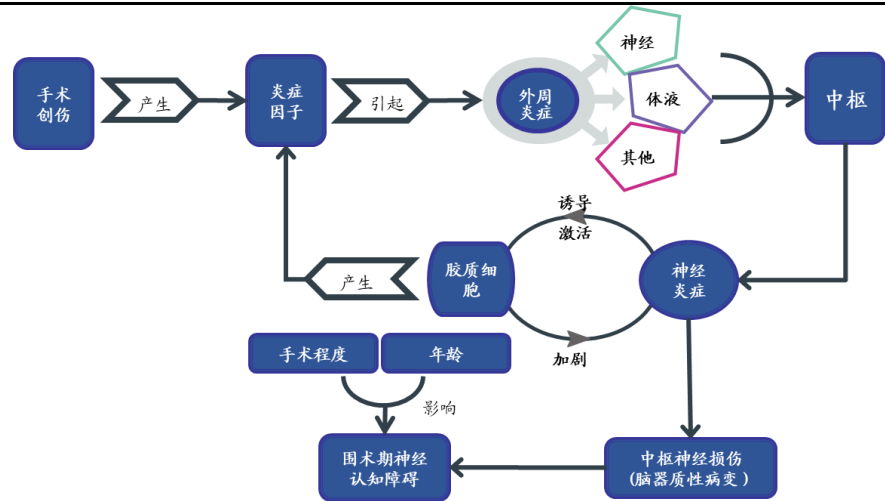
2.2. 石杉碱甲注射液临床应用丰富，市场空间广阔

石杉碱甲注射液适应症可以概括成四类：1) 年龄相关性因素导致的记忆障碍；2) 痴呆患者的记忆障碍；3) 脑器质性病变引起的记忆障碍；4) 重症肌无力患者。考虑到疾病患者用药的使用周期以及使用人群的普遍性，公司的主要推广方向是围手术期脑器质性病变导致的神经认知障碍。

2.2.1. 石杉碱甲注射液可有效改善脑器质性病变引起的记忆障碍

脑器质性病变是指由一种或多种原因引起的，因脑组织发生疾病，而造成脑组织永久性的损害，记忆障碍是脑器质性病变的早期及主要表现。脑器质性病变的患者人群主要包括全麻手术的患者（脑部、心脏、胃肠道、肾脏、骨科等全麻手术术后），全麻手术中、手术创伤会产生炎症因子，引发中枢神经损伤、形成脑器质性病变，从而导致围手术期神经认知障碍。此外还包括脑组织损伤、脑部感染、脑血管疾病等相关的脑器质性病变。石杉碱甲对痴呆患者和脑器质性病变引起的记忆障碍亦有改善作用。

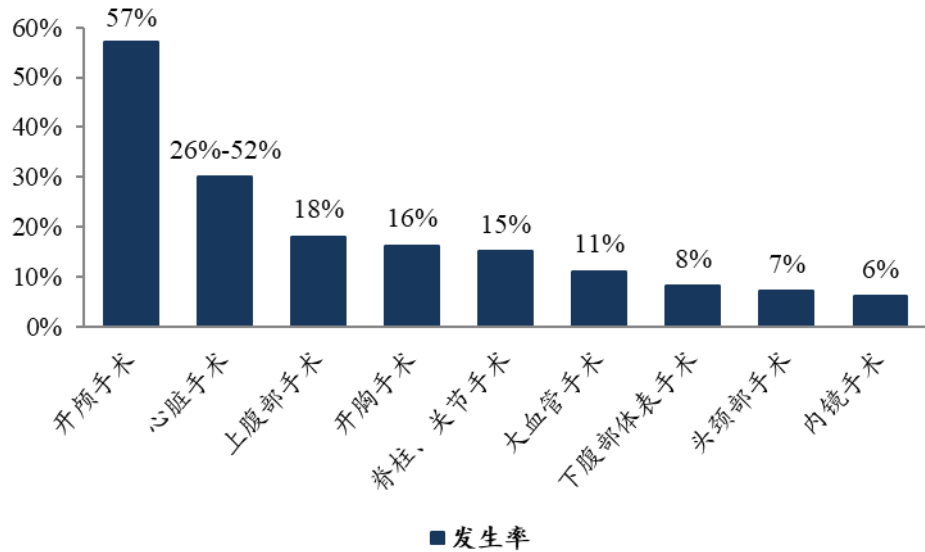
图10：手术创伤造成围手术期认知障碍机制



数据来源：《Postoperative cognitive deficits and neuroinflammation in the hippocampus triggered by surgical trauma are exacerbated in aged rats》等，东吴证券研究所

从手术类型看，开颅手术(57.1%)、心脏手术(26%~52%)、上腹部手术(18.1%)、开胸手术(16.3%)等是65岁以上患者术后神经认知障碍发病率较高的手术类型。年龄同样与术后认知障碍发生率息息相关，根据印度一项调查显示，年龄在61-70岁组和71-80岁组术后神经认知障碍发生率分别为20.5%和40.9%，而80岁以上组术后认知障碍发生率可达100%。在我国人口老龄化背景下，用于治疗术后神经障碍的药物前景十分广阔。

图11: 65 岁以上患者术后神经认知障碍发生率



数据来源: CNKI, Indian J Anaesth 等, 东吴证券研究所

石杉碱甲注射液干预组减轻 MVD 术后神经炎症反应, 并对患者的智力恢复有较好的促进作用, 有利于更快加速患者康复, 加快病床周转。针对术后认知障碍, 石杉碱甲注射液取得良好的临床试验结果, 在一项针对老年患者腹部手术认知功能障碍的双盲研究中, 术后实验组 MMSE 量表评分均高于对照组; 术后认知功能障碍发生率也显著低于对照组; 另外一项针对老年下肢手术患者血 NSE, S-100 β 的研究表明, 术前注射石杉碱甲可以有效抑制老年患者术后短期血清 NSE 以及 S-100 β 的升高, 对术后认知功能的改善具有重要临床意义。

图12: 老年患者腹部手术术后认知障碍疗效

MMSE评分:

组别	术前	术后8h	术后12h	术后24h	术后1周
对照组	30.8 \pm 1.6	25.21 \pm 1.31	27.41 \pm 1.01	28.21 \pm 1.31	29.81 \pm 1.81
治疗组	30.3.1 \pm 2.6	24.3 \pm 1.28	25.39 \pm 1.31	29.21 \pm 1.81	30.78 \pm 1.62

术后认知功能障碍、术后谵妄发生率及苏醒时间:

组别	认知功能障碍 (%)	术后谵妄 (%)	苏醒时间 (min)
对照组	14 (28%)	13 (26%)	34.4 \pm 3.4
治疗组	8 (16%)	6 (12%)	27.5 \pm 8.2

