

方盛制药 (603998.SH)

聚焦创新中药战略定位明确，基药目录调整在即值得期待

为何在当下关注方盛制药？

- ✓ 聚焦中药主业成效显著，锐意改革剥离协同性较弱的恒兴科技与亏损子公司佰骏医疗，持续优化资产结构。
- ✓ 创新中药受政策重点扶持，公司精耕中药创新药，2019年以来小儿荆杏+玄七健骨两款上市产品，并有诺丽通等后续储备产品蓄势待发。
- ✓ 基药目录调整在即，小儿荆杏、金英胶囊、藤黄健骨有潜力入选。
- ✓ “338”产品矩阵描绘3倍收入增长蓝图，成长性较为明确。

聚焦中药主业成果显著，方盛制药锐意改革。方盛制药始创于2002年，产品在心脑血管科、骨伤科、妇儿用药、呼吸系统等多领域具有优势。2021年，公司明确聚焦中成药主业，同年大刀阔斧地剥离了肾病医院佰骏医疗、CRO企业恒兴科技，并收购了以强力枇杷系列产品为核心产品的滕王阁药业。2022年公司实现归母净利润2.86亿元（同比+308%），创历史新高。

创新为本长远发展，政策引领乘风破浪。近年来，政策陆续出台，从顶层设计上解决中药创新遇到的阻碍。方盛历来重视创新研发，2010年公司便获得了中药创新药金英胶囊的注册批件；2021年公司中药创新药玄七健骨片获批上市；2022年成立创新研究院，积极探索“多中心布局”的裂变式研发模式。2019年以来，共获批小儿荆杏止咳颗粒与玄七健骨颗粒2款中药创新药，诺丽通颗粒也已向CDE申报注册申请，正在等待审批结果。

“338”产品矩阵覆盖方盛优势领域，描绘营收三倍增长蓝图。公司于2021年下半年提出了打造“338”产品矩阵的目标，旨在5-10年内打造3个10亿元产品+3个5亿元产品+8个超亿元产品。仅“338”工程大品种的销售金额便可达53亿元，相比于2022年营收增长了近3倍。

基药目录调整在即，儿科+中成药值得重点关注。2021年底国家卫健委发布新管理办法草案，并公开征求社会意见。新基药目录中儿科、中成药的地位将明显提升，循证医学证据扎实的品类将获得青睐。小儿荆杏止咳颗粒已被纳入《儿童祛痰止咳治疗专家共识》，现行基药目录中该品类数量较少，但临床需求较大，进入新基药目录有望；金英胶囊符合基药遴选原则亦有望纳入基药目录；藤黄健骨片为公司核心品种，循证医学证据极其扎实，临床疗效优势显著，已获得多指南共识推荐，有潜力进入新基药目录。

盈利预测及投资评级：公司近年来积极战略转型，聚焦中药创新药主业，转型成效显著。2019年以来，公司共获批小儿荆杏止咳颗粒与玄七健骨片2款中药创新药，并有多款中药创新药在研，未来公司有望凭借中药创新药实现销售收入不断增长。此外，小儿荆杏止咳颗粒、金英胶囊、藤黄健骨片均有望纳入基药目录，迅速打开基层市场。我们预计2023-2025年公司营收分别为18.73/23.24/28.85亿元，归母净利润分别为1.76/2.43/2.94亿元，对应PE分别为33/24/20X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：医药行业政策风险；行业竞争加剧风险；研发进展不及预期风险。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1,567	1,792	1,873	2,324	2,885
增长率 yoy (%)	22.5	14.4	4.5	24.1	24.1
归母净利润（百万元）	70	286	176	243	294
增长率 yoy (%)	9.8	308.1	-38.6	38.1	21.3
EPS 最新摊薄（元/股）	0.16	0.65	0.40	0.55	0.67
净资产收益率 (%)	5.4	18.3	10.9	13.9	15.4
P/E (倍)	82.8	20.3	33.0	23.9	19.7
P/B (倍)	4.8	4.2	4.0	3.7	3.3

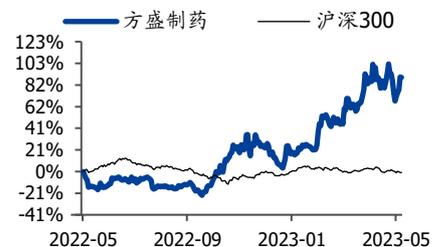
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2023年5月18日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	中药
5月18日收盘价(元)	13.17
总市值(百万元)	5,800.74
总股本(百万股)	440.45
其中自由流通股(%)	97.50
30日日均成交量(百万股)	13.44

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 胡佑碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

相关研究



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
流动资产	867	1191	1284	1428	1406
现金	259	400	665	525	582
应收票据及应收账款	243	178	295	270	444
其他应收款	30	165	12	179	28
预付账款	28	67	23	78	36
存货	257	303	210	297	238
其他流动资产	50	79	79	79	79
非流动资产	1838	1731	1788	2009	2245
长期投资	193	252	306	361	415
固定资产	572	650	673	823	1002
无形资产	250	274	278	285	279
其他非流动资产	823	555	531	540	550
资产总计	2704	2922	3073	3437	3652
流动负债	1255	1000	1153	1447	1543
短期借款	444	210	210	210	231
应付票据及应付账款	117	166	146	238	228
其他流动负债	695	624	797	999	1085
非流动负债	145	415	355	304	253
长期借款	28	298	238	187	136
其他非流动负债	118	117	117	117	117
负债合计	1401	1414	1508	1751	1796
少数股东权益	108	118	112	104	95
股本	429	439	440	440	440
资本公积	132	164	164	164	164
留存收益	635	817	919	1060	1231
归属母公司股东权益	1196	1390	1453	1581	1760
负债和股东权益	2704	2922	3073	3437	3652

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	186	302	506	302	512
净利润	70	277	170	235	285
折旧摊销	79	79	69	81	98
财务费用	18	20	6	2	2
投资损失	10	-166	-25	-25	-25
营运资金变动	-22	60	286	9	151
其他经营现金流	31	32	1	1	1
投资活动现金流	-230	-301	-102	-277	-310
资本支出	185	171	3	166	182
长期投资	-87	-101	-54	-54	-54
其他投资现金流	-133	-231	-153	-165	-182
筹资活动现金流	-14	127	-139	-165	-165
短期借款	35	-233	0	0	0
长期借款	2	270	-59	-51	-51
普通股增加	0	10	1	0	0
资本公积增加	0	32	0	0	0
其他筹资现金流	-52	48	-81	-114	-114
现金净增加额	-59	127	265	-140	36

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1567	1792	1873	2324	2885
营业成本	563	586	645	796	966
营业税金及附加	24	29	30	37	46
营业费用	633	755	795	945	1195
管理费用	169	188	196	243	302
研发费用	51	70	68	88	106
财务费用	18	20	6	2	2
资产减值损失	-12	-1	-8	-6	-9
其他收益	17	46	40	40	40
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-10	166	25	25	25
资产处置收益	0	-1	-1	-1	-1
营业利润	100	332	206	283	342
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	9	6	6	6	6
利润总额	91	327	201	277	336
所得税	21	50	31	42	51
净利润	70	277	170	235	285
少数股东损益	0	-9	-6	-8	-9
归属母公司净利润	70	286	176	243	294
EBITDA	190	426	275	360	436
EPS (元/股)	0.16	0.65	0.40	0.55	0.67

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	22.5	14.4	4.5	24.1	24.1
营业利润 (%)	37.7	233.1	-37.9	37.1	20.9
归属母公司净利润 (%)	9.8	308.1	-38.6	38.1	21.3
获利能力					
毛利率 (%)	64.1	67.3	65.5	65.7	66.5
净利率 (%)	4.5	16.0	9.4	10.4	10.2
ROE (%)	5.4	18.3	10.9	13.9	15.4
ROIC (%)	4.8	14.7	8.6	11.1	12.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	51.8	48.4	49.1	51.0	49.2
净负债比率 (%)	25.1	14.1	-4.7	1.1	-3.6
流动比率	0.7	1.2	1.1	1.0	0.9
速动比率	0.4	0.8	0.9	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	7.4	8.5	7.9	8.2	8.1
应付账款周转率	5.1	4.1	4.1	4.1	4.1
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.16	0.65	0.40	0.55	0.67
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.42	0.68	1.15	0.69	1.16
每股净资产 (最新摊薄)	2.72	3.16	3.30	3.59	3.99
估值比率					
P/E	82.8	20.3	33.0	23.9	19.7
P/B	4.8	4.2	4.0	3.7	3.3
EV/EBITDA	32.7	14.3	21.1	16.3	13.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 5 月 18 日收盘价

内容目录

1 聚焦主业成果显著，持续优化业务结构	4
1.1 明确战略定位，方盛制药聚焦中药主业	4
1.2 聚焦主业成果显著，获资本市场认可股价飙升	5
1.3 营业收入稳步增长，非主营业务剥离优化利润端表现	8
2 精耕细作中药创新药，338大产品矩阵描绘成长蓝图	11
2.1 高层重视、政策扶持，中药创新浪潮已来	11
2.1.1 小儿荆杏止咳颗粒：外感咳嗽创新中药，销售规模有望超10亿	14
2.1.2 玄七健骨片：骨关节炎创新中药，有望成长为5亿收入规模产品	15
2.1.3 诺丽通颗粒：头痛缓解创新中药，销售规模有望达10亿元	16
2.2 “338”产品矩阵预测5-10年中长期三倍营收增长	17
3 基药目录调整在即，儿科+中成药值得重点关注	19
3.1 基药目录调整有望年内落地，儿科、中成药值得重点关注	19
3.2 小儿荆杏止咳颗粒：儿科用药愈发受到重视，基药目录儿童止咳剂稀缺	21
3.3 金英胶囊：妇科炎症临床需求大，“中药抗生素”疗效佳	21
3.4 藤黄健骨片：循证医学证据扎实，符合基药遴选规则	21
4 盈利预测	24
5 风险提示	26

图表目录

图表 1: 方盛制药发展历史	5
图表 2: 方盛制药股价复盘	6
图表 3: 方盛制药股权结构	7
图表 4: 方盛制药参控股子公司及联营企业	7
图表 5: 历年营业总收入	8
图表 6: 历年归母净利润	8
图表 7: 历年各版块营业收入	9
图表 8: 历年主营业务占比情况	9
图表 9: 历年期间费用率	9
图表 10: 公司研发体系	10
图表 11: 近年来国家支持中药创新相关文件	12
图表 12: 中药创新药申报临床及上市数量 (2017-2021)	13
图表 13: 建议批准 NDA 与建议批准创新药 NDA 情况 (2017-2021)	13
图表 14: 方盛制药儿科产品营收 (2015-2022)	15
图表 15: 方盛制药骨伤科产品营收 (2015-2022)	16
图表 16: 诺丽通颗粒 III 期临床研究结果的主要数据及结论	17
图表 17: 方盛制药“338”产品矩阵	18
图表 18: 《国家基本药物目录管理办法(修订草案)》与《国家基本药物目录管理办法》对比	20
图表 19: 藤黄健骨片临床研究(部分)	23
图表 20: 方盛制药营收预测	25
图表 21: 方盛制药可比公司估值分析	26

