



买入（首次）

所属行业：医药生物  
当前价格(元)：12.01

证券分析师

陈铁林

资格编号：S0120521080001

邮箱：chentl@tebon.com.cn

刘闯

资格编号：S0120522100005

邮箱：liuchuang@tebon.com.cn

陈进

资格编号：S0120521110001

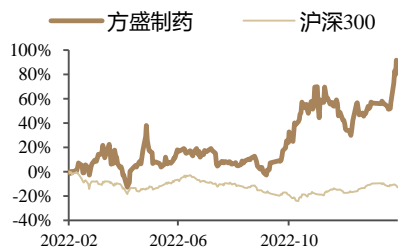
邮箱：chenjing3@tebon.com.cn

张俊

资格编号：S0120522080001

邮箱：zhangjun6@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	16.38	44.00	45.93
相对涨幅(%)	20.20	46.15	45.12

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

# 方盛制药：“338”产品集群铸就基石，战略转型开启新篇章

## 投资要点

- 投资逻辑：1) 锐意进取，战略转型开启新篇章：**公司转让亏损子公司佰骏医疗股权，持续优化资产结构聚焦中药主业，开启“创新中药研发”和“管理变革”双轮驱动竞争力提升新发展篇章；**2) 围绕“338”工程各品类多点开花，奠定强增长动能：**公司在多个中成药优势细分领域拥有独家优势产品，全面覆盖心脑血管、骨伤、儿科、妇科、抗感染等领域，截止2022H1拥有62个国家医保目录品种，其中藤黄健骨片、血塞通分散片等产品销量可观；**3) 外延收购持续推进，产品线丰富打开新增长极：**公司积极布局子公司收购，以方盛制药本部为主体，以子公司滕王阁药业、湘雅制药、海南博大等为辅佐合力发展，持续拓宽产品线丰富度。
- 锐意进取，战略转型开启新篇章：1) 战略转型聚焦主业，资产结构优化：**公司持续优化资产结构，加速退出协同效应较弱的领域，2021年完成对佰骏医疗、恒兴科技等低效子公司的股权转让。**2) “338工程”大产品集群奠定基石，研发持续加码巩固竞争优势：**公司拥有“强力枇杷膏（蜜炼）”、“强力枇杷露”等多个国家基药目录品种，截止2022H1共拥有62个国家医保目录品种。2021年，公司调校营销方式，以销售收入过亿单品“338工程”为产品集群目标，重点发力核心优势产品；**3) 各版块高毛利趋势延续，2022Q1-Q3业绩亮眼：**2021年实现营收15.7亿元，对应2019-2021年CAGR达19.7%。2022年，受佰骏医疗股权转让投资收益、政府补助增加、新合并滕王阁药业等因素的影响，公司前三季度净利润已达2.6亿元，远超过2021年全年水平。
- 各品类多点开花，奠定强增长动能：1) 心脑血管：血塞通分散片为抓手，丰富产品线助力布局千亿级市场：**公司在心脑血管领域产品组合丰富，打造“欣雪安”系列品牌组合，全面覆盖心脑血管多种类中成药，其中大品种血塞通分散片享有三项核心技术并受国家专利保护，集采中标有望加速血塞通分散片产品放量。**2) 骨伤：市场高潜力+产品高毛利，多款产品亮点涌现提供丰富动能：**在我国人口老龄化日趋严重的背景下，骨科用药市场逐渐起步发展，骨科为公司的高毛利业务，以藤黄健骨片为核心，其他产品亮点涌现；**3) 儿科：核心品种入选新冠诊疗指南，产品放量明显：**儿科用药重点覆盖呼吸等核心市场，重点产品小儿荆杏止咳颗粒纳入湖南省新冠诊疗指南放量加速；赖氨酸维B12颗粒竞争力强，儿科产品线空间广阔；**4) 妇科：重点布局盆腔炎市场，独家产品金英胶囊临床疗效竞争优势明显，获权威指南认可；5) 呼吸科：强力枇杷膏（蜜炼）/露开辟新增长极：**公司2021年7月全资收购的滕王阁药业表现良好，借助公司在第一终端优势，同时整合营销团队，强力枇杷膏（蜜炼）/露等品种销售额持续增长。
- 外延收购持续推进，产品线丰富打开新增长极：**公司积极布局子公司收购，以方盛制药本部为主体，以子公司滕王阁药业、湘雅制药、海南博大等为辅佐合力发展，持续拓宽产品线丰富度。
- 投资建议：**公司锐意进取，砥砺前行，积极推动战略转型开启经营新阶段，有望凭借已有独家优势产品稳固市场地位，同时通过新并购产品有望加速放量。我们认为，在国家政策支持中医药发展的背景下，中成药各细分赛道空间广阔，公司各产品线有望持续带来不断增长的业绩贡献，有望助力公司在未来释放亮眼业绩。同时预计公司2023年利润受佰骏医疗、恒兴医药剥离出表影响有所回调，我们预计2022-2024年公司营收分别为18.8/19.4/23.3亿元、归母净利润分别为3.1/1.7/2.1亿元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**产品降价风险，行业竞争加剧的风险，核心技术及业务人员流失风险

**股票数据**

总股本(百万股):	440.45
流通 A 股(百万股):	429.43
52 周内股价区间(元):	4.92-12.01
总市值(百万元):	5,289.82
总资产(百万元):	2,592.92
每股净资产(元):	3.09

资料来源: 公司公告

**主要财务数据及预测**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,279	1,567	1,877	1,935	2,327
(+/-)YOY(%)	16.9%	22.5%	19.8%	3.1%	20.2%
净利润(百万元)	64	70	305	170	209
(+/-)YOY(%)	-19.2%	9.8%	335.3%	-44.2%	23.0%
全面摊薄 EPS(元)	0.15	0.16	0.69	0.39	0.48
毛利率(%)	63.7%	64.1%	62.7%	66.1%	65.9%
净资产收益率(%)	5.5%	5.9%	21.0%	11.1%	12.9%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 内容目录

1. 方盛制药：锐意进取，战略转型开启新篇章 .....	5
1.1. 战略转型聚焦主业，资产结构优化有望开启新成长阶段 .....	5
1.2. “338 工程”大产品集群奠定基石，研发持续加码巩固竞争优势 .....	6
1.3. 各版块高毛利趋势延续，2022Q1-Q3 业绩亮眼 .....	7
2. 各品类多点开花，奠定强增长动能 .....	9
2.1. 骨伤：市场高潜力+产品高毛利，多款产品亮点涌现提供丰富动能 .....	9
2.2. 儿科：核心品种入选新冠诊疗指南，强力枇杷露开辟新增长极 .....	11
2.3. 妇科：重点布局盆腔炎市场，独家产品竞争优势明显 .....	15
2.4. 心脑血管：血塞通分散片为抓手，丰富产品线助力布局千亿级市场 .....	16
2.5. 抗感染：核心品种通过一致性评价，强力枇杷产品有望开辟新增长极 .....	18
3. 外延收并购持续推进，产品线丰富打开新增长极 .....	20
4. 盈利预测与估值 .....	21
5. 风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1: 公司发展历程 (左: 营收、利润; 右: 股价) .....	5
图 2: 公司股权结构图 (截止 2022Q3) .....	5
图 3: 公司研发支出情况 .....	7
图 4: 公司研发人员数量 .....	7
图 5: 2017-2022Q3 公司营业收入及增长情况 .....	7
图 6: 2017-2022Q3 公司归母净利润及增长情况 .....	7
图 7: 2018-2022H1 公司主营收入构成 .....	8
图 8: 2018-2022H1 公司各版块毛利率情况 .....	8
图 9: 公司毛利率及期间费用率情况 .....	8
图 10: 我国骨骼肌肉系统疾病用中成药销售额及增长率 .....	9
图 11: 我国骨骼肌肉系统疾病用中成药市场构成 .....	9
图 12: 公司骨伤业务收入情况 .....	10
图 13: 藤黄健骨片产品图片 .....	10
图 14: 藤黄健骨片入选共识及指南情况 .....	10
图 15: 公司藤黄健骨片销售情况 .....	11
图 16: 2020 年中国儿童药品的种类占药物总量的比例 (%) .....	12
图 17: 医疗机构儿童基本药物配备率 (%) .....	12
图 18: 中国儿童药物市场规模及增速 .....	12
图 19: 儿童常见疾病 (0~14 岁儿童) .....	13
图 20: 2018 年儿童用药分类以及市场份额占比 .....	13
图 21: 公司儿科版块收入变化情况 .....	13
图 22: 小儿荆杏止咳颗粒产品图片 .....	14
图 23: 儿荆杏止咳颗粒产品发展历程 .....	14
图 24: 受试者中医证候相关症状改善情况【n (%)】 .....	14
图 25: 2015-2020 年中国妇科用药市场销售规模统计预测 .....	15
图 26: 2019 年中国公立医院妇科用药中成药销售格局 .....	15
图 27: 公司妇科板块收入变化情况 .....	15
图 28: 金英胶囊产品图片 .....	15
图 29: 1958—2015 年中国居民高血压患病率 .....	16
图 30: 1990—2018 年中国城乡居民心血管病死亡率变化 (每 10 万人口死亡数) .....	16
图 31: 公司心脑血管业务收入情况 .....	17
图 32: 公司血塞通分散片技术及核心竞争优势 .....	18

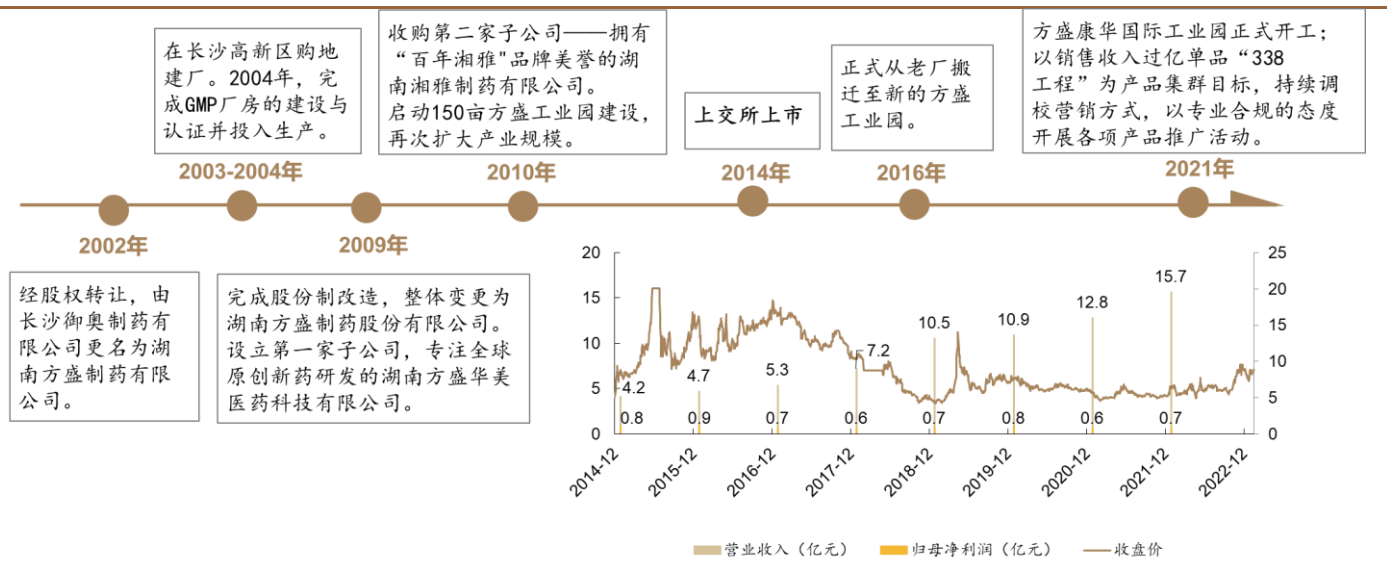
图 33: 血塞通分散片销量 .....	18
图 34: 公司抗感染板块收入变化情况 .....	19
表 1: 公司“338 工程”产品情况 .....	6
表 2: 中国城市零售药店终端骨骼肌肉系统疾病中成药产品 TOP20 .....	9
表 3: 2020 年心脑血管疾病用中药市场销售情况 .....	16
表 4: 2021 年心血管中成药院内销售情况 .....	17
表 5: 公司收入预测拆分 (百万元) .....	21
表 6: 可比公司估值分析 .....	22

