

# 方盛制药 (603998)

## 战略聚焦中药创新, “338” 产品矩阵使公司快速增长

买入 (首次)

2022 年 10 月 31 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

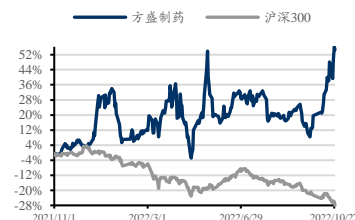
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	1,567	1,874	1,880	2,556
同比	23%	20%	0.34%	36%
归属母公司净利润 (百万元)	70	289	163	236
同比	10%	313%	-44%	45%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.16	0.66	0.37	0.54
P/E (现价&最新股本摊薄)	49.08	11.89	21.07	14.54

#新产品、新技术、新客户

### 投资要点

- **公司聚焦中药创新, 产品矩阵优异、剥离非主业资产促使公司实现高速增长。**公司优秀的“338”产品矩阵, 布局儿科、骨伤科、呼吸科、妇科等。战略布局中药创新主业, 收购滕王阁药业等丰富产品矩阵; 另一方面逐步剥离亏损医疗服务等非核心业务。年内小儿荆杏止咳颗粒创新药谈判有望续约, 玄七健骨片创新药谈判, 小儿荆杏止咳颗粒等产品有望进入新基药。剥离非主业资产导致 2023 年表现增速慢, 我们预计 2023 年中医药工业收入增长 20%以上, 2024 年核心产品进入医保谈判及基药后有望 35%以上增长; 未来三年扣非归母利润复合增速超 45%增长, 成为中药板块稀缺标的。
- **二十大报告指出中医药创新传承发展, 药审中心及医保局等支持其发展, 中成药需求持续增长。**2020 年 4 月、2021 年 12 月国家药监局、医保局分别发布《中药注册管理专门规定 (征求意见稿)》、《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》, 支持创新中药审批及医保支付。二十大报告中再次指出, 推进健康中国建设, 把保障人民健康放在优先发展的战略位置, 促进中医药传承创新发展。2021 年中药创新药审批制度改革初显成效, 2019-2021 年获批的 17 款创新中药, 方盛制药占 2 款。中成药在 2018 版基药目录中的占比提升至 39.12%, 较 2009 版提升 6pct, 各级医院基本药物使用金额、使用频度占比均有所上升。中成药作为基药目录的重要成分, 有望借此加速放量。2021 年, 公司实现营收 15.67 亿元, 同比增长 22.54%, 其中, 销售过亿的产品包括藤黄健骨片、血塞通分散片, 依折麦布销售收入近亿元; 2022 年 H1, 强力枇杷膏半年销售额已超过 2021 年全年销售额, 创新中药小儿荆杏止咳颗粒销售收入同比增长超过 800%, 增长势头强劲。
- **打造“338”大品种, 销售收入有望突破 50 亿。**公司通过对政策影响和行业变化趋势进行研判, 进一步聚焦专业品类领域, 战略提出打造单品“338 工程”的产品集群目标。“338 工程”即 5-10 年内, 助力打造 3 个 10 亿元大产品、3 个 5 亿元大产品和 8 个超亿元产品, 按照该口径计算, 5-10 年后, 仅大品种的销售额可达到 53 亿, 较 2021 年 15.67 亿元的收入体量有较大提升。公司挖掘市场潜能, 调校营销方式, 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, 后续有望借助基药、医保及集采政策, 加快产品上量速度实现快速增长。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计 2022-2024 年归母净利润为 2.89/1.63/2.36 亿元, 2022 年归母净利润的大幅提升系转让佰骏医疗股权所得投资收益, 剔除后公司扣非归母净利润预计为 1.0/1.6/2.3 亿元, 对应当前市值的 PE 为 34X/21X/15X。考虑到公司产品矩阵丰富, 未来三年具有较高的复合增速, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 产品放量不及预期风险, 政策风险, 竞争加剧风险, 产品研发不及预期风险等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	7.82
一年最低/最高价	4.89/8.34
市净率(倍)	2.53
流通 A 股市值(百万元)	3,358.14
总市值(百万元)	3,437.69

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	3.09
资产负债率(% ,LF)	41.00
总股本(百万股)	439.60
流通 A 股(百万股)	429.43

### 相关研究

## 内容目录

<b>1. 中药创新第一梯队，聚焦主业、打造 338 大品种战略</b>	<b>5</b>
1.1. 历史悠久，从湖南领军到国内一流	5
1.2. 中药集群初具雏形，着力打造“338”大品种	6
1.3. 营业收入稳步增长，经营能力有所提升	8
<b>2. 中医药行业持续扩容，公司战略聚焦创新中药</b>	<b>10</b>
2.1. 中成药市场需求持续增长，政策利好行业发展	10
2.2. 公司聚焦中药主业，非核心业务逐步优化	15
<b>3. 聚焦创新中药，打造各领域重磅产品</b>	<b>16</b>
3.1. 儿科领域中成药需求强劲，小儿荆杏止咳颗粒疗效确切，有望打造为 10 亿大产品	16
3.1.1. 儿科中成药市场需求强劲，儿药中成药成为企业发展重点	16
3.1.2. 小儿荆杏止咳疗效确切，具有较高商业价值	18
3.2. 骨科中成药新老产品形成梯度，市场布局持续拓宽	21
3.2.1. 骨科中成药行业回暖且将持续扩容	21
3.2.2. 藤黄健骨片临床价值深入人心	23
3.2.3. 玄七健骨片凭借临床优势有望快速切入市场	24
3.3. 呼吸咳喘市场增长稳健，强力枇杷膏产品放量陡峭	26
3.3.1. 呼吸系统疾病用药整体增长迅速	26
3.3.2. 强力枇杷膏（蜜炼）为高资格准入中药大品种，产品放量陡峭	27
3.4. 妇科领域用药系统布局，金英胶囊竞争优势独特	30
3.4.1. 妇科市场稳健增长，实体药店终端为主要渠道	30
3.4.2. 金英胶囊循证医学证据充分	31
3.5. 心脑血管领域市场广阔，血塞通分散片适应症丰富，具有较大增长潜力	33
3.5.1. 心血管领域中成药规模庞大	33
3.5.2. 血塞通分散片适应症丰富，疗效可靠，具有较大增长潜力	34
<b>4. 化药仿制质效提升，抓住集采时代行业机会</b>	<b>35</b>
<b>5. 盈利预测与投资评级</b>	<b>38</b>
5.1. 关键假设	38
5.2. 盈利预测及投资评级	39
<b>6. 风险提示</b>	<b>39</b>

## 图表目录

图 1: 公司历史发展沿革.....	5
图 2: 公司股权结构 (截至 2022 年 Q3) .....	6
图 3: “338 工程”产品基本介绍 .....	7
图 4: 锥形产品布局助力业绩高速增长.....	8
图 5: 公司收入及增长情况.....	8
图 6: 公司分业务收入及增长情况 (百万元) .....	9
图 7: 公司分产品收入及增长情况 (百万元) .....	9
图 8: 公司归母净利润情况.....	9
图 9: 公司医药制造毛利与毛利率情况.....	9
图 10: 公司各项期间费用情况.....	10
图 11: 中成药市场规模及增速.....	10
图 12: 等级医院中成药销售额占比逐步提升.....	11
图 13: 中药注册分类变化.....	13
图 14: 2016-2021 年我国新药申报情况 .....	13
图 15: 2016-2021 年我国新药审批情况 .....	13
图 16: 基药目录中成药数量占比提升.....	15
图 17: 样本医院基药使用金额、频度占比.....	15
图 18: 滕王阁药业重点产品基本情况.....	15
图 19: 滕王阁药业营收及归母净利润 (百万元) .....	15
图 20: 儿科中成药细分领域终端销售额及增速 (亿元) .....	17
图 21: 儿科中成药细分领域终端销售占比.....	17
图 22: 公立医院儿科感冒药 TOP10 销售额 (亿元) .....	17
图 23: 公立医院儿科止咳化痰药 TOP10 销售额 (亿元) .....	17
图 24: 小儿荆杏止咳颗粒方解.....	19
图 25: 小儿荆杏止咳颗粒 III 期临床设计 .....	19
图 26: 小儿荆杏止咳颗粒疾病疗效综合评价.....	20
图 27: 小儿荆杏止咳颗粒中医证候相关症状改善情况.....	20
图 28: 小儿荆杏止咳颗粒销售业绩增长迅速 (百万元) .....	21
图 29: 骨科中成药细分领域终端销售额及增速 (亿元) .....	22
图 30: 骨科中成药细分领域终端销售占比.....	22
图 31: 公立医院消肿止痛用药 TOP10 销售额 (亿元) .....	22
图 32: 公立医院风湿性疾病用药 TOP10 销售额 (亿元) .....	22
图 33: 藤黄健骨片方解.....	23
图 34: 治疗膝骨关节炎临床疗效观察.....	24
图 35: 联合元七骨痛酊治疗膝骨关节炎的临床观察.....	24
图 36: 藤黄健骨片销售额 (百万元) 及增速.....	24
图 37: 玄七健骨片说明.....	25
图 38: III 期临床试验有效性结果 (WOMAC 疼痛评分/mm) .....	25
图 39: 呼吸系统疾病细分领域销售额.....	26
图 40: 呼吸系统疾病细分领域占比.....	26
图 41: 实体药店止咳平喘用药 TOP10 产品销售 (亿元) .....	27
图 42: 公立医院止咳平喘用药 TOP10 产品销售 (亿元) .....	27

图 43:	强力枇杷膏（蜜炼）方解.....	27
图 44:	咳嗽症状疗效评价（慢性支气管炎）.....	28
图 45:	咳嗽 VAS 评分较基线变化（急性支气管炎）.....	28
图 46:	强力枇杷膏（蜜炼）产品资格准入高.....	29
图 47:	强力枇杷膏产品销售额（百万元）及增速.....	29
图 48:	妇科疾病细分领域中成药销售额.....	30
图 49:	妇科疾病细分领域中成药占比.....	30
图 50:	公立医院妇科炎症用药 TOP10 产品销售额.....	31
图 51:	实体药店妇科炎症用药 TOP10 产品销售额.....	31
图 52:	金英胶囊方解及药理学研究.....	31
图 53:	金英胶囊适应症推荐.....	31
图 54:	金英胶囊的 III 期临床疗效评价.....	32
图 55:	金英胶囊高级别循证医学证据.....	32
图 56:	金英胶囊销售额（百万元）及增速.....	33
图 57:	公立医院心血管用药 TOP10 销售额（亿元）.....	34
图 58:	实体药店心血管用药 TOP10 销售额（亿元）.....	34
图 59:	心脑血管细分领域销售额（亿元）.....	34
图 60:	心脑血管细分领域市场占比.....	34
图 61:	血塞通分散片的现代药理学研究.....	35
图 62:	血塞通分散片单用于老年心肌缺血.....	35
图 63:	联合阿托伐他汀治疗冠心病不稳定型心绞痛疗效.....	35
图 64:	公司已上市的主要化药产品基本情况.....	36
图 65:	原研厂商依折麦布国内销售额及增速.....	37
图 66:	公司依折麦布片销售额（百万元）.....	37
图 67:	公司赖氨酸维 B12 颗粒销售额及增速.....	37
图 68:	2022H1 赖氨酸维 B12 颗粒零售市场竞争格局.....	37
表 1:	中医药相关政策.....	12
表 2:	2019 年-2022 年 H1 上市的中药创新药.....	14
表 3:	儿药鼓励性政策法规及文件.....	18
表 4:	收入拆分（百万元）及预测.....	38
表 5:	可比公司估值（收盘日期为 2022 年 10 月 30 日）.....	39

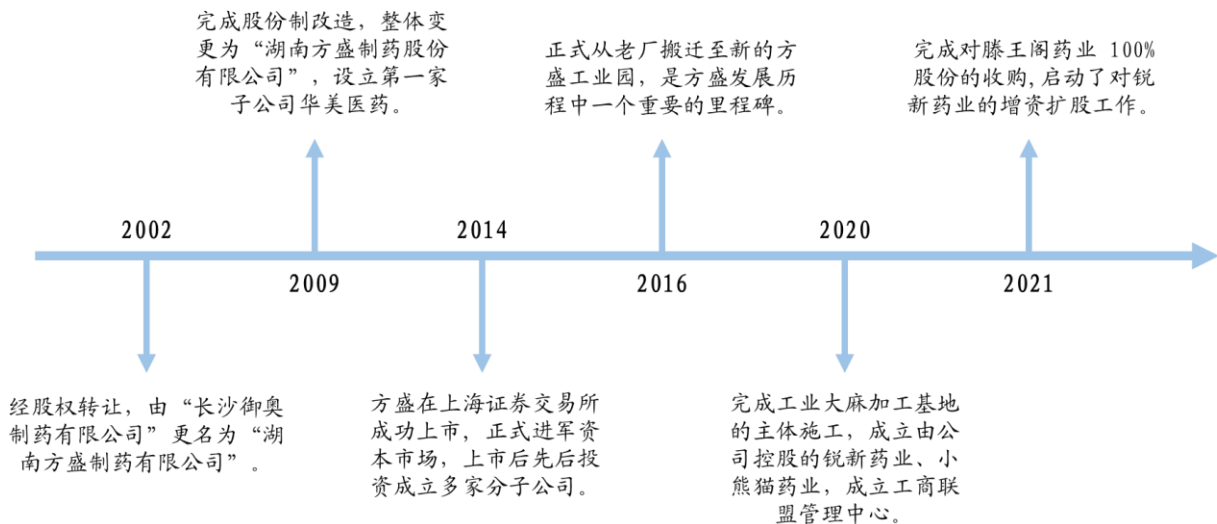


## 1. 中药创新第一梯队，聚焦主业、打造 338 大品种战略

### 1.1. 历史悠久，从湖南领军到国内一流

公司历史悠久，呈现良好发展势头。方盛制药是一家集医药工业、医疗服务、大健康业务于一体的高品质、综合性、科研型医药健康产业集团，主要从事心脑血管疾病用药、骨骼肌肉系统用药、儿童用药、妇科疾病用药、呼吸系统用药、抗感染用药等药品的研发、生产与销售。公司创始于 2002 年，创始时便将“新药研发能力”定位为公司核心竞争优势。公司于 2009 年完成股份制改造并设立第一家子公司华美医药，2014 年于上海证券交易所成功上市。随后，公司积极开展并购重组，陆续收购佰骏医疗、滕王阁药业等子公司。公司近年发展蒸蒸日上，2021 年入选“2021 年度中国医药工业百强-2021 年度中国中药企业 TOP100 排行榜”并位列第 71 位。

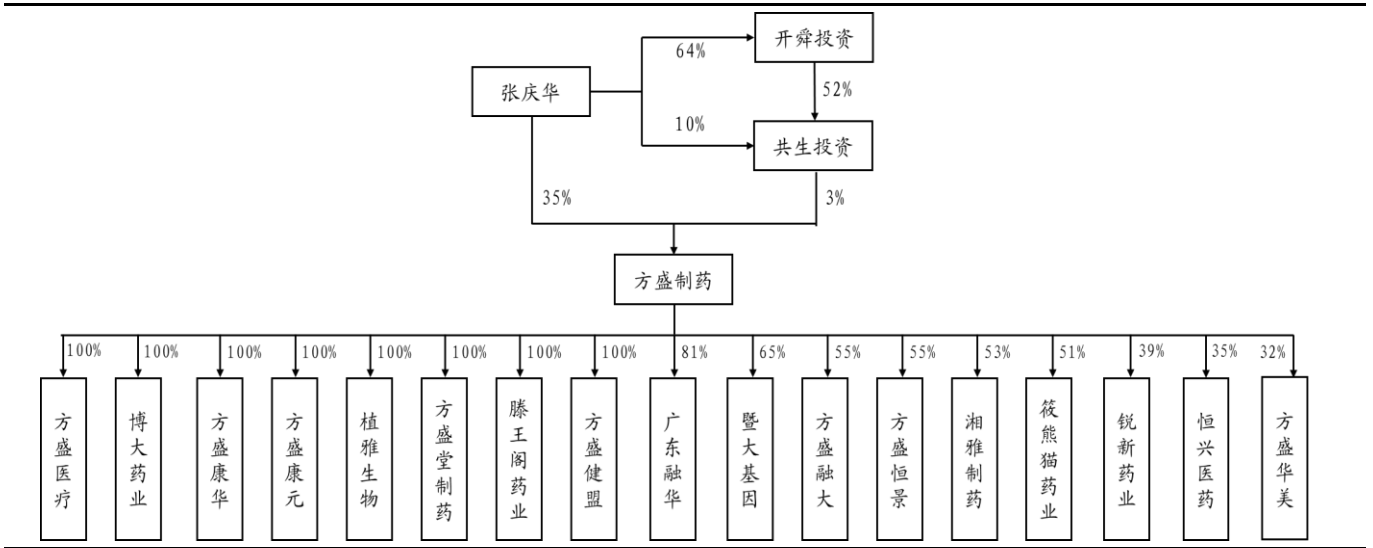
图1：公司历史发展沿革



数据来源：方盛制药官网，方盛制药年报，东吴证券研究所

公司股权结构集中，实控人为张庆华先生。截至 2022 年 6 月 30 日，张庆华先生共计持股 36%，直接持股 35%。张庆华先生系中药科班出身，1995 年毕业于湖南中医学院（现湖南中医药大学），1998 年成立瑞兴医药有限公司，4 年后相继成立湖南方盛制药有限公司、湖南方盛堂制药有限公司和方盛医药科技有限公司，深耕医药行业 24 年。截至 2022 年 H1，公司旗下共有子公司 18 家，业务性质包括研发、科技推广及应用服务、药品生产、药品流通、健康医疗、医疗投资等，2022 年，公司将进一步对非主营业务进行优化调整，通过聚焦核心主业，来提升企业核心竞争力；通过“关、停、并、转”的方式来盘活固化与低效的资产，以实现高质量发展。

图2: 公司股权结构 (截至 2022 年 Q3)