1 聚焦主业成果显著，持续优化业务结构

1.1 明确战略定位，方盛制药聚焦中药主业

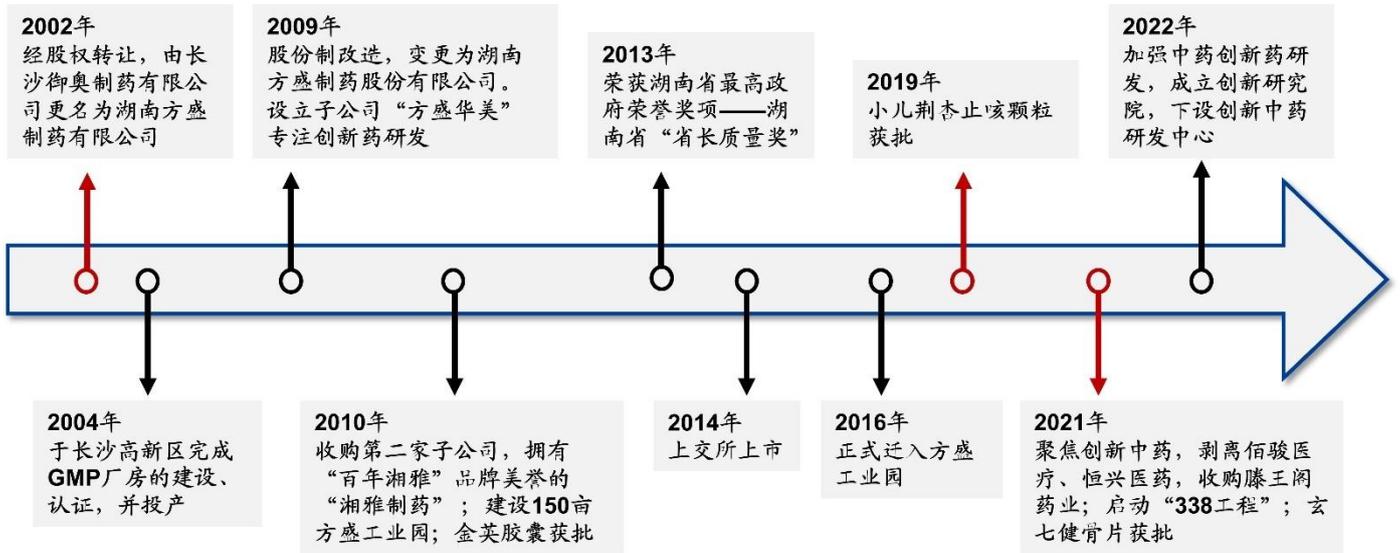
公司聚焦医药健康领域，厚积薄发快速崛起。方盛制药底蕴深厚，从成立到现在历经 20 余年风雨，方盛正以稳健的发展速度快速崛起。方盛制药创始于 2002 年 6 月，是一家高品质、综合性、科研型医药健康产业集团，旗下拥有多家子公司，2014 年 12 月 5 日在上海证券交易所成功上市（股票代码：603998）。公司先后获评国家火炬计划重点高新技术企业、中华医药百强品牌企业、中国医药行业 AAA 诚信企业、中国优秀民营企业、国家守合同重信用企业、湖南省省长质量奖企业、湖南省首批示范性医药企业等荣誉称号。

以国民健康为使命，方盛拥有多领域优势产品集群。方盛以“您的健康，方盛的追求”为企业使命，经过多年的发展，公司已经形成了以中成药骨骼肌肉系统疾病用药、心脑血管疾病用药、妇儿用药、呼吸系统用药、心血管系统用药以及化药抗感染用药等多个产品大类的产品群。自 2009 年股份制改造完成时，方盛便十分注重创新与研发，专门设立子公司“方盛华美”，专注全球创新药的研发。在新时代背景下，公司积极应对竞争态势变化，战略性提出了“创仿结合”的产品集群储备与研发战略以抓住战略机遇：创新中药（小儿荆杏止咳颗粒、玄七健骨片等）以“有效增长”为核心，把握住战略制高点，构筑公司面向未来长期生存发展的基础；仿制药（依折麦布片、头孢克肟片、奥美拉唑肠溶片等）以国家集采为机会牵引销售。2022 年全年，公司总营收 17.92 亿元（同比+14%），归母净利润 2.86 亿元（同比+308%），创历史新高。

明确战略定位、优化业务结构，方盛聚焦中药创新药主业。立足为满足临床需求，2021 年底，公司进一步提出“338 大产品打造计划”，致力于通过 5-10 年时间培育出 3 个销售收入过十亿品种+3 个销售收入过五亿品种+8 个销售收入过亿品种，产品广泛分布于儿科、骨科、呼吸科、妇科、心脑血管疾病、补益等中药治疗领域。公司具有中药创新药差异化竞争优势，早在 2010 年便获得了中药创新药“金英胶囊”的药品注册批件。结合行业发展趋势，以及对自身资源进行系统分析，2021 年，公司明确战略定位，聚力打造成为一家以创新中药为核心的健康产业集团，以在积极提升研发能力的同时，持续优化业务结构，提升公司核心竞争力。

- 2021 年，公司完成了对滕王阁药业 100% 股份的收购，有效丰富了公司中药大品种目录与型谱（强力枇杷膏（蜜炼）和强力枇杷露），完成收购以来，方盛制药全面布局市场营销，重点开展生产规范管理、降成本、产能提升、休眠产品恢复、工艺研究等工作。2022 年滕王阁药业实现销售收入 1.44 亿元，净利润超 1700 万元。
- 2021 年，公司开始将肾病医疗服务机构——佰骏医疗的股权转让给德维塔公司，至 2022 年，公司仅直接持有佰骏医疗 13.45% 股份，佰骏医疗已不再纳入公司合并报表范围。
- 2021 年，公司转让了从事 CRO 业务的恒兴科技 50% 的股权；2022 年，恒兴科技不再纳入公司合并报表范围。
- 2022 年，公司成立创新研究院，积极探索“多中心布局”的研发裂变发展模式，下设创新中药研发中心、仿制药研发中心、复杂制剂研发中心。
- 2019 年以来，公司共获批中药创新药 2 款，包括小儿荆杏止咳颗粒与玄七健骨颗粒，中药创新药诺丽通颗粒已取得三期临床研究总结报告，目前已向国家药监局项目申报注册。

图表 1: 方盛制药发展历史



资料来源: 公司官网, 公司年报, 方盛制药投资者关系公众号, 国盛证券研究所

1.2 聚焦主业成果显著, 获资本市场认可股价飙升

从2019年1月4日至2023年4月4日, 方盛制药股价增长了196%, 获得了资本市场极大认可。我们将从行业与个股两个层次复盘并分析方盛制药股价变化:

首先是行业角度, 受益于中药创新药利好政策集中发布, 中药创新药相关标的行情普遍走强。年初以来中药显著跑赢医药生物指数, 尤其是2月之后迎来独立行情。回顾过去三年中药走势及产业变化:

- **2019-2021年: 中药跑输医药指数。**一方面中药注射剂影响还未出清, 另一方面没有增量品种, 第三是中药的业绩受到了大环境的一定影响, 造成极大估值差。
- **2022年: 中药估值修复的元年。**尤其是中药十四五规划顶层设计之后, 陆续出台多项配套政策, 蓄积的能量开始爆发, 估值得到了修复。22年下半年中药抗疫拉动中药指数有明显涨幅, 但是后续抗疫相关的资产都有一轮回调。
- **2023年: 中药在产业和政策周期共振下估值拔升起点。**中药创新药龙头标的将持续受益于政策, 在政策引导下的格局变好和集中度提升更值得重视。
- **后续预期:** 伴随着Q2的业绩兑现、基药目录的出台、中药创新药新进医保品种在2023年的放量、OTC端2023年有望随着经济复苏而呈现恢复性成长四大催化, 整体看好中药板块。

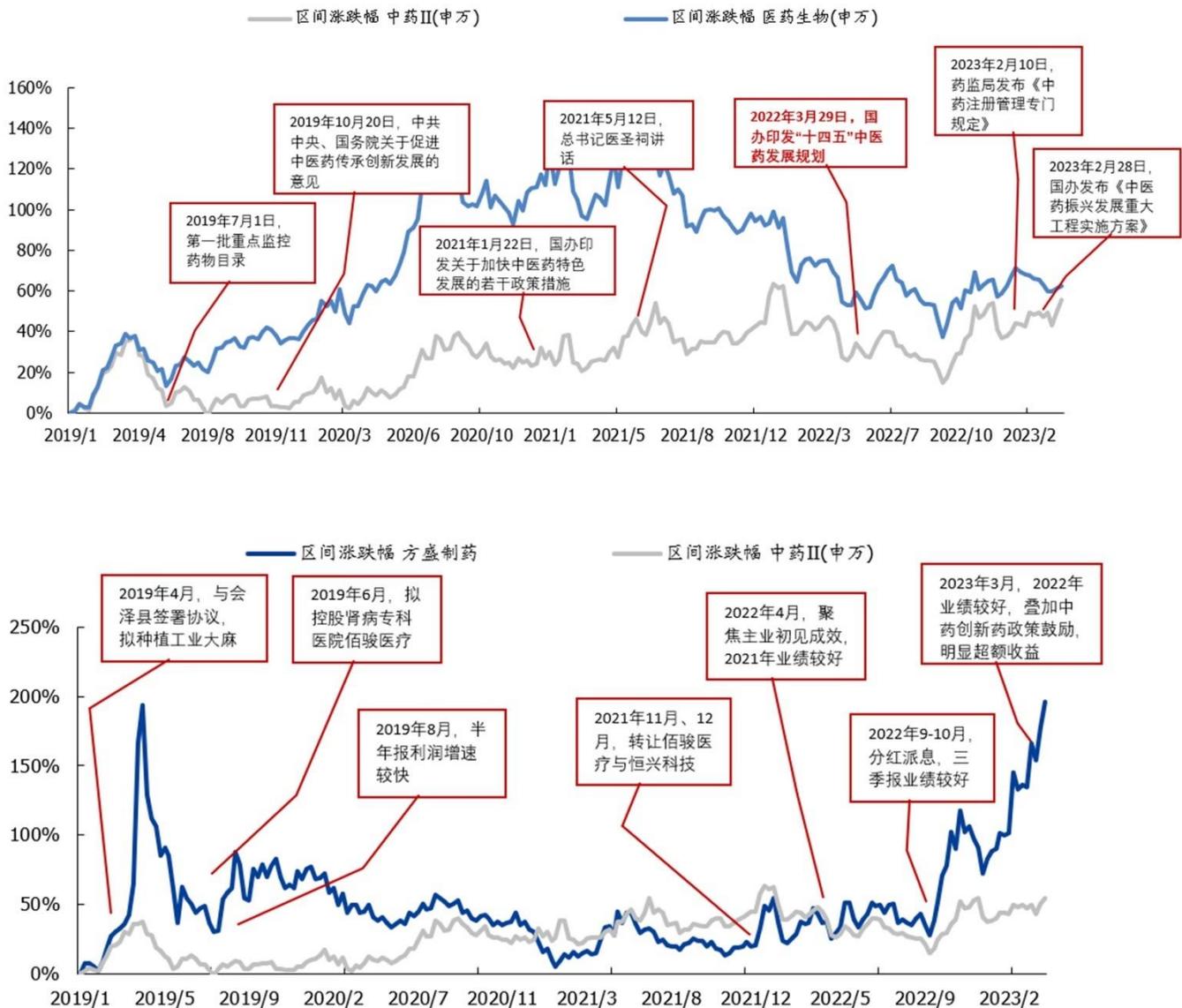
其次是个股角度, 公司优化业务结构, 聚焦中药创新药成效显著。

- 一方面, 公司于2021年底大刀阔斧地剥离了佰骏医疗与恒兴科技, 同时收购滕王阁药业, 昭示了其坚定的转型决心与决策魄力, 2022年归母净利润同比增长308%, 增长迅速, 标志着公司转型的成功。
- 另一方面, 方盛制药是具有良好的中药创新能力的。2010年公司首款中药创新药金英胶囊获批; 2019年中药创新药小儿荆杏止咳颗粒获批, 上市后销售业绩持续提升, 学术推广力度不断加大; 两年后, 2021年玄七健骨片获得中药1.1类创新药品注册批件。公司2019年以来获批的2款中药创新药均被纳入医保目录。得益于2022年以来中药估值的修复, 以及公司选择中药创新药赛道与政策周期的共振, 公司自

2022年下半年股价涨幅明显。

我们看好2023年公司中药创新药在医保目录的放量，业务结构优化与管理改革带来的核心竞争力的持续提升，进一步改善业绩，以及小儿荆杏止咳颗粒等核心产品进入新版基药目录后的迅速放量，下文将详细展开。