## 1. 方盛制药：锐意进取，战略转型开启新篇章

### 1.1. 战略转型聚焦主业，资产结构优化有望开启新成长阶段

公司为致力于打造以创新中药为核心，化学药品制剂为辅的健康产业集团。湖南方盛制药股份有限公司创立于 2002 年，主要从事心脑血管中成药、骨伤科药、儿科药、妇科药、呼吸系统用药和抗感染药等研发、生产与销售，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”牌骨伤科等系列产品，公司拥有“强力枇杷膏（蜜炼）”、“强力枇杷露”等多个国家基药目录品种，截止 2022H1 共拥有 62 个国家医保目录品种。公司以“创新中药研发”和“管理变革”双轮驱动竞争力提升，陆续获评国家火炬计划重点高新技术企业、中华民族医药百强品牌企业、湖南省省长质量奖等称号。

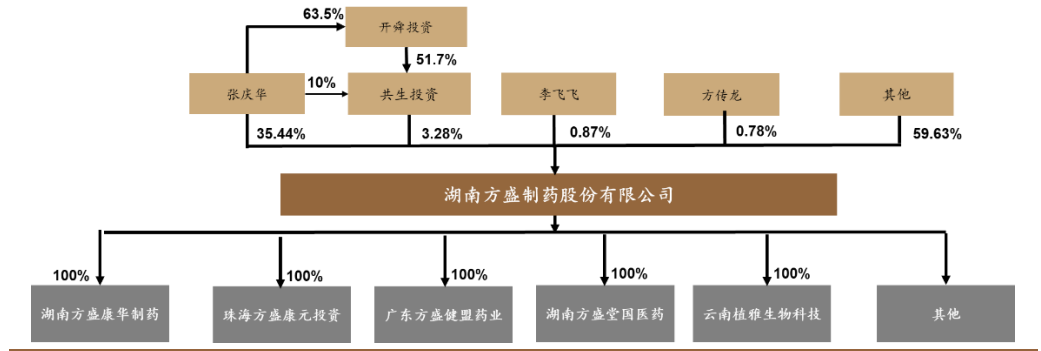
图 1：公司发展历程（左：营收、利润；右：股价）



资料来源：公司官网，公司公告，Wind，德邦研究所

公司股权结构清晰，持续优化资产结构聚焦中药主业，股权激励稳定核心人员。公司股权结构集中，创始人张庆华为公司的实际控制人，直接持有公司 35.44% 股权。在聚焦核心主营业务战略下，公司持续优化资产结构，加速退出协同效应较弱的领域，2021 年完成对佰骏医疗、恒兴科技等子公司的股权转让。2022 年 3 月，公司推出限制性股票激励方案，第一次激励的业绩考核标准为以 2021 年为基数，2022 年营业收入增长率不低于 10% 或 2022 年净利润增长率不低于 12%；第二次激励的考核标准为以 2021 年为基数，2023 年营业收入增长率不低于 15% 或 2023 年净利润增长率不低于 17%。进一步丰富激励机制，彰显公司长期发展信心。

图 2：公司股权结构图（截止 2022Q3）



资料来源：启信宝，公司公告，德邦研究所

## 1.2. “338 工程”大产品集群奠定基石，研发持续加码巩固竞争优势

公司产品组合丰富，打造“338 工程”产品矩阵，持续拓宽收入天花板。公司产品覆盖心脑血管中成药、骨伤科药、儿科药、妇科药、呼吸系统用药和抗感染药等中药核心优势领域，截止 2022H1 共拥有 62 个国家医保目录品种。2021 年，公司调校营销方式，以销售收入过亿单品“338 工程”为产品集群目标（包括 3 个 10 亿元大产品、3 个 5 亿元大产品和 8 个超亿元产品），进一步放大核心优势品种的竞争优势。2022H1，公司“338 工程”内集群产品表现突出，其中依折麦布片销售收入破亿、已超 2021 年全年销售收入，小儿荆杏止咳颗粒销售收入同比增长超过 800%；截止 2022H1 末公司已开发全国等级医院近 1,900 家，基层医疗机构近 1,500 家。

表 1：公司“338 工程”产品情况

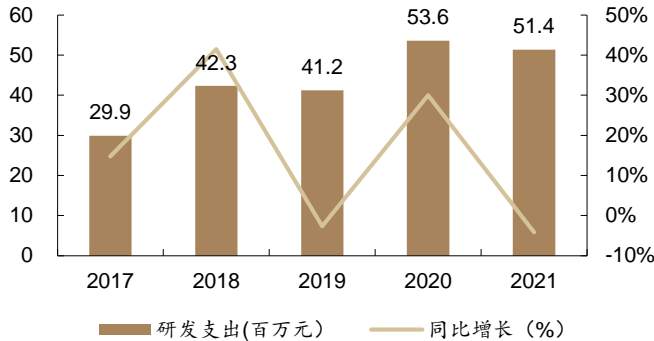
分类	主要治疗领域	药品名称	注册分类	适应症或功能主治	是否纳入国家基药目录	是否纳入国家医保目录
10 亿元大产品	儿科	小儿荆杏止咳颗粒	中药 6.1 类	小儿外感风寒化热轻度急性支气管炎引起的咳嗽，咯痰，痰黄、咽部红肿、发热等症	否	是
	骨科	藤黄健骨片	中药 8 类	补肾，活血，止痛。用于肥大性脊椎炎，颈椎病，跟骨刺，增生性关节炎，大骨节病	否	是
	呼吸科	强力枇杷膏（蜜炼）	中药	养阴敛肺，止咳祛痰，用于支气管炎咳嗽。	是	是
5 亿元大产品	妇科	金葵胶囊	中药 6 类	清热解毒，祛湿止带，用于慢性盆腔炎等	否	否
	骨科	玄七健骨片	中药 1.1 类	用于轻中度膝关节炎中医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	否
	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	痛经、月经量少、后错属气滞血瘀证者。	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
	胆固醇用药	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
	呼吸科	蒲地蓝消炎片	中药	清热解毒，抗炎消肿。用于疔肿、咽炎、扁桃腺炎。	否	否
	补益类	参芪鹿茸口服液	中药	脾胃两虚所致体乏形瘦，腰腿疼痛，头晕目眩，食欲不振	否	否

资料来源：公司公告，德邦研究所

公司持续加码研发，已形成规范化、体系化研发体系。为进一步巩固公司的药品研发核心竞争优势，公司近年来持续加码研发投入，2021 年研发投入达 0.5 亿元，研发团队人数规模超 300 人，已初步形成“集成化管理和分散化经营”的研发战略，2022 年上半年，公司设立了方盛融大、广东融华、方盛融美三家研发

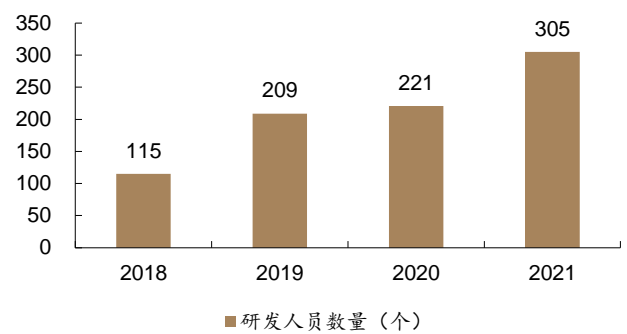
公司，通过对储备的研发项目进行整合分配，进一步聚焦主业，优化管理效率；2022年7月，公司新设立创新研究院、下设研发中心，致力于打造体系化的高效研发平台。我们认为，公司从研发体系改革上推动研发资源利用效率优化，有助于进一步发挥公司的研发实力竞争优势。

图 3：公司研发支出情况



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 4：公司研发人员数量



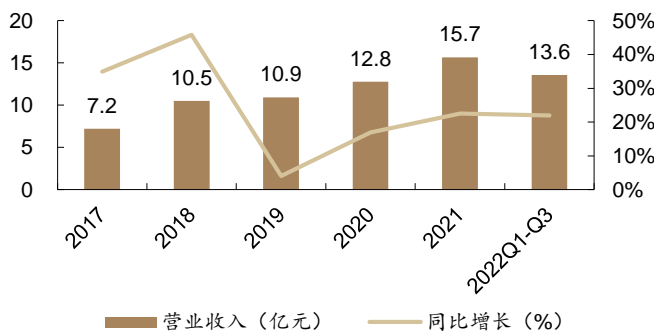
资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

公司在研管线丰富，后续增长动能扎实。在体系化的研发平台支撑下，公司拥有丰厚在研管线，2021年年末在研管线涵盖2项药品的一致性评价、2项中药新药、8项化药新药。其中公司自主研发的独家创新中药玄七健骨片已取得药品注册证书、诺丽通颗粒完成三期临床申报生产，有望陆续迎来收获期，为公司收入带来新的增长极。