数据来源: CNKI, 东吴证券研究所

图13: 老年下肢手术患者血清 NSE、S-100 β 的影响

组别		术前24h	术后6h	术后48h
石杉碱甲组	NSE	5.67 \pm 1.43	7.02 \pm 1.68 ^{**Δ}	7.21 \pm 1.55 ^{*Δ}
(n=40)	S-100 β	0.19 \pm 0.02	0.34 \pm 0.05 ^{**Δ}	0.22 \pm 0.04
对照组	NSE	5.39 \pm 1.64	8.35 \pm 1.58 ^{**}	7.86 \pm 1.93 [*]
(n=40)	S-100 β	0.18 \pm 0.03	0.45 \pm 0.09 ^{**}	0.23 \pm 0.03

与本组术前比较, *P<0.05, **P<0.01; 与对照组同期比较, Δ P<0.05, $\Delta\Delta$ P<0.01。

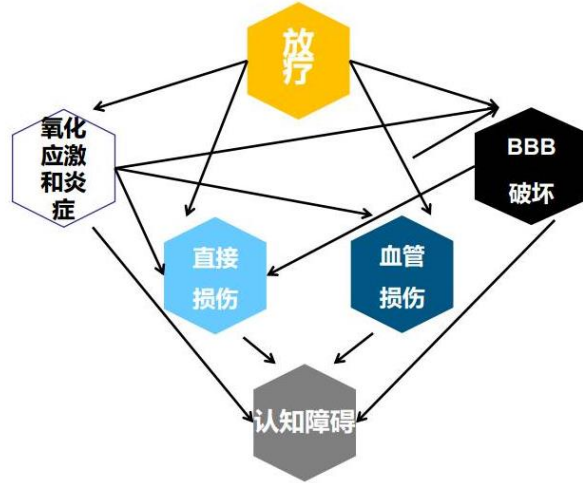
数据来源: CNKI, 东吴证券研究所

2.2.2. 石杉碱甲注射液可作为放疗导致认知障碍的治疗药物。

放疗多种机制参与复杂调控网络, 共同引起放疗相关性认知障碍。主要的发病机制包括①放疗直接损伤脑组织(海马神经干细胞损伤、神经元损伤); ②血管损伤; ③氧化应激和炎症反应; ④血脑屏障破坏。放射性认知障碍随着肿瘤患者生存期的延长逐渐显

现，随时间推移逐渐加重，严重降低患者生活质量 (QoL)。最初症状为语言、空间记忆能力、记忆力及问题解决能力下降。最终症状为：痴呆、进展性记忆丧失、共济失调、大小便失禁。在治疗方法上，短期干预虽然有效，但缺乏长期有效治疗手段。

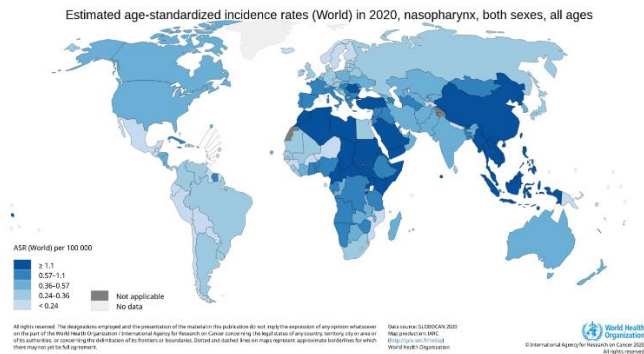
图14: 放疗多种机制导致认知障碍



数据来源：武汉市第六人民医院，东吴证券研究所

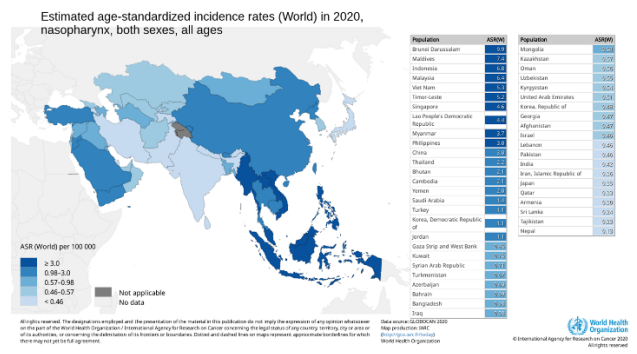
头颈部肿瘤是人类最常见的癌症类型之一，位居恶性肿瘤发病的第六位，包括颈部肿瘤、耳鼻喉科肿瘤以及口腔颌面部肿瘤三大部分。头颈部肿瘤放疗后认知障碍的发生率约在 38%~90%，其中鼻咽癌患者放疗后认知障碍的发生率约在 32%~70%，鼻咽癌放射治疗后听力损伤发生率约在 37% ~ 76.3%；鼻咽癌放疗后5年视野损伤发生率 60.7%，其中 54.5% 发生在放疗后 14 月内。根据 WHO 公布的 2020 年统计数据，全球范围内年度鼻咽癌新诊断 133354 例，鼻咽癌在亚洲和非洲发病率超过了 1/10 万，中国年度新诊断 62444 例鼻咽癌患者，占全球 46.8%，是鼻咽癌新发患者最多的国家。

图15: 鼻咽癌全球流行病学数据



数据来源：Cancer Today，东吴证券研究所

图16: 鼻咽癌亚洲流行病学数据



数据来源：Cancer Today，东吴证券研究所

石杉碱甲注射液可作为放疗所致认知障碍治疗药物。(1) 保护海马区域: 石杉碱甲可改善记忆, 恢复胆碱能皮质-海马功能连接, 保护海马组织以及脑白质, 改善认知功能, 对放疗后认知功能障碍有益。(2) 保护放疗后成纤维细胞, 营养和保护脑神经元: 目前所知放疗所致认知损伤的机制来看, 石杉碱甲具有抑制神经炎症、线粒体保护、抗氧化应激、细胞凋亡、营养神经以及其他神经保护作用。(3) 缓解视、听神经损伤, 减轻放疗所致视、听觉记忆障碍:

2.2.3. 石杉碱甲注射液应用场景丰富, 市场较为广阔

石杉碱甲的相对分子质量小, 脂溶性高, 易透过血脑屏障, 进入中枢神经系统后较多分布于大脑的额叶、颞叶、海马等部位, 其药理作用具有多靶点性。石杉碱甲除抑制乙酰胆碱酯酶活性外, 还可以广泛拮抗 β -淀粉样肽(A β)、过氧化氢等神经细胞毒物诱发的氧化应激和细胞凋亡; 调节 APP 蛋白代谢, 保护神经细胞。拥有抑制 AchE 酶活、抗氧化、抗炎、抗凋亡等作用, 能广泛应用于脑血管疾病、创伤性脑损伤、痴呆、重症肌无力等疾病相关的认知障碍, 能够成为神经相关疾病的广谱用药。