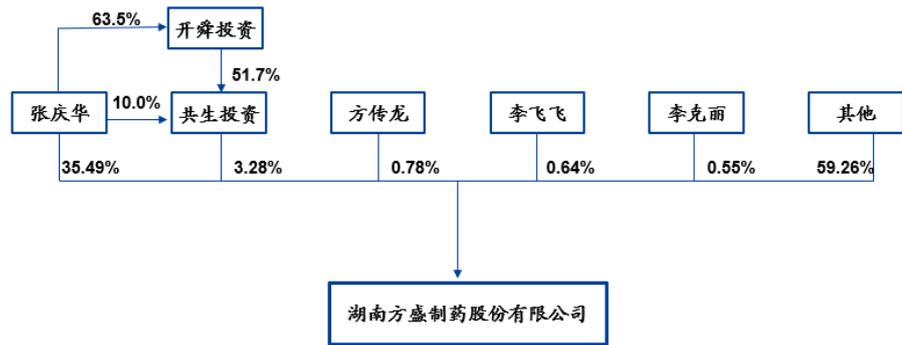
图表2: 方盛制药股价复盘



资料来源: 公司公告, Wind, 人民网, 中央人民政府, 国盛证券研究所

公司股权结构集中，实控人为张庆华先生。张庆华先生对方盛制药直接持股 35.49%，为公司的创始人兼实际控制人，1995年毕业于湖南中医学院（现湖南中医药大学），1998年成立广东瑞兴医药有限公司，2002年成立方盛制药有限公司，现已辞任董事长、总经理职位。公司现任董事长、总经理为周晓莉，周晓莉女士从事医药行业二十余年，在企业管理、药品销售等方面拥有丰富的经验，历任广东瑞兴医药有限公司营销部经理，方盛制药董事长助理、副总经理。

图表 3: 方盛制药股权结构



资料来源：公司年报，国盛证券研究所；截至 2022 年年报

参控股子公司 19 家，主营业务涵盖研发、药品生产、药品流通、科技推广及应用服务与投资等。2021 年底开始，公司逐步剥离与中药主业协同效应较弱的子公司，进一步聚焦主业，提升企业核心竞争力，并实现企业高质量发展。“新药研发能力”始终是公司立身之基，方盛制药整合顶尖新药研发资源优势，形成了“1+N”模式的大研发体系框架构想，实施“以方盛本部研发中心为主体、以分子公司研发为支撑”的集成化管理和分散化经营的研发战略，拥有融华药业、暨大基因、融大药业、恒景医药等控股研发机构，值得一提的是，暨大基因是国家发改委在基因工程药物领域正式批复组建的第一个也是唯一一个国家级工程研究中心，而方盛华美的周文强博士被评为“湖南省百人计划”国际高端人才，被湖南省政府授予“湖南省特聘专家”称号。

图表 4: 方盛制药参控股子公司及联营企业

参控关系	直接持股比例/%	被参控公司	主营业务	成立时间
全资子公司	100	海南博大药业有限公司	药品生产企业	1994/1/14
	100	湖南方盛堂制药有限公司	药品生产企业	1998/5/1
	100	江西滕王阁药业有限公司	药品生产企业	2002/3/20
	100	湖南方盛医疗产业管理有限公司	健康医疗产业	2016/11/21
	100	湖南方盛锐新药业有限公司	药品流通企业	2020/8/3
	100	湖南方盛堂国医药科技有限公司	药品生产企业	2022/4/14
	100	广东方盛融美药业有限公司	研发机构	2022/6/15
	100	云南芙雅生物科技有限公司	科技推广及应用服务	
	100	珠海方盛康元投资有限公司	投资企业	
	100	湖南方盛康华制药有限公司	药品生产企业	
控股子公司	72.86	湖南方盛爱康元健康科技有限公司	研发机构	
	72	湖南方盛华美医药科技有限公司	研发机构	2009/12/29
	65	广东方盛融华药业有限公司	研发机构	2022/3/8
	65	广东暨大基因药物工程研究中心有限公司	研发机构	2006/8/2
	55	广东方盛融大药业有限公司	研发机构	
	54.55	湖南方盛恒景医药科技有限公司	研发机构	2021/2/26
	53.29	湖南湘雅制药有限公司	药品生产企业	1993/5/26
	51	重庆筱熊猫药业股份有限公司	药品流通企业	
联营企业	21.25	长沙同系方盛健康产业投资合伙企业(有限合伙)	基金	2016/9/26
	13.45	湖南省佰骏高科医疗投资管理有限公司	医疗投资产业	2014/12/8

资料来源：Wind，国盛证券研究所；截止 2022 年年报

1.3 营业收入稳步增长，非主营业务剥离优化利润端表现

收入端：公司历年营业收入稳中有涨，整体保持稳健。2017年公司营收同比增长了35%，该年公司加大了营销推广力度，因而使得营业收入持续增长。2018年公司继续推行高销售投入策略，加大市场开发投入力度，持续开展相关领域的学术推广，实现了营业收入的快速增长，2018年营收同比增长了46%。2019年收入增速暂缓，2020年收入增速逐步回升，2020年、2021年、2022年收入同比增速分别为17%、23%与14%。2021年9月，滕王阁药业纳入合并范围，强力枇杷膏（蜜炼）和强力枇杷露销售增加使得收入同比增长较快。

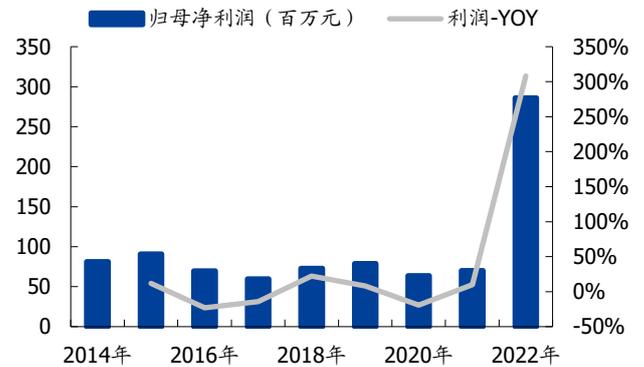
利润端：非主营业务相关资产剥离，归母净利润持续优化。虽然收入端一直呈现较好增长趋势，然而2014年-2020年，公司归母净利润复合增长率为-3.9%。2021年归母净利润恢复正增长，同比增长了10%，但仍低于收入增速。长期以来，公司非主营业务相关资产长期亏损，对主业造成了一定程度上的拖累，2020年公司重要的控股子公司佰骏医疗和暨大基因均处于亏损状态。2022年10月佰骏医疗不再纳入合并报表范围，2022年3月恒兴科技不再纳入合并报表范围。随着非主营业务的剥离，公司盈利能力持续提升。

图表 5: 历年营业总收入



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 历年归母净利润

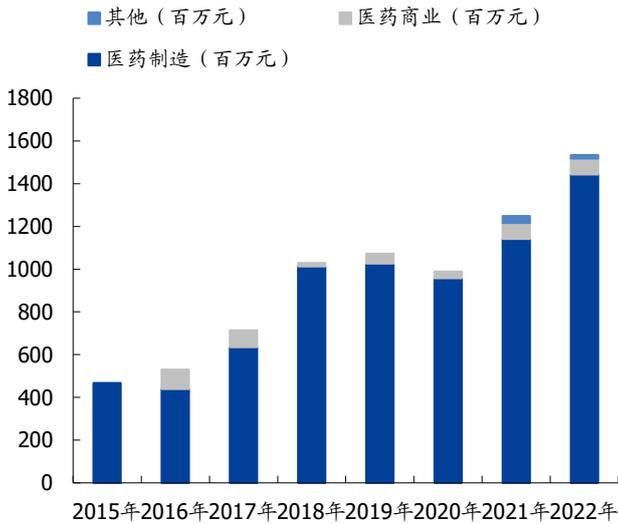


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

医药制造为公司绝对核心的收入来源，骨科、心脑血管、儿科、妇科与呼吸科产品为主要创收品类。

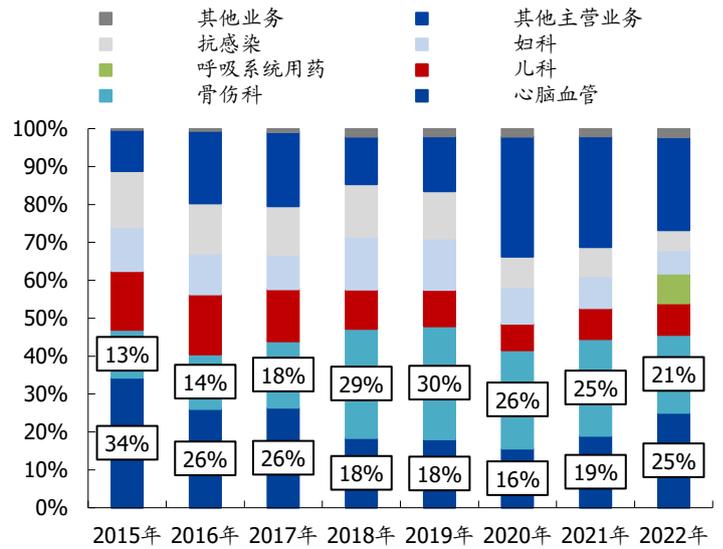
- **分板块来看**，医药制造业务为公司绝对核心的收入来源，2015-2022年，公司医药制造板块营收呈现稳步增长趋势，年均复合增长率为17%，2022年该板块总营收14.43亿元。医疗商业主要为方盛锐新、筱熊猫药业的药品销售业务收入，其他主要为恒兴科技的医药技术服务收入，由于2022年3月处置恒兴科技后，其收入不再纳入合并报表范围，使得其他收入同比下降。
- **分产品来看**，骨科、心脑血管、儿科、妇科与呼吸科产品为主要创收品类，尤其是骨科与心脑血管产品，近8年来营收占比均高于10%，最高可达34%。呼吸系统用药收入主要来自于滕王阁药业的主要产品强力枇杷膏（蜜炼）和强力枇杷露。

图表 7: 历年各版块营业收入



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

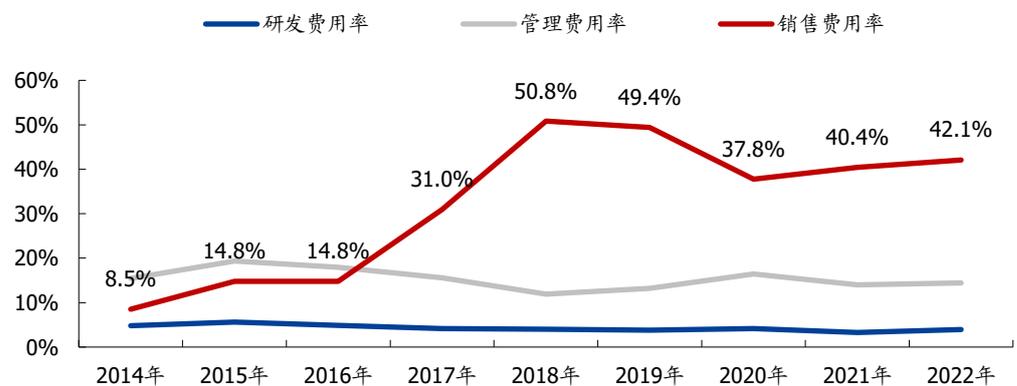
图表 8: 历年主营业务占比情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

重视营销是过去收入提速的重要原因，聚焦中药创新研发投入或是下阶段成长重要助力。方盛拥有一支专业化的营销团队，公司全力推行专业化、学术化营销，营销网络覆盖全国各省市各级医院、连锁和单体药店、诊所。公司销售费用率的拔升开始于 2017 年，该年公司销售费用率同比增加了 16.2pct，同年营收同比增长了 35%，同步实现跃升。2018 年，公司继续加大营销投入，销售费用率进一步增加了 19.8pct，达历史峰值 50.8%，而该年营业收入在 2017 年高增速的基础上，又维持了 46% 的高增长动能。2019 年开始的 3 年，受宏观环境影响，公司各类销售推广活动减少，销售费用率略有回落，2021 年开始宏观环境影响减弱，且由于收购了滕王阁药业销售费用率有所回升，但总体保持稳定，考虑集采影响，未来销售费用率甚至可能会有所回落。长久以来，公司研发费用率稳定在 4% 左右，现如今公司已将创新中药确立为发展核心，而创新中药的研发需做更为扎实的 2 期与 3 期临床研究，且需积累大量循证医学证据，因此，下一阶段，研发投入力度应该会有所加大。