### 1.3. 各版块高毛利趋势延续，2022Q1-Q3 业绩亮眼

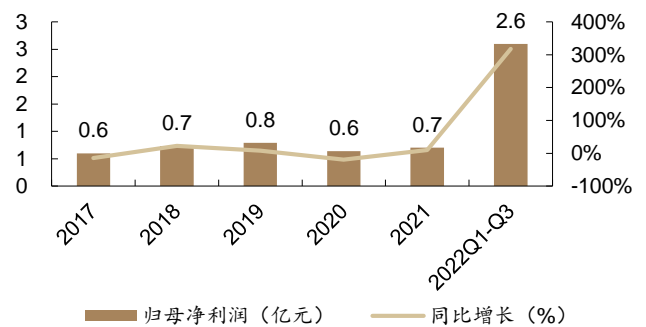
近年来公司业绩稳健增长，2022年前三季度增速亮眼。随着公司经营战略聚焦主业，强力枇杷膏、小儿荆杏止咳颗粒等产品的加速放量，公司近年营业收入保持稳健增长，2021年实现营收15.7亿元，对应2019-2021年CAGR达19.7%。2022年，受佰骏医疗股权转让投资收益、政府补助增加、新合并滕王阁药业等因素的影响，公司前三季度净利润已达2.6亿元，远超过2021年全年水平。我们认为，随着公司陆续完成对非主业、低盈利水平资产剥离，公司盈利能力有望进一步优化，助力公司在未来持续释放亮眼业绩。

图 5：2017-2022Q3 公司营业收入及增长情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 6：2017-2022Q3 公司归母净利润及增长情况



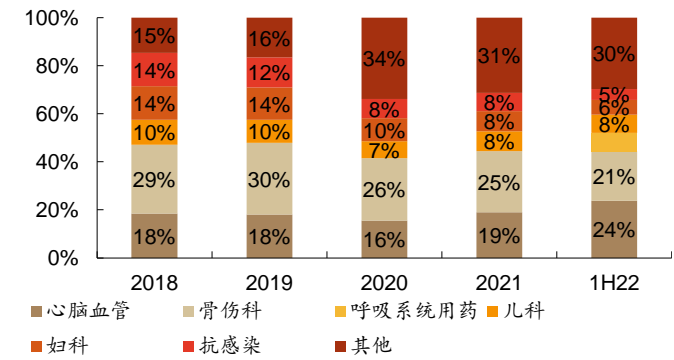
资料来源：公司公告，德邦研究所

高毛利的心脑血管、骨伤科用药是公司的重要收入贡献来源，合计占营业收入



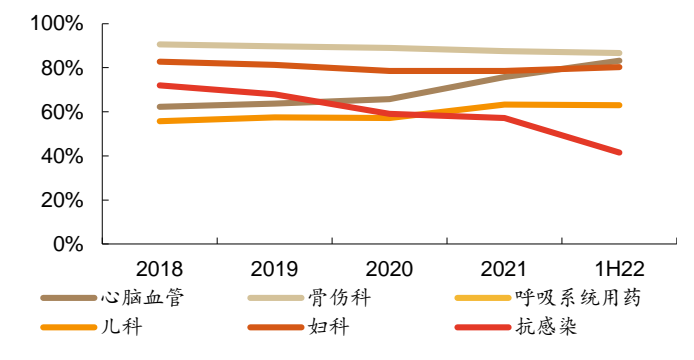
入比保持 40% 以上。在公司的营业收入构成中，心脑血管、骨伤科用药是重要组成，2022 年上半年分别占据营业收入的 24%、21%；同时，心脑血管及骨科业务也是公司毛利率最高的业务板块，2022 年上半年毛利率达 83.14%、86.74%。我们认为，公司在收入结构在保持多元化的同时，战略重点发力高毛利板块品种，有助于持续优化盈利能力水平。

图 7：2018-2022H1 公司主营收入构成



资料来源：公司公告，德邦研究所

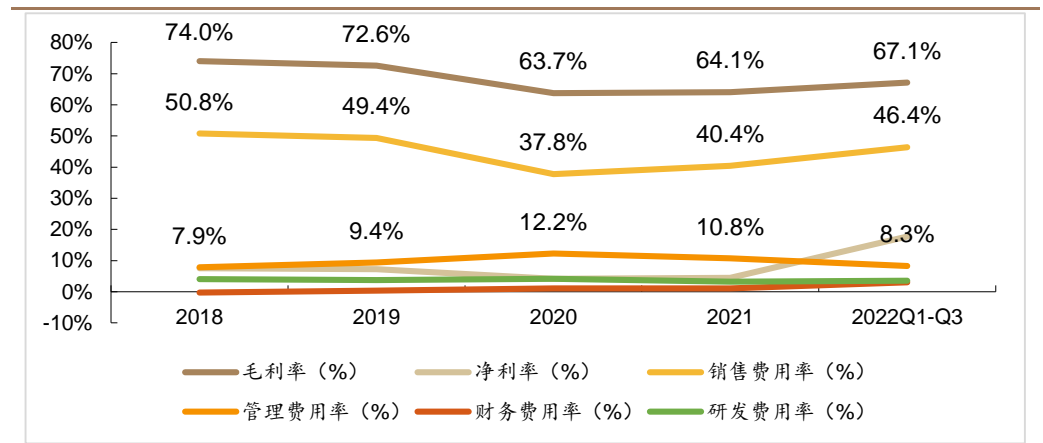
图 8：2018-2022H1 公司各版块毛利率情况



资料来源：公司公告，德邦研究所

期间费用率总体趋于平稳，受营销发力、收购滕王阁药业等因素影响销售费用率有所上升。2018-2022 年前三季度，公司期间费用率总体保持平稳态势。而随着公司持续推动营销体系变革，搭建起“四维一体”营销战略、集团营销中心“纵向到线、横向到区”的纵横网状销售策略，叠加购滕王阁药业等因素影响，近年来销售费用率有所上升。

图 9：公司毛利率及期间费用率情况



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

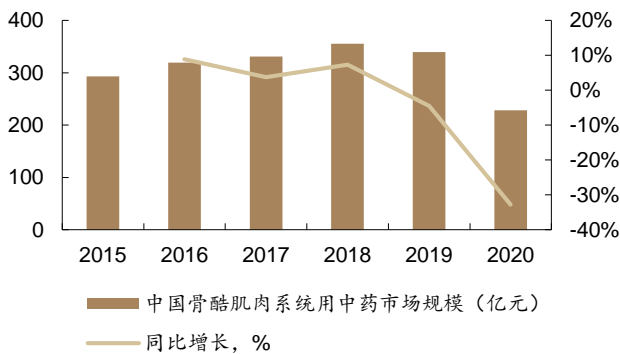
受益于佰骏医疗转让、核心品种放量，公司预告 2022 年利润端增速亮眼。2023 年 1 月 18 日，公司发布 2022 年年度业绩预增公告，受益于佰骏医疗转让收益 1.84 亿及“338 工程”核心产品加速放量影响，预计 2022 年实现归属于母公司所有者的净利润为 2.8 亿-3.2 亿，同比增加 299.77%到 356.88%；预计 2022 年实现归母扣非净利润 0.97-1.1 亿，同比增长 53.92%到 74.55%。在核心品种中，中药小儿荆杏止咳颗粒、强力枇杷膏（蜜炼）/露等产品的销售收入同比增长均超过 170%；化药依折麦布片、奥美拉唑肠溶片、厄贝沙坦氢氯噻嗪片等产品的销售收入同比增长 140% 以上。我们认为，随着公司聚焦主业、剥离子公司，在公司优势产品加速放量的背景，未来有望持续释放亮眼业绩。

## 2. 各品类多点开花，奠定强增长动能

### 2.1. 骨伤：市场高潜力+产品高毛利，多款产品亮点涌现提供丰富动能

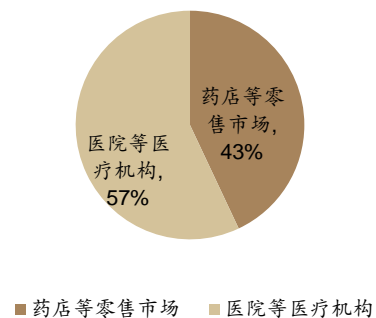
骨伤是中医的优势领域，60岁以上人口中骨关节炎患者达6500万人，人口老龄化下迎广阔发展机遇。根据新疆渡洲中医院发布的《中医治疗骨折的特色优势》，在骨伤领域依据中医辨证论治理论综合治疗疗效突出，通过结合复位及固定、外敷药膏疏筋活血、针灸以疏通气血、推拿理筋及复健的完整流程，实现疗程短、痛苦小、适应症广、并发症少、费用低廉等优势。而由于骨科疾病发病率随着年龄的增长而提升，国内外的初步调查显示，骨关节炎的总患病率约为15%，40岁人群的患病率为10%-17%，60岁以上则达50%。而在75岁以上人群中80%患有骨关节炎。在我国人口老龄化日趋严重的背景下，骨科用药市场逐渐起步发展。根据米内网的数据，2020年我国骨骼肌肉系统疾病中成药销售额超过228亿元，有43%为药店等零售市场，具备一定的消费属性特征。根据前瞻产业研究院的预测，2026年市场规模有望达506亿元，对应2021-2026年CAGR为11.0%。

图 10：我国骨骼肌肉系统疾病用中成药销售额及增长率



资料来源：米内网，前瞻产业研究院，德邦研究所

图 11：我国骨骼肌肉系统疾病用中成药市场构成



资料来源：米内网，前瞻产业研究院，德邦研究所

从市场细分来看，跌打损伤、骨科镇痛、风湿性疾病用药占据骨伤疾病用药较大市场份额。骨伤疾病主要可分为骨折、腰腿痛、骨性关节炎、阴疽、跌打损伤、骨质疏松症等疾病，骨伤科产品分为跌打损伤用药、骨质疏松类用药、骨科镇痛用药、骨性关节炎用药、风湿性疾病用药和骨科其他用药。根据米内网数据显示，三款风湿性疾病用药、骨科止痛用药、跌打损伤用药为城市零售药店销售排名前三，骨科大产品舒筋健腰丸零售市场销售额已超过10亿元，在人口老龄化背景下，骨科市场仍享有较广阔潜力空间。

表 2：中国城市零售药店终端骨骼肌肉系统疾病中成药产品 TOP20

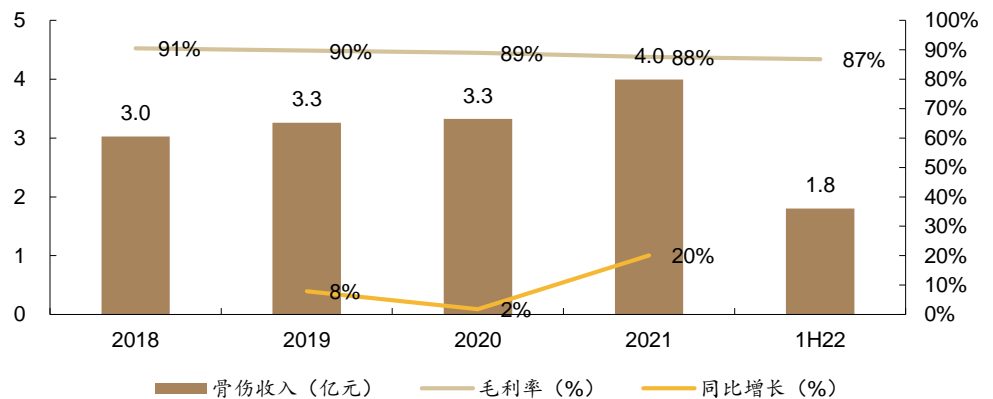
排名	产品名称	销售额 (亿元)		增长率 2020年	治疗领域 (亚类)
		2019年	2020年		
1	舒筋健腰丸	11.91	10.59	-11.10%	风湿性疾病用药
2	消痛贴膏	6.38	6.03	-5.51%	骨科止痛用药
3	云南白药气雾剂	5.8	5.1	-12.01%	跌打损伤用药
4	麝香祛痛搽剂	5.41	4.74	-12.50%	跌打损伤用药
5	麝香壮骨膏	4.21	4.09	-2.81%	风湿性疾病用药
6	云南白药膏	4.75	4.04	-15.05%	跌打损伤用药
7	鸿茅药酒	5.8	3.55	-38.73%	风湿性疾病用药
8	消炎镇痛膏	3.07	3.15	2.58%	骨科止痛用药
9	通络祛痛膏	1.94	2.25	15.93%	骨科止痛用药