表6: 石杉碱甲注射液的多应用场景

疾病类型	致病因素	生理机制	石杉碱甲作用
脑血管疾病	慢性脑低灌注、心脏骤停、相对血容量不足、药物中毒、脑外伤	脑缺血缺氧/再灌注损伤; 神经炎症及神经细胞自噬	抑制神经炎症, 线粒体保护, 增加乙酰胆碱含量发挥胆碱能样作用
创伤性脑损伤 (TBI)	神经炎症、细胞凋亡、神经兴奋性毒性、GABA 能抑制	抑制神经炎症、抗细胞凋亡、抑制兴奋性毒性、A β 沉积等	抑制神经炎症, 抗细胞凋亡, 提高 GABA 能, 抑制 A β 沉积
脓毒症相关性脑病 (SAE)	严重炎症、认知障碍、肠道功能障碍	增强胆碱能抗炎通路, 胆碱酯酶抑制作用, 促进肠蠕动	增强胆碱能神经功能
脊髓损伤 (SCI)	继发性损伤: 包括水肿, 发炎等一系列因原发损伤产生的组织反应	细胞凋亡, 神经兴奋性毒性, 氧化应激	抑制神经炎症, 线粒体保护, 抗氧化应激, 其他神经保护作用
痴呆引起的记忆障碍			石杉碱甲能抑制乙酰胆碱酯酶的浓度, 从而提升乙酰胆碱的含量, 减少 A β 沉积等。
重症肌无力	重症肌无力患者中高达 76% 的患者存在不同程度的抑郁/焦虑情况, 而治疗抑郁焦虑的精神药物往往有加重重症肌无力病情的风险。MG 合并焦虑抑郁情况普遍, 而药物治疗困难。		重症肌无力作为石杉碱甲适应症之一, 与其他胆碱酯酶抑制剂相比, 其选择性高, 副反应小, 安全性高; 与新斯的明相比, 石杉碱甲能入脑, 作用时间长, 可增加 GABA 水平, 对焦虑抑郁状态有改善作用, 新斯的明不能入脑, 无改善焦虑抑郁作用。

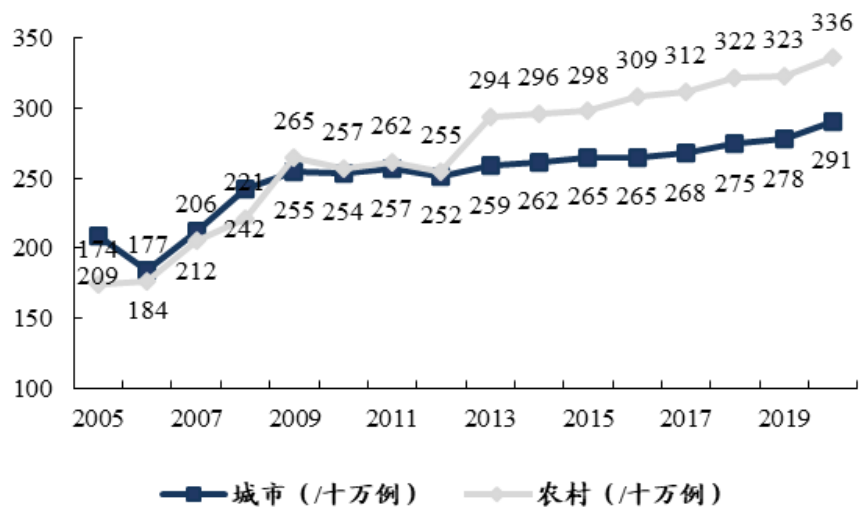
数据来源: 公司推介资料, 东吴证券研究所

3. 银杏叶滴丸稳定贡献业绩，打造 10 亿级单品

3.1. 心脑血管疾病用药成长空间广阔

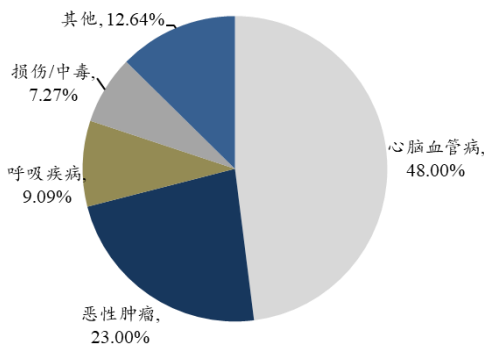
根据《中国心血管健康与疾病报告》，我国心血管病患病率处于持续上升阶段，2019 年我国心脑血管病现患病人达 3.3 亿，相比 2018 年增加了 4000 万人，《中国卫生健康统计年鉴 2021》显示，2020 年我国心血管病死亡率仍居首位，其中农村心脑血管疾病死因构成占比达 48.00%，城市居民这一比例为 45.86%，高于肿瘤及其他疾病。从死亡率看，2019 年我国农村居民心血管死亡率为 336/10 万例，城市居民为 291/10 万例。

图17：中国城乡居民心血管病死亡率变化



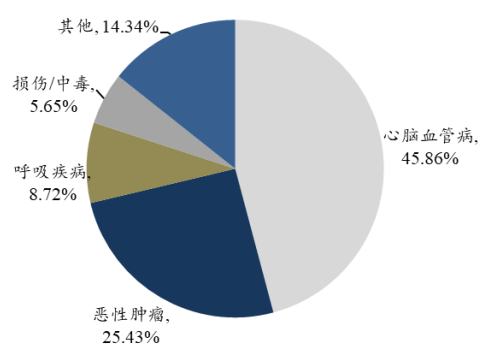
数据来源：《中国心血管健康与疾病报告》，东吴证券研究所

图18：2020 年中国农村居民主要死因构成



数据来源：《卫生统计年鉴 2021 版》，东吴证券研究所

图19：2020 年中国城市居民主要死因构成



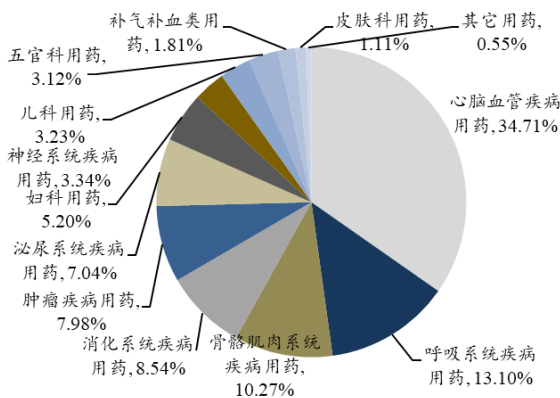
数据来源：《卫生统计年鉴 2021 版》，东吴证券研究所

在此背景下，心脑血管疾病用药一直位于我国中成药医院端临床用药第一大类，

2021年后，根据米内网数据，2021H1，我国公立医疗机构终端中成药大类格局中，心脑血管疾病用药占比达34.71%。

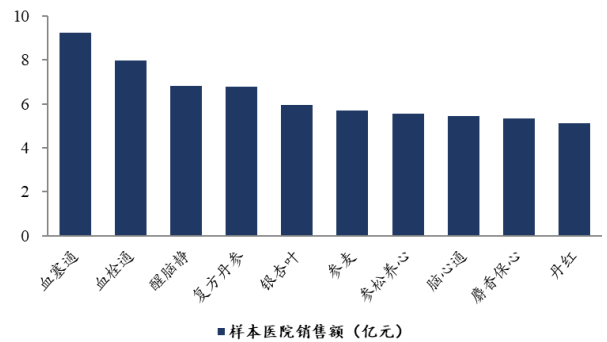
心脑血管疾病用中成药品类众多，且较为分散，主要大通用名包含血栓通、血塞通、醒脑静、复方丹参、银杏叶等。根据开思数据库，2021年银杏叶大通用名中成药样本医院销售额为13.06亿元，2022H1这一数据为5.94亿元，在心脑血管疾病用药中排名第五。