图表 9: 历年期间费用率

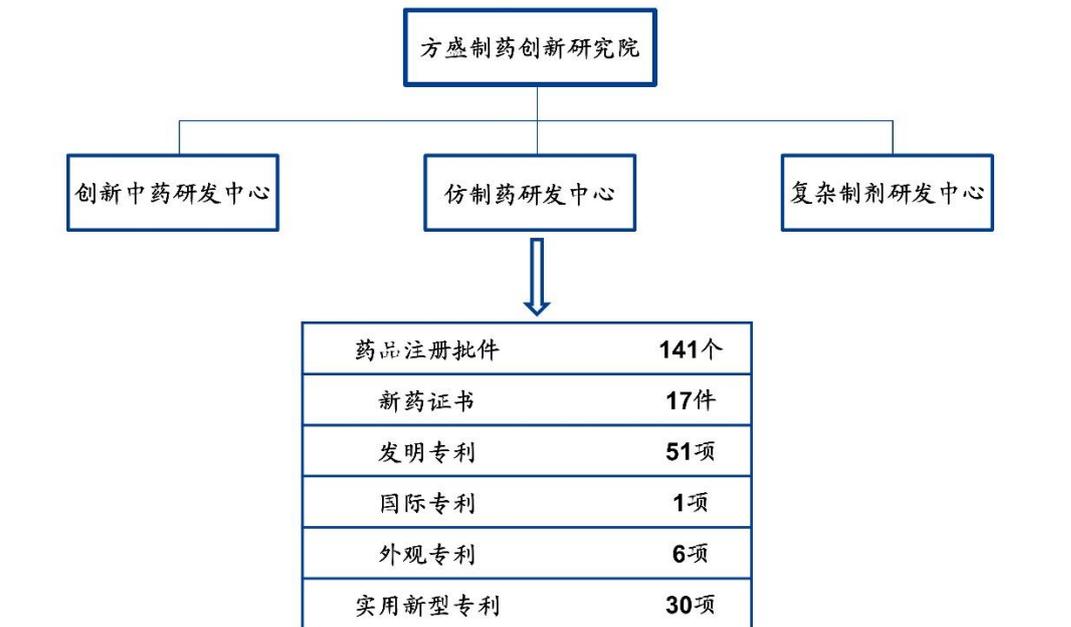


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

“创新中药研发”是方盛核心竞争优势，研发实体创新研究院助力实力拉升。“新药研发能力”始终是公司核心竞争优势。公司力求整合顶尖新药研发资源优势，形成了“1+N”模式的大研发体系框架，中药新药 1 类、化药 3 类、4 类等多个研发项目稳步推进。方

盛致力于打造成为一家以创新中药为核心的健康产业集团，现已成功开发“欣雪安”牌心脑血管科、“金蓓贝”牌儿科、“美尔舒”牌妇科、“方盛堂”牌骨伤科等几大品牌系列产品。公司的创新药物研究立足于解决未完全满足的临床需求为目标，结合未来竞争态势和公司产品管线优势，围绕新开发平台、新合作机制、新药物发现、新作用机制、新疗法开发来思考研发方向、执行研发工作。从立项到生产上市，全程追求具有临床价值的差异化优势以及生产成本优势，创新中药致力研发“同类更优”（Me-better）和“同类最佳”（Best-in-Class），并具有市场竞争力的产品。公司研发的中药创新药诺丽通颗粒已取得了 III 期临床研究总结报告，目前正在申报注册中。目前，公司合计拥有《药品注册批件》141 个，新药证书 17 件，发明专利 51 项，国际专利 1 项，外观专利 6 项，实用新型专利 30 项。丰富的产品储备，为实现公司战略目标提供了强大支撑。

图表 10: 公司研发体系



资料来源：公司年报，国盛证券研究所

2 精耕细作中药创新药，338大产品矩阵描绘成长蓝图

2.1 高层重视、政策扶持，中药创新浪潮已来

近年来，在高层领导关怀下，中药创新政策陆续出台，从顶层设计上解决中药创新遇到的阻碍。

- 2019年10月，习近平总书记对中医药工作作出重要指示，中医学包含着中华民族几千年的健康养生理念及其实践经验，是中华文明的一个瑰宝，凝聚着中国人民和中华民族的博大智慧。要遵循中医药发展规律，传承精华，守正创新，加快推进中医药现代化、产业化，坚持中西医并重，推动中医药和西医药相互补充、协调发展，推动中医药事业和产业高质量发展，推动中医药走向世界，充分发挥中医药防病治病的独特优势和作用，为建设健康中国、实现中华民族伟大复兴的中国梦贡献力量。
- 2020年6月，习近平总书记在专家学者座谈会上指出，改革完善中药审评审批机制，促进中药新药研发和产业发展。
- 2021年5月，习近平总书记来到河南南阳的张仲景墓祠纪念地医圣祠，并强调中医学包含着中华民族几千年的健康养生理念及其实践经验，是中华民族的伟大创造和中国古代科学的瑰宝。经过抗击非典等重大传染病之后，我们对中医药的作用有了更深的认识，要进一步发展中医药。

中医药政策中，创新和新药实质性利好落地。早在2017年，《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》就提出要支持中药传承和创新；2018年，国家药监局文件明确经典名方可以免临床及药效学研究；2019年，随着党中央、国务院《关于促进中医药传承创新发展的意见》重磅文件出台，政策对于中药创新的支持更加清晰；2020年药监局出台了为中药量身打造的新注册分类要求，并针对中医药传承创新意见提出具体实施意见，通过审评方式改革，支持中药新药、经典名方、院内制剂、重大疾病/临床短缺/儿童用中药的研发上市。2021年1月，国务院《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》进一步提出加快推进中药审评审批机制改革，优化具有人用经验的中药新药、经典名方审评审批。2023年2月《中药注册管理专门规定》发布，明确了中药注册分类、研制路径和模式，建立了适合中药研制情形的简化审批、优先审批、附条件审批、特别审批的相应规定，将药品的基本要求与中药特殊性有机结合，进一步落实了“三结合”中药审评证据体系。

图表 11: 近年来国家支持中药创新相关文件

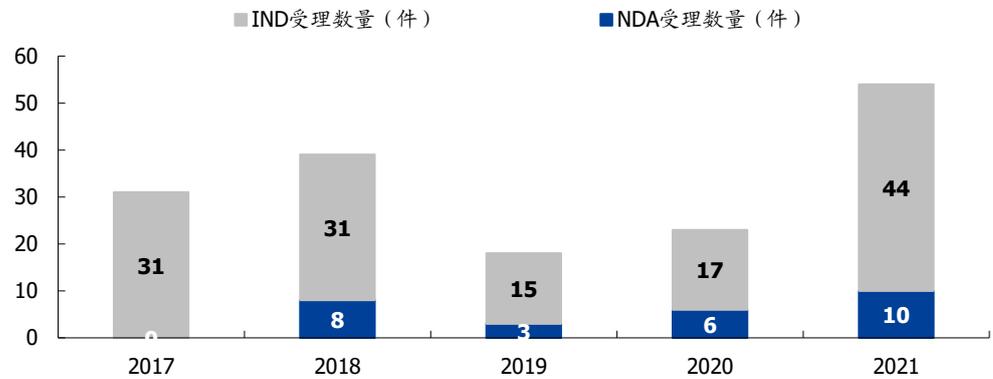
时间	文件	发布单位	主要内容
2017年10月	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	中共中央办公厅、国务院办公厅	明确提出要支持中药传承和创新，经典名方类中药按照简化标准审评审批；严格药品注射剂审评审批、开展药品注射剂再评价。
2018年6月	《古代经典名方中药复方制剂简化注册审批管理规定》	国家药监局	符合要求的经典名方制剂申报上市，可仅提供药学及非临床安全性研究资料，免报药效学研究及临床试验资料。
2019年10月	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	中共中央、国务院	<u>改革完善中药注册管理，加快中药新药审批。加快推进中医药科研和创新。加快中药新药创制研究，研发一批先进的中医器械和中药制药设备。支持鼓励儿童用中成药创新研发。加强中医药产业知识产权保护和运用。</u>
2020年9月	《中药注册分类及申报资料要求》	国家药监局	支持基于中医药理论和中医临床实践经验评价中药的有效性；新增“古代经典名方中药复方制剂”注册分类，促进古代经典名方向中药新药的转化。“中药增加功能主治”的申报路径由原来的补充申请改为纳入新药申报范畴，鼓励二次开发。
2020年12月	《国家药监局关于促进中药传承创新发展的实施意见》	国家药监局	<u>建立与中药临床定位相适应、体现其作用特点和优势的疗效评价标准。探索引入真实世界证据用于支持中药新药注册上市。推动古代经典名方中药复方制剂研制。鼓励医疗机构制剂向中药新药转化。支持以病证结合、专病专药或证候类中药等多种方式开展中药新药研制。鼓励中药二次开发。</u> 改革中药注册分类，不再仅以物质基础作为划分注册类别的依据，开辟具有中医药特色的注册申报路径。 <u>构建中医药理论、人用经验和临床试验“三结合”的审评证据体系。</u> <u>对临床定位清晰且具有明显临床价值，用于重大疾病、罕见病防治、临床急需而市场短缺、或属于儿童用药的中药新药申请实行优先审评审批。对治疗严重危及生命且尚无有效治疗手段的疾病的中药，可以附条件批准。对突发重大公共卫生事件中应急所需的已上市中药增加功能主治实施特别审批。</u>
2021年1月	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	国务院	加快推进中药审评审批机制改革，建立中医药理论、人用经验、临床试验三结合的中药注册审评证据体系。尊重中药研发规律，完善中药注册分类和申报要求。优化具有人用经验的中药新药审评审批。优化古代经典名方中药复方制剂注册审批，进一步强化了政策的针对性、目标性和可操作性。
2021年7月	《中医药文化传播行动实施方案（2021-2025年）》	国家卫健委、国家医保局等五部门联合印发	从指导思想、基本原则、主要目标、重点任务、保障措施等五大方面为中医药文化传播行动的实施提供了指引。到2025年，中医药文化成为引导群众增强民族自信与文化自信的重要支撑。
2021年12月	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	国家医疗保障局、国家中医药局	充分认识医保支持中医药传承创新发展的重要意义。将符合条件的中医医药机构纳入医保定点。将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围。完善适合中医药特点的支付政策。强化医保基金监管。
2022年1月	公开征求《基于“三结合”注册审评证据体系下的沟通交流技术指导原则》意见	国家药监局药品审评中心	针对在中医药理论、人用经验、临床试验相结合的中药注册审评证据体系下研发的中药新药，提出不同注册分类临床方面沟通交流要点，突出了人用经验在三结合审评证据体系中的关键地位。
2023年2月	《中药注册管理专门规定》	国家药监局	中药注册审评采用中医药理论、人用经验和临床试验相结合的审评证据体系，综合评价中药的安全性、有效性和质量可控性。

资料来源：中央人民政府，国家药监局，国家药监局药审中心，国盛证券研究所

乘政策利好东风，2021年是中药创新驶入快车道的明确节点。从申报 NDA 和申报 IND 的中药创新药批件来看，2021 年分别为 10 个和 44 个，均创历年新高。我们判断，中

