

盘龙药业 (002864)

国内秦药龙头，基药及院内制剂催化业绩加速

买入 (首次)

2023年06月07日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

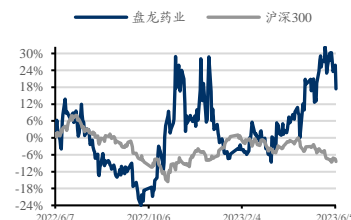
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	974	1,297	1,735	2,236
同比	10%	33%	34%	29%
归属母公司净利润 (百万元)	101	134	175	229
同比	9%	32%	31%	31%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.04	1.38	1.81	2.37
P/E (现价&最新股本摊薄)	42.25	32.02	24.39	18.63

关键词: #产能扩张

投资要点

- 投资逻辑:** 1) 骨伤科类慢病的领导品牌, 看好盘龙七片放量空间, 2023年开通下沉市场加速放量, 基药目录调整有望带来弹性; 2) 一体两翼全产业链布局, 得天独厚的中药材资源优势造就特色“秦药”, 定增募投项目补充骨科产品矩阵, 中药配方颗粒带来新增长动力。
- 盘龙药业精耕骨科领域, 核心产品盘龙七片有望加速放量。** 盘龙药业专注于骨科中成药领域的产品开发, 主导产品盘龙七片覆盖骨科多个关键用药类别, 在同类中成药竞争中位居前列, 是治疗风寒湿热、风湿骨伤疾病的推荐用药, 已覆盖 4000 余家医院和 31 个省市, 2022 年销售额 4.29 亿。不考虑基药目录弹性, 公司挖掘下沉县域市场, 院内院外同时发力, 有望逐步成长为过十亿的大单品。盘龙七片曾为中药保护品种, 产品资质突出, 被列入 6 指南、2 教材、2 共识、1 个路径, 有较大可能纳入基药目录。盘龙七片贡献公司近一半收入, 基药目录调整有望为盘龙七片的增长带来更大的弹性空间, 尤其是院内放量有望明显加快, 有望成长为 20 亿大品种。此外, 骨松宝片和盘龙七片形成新老产品梯度, 两年增速较快。公司布局高端外用凝胶透皮给药平台, 在骨科市场布局逐渐深入和拓宽。
- 全产业链布局, 内生+外延打开长期增长空间。** 公司纵向架构涵盖中药全产业链, 基于当地药材优势, 公司拟投资进行配方颗粒研发及产业化。一方面, 公司作为当地龙头中成药企业, 中药配方颗粒备案有望稳步推进; 另一方面, 公司院内营销网络完备, 竞争企业在陕西等级医院 (尤其是二级以下医院) 并未形成绝对优势, 配方颗粒未来有望带来新的增长极, 我们预计 2025 年配方颗粒有望贡献 4000-8000 万的收入, 后续有望进入加速放量阶段。此外, 院内制剂业务拓展顺利, 有望同公司原有的院内销售渠道形成协同, 我们预计 2025 年有望贡献 2-3 亿元收入, 成为公司业务新增长点。此外, 公司计划合并骨科同类项, 一方面增厚公司收入和利润, 另一方面完善骨科产品的品类布局, 打造中华骨伤领导品牌, 提供骨科全方位解决方案。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计 2023-2025 年公司归母净利润为 1.34/1.75/2.29 亿元, 对应当前市值的 PE 为 32X/24X/19X, 考虑到公司 2023-2025 年核心产品弹性大, 骨科产品矩阵逐步丰富, 盈利能力良好, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 医药行业政策不确定性风险, 产品研发注册不及预期风险, 市场竞争加剧风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	44.10
一年最低/最高价	28.57/52.98
市净率(倍)	3.61
流通 A 股市值(百万元)	2,850.29
总市值(百万元)	4,274.53