图20: 2022H1 我国公立医疗终端中成药大类格局



数据来源：米内网，东吴证券研究所

图21: 2022H1 我国样本医院心脑血管大类中成药



数据来源：开思数据库，东吴证券研究所

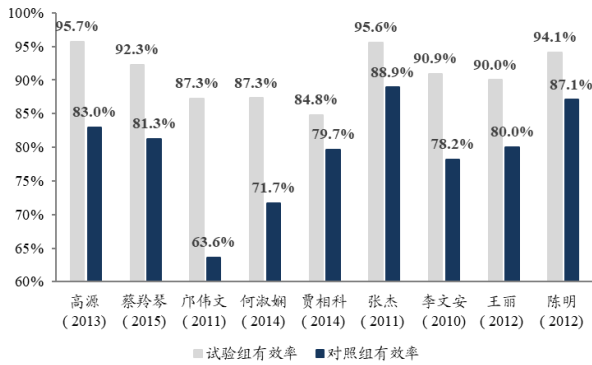
3.2. 独家品种银杏叶滴丸持续贡献业绩，有望打造十亿级单品

目前国内上市的口服银杏叶制剂的剂型主要包括片剂、胶囊、软胶囊、滴丸、口服液、滴剂、酞剂、分散片、颗粒等。其中，银杏叶胶囊、片、滴丸被列入2018年版国家基本药物目录。银杏叶大通用名竞争较为激烈，根据开思数据库统计，银杏叶大通用名下包含扬子江药业、万邦德、上海信谊、康恩贝等在内的40余家厂家，包含片剂、滴丸、胶囊等超过10种剂型。

公司旗下银杏叶滴丸是独家剂型，临床上多用于心脑血管疾病，对于由瘀血阻络引起的胸痹心痛、中风、半身不遂、舌强语蹇等症状患者，以及冠心病稳定型心绞痛、脑梗死出现上述症状的患者有较好疗效。

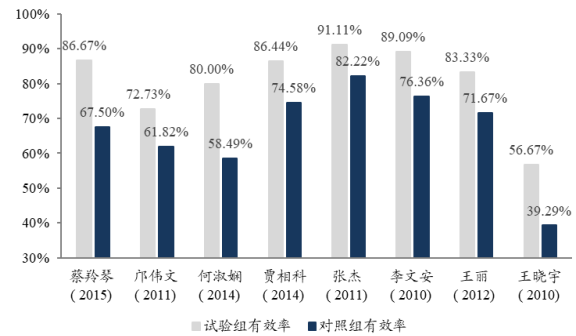
银杏叶滴丸临床疗效显著，安全性高：在一项针对银杏叶滴丸治疗心绞痛的疗效及安全性的系统评价，最终纳入11项随机对照研究，共1266例患者，结果显示银杏叶滴丸在心绞痛试验组总有效率为90.91%、在心电图实验组总有效率为80.09%，在硝酸甘油用量、心绞痛发作次数等疗效指标中同样显著优于对照组。此外，在3项报告是否有不良反应的研究中，均显示无明显不良反应，显示了银杏叶滴丸的高安全性。

图22: 银杏叶滴丸治疗心绞痛有效率



数据来源: CNKI, 东吴证券研究所

图23: 银杏叶改善心电图有效率



数据来源: CNKI, 东吴证券研究所

另一项针对银杏叶滴丸联合降压药治疗高血压有效性的系统性评价中, 同样指出与单纯服用降压药相比, 银杏叶滴丸联合降压药治疗原发性高血压在改善总有效率为145%, 临床症状减缓率提升75%, 血压值、血脂等指标同样有明显提升。

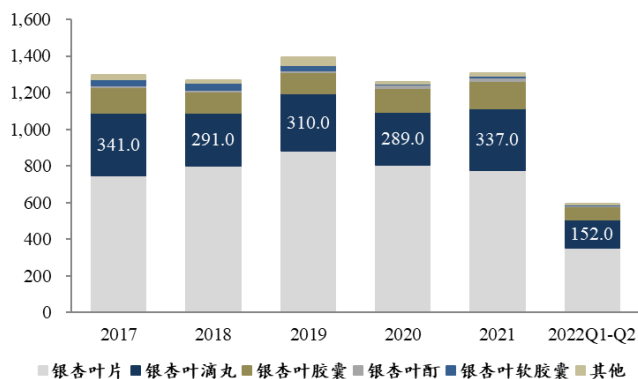
图24: 银杏叶滴丸联合降压药与单纯降压药治疗原发性高血压效果比较的 Meta 分析结果

结局指标	纳入研究数	例数 (T/C)	异质性检验结果		Meta分析结果	
			P	I ²	RR/MD (95%CI)	P值
临床疗效	1	320/320	-	-	-	-
优	1	80/80	-	-	2.00 [1.31, 3.05]	0.001
良	1	80/80	-	-	1.07 [0.72, 1.58]	0.75
差	1	80/80	-	-	0.21 [0.09, 0.47]	0.0002
总疗效优良率	1	80/80	-	-	1.45 [1.22, 1.73]	<0.0001
临床症状缓解	2	412/405	0.81	0%	0.25 [0.15, 0.41]	<0.00001
头昏	2	140/132	0.74	0%	0.16 [0.06, 0.39]	<0.0001
头疼	2	133/133	0.59	0%	0.33 [0.16, 0.72]	0.005
头晕/头闷	2	110/113	0.37	0%	0.29 [0.10, 0.87]	0.03
带帽感	1	29/27	-	-	0.31 [0.03, 2.81]	0.30
血压值变化	4	704/704	<0.00001	98%	-10.62 [-15.52, -5.72]	<0.0001
收缩压	4	352/352	<0.00001	98%	-14.38 [-23.33, -5.42]	0.002
舒张压	4	352/352	<0.00001	95%	-6.93 [-11.29, -2.57]	0.002
血脂变化	2	660/660	<0.00001	98%	-0.39 [-0.82, 0.04]	0.08
总胆固醇 (TC)	2	165/165	0.36	0%	-1.13 [-1.32, -0.95]	<0.00001
三酰甘油 (TG)	2	165/165	<0.00001	97%	-0.33 [-1.06, 0.41]	0.38
高密度脂蛋白胆固醇 (HDL-C)	2	165/165	<0.00001	97%	0.55 [-0.14, 1.23]	0.12
低密度脂蛋白胆固醇 (LDL-C)	2	165/165	0.35	0%	-0.64 [-0.72, -0.55]	<0.00001
血浆sDR4/sDR5水平	1	130/130	<0.00001	98%	-5.87 [-13.62, 1.88]	0.14
sDR4水平	1	65/65	-	-	-2.00 [-2.19, -1.81]	<0.00001
sDR5水平	1	65/65	-	-	-9.91 [-12.21, -7.61]	<0.00001
内皮素1 (ET-1)	1	100/100	-	-	-2.10 [-2.64, -1.56]	<0.00001
一氧化氮 (NO)	1	100/100	-	-	1.40 [1.00, 1.80]	<0.00001
血管扩张率 (FMD)	1	100/100	-	-	-1.10 [-1.77, -0.43]	0.001