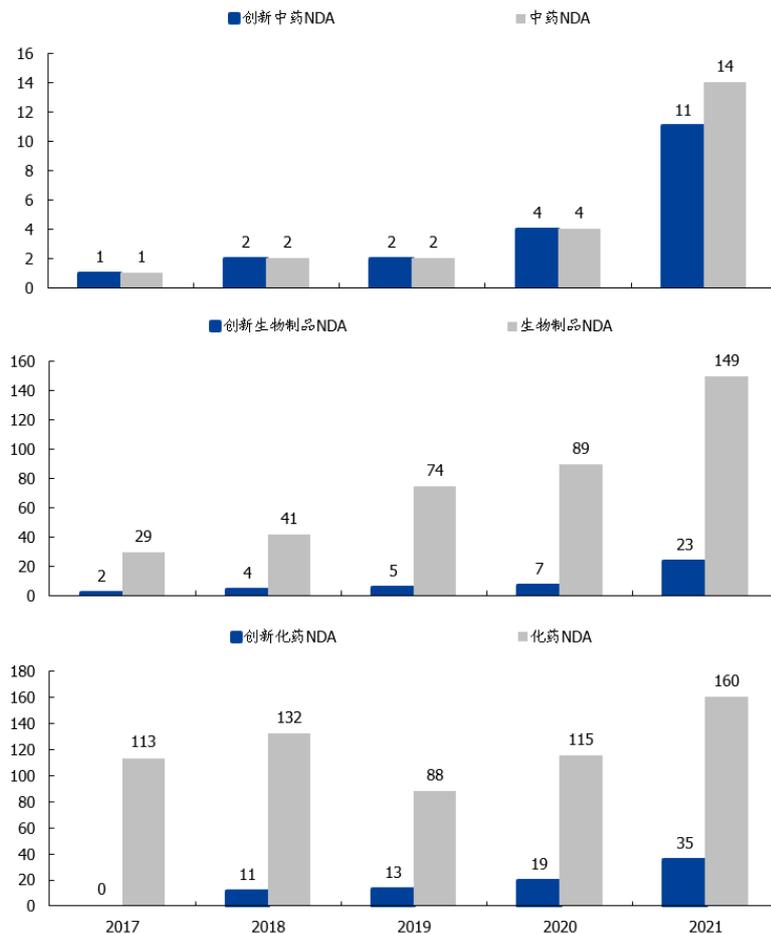
药新药获批上市的加速，一方面是政策端将顺中药新药的分类和审评审批制度，为药品研发和上市提供有利条件；另一方面，企业抓住政策利好契机，加大中药新药研发投入及申报项目数量，积累到一定程度后产生了突破。与一般印象不同，近年来CDE建议批准的中药NDA基本全为创新中药NDA，2017-2021年总比例高达87%，这一数字远超化药与生物制品。我们认为，在某种程度上创新对于中药的意义甚至更为重大。

图表 12: 中药创新药申报临床及上市数量 (2017-2021)



资料来源: CDE, 国盛证券研究所

图表 13: 建议批准 NDA 与建议批准创新药 NDA 情况 (2017-2021)



资料来源: CDE, 国盛证券研究所

2.1.1 小儿荆杏止咳颗粒：外感咳嗽创新中药，销售规模有望超 10 亿

儿童外感咳嗽中成药，小儿荆杏止咳颗粒市场口碑良好。独家中药创新药小儿荆杏止咳颗粒于 2019 年 12 月获批上市，为方盛制药儿科用药的主导产品。该产品 2020 年谈判纳入《2020 版医保目录》，2022 年成功续约纳入《2022 版医保目录》。小儿荆杏处方来自全国知名儿科专家、湖南中医药大学第一附属医院欧正武教授的经验方，用于小儿外感风寒化热轻度急性支气管炎引起的咳嗽，咯痰，痰黄，咽部红肿等症，属于儿童感冒用药和儿童止咳祛痰药。此外，小儿荆杏止咳颗粒还入选了湖南省中药管理局印发的相关疾病中医药防治方案、中国中药协会编制的用于相关疾病防治“两保一稳”中成药名单目录，赢得了良好的市场口碑。

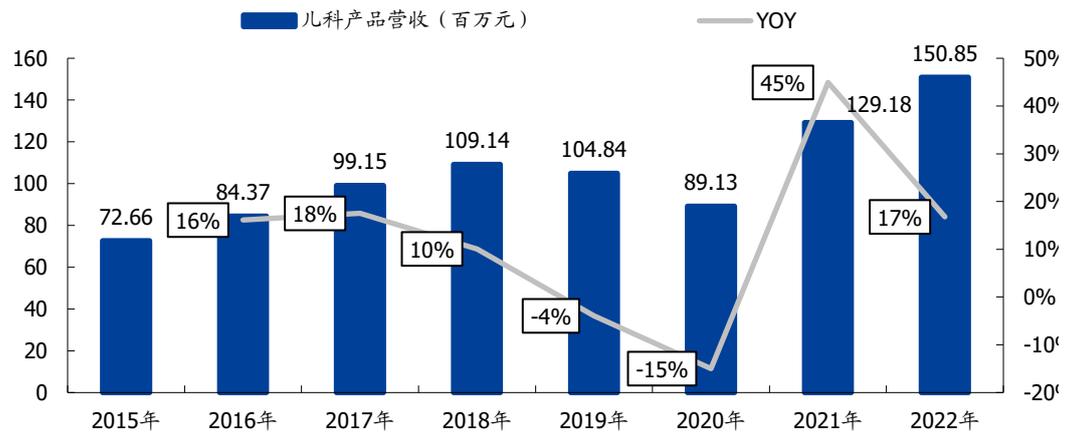
政策扶持鼓励下，儿科用药百亿市场规模正在迅速扩张。据米内网数据，儿童中成药终端市场规模（不包括基层医疗机构及互联网药店）持续保持稳定增长，截止 2021 年终端销售规模为 104 亿，较 2015 年增长 43%。其中儿童感冒用药和儿童止咳祛痰药销售份额由 2015 年的 64.80% 提升至 2021 年的 68.50%，持续占据绝大部分市场份额。儿科用药是指适合 0-14 岁儿童特殊体质及需求设计的一类药品，儿童药品对于药品剂量、安全性、口味等都有特殊的要求。长久以来，由于研发及市场等多重原因，我国儿童用药缺失，儿童使用成人药现象普遍。近年来，国家日益重视儿童用药问题，陆续出台系列鼓励政策：在研发端，药品管理法明确鼓励儿童用药的研制和创新，支持开发符合儿童生理特征的儿童用药新品种、剂型和规格。此外，陆续发布多项药物研发指导原则，进一步规范、指导儿童药物研发中涉及的药学、临床等相关工作；在审评端，将儿童用药纳入优先审评审批，对儿童专用药给予一定的数据保护期等；在生产销售端，全国基药、全国医保目录调整优先考虑儿童用药，招标采购直接挂网，加强医院配备等。2021 年，首次提出基药新增“儿童药品”目录以满足儿童用药需求。

深耕细作学术研究，小儿荆杏有望成长为 10 亿级别品种。2020 年 10 月，小儿荆杏止咳颗粒治疗小儿急支风寒化热证的随机、双盲、平行对照、多中心 3 期临床研究结果发表，结果显示试验组有效率 87.71% 高于对照组的 27.12%，不良反应方面，试验组仅发生 1 例轻度过敏，不良反应发生率为 0.28%。2022 年小儿荆杏获纳入中华医学会专家组起草的《儿童祛痰止咳治疗专家共识》。

米内网数据显示，2021 年儿童止咳祛痰药销售额最高的品种为金振口服液。据康缘药业年报显示，2022 年金振口服液销售规模首次达 10 亿元。而小儿荆杏止咳颗粒自上市后销售额持续提升。2021 年，因进入医保，小儿荆杏止咳颗粒销售额迅速放量，公司儿科产品营收同比增长 45%；据公司公告，2022 年小儿荆杏销售额同比增长超过 300%。

随着学术推广与终端覆盖工作的推进，考虑纳入新版基药目录后将迅速打开基层市场，且儿科市场曾培育出金振口服液这一 10 亿元级别品种，小儿荆杏有望达成公司 338 计划目标——成长为 10 亿级别品种。

图表 14: 方盛制药儿科产品营收 (2015-2022)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

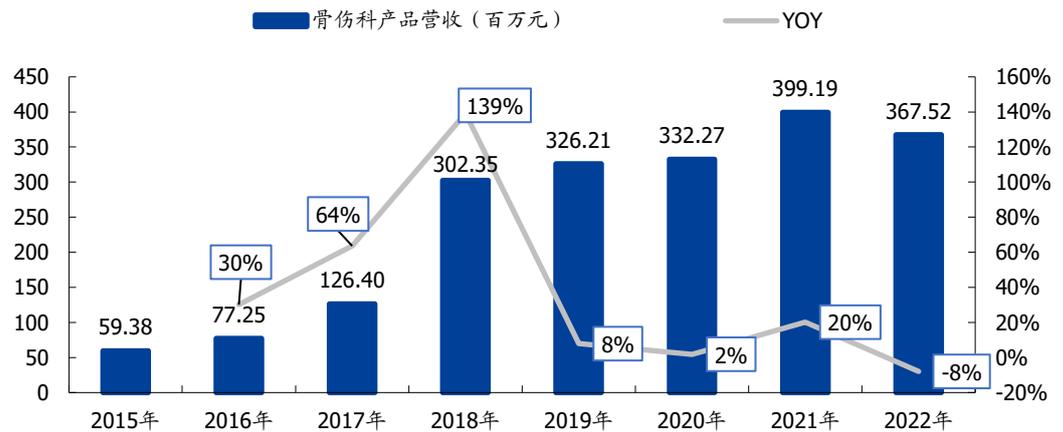
2.1.2 玄七健骨片: 骨关节炎创新中药, 有望成长为 5 亿收入规模产品

骨伤科中成药二百亿市场规模基本维持稳定, 老龄化催生骨关节炎用药群体增加。骨伤科用药是中成药主要应用领域, 根据米内网及前瞻产业研究院数据显示, 2019 年中国公立医疗机构终端中成药大类格局骨骼肌肉系统用药占比 8.58%, 2020 年中成药细分类别份额情况骨骼肌肉系统疾病用药占比为 11%。我国医院终端和零售端骨骼肌肉系统疾病中成药销售额基本保持稳定, 2021 年公立医院终端和实体药店零售端达 230 亿元, 在骨骼肌肉系统疾病用中成药中消肿止痛药和风湿性疾病用药占比达 93%。随着年龄的增长和人口老龄化进程加剧, 膝关节软骨退化、关节疼痛和关节炎等症状的发病率将逐渐上升。骨伤科市场规模较大, 且会由于人口老龄化而持续扩容。

骨关节炎 1.1 类中药创新药, 已纳入 2022 版医保目录期待 2023 年放量。玄七健骨片为公司骨科中成药主导产品, 于 2021 年底获得中药 1.1 类创新药的注册批件。该药主要成分是延胡索、全蝎、三七、菝葜等, 为临床经验方, 已有近 20 年人用经验, 并于 2009 年-2015 年开展了 2 期、3 期多中心、随机、双盲、平行对照临床研究, 适应症为轻中度膝骨关节炎中医辨证属筋脉瘀滞证的症状改善, 症见膝关节局部疼痛, 活动不利, 局部肿胀、压痛、痛有定处、僵硬、活动受限, 舌质暗红或有瘀斑, 苔薄或薄白, 脉滑或弦。

骨伤科是公司第二大板块, 产品较为丰富, 包括藤黄健骨片、玄七健骨片、三花接骨散、元七骨痛酊、跌打活血胶囊等。玄七健骨获批次年便经谈判纳入《2022 版医保目录》, 2023 年有望凭借医保迅速放量, 为公司骨伤科产品板块注入新动能、提升公司在骨伤科用药市场的竞争力, 反过来看, 公司在骨伤科的中成药已占据了一定的市场份额, 具有市场开拓基础, 未来该产品营收有望达成公司 338 计划目标——增长至 5 亿规模。

图表 15: 方盛制药骨伤科产品营收 (2015-2022)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.1.3 诺丽通颗粒: 头痛缓解创新中药, 销售规模有望达 10 亿元

头痛用药龙头产品销售规模约为 10 亿元。目前市场上治疗头痛用药主要有布洛芬片、正天丸、养血清脑颗粒、镇脑宁胶囊等。根据米内网数据统计, 2020 年度布洛芬片内服剂型在我国城市、县级及乡镇三大终端公立医院的销售额约为 9 亿元人民币, 主要生产厂商包括上海强生制药有限公司、中美天津史克制药有限公司、珠海润都制药股份有限公司等。根据 IQVIA 数据统计, 2021 年度布洛芬片在美国市场的总销售额约为 8,800 万美元。据米内网统计, 2021 年中国三大终端 6 大市场养血清脑颗粒合计销售额超过 12 亿元, 且增速较快, 为 13.24%。