数据来源: wind, 方盛制药年报, 东吴证券研究所

## 1.2. 中药集群初具雏形，着力打造“338”大品种

公司通过对政策影响和行业变化趋势进行研判，进一步聚焦专业品类领域，提出打造销售收入过亿单品“338工程”的产品集群目标。“338工程”即5-10年内，助力打造3个10亿元大产品、3个5亿元大产品和8个超亿元产品。按照该口径计算，5-10年后，仅大品种的销售额可达到53亿，较2021年15.67亿元的收入体量有较大提升。公司挖掘市场潜能，调校营销方式，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，后续有望借助基药、医保及集采政策，加快产品上量速度，更快地打造过亿单品。

**核心产品广泛布局中成药各个疾病领域。**儿科类的主要有中药创新药小儿荆杏止咳颗粒（国家医保乙类品种）；骨科的核心产品主要有藤黄健骨片（独家剂型国家医保目录品种）、玄七健骨片（1.1类创新中药）等；妇科用药主要有金英胶囊，金英胶囊获得国家中药六类新药证书；呼吸系统主要产品为强力枇杷膏（蜜炼）和强力枇杷露，其中强力枇杷膏（蜜炼）为国家医保甲类品种、国家基药，具有独家蜜炼专利工艺；心脑血管类主要有血塞通分散片、血塞通片，均为国家医保乙类品种。

图3: “338 工程” 产品基本介绍

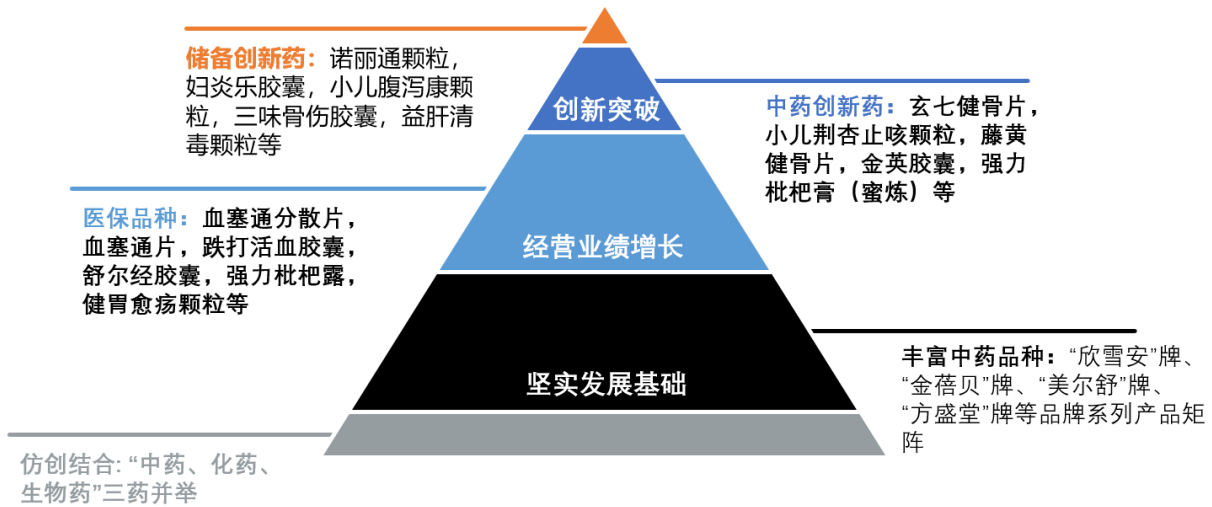
“338” 工程目标	药品名称	疾病领域	注册分类	创新类型	适应症	国家基药目录	国家医保目录
十亿产品	小儿荆杏止咳颗粒	儿科	中药6.1类	创新药	小儿外感风寒化热轻度急性支气管炎引起的咳嗽, 咯痰, 痰黄, 咽部红肿、发热等症	否	乙类
	藤黄健骨片	骨伤科	中药8类	改良型新药	补肾, 活血, 止痛。用于肥大性脊椎炎, 颈椎病, 跟骨刺, 增生性关节炎, 大骨节病	否	乙类
	强力枇杷膏 (蜜炼)	呼吸系统	中药	中药	养阴敛肺, 止咳祛痰。用于支气管炎咳嗽	是	甲类
五亿产品	金英胶囊	妇科	中药6类	创新药	清热解毒, 祛湿止带, 用于慢性盆腔炎等	否	否
	玄七健骨片	骨伤科	中药1.1类	创新药	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	2022通过形式审查
	血塞通分散片	心脑血管	中药9类	改良型新药	活血祛瘀, 通脉活络, 抑制血小板聚集和增加脑血流量之功效	否	乙类
过亿产品	跌打活血胶囊	骨伤科	中药	改良型新药	舒筋活血, 散瘀止痛	否	乙类
	龙血竭散	骨伤科	中药	改良型新药	活血散瘀, 定痛止血, 敛疮生肌。用于跌打损伤, 瘀血作痛	否	乙类
	舒尔经胶囊	妇科	中药	改良型新药	痛经、月经量少、后错属气滞血瘀证者。	否	乙类
	赖氨酸维 B12 颗粒	儿科	化药6类	仿制药	能加速儿童生长发育、增进食欲	否	否
	健胃愈疡颗粒	消化系统	中药8类	改良型新药	疏肝健脾, 生肌止痛。用于肝郁脾虚、肝胃不和所致的胃痛, 症见脘腹胀痛、暖气吞酸、烦躁不适、腹胀便溏; 消化性溃疡见上述证候者。	否	乙类
	强力枇杷露	消化系统	中药8类	改良型新药	阴敛肺, 止咳祛痰。用于支气管炎咳嗽。	否	甲类
	依折麦布片	心脑血管	化药4类	仿制药	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	乙类
参芪鹿茸口服液	补益类	中药	改良型新药	脾肾两虚所致体乏形瘦, 腰腿疼痛, 头晕目眩, 食欲不振	否	否	

数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

注: 除玄七健骨片、依折麦布片外, 其余中药品种及化药品种均为按 2007 年版《药品注册管理办法》中的中药及化药注册分类进行申报生产

公司创新中药研发储备深厚, 锥形产品集群布局将为公司整体经营业绩的持续提升奠定坚实的基础。产品储备方面, 公司有蛭龙通络片、益气消瘤颗粒、止血消痛颗粒和诺丽通颗粒等在研品种, 其中诺丽通颗粒已取得了III期临床研究总结报告, 我们预计诺丽通颗粒有望于 2023 年上半年获得生产批件。方盛的中药核心优势在于锥形产品集群布局, 以具备做大做强十亿单品产品力的中药创新药、国家基药为“锥尖”, 新上市的中药创新药、独家产品为“锥体”, 以多个独家医保中药产品和多样化的创仿产品为“锥基”, 通过牢固的基本盘配合创新中药的高速增长, 将为公司整体经营业绩的持续提升奠定坚实的基础。

图4：锥形产品布局助力业绩高速增长



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

### 1.3. 营业收入稳步增长，经营能力有所提升

公司业绩整体向好，营业收入持续增长。2014-2021 年期间，公司收入复合年增长率达 20.86%。2017 年公司成立专门的营销改革小组，开始加大宣传推广费用。这种高营销投入策略在 2017-2018 年带来收入高速增长，增长率达到 30%；2019 年收入增速有所下滑；2020 年收入增速逐步回升。2022H1 公司营收达 8.73 亿元，同比增长 19.66%。

图5：公司收入及增长情况



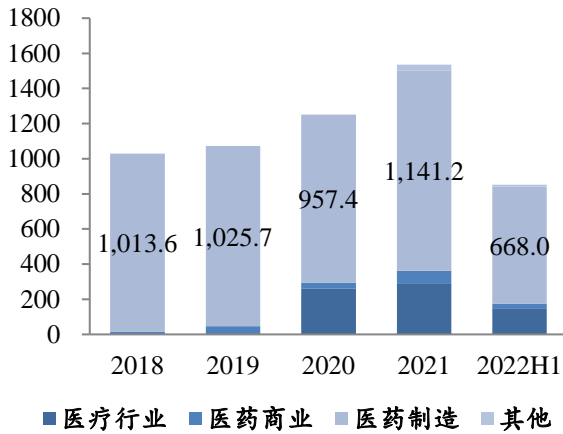
数据来源：wind，东吴证券研究所

医药制造业务为公司主要收入来源，六类产品齐发力。分业务类型来看，2018-2021 年，公司医药制造板块收入总体呈现稳步增长趋势，年均复合增长率为 4.03%。医疗业务由控股子公司佰骏医疗下的医院开展，2020-2021 年收入稳定在 2.6 亿元以上；医药商业业务主要由子公司方盛锐新、熊猫药业负责，该板块 2021 年收入为 0.75 亿元，增



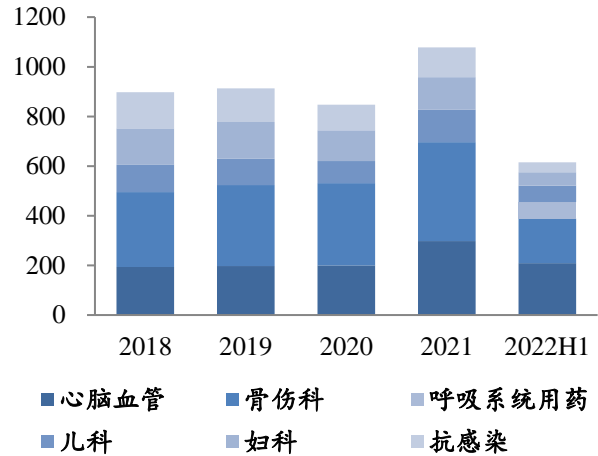
长率高达 134.4%。分产品来看，骨伤科产品、心脑血管为公司主力产品，总收入占比均基本稳定在 20%以上，在 2020 年疫情期间仍保持 1%左右正增长；受新冠疫情影响，妇科、抗感染产品收入均有 10%以上程度的下降。2021 年，所有产品均恢复增长。主要为呼吸系统用药，增长势头强劲。

图6：公司分业务收入及增长情况（百万元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

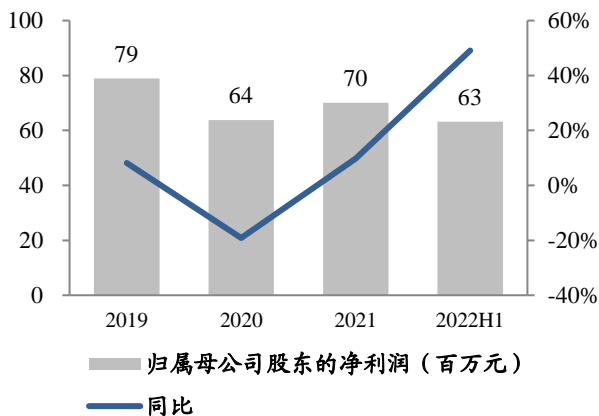
图7：公司分产品收入及增长情况（百万元）



数据来源：wind，东吴证券研究所

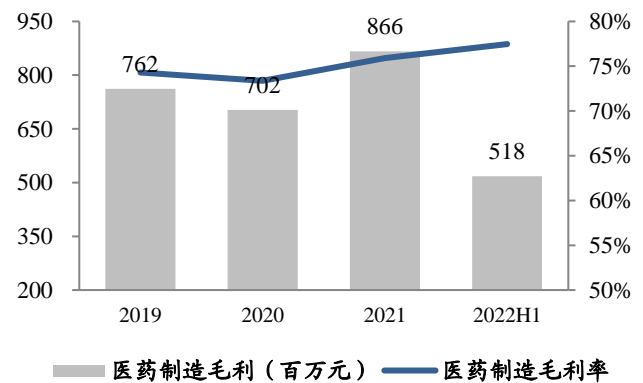
公司一改“增收不增利”趋势，2021 年归母净利润恢复正增长。2020 年，公司归母净利润较 2019 年同期减少 19.16%，除疫情影响外，根本原因在于公司非主营业务相关资产过多，重要子公司三花制药、佰骏医疗、暨大基因均处于亏损状态，一定程度上对主业造成拖累，其中佰骏医疗净亏损高达 0.23 亿元。2021 年，公司走出疫情影响，归母净利润 0.70 亿元，同比增长 9.79%；2022 年 H1 归母净利润为 0.63 亿元，剔除佰骏医疗新增亏损后，公司扣非归母净利润为 0.54 亿元，同比增长 36.6%。医药制造毛利率整体稳中有升，2022 年 H1 医药制造业务毛利率回升至 77.47%，盈利能力优异。

图8：公司归母净利润情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

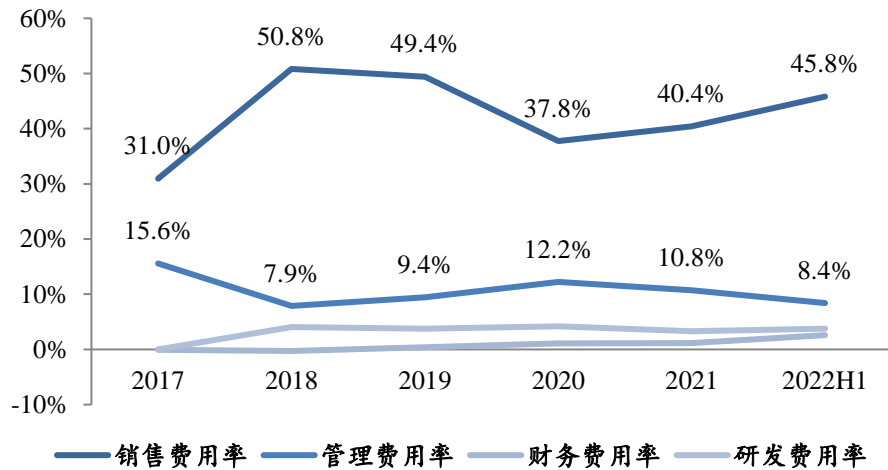
图9：公司医药制造毛利与毛利率情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

公司持续加大销售投入，费用率整体保持稳定。2021 年至今公司销售费用率略有回升，主要系疫情影响减弱，公司各类销售推广活动增加，且收购了滕王阁药业。考虑到未来部分产品集采后缩减渠道推广费用，我们推测未来销售费用率有望有所下降。2018-2022 年 H1，研发费用率稳定在 4%左右，2022H1 较 2021 年增加 0.46pct，未来公司着力发展中药创新药，研发支出费用或逐步提升。整体净利率有望保持稳定。

图10：公司各项期间费用情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

## 2. 中医药行业持续扩容，公司战略聚焦创新中药

### 2.1. 中成药市场需求持续增长，政策利好行业发展

我国人口老龄化加剧，慢性病人群以及亚健康人群数量快速增长，同时中医药对健康管理、治慢病、防未病等诸多方面优势显著，患者对中成药的需求持续增加。根据欧睿报告，中国中成药市场在 2015-2019 年经历快速增长，市场规模由 2015 年的约人民币 6252 亿元增至 2019 年的约人民币 8149 亿元，年复合增长率约为 6.8%，预计 2024 年中成药市场将增至 11375 亿元。

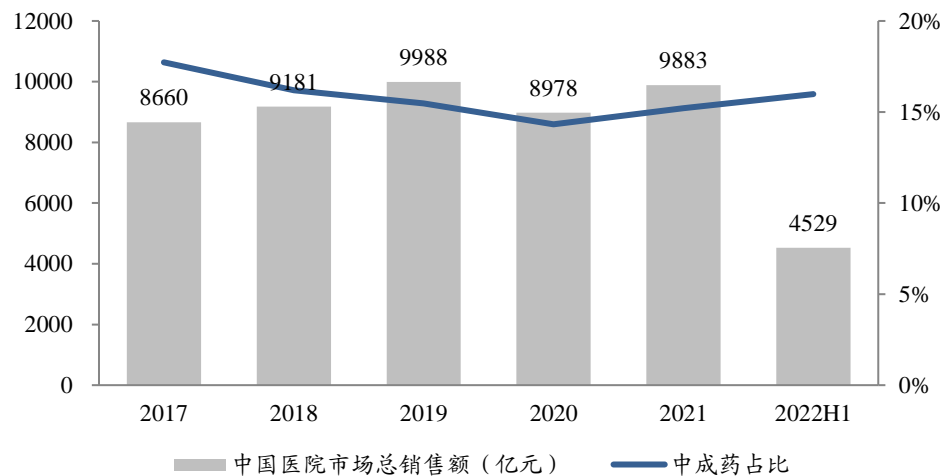
图11：中成药市场规模及增速



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

**等级医院中成药销售额占比逐步提升。**据中康 CMH 数据，2021 年全年中国医院市场总销售额达 9,883 亿元，同比增长 10.10%。化学药 2021 年同比去年增长 6%，生物制品增长 29%，中成药增长 17%，中药增长情况优于化药。等级医院中成药销售额占比由 2020 年 14% 开始回升至 2022 年 H1 的 16%。

图12：等级医院中成药销售额占比逐步提升



数据来源：中康开思，东吴证券研究所

**国家出台多项政策鼓励中医药发展，尤其加强对中药创新药的支持。**(1) 从医保支付角度，2021 年 12 月 14 日出台的《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》进一步扩大中医药医保支付范围，以更大的力度和更强的决心来全力支持和保障中医药产业的传承创新发展。2021 版国家医保药品目录调整也释放缓和信号，丹红注射液等中药品中的使用限制有所松动。(2) 从集采降价幅度来看，相较于首批化药集采，中成药集

采降价温和。从集采结果看,第一批中成药集中采购规模近 100 亿元,平均降幅 42.27%。中成药集采将推动行业洗牌,市场份额将向研发能力强、产品矩阵丰富的中药企业集中。

(3) **从中药创新药研发及注册审评角度**,国家药监局全面落实《中共中央国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》及新修订的《药品注册管理办法》、《中药注册分类及申报资料要求》等一系列符合中药特点的规章及相关技术指导原则,充分尊重中药研制规律,鼓励中药传承创新,最大程度激发并释放了中药创新的活力和潜能。