数据来源: CNKI, 东吴证券研究所

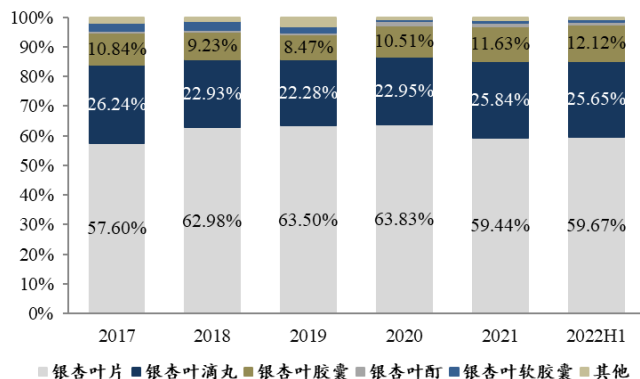
公司旗下银杏叶滴丸作为独家剂型, 业绩表现强势, 2021年样本医院销售额为3.37亿元, 市场份额达25.84%, 仅次于扬子江药业; 较2019年提升接近3%。2022H1, 受集采降价及疫情影响, 银杏叶滴丸样本医院销售额有所下降, 为1.52亿元, 同比下降7.04%。

图25: 银杏叶通用名历年样本医院销售构成(亿元,按剂型)



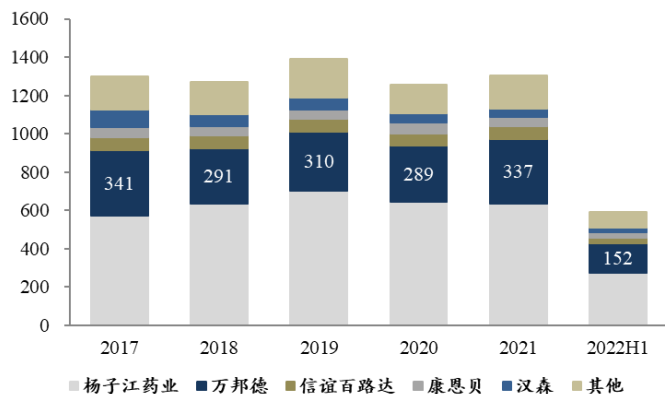
数据来源: 开思数据库, 东吴证券研究所

图26: 银杏叶通用名历年样本医院销售占比(按剂型)



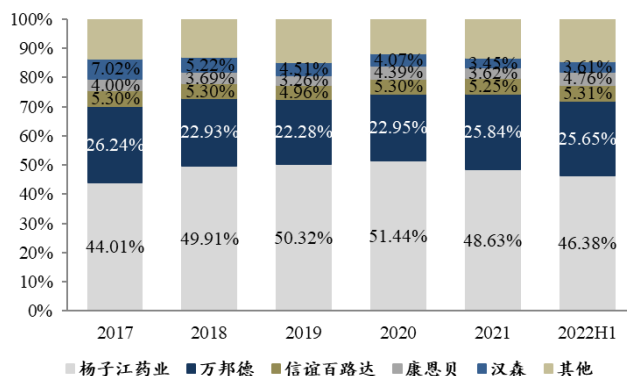
数据来源: 开思数据库, 东吴证券研究所

图27: 银杏叶通用名历年样本医院销售构成(亿元,按厂家)



数据来源: 开思数据库, 东吴证券研究所

图28: 银杏叶通用名历年样本医院销售占比(按厂家)



数据来源: 开思数据库, 东吴证券研究所

目前, 公司正在针对银杏叶滴丸进行二次开发, 浙江省重点研发计划银杏叶滴丸二次开发研究已完成结题验收, 进一步将银杏叶滴丸差异化其他银杏叶制剂, 建立更高的质量标准, 拿到更多的循证证据, 预计将会进一步拓展市场。根据公司调查口径, 2021年银杏叶口服制剂国内市场为30亿, OTC市场9亿左右。公司银杏叶滴丸占国内市场(含进口制剂)份额的17%左右。公司银杏叶滴丸在OTC市场的占有率仅为2%左右, 目前已启动开拓OTC市场的计划, 以提升OTC市场占有率。

银杏叶滴丸在湖北省牵头19省(市/区)开展的中成药省级联名集采工作, 以11.20元/盒中标(集采前价24.48元/盒), 折算单丸价格0.187元/丸, 降幅为54.6%。采购周期为2年, 此次省际联盟覆盖区域内公司的银杏叶滴丸销售量为5.46亿丸, 占单品销量的31.60%; 在广东省采购联盟中以单丸0.185元/丸中标。

我们认为，在非集采区域，院内银杏叶滴丸业绩有望随我国心脑血管疾病患者人数的持续增加稳步增长，在集采地区，通过集采中标，银杏叶滴丸销量有望快速上升。此外，随着公司 OTC 开拓计划的逐步实施，银杏叶滴丸院外市场的开拓将稳步推进，未来银杏叶滴丸在银杏叶口服剂中的市场份额有望达到 30%，销售收入超过 10 亿元。

表7: 银杏叶滴丸销售收入测算 (亿元)

		2021	2022E	2023E	2024E	2025E	关键假设
银杏叶口服剂型	院内	21.0	22.1	23.2	24.3	25.5	1.心脑血管患者持续增加; 2 人口老龄化趋势
	院外	9.0	9.2	9.4	9.6	9.7	
银杏叶滴丸	院内	4.9	5.3	5.8	6.3	7.7	院内: 院内市场借助集采份额不断提升; 院外: OTC 拓展计划的持续推进
	院外	0.2	0.6	1.1	1.9	2.4	
银杏叶滴丸市场份额	院内	23%	24%	25%	26%	30%	
	院外	2%	6%	12%	20%	25%	