基础数据

每股净资产(元,LF)	12.21
资产负债率(% ,LF)	37.17
总股本(百万股)	96.93
流通 A 股(百万股)	64.63

相关研究

内容目录

1. 盘龙药业：专精特新的陕北医药龙头企业，风湿骨伤的疼痛慢病管理专家	4
1.1. 股权结构稳定，股权激励带动员工积极性	4
1.2. 产品丰富多样，优势品种占据秦药主导地位	6
1.3. 业绩节节攀升，盈利稳步增长	7
2. 深耕骨科领域，丰富产品矩阵，做大核心产品	9
2.1. 骨科中成药行业回暖且将持续扩容	9
2.2. 盘龙七片：独家产品，稳定放量有望过十亿，基药弹性助力成为二十亿大单品	10
2.2.1. 组方独特，功效全面，循证充分，机制明确	11
2.2.2. 产品市场准入资格高，被多部国家级指南及教材推荐使用	12
2.2.3. 渠道深入毛细血管，多渠道建设带来产品销售增量	13
2.3. 骨松宝片：防治结合，丰富骨科产品矩阵	14
2.4. 围绕独家产品构建独家产品集群，树立产品护城河	14
3. 一体两翼战略明确目标，全产业链布局助推高质量发展	16
4. 盈利预测与估值	19
4.1. 关键假设	19
4.2. 盈利预测及投资评级	19
5. 风险提示	20