二十大报告中指出,推进健康中国建设,把保障人民健康放在优先发展的战略位置,建立生育支持政策体系,实施积极应对人口老龄化国家战略, **促进中医药传承创新发展**,健全公共卫生体系,加强重大疫情防控救治体系和应急能力建设,有效遏制重大传染性疾病传播。

表1: 中医药相关政策

时间	部门	政策名称	核心内容
2016.02	国务院	《中医药发展战略规划纲要(2016-2030年)》	到 2020 年,实现人人基本享有中医药服务,中医药标准化、信息化、产业化、现代化水平不断提高,中医基础理论研究和重大疾病攻关取得明显进展,中医药防治水平大幅度提高
2017.06	科技部、国家中医药管理局	《“十三五”中医药科技创新专项规划》	提出到 2020 年,建立更加协同、高效、开放的中医药科技创新体系,解决一批制约中医药发展的关键科学问题,突破一批制约中医药发展的关键核心技术,加速推进中医药现代化和国际化发展
2019.07	国家卫健委、国家中医药管理局	《关于在医疗联合体建设中切实加强中医药工作的通知》	加强中医药工作,充分发挥好中医药在治未病、疾病治疗和疾病康复中的重要作用
2020.04	国家药监局	《中药注册管理专门规定(征求意见稿)》	申请注册的中药具有人用经验的,可根据人用经验对药物安全性、有效性的支持程度,合理见面相应的申报材料;满足相应条件的处方可简化工艺研究,豁免非临床有效性研究,豁免 I 期、II 期临床试验等;引入真实世界证据作为支持产品上市的依据
2021.12	医保局、国家中医药管理局	《关于医保支持中医药传承创新的指导意见》	将符合条件的中医医药机构纳入异地就医直接结算定点范围;加强中医药服务价格管理,完善适合中医药特点的支付政策;简化新增价格项目审核程序,开辟绿色通道;中药饮片严格按照进价顺加不超 25% 销售,非饮片中药“零差率”销售;按规定将符合条件的中药饮片、中成药、医疗机构中药制剂等纳入医保药品目录
2022.03	国务院	《“十四五”中医药发展规划》	到 2025 年,中医药健康服务能力明显增强,中医药高质量发展政策和体系进一步完善,中医药振兴发展取得积极成效,在健康中国建设中的独特优势得到充分发挥
2022.09	国家卫健委	《健康中国行动中医药健康促进专项活动实施方案》	到 2025 年,三级和二级妇幼保健院开展中医药专科服务的比例达到 90% 和 70%,儿童中医药健康管理率达到 85%,65 岁以上老年人中医药健康管理率达到 75%;公民中医药健康文化素养水平提升到 25%

数据来源: 国务院、国家药监局等政府官网, 东吴证券研究所

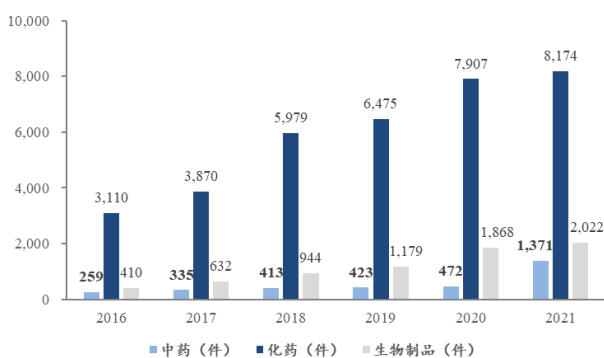
图13: 中药注册分类变化

注册分类	2020版细分	2007版
中药创新药	1.1 中药复方制剂，系指由多味饮片、提取物等在中医药理论指导下组方而成的制剂。 1.2 从单一植物、动物、矿物等物质中提取得到的提取物及其制剂。 1.3 新药材及其制剂。	1类（未在国内上市销售的从植物、动物、矿物等物质中提取的有效成份及其制剂）、2类（新发现的药材及其制剂）、4类（药材新的药用部位及其制剂）、5类（未在国内上市销售的从植物、动物、矿物等物质中提取的有效部位及其制剂）、6.1类（中药复方制剂）
改良型新药	2.1 改变已上市中药给药途径的制剂，即不同给药途径或不同吸收部位之间相互改变的制剂。 2.2 改变已上市中药剂型的制剂，即在给药途径不变的情况下改变剂型的制剂。 2.3 中药增加功能主治。 2.4 已上市中药生产工艺或辅料等改变引起药用物质基础或药物吸收、利用明显改变的。	7类（改变国内已上市销售中药、天然药物给药途径的制剂）、8类（改变国内已上市销售中药、天然药物剂型的制剂） 中药增加功能主治”属于补充申请的申报路径
古代经典名方 中药复方制剂	3.1 按古代经典名方目录管理的中药复方制剂。 3.2 其他来源于古代经典名方的中药复方制剂。	6.1类（中药复方制剂）
同名同方药		包括但不限于9类（仿制药） 我国已批准上市销售的中药或天然药物

数据来源：国家药监局，东吴证券研究所

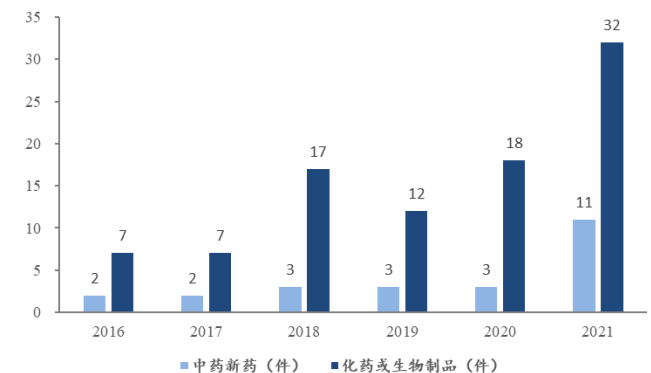
**中药创新药审批制度改革初显成效，中药创新药上市进程提速。**2021年以来，我国中药创新药申报明显增加，达1371件；评审同样显著提速，2021年-2022年H1，累计获批11种中药创新药。2019-2021年获批的17款创新中药中，方盛制药占2款，分别是小儿荆杏止咳颗粒和玄七健骨片。中药创新药在疾病的治疗领域分布较广，覆盖呼吸系统，神经系统、消化道及代谢和免疫机制调节用药等领域。随着中医药创新发展的基础政策不断落地实施，中药企业有机会和行业、政策的发展共振。

图14: 2016-2021年我国新药申报情况



数据来源：国家药监局，东吴证券研究所

图15: 2016-2021年我国新药审批情况



数据来源：国家药监局，东吴证券研究所



表2: 2019年-2022年H1上市的中药创新药

获批日期	名称	持有人	适应症
2022/07/06	广金钱草总黄酮胶囊	人福医药	尿结石症
2022/01/14	淫羊藿素软胶囊	北京盛诺基医药	肝细胞癌
2021/12/31	七蕊胃舒胶囊	健民集团(600976.SH)	轻中度慢性非萎缩性胃炎伴糜烂湿热瘀阻证所致的胃脘疼痛的治疗。
2021/12/16	解郁除烦胶囊	以岭药业(002603.SZ)	轻中度抑郁症中医辨证属气郁痰阻、郁火内扰证
2021/12/16	虎贞清风胶囊	一力制药	轻中度急性痛风性关节炎中医辨证属湿热蕴结证
<b>2021/11/26</b>	<b>玄七健骨片</b>	<b>方盛制药(603998.SH)</b>	<b>轻中度膝骨关节炎中医辨证属筋脉瘀滞证</b>
2021/11/26	芪蛭益肾胶囊	凤凰制药	早期糖尿病肾病气阴两虚证
2021/11/26	坤心宁颗粒	天士力(600535.SH)	女性更年期综合征中医辨证属肾阴阳两虚证
2021/11/10	银翘清热片	康缘药业(600557.SH)	外感风热型普通感冒
2021/9/14	益气通窍丸	东方华康	季节性过敏性鼻炎中医辨证属肺脾气虚证
2021/9/1	益肾养心安神片	以岭药业(002603.SZ)	失眠症中医辨证属心血亏虚、肾精不足证
2020/5/19	莲花清咳片	以岭药业(002603.SZ)	急性支气管炎属痰热壅肺证
2020/4/14	筋骨止痛凝胶	康缘药业(600557.SH)	筋骨麻木;腰腿臂痛;跌打损伤
2020/3/19	桑枝总生物碱片	北京五和博澳药业	2型糖尿病
<b>2019/12/23</b>	<b>小儿荆杏止咳颗粒</b>	<b>方盛制药(603998.SH)</b>	<b>小儿外感风寒化热型轻度急性支气管炎引起的咳嗽、咯痰、痰黄、咽部红肿、发热</b>
2019/12/18	芍麻止痉颗粒	天士力(600535.SH)	抽动-秽语综合征;慢性抽动障碍
2019/1/3	金蓉消癖颗粒	广州市康源药业	乳腺增生病

数据来源: 国家药监局, 药融云, 东吴证券研究所

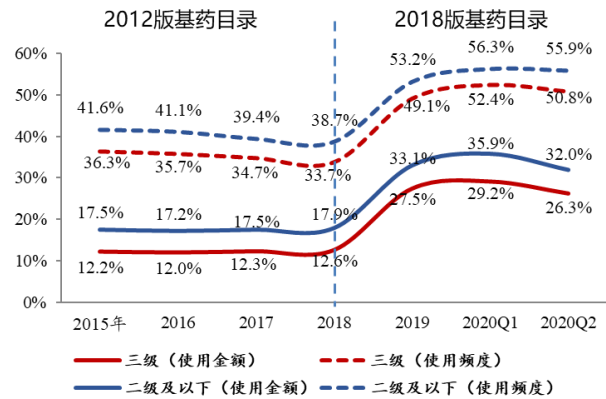
基药目录中成药占比逐步提高,“986”政策刺激中药放量。我国从1979年开始引入“基本药物”的概念,到2018版(685)基药目录,一共发布过五版。2018版基药目录目录总品种数量由原来的520种增加到685种,其中西药417种、中成药268种,中成药数量占比进一步提升至39.12%。2019年10月,国务院办公厅发布的《关于进一步做好短缺药品保供稳价工作的意见》提到,要逐步实现政府办基层医疗卫生机构、二级公立医院、三级公立医院基本药物配备品种数量占比原则上分别不低于90%、80%、60%,优化和规范用药结构。2020年上半年,基本药物使用品种数为1119种,使用金额占比27.63%,使用频度占比51.58%,距离“986”仍有不小差距。相较于2012版基药目录,2018年目录调整后,各级医院基本药物使用金额、使用频度占比均有所上升。中成药作为基药目录的重要成分,有望借此加速放量。

图16: 基药目录中成药数量占比提升

目录版本	发布年份	目录组成 (个)		目录总数 (个)	是否纳入中药饮片	中成药数量占比
		化药及生物制品	中成药			
第一版	1981	278	-	278	否	-
第二版	1996	699	1699	2398	是	-
2009版	2009	205	102	307	是	33.22%
2012版	2012	317	203	520	是	39.04%
2018版现行	2018	417	268	685	是	39.12%

数据来源: 基药目录, 东吴证券研究所

图17: 样本医院基药使用金额、频度占比



数据来源: 中国药学会医院用药监测报告, 东吴证券研究所

## 2.2. 公司聚焦中药主业, 非核心业务逐步优化

面对中医药行业利好政策的不断出台, 结合行业发展趋势和自身资源, 公司聚力打造成为一家以创新中药为核心的健康产业集团。

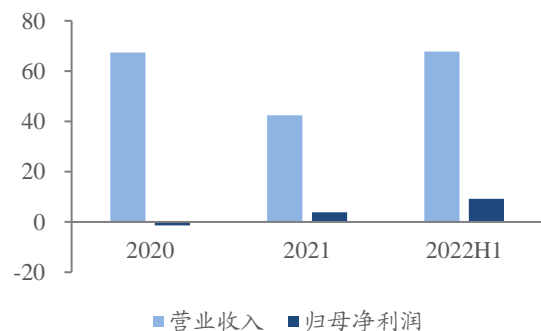
一方面, 公司重点布局制药主业, 整合行业内拥有优质产品的企业, 丰富公司产品矩阵。截至 2021 年底, 公司完成了对滕王阁药业 100% 股份的收购。滕王阁药业拥有以“滕王阁”为注册商标的各类产品共计 32 个药品批准文号(区分规格), 有效丰富了公司中药大品种目录与型谱。2021 年, 主打产品强力枇杷膏(蜜炼)同比逆势增长超过 10%, 2022 年上半年实现销售额近 6000 万元, 已超过 2021 年全年的销售额。基于国家医保、国家基药的政策优势, 我们认为未来强力枇杷膏(蜜炼)在公立医疗机构终端仍具有较大潜力。2022 年上半年, 滕王阁药业收入及归母净利润均有显著提升, 后续公司现有品牌、销售渠道等方面有望同滕王阁药业进一步发挥协同效应。

图18: 滕王阁药业重点产品基本情况

药品	剂型	适用症/功能主治
强力枇杷膏(蜜炼)	煎膏剂(膏滋)	久咳劳嗽、上呼吸道感染、支气管炎引起的哮喘痰饮等症
强力枇杷露	糖浆剂	支气管炎咳嗽
参芪鹿茸口服液	合剂	脾肾两虚所致体乏形瘦, 腰腿疼痛, 头晕目眩, 食欲不振

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图19: 滕王阁药业营收及归母净利润(百万元)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

另一方面，公司逐步剥离非核心业务，加速退出协同效应较弱的领域，有望实现对公司现金流的有效补充。

(1) 公司对医疗服务板块进行了战略优化，参与设立的并购基金同系珠海对外转让了湖南珂信 21.46% 的股权，截至 2022 年 H1，公司收到项目处置款 150 万元，实缴出资尚有 9850 万元未收回。

(2) 佰骏医疗成立于 2014 年，是以医疗服务、医疗投资、医院管理和品牌运营为核心的大型肾病连锁医院集团。公司“医疗业务”相关收入主要为佰骏医疗下的医院实现，2021 年，佰骏医疗实现营收 2.84 亿元，净利润-1152 万元。2022 年 H1，佰骏医疗亏损 0.31 亿元，剔除佰骏医疗新增亏损后（按 51% 测算），公司扣非归母净利润为 0.54 亿元，同比增长 36.6%。佰骏医疗将于 2022 年 10 月 1 日起，不再纳入公司合并报表范围内。此外，公司将持有的佰骏医疗 5.10% 股权转让予佰骏医疗员工持股平台，公司剩余持有佰骏医疗 14.2% 的股权。

(3) 截至 2021 年底，公司转让了从事药品测试相关业务的控股子公司恒兴科技 50% 的股权，公司对恒兴科技的持股比例由 85% 降至 35% 恒兴科技不再纳入公司合并报表范围。

公司持续推进非核心业务的优化调整工作，未来有望更好地专注创新中药的核心业务，实现主营业务的稳健发展。

### 3. 聚焦创新中药，打造各领域重磅产品

#### 3.1. 儿科领域中成药需求强劲，小儿荆杏止咳颗粒疗效确切，有望打造为 10 亿大产品

小儿荆杏止咳颗粒（处方药）为公司 2019 年 12 月获批的 6.1 类（现归类为 1.1 类）中药创新药，2020 年上半年正式上市销售，于 2020 年经谈判纳入《2020 版医保目录》，并在 2022 年即将进行医保谈判续约（通过形式审查）。2021 年销售额为 0.119 亿元，2022H1 销售额为 0.185 亿元，小儿荆杏止咳颗粒有望纳入国家基本药物目录，进一步打开市场空间，未来 5~10 年有望成为“10 亿规模”的潜力品种。

##### 3.1.1. 儿科中成药市场需求强劲，儿药中成药成为企业发展重点

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（止泻/惊风/营养剂等），其中儿童感冒用药和儿童止咳祛痰药是儿童呼吸系统常用药物类别，也是公司小儿荆杏止咳颗粒的核心市场。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，截至 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 64.8% 提升至 2021 年的 68.5%，持续占据绝大部分市场份额。儿科中成药市场在经历 2020 年的疫情冲击后快速回升，儿童感冒用药和儿童止咳祛痰历年来看持续保持两位数的快速增长。

图20: 儿科中成药细分领域终端销售额及增速 (亿元)

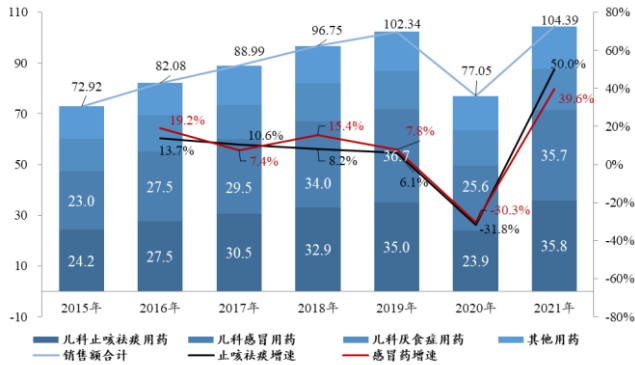
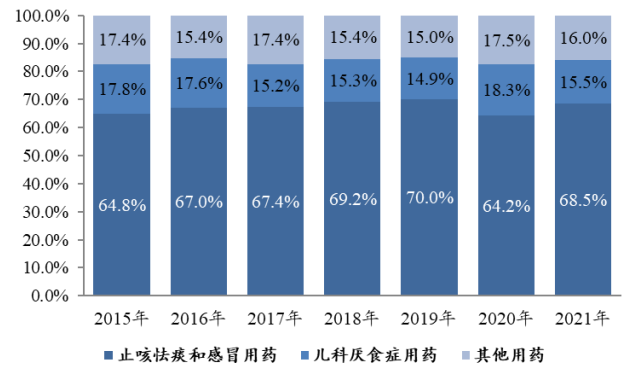