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所测算

4. 间苯三酚等其余药物及器械构成丰富产线，发布“十四五”规划公司迈上新起点

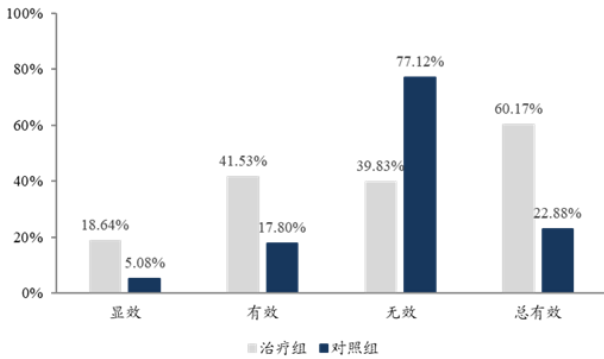
4.1. 间苯三酚为解痉一线用药，借助集采加速放量

除了国内独家中药保护品种银杏叶滴丸以及全球首创石杉碱甲原料及注射液外，公司还拥有包含间苯三酚注射液、盐酸溴己新片、氯氮平片等产品在内的丰富药品产线。

间苯三酚注射液临床应用充分，已成为治疗痉挛性疼痛的一线用药。平滑肌解痉药间苯三酚注射液主要适用于消化系统和胆道功能障碍引起的急性痉挛性疼痛、尿道、膀胱、肾绞痛等，在内科、妇科、急诊科等科室使用广泛，已被常见消化内镜手术麻醉管理专家共识（2019）、中国慢性胆囊炎、胆囊结石内科诊疗共识意见（2018）、《临床路径释义》（2018）多分册等权威指南推荐为解痉一线用药。

在一项间苯三酚注射液治疗急诊老年痉挛性疼痛效果的临床试验中显示，注射间苯三酚注射液试验组有效率达 60.17%，远高于对照组的 22.88%。此外，有 39 个临床试验观察间苯三酚的用药安全性和耐受性。在接受间苯三酚治疗的 2598 个患者中，只有极个别患者反映偶有头晕、恶心等不良反应充分反应了间苯三酚注射液的安全性。

图29: 间苯三酚注射液临床疗效



数据来源: CNKI, 东吴证券研究所

图30: 间苯三酚注射液临床指标比较

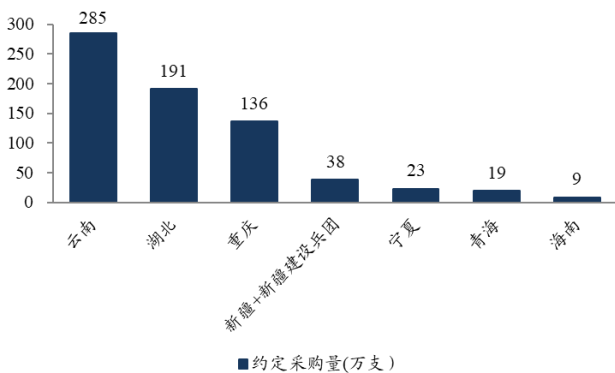
组别	药物起效时间 (min)	腹痛消失时间 (d)	腹痛好转时间 (d)	体温正常时间 (d)
观察组	22.65±2.36	0.69±0.14	1.06±0.32	1.36±0.35
对照组	25.01±2.07	0.99±0.17	1.43±0.34	1.57±0.36
t 值	4.755	8.615	5.012	2.645
P 值	<0.001	<0.001	<0.001	0.010

数据来源: CNKI, 东吴证券研究所

根据开思数据库统计,2021年全国公立医院间苯三酚注射剂型销售额约12.6亿元。目前全国仅有5家企业拥有间苯三酚注射剂产品批件,公司产品为全国首家通过一致性评价,有利于提高公司市场竞争力。2021年“渝豫桂琼滇青宁新疆兵团”联盟集采中,根据各地医保局显示,已公开采购量超过700万支,公司以第一顺位中选,在集采区域快速放量。此外,公司在非集采地区挂网工作进行顺利,助力间苯三酚注射液快速抢占市场。

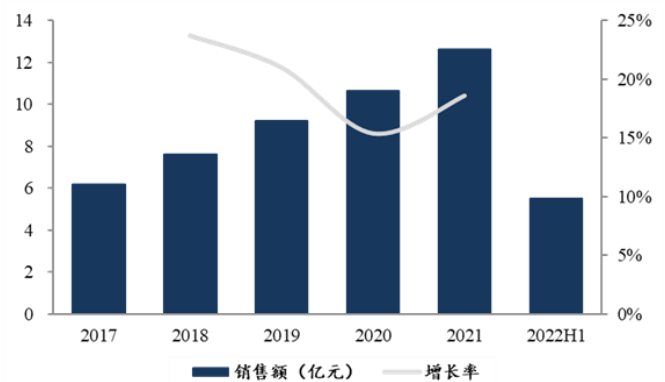
公司该产品2021年销售收入为8600万左右,2022年一季度已实现收入3600万元,我们认为,公司依托自身原料药+制剂的生产优势,作为首家通过一致性评价的企业,我们认为:1)公司在重庆6+2地区集采成功中标,放量明显;2)在非集采省份,也将通过首家通过一致性评价带来的优势,迅速铺设市场。我们预计公司2022年在集采地区有望实现1000万支以上销售,在非集采地区也有望实现700-800万支,未来几年将保持较高的增长趋势,2023年间苯三酚注射液销量有望突破2500万支。

图31: 部分省市约定采购量



数据来源: 各地医保局, 东吴证券研究所

图32: 间苯三酚样本医院销售额



数据来源: 开思数据库, 东吴证券研究所

4.2. 其余药物及医疗器械板块构成丰富产线

除石杉碱甲注射液、银杏叶滴丸以及间苯三酚注射液等大品种外，公司还拥有丰富的化药及原料药产品线。呼吸系统主导产品盐酸溴己新片是目前临床应用中最为广泛的三大化痰类药物之一，公司作为其原料药及制剂的国家药品标准参与起草点位，为我国首家通过一致性评价品种，公司该品种目前国内市占率达 70% 以上。

消化系统主导产品联苯双酯滴丸是治疗病毒性肝炎和药物性肝损伤引起转氨酶升高的常用药物，市场份额在国内同类产品中同样处于前列，西咪替丁原料及其制剂的是 2020 年度增长最快品种。

精神系统用药氯氮平、氯丙嗪、舒必利治疗精神分裂症、躁狂症或其他精神病性障碍引起的兴奋躁动和幻觉妄想，对抑郁症状也有一定疗效，同样具有较强的竞争优势。

表8: 公司制药板块产品研发情况

序号	药品名称	类别	研发进度
1	1.1 类中药创新药理中消痞颗粒	新研药	已召开临床定位会，拟开展二期临床
2	石杉碱甲控释片	新研药	I 期临床试验结束，11 期临床方案实施中
3	鼻喷重组新城疫 (NDV) 载体新冠疫苗	新研药	已经完成疫苗毒株构建、药学及生产工艺研究，临床前的有效性与安全性研究正在进行中
4	间苯三酚注射液	一致性评价	2022 年 2 月获得批准
5	盐酸氯丙嗪片	一致性评价	2022 年 8 月已国内首家申报一致性评价
6	西咪替丁片	一致性评价	已完成实验室研究，计划 2022 年 8 月再做放大生产
7	头孢克洛颗粒	一致性评价	已完成两个规格中试研究和 0.125g 规格的放大生产研究；0.25g 规格的放大生产研究未达标，计划 2022 年 8 月再做放大生产研究
8	诺氟沙星片	一致性评价	中试放大准备中
9	盐酸氨溴索注射液	仿制药	2022 年 6 月获得批准
10	盐酸溴己新注射液	仿制药	2022 年 5 月已提交发补资料
11	吸入用盐酸溴己新溶液	仿制药	2022 年 3 月获得临床试验许可，相关工作正有序推进
12	吸入用盐酸氨溴索溶液	仿制药	2022 年 6 月获得药品注册证书
13	富马酸丙酚替诺福韦 TAF	仿制药	已获得登记号，2022 年 8 月发出发补通知转移。
14	氯氮平片 100mg	增加规格	2021 年 11 月完成三批验证，正在做稳定性研究
15	盐酸利多卡因注射液	一致性评价	2022 年 3 月完成三批验证，目前已完成 3 个月稳定性研究