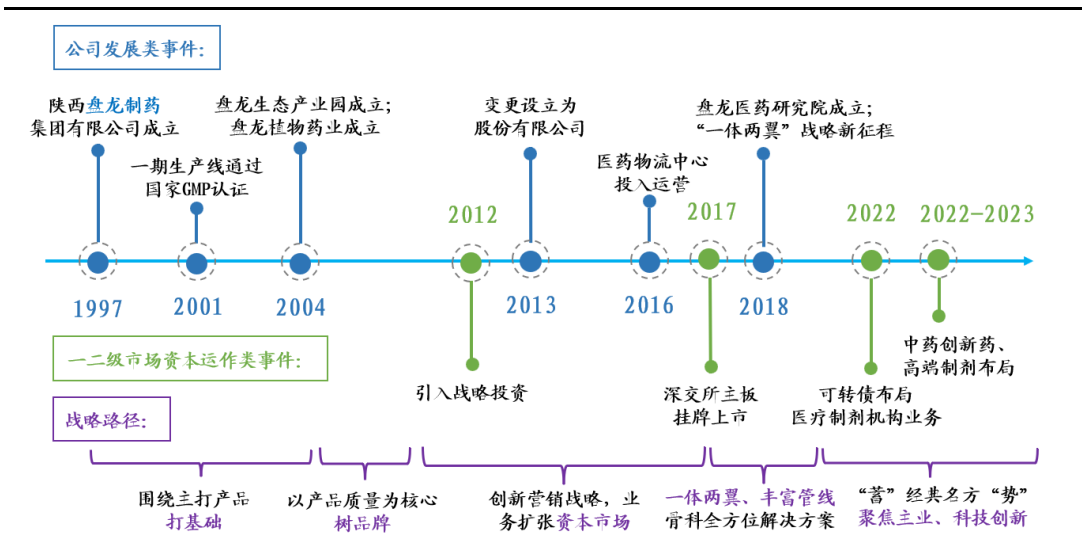
图表目录

图 1:	盘龙药业大事件时间轴.....	4
图 2:	盘龙药业股权结构 (截至 2023 年 Q1)	5
图 3:	盘龙药业自上市以来的股东分红回报.....	6
图 4:	盘龙药业 2022 年营业收入 (亿元) 及增速.....	7
图 5:	盘龙药业 2017-2022 年归母净利润 (亿元) 及增速	7
图 6:	盘龙药业 2017-2022 年营业收入 (按业务板块分, 亿元)	8
图 7:	盘龙药业 2017-2022 年毛利情况 (按业务板块分, 亿元)	8
图 8:	盘龙药业 2017-2022 年毛利率按行业板块分	8
图 9:	盘龙药业 2017-2022 年四大费用率	8
图 14:	盘龙药业销售额 (亿元) 及增速.....	10
图 15:	我国城市及县级公立医院骨骼肌肉系统风湿性疾病中成药市场 (2022H1)	10
图 16:	盘龙七片组方分析.....	11
图 17:	盘龙七片西医药理机制.....	12
图 18:	盘龙七片功效全面.....	12
图 19:	深耕骨科赛道, 生产营销渠道优势明显.....	13
图 20:	骨松宝片组方分析.....	14
图 21:	骨松宝片临床作用特点.....	14
图 22:	风湿骨科相关在研管线.....	15
图 23:	小儿咽扁颗粒零售和样本医院销售额 (百万元) 及增速.....	15
图 24:	一体两翼战略, 百年盘龙目标.....	17
图 25:	集“种、研、产、供、销”为一体的产业链布局.....	18
表 1:	盘龙药业主要产品梳理.....	6
表 2:	盘龙七片产品资质 (6 指南、2 教材、2 共识、1 个路径)	12
表 3:	收入拆分 (百万元) 及预测.....	19
表 4:	可比公司估值 (收盘日期为 2023 年 6 月 6 日)	20

1. 盘龙药业：专精特新的陕北医药龙头企业，风湿骨伤的疼痛慢病管理专家

陕西盘龙药业集团股份有限公司成立于1997年，是集药材规范化种植，药品生产、研发、销售和医药物流为核心产业的现代高新技术企业，于2017年11月在深交所挂牌上市。公司发展由前期“打基础、树品牌”到“一体两翼，聚焦主业”可划分为三大阶段。（一）、1997-2005年基础奠定，盘龙药业的前身西安制药厂柞水分厂始建于1985年，1997年由副厂长谢晓林牵头创业，并在陕西省工商局依法核准注册成立陕西盘龙制药有限公司。2004年二期生产线顺利通过了国家GMP认证，产能大幅提高，是陕西第24家、陕南第一家通过GMP认证的药品生产企业。（二）、2006-2016年品牌建设，公司董事会坚持营销改革，以品牌促进营销转型，积极拓展海外市场，扩大品牌影响力。2016年医药物流中心投入运营并入选“陕西百强企业”，2017年在深交所A股挂牌上市。（三）、2018-至今谋划格局，开展“一体两翼”发展战略总规划，2018-2022四年连续四次蝉联中国医药工业百强榜单。