紧张型头痛创新中药诺丽通颗粒上市在即。诺丽通颗粒是一种 1.1 类中药创新药。它基于中国近代著名中医大家张锡纯先生的代表性方剂“升陷汤”的加减配方而成, 能够直接升提气血至头部, 改善脑供血不足情况, 迅速缓解头痛、头晕症状。多年来, 该颗粒已被广泛应用于临床治疗反复发作性紧张型头痛(现称“频繁阵发性紧张型头痛”), 并取得了显著的疗效。公司于 2013 年 3 月获得了北京圣博威康医药科技开发有限公司转让的诺丽通颗粒临床试验批件。2014 年 5 月, 天津中医药大学第二附属医院启动了该项目的 II 期临床试验并接受了病例入组。随后, 在 10 家国家药物临床试验机构陆续展开了临床试验工作。到 2018 年 5 月, 天津中医药大学第二附属医院启动了该药 III 期临床试验, 最后一个受试者于 2021 年 3 月结束随访。2022 年 6 月 13 日, III 期临床试验总结报告完成, 现已递交注册申请。

诺丽通为源自中医大家代表性方剂的创新中药, 可迅速缓解头痛, 疗效显著, 具有扎实的 3 期临床研究数据。对标头痛用药龙头产品, 我们认为诺丽通有望达成公司 338 计划目标——成长为 10 亿级别品种。

图表 16: 诺丽通颗粒 III 期临床研究结果的主要数据及结论

指标	主要数据
主要疗效指标	
头痛发作天数	FAS 用药结束后, 每 4 周头痛发作天数较基线变化值、实测值组间比较差异有统计学意义 ($P < 0.05$), 试验组能明显减少头痛发作天数, 且优于对照组。
次要疗效指标	
① 每 4 周头痛发作次数	FAS 集用药结束后, 每 4 周头痛发作次数两组间比较差异具有统计学意义 ($P < 0.001$), 试验组能明显减少头痛发作次数, 且优于对照组。
② 每 4 周头痛发作持续时间	FAS 集头痛平均持续时间实测值、变化值历时性分析, 试验组能明显减少头痛发作持续时间, 且优于对照组。
③ 每四周头痛发作最痛一次头痛强度	FAS 集每 4 周头痛发作最痛一次头痛强度实测值、变化值历时性分析, 试验组能明显缓解最痛一次头痛强度, 且优于对照组。
④ 使用止痛药 (基础药物布洛芬片) 情况	FAS 集每 4 周使用止痛药情况分析, 试验组在治疗后第 4 周、8 周、12 周、16 周 (随访期) 使用止痛药的比例呈下降趋势, 服用诺丽通颗粒可以明显减少止痛药使用的趋势。
⑤ 头痛有效率	FAS 集头痛有效率历时性分析, 治疗后第 4 周、8 周、12 周、16 周 (随访期) 两组间比较差异均具有统计学意义 ($P < 0.001$)。用药结束后, 试验组头痛有效率明显优于对照组。 FAS 集中证候积分实测值、变化值历时性分析, 治疗后第 4 周、8 周、12 周、16 周 (随访期) 两组间比较差异均具有统计学意义 ($P < 0.001$), 试验组各时点中医证候积分下降情况比对照组更为明显, 用药结束后, 试验组改善情况明显优于对照组;
⑥ 中医证候积分变化	FAS 集治疗后第 12 周中医证候单项指标消失率分析: 头痛、头脑昏沉、记忆力减退、心悸、食少纳呆、自汗、气短、神疲乏力、面色苍白消失率两组间比较差异均具有统计学意义 ($P < 0.001$), 在改善中医证候单项指标上, 试验组优于对照组; FAS 集中证候有效率历时性分析: 治疗后第 4 周、8 周、12 周、16 周 (随访期) 两组间比较差异均具有统计学意义 ($P < 0.05$), 试验组中医证候有效率优于对照组。
⑦ HIT-6 量表的改善情况疗效	FAS 集 HIT-6 量表总分实测值、变化值历时性分析, 治疗后第 4 周、8 周、12 周、16 周 (随访期) 两组间比较差异均具有统计学意义 ($P < 0.001$)。试验组各时点 HIT-6 量表总分下降情况比对照组更为明显, 治疗结束后, 试验组改善情况优于对照组。
主要结论	
诺丽通颗粒具有减少头痛发作天数、减少头痛发作次数及时间、降低头痛强度、减少止痛药使用的趋势, 改善头痛、头脑昏沉、记忆力减退、心悸、食少纳呆、自汗、气短、神疲乏力、面色苍白等单项中医症状, 改善头痛对日常工作、生活的影响程度, 是治疗频繁阵发性紧张型头痛所致头痛隐隐, 反复发作, 遇劳加重, 头晕, 头脑昏沉, 记忆力减退, 神疲, 乏力, 短气, 心悸等症的有效方剂, 且安全性良好, 试验组不良反应发生率与对照组比较无统计学差异 ($P > 0.05$)。	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.2 “338” 产品矩阵预测 5-10 年中长期三倍营收增长

“338” 产品矩阵覆盖方盛优势领域, 描绘营收 3 倍增长蓝图。经过对政策影响和行业变化趋势的研判, 公司于 2021 年下半年提出了打造 “338” 产品矩阵的目标。该计划旨在 5-10 年内打造 3 个 10 亿元大产品、3 个 5 亿元大产品和 8 个超亿元产品, 产品涵盖骨伤科、呼吸科、儿科、妇科与心脑血管等公司优势领域。公司已逐步建立起从产品开发、上市以及上市后市场营销的系统方法, 将以更快的速度打造优势大品种。根据公司战略规划, “338” 目标达成后, 仅大品种的销售额便可达 53 亿元, 相比于 2022 年的收入 17.92 亿元, 收入增长了近 3 倍。公司还将借助基药、医保及集采政策, 加快产品放量速度。

图表 17: 方盛制药“338”产品矩阵

分类	领域	药品	分类	适应症或功能主治	纳入国家基药目录	纳入国家保目录
10 亿元大产品	儿科	小儿荆杏止咳颗粒	中药 6.1 类	小儿外感风寒化热轻度急性支气管炎引起的咳嗽, 咯痰, 痰黄、咽部红肿等症。	否	是
	骨科	藤黄健骨片	中药 8 类	补肾, 活血, 止痛。用于肥大性脊椎炎, 颈椎病, 跟骨刺, 增生性关节炎, 大骨节病。	否	是
	呼吸科	强力枇杷膏(蜜炼)	中药	养阴敛肺, 止咳祛痰, 用于支气管炎咳嗽。	是	是(甲类)
5 亿元大产品	妇科	金英胶囊	中药 6 类	清热解毒, 祛湿止带, 用于慢性盆腔炎等。	否	否
	骨科	玄七健骨片	中药 1.1 类	用于轻中度膝关节炎中医辨证属筋脉瘀滞证的症状改善, 症见膝关节局部疼痛, 活动不利, 局部肿胀、压痛、痛有定处、僵硬、活动受限, 舌质暗红或有瘀斑, 苔薄或薄白, 脉滑或弦。	否	是
	心脑血管	血塞通片	中药 9 类	活血祛瘀, 通脉活络, 抑制血小板聚集和增加脑血流量。	否	是
超亿元产品	骨科	跌打活血胶囊	中药	舒筋活血, 散瘀止痛。	否	是
	骨科	龙血竭散	中药	活血散瘀, 定痛止血, 敛疮生肌。用于跌打损伤, 瘀血作痛。	否	是
	妇科	舒尔经胶囊	中药	疏肝活血, 调经止痛。用于痛经、月经失调属气滞血瘀证者。	否	是
	儿科	赖氨酸维 B12 颗粒	化药 6 类	能加速儿童生长发育、增进食欲。	否	否
	心脑血管	依折麦布片	化药 4 类	用于治疗原发性高胆固醇血症、纯合子家族性高胆固醇血症、纯合子谷甾醇血症(或植物甾醇血症)。	否	是
	呼吸科	强力枇杷露	中药	养阴敛肺、止咳祛痰, 用于支气管炎咳嗽。	是	是(甲类)
	呼吸科	蒲地蓝消炎片	中药	清热解毒, 抗炎消肿。用于疖肿、咽炎、扁桃腺炎。	否	否
	补益类	参芪鹿茸口服液	中药	脾肾两虚所致体乏形瘦, 腰腿疼痛, 头晕目眩, 食欲不振。	否	否

资料来源: 公司公告, 公司年报, 药智数据, 国盛证券研究所

3 基药目录调整在即，儿科+中成药值得重点关注

3.1 基药目录调整有望年内落地，儿科、中成药值得重点关注

2021年11月15日，国家卫健委为进一步巩固国家基本药物制度，建立健全国家基本药物目录遴选调整机制，国家卫生健康委药政司组织研究修订《国家基本药物目录管理办法》（2015年发布，下称“旧管理办法”）、形成《国家基本药物目录管理办法（修订草案）》（下称“新管理办法”），并面向社会公开征求意见。

新管理办法在许多方面进行了进一步的细化和规定，梳理对比新旧管理办法，我们认为基药目录管理办法主要有以下变化：

- 1) **儿科、中成药在基药中的重视程度得到明显提升。**新管理办法中明确将儿童药品目录增加到国家基本药物目录中，并按儿童专用适用药分类。新管理办法在国家基本药物专家库中特意提出要含有中药学专家。
- 2) **重视临床循证，重视临床需求。**新管理办法11次提及“临床”二字，强调目录的形成要根据疾病防治和临床需求，在旧管理办法“循证医学+药物经济学”的技术评价维度的基础上加入了“药品临床使用监测”，极度重视临床经验积累。此外，新管理办法还鼓励医疗机构以目录内药物为重点进行临床综合评价。
- 3) **使用范围有望扩大，调整频率可能加大，基药目录在国民医药卫生事业中的地位有望得到进一步提升。**一方面，旧管理办法中“政府举办的基层医疗卫生机构全部配备和使用基本药物，其他各类医疗机构也都必须按规定使用基本药物”被改为“优先使用”，基药的使用范围有可能会进一步扩大。另一方面，目录调整频率也由原来的3年一次，变为间隔不超过3年。