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司作为原料药制剂一体化特色企业，在夯实强化特色原料药业务的同时，依托持续的研发创新和商务拓展，坚定“中间体、原料药、制剂”一体化战略，拓展延伸上游中间体和下游制剂业务。在原料药板块，公司持续布局原料药 CMO/CDMO 业务，在产原料药产品有石杉碱甲、联苯双酯、盐酸溴己新、氯氮平、西咪替丁、诺氟沙星（氟哌酸）

等 8 个品种。其中盐酸溴己片新及原料药占据 70%以上的市场份额。

未来三年，公司将根据原料药板块发展规划陆续开发甲硝唑等 13 个产品。其中，2023 年公司投入原料新药包括硫辛酸、富马酸丙酚替诺福、头孢妥仑匹酯，合计新增销售额 1.7-2.8 亿元。

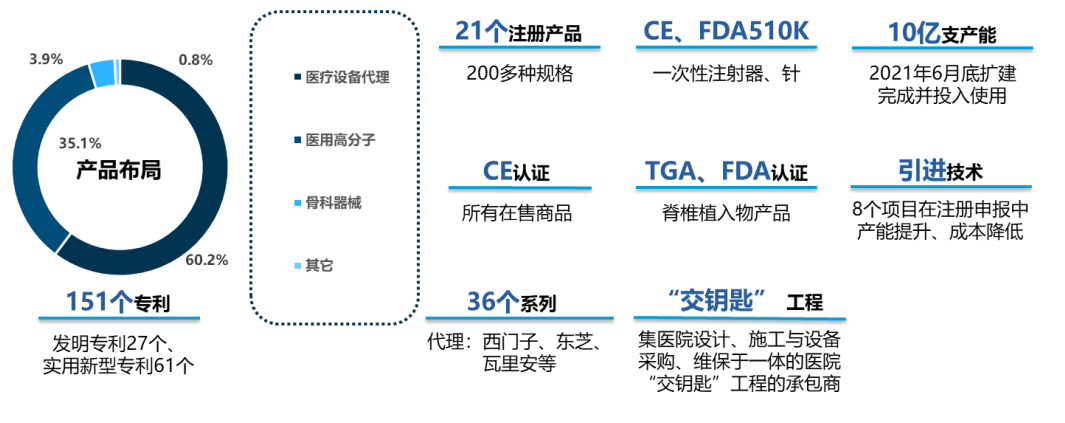
表9：公司未来三年投入生产原料新药

	硫辛酸	富马酸丙酚替诺福	头孢妥仑匹酯
用途	医药领域用于预防和辅助治疗糖尿病及相关并发症；保健领域用于清除体内自由基，防止脂质过氧化，以达到预防和辅助治疗某些疾病的目的	富马酸丙酚替诺福韦与恩替卡韦、富马酸替诺福韦酯同时作为慢乙肝抗病毒治疗的一线推荐药物	第三代头孢菌素类抗生素，目前仅有原研药获批进口
市场容量	全球硫辛酸市场容量约 1500 吨/年，相关中间体及衍生物市场容量 800-1000 吨左右。	2018 年韦立得获批，目前有 11 家仿制药过评。	2019-2020 年在中国公立医疗机构终端的销售额增速高达 446.15%、45.44%。同时，头孢妥仑匹酯颗粒已于 2021 年 3 月进入国家医保，预计会有更大的市场空间。
投入产能	2022 年投入年产 1000 吨 6,8-二氯辛酸乙酯及年产 600 吨硫辛酸	2022 年投入年产 20 吨富马酸丙酚替诺福韦生产线	-
新增销售额	未来三年硫辛酸及中间体预计销售额能增长 5000-10000 万元/年。	未来三年富马酸丙酚替诺福韦原料药销售额能增长 2000-3000 万元/年。	预计未来三年头孢妥仑匹酯、头孢卡品酯原料药及中间体销售额能增长 10000-15000 万元/年。

数据来源：公司推介材料，东吴证券研究所

公司医疗器械板块主要包含三块业务：骨科业务、医疗设备及医院工程集成服务以及一次性无菌医用高分子器械，其中在国内开展的业务主要系一次性无菌医用高分子器械。2022 年 8 月，子公司康康医疗的一次性使用无菌注射器在三明采购联盟集采中中标，并于 2022 年 9 月开始执行。我们认为，公司在集采中中标，有望改善上半年注射器产能利用率较低的情况，子公司康康医疗有望扭亏为盈。

图33: 公司医疗器械布局



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4.3. 发布“十四五”发展战略规划纲要, 公司迈上新起点

2022年10月27日, 公司在充分评估自身经营发展的环境、社会影响、国际形势和
风险、机遇的基础上, 通过内外部利益相关方调研, 结合近几年来以抓产品创新、促产
业化宏观战略发展的实际, 启动实施“50100计划”, 也即十四五期间实现原料药、制剂、
医疗器械三大生产基地年产能100亿元的布局, 年产值50亿元。

根据“50100计划”, 公司还具体提出了产品集群建设、产能建设等具体目标: 1) 核
心品种银杏叶滴丸、石杉碱甲原料及制剂的二次开发; 布局全球第一个治疗胃轻瘫的中
药1.1类新药“理中消痞颗粒”; 2) 2022年形成年产注射器、安全针、精密输液器、闭光
输液器等20多亿支, 骨科植入产品10万件的产能、2023年形成5000吨原料药产能、
形成年产口服液体制剂2亿支, 小容量注射剂3.5亿支, 口服固体制剂100亿片/粒/
袋的规模化生产线及一条达到国际标准的缓控释制剂生产。公司自此迈上新起点。

图34: 万邦德《“十四五”发展战略规划纲要》



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

5. 盈利预测与估值

核心假设:

1.公司是中华民族医药百强企业,形成“以天然植物药为特色,以心脑血管药和神经系统用药为主,呼吸系统及其他领域用药为辅”的产品格局,发挥“原药料+制剂”的优势,双管齐下。银杏叶大通用名在心脑血管疾病用药中排名靠前,公司核心品种银杏叶滴丸在银杏叶大通用名中市场份额仅次于扬子江药业,其在湖北及广东联盟集采中中标,降幅温和,有望推动银杏叶滴丸长期持续发展;此外,公司已开展 OTC 推广计划,未来银杏叶滴丸有望加速渗透院外市场;