图21: 儿科中成药细分领域终端销售占比



数据来源: 米内网, 东吴证券研究所

数据来源: 米内网, 东吴证券研究所

2021 年国内儿童感冒用药和儿童止咳祛痰 TOP10 品牌销售额均呈现大幅上涨的市场态势, 体现出儿科呼吸系统用药的强劲需求。儿科感冒药 TOP3 的品种为小儿豉翘清热颗粒、开喉剑喷雾剂(儿童型)、小儿青翘颗粒(小儿金翘颗粒), 2021 年公立医院销售额为 10.28 亿、4.75 亿和 1.13 亿, 较 2016 年分别增加 109%、64%和 143%; 儿童止咳祛痰药 TOP3 的品种为金振口服液、小儿消积止咳口服液和小儿咳喘灵口服液, 2021 年公立医院销售额为 3.89 亿、1.97 亿和 1.58 亿, 较 2016 年分别增加 318%、24%和 883%。从销售趋势上看, 2022 年儿童感冒用药和儿童止咳祛痰药销售额增长稳健。

图22: 公立医院儿科感冒药 TOP10 销售额 (亿元)

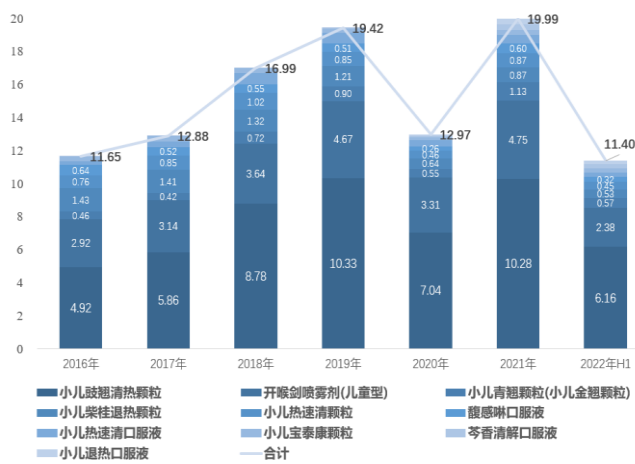
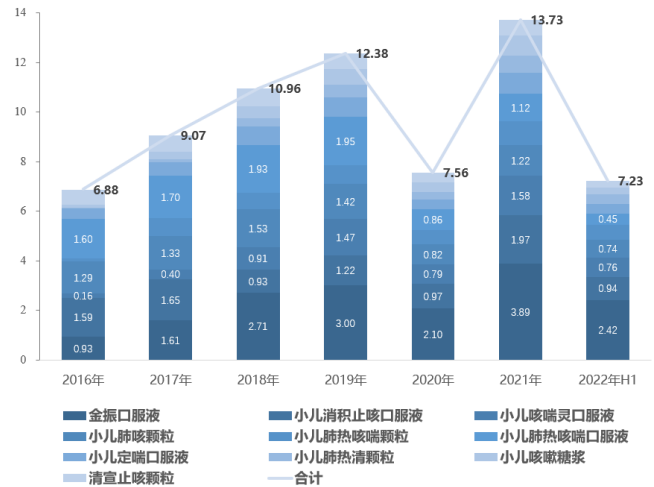


图23: 公立医院儿科止咳祛痰药 TOP10 销售额 (亿元)



数据来源: 米内网, 东吴证券研究所

数据来源: 米内网, 东吴证券研究所



**儿药鼓励政策逐步细化，中成药成为企业发展重点。**相对于西药来讲，我国市场上儿科中成药占比为 64%左右，儿科用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。相较于化学药物市场，中成药儿童用药本土药企优势十分明显。为鼓励国内药企加大儿童用药尤其儿用中成药的研发和生产，我国近年来也陆续出台了一系列政策和举措，如开通“儿童用药专栏”、鼓励研发、优先审评、加强医院配备、招标采购直接挂网等，同时 2021 年征求意见在基药范围内首次新增“儿童药品”目录，品种丰富。

**表3: 儿药鼓励性政策法规及文件**

时间	文件	重点内容	类型
2011	《中国儿童发展纲要（2011-2020 年）》	提出鼓励儿科用药研发，扩大国家基本用药目录中儿科用药的范围	鼓励
2012	《国家药品安全“十二五”规划》	鼓励罕见病用药和儿童适宜剂型研发	鼓励
2013	《中国国家处方集:化学药品与生物制品卷（儿童版）(2013)》	指导和促进儿科临床合理用药	规范
2017	《首批鼓励研发申报儿童药品清单》	发布首批鼓励研发申报的 32 个儿童用药	鼓励
2017	《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》《“十三五”国家药品安全规划》	要求医药相关部门及时出台政策，加快儿童用药新药的审评审批，保障儿童专用药的研发、生产和销售	鼓励
2018	《药品试验数据保护实施办法（暂行）（征求意见稿）》	对罕见病用药或儿童专用药，自该适应症首次在中国获批之日起给予 6 年数据保护期	鼓励
2018	《国家基本药物目录（2018 年版）》	在 2012 年目录的基础上进行完善调整，注重儿童等特殊人群用药，涉及儿童用药化药 3 种，儿童中成药 13 种	鼓励
2019	《第三批鼓励研发申报儿童药品清单》	发布第三批鼓励研发申报的 34 个儿童用药	鼓励
2021	关于公开征求第二批已上市药品说明书增加儿童用药信息修订意见的通知	第二批有 6 个抗肿瘤品种可直接修订。“中国儿童用药说明书规范化项目”，对循证医学证据充分，可以直接增加儿童适应症及用法用量等内容的类型，需同时满足 3 个条件（见 2018 年第一批的内容）	规范
2021	关于规范申请人儿童用药申报信息备注的通知	完善儿童用药品种信息的记录与统计，现对涉及申报品种的儿童用药信息备注进行规范	规范
2021	《国家基本药物目录管理办法（修订草案）》公开征求意见稿	在基药范围内首次新增“儿童药品”目录	鼓励
2022	中华人民共和国药品管理法实施条例（修订草案征求意见稿）	第二十八条【儿童用药】 国家鼓励儿童用药品的研制和创新等，对首个批准上市的儿童专用新品种、剂型和规格，以及增加儿童适应症或者用法用量的，给予最长不超过 12 个月的市场独占期，期间内不再批准相同品种上市。鼓励申请人在提交药品上市许可申请时提交儿童剂型、规格和用法用量等的研发计划	鼓励
2022	《关于进一步加强用药安全管理提升合理用药水平的通知》	强调保障重点人群用药安全，医疗机构遴选儿童用药可不受“一品两规”和药品总品种数限制	鼓励

数据来源：丁香园，Insight，东吴证券研究所

### 3.1.2. 小儿荆杏止咳疗效确切，具有较高商业价值

**小儿荆杏止咳创新中药名方，立论有据。**小儿荆杏止咳颗粒处方为湖南中医学院第一附属医院儿科主任欧正武主任医师治疗小儿外感咳嗽经验方，主要适用于小儿外感咳嗽（急性支气管炎）风寒化热之证，由十二味药材组方而成，诸药和合，共奏疏风散寒，宣肺清热，祛痰止咳之功，与主治病证病因病机切合。



图24：小儿荆杏止咳颗粒方解



诸药和合，共奏疏风散寒，宣肺清热，祛痰止咳之功。

数据来源：公司推介材料，东吴证券研究所

**临床研究设计合理**：小儿荆杏止咳颗粒于2008年12月由国家食品药品监督管理局批准，于2009年1月~2012年6月间完成了II、III期临床试验。临床试验采用多中心、随机、双盲、平行对照设计，由江苏省中医院等8家临床试验机构合作参与研究。II期临床试验共入组235例，III期临床试验共入组474例，临床试验均纳入3~14岁，西医诊断为小儿急性支气管炎，中医辨证为风寒化热证者。

图25：小儿荆杏止咳颗粒III期临床设计

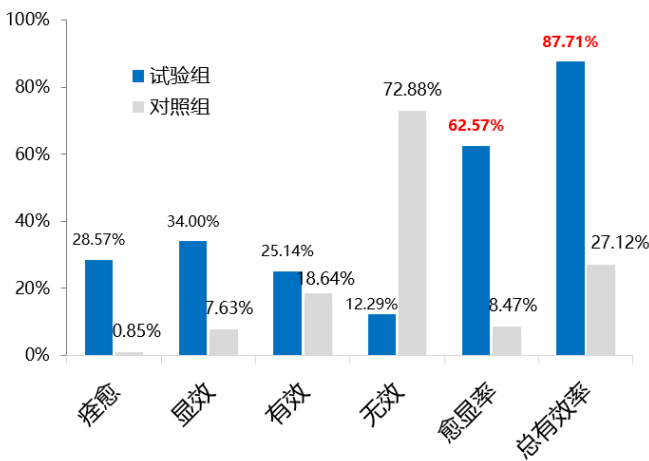
<b>参加单位</b>	江苏省中医院、山东省中医院、湖北省中医院、辽宁中医药大学附属医院、天津中医药大学第一、二附属医院、吉林大学第一医院
<b>受试人群</b>	符合小儿急性支气管炎的诊断及中医风寒化热证辨证，入组479例。其中试验组359例（剔除9例），纳入FAS集的病例数350例；对照组120例（剔除病例2例），纳入FAS集的病例数118例。
<b>治疗方案</b>	试验组：小儿荆杏止咳颗粒（临床推荐剂量，1倍药量） 对照组：小儿荆杏止咳颗粒（极低剂量，1/10药量） 3+~6岁，每次1/2袋，6+~14岁，每次1袋。温开水冲服，一日三次。疗程5天
<b>疗效指标</b>	症状体征，综合疗效，中医证候相关症状（咳嗽、咳痰、流涕、口渴、咽红、纳差等）

数据来源：公司推介材料，东吴证券研究所

**疗效效果显著：**小儿荆杏止咳颗粒治疗小儿急性支气管炎风寒化热证有明显的疗效。疾病疗效方面，试验组的愈显率、总有效率分别为 62.57%、87.71%，对比对照组仅 8.47% 和 27.12%，其疗效特点在于能较好地改善中医证候相关症状如咳嗽、肺部听诊、咯痰、鼻塞、流涕、咽部痒痛、咽红、恶风恶寒、头痛、纳差等，治疗后试验组的咳嗽改善率为 87.71%，肺部听诊改善情况为对照组的 4.94 倍。

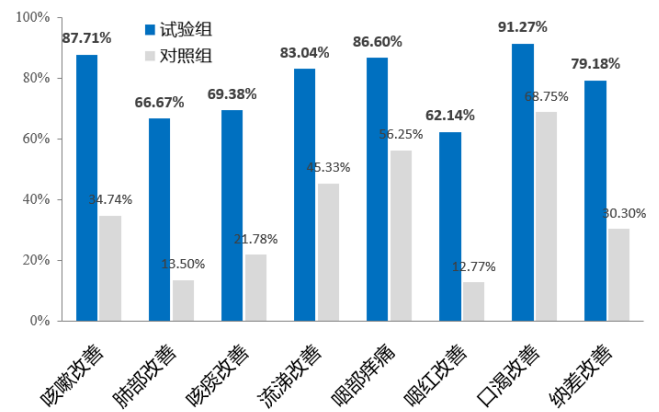
**安全性格外优异：**通过 II、III 期临床试验观察，小儿荆杏止咳颗粒用于临床有着良好的安全性。在 III 期试验所有入组的 355 例病例中，仅有个别患者中轻度不良反应，表现为：1 例出现皮疹（1/355），但是未发现系统损伤的其他临床表现。对试验后出现的化验指标的异常情况进行分析，研究者认为其变化与药物无关。

图26： 小儿荆杏止咳颗粒疾病疗效综合评价



数据来源：公司推介材料，东吴证券研究所

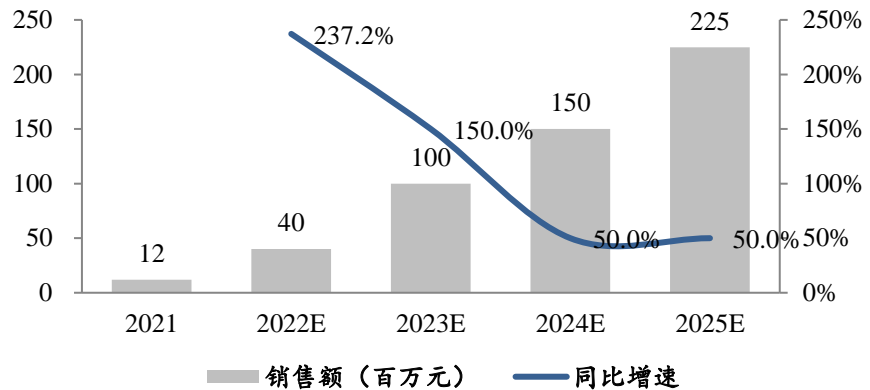
图27： 小儿荆杏止咳颗粒中医证候相关症状改善情况



数据来源：公司推介材料，东吴证券研究所

2020 年小儿荆杏止咳颗粒成功通过国家谈判进入医保目录，经过 2021 年专注市场的深耕布局，业绩增长迅猛。2021 年销售额为 0.12 亿元，2022H1 销售额为 0.185 亿元。2022 年基于国谈产品各省“双通道”管理目录的纳入，产品确切的疗效和优异的安全性，将使产品价值和商业价值迅速提升，有望促使公司儿科用药小儿荆杏止咳颗粒市场导入期的高速发展。考虑到小儿荆杏止咳颗粒将有望以简易续约的形式纳入新版国谈目录，医保支付价格无需进行二次调整，故小儿荆杏止咳颗粒将迎来简易续约后的政策助力公立医疗机构的二次覆盖，我们预计 2023 年销售额有望提升至约 1 亿，之后将以较快的增速持续放量。

图28: 小儿荆杏止咳颗粒销售业绩增长迅速 (百万元)



数据来源: 公司推介资料, 东吴证券研究所

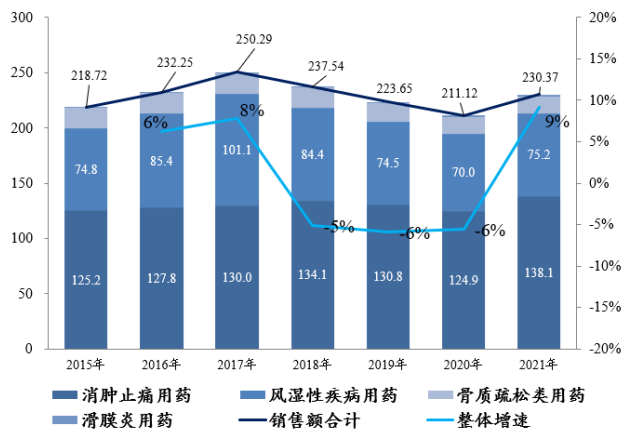
### 3.2. 骨科中成药新老产品形成梯度, 市场布局持续拓宽

方盛制药专注于骨科中成药领域的产品开发, 多年来已经布局了核心产品包括藤黄健骨片、跌打活血胶囊、元七骨痛酊、三花接骨散、龙血竭散及玄七健骨片等。领头羊产品藤黄健骨片为方盛制药全国独家剂型, 被纳入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2020年版)》乙类目录; 新锐产品玄七健骨片是中药1.1类创新药, 近五年获批的三个骨科中药新药之一, 2022年医保谈判正在进行。藤黄健骨片和玄七健骨片形成新老产品梯度, 配合其他骨科产品组合, 能够深入布局市场和持续拓宽市场。

#### 3.2.1. 骨科中成药行业回暖且将持续扩容

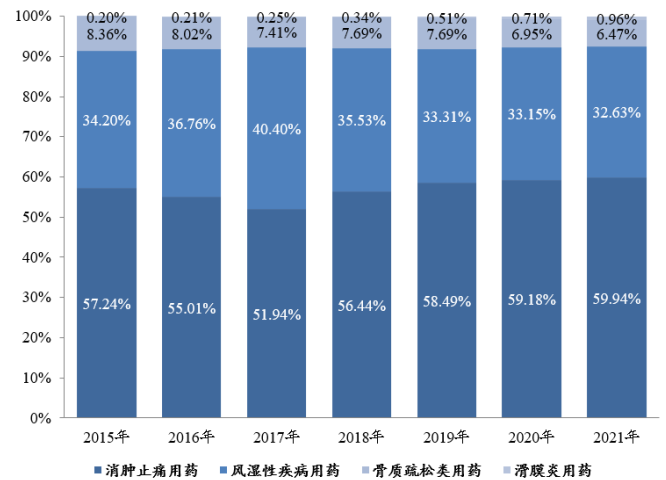
中成药在部分疑难杂症以及慢性病领域具备一定优势, 骨骼肌肉系统疾病是呼吸系统疾病用药、肿瘤疾病用药、消化系统疾病用药之后的第四大优势领域。我国医院终端和零售端骨骼肌肉系统疾病中成药销售额基本保持稳定, 近年来受医保政策调整以及疫情等影响略有下滑, 但2021年销售额回升明显, 公立医院终端和实体药店零售端已经达到230亿元, 在骨骼肌肉系统疾病用中成药中消肿止痛药和风湿性疾病用药占比达93%, 格局保持稳定。方盛制药骨科中成药领域的系列产品能够有效覆盖相关细分领域, 消肿止痛用药领域和补肾壮骨领域是玄七健骨片和藤黄健骨片的核心市场。

图29: 骨科中成药细分领域终端销售额及增速 (亿元)