10	活血止痛	3	2.04	-31.93%	跌打损伤用药
11	伤湿止痛膏	1.8	1.79	-0.83%	骨科止痛用药
12	壮骨麝香止痛膏	1.81	1.73	-4.60%	骨科止痛用药
13	神农镇痛膏	1.67	1.65	-0.86%	跌打损伤用药
14	关节止痛膏	1.39	1.43	2.73%	骨科止痛用药
15	骨通贴有	1.41	1.28	-9.10%	骨科止痛用药
16	国公酒	1.04	1.09	5.32%	风湿性疾病用药
17	正骨水	0.96	1.03	6.97%	跌打损伤用药
18	活络油	0.85	0.93	9.66%	风湿性疾病用药
19	麝香追风膏	0.82	0.81	-1.49%	风湿性疾病用药
20	天麻丸	0.85	0.78	-8.58%	风湿性疾病用药

资料来源：米内网，德邦研究所

骨科为公司的高毛利业务，公司骨科产品组合覆盖骨科各细分疾病领域。公司骨科中成药主导产品有藤黄健骨片、三花接骨散、元七骨痛酊、跌打活血胶囊等，打造“方盛堂”系列品牌；子公司博大药业拥有复方川芎唛咪美辛胶囊、复方独活唛咪美辛胶囊、龙血竭散（全国医保产品、独家剂型）等多款骨伤科药品。2018-1H22 期间，公司骨伤业务板块的毛利率维持在 87% 以上的较高水平，2021 年收入规模已达 4.0 亿元，为公司的主力核心业务。

图 12：公司骨伤业务收入情况



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

公司藤黄健骨片为全国独家剂型、国家医保目录品种，入选多诊疗指南、专家共识。根据《藤黄健骨片治疗膝骨关节炎临床应用专家共识》，藤黄健骨片处方源于国医大师刘柏龄教授的经验方“骨质增生丸”，具有补肾、活血、止痛的功效，研究证明其具有改善骨质疏松、镇痛和抗炎的作用，全方由 7 味药组成，配伍精炼，具有补肾，活血，止痛的功效，临床上可用于骨性关节炎、腰椎间盘突出症、颈椎病、骨质增生症、骨质疏松症等。自上市以来，藤黄健骨片陆续被纳入国家医保乙类目录、《膝骨关节炎中医诊疗指南（2020 年版）》，疗效进一步获更广泛认可。

图 13：藤黄健骨片产品图片

图 14：藤黄健骨片入选共识及指南情况



“特色中药藤黄健骨片的现代研究及其产业化”获湖南省科学技术进步二等奖

《强直性脊柱炎长期管理专家共识 (2021 年)》

《藤黄健骨片治疗膝关节炎临床应用专家共识》

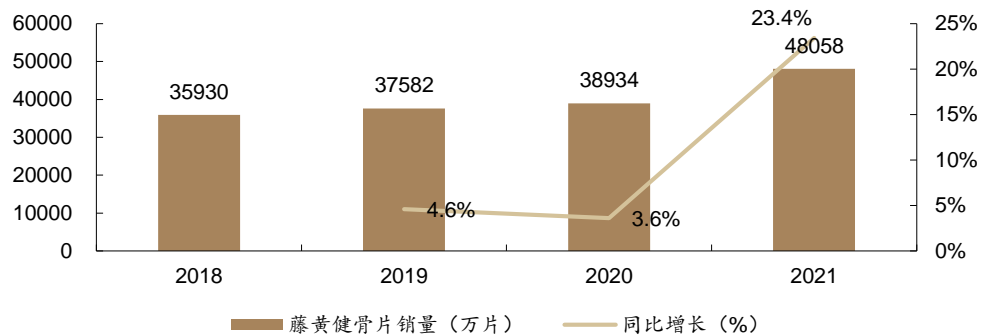
《膝骨关节炎中医诊疗指南 (2020年版)》

资料来源：方盛制药投资者关系公众号，德邦研究所

资料来源：公司公告，方盛制药投资者关系公众号，德邦研究所

**药理及临床研究结果陆续发表，进一步论证产品有效性，21 年销量稳步增长。**根据方盛制药投资者关系公众号，前期药理研究资料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，并对肾虚动物模型有较好的改善作用；湖南中医药大学第一附属医院卢敏教授等采用多中心、随机对照的方法，以西乐葆为对照组进行临床观察，结果发现藤黄健骨片治疗膝骨性关节炎，可与西乐葆同程度缓解膝关节疼痛，且能显著减少关节僵硬程度和改善膝关节生理功能。随着疫情好转、公司加大营销力度，藤黄健骨片产品 2021 年实现销量 4.8 亿，带动骨科业务板块整体实现较高速增长。

图 15：公司藤黄健骨片销售情况



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

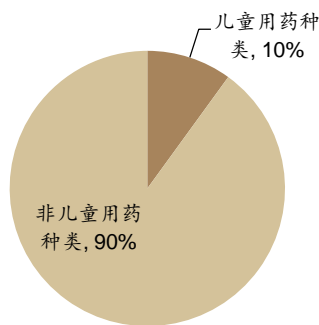
**骨伤领域其他产品亮点涌现，有望开启板块新增长阶段。**2018 年，公司独家产品三花接骨散作为经典验方入选了《临床路径治疗药物释义（骨科分册）》；2021 年，公司用于治疗轻中度膝骨关节炎中医辨证属筋脉瘀滞证的症状改善的玄七健骨片获得中药 1.1 类创新药的药品注册批件。我们认为，随着公司其他骨伤产品陆续上市、逐步推进市场推广，有望进一步提升公司在骨伤市场的竞争力，享受骨科用药市场扩容的黄金机遇。

## 2.2. 儿科：核心品种入选新冠诊疗指南，强力枇杷露开辟新增长极

我国儿童人口基数大，但儿童用药相对紧缺，国家政策从研发、审评、生产销售端大力支持儿童用药发展。长期以来，由于研发成本高、定价机制不完备等因素，我国儿科用药品种较为匮乏，多数临床药品没有儿童专用剂型，儿童基本

药物短缺现象普遍存在。根据《我国儿童基本药物的可获得性研究——基于全国 19 省份的调查分析》，2016 年儿童基本药物(西药+中成药)在东、中、西部地区医疗机构的平均配备率均低于 50%、各大类儿童基本药物在医疗机构的平均可获得率均在 35% 以下，儿童用药的可获得率低。近年来国家陆续出台政策鼓励儿童用药发展，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；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，儿童用药市场迎来广阔发展机遇。

图 16：2020 年中国儿童药品的种类占药物总量的比例 (%)



资料来源：前瞻产业研究院，德邦研究所

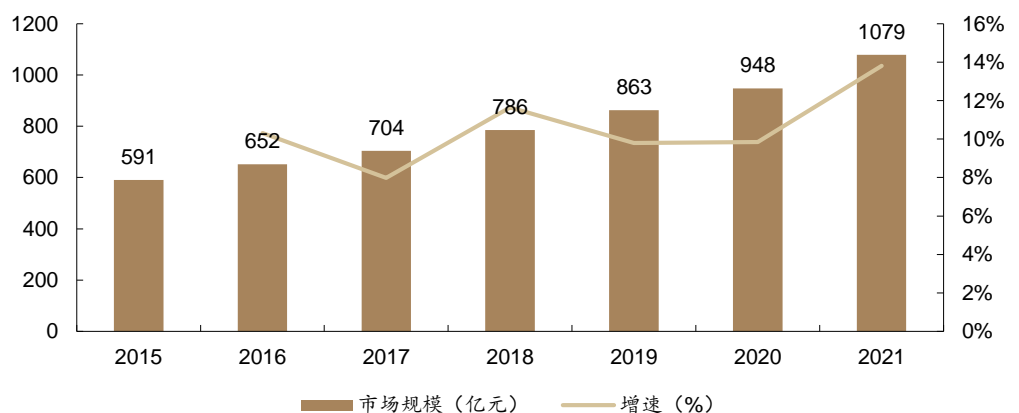
图 17：医疗机构儿童基本药物配备率 (%)

	配备率	中成药	西药
地区	东部	27.2%	48.8%
	中部	27.8%	50.8%
	西部	21.6%	56.8%
	均值	25.5%	52.1%
不同类型机构	妇幼保健院	30.4%	51.1%
	三级综合性医院	20.8%	56.5%
	儿童专科医疗机构	21.5%	57.4%
	二级综合性医院	18.6%	59.4%
	基层医疗机构	38.7%	30.4%
	均值	26.0%	50.9%

资料来源：《我国儿童基本药物的可获得性研究——基于全国 19 省份的调查分析》，德邦研究所

研发与支付端利好格局下，儿童用药市场规模已达千亿级别。根据药智网、华经产业研究院的测算，2015-2021 年，我国儿童用药市场规模从 591 亿元增长至 1079 亿元，对应 CAGR 达 10.6%。我们认为，在我国儿童用药紧缺、国家政策重视儿童健康的大背景下，随着国家政策持续支持儿童用药行业发展，儿童用药市场仍具有较为广阔的发展机遇。

图 18：中国儿童药物市场规模及增速

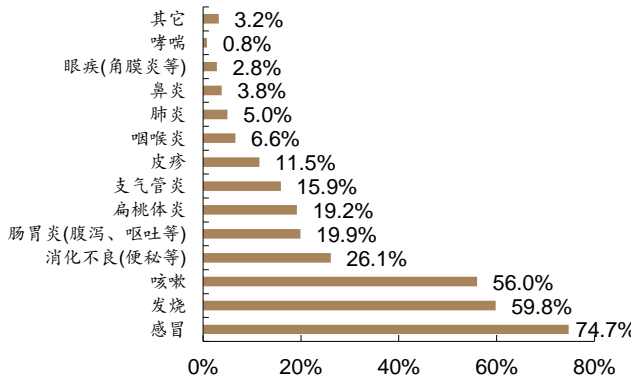


资料来源：药智网，华经产业研究院，德邦研究所

呼吸及消化系统相关疾病是儿童主要的患病类型，诞生出儿童用药的两大核心市场。根据 2016 年国家药监局南方医药经济研究所的调研数据，2015 年儿童患过且经治疗的疾病中，排名前二的疾病分别为感冒、发烧等呼吸系统疾病以及