2.公司旗下拥有自主知识产权的石杉碱甲注射液,在老年痴呆、重症肌无力及围手术期神经认知障碍(PND)疗效明显。其中石杉碱甲注射液在 PND 上相比其他剂型优势明显,且放量迅速。此外,石杉碱甲注射液在治疗放疗所致脑损伤、创伤性脑损伤、脊髓损伤等疾病同样具备疗效,我们认为,未来石杉碱甲有望持续放量,成为公司“二十亿级”大品种。

表10: 万邦德收入预测表(百万元)

	2021A	2022E	2023E	2024E
医药制造	999.38	1221.77	1628.87	2176.53
增长率	2%	22%	33%	34%
毛利率	78%	78%	78%	78%
医疗器械	456.56	458.08	570.07	679.00
增长率	-6.79%	0%	24%	19%
毛利率	18%	18%	18%	18%
其他业务	474.66	221	242.1	265.26
增长率	-	-53%	10%	10%
毛利率	2%	2%	2%	2%
整体情况	1930.6	1900.85	2441.04	3120.79
增长率	-	-1.5%	28%	28%
毛利率	49%	55%	57%	59%

数据来源: Wind,东吴证券研究所

根据以上假设,我们预计公司 2022-2024E 归母净利润分别为 2.03/2.91/4.08 亿元,对应当前市值 PE 分别是 32.41/22.57/16.08 倍,首次覆盖,给予“买入”评级。

参照公司主要业务板块,我们选取同样在心脑血管疾病用药中占据较大份额的悦康药业、康缘药业,在神经系统疾病用药中有所布局的人福医药作为可比公司,并进行可比公司估值如下:

表11: 可比公司估值

证券代码	证券名称	股价(元)	EPS(元)				PE(倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
688658.SH	悦康药业	21.80	1.21	1.22	1.61	2.03	17.99	17.91	13.57	10.76
600557.SH	康缘药业	19.81	0.54	0.70	0.89	1.08	36.13	28.17	22.24	18.32
600079.SH	人福医药	21.03	0.85	1.42	1.35	1.63	24.71	14.82	15.57	12.87
平均值								26.28	20.30	17.12
002082.SZ	万邦德	10.66	0.27	0.34	0.49	0.68	39.43	32.41	22.57	16.08

数据来源: Wind, 东吴证券研究所, 股价为 2022 年 11 月 15 日收盘价, 悦康药业、康缘药业、人福医药盈利预测为 Wind 一致预期

6. 风险提示

(1) 带量采购降幅超预期风险;

截至 2022 年 11 月, 国家药品集中带量采购已经开展 7 批, 湖北联盟、广东联盟也已开展中成药带量采购。总体来看, 药品价格呈现稳中有降的趋势, 在可预期的未来, 带量采购政策会进一步深入, 促进医药降费。药品价格走低势必会给各品牌厂商带来压力, 且降幅具有不确定性, 下降趋势持续时间也难以判断。

(2) 医保谈判进展不及预期风险;

公司已在医保目录的产品, 面临在最新的医保谈判中退出目录或大幅降价的风险; 未在医保目录的产品, 可能迟迟无法进入医保目录, 难以借力医保快速放量。由于医保谈判的不可控性, 可能会对公司营收带来负面影响。

(3) 新品推广不及预期风险;

成熟市场现有格局相对稳定, 新品进入成熟市场抢占成熟品牌份额难度较大, 可能面临高额推广投入却无法取得成果的风险; 新兴市场需要产品与市场一同经历前期发展阶段, 无法在短期内获得收入, 可能面临销售回款进度不及预期的风险。

(4) 汇兑损益风险等。

近年来受各国经济形势变化和 international 政治事件较为集中地发生, 汇率波动较以往更为活跃。汇率波动可能降低公司外销产品收入, 对公司海外业务板块造成不利影响。

万邦德三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,469	1,920	2,412	2,622	营业总收入	1,931	1,901	2,441	3,121
货币资金及交易性金融资产	912	322	648	964	营业成本(含金融类)	982	852	1,052	1,282
经营性应收款项	1,232	1,025	1,216	778	税金及附加	20	19	24	31
存货	261	503	473	786	销售费用	393	504	647	858
合同资产	0	0	0	0	管理费用	180	209	269	346
其他流动资产	64	70	74	94	研发费用	76	86	122	172
非流动资产	1,903	1,863	1,822	1,781	财务费用	34	26	32	16
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	17	19	24	31
固定资产及使用权资产	795	769	743	716	投资净收益	232	19	24	31
在建工程	381	381	381	381	公允价值变动	-2	0	0	0
无形资产	399	384	370	356	减值损失	-115	0	0	0
商誉	195	195	195	195	资产处置收益	-1	0	0	0
长期待摊费用	5	5	5	5	营业利润	375	243	344	477
其他非流动资产	129	129	129	129	营业外净收支	-14	-5	-2	3
资产总计	4,371	3,783	4,234	4,402	利润总额	361	238	342	480
流动负债	1,283	502	662	422	减:所得税	200	36	51	72
短期借款及一年内到期的非流动负债	602	302	202	102	净利润	161	203	291	408
经营性应付款项	255	61	305	147	减:少数股东损益	-5	0	0	0
合同负债	33	17	21	26	归属母公司净利润	167	203	291	408
其他流动负债	393	121	133	147	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.27	0.33	0.47	0.66
非流动负债	343	343	343	343	EBIT	228	251	352	463
长期借款	237	237	237	237	EBITDA	324	316	418	530
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	49.14	55.19	56.92	58.92
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	8.62	10.66	11.92	13.09
其他非流动负债	105	105	105	105	收入增长率(%)	-85.91	-1.54	28.42	27.85
负债合计	1,627	845	1,005	765	归母净利润增长率(%)	-41.56	21.65	43.64	40.36
归属母公司股东权益	2,598	2,792	3,083	3,491					
少数股东权益	146	146	146	146					
所有者权益合计	2,745	2,938	3,229	3,638					
负债和股东权益	4,371	3,783	4,234	4,402					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	22	-215	470	443	每股净资产(元)	4.20	4.52	4.99	5.65
投资活动现金流	999	-12	-3	9	最新发行在外股份(百万股)	618	618	618	618
筹资活动现金流	-675	-363	-142	-136	ROIC(%)	2.45	6.03	8.37	10.28
现金净增加额	341	-590	326	316	ROE-摊薄(%)	6.41	7.26	9.44	11.70
折旧和摊销	96	65	66	67	资产负债率(%)	37.21	22.34	23.73	17.38
资本开支	-277	-31	-28	-23	P/E(现价&最新股本摊薄)	39.43	32.41	22.57	16.08
营运资本变动	-148	-523	94	-34	P/B(现价)	2.53	2.35	2.13	1.88

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