数据来源: 米内网, 东吴证券研究所

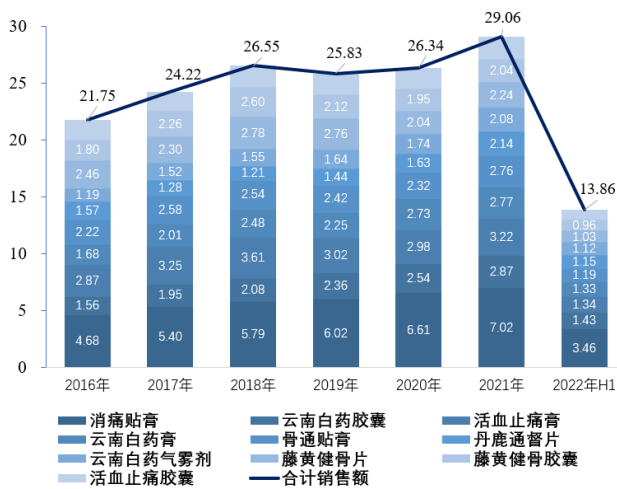
图30: 骨科中成药细分领域终端销售占比



数据来源: 米内网, 东吴证券研究所

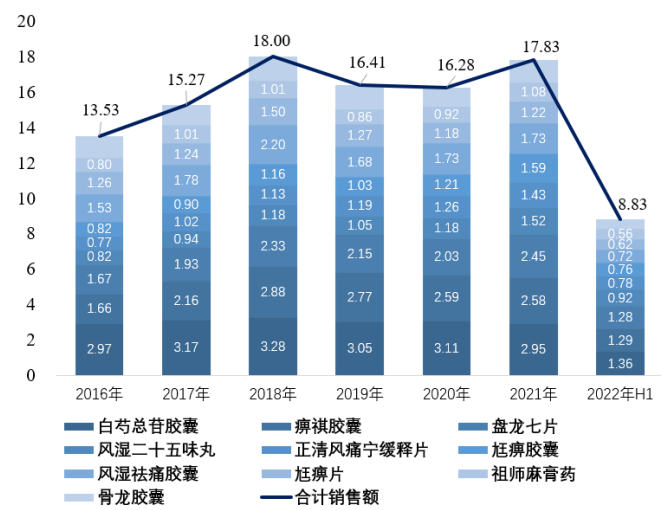
2021年期间公立医院消肿止痛用药和风湿性疾病用药 TOP10 品牌销售额均呈现稳定增长的态势。消肿止痛用药 TOP3 产品为消痛贴膏、云南白药胶膏和活血止痛膏, 2021年公立医院销售额为 7.02 亿、2.87 亿和 3.22 亿, 较 2016 年分别增长 50%、84%和 12%; 风湿性疾病用药 TOP3 产品为白芍总苷胶囊、痹祺胶囊和盘龙七片, 2021 年公立医院销售额为 2.95 亿、2.58 亿和 2.45 亿, 较 2016 年分别增长-1%、55%和 47%。60 岁以上人群的骨关节发病率达 78.50%, 70 岁以上人群有 90%会出现膝关节软骨退化、关节疼痛和关节炎等症状, 随着年龄的增长和人口老龄化进程加剧, 其发病率将逐渐上升。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。

图31: 公立医院消肿止痛用药 TOP10 销售额 (亿元)



数据来源: 米内网, 东吴证券研究所

图32: 公立医院风湿性疾病用药 TOP10 销售额 (亿元)



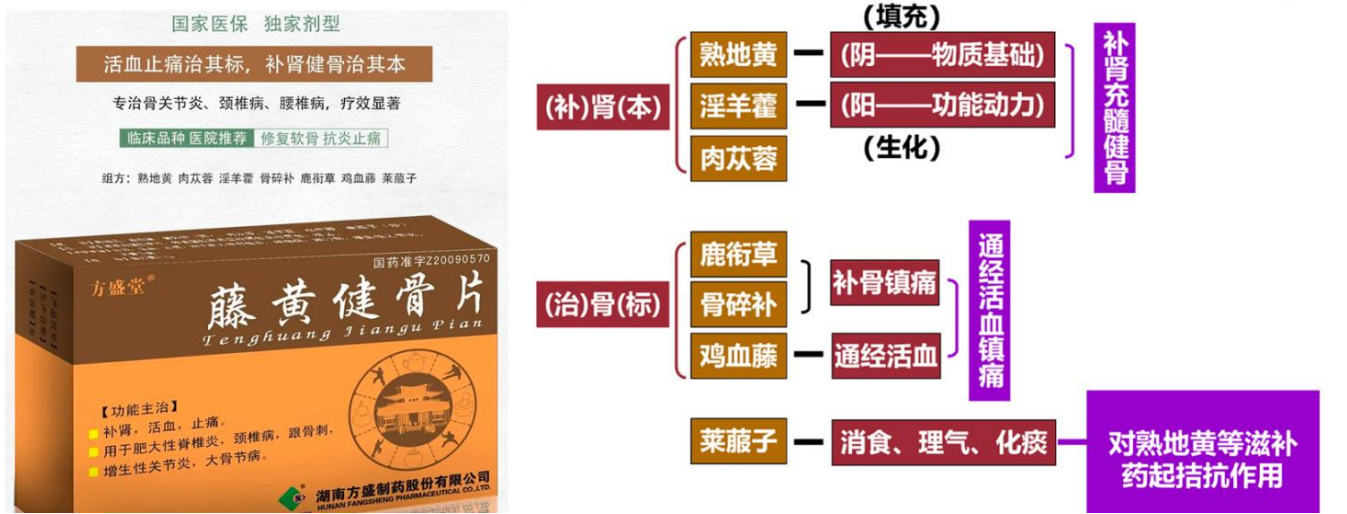
数据来源: 米内网, 东吴证券研究所



### 3.2.2. 藤黄健骨片临床价值深入人心

**藤黄健骨片名家名方 瑰宝传承：**藤黄健骨片源于名老中医刘柏龄教授多年临床经验方。2004年，方盛制药对藤黄健骨原有剂型着手研究，改进生产工艺，提升质量标准，开发出藤黄健骨片，并在2009年获批生产上市。君臣佐使有序配伍，全方以补肾壮骨为本，活血止痛为标，从而对骨关节炎达到了标本兼治的效果，其抗炎止痛、修复软骨、改善血流的现代药理作用也符合骨关节炎3大治疗目的：1、减轻或消除疼痛；2、改善或恢复关节功能；3、保护关节结构。

图33：藤黄健骨片方解



数据来源：公司推介资料，东吴证券研究所

骨关节炎临床需求迫切，藤黄健骨片临床价值已深入人心。骨关节炎（osteoarthritis, OA）是一种退行性骨关节疾病，>65岁的人群中发病率可达到50%，主要表现为关节的疼痛、肿胀和活动受限，并可导致肌肉萎缩和关节畸形，严重影响患者生活质量。藤黄健骨片临床观察数据显示其治疗OA疗效显著，不仅对局部疼痛和功能障碍有明显改善，而且能提高患者的生活质量，帮助其恢复正常的工作和生活。《藤黄健骨片治疗膝骨关节炎临床应用专家共识》提示发作期可联合西药使用，缓解期可单独或联合西药使用、康复期可单独使用，《膝骨关节炎中医诊疗指南（2020年版）》中指出推荐康复期的膝骨关节炎患者选择藤黄健骨片，此外藤黄健骨片也进入《强直性脊柱炎长期管理专家共识（2021年）》。

藤黄健骨片医学证据丰富。藤黄健骨片开展了多层次的临床研究，探讨产品临床价值，解决临床实际问题。主要开展了单中心和多中心的临床研究，研究方向主要在骨关节炎领域的临床应用以及价值的探讨，获得了丰厚的研究成果。



图34: 治疗膝骨关节炎临床疗效观察

评价指标	治疗前	治疗后	P 值
中医证候总积分	20.53±7.91	8.27±5.04	< 0.0001
夜间卧床休息时疼痛或不适	3.32±1.49	1.36±1.11	< 0.0001
晨僵或起床后疼痛加重	3.11±1.74	1.20±1.23	< 0.0001
行走时疼痛或不适	3.17±1.39	1.51±1.08	< 0.0001
久坐后站立时疼痛或不适	3.29±1.48	1.36±1.16	< 0.0001
胫软膝酸	2.67±1.49	1.08±1.09	< 0.0001
局部压痛	1.68±0.74	0.64±0.58	< 0.0001
关节肿胀	0.91±0.83	0.21±0.42	< 0.0001
行走困难	1.34±0.84	0.53±0.57	< 0.0001
关节活动障碍	1.05±1.07	0.36±0.59	< 0.0001

数据来源: 中南药理学杂志, 东吴证券研究所

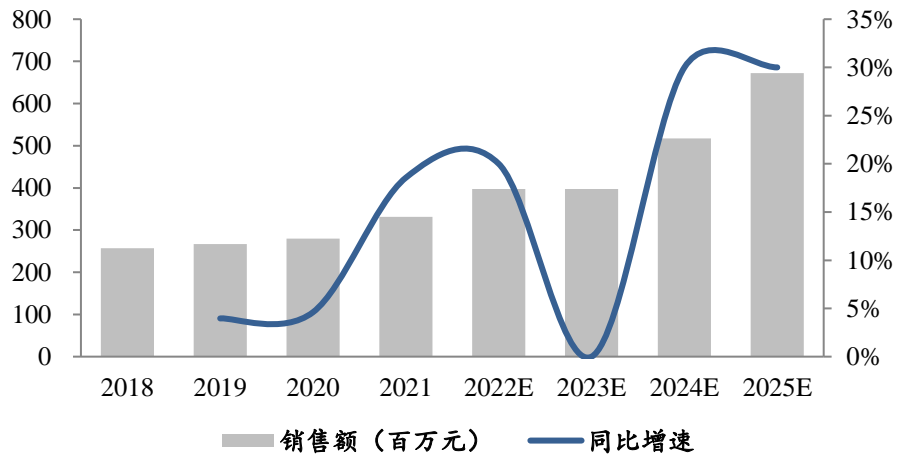
图35: 联合元七骨痛酊治疗膝骨关节炎的临床观察

评价指标	治疗前	治疗后	统计量	P 值
中医证候评分	15.76±3.62	4.15±1.92	t=31.4231	<0.0001
卧床休息痛	5.86±1.34	1.52±0.76	t=31.2446	<0.0001
平地行走痛	6.42±1.65	1.84±1.39	t=23.5438	<0.0001
上下楼梯痛	7.06±2.27	2.82±1.64	t=16.7916	<0.0001
膝关节僵硬	6.27±2.16	2.43±1.18	t=17.3029	<0.0001

数据来源: 中医药临床杂志, 东吴证券研究所

藤黄健骨片上市销售以来一直保持较快的销售增速, 展现出“10 亿大品种”的销售潜力, 其 2021 年销售额达到 3.31 亿元, 较 2020 年同比增长 19%。藤黄健骨片将聚焦“大产品”精准营销, 丰富营销学术内涵, 完善以营销学术为核心的全产品学术推广新体系, 重点突破膝骨关节炎专业领域用药指南、专家共识的临床指引作用, 积极准备新一轮国家谈判准入, 全力推进运用病例营销、学术营销、指南及共识指引等创新手段, 强化大产品的临床价值, 巩固核心产品的临床治疗地位。考虑到藤黄健骨片纳入全国中成药首次集采, 2023 年综合考虑降价和放量, 我们预计销售额较 2021 年保持持平。

图36: 藤黄健骨片销售额(百万元)及增速



数据来源: 公司推介资料, 东吴证券研究所

### 3.2.3. 玄七健骨片凭借临床优势有望快速切入市场

玄七健骨片是方盛创新中药研发的又一突出成果, 为中药 1.1 类创新药。玄七健骨片为全国独家中药一类新药, 其处方为临床效验方, 在医院及民间应用已有近 20 年历史

史。该处方针对骨关节炎局部疼痛、活动不利的病因病机组方，具有活血舒筋，通脉止痛，补肾健骨之功效。玄七健骨片历经十余年的研发历程，近五年获批的三个骨科中药新药之一。

图37: 玄七健骨片说明

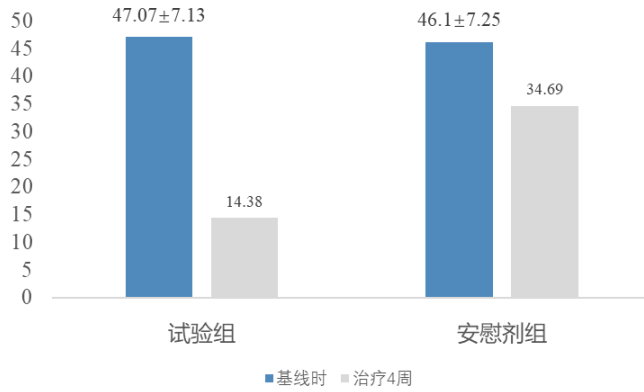


数据来源：公司推介资料，东吴证券研究所

**玄七开展严格的临床研究，疗效证据充分。**玄七于2009年由国家药品监督管理局批准临床试验，于2009年8月至2015年2月开展了II、III期临床试验，均采用多中心、随机、双盲、平行对照设计。II期临床试验共入组320例，其中低剂量组109例，高剂量组103例；安慰剂组108例；III期临床试验共入组476例，其中试验组356例，对照组120例。临床试验纳入人群为：西医诊断为膝骨关节炎，38~70岁，30mm ≤ WOMAC ≤ 80mm者、KL分级 ≤ 3分。给药方法：试验组服用玄七健骨片，对照组服用安慰剂，均为口服。一次4片，一日3次。疗程4周。

**疗效优越，安全性优越。**用药4周后，主要疗效指标WOMAC疼痛评分较基线下降值，试验组为32.69mm，安慰剂组仅为11.41mm。II、III期试验组共有575例受试者进入安全性数据集，出现了6例谷氨酸氨基转移酶升高（疗后最高值为469U/L）、3例天冬氨酸氨基转移酶升高（疗后最高值为180U/L）、1例γ-谷氨酰转肽酶升高（疗后最高值为66U/L）、1例血肌酐升高（疗后最高值77.8umol/L）、2例尿蛋白升高（疗后最高值为++）。

图38: III期临床试验有效性结果（WOMAC疼痛评分/mm）



数据来源：公司推介资料，东吴证券研究所

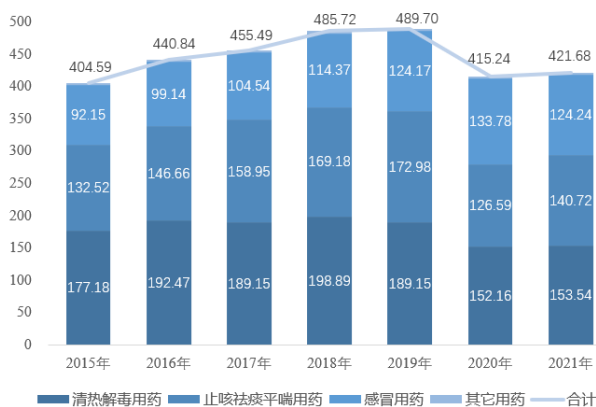
### 3.3. 呼吸哮喘市场增长稳健，强力枇杷膏产品放量陡峭

呼吸系统疾病领域是方盛重点布局的疾病领域，拥有强力枇杷膏（蜜炼）、强力枇杷露等重磅产品。强力枇杷膏（蜜炼）也为方盛制药“338工程”系列产品之一，后续公司将集中力量做好该产品的市场开拓、加大市场推广力度，助力达成“338工程”销售目标。

#### 3.3.1. 呼吸系统疾病用药整体增长迅速

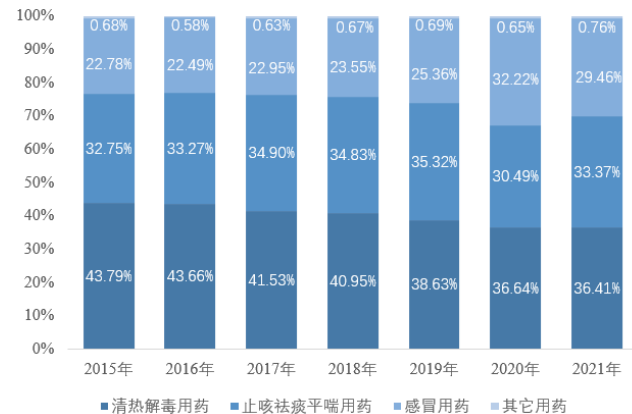
呼吸系统疾病是中成药销售的优势领域。我国医院终端和零售端呼吸系统疾病中成药销售额保持稳健增长，疫情后2021年销售额回升明显，公立医院终端和实体药店零售端总额近500亿元，其中止咳祛痰平喘用药占比约33%，清热解毒用药占比约36%，格局基本保持稳定。方盛制药呼吸系统疾病中成药领域的产品强力枇杷膏（蜜炼）以及强力枇杷露能够有效覆盖止咳祛痰平喘领域以及清热解毒用药的部分市场，大呼吸系统疾病中成药领域是强力枇杷膏（蜜炼）的核心市场。

图39：呼吸系统疾病细分领域销售额



数据来源：米内网，东吴证券研究所

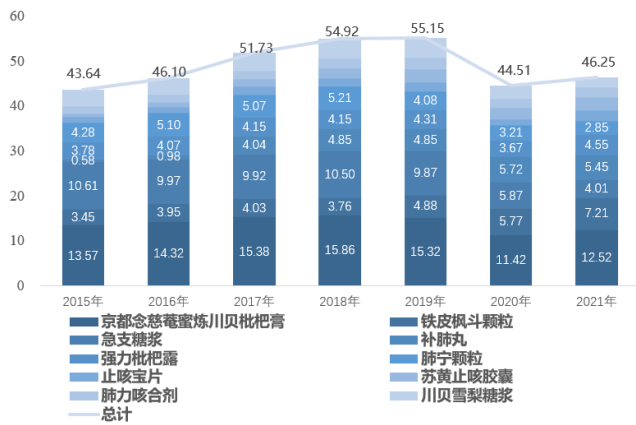
图40：呼吸系统疾病细分领域占比



数据来源：米内网，东吴证券研究所

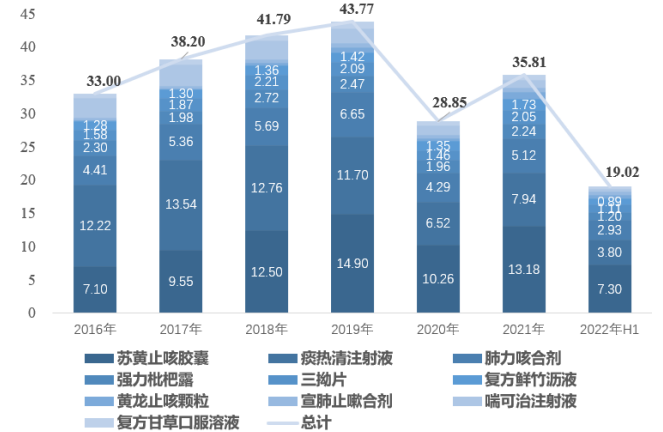
2021年期间公立医院和实体药店的止咳平喘用药 TOP10 品牌销售额总体上呈现稳定增长的态势，2020年受到疫情冲击，但2021年回升较为明显。实体药店止咳平喘用药 TOP3 产品为京都念慈庵蜜炼川贝枇杷膏、铁皮枫斗颗粒和补肺丸，2021年实体药店销售额为 12.52 亿、7.21 亿和 5.45 亿，实体药店 TOP10 产品总额较 2015 年分别增长 6%；公立医院止咳平喘用药 TOP3 产品为苏黄止咳胶囊、痰热清注射液和肺力咳合剂，2021 年公立医院销售额为 13.18 亿、7.94 亿和 5.12 亿，公立医院 TOP10 产品总额较 2015 年增长 8%。