图表 18: 《国家基本药物目录管理办法(修订草案)》与《国家基本药物目录管理办法》对比

	新管理办法	旧管理办法
基本药物的定义	基本药物是指满足疾病防治基本用药需求,适应现阶段基本国情和保障能力,剂型适宜,价格合理,能够保障供应,可公平获得的药品。	基本药物是适应基本医疗卫生需求,剂型适宜,价格合理,能够保障供应,公众可公平获得的药品。政府举办的基层医疗卫生机构全部配备和使用基本药物,其他各类医疗机构也都必须按规定使用基本药物。
遴选原则	满足疾病防治基本用药需求,剂型适宜,价格合理,能够保障供应,可公平获得的药品。基本药物遴选按照“ 突出基本、防治必需、保障供应、优先使用、保证质量、降低负担 ”的功能定位,坚持中西药并重、临床首选的原则,参照国际经验合理确定。	国家基本药物遴选应当按照防治必需、安全有效、价格合理、使用方便、中西药并重、基本保障、临床首选和基层能够配备的原则,结合我国用药特点,参照国际经验,合理确定品种(剂型)和数量。
责任实体及组成	国家基本药物工作委员会 。组成:国家卫生健康委、国家发展改革委、科技部、工业和信息化部、财政部、商务部、市场监管总局、国家医保局、国家中医药局、国家药监局、国家疾控局和中央军委后勤保障部卫生局等。	国家基本药物工作委员会 。组成:国家卫生计生委、国家发展改革委、工业和信息化部、财政部、人力资源社会保障部、商务部、国家食品药品监管总局、国家中医药局、总后勤部卫生部。
目录构成	国家基本药物包括化学药品和生物制品目录、中药目录和 儿童药品目录 等。化学药品和生物制品主要依据临床药理学分类,中成药主要依据功能分类,儿童药品主要依据儿童专用适用药分类。	国家基本药物目录中的药品包括化学药品、生物制品、中成药和中药饮片。
药品入选要求	应当是经国家药品监管部门批准,并取得药品注册证书或批准文号的药品,以及按国家标准炮制的中药饮片。除急救(抢救)用药外,独家生产品种纳入国家基本药物目录应当经过单独论证。中成药采用药品通用名称。	应当是《中华人民共和国药典》收载的,国家食品药品监管部门、原卫生部公布药品标准的品种。除急救、抢救用药外,独家生产品种纳入国家基本药物目录应当经过单独论证。中成药采用药品通用名称。
排除药品范围	(一)含有国家濒危野生动植物药材的; (二)主要用于滋补保健作用,易滥用的,以及 纳入国家重点监控合理用药目录 的; (三)因严重不良反应,国家药品监管部门明确规定暂停生产、销售或使用的; (四)违背国家法律、法规,或不符合伦理要求的; (五)国家基本药物工作委员会规定的其他情况。	(一)含有国家濒危野生动植物药材的; (二)主要用于滋补保健作用,易滥用的; (三) 非临床治疗首选 的; (四)因严重不良反应,国家食品药品监管部门明确规定暂停生产、销售或使用的; (五)违背国家法律、法规,或不符合伦理要求的; (六)国家基本药物工作委员会规定的其他情况。
目录制定程序	(一)从国家基本药物专家库(特意指出“含中药学专家”)中,分别随机抽取专家成立目录咨询专家组和目录评审专家组; (二)咨询专家组 根据疾病防治和临床需求 ,经循证医学、 药品临床使用监测 、药物经济学等对药品进行技术评价,提出遴选意见,形成备选目录; (三)评审专家组对备选目录进行技术论证和综合评议,形成目录初稿; (四)目录初稿送 国家基本药物工作委员会各成员单位 征求意见,修改完善形成目录送审稿; (五)送审稿经国家基本药物工作委员会审核后,按程序报批,由国家卫生健康委对外发布并组织实施。	(一)从国家基本药物专家库中,随机抽取专家成立目录咨询专家组和目录评审专家组,咨询专家不参加目录评审工作,评审专家不参加目录制订的咨询工作; (二)咨询专家组 根据循证医学、药物经济学 对纳入遴选范围的药品进行技术评价,提出遴选意见,形成备选目录; (三)评审专家组对备选目录进行审核投票,形成目录初稿; (四)将目录初稿征求有关部门意见,修改完善后形成送审稿; (五)送审稿经国家基本药物工作委员会审核后,授权国家卫生和计划生育委员会发布。
目录调整周期	调整周期原则上 不超过3年 。必要时,经国家基本药物工作委员会审核同意,可适时组织调整。调整的品种和数量应当根据以下因素确定: (一)我国基本医疗卫生服务需求和基本医疗保障水平变化; (二)我国疾病谱变化; (三)药品不良反应监测评价; (四) 药品使用监测和临床综合评价 ; (五)已上市药品循证医学、药物经济学评价; (六)国家基本药物工作委员会规定的其他情况。	原则上3年调整一次。必要时,经国家基本药物工作委员会审核同意,可适时组织调整。调整的品种和数量应当根据以下因素确定: (一)我国基本医疗卫生服务需求和基本医疗保障水平变化; (二)我国疾病谱变化; (三)药品不良反应监测评价; (四)国家基本药物应用情况监测和评估; (五)已上市药品循证医学、药物经济学评价; (六)国家基本药物工作委员会规定的其他情况。
目录内品种需被调出情形	(一)发生严重不良反应,或 临床诊疗指南、疾病防控规范发生变化 ,经评估不宜再作为国家基本药物使用的; (二)根据 药品临床综合评价 或药物经济学评价,可被风险效益比或成本效益比更优的品种所替代的; (三)国家基本药物工作委员会认为应当调出的其他情形。	(一)药品标准被取消的; (二)国家食品药品监管部门撤销其药品批准证明文件的; (三)发生严重不良反应,经评估不宜再作为国家基本药物使用的; (四)根据药物经济学评价,可被风险效益比或成本效益比更优的品种所替代的; (五)国家基本药物工作委员会认为应当调出的其他情形。
目录内产品再研究	国家卫生健康委 负责建立完善以基本药物为重点的药品使用监测和临床综合评价体系,制定监测评价管理规范和技术指南,组织开展相关药品临床使用证据、药物政策信息收集和综合分析,为动态优化基本药物目录和完善基本药物配备使用管理政策提供循证依据和技术支撑。 鼓励医疗卫生机构组织开展以国家基本药物为重点的药品临床综合评价 ,加强评价结果分析应用。	国家基本药物目录遴选调整应当坚持科学、公正、公开、透明。建立健全循证医学、药物经济学评价标准和工作机制,科学合理地制定目录。广泛听取社会各界的意见和建议,接受社会监督。

资料来源:国家卫健委,国盛证券研究所

3.2 小儿荆杏止咳颗粒：儿科用药愈发受到重视，基药目录儿童止咳剂稀缺

儿科用药愈发受到重视，儿童中成药尤其受到青睐。儿童用药是指为适合儿童特殊体质及需求设计的药品。由于研发及市场方面的原因，过去我国儿童用药市场发展缓慢，导致儿童使用成人药现象普遍。随着我国家庭消费能力的提升及对儿童健康的重视，加上环境污染等社会问题造成儿童发病率上升，儿科用药市场需求不断增长。如前所述，近年来，我国陆续出台系列鼓励政策，包括支持开发符合儿童生理特征儿童用药新品种、剂型和规格，将儿童用药纳入优先审评审批，以及优先考虑儿童用药的基药目录和医保目录调整等措施。响应国家号召，儿童用药成为企业研发和生产的重点。据米内网数据，2020年我国儿童用药市场规模接近700亿元。相对于西药，中成药以其药性温和、服用方便、价格便宜、副作用较低以及“治养”相结合的特点也将越来越受到家长的青睐。

基药目录儿童止咳剂数量较少，小儿荆杏止咳颗粒有望进入新基药目录实现迅速放量。儿科中成药类别包括儿科止咳祛痰用药、儿科感冒用药、儿科厌食症用药和其他类别。据米内网数据，儿童中成药终端市场规模仍在不断增长，其中儿童感冒用药和儿童止咳祛痰药占据绝大部分市场份额。然而，2018版基药目录仅收录了极少数的儿童用止咳剂，仅有小儿肺热咳喘颗粒、金振口服液、小儿消积止咳口服液、小儿肺咳颗粒等4款。小儿荆杏止咳颗粒是一种适合儿童的中成药，其药性温和、副作用少，广受家长和医生的青睐，且已被纳入《儿童祛痰止咳治疗专家共识》。而《新管理办法》明显更加重视儿童用药地位，因此，本次在基药目录调整中，小儿荆杏止咳颗粒有望进入基药目录。据康缘药业年报，2021年金振口服液销售规模已达10亿元。进入基药目录对药品销售的助推作用不言而喻。

3.3 金英胶囊：妇科炎症临床需求大，“中药抗生素”疗效佳

我国妇女人口基数大，妇科炎症用药市场需求潜力巨大。妇科用药市场是一个重要的医药市场，我国妇女占世界妇女人口近五分之一，随着生活方式的变化，近年来妇科疾病已成为威胁女性健康的大敌。根据国家统计局数据，2021年城市女性泌尿生殖系统疾病粗死亡率达到5.56/10万，农村女性泌尿生殖系统疾病粗死亡率为6.32/10万。WHO数据显示我国妇科疾病患病率为40%，近年来，随着大众健康意识的提升，妇科用药的需求呈现加速增长趋势，米内网数据显示，妇科用药销售终端市场规模接近150亿元，其中妇科炎症用药占据绝对市场份额，2022年上半年，妇科炎症用药市场份额超过40%，持续领跑市场。由于我国女性人口基数较大、妇科疾病患病率居高不下，以及大众健康意识不断提升等诸多因素，国内妇科疾病用药市场规模将继续保持高速增长。

妇科“中药抗生素”，金英胶囊优势显著。金英胶囊是一种用于治疗妇科慢性盆腔炎的中成药产品，为全国独家中药六类新药，系方盛自主研发，为全国独家产品。金英胶囊。金英胶囊被国家科技部等四部委联合认定为“国家重点新产品”，并且“金英胶囊创制的关键技术及产业化”获得湖南省科学技术进步三等奖。2021年10月，国家卫健委印发《母婴安全行动提升计划（2021-2025年）》，提出推广中医药服务，妇产科、儿科积极应用中医药适宜技术，充分发挥中医药在妇女儿童预防保健和疾病诊疗中的独特作用，我国盆腔炎用药市场需求较大，金英胶囊疗效确认，在产品质量、产品定价（据药智数据，中标价为0.5g: 1.8元/粒）等方面具有独特竞争优势，具有进入基药目录的潜力。

3.4 藤黄健骨片：循证医学证据扎实，符合基药遴选规则

骨骼肌肉系统疾病对应的医药市场容量大，且将会持续扩容。据米内网数据，我国医院终端和零售端骨骼肌肉系统疾病中成药2021年销售额回升明显，公立医院终端和实体药店零售端已经达到230亿元，在骨骼肌肉系统疾病用中成药中消肿止痛药和风湿性疾病用药占比达93%，格局保持稳定。

骨性关节炎中成药，藤黄健骨片疗效优势明显。藤黄健骨片为全国独家剂型国家医保目录品种，产品的疗效优势明显。藤黄健骨片获得多指南共识推荐，《膝骨关节炎中医诊疗指南(2020年版)》推荐康复期膝骨关节炎患者使用藤黄健骨片，《藤黄健骨片治疗膝骨关节炎临床应用专家共识》明确藤黄健骨片可用于治疗发作期、缓解期、康复期膝骨关节炎。“特色中药藤黄健骨片的现代研究及其产业化”荣获湖南省科学技术进步二等奖。

国医大师经验方，藤黄健骨片循证医学证据扎实。藤黄健骨片处方源于国医大师刘柏龄的“骨质增生丸”经验方，具有补肾，活血，止痛的功效，全方由7味药组成：方中重用熟地黄为君，滋阴补血，益精填髓；臣药用肉苁蓉、淫羊藿、骨碎补和鹿衔草，分别取其补肾阳、益精血、入肾生髓、祛风除湿、强筋止痛之功效；佐以鸡血藤，补血、活血、通经络、强筋骨；使药为莱菔子，消食、理气，以防补而滋腻之弊。药理研究表明，藤黄健骨片具有显著的镇痛、抗炎、消肿、改善血液流变学等作用。临床上，藤黄健骨片可用于骨性关节炎、腰椎间盘突出症、颈椎病、骨质增生症、骨质疏松症等。上市多年，藤黄健骨片循证医学证据扎实。藤黄健骨共有片剂、丸剂和胶囊剂等三种剂型，其中藤黄健骨片疗效确切，价格合理（据药智数据，中标价为0.5g: 0.98元/片），且作为片剂使用较为方便，因此，藤黄健骨片不仅符合基药遴选要求，而且受到专家广泛认可，有望被纳入新基药目录，值得关注。

图表 19: 藤黄健骨片临床研究 (部分)