图1：盘龙药业大事件时间轴



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

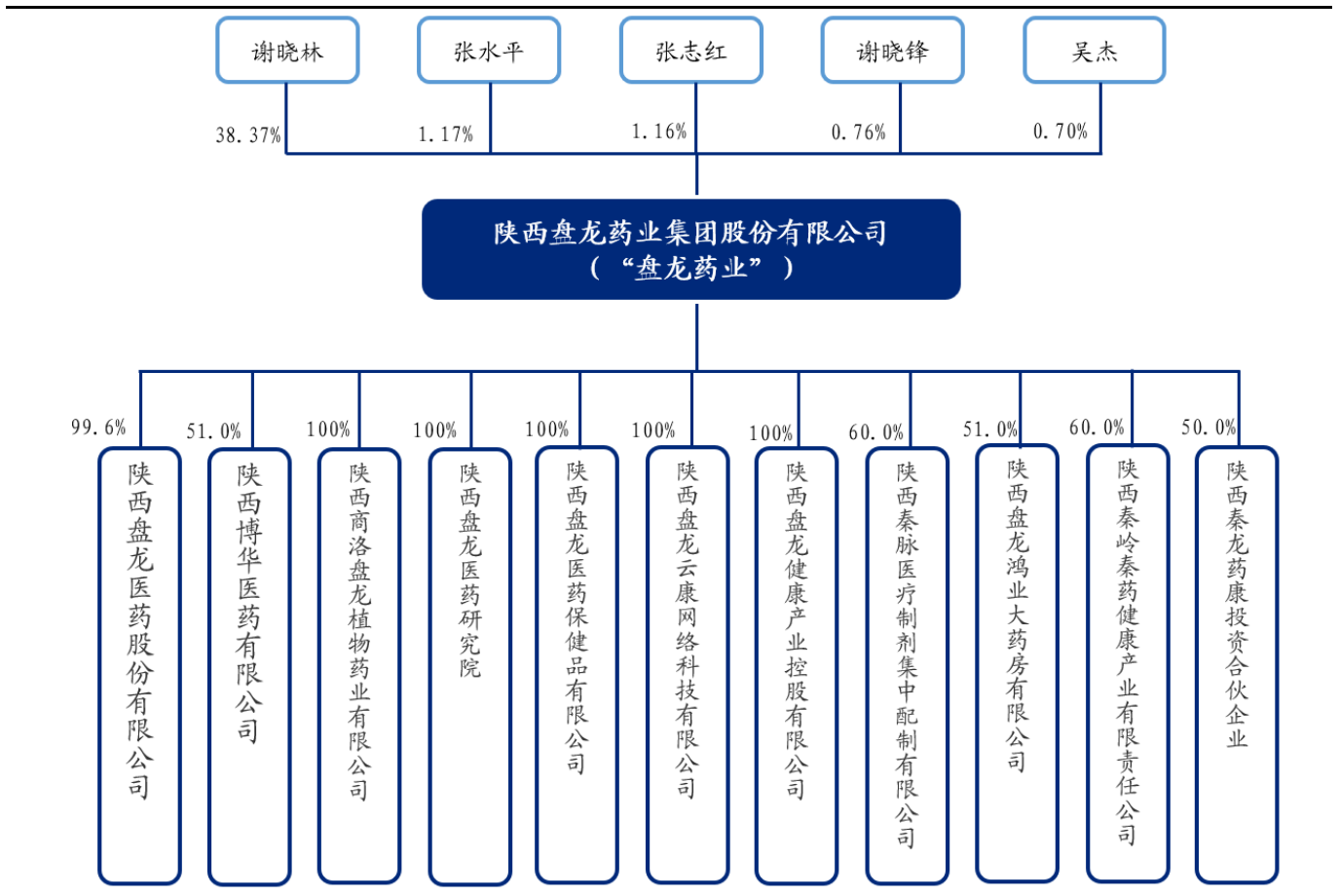
1.1. 股权结构稳定，股权激励带动员工积极性

截至2023年Q1，盘龙药业第一大股东谢晓林为公司实际控制人，持有38.37%的股份；第二、三、四、五大股东均为个人，且担任公司高管。盘龙药业于2022年10月公告定增申请，并于2023年4月由深交所受理，拟向不超35名特定投资者发行不超2600万股，募集资金不超3.02亿元。定增有望优化股东结构，且募集资金将用于中药配方颗粒研发及产业化项目、高壁垒透皮给药系统研发平台建设项目以及补充流动资金。

公司拥有11家子公司。除主营业务医药工业外，医药商业业务主要是涉及子公司

医药股份和博华医药，作为医药流通企业主要向医药工业企业采购药品和医疗器械等，以向医疗机构销售为主，基本实现了陕西药品、器械配送网络全覆盖。中药饮片业务主要为子公司植物药业对外销售的中药饮片类产品。医疗机构制剂业务主要为子公司盘龙医药研究院负责备案及注册的研发工作，生产技术部负责中试和订单的委托配制，其盈利模式可分为承接医疗机构的研发委托和委托配制订单。子公司盘龙医药保健品专注于秦岭天然植物药库中的天然药材开发与推广，通过多家知名院校合作，开发系列药食同源大健康产品。