消化不良、肠胃炎等消化系统疾病。根据华经情报网的测算，2018 年儿童用药市场中，呼吸系统疾病用药、肠胃用药分别占据儿童用药市场 30.9%、7.7% 的市场份额，为儿童用药市场的中药组成；而根据米内网数据，按照我国儿童止咳祛痰用中成药在儿科用药中成药中所占比重测算，2018 年我国儿童止咳祛痰用中成药市场规模约为 105.30 亿元，较 2017 年同比增长 17.20%，处于稳步发展阶段。

图 19：儿童常见疾病（0~14 岁儿童）



资料来源：NMPA，南方医药经济研究所《2016 年儿童用药安全调查报告》，德邦研究所  
注：统计口径为最近一年过的疾病且经药物治疗

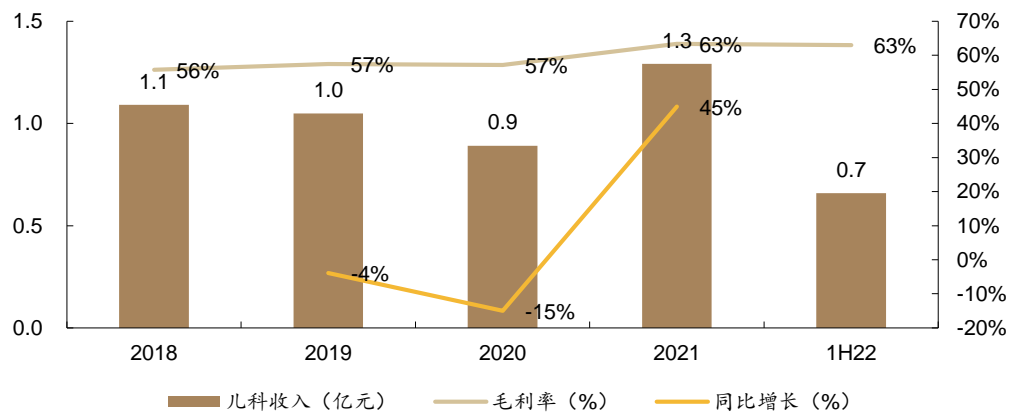
图 20：2018 年儿童用药分类以及市场份额占比

大类	亚类	市场份额 (%)
呼吸系统疾病	儿童感冒用药	11.30%
	儿童解热镇痛类	8.70%
	儿童止咳化痰类	4.40%
	儿童清火类	6.50%
肠胃用药	儿童健胃消食类	5.60%
	儿童止泻类	2.10%
神经系统用药	儿童定惊类	2.30%
抗感染用药	儿童抗生素用药	22.20%
营养补充剂	儿童维生素类	6.30%
	儿童补钙类	5.40%

资料来源：华经情报网，德邦研究所

儿科用药重点覆盖呼吸等核心市场，重点产品小儿荆杏止咳颗粒放量加速推动版块收入亮眼。公司儿科用药包括小儿荆杏止咳颗粒、赖氨酸维 B12 颗粒、小儿复方四维亚铁散、小儿氨酚黄那敏颗粒、小儿化痰止咳颗粒，重点覆盖呼吸及消化系统等儿科用药主力市场。在小儿荆杏止咳颗粒上市后加速放量的背景下，公司 2021 年儿科用药版块实现收入 1.3 亿元，同比增长 45%，版块收入实现亮眼增长。

图 21：公司儿科版块收入变化情况



资料来源：公司公告，Wind，德邦研究所

小儿荆杏止咳颗粒为中药创新药，为 2019 年全国仅批准的两个中成药批文之一的独家产品，2020 年经谈判纳入国家医保目录。根据公司官方微信公众号，小儿荆杏止咳颗粒为荆芥、苦杏仁等 12 种药味组成的新中药复方制剂，源于全国知名儿科专家、湖南中医药大学第一附属医院欧正武教授治疗小儿外感咳嗽经验方，从最初立项到正式获得药品注册批件历时逾十年，具有“疏风散寒、宣肺清热、祛痰止咳”的功效，适用于治疗小儿外感风寒化热的轻度支气管炎。2019 年

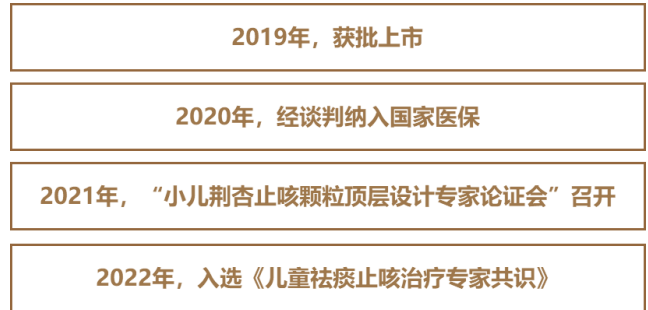
上市后，小儿荆杏止咳颗粒于 2020 年经谈判纳入国家医保目录，为 2020 年医保谈判中两款儿童中成药之一。2022 年，小儿荆杏止咳颗粒被列入《湖南省新冠肺炎中医药防治方案》、《儿童祛痰止咳治疗专家共识》，市场认可度持续提升。

图 22：小儿荆杏止咳颗粒产品图片



资料来源：公司官方微信公众号，德邦研究所

图 23：儿荆杏止咳颗粒产品发展历程



资料来源：公司公告，德邦研究所

产品由临床经验方转化，临床研究结果表现优异，上市后实现持续放量增长。2020 年，小儿荆杏止咳颗粒随机、双盲、平行对照、多中心 III 期临床结果发表在《中国中西医结合儿科学》期刊，结果表明小儿荆杏止咳颗粒疾病疗效总有效率为 87.71% 优于对照组 27.12%；在中医证候疗效总有效率为 87.71%，优于对照组 28.81%，临床结果表现优异，奠定核心竞争优势。根据公司公告，产品上市后销售业绩持续提升，随着后续学术推广等工作陆续开展，未来产品销量增速可期。

图 24：受试者中医证候相关症状改善情况【n (%)】

组别	咳嗽					咯痰			
	n	消失	减轻	不变	加重	n	消失	不变	
对照组	118	7(5.93)	34(28.81)	71(60.17)	6(5.08)	101	22(21.78)	79(78.22)	
试验组	350	146(41.71) <sup>a</sup>	161(46.00)	39(11.14)	4(1.14)	307	213(69.38) <sup>b</sup>	94(30.62)	
组别	流涕			咽部痒痛			咽红		
	n	消失	不变	n	消失	不变	n	消失	不变
对照组	75	34(45.33)	41(54.67)	64	36(56.25)	28(43.75)	94	12(12.77)	82(87.23)
试验组	230	191(83.04) <sup>b</sup>	39(16.96)	194	168(86.60) <sup>b</sup>	26(13.40)	280	174(62.14) <sup>b</sup>	106(37.86)
组别	发热			恶风恶寒			头痛		
	n	消失	不变	n	消失	不变	n	消失	不变
对照组	26	24(92.31)	2(7.69)	14	10(71.43)	4(28.57)	12	10(83.33)	2(16.67)
试验组	78	72(92.31)	6(7.69)	43	39(90.70)	4(9.30)	48	46(95.83)	2(4.17)
组别	口渴			纳差			精神萎靡		
	n	消失	不变	n	消失	不变	n	消失	不变
对照组	48	33(68.75)	15(31.25)	66	20(30.30)	46(69.70)	28	15(53.57)	13(46.43)
试验组	126	115(91.27) <sup>b</sup>	11(8.73)	213	170(79.81) <sup>b</sup>	43(20.19)	82	79(96.34) <sup>b</sup>	3(3.66)
组别	咽痛			痰黄			舌红		
	n	消失	不变	n	消失	不变	n	消失	不变
对照组	56	15(26.79)	41(73.21)	32	12(37.50)	20(62.50)	100	23(23.00)	77(77.00)
试验组	177	149(84.18) <sup>b</sup>	28(15.82)	106	86(81.13) <sup>b</sup>	20(18.87)	298	217(72.82) <sup>b</sup>	81(27.18)

资料来源：韩新民等，《小儿荆杏止咳颗粒治疗小儿急性支气管炎风寒化热证的随机、双盲、平行对照、多中心临床研究》，德邦研究所

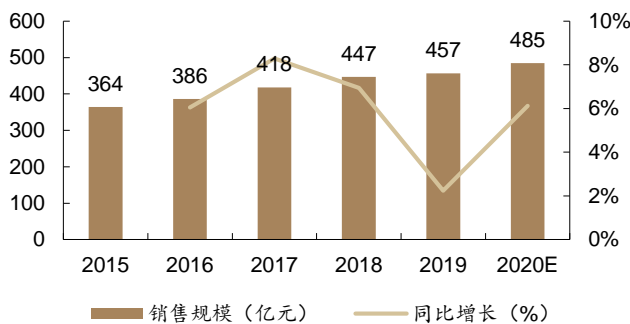
赖氨酸维 B12 颗粒竞争力强、强力枇杷露等品种潜力大，儿科产品线空间广阔。赖氨酸维 B12 颗粒为公司儿科管线的老牌主力化药品种，用于加速儿童生长发育、增进食欲。消除异食癖；有助于大脑发育和提高智力。有抗贫血、增强体质和抗病的功效。而根据公司公告，截至 2021 年末，全国共有三家制药企业拥有赖

氨酸维 B12 颗粒生产批件，竞争者较少，公司所产赖氨酸维 B12 颗粒在全国同类产品具有较强的市场竞争力。

### 2.3. 妇科：重点布局盆腔炎市场，独家产品竞争优势明显

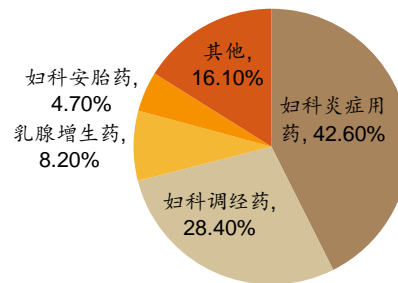
我国妇女人口数众多，随健康意识提升，妇科市场潜力大。我国妇女人口数众多，占世界妇女人口近五分之一；而妇科疾病种类多，发病率较高。根据《2016 年中国妇科疾病的疾病负担研究》，2016 年中国 15 岁及以上女性妇科疾病的患病率为 24.94%。由于大部分妇科疾病存在反复性、长期性的特征，中成药的副作用相对较小，同时可与西药结合治疗，实现机体调理、保健康复的功能，逐渐受到更多患者的青睐。根据中康 CHIS 系统、中商产业研究院的统计，2019 年我国妇科用药市场规模达 457 亿元，对应 2014-2019 年 CAGR 为 5.93%，妇科调经药、妇科炎症用药占据 70% 以上份额。