图41: 实体药店止咳平喘用药 TOP10 产品销售(亿元)



数据来源: 米内网, 东吴证券研究所

图42: 公立医院止咳平喘用药 TOP10 产品销售(亿元)



数据来源: 米内网, 东吴证券研究所

### 3.3.2. 强力枇杷膏(蜜炼)为高资格准入中药大品种, 产品放量陡峭

强力枇杷膏(蜜炼)为方盛制药子公司江西滕王阁药业有限公司主打产品, 由枇杷叶、罂粟壳、百部、白前、桑白皮、桔梗、薄荷脑 7 味药组成, 诸药合用, 共奏养阴敛肺, 镇咳祛痰之功, 适用于支气管炎咳嗽。强力枇杷膏(蜜炼)复方制剂含独有的炼蜜成份, 增强止咳祛痰润肺功效, 防止有效成份氧化, 确保止咳效果。自公司完成江西滕王阁药业收购以来, 实现了营销网络的品类销售资源嫁接与产品线的终端延伸、与专家库和医生资源的扩大覆盖。

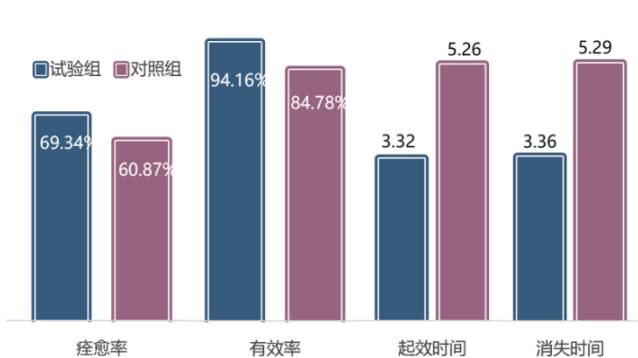
图43: 强力枇杷膏(蜜炼)方解



数据来源: 公司推介资料, 东吴证券研究所

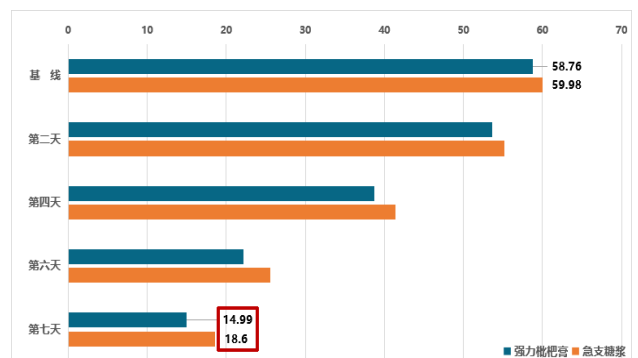
**强力枇杷膏(蜜炼)**针对支气管炎发作进行了两项评价其有效性和安全性的随机双盲、平行对照、多中心临床试验, 显示出了明确疗效。2010年10月至2011年4月进行的慢性支气管炎试验由天津中医药大学第一附属医院等四家临床中心开展, 试验组入组137例(蜜炼强力枇杷膏), 对照组入组46例(蜜炼川贝枇杷膏), 治疗7天后显示, 咳嗽症状痊愈率、有效率、起效时间和消失时间等均优于对照组。2018年6月至2019年11月进行的急性支气管炎试验由首都医科大学附属北京中医医院等9家临床中心开展, 试验组入组357例(蜜炼强力枇杷膏), 对照组入组120例(急支糖浆)给药第7天后, 与基线的差值(给药第7天-基线)试验组为 $-43.78 \pm 19.86$ , 对照组为 $-41.38 \pm 20.73$ 。(p $\leq 0.05$ )。

图44: 咳嗽症状疗效评价(慢性支气管炎)



数据来源: 公司推介资料, 东吴证券研究所

图45: 咳嗽 VAS 评分较基线变化(急性支气管炎)

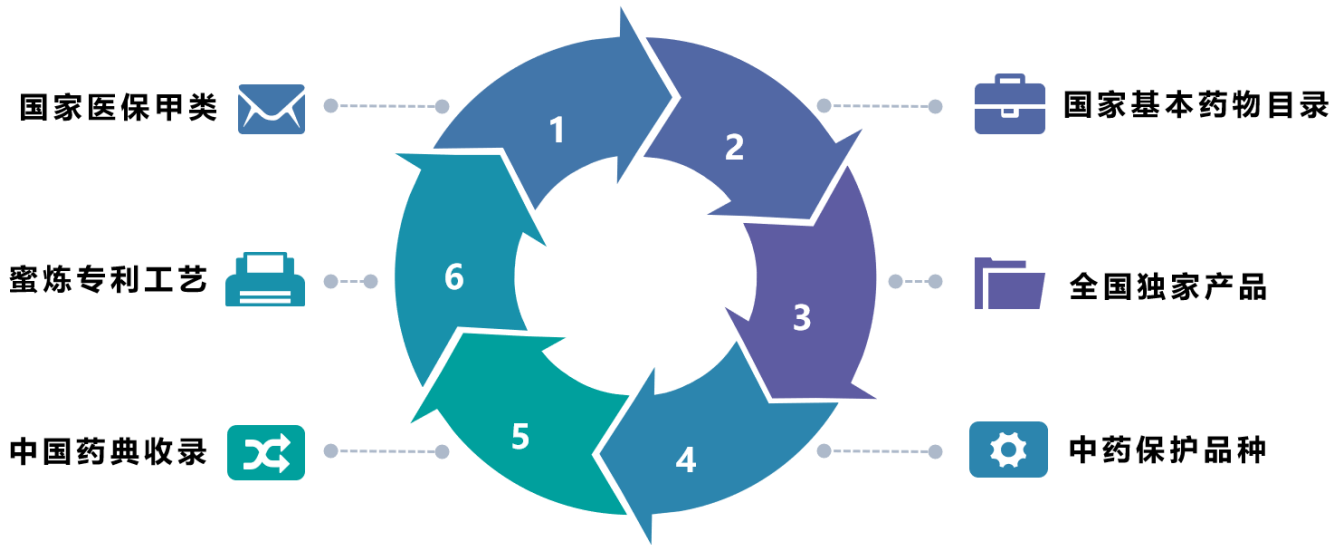


数据来源: 公司推介资料, 东吴证券研究所

**高资格准入的中药大品种。**强力枇杷膏(蜜炼)为国家医保甲类品种、国家基药目录、全国独家品种、中国药典收录, 具有独家蜜炼专利工艺。目前已在全国近千家等级医院和三千多家基层医疗机构使用, 被《咳嗽中医诊疗专家共识意见》2021版、国家基本药物临床应用指南(中成药)2018年版等列为推荐用药。



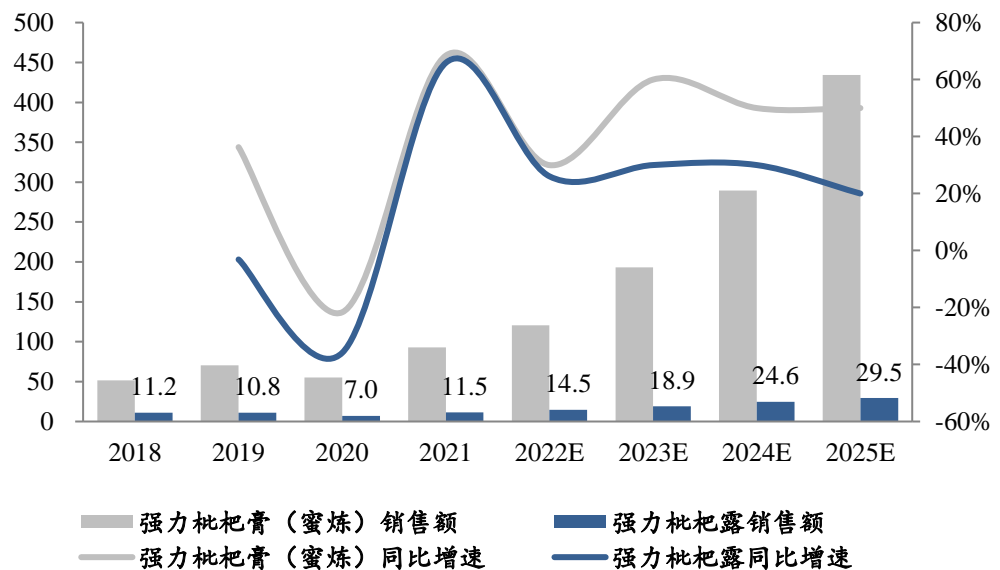
图46: 强力枇杷膏（蜜炼）产品资格准入高



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2020年以来强力枇杷产品（强力枇杷膏（蜜炼）和强力枇杷露）销售放量迅猛，正在迅速侵占呼吸系统疾病用药市场份额。2021年强力枇杷膏（蜜炼）和强力枇杷露销售额分别为0.362亿元和0.062亿元，2022H1已经实现销售分别为0.59亿元和0.073亿元。强力枇杷膏（蜜炼）、强力枇杷露是强有力的重磅产品，未来随着公司销售和推广策略的明晰以及品牌价值深入人心，预计强力枇杷产品能够持续保持高速增长。

图47: 强力枇杷膏产品销售额（百万元）及增速



数据来源：公司推介资料，东吴证券研究所

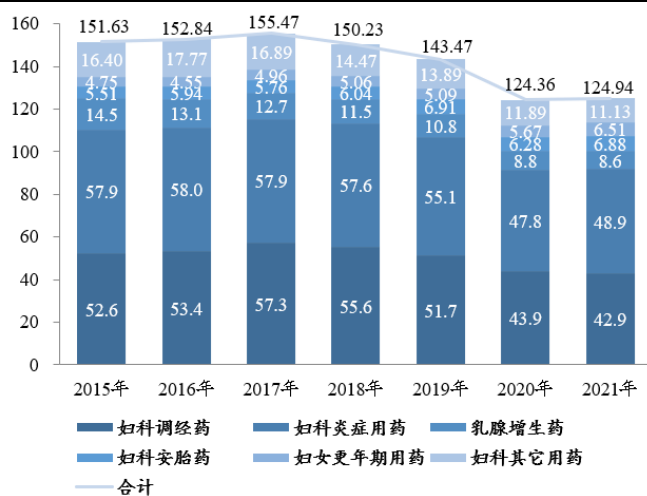
### 3.4. 妇科领域用药系统布局，金英胶囊竞争优势独特

妇科领域是方盛制药系统布局的领域，共有 5 款产品上市销售，分别为金英胶囊、舒尔经胶囊、黄藤素分散片、慈航胶囊和妇炎乐胶囊。其中金英胶囊是公司核心产品，是专门用于妇科慢性盆腔炎治疗的中成药产品，为公司自主研发的全国独家中药六类新药，在上市同类疾病药物中疗效较好，具有独特竞争优势。公司全资子公司博大药业拥有舒尔经胶囊（全国医保产品和全国独家剂型）、益母草颗粒等妇科疾病用药，能够全面覆盖妇科疾病领域。

#### 3.4.1. 妇科市场稳健增长，实体药店终端为主要渠道

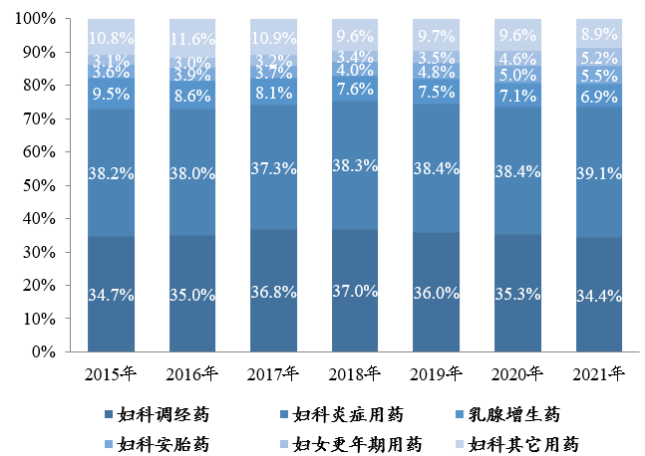
妇科疾病用药主要包括妇科炎症用药、妇科调经药、妇科其他用药等各类中成药，销售终端数据（不包括互联网药店和基层医疗机构）整体的市场规模接近 150 亿元。从亚类格局来看，妇科调经药和妇科炎症用药依然是两大主力，2021 年分别占据 34.4%和 39.1%的市场份额，格局多年来保持稳定。我国女性人口基数大、发病率较高（WHO 公布的数据显示我国妇科疾病患病率为 40%），随着经济发展和民众生活水平的提升，对妇科用药的需求也将呈现加速增长。2020 年受疫情影响销售额同比下滑严重，但 2021 年重回增长轨道。

图48: 妇科疾病细分领域中成药销售额



数据来源：米内网，东吴证券研究所

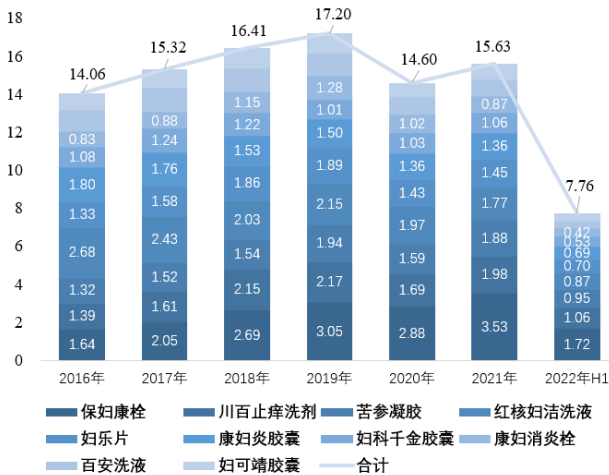
图49: 妇科疾病细分领域中成药占比



数据来源：米内网，东吴证券研究所

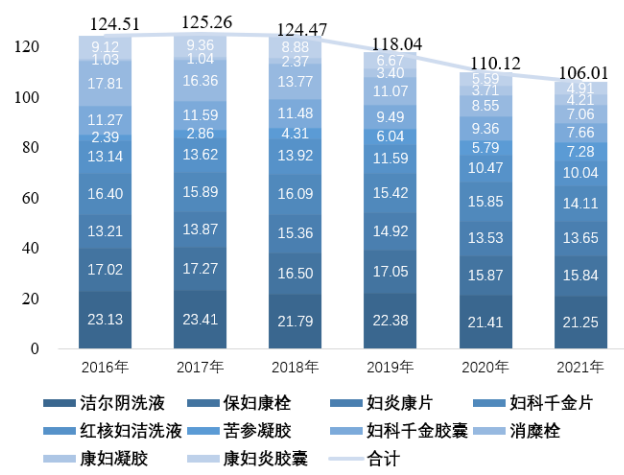
妇科炎症用药市场主要集中在实体药店终端，2021 年 TOP10 产品销售额为 106 亿元，而公立医院 TOP10 产品销售额为 15.63 亿元，整体上妇科炎症用药市场保持平稳。实体药店 TOP3 产品为洁尔阴、保妇康栓和妇科千金片，2021 年实体药店销售额为 21.25 亿、15.84 亿和 14.11 亿，较 2016 年均略有下滑。

图50: 公立医院妇科炎症用药 TOP10 产品销售额



数据来源: 米内网, 东吴证券研究所

图51: 实体药店妇科炎症用药 TOP10 产品销售额



数据来源: 米内网, 东吴证券研究所

### 3.4.2. 金英胶囊循证医学证据充分

金英胶囊为方盛制药全国独家品种, 组方来源于中原三大妇科流派之一河南省首席中医妇科专家、第三批全国名老中医药专家经验继承指导老师--门成福教授。门成福教授经过 30 余年的临床经验总结, 从古典《医宗金鉴》卷七十二的“五味消毒饮”和《丹溪心法》卷四的“二妙散”两组方剂中, 精选清热解毒, 消肿排脓, 化瘀散结, 燥湿通利的骨干药, 加凉血活血、行气止痛之药, 从而组成了具有“清热解毒, 祛湿止带, 化瘀止痛”的新处方——金英胶囊。

图52: 金英胶囊方解及药理学研究

	名称	有效成分	作用
君药	金银花	绿原酸、木犀草酸	抗菌、抗炎、抗病毒作用
	关黄柏	小檗碱	抗菌作用
臣药	蒲公英	倍半萜内酯	抗炎、抑菌作用
	紫花地丁	黄酮甙类	较强抑菌作用
	野菊花	倍半萜内酯	抗炎、抑菌作用
佐药	苍术	倍半萜内酯	抗炎、抑菌作用
	赤芍	芍药苷	清热凉血、散瘀止痛
	丹参	丹参素、丹参酮	抗血栓作用
	延胡索	延胡索乙素、生物碱	镇痛作用, 内分泌调节作用
使药	皂角刺	黄酮类、萜类	抗菌、抗过敏、免疫调节