适应症	研究标题	发表时间
膝骨关节炎	真实世界藤黄健骨片治疗膝骨关节炎缓解期人群用药特征及临床疗效分析	2022/10/24
膝骨关节炎	基于真实世界研究探讨中、西医院使用藤黄健骨片治疗膝骨关节炎临床特征差异	2022/11/28
膝骨关节炎	藤黄健骨片联合常规西药对老年膝关节炎(肝肾不足、筋脉瘀滞证)的作用	2022/3/25
膝骨关节炎	藤黄健骨片对膝骨关节炎患者滑液 Leptin、RBP4 表达及 VAS 评分的影响	2022/1/25
膝骨关节炎	藤黄健骨片治疗膝骨性关节炎肾虚血瘀型临床观察	2021/6/20
膝骨关节炎	潮式关节腔冲洗、玻璃酸钠关节内注射联合藤黄健骨片治疗积液型膝关节炎疗效观察	2018/9/1
膝骨关节炎	藤黄健骨片治疗肾虚血瘀型膝骨关节炎临床疗效观察	2019/2/20
膝骨关节炎	藤黄健骨片治疗膝关节炎肾虚血瘀证的多中心临床观察	2012/7/15
膝骨关节炎	盐酸氨基葡萄糖联合藤黄健骨片治疗膝骨关节炎的临床疗效评价	2016/7/14
膝骨关节炎	藤黄健骨片联合元七骨痛酊治疗膝骨关节炎的临床观察	2015/7/20
膝骨关节炎	藤黄健骨片、玻璃酸钠联用与单用玻璃酸钠治疗骨性关节炎疗效比较	2010/6/18
膝骨关节炎	藤黄健骨片联合玻璃酸钠注射液治疗膝骨关节炎的效果	2016/6/25
膝骨关节炎	真实世界藤黄健骨片联合非甾体抗炎药治疗膝骨关节炎临床研究	2023/2/22
膝骨关节炎	膝关节腔内注射复方骨肽针联合藤黄健骨片口服治疗膝骨性关节炎 38 例	2015/1/30
腰椎小关节紊乱	藤黄健骨片联合多态斜扳法治疗腰椎小关节紊乱的临床观察	2017/8/30
腰椎间盘突出	藤黄健骨片治疗肾虚血瘀型腰椎间盘突出症临床疗效观察	2020/8/20
腰椎间盘突出	腰椎间盘突出症患者应用金乌骨通胶囊、藤黄健骨片联合针刺治疗的效果分析	2022/1/10
腰椎间盘突出	藤黄健骨片治疗腰椎间盘突出症的临床疗效观察	2016/4/29
腰椎骨质增生	藤黄健骨片联合骨肽注射液治疗腰椎骨质增生症的临床疗效	2020/10/25
腰痛	藤黄健骨片联合金乌骨通胶囊治疗椎间盘源性腰痛的疗效观察	2017/4/28
腰痛	藤黄健骨片结合塞来昔布治疗椎间盘源性腰痛的临床研究	2019/8/15
腰痛	经皮射频热凝消融术联合藤黄健骨片治疗老年椎间盘源性腰痛疗效观察	2015/12/1
腰痛	藤黄健骨片联合消肿止痛药治疗椎间盘源性腰痛(肾虚血瘀型)61 例	2016/8/28
颈椎间盘突出	针灸与藤黄健骨片治疗颈椎间盘突出的临床效果	2021/12/20
颈椎病	藤黄健骨片对颈椎病颅内血流速度的影响	2020/7/15
颈椎病	藤黄健骨片治疗神经根型颈椎病 64 例临床观察	2017/1/28
颈椎病	藤黄健骨片治疗椎动脉型颈椎病临床疗效观察	2010/8/25
骨质增生	藤黄健骨片治疗腰椎骨质增生症 82 例临床疗效观察	2017/8/1
骨质疏松症	西医常规联合藤黄健骨片治疗原发性骨质疏松症(肾虚血瘀型)40 例临床观察	2015/4/30
骨质疏松症	藤黄健骨片在老年骨质疏松性椎体压缩性骨折术后的应用研究	2018/8/30
骨质疏松症	藤黄健骨片结合 PVP 术治疗老年骨质疏松性压缩性骨折	2017/9/26
骨质疏松症	藤黄健骨片治疗原发性骨质疏松症的临床疗效观察	2017/12/20
骨折	徒手闭合复位夹板外固定联合藤黄健骨片治疗克雷氏骨折临床研究	2017/11/28

资料来源: 知网, 国盛证券研究所

4 盈利预测

核心假设

1、收入预测

心脑血管产品：随着老龄化与城镇化推进，心脑血管患者群体将持续增加，心脑血管用药市场也将呈稳定增长态势。该用药领域为中成药优势领域，因为中成药更擅长治疗慢性疾病，且毒副作用低，适宜长期服用。米内网数据显示，心脑血管中成药为中国城市实体药店终端第三大治疗品类。方盛制药心脑血管优势品类较多，包括有血塞通分散片、血塞通片、银杏叶分散片、益脉康片、益脉康分散片等。2022年由于新产品依折麦布片的销售放量，该板块增速较快，后续我们认为该板块整体将维持稳健增长态势。

骨伤产品：据米内网数据，2021年公立医院终端和实体药店零售端销售规模为230亿元，细分类别中消肿止痛药和风湿类疾病用药占比93%。骨伤产品始终是公司收入的主要贡献板块，主导产品有有藤黄健骨片、玄七健骨片、三花接骨散、元七骨痛酊、跌打活血胶囊等。其中藤黄健骨片为全国独家剂型医保乙类品种，治疗优势显著，已被纳入许多指南、共识，我们认为该品种有望入选新医保目录，进而在2024年开始实现放量。玄七健骨片为1.1类中药创新药，临床数据扎实，获批次年即被纳入医保目录，随着学术推广力度加大亦有望实现销售收入放量。三花接骨散作为经验方入选了《临床路径治疗药物释义（骨科分册）》，有利于提升公司在骨伤产品用药市场的竞争力。除此之外，龙血竭散已被纳入全国医保目录。综上，虽然2022年该板块由于湖北省集采而有所下调，但我们认为由于中药创新药玄七健骨片学术推广的深入，以及藤黄健骨片纳入基药目录，2024年开始该板块收入将开始快速增长。

儿科产品：儿科用药近年来备受政策支持鼓励，而我国儿科用药市场以中成药为主导，儿科中成药占比可达64%，进一步地，在儿科中成药细分类别中，儿童感冒用药和止咳祛痰用药占据着绝对的市场份额。方盛拥有小儿荆杏止咳颗粒这一极具竞争优势的儿科产品，2022年该品种收入同比增长超300%。小儿荆杏为中药创新药，且为儿科重磅品种，如前分析，我们认为该品种有望纳入新基药目录，随着学术推广深入与基药对基层终端的覆盖，2024年该品种有望拉动儿科板块迅速增长。

呼吸系统产品：公司呼吸系统产品主要为子公司滕王阁药业生产的强力枇杷膏和强力枇杷露，均为医保甲类品种、国家基药。其中，强力枇杷膏为全国独家剂型，并被《中国药典》收载，具有独家蜜炼专利工艺，疗效获得广泛认可，并被《咳嗽中医诊疗专家共识意见》列为推荐用药。我们认为，随着学术推广与终端覆盖的推进，该板块收入仍将较快增速。

妇科产品：米内网数据显示，妇科用药销售终端市场规模约150亿元，随着经济发展与民众生活水平的提升，妇科用药市场也将持续扩增，细分类别中，妇科炎症用药和妇科调经药是其中两大主要类别。公司金英胶囊专用于治疗妇科慢性盆腔炎，疗效确定，产品定价亦有优势，该品种亦有望被纳入新基药目录，为公司妇科产品收入带来较大增量。除此之外，公司还拥有黄藤素分散片、舒尔经胶囊、益母草颗粒等妇科疾病用药。

抗感染产品：近年来由于集采和宏观环境变化带来的民众生活方式的改变使得抗感染用药市场有所萎缩，且头孢市场竞争较为激烈。公司抗感染主导产品头孢克肟片为三代头孢产品，疗效较好，安全性高，已通过仿制药一致性评价。因此，该板块收入整体可以维持稳定。

其他：由于医疗服务业务剥离影响而有所下降。

2、毛利率预测：

由于中成药集采的持续推进，未来三年毛利率会略有下滑，而随着销量增长，规模效应将导致毛利率上升，综合之下，整体毛利率有望维持稳定水平。未来三年毛利率预计为66%、66%、67%。

图表 20：方盛制药营收预测

(百万元)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	1,278.76	1,566.98	1,791.99	1,810.53	2,253.70	2,804.00
YOY	16.9%	22.5%	14.4%	1.0%	24.5%	24.4%
毛利率	64%	64%	67%	66%	66%	67%
心脑血管	199.46	297.66	448.95	489.36	597.01	716.42
YOY	0.8%	49.2%	50.8%	9.0%	22.0%	20.0%
毛利率	66%	76%	83%	78%	74%	72%
骨伤科	332.27	399.19	367.52	378.55	535.64	760.61
YOY	1.9%	20.1%	-7.9%	3.0%	41.5%	42.0%
毛利率	89%	88%	86%	85%	83%	82%
儿科	89.13	129.18	150.85	173.48	251.54	342.10
YOY	-15.0%	44.9%	16.8%	15.0%	45.0%	36.0%
毛利率	57%	63%	64%	64%	62%	62%
呼吸系统用药			140.36	171.24	227.75	284.69
YOY				22.0%	33.0%	25.0%
毛利率	0%	0%	72%	71%	71%	71%
妇科	122.93	131.91	108.93	115.47	140.87	176.09
YOY	-17.1%	7.3%	-17.4%	6.0%	22.0%	25.0%
毛利率	79%	79%	80%	79%	77%	76%
抗感染	103.05	119.95	96.28	99.17	106.11	113.54
YOY	-24.4%	16.4%	-19.7%	3.0%	7.0%	7.0%
毛利率	59%	57%	38%	37%	36%	36%
其他	431.92	489.09	479.10	383.28	394.78	410.57
YOY	-	13.2%	-2.0%	-20.0%	3.0%	4.0%
毛利率	42%	36%	42%	36%	36%	36%

资料来源：公司年报，Wind，国盛证券研究所

3、可比公司估值分析

选择中药创新药公司康缘药业、健民集团、以岭药业、达仁堂、珍宝岛作为可比公司。从可比公司估值的角度，2023-2025 可比公司平均 PE 倍数为 28X，23X，18X，方盛制药的 PE 略高于可比公司平均水平，但是方盛制药的净利润复合增速较快，2022-2025CAGR 为 40%，而可比公司平均 CAGR 为 29%，因而从 PEG 的角度看方盛制药的估值增速性价比较高。用 2022-2025 年归母净利润复合增速计算，可比公司平均 PEG 为 1.13，方盛制药 PEG 0.82，低于可比公司平均值。（备注：由于 2022 年确认了佰骏医疗股权转让的投资收益，所以归母净利润较高，考虑估值合理性，因而该年使用扣非归母净利润 1.07 亿元），我们看好方盛制药 PEG 修复到 1X，2023 年 1.76 亿利润，给予 40X PE，第一目标市值 70 亿。

4、盈利预测与投资评级

方盛制药近年来积极推动战略转型，聚焦中药创新药主业，大刀阔斧地剥离协同性较弱的业务，转型成效显著。2019 年以来，公司获批小儿荆杏止咳颗粒与玄七健骨片两款中药创新药，并有多款中药创新药在研，未来公司有望在国家政策支持下，凭借中药创新药实现销售收入不断增长，创造更加亮眼的业绩。此外，新基药目录落地在即，我们认为公司小儿荆杏止咳颗粒、金英胶囊、藤黄健骨片均符合基药遴选标准，有望成功入选

迅速打开基层市场，实现销售收入快速放量。我们预计 2023-2025 年公司营收分别为 18.73/23.24/28.85 亿元，归母净利润分别为 1.76/2.43/2.94 亿元，对应 PE 分别为 33/24/20X，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 21: 方盛制药可比公司估值分析

公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				2022-2025年 CAGR-归母净利润	2023PEG	PE		
		2022A	2023E	2024E	2025E			2023E	2024E	2025E
康缘药业	161	4.34	5.51	6.91	8.53	25%	1.16	29	23	19
健民集团	102	4.08	5.11	6.32	7.80	24%	0.83	20	16	13
以岭药业	482	23.62	25.13	28.84	33.06	12%	1.62	19	17	15
达仁堂	371	8.62	10.80	13.39	16.43	24%	1.43	34	28	23
珍宝岛	163	1.85	4.56	5.56	7.22	57%	0.62	36	29	23
					均值	29%	1.13	28	23	18
方盛制药	58	1.07	1.76	2.43	2.94	40%	0.82	33.0	23.9	19.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所; 注: 可比公司均为 Wind 一致预期, 股价为 2023 年 5 月 18 日收盘价; 由于 2022 年确认了佰骏医疗股权转让的投资收益, 所以归母净利润较高, 因而该年使用扣非归母净利润

5 风险提示

医药行业政策风险: 目前国家医疗体制改革进入新阶段, 国家和地方层面都将不断出台新政策, 招标政策改革、公立医院改革、医保支付体系改革、“两票制”、“飞行检查”等的落实推进, 这些新政策可能对行业运行模式、产品竞争格局等带来较大的变化, 会对企业造成一定的影响。

行业竞争加剧风险: 中药创新药领域受到政策扶持, 现有的医药企业不断加大投入, 扩大规模, 同时新企业也在不断进入该领域, 一定程度上会导致行业竞争加剧。

产品研发进展不及预期风险: 新药的研发是一个长期、高投入、高科技的过程。由于医药产品具有高科技、高风险、高附加值的特点, 新药从研制、临床试验报批到投产的周期长、环节多, 这使得新药的上市时间受制于诸多不可控因素。如果新药研发不能持续为市场提供新产品, 公司将无法实现快速、持续的增长。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com