图 25：2015-2020 年中国妇科用药市场销售规模统计预测



资料来源：中商产业研究院，中康 CHIS 系统，德邦研究所

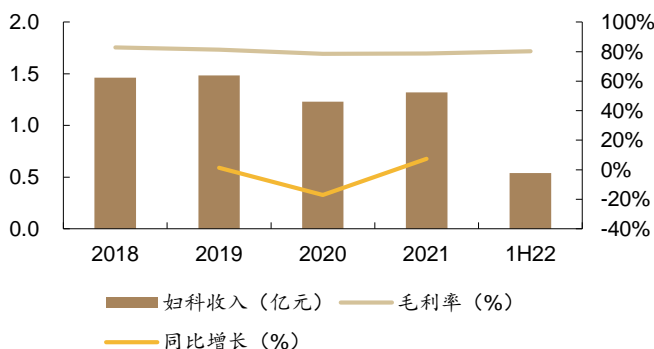
图 26：2019 年中国公立医院妇科用药中成药销售格局



资料来源：中商产业研究院，德邦研究所

金英胶囊和黄藤素分散片为公司妇科板块主导产品，独家产品金英胶囊竞争优势明显。公司妇科疾病用药主要包括金英胶囊和黄藤素分散片，其中金英胶囊由中原三大妇科流派之一河南省首席中医妇科专家门成福教授经过 30 余年的临床经验总结而来，用于妇科慢性盆腔炎治疗，为公司独家中药六类新药。金英胶囊于 2010 年上市，在《中成药治疗盆腔炎性疾病后遗症临床应用指南》中，被推荐用于 SPID 湿热瘀结证，可缓解慢性盆腔疼痛（下腹、腰骶部胀痛或刺痛）等症状，被国家科技部等四部委联合认定为“国家重点新产品”，疗效认可度高。我们认为，金英胶囊有望凭借疗效优势在高市场需求潜力的盆腔炎市场持续放量，为公司收入贡献新的增长动力。

图 27：公司妇科板块收入变化情况



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

图 28：金英胶囊产品图片



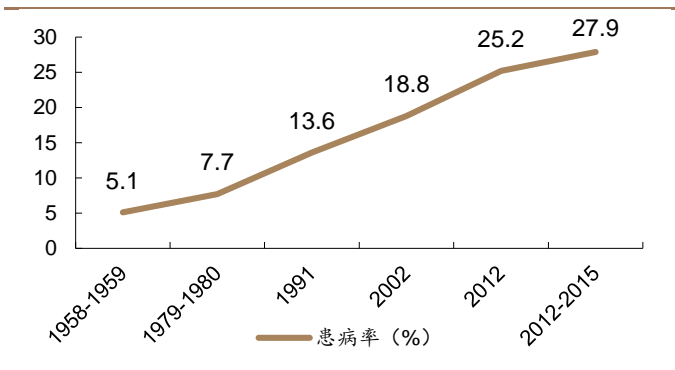
资料来源：淘宝产品网站，德邦研究所



## 2.4. 心脑血管：血塞通分散片为抓手，丰富产品线助力布局广阔市场

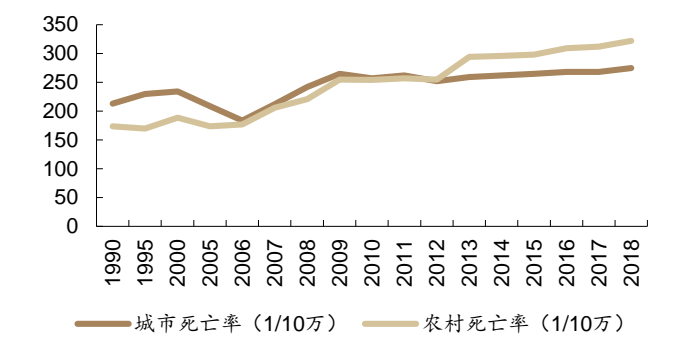
心脑血管疾病是世界第一大病种，我国心血管疾病发病率高，人口老龄化下患病人群逐年增长，心血管疾病治疗药物已成为第一大类。根据第七次全国人口普查情况，全国 60 岁以上人口占比已达 18.70%。在人口老龄化、居民生活方式变革等多重因素的作用下，我国心血管疾病呈现发病率高且发病率逐年提升、死亡负担重的特点。根据中国心血管杂志发布的《中国心血管健康与疾病报告 2020》，中国心血管病患病率处于持续上升阶段，推算 2020 年心血管病患人数 3.3 亿。同时《中国卫生健康统计年鉴 2019》显示，2018 年我国心血管病死亡率仍较高，高于肿瘤及其他疾病。根据《中国心血管健康与疾病报告 2020》的测算，2004-2018 年，扣除物价因素影响，我国急性心肌梗死、缺血性脑卒中和颅内出血住院费用的 CAGR 分别为 26.89%、18.65%和 14.00%。

图 29：1958—2015 年中国居民高血压患病率



资料来源：《中国心血管健康与疾病报告 2020》，德邦研究所

图 30：1990—2018 年中国城乡居民心血管病死亡率变化（每 10 万人口死亡数）



资料来源：《中国心血管健康与疾病报告 2020》，德邦研究所

中医药“脑心同治”理念契合患者需求，心脑血管占据 35% 中国公立医疗机构中成药市场份额。根据前瞻产业研究院，心脑血管中成药具有多成分、多靶点和多适应症、跨适应症等特征，药物来源及剂型广泛，治疗方案灵活，毒副作用较小，且具有预防保健功能，适合长期使用，契合心脑血管疾病患者的长期用药需求，受到医生与患者的认可，在院内及零售端得到广泛应用。根据米内网的数据，2020 年心脑血管疾病用中药销售金额已达 781.97 亿元，医院端占据主要份额；中国公立医疗机构终端心脑血管中成药是中成药市场最大的治疗大类，所占市场份额超过 35%。而根据前瞻产业研究院的预测，在心脑血管发病率提升、患者知晓率、治疗率提升的背景下，心脑血管疾病中药市场将保持较快增速，2026 年市场规模有望达 1854 亿元，对应 2021-2026 年 CAGR 为 11.0%。

表 3：2020 年心脑血管疾病用中药市场销售情况

终端	亚类	金额 (亿元)	占比
零售终端	降脂用药	5.1	0.66%
	脑血管疾病用药	56.0	7.16%
	心脑血管疾病其它用药	0.3	0.03%
	心血管疾病用药	54.8	7.01%
医院终端	降脂用药	6.9	0.89%
	脑血管疾病用药	289.0	36.95%
	心脑血管疾病其它用药	0.9	0.11%
	心血管疾病用药	369.0	47.19%
总计		782.0	100%

资料来源：米内网，前瞻产业研究院，德邦研究所

三七总皂苷、银杏叶提取物等成分为心脑血管疾病治疗常见药物品种，多款中成药销售额超 10 亿级。由于中药当中川芎、丹参、桃仁、红花、路路通、银杏叶等多数药材具有活血化瘀的功效，在适用于治疗心脑血管疾病层面，诸多中成药被认定在心脑血管疾病的预防、治疗、康复方面有明显的疗效，市场的药品类别丰富。根据药融云的数据显示，2021 年心脑血管疾病治疗中成药中，销售额前三品类的中成药主要成分分别为三七、银杏、丹参，销售额超过 10 亿的品种多达 16 个。

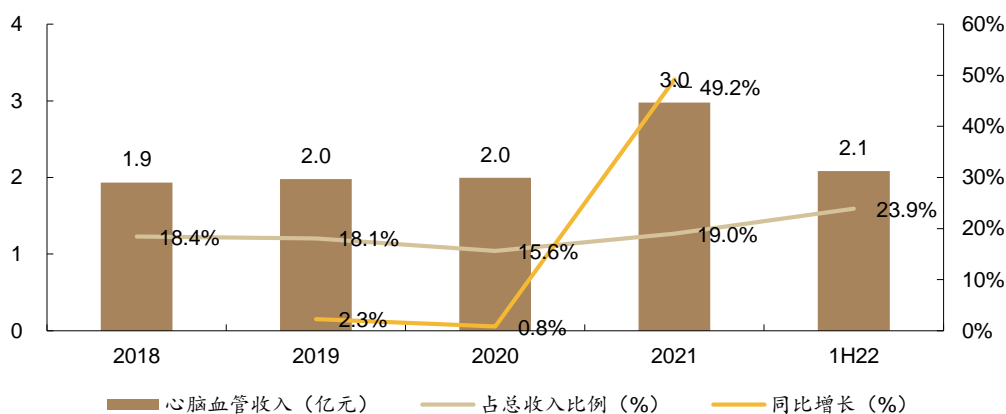
表 4：2021 年心脑血管中成药院内销售情况

药品名称	主要成分	销售额 (亿元)
注射用血栓通	三七	23.37
银杏叶提取物注射液	银杏	21.45
注射用丹参多酚酸盐	丹参	14.61
醒脑静注射液	麝香	13.27
注射用血塞通	三七	12.24
药脑心通胶囊	黄芪、丹参、当归	11.89
舒血宁注射液	银杏	11.52
复方丹参滴丸	丹参以及三七、冰片	11.15
参麦注射液	红参和麦冬	9.84
麝香保心丸	麝香	9.28
疏血通注射液	水蛭、地龙	8.81
通心络胶囊	赤芍、土鳖虫、水蛭	8.51
注射用红花黄色素	花黄色素	8.45
参松养心胶囊	人参、麦冬、山茱萸、丹参	8.33
银杏二萜内酯葡胺注射液	银杏	8.14

资料来源：米内网，药融云，汇聚南药公众号，德邦研究所

公司在心脑血管领域产品组合丰富，打造“欣雪安”系列品牌组合，较为全面覆盖心脑血管多种类中成药。在心脑血管领域，公司及子公司湘雅制药主导产品包括血塞通分散片、血塞通片、银杏叶分散片、益脉康片、益脉康分散片。为进一步强化品牌协同效应，公司将主力产品打造“欣雪安”品牌商标以强化消费者认知，扩大品牌效应。在心脑血管市场需求持续扩容的背景下，公司心脑血管版块收入稳健增长，2022 年上半年实现收入 2.1 亿元，同比增长 71.1%；2019-2021 年收入 CAGR 达 22.7%。