数据来源: 公司推介资料, 东吴证券研究所

图53: 金英胶囊适应症推荐

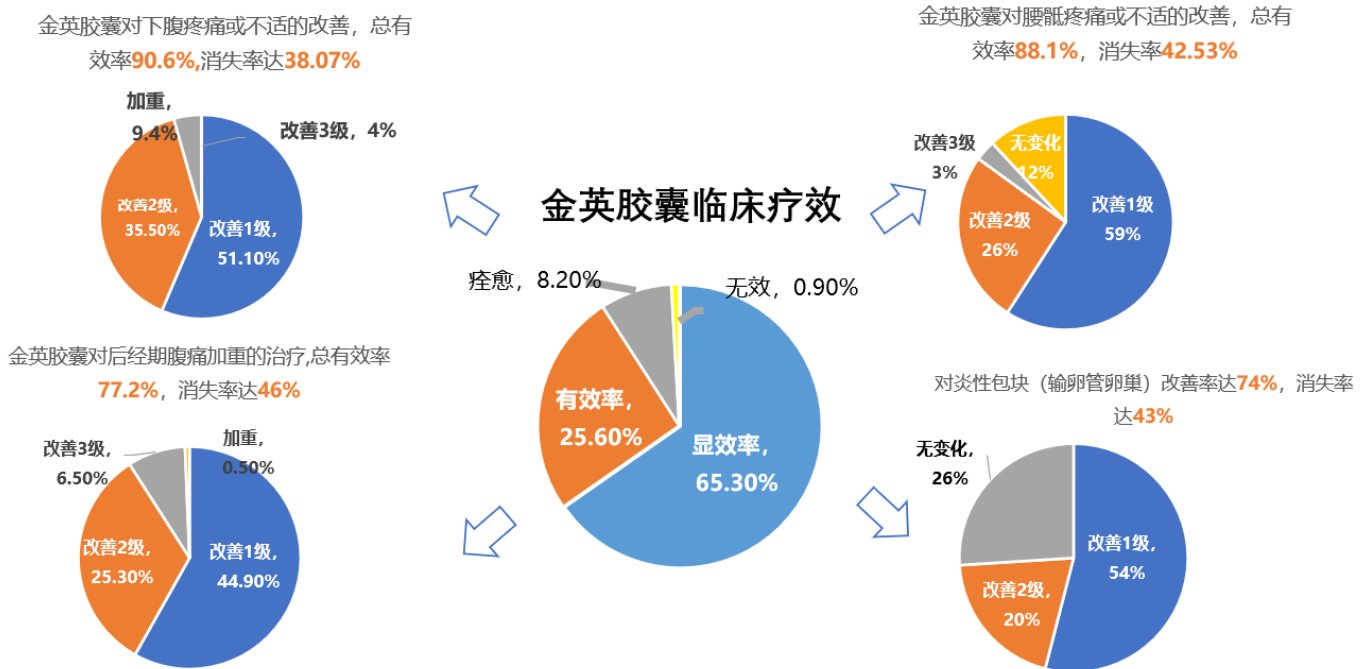
针对疾病	症状	用药参考	金英常规疗程
盆腔炎性疾病 (PID)	T ≥ 37.3	金英胶囊 (28天) + 抗生素 (7天或遵医嘱)	28天
	T < 37.3	单用金英胶囊 (14天)	28天
盆腔炎症性疾病后遗症 (SPID)	炎性积液和包块 PID反复复发	金英胶囊 (14天) + 抗生素 (7天或遵医嘱)	14天
	慢性盆腔痛	单用金英胶囊 (7天)	一周起效, 临床反映效果明显 (盆腔痛反复发治疗程不定)
其他妇科炎症	妇科非复杂术后 预防感染	金英胶囊 (28天) + 抗生素 (遵医嘱)	28天
	阴道炎 (细菌性、混合感染)	金英胶囊 (14天) + 抗生素 (3-7天或遵医嘱)	14天

数据来源: 公司推介资料, 东吴证券研究所

**临床疗效证据充分:** 2004 年 2 月至 2006 年 2 月, 以广州中医药大学第一附属医院为负责单位, 4 家医院为参研单位开展“金英胶囊对慢性盆腔炎湿热证的多中心临床观察”, III 期 480 例患者随机分为 2 组, 妇炎净胶囊和妇炎净模拟药为对照组 120 例, 金

英胶囊为治疗组 360 例。研究结果显示：金英胶囊对于慢性盆腔炎（湿热证）疾病综合疗效结果总有效率为 99.1%，对 PID 湿热证患者症状有明显的改善。

图54：金英胶囊的 III 期临床疗效评价



数据来源：公司推介资料，东吴证券研究所

金英胶囊多年来已积累了丰富的高级别循证医学证据和指南证据，已经纳入了包括《盆腔炎性疾病的中医药治疗》、《中成药治疗慢性盆腔炎性疾病后遗症的临床应用指南》、《中成药治疗优势病种临床应用指南》等多个指南，为实际临床应用提供了坚实的理论基础。

图55：金英胶囊高级别循证医学证据

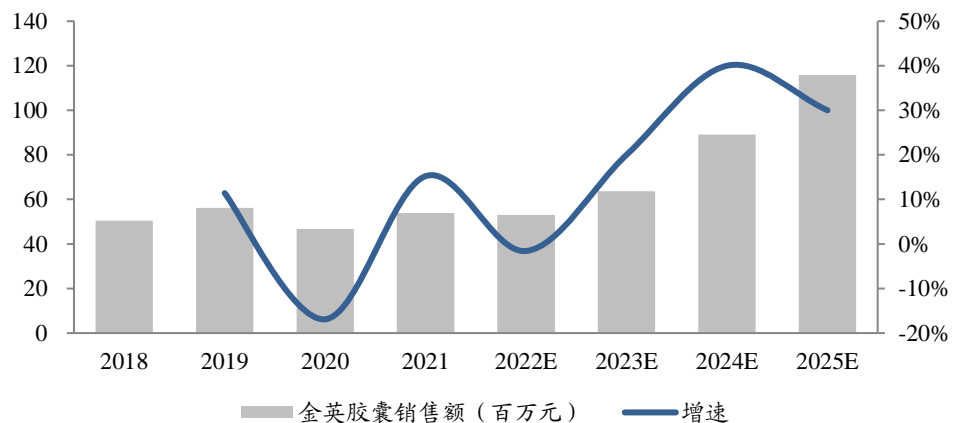
序号	作者	题名	刊名	年份
1		《中成药治疗优势病种临床应用指南》标准化项目组	中国中西医结合杂志	2021
2	邱霞;	金英胶囊联合乳酸左氧氟沙星治疗慢性盆腔炎的疗效	现代诊断与治疗	2021
3	刘艳霞; 刘朝晖; 周德平; 裴凤兰; 李勤; 陈淑琼; 王秋凤; 王婷婷; 金哲;	金英胶囊治疗盆腔炎性疾病(湿热蕴结证)的随机、双盲双模拟、阳性药平行对照、多中心临床研究	中国实用妇科与产科杂志	2020
4	苏洪丽; 林进容; 苏宇雄;	金英胶囊联合中药灌肠治疗慢性盆腔炎临床分析	临床合理用药杂志	2020
5	董亚楠; 鲍英丽; 王圆媛;	金英胶囊联合莫西沙星治疗慢性盆腔炎的临床研究	现代药物与临床	2019
6	郝美峰	金英胶囊联合康妇消炎栓治疗湿热瘀结型慢性盆腔炎的临床研究	山西中医药大学	2017
7	肖爱芝;	金英胶囊联合西药在慢性盆腔炎患者中的应	双足与保健	2018

		用及对炎症因子的影响研究		
8	陈淑琼; 王红霞; 李节; 谭小勇; 黄敏; 黄贤华;	金英胶囊治疗盆腔炎性疾病湿热蕴结证疗效观察	现代中医药	2016
9	张庆华; 黄贤华; 黄敏; 孙先仁; 郭喜庚;	金英胶囊镇痛抗炎作用实验研究	中医药导报	2016
10	黄敏; 王林; HuangXianhua;	金英胶囊对盆腔炎大鼠模型子宫内膜炎症和炎性粘连的作用	亚太传统医药	2016
11	金哲; 刘朝晖; 黄敏;	金英胶囊治疗盆腔炎性疾病的临床研究方案	中国中医药现代远程教育	2016

数据来源：公司推介资料，东吴证券研究所

**金英胶囊销售相对稳定，基于丰富的高级别循证医学证据和指南证据，有望进一步开拓市场。**金英胶囊的销售规模处于 0.55 亿上下浮动的区间，2020 年因疫情扰动导致增速断崖。未来，凭借充分临床疗效证据和丰富的高级别循证医学证据和指南证据有望进一步提高品牌价值，能够更深入的打入市场。

**图56：金英胶囊销售额（百万元）及增速**



数据来源：公司推介资料，东吴证券研究所

### 3.5. 心脑血管领域市场广阔，血塞通分散片适应症丰富，具有较大增长潜力

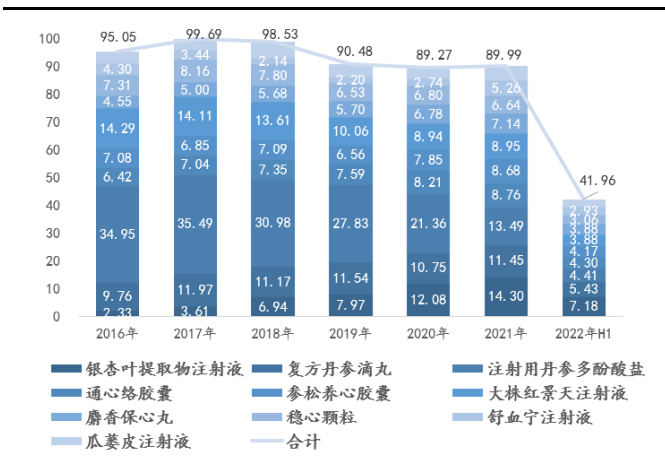
人口老龄化及城镇化进程的加速，心血管病的发病人数持续增加，心脑血管疾病是个需要长期预防和治疗的长期过程，中药对比化药更擅长治疗慢性疾病、适宜病后调理，符合心脑血管疾病需要长期用药的特点，心脑血管疾病用药市场也将呈现稳定增长态势。方盛制药在这一领域布局了血塞通分散片、血塞通片、银杏叶分散片和益心酮分散片等，其中血塞通分散片是公司的特色及优势产品，已深耕市场数年，品牌深入人心。

#### 3.5.1. 心血管领域中成药规模庞大

心血管领域中成药销售规模相对稳定，2021 年公立医院心血管用药 TOP10 销售额约 90 亿元，实体药店心血管用药 TOP10 销售额约 33 亿元。

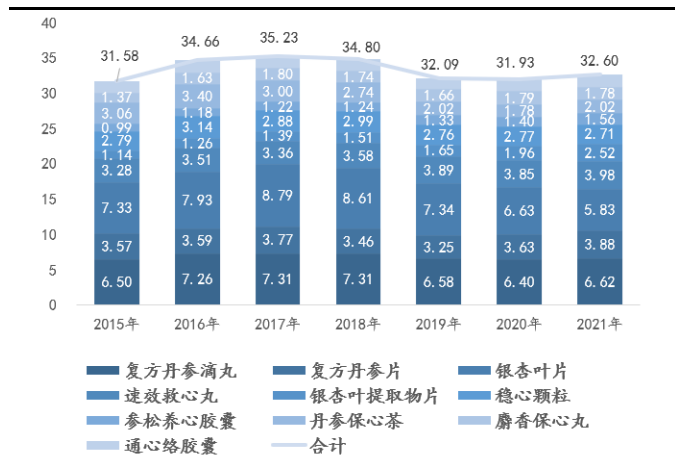


图57: 公立医院心血管用药 TOP10 销售额 (亿元)



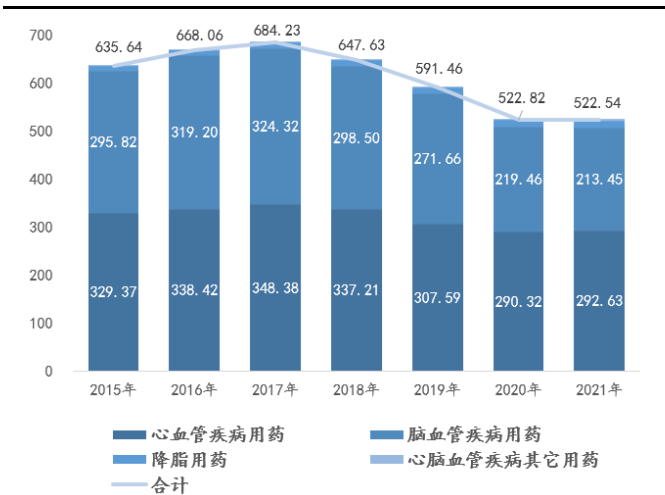
数据来源: 米内网, 东吴证券研究所

图58: 实体药店心血管用药 TOP10 销售额 (亿元)



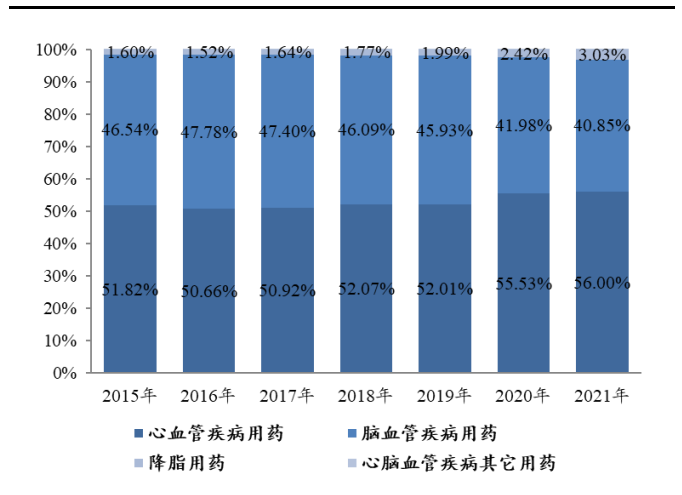
数据来源: 米内网, 东吴证券研究所

图59: 心脑血管细分领域销售额 (亿元)



数据来源: 米内网, 东吴证券研究所

图60: 心脑血管细分领域市场占比



数据来源: 米内网, 东吴证券研究所

### 3.5.2. 血塞通分散片适应症丰富, 疗效可靠, 具有较大增长潜力

血塞通分散片成份为三七总皂苷, 是传统治疗心脑血管疾病中药三七的有效活性成份, 采用现代高科技制药技术高纯度提取而成。血塞通分散片具有增加冠脉血流量、扩张血管、降低心肌耗氧量、抑制血小板聚集及降低血粘度等作用, 经大量的临床试验证明, 该药对于治疗心脑血管疾病(冠心病心绞痛、高血压、脑血栓、脑血管后遗症、中风偏瘫等)有显著疗效。同时因三七具有活血祛瘀的功能, 对治疗各种出血性疾病、跌打损伤有较好疗效, 加上分散片剂型优势, 其疗效作用优于其他口服三七总皂苷制剂。

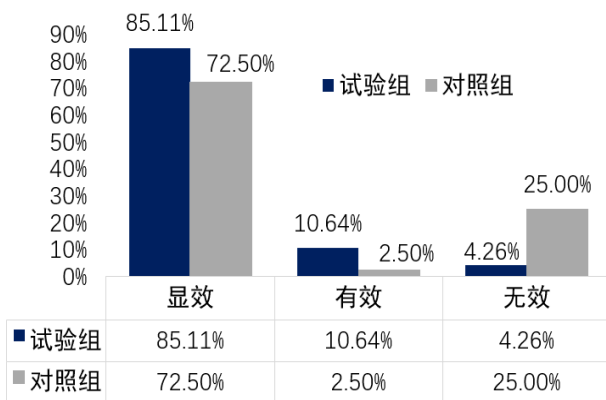
图61: 血塞通分散片的现代药理学研究



数据来源: 公司推介资料, 东吴证券研究所

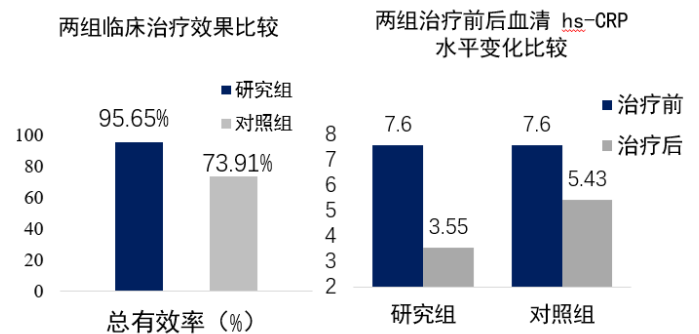
血塞通分散片在脑血管疾病、心血管疾病治疗方面广泛应用, 其应用范围已经扩大到缺血性心脑血管疾病、冠心病心绞痛、肺源性心绞痛等各类疾病, 多项临床试验充分证明其有效性。在一项血塞通分散片单用于中老年心肌缺血治疗的临床试验中, 治疗组(血塞通分散片)临床疗效总有效率明显优于对照组(复方丹参片), 差异有统计学意义( $p < 0.05$ ), 表明血塞通分散片治疗中老年心肌缺血的临床疗效可靠。血塞通联合阿托伐他汀治疗冠心病不稳定型心绞痛的疗效观察中, 研究组总有效率显著高于对照组, 两组比较差异有统计学意义( $P < 0.05$ ), 治疗后两组患者血清 hs-CRP 水平均显著降低, 且研究组降低幅度显著优于对照组, 比较差异有统计学意义( $P < 0.05$ )。多项临床试验证明血塞通分散片疗效安全, 值得推广应用。