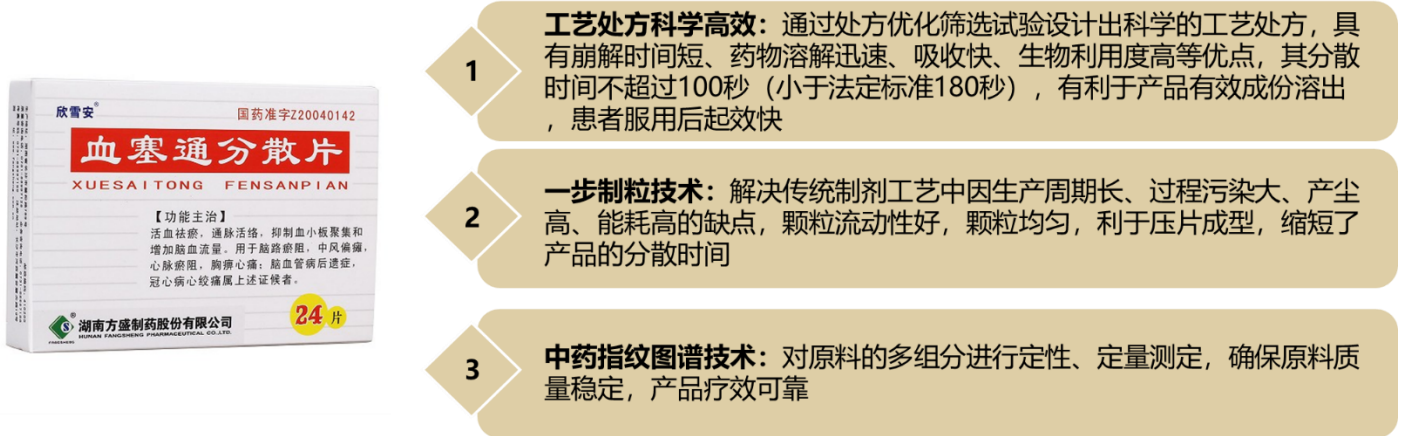
图 31：公司心脑血管业务收入情况



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

血塞通分散片为公司心脑血管领域大品种，享有三项核心技术并受国家专利保护。血塞通分散片由三七总皂苷组成，具有活血祛瘀，通脉活络，抑制血小板聚集和增加脑血流量的作用。用于脑络瘀阻，中风偏瘫，心脉瘀阻，胸痹心痛；脑血管后遗症，冠心病心绞痛属上述证候者，曾获湖南省科技进步二等奖等荣誉。根据公司招股书，公司血塞通分散片掌握科学高效的工艺处方技术、一步制粒技术、中药指纹图谱技术三项主要核心技术，形成独特竞争优势。

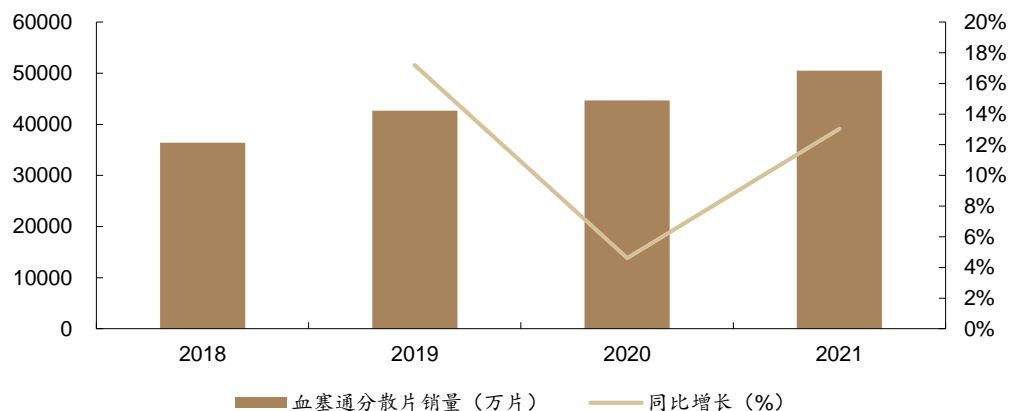
图 32：公司血塞通分散片技术及核心竞争优势



资料来源：公司官网，公司公告，德邦研究所

近年来公司产品销量稳步增长，集采中标有望加速血塞通分散片产品放量。2018-2021 年间，公司血塞通分散片销量实现稳步增长，2021 年销量达 5.0 亿片，对应 2018-2021 年 CAGR 达 11.5%。而 2021 年，根据《中成药省际联盟集中采购公告（第 4 号）》，公司控股子公司湘雅制药在中成药省际联盟集采中成功以 46.68 元价格中选。我们认为，公司血塞通分散片在省际级别集采中中标，既论证产品实力，同时也有望加速产品的进一步放量增长。

图 33：血塞通分散片销量



资料来源：公司公告，德邦研究所

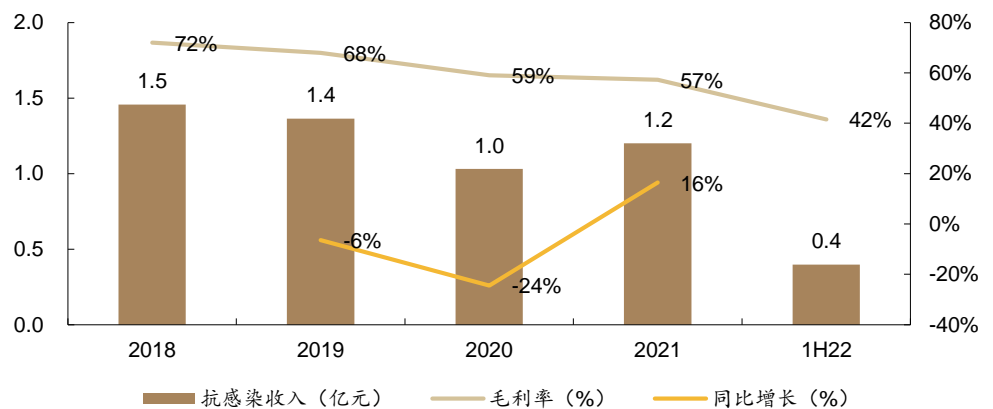
## 2.5. 抗感染：核心品种通过一致性评价，强力枇杷产品有望开辟新增长极

抗感染市场空间大、产业趋于成熟，头部品种销售额超 30 亿。抗感染药是指

具有杀灭或抑制各种病原微生物的作用，通过口服、肌肉注射、静脉注射等方式全身应用的各种药物。由于抗感染药品使用频率高，市场规模广阔，据米内网数据显示，2020年中国公立医疗机构终端全身用抗菌药市场规模达1188亿元，其中TOP10品种均超过30亿元的销售额。但另一方面，抗感染产业的起步较早，产业已步入相对成熟的生命周期，市场竞争激烈且部分产品受集采降价影响，国内厂商研发技术水平及资金实力不断提升。

公司抗感染线主导产品为头孢克肟片，已通过仿制药质量和疗效一致性评价，集采下有望稳健放量。公司头孢克肟片为全国医保目录产品，属于第三代头孢产品，已于2022年3月通过仿制药质量和疗效一致性评价，公司是国内同品种第三家过评企业。根据公司公告，2021年头孢克肟片集采采购量为44.8万盒，抗感染板块实现收入1.2亿元，同比有所回升。我们认为，随着疫情放开下细菌传染性疾病预防提升，公司该板块收入有望回升。

图 34：公司抗感染板块收入变化情况



资料来源：Wind，公司公告，德邦研究所

新收购滕王阁药业，强力枇杷膏（蜜炼）/露有望开辟新增长极。2021年公司收购滕王阁药业，纳入强力枇杷露这一呼吸领域重磅独家品种，具有独家蜜炼专利工艺、截至2021年末已经覆盖全国近千家等级医院和三千多家基层医疗机构，市场潜力巨大，有望带动公司开辟新业务增长极。

### 3. 外延收并购持续推进，产品线丰富打开新增长极

公司积极布局子公司收购，以方盛制药本部为主体，以子公司滕王阁药业、湘雅制药、海南博大等为辅佐合力发展，持续拓宽产品线丰富度。

**2016 年公司收购博大药业 100% 股权，引入 4 款高潜力明星产品。**海南博大药业股份有限公司拥有国药准字文号的产品 27 个。其中复方川芎唛美辛胶囊和复方独活唛美辛胶囊在 2016 年全国独家产品，治疗风湿、类风湿疾病疗效好；龙血竭散和舒尔经胶囊为全国独家剂型并入选国家乙类医保药品，分别在骨伤科及妇科用药市场拥有较高认可度，发展潜力大。2016 年 9 月，公司以 1.16 亿元收购博大药业 100% 股权，并于 2018 年 12 月决定向其追加投资 5000 万元以满足扩大生产经营规模及新增项目投资的需要。在公司近年推行的“338 工程”大产品战略中，龙血竭散和舒尔经胶囊入选 5-10 年内目标打造的 8 个超亿元产品之列。

**2021 年公司收购滕王阁药业 100% 股权，进一步扩张中药制造产品矩阵，强力枇杷膏（蜜炼）助力呼吸产品线增长。**江西滕王阁药业有限公司深耕呼吸系统中成药领域多年，2019 年获评国家高新技术企业，拥有多条先进生产线，覆盖中药提取浓缩、颗粒制剂、片剂、口服液、煎膏剂及糖浆剂。旗下产品共计 50 个品种，100 多种规格，包括止咳类、清热解毒类、儿童用药与补益类，其中强力枇杷膏（蜜炼）为全国独家品种和中药保护品种，已于 2017 年进入国家新版医保目录并在超 20 个省份中标。2021 年 7 月，公司签署股权转让协议，计划以 1.76 亿受让滕王阁药业共计 100% 的股权。我们认为，公司收购滕王阁药业，引入强力枇杷膏（蜜炼）等重磅品种，有利于公司加速覆盖核心中成药市场，丰富产品矩阵，增强公司在医药领域的核心竞争力；同时，滕王阁药业的产品可借助公司工商联销售渠道快速覆盖已中标省份市场，形成有利协同效应。

## 4. 盈利预测与估值

### 核心假设：

**心脑血管板块：**心脑血管中成药市场前景广阔，公司心脑血管领域拥有重磅产品血塞通分散片与杏叶分散片、益脉康片、益脉康分散片、清脑降压颗粒等多成分心脑血管中成药，可覆盖不同的细分疾病类型。我们认为，在心脑血管疾病中成药市场空间广阔的背景下，随着公司产品线格局进一步丰富、市场推广持续落地，公司心脑血管板块收入有望实现较高速增长。我们预计未来三年公司心脑血管板块的同比增长将分别达到 43%/33%/16%。同时，考虑到心脑血管中成药的集采持续推进，我们认为心脑血管板块毛利率未来数年总体将有所下滑，预计未来三年公司心脑血管板块的毛利率将分别为 75%/72%/71%。

**骨伤板块：**骨伤是中医的又一优势领域，在人口老龄化趋势下前景广阔。公司藤黄健骨片为全国独家剂型、国家医保目录品种，入选多诊疗指南、专家共识，此外三花接骨散、玄七健骨片等其他产品亮点涌现，有望开启板块新增长阶段。我们认为，随着公司其他骨伤产品陆续上市、逐步推进市场推广，有望进一步提升公司在骨伤市场的竞争力，享受骨科用药市场扩容的黄金机遇。另一方面，由于骨伤板块 22 年受湖北省集采影响相关产品价格有所下调，我们预计未来三年公司骨伤板块的同比增长将分别达到 -6%/20%/22%。同时，我们认为骨伤板块毛利率受中成药集采降价趋势影响将略微下滑，预计未来三年公司骨伤板块的毛利率将分别为 86%/77%/78%。

**儿科板块：**政策鼓励下儿科市场有望加速扩容，公司儿科用药重点覆盖呼吸等核心市场，重点产品小儿荆杏止咳颗粒放量加速推动板块收入亮眼、赖氨酸维 B12 颗粒竞争力强、强力枇杷露等品种拥有较大潜力，儿科产品线空间广阔。我们认为公司儿科板块的业务有望维持稳健增长。我们预计未来三年公司儿科板块的同比增长将分别达到 9%/35%/36%。同时，考虑公司过往年份的毛利率总体保持稳定。我们认为儿科板块毛利率有望维持稳定水平，预计未来三年公司儿科板块的毛利率将分别为 63%/62%/61%。

**妇科板块：**妇科疾病的种类多，发病率较高，随健康意识提升，妇科市场潜力巨大。公司妇科主导产品黄藤素分散片和金英胶囊竞争优势明显。我们预计未来三年公司妇科板块的同比增长将分别达到 8%/8%/8%。同时，综合过往妇科板块的毛利率变动情况，我们认为妇科板块毛利率有望维持稳定水平，预计未来三年公司妇科板块的毛利率将分别为 78%/77%/76%。

**抗感染板块：**公司抗感染线主导产品头孢克肟片集采下有望稳健放量，随着疫情放开背景下细菌传染性疾病预防提升，公司该板块收入有望回升。我们预计未来三年公司抗感染板块的同比增长将分别达到 115%/24%/34%。同时，综合过往抗感染板块的毛利率变动情况，我们认为抗感染板块毛利率有望维持稳定水平，预计未来三年公司抗感染板块的毛利率将分别为 57%/57%/57%。

表 5：公司收入预测拆分（百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>骨科：</b>	<b>326.2</b>	<b>332.3</b>	<b>399.2</b>	<b>376.3</b>	<b>450.4</b>	<b>548.4</b>
yoy	8%	2%	20%	-6%	20%	22%
毛利率	90%	89%	88%	86%	77%	78%
毛利	293	296	349	324	347	428
<b>妇科：</b>	<b>148.3</b>	<b>122.9</b>	<b>131.9</b>	<b>142.0</b>	<b>153.5</b>	<b>166.2</b>
yoy	1%	-17%	7%	8%	8%	8%
毛利率	81%	79%	79%	78%	77%	76%
毛利	120	97	104	111	118	126
<b>儿科：</b>	<b>104.8</b>	<b>89.1</b>	<b>129.2</b>	<b>140.2</b>	<b>188.8</b>	<b>256.4</b>

yoy	-4%	-15%	45%	9%	35%	36%
毛利率	57%	57%	63%	63%	62%	61%
毛利	60	51	82	88	117	156
<b>心血管:</b>	<b>197.9</b>	<b>199.5</b>	<b>297.7</b>	<b>425.0</b>	<b>564.7</b>	<b>656.9</b>
yoy	2%	1%	49%	43%	33%	16%
毛利率	64%	66%	76%	75%	72%	71%
毛利	126	131	226	319	407	466
<b>抗感染:</b>	<b>136.3</b>	<b>103.1</b>	<b>120.0</b>	<b>258.2</b>	<b>319.8</b>	<b>427.9</b>
yoy	-6%	-24%	16%	115%	24%	34%
毛利率	68%	59%	57%	57%	57%	57%
毛利	93	61	69	148	182	244
<b>其他工业:</b>	<b>112.3</b>	<b>110.6</b>	<b>63.3</b>	<b>66.5</b>	<b>69.8</b>	<b>73.3</b>
yoy	-4%	-2%	-43%	5%	5%	5%
毛利率	62%	61%	59%	59%	59%	59%
毛利	70	67	37	37	37	37
<b>总收入</b>	<b>1093.8</b>	<b>1278.8</b>	<b>1567.0</b>	<b>1876.6</b>	<b>1935.4</b>	<b>2327.0</b>
yoy	4%	17%	23%	20%	3%	20%
毛利率	73%	64%	64%	63%	66%	66%
毛利	794	815	1004	1177	1280	1533

资料来源: 公司公告, Wind, 德邦研究所

### 盈利预测与投资建议:

公司锐意进取, 砥砺前行, 积极推动战略转型开启经营新阶段, 有望凭借已有独家优势产品稳固市场地位, 同时通过新并购产品有望加速放量。我们认为, 在国家政策支持中医药发展的背景下, 中成药各细分赛道空间广阔, 公司各产品线有望持续带来不断增长的业绩贡献, 有望助力公司在未来释放亮眼业绩。同时公司 2023 年净利润预计受佰骏医疗、恒兴医药剥离出表影响有所回调, 我们预计 2022-2024 年公司营收分别为 18.8/19.4/23.3 亿元、归母净利润分别为 3.1/1.7/2.1 亿元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 6: 可比公司估值分析

公司名称	总市值 (亿元)		收盘价 (元)			归母净利润 (亿元)			PE (X)		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
葫芦娃	67.3	16.8	0.9	1.1	1.4	72.3	60.6	47.7			
葵花药业	152.4	26.1	8.7	10.6	12.3	17.5	14.4	12.4			
健民集团	115.8	75.5	4.0	5.0	6.1	29.0	23.3	18.9			
<b>PE 均值</b>						39.6	32.8	26.3			
方盛制药	52.9	12.0	3.1	1.7	2.1	17.3	31.1	21.7			

资料来源: Wind 一致预期, 方盛制药使用德邦研究所预测, 德邦研究所

注: 更新日期为 2023 年 3 月 15 日

## 5. 风险提示

- 1) **产品降价风险:**随着中成药集采进程推进、中药创新药陆续谈判进入医保,公司产品的价格可能面临一定的降价风险。如果产品的销量的增长未能抵消降价带来的负面影响,则公司的营收水平可能会受到拖累。
- 2) **行业竞争加剧的风险:**在中药创新药的审批端加速、支付端格局良好的背景下,行业参与者数量可能呈现增加趋势,如果公司的新药研发进展不及预期,则存在市场份额被其他竞争者所取代的风险。
- 3) **核心技术及业务人员流失风险:**随着经营规模的扩大,公司对研发、采购、生产、销售等方面人才的需求将进一步显现,如果公司不能及时引进、培育相关人才,在薪酬、福利等方面不能为各类人才持续提供具有竞争力的发展平台,可能导致人才队伍的不稳定,对公司生产经营造成影响。
- 4) **在研产品上市进程不及预期的风险:**公司在研管线涵盖 2 项药品的一致性评价、2 项中药新药、8 项化药新药,在中成药市场竞争日趋加剧的背景下,倘若公司产品的上市进程不及预期,则可能降低其在市场上的核心竞争力,对公司未来营收产生不利影响。



## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.16	0.69	0.39	0.48
每股净资产	2.72	3.30	3.48	3.68
每股经营现金流	0.42	0.41	0.67	0.97
每股股利	0.20	0.14	0.20	0.27
价值评估(倍)				
P/E	42.50	17.35	31.08	25.27
P/B	2.50	3.64	3.45	3.26
P/S	3.29	2.82	2.73	2.27
EV/EBITDA	13.99	8.99	12.34	10.64
股息率%	2.9%	1.1%	1.7%	2.3%
盈利能力指标(%)				
毛利率	64.1%	62.7%	66.1%	65.9%
净利润率	4.5%	16.2%	8.8%	9.0%
净资产收益率	5.9%	21.0%	11.1%	12.9%
资产回报率	2.6%	11.3%	6.3%	7.2%
投资回报率	5.8%	14.7%	8.0%	9.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	22.5%	19.8%	3.1%	20.2%
EBIT 增长率	26.4%	185.5%	-43.9%	22.4%
净利润增长率	9.8%	335.3%	-44.2%	23.0%
偿债能力指标				
资产负债率	51.8%	43.0%	40.9%	41.9%
流动比率	0.7	0.8	0.9	1.1
速动比率	0.5	0.6	0.7	0.8
现金比率	0.2	0.4	0.5	0.6
经营效率指标				
应收帐款周转天数	56.7	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	166.4	100.0	120.0	120.0
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.8
固定资产周转率	2.7	4.2	6.8	21.0

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	70	305	170	209
少数股东损益	-0	-22	-12	-15
非现金支出	106	204	213	219
非经营收益	31	-192	14	14
营运资金变动	-22	-114	-89	-2
经营活动现金流	186	181	296	425
资产	-185	-255	-115	-85
投资	-181	70	-60	-60
其他	136	234	-0	-0
投资活动现金流	-230	49	-175	-145
债权募资	40	0	0	0
股权募资	13	11	0	0
其他	-67	-69	-99	-129
融资活动现金流	-14	-58	-99	-129
现金净流量	-59	172	22	151

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 15 日  
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,567	1,877	1,935	2,327
营业成本	563	699	655	794
毛利率%	64.1%	62.7%	66.1%	65.9%
营业税金及附加	24	29	30	36
营业税金率%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
营业费用	633	826	861	1,031
营业费用率%	40.4%	44.0%	44.5%	44.3%
管理费用	169	141	145	170
管理费用率%	10.8%	7.5%	7.5%	7.3%
研发费用	51	66	68	81
研发费用率%	3.3%	3.5%	3.5%	3.5%
EBIT	139	396	222	272
财务费用	18	6	5	4
财务费用率%	1.1%	0.3%	0.2%	0.2%
资产减值损失	-12	0	0	0
投资收益	-10	206	0	0
营业利润	100	373	210	258
营业外收支	-9	-5	-5	-5
利润总额	91	368	205	253
EBITDA	228	600	435	490
所得税	21	85	47	58
有效所得税率%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%
少数股东损益	-0	-22	-12	-15
归属母公司所有者净利润	70	305	170	209

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	259	431	453	604
应收账款及应收票据	243	154	159	191
存货	257	192	215	261
其它流动资产	108	15	65	133
流动资产合计	867	792	893	1,189
长期股权投资	193	243	263	283
固定资产	572	448	285	111
在建工程	202	242	282	298
无形资产	250	280	290	300
非流动资产合计	1,838	1,906	1,823	1,704
资产总计	2,704	2,698	2,715	2,894
短期借款	444	444	444	444
应付票据及应付账款	117	96	68	83
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	695	475	452	542
流动负债合计	1,255	1,014	964	1,068
长期借款	28	28	28	28
其它长期负债	118	118	118	118
非流动负债合计	145	145	145	145
负债总计	1,401	1,160	1,109	1,213
实收资本	429	440	440	440
普通股股东权益	1,196	1,452	1,532	1,621
少数股东权益	108	86	74	59
负债和所有者权益合计	2,704	2,698	2,715	2,894

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

陈铁林 德邦证券研究所副所长，医药首席分析师。研究方向：国内医药行业发展趋势和覆盖热点子行业。曾任职于康泰生物、西南证券、国海证券。所在团队获得医药生物行业卖方分析师 2019 年新财富第四名，2018 年新财富第五名、水晶球第二名，2017 年新财富第四名，2016 年新财富第五名，2015 年水晶球第一名。

## 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。