图62: 血塞通分散片单用于老年心肌缺血



数据来源: 公司推介材料, 东吴证券研究所

图63: 联合阿托伐他汀治疗冠心病不稳定型心绞痛疗效



数据来源: 公司推介材料, 东吴证券研究所

#### 4. 化药仿制质效提升, 抓住集采时代行业机会

由于创新药研发时间长，风险大，公司坚持“创仿结合”的产品集群储备与研发战略。随着药品集中带量采购、医保支付方式改革等政策因素影响，企业之间竞争愈发激烈，仿制药行业趋向集中。由于重复、低端的仿制药需要通过残酷的价格战才能实现盈利，且未来将逐步被市场优质产品替代，因此，公司有选择地进行仿制药的开发，瞄准了具有技术难度较大、竞争小、利润较高等显著特点的高端仿制药、首仿药、改良型新药等。2022年H1，公司化学药品销售收入达2.4亿元，占制药工业总收入的36%。

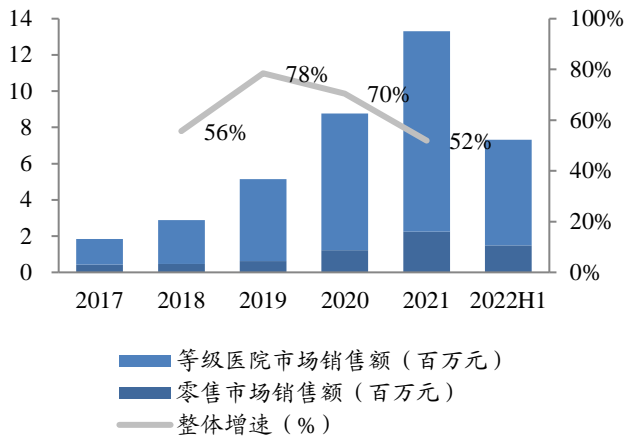
图64：公司已上市的主要化药产品基本情况

疾病领域	药品名称	注册分类	适应症	处方药	国家基药目录	国家医保目录	公司2022年H1销售额(百万元)
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）	是	否	乙类	114.75
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	是	否	否	23.85
	小儿复方四维亚铁散	化药6类	促进婴幼儿骨骼发育、改善贫血以及婴幼儿缺钙	是	否	否	2.15
	小儿氨酚黄那敏颗粒	化药6类	适用于缓解儿童普通感冒及流行性感冒引起的发热、头痛、四肢酸痛、打喷嚏、流鼻涕、鼻塞、咽痛等症状	是	否	否	0.84
	小儿化痰止咳颗粒	化药6类	小儿支气管炎所致的咳嗽、咯痰	是	否	否	1.40
心脑血管	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	化药4类	用于治疗原发性高血压	是	否	乙类	9.75
抗微生物药	头孢克肟片	化药	对头孢克肟敏感的链球菌属（肠球菌除外），肺炎球菌、淋球菌、卡他布兰汉球菌、大肠杆菌、克雷伯杆菌属、沙雷菌属、变形杆菌属及流感杆菌等引起的细菌感染性疾病	是	否	乙类	21.10
	头孢丙烯片	化药6类	敏感菌所致的轻、中度感染	是	否	乙类	4.22
	注射用头孢匹胺	化药6类	急性支气管炎、扁桃体炎等	是	否	否	6.47
	克拉霉素胶囊	化药6类	扁桃体炎、咽炎、急性支气管炎等	是	是	乙类	0.22
	人工牛黄甲硝唑胶囊	化药	急性智齿冠周炎、局部牙槽脓肿、牙髓炎、根尖周炎等	是	否	否	6.32
骨伤科	复方独活川芎嗪美辛胶囊	化药	风湿性关节炎，类风湿性关节炎，骨关节炎，关节强直性脊柱炎，各种急性肌肉骨骼疾病	是	否	否	4.84
	复方川芎嗪美辛胶囊	化药	风湿性关节炎，类风湿性关节炎，急、慢性肌肉、骨骼疾病疼痛，头痛，牙痛，痛经，手术后及创伤痛	是	否	否	2.13
妇科	奥硝唑阴道栓	化药3.1类	细菌性阴道病，滴虫性阴道炎	是	否	否	5.94
传染科	阿德福韦酯分散片	化药3.1类	治疗有乙型肝炎病毒活动复制证据，并伴有血清氨基转移酶（ALT 或 AST）持续升高或肝脏组织学活动性病变的肝功能代偿的成年慢性乙型肝炎患者	是	否	乙类	
消化系统	蒙脱石散	化药 6 类	成人及儿童急、慢性腹泻	是	是	甲类	9.96
抗肿瘤药物	伊班膦酸钠注射液	化药	绝经后骨质疏松症；恶性肿瘤溶骨性骨转移引起的骨痛；伴有或不伴有骨转移的恶性肿瘤引起的高钙血症。	是	否	乙类	

数据来源：公司年报，公司推介资料，东吴证券研究所

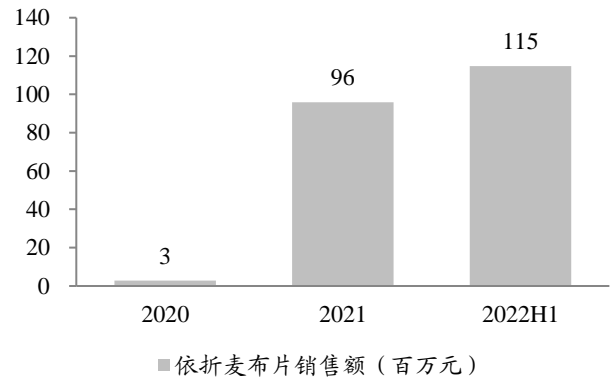
依折麦布片为公司化药的重点新品，上市后迅速放量，未来有望凭借集采进一步提升市场份额。依折麦布是第一个胆固醇吸收抑制剂，通过选择性抑制小肠胆固醇转运蛋白，有效减少肠道内胆固醇吸收，降低血浆胆固醇水平以及肝脏胆固醇储量。根据中康开思系统数据，2021年原研厂商默沙东依折麦布片销售额超13亿元，同比增长52%。2020年9月，公司获得国家药监局核准并签发的依折麦布片《药品注册证书》，作为国内首仿，上市后销售额快速提升，2022年H1销售额已过亿元。2022年7月，公司依折麦布片中标第七批全国药品集中采购，此轮第一顺位选择的9个省区中部分省区为原研企业的主销省区，公司有望通过此轮国家集采借助中选政策实现销售突破，完成对中选省区过去未覆盖的三级医院布局与销售。此外，公司原料药I车间依折麦布原料药实现量产，未来有望保证产能的前提下，一定程度上降低产品的综合生产成本。

图65: 原研厂商依折麦布国内销售额及增速



数据来源: 中康开思, 东吴证券研究所

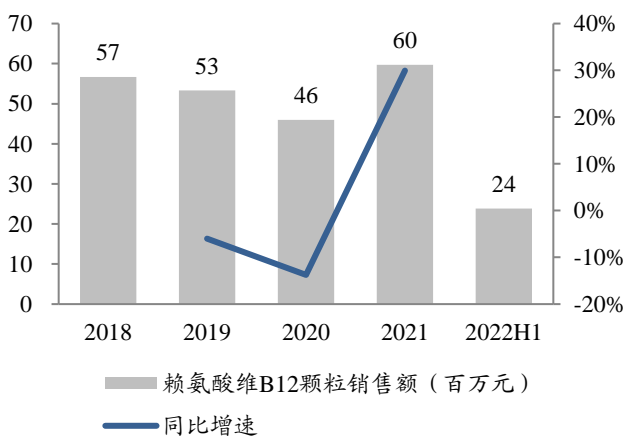
图66: 公司依折麦布片销售额 (百万元)



数据来源: 公司推介材料, 东吴证券研究所

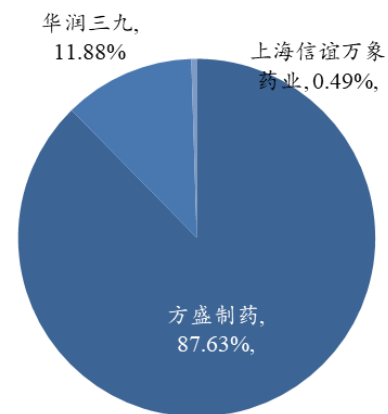
公司儿科用药的主导化药产品为赖氨酸维 B12 颗粒, 能加速儿童生长发育、增进食欲, 消除异食癖, 有助于大脑发育和提高智力, 有抗贫血、增强体质和抗病的功效。全国共有三家制药企业拥有赖氨酸维 B12 颗粒生产批件, 生产企业较少, 公司所产赖氨酸维 B12 颗粒在全国同类产品具有较强的竞争力。2020 年, 受疫情影响, 公司赖氨酸维 B12 颗粒的销售额有所下降, 2021 年销售额开始回升, 考虑到当前竞品较少, 短期内产品降价风险较低, 我们预计销售额将稳步提升。

图67: 公司赖氨酸维 B12 颗粒销售额及增速



数据来源: 公司推介资料, 东吴证券研究所

图68: 2022H1 赖氨酸维 B12 颗粒零售市场竞争格局



数据来源: 中康开思, 东吴证券研究所

## 5. 盈利预测与投资评级

### 5.1. 关键假设

- (1) 公司调整营销方式，构建产品集群，打造收入过亿单品“338工程”。考虑到不同治疗领域的重点产品数量不同，根据大单品放量的速度，我们对不同领域的药品销量进行了预测。整体对比来看，骨伤科作为当前销量最高的领域，不考虑国家集采与医保目录变化的情况下，藤黄健骨片、玄七健骨片等产品将放量增长。由于藤黄健骨片集采后的降价风险，我们保守预计2022-2024年骨伤科收入保持15%/0%/35%的增速；儿科领域放量较快主要是由于本身行业增速快于其他行业，且小儿荆杏止咳处于快速放量阶段，赖氨酸维B12当前竞争较小，故增速快于其他产品增速，2022-2024年的儿科销售额增速为30%/75%/50%；妇科领域，考虑到金英胶囊和舒尔经胶囊的销售趋势，我们预计2022-2024年的销售额增速为5%/15%/35%；心脑血管领域，考虑到依折麦布集采降价风险，我们预计2023年收入和2022年持平；抗感染科缺少大产品，且以仿制药为主，因此整体增速慢于其他领域。另外，收购滕王阁药业后呼吸系统产品种类得到丰富，考虑到强力枇杷膏（蜜炼）较强的产品竞争力叠加公司营销推广后的快速放量，我们预计呼吸系统销售额增速为254%/80%/65%。
- (2) 由于公司逐渐剥离非核心业务，佰骏医疗、恒兴医药等公司逐渐去表，2023年其他主营业务收入下降；2022-2024年我们预计公司医药工业板块的收入增速为28%/20%/36%。
- (3) 毛利率方面，虽公司具有规模效应及较强的成本控制能力，考虑到未来部分产品有进入集采的风险，故我们认为公司毛利率略有下滑，但仍能保持在60%以上的水平。

表4: 收入拆分（百万元）及预测

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1,566.97	1,873.99	1880.27	2555.72
YoY	23%	20%	0%	36%
毛利率	64.05%	63.33%	65.04%	64.59%
骨伤科	399.19	459.06	459.06	619.73
YoY	20%	15%	0%	35%
妇科	131.91	138.51	159.28	215.03
YoY	7%	5%	15%	35%
儿科	129.18	167.93	293.88	440.82
YoY	45%	30%	75%	50%
抗感染	119.95	119.95	137.95	154.50
YoY	16%	0%	15%	12%



心脑血管	297.66	400.00	400.00	472.00
YoY	49%	34%	0%	18%
呼吸系统	42.43	150.00	270.00	445.50
YoY		254%	80%	65%
其他业务	32.12	38.54	50.10	65.13
YoY	18%	20%	30%	30%
<b>医药制造板块收入</b>	<b>1152.43</b>	<b>1473.99</b>	<b>1770.27</b>	<b>2412.72</b>
<b>YoY</b>		<b>28%</b>	<b>20%</b>	<b>36%</b>
其他主营业务	456.97	400.00	110	143.00
YoY	13%	-12%	-73%	30%

数据来源：wind，东吴证券研究所

## 5.2. 盈利预测及投资评级

选择主营业务均为中药研发、生产、销售的以岭药业、康缘药业、太极集团作为可比公司。我们预计 2022-2024 年，公司营业收入分别为 18.74/18.80/25.56 亿元，我们预计 2022-2024 年归母净利润为 2.89/1.63/2.36 亿元，2022 年归母净利润的大幅提升系转让佰骏医疗股权所得投资收益，剔除后公司扣非归母净利润预计为 1.0/1.6/2.3 亿元，对应当前市值的 PE 为 34X/21X/15X。考虑到公司产品矩阵丰富，未来三年具有较高的复合增速，首次覆盖，给予“买入”评级。

表5：可比公司估值（收盘日期为 2022 年 10 月 30 日）

公司	代码	收盘价（元）	归母净利润（亿元）				P/E（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
以岭药业	002603.SZ	28.08	13.44	16.20	19.21	22.76	24.37	28.97	24.42	20.62
康缘药业	600557.SH	18.90	3.21	4.11	5.21	6.32	22.64	26.88	21.21	17.48
太极集团	600535.SH	32.49	-5.23	3.33	5.26	7.75	/	54.38	34.39	23.34
<b>平均值</b>			<b>3.80</b>	<b>7.88</b>	<b>9.89</b>	<b>12.28</b>	/	<b>36.74</b>	<b>26.67</b>	<b>20.48</b>
方盛制药	603998.SH	7.82	0.70	1.00	1.60	2.30	41.69	34.38	21.49	14.95

数据来源：方盛制药数据为东吴证券研究所预测，2022 年股权转让获得了较高的投资收益，考虑到估值的合理性，方盛制药使用扣非归母净利润，其余均来自 wind 一致预测。

## 6. 风险提示

- （1）产品放量不及预期风险：公司具有完备的市场营销体系，但由于市场竞争激烈、疫情影响医院客流量等因素，未来产品存在销售量增长不及预期的风险；
- （2）政策风险：公司进入国家集采范围的产品存在降价风险，如果放量不及预

期，无法“以价换量”，则存在销售利润下滑的风险；医保目录内产品及基药目录内产品存在调出目录的风险等；

- (3) 竞争加剧风险：当前公司布局的心脑血管、抗感染等领域竞品较多，市场竞争压力大，未来存在竞争降价等风险；
- (4) 产品研发不及预期风险：中药创新药研发周期较长，从早期药学研究、临床研究、生产等阶段均有失败的风险，研发不及预期后存在上市延迟或无法上市的风险，影响公司的业绩。

## 方盛制药三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>867</b>	<b>1,175</b>	<b>1,382</b>	<b>2,098</b>	<b>营业总收入</b>	<b>1,567</b>	<b>1,874</b>	<b>1,880</b>	<b>2,556</b>
货币资金及交易性金融资产	274	518	825	1,034	营业成本(含金融类)	563	687	661	910
经营性应收款项	282	310	289	504	税金及附加	24	29	29	40
存货	257	297	217	490	销售费用	633	750	730	976
合同资产	0	0	0	0	管理费用	169	206	207	281
其他流动资产	53	50	51	70	研发费用	51	66	66	89
<b>非流动资产</b>	<b>1,838</b>	<b>1,821</b>	<b>1,798</b>	<b>1,768</b>	财务费用	18	19	13	4
长期股权投资	193	193	193	193	加:其他收益	17	37	19	26
固定资产及使用权资产	621	626	619	601	投资净收益	-10	200	19	26
在建工程	202	178	158	142	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	250	253	256	259	减值损失	-17	0	0	0
商誉	379	379	379	379	资产处置收益	0	19	0	0
长期待摊费用	41	43	45	47	<b>营业利润</b>	<b>100</b>	<b>374</b>	<b>213</b>	<b>307</b>
其他非流动资产	152	150	148	146	营业外净收支	-9	-4	-4	-4
<b>资产总计</b>	<b>2,704</b>	<b>2,996</b>	<b>3,179</b>	<b>3,866</b>	<b>利润总额</b>	<b>91</b>	<b>370</b>	<b>209</b>	<b>303</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,255</b>	<b>1,363</b>	<b>1,383</b>	<b>1,833</b>	减:所得税	21	81	46	67
短期借款及一年内到期的非流动负债	468	548	628	708	<b>净利润</b>	<b>70</b>	<b>288</b>	<b>163</b>	<b>236</b>
经营性应付款项	117	142	107	236	减:少数股东损益	0	-1	0	0
合同负债	35	40	36	49	<b>归属母公司净利润</b>	<b>70</b>	<b>289</b>	<b>163</b>	<b>236</b>
其他流动负债	635	632	612	840	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.16	0.66	0.37	0.54
非流动负债	145	145	145	145	EBIT	139	174	207	285
长期借款	28	28	28	28	EBITDA	228	283	322	407
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	64.05	63.33	64.85	64.41
租赁负债	37	37	37	37	归母净利率(%)	4.47	15.42	8.68	9.25
其他非流动负债	81	81	81	81	收入增长率(%)	22.54	19.59	0.34	35.92
<b>负债合计</b>	<b>1,401</b>	<b>1,508</b>	<b>1,528</b>	<b>1,979</b>	归母净利润增长率(%)	9.79	312.65	-43.56	44.93
归属母公司股东权益	1,196	1,381	1,544	1,781					
少数股东权益	108	107	107	106					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,304</b>	<b>1,488</b>	<b>1,651</b>	<b>1,887</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,704</b>	<b>2,996</b>	<b>3,179</b>	<b>3,866</b>					

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	186	176	339	240	每股净资产(元)	2.79	3.14	3.51	4.05
投资活动现金流	-230	115	-85	-78	最新发行在外股份(百万股)	440	440	440	440
筹资活动现金流	-14	-54	45	40	ROIC(%)	6.03	6.89	7.26	8.89
现金净增加额	-59	236	298	201	ROE-摊薄(%)	5.86	20.93	10.56	13.28
折旧和摊销	90	109	115	122	资产负债率(%)	51.80	50.33	48.07	51.19
资本开支	-185	-70	-89	-89	P/E(现价&最新股本摊薄)	49.08	11.89	21.07	14.54
营运资本变动	-22	-37	40	-137	P/B(现价)	2.81	2.49	2.23	1.93

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>