图2：盘龙药业股权结构（截至 2023 年 Q1）

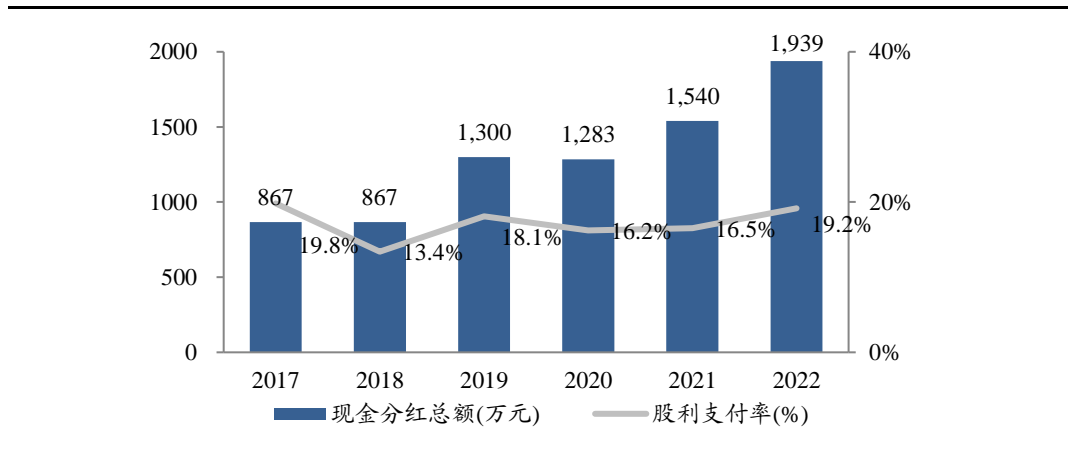


数据来源：公司公告和官网，Wind，东吴证券研究所

股权激励有望进一步绑定核心业务和技术人员，带动员积极性。2022 年 9 月，盘龙药业通过了股权激励计划，以 13.38 元/股的价格向 50 名员工授予 112.64 万股限制性股票激励。此次激励对象主要是盘龙药业的中层管理人员、核心业务、技术骨干。行权考核分为四期，公司层面考核要求为营业收入：以公司 2021 年营业收入为基数，2022/2023/2024/2025 年营业收入增长率不低于 25%/ 56%/ 95%/ 140%；个人层面考核，对于高管和中层管理人员考核 100%为年度营业收入，对于核心业务和技术骨干考核为 70%的个人年度绩效考评加上 30%的年度营业收入。

公司章程明确规划股东的分红回报，加强对中小投资者的利益保护。自上市以来，公司连续实现对全体股东累计分红近 10000 万元（含税），最大化提升股东回报。

图3: 盘龙药业自上市以来的股东分红回报



数据来源：公司公告和官网，Wind，东吴证券研究所

1.2. 产品丰富多样，优势品种占据秦药主导地位

盘龙药业以盘龙七片为主导，形成了涵盖风湿骨伤类、心脑血管类、消化类、补益类、清热解毒类、儿科类、妇科类、肝胆类等 12 大功能类别、100 多个品规的产品阵容。其中 43 个品种被列入《国家医保目录》（甲类品种 20 个，乙类品种 23 个），17 个品种进入《国家基本药物目录（2018 年版）》，4 个独家品种（盘龙七片、盘龙七药酒、金茵利胆胶囊和克比热提片），以及拥有自主知识产权的复方醋酸棉酚片、醋酸棉酚原料药。其中，主导品种盘龙七片为全国独家专利、医保甲类品种，曾入选中药保护品种，在骨骼肌肉系统风湿性疾病领域具有特色优势及综合临床循证证据，被评选为秦药优势中成药，市场竞争力强劲。

表1: 盘龙药业主要产品梳理

分类	产品	图例	适应症/主治功能	独家	医保	OTC
骨伤科	盘龙七片		活血化瘀，祛风除湿，消肿止痛。用于风湿性关节炎、腰肌劳损、骨折及软组织损伤。	是	甲	否
	盘龙七药酒		活血化瘀，祛风除湿，消肿止痛。用于风湿性关节炎，跌打损伤，腰肌劳损，软组织损伤	是	否	否
	骨松宝片		补肾活血，强筋壮骨。用于骨痿（骨质疏松症）引起的骨折、骨痛、骨关节炎及预防更年期骨质疏松症。	否	否	否
肝胆类	金茵利胆胶囊		清热利湿，舒肝利胆。适用于肝郁气滞，肝胆湿热证引起的胁痛，胃痛，食少纳呆症状的改善。	是	否	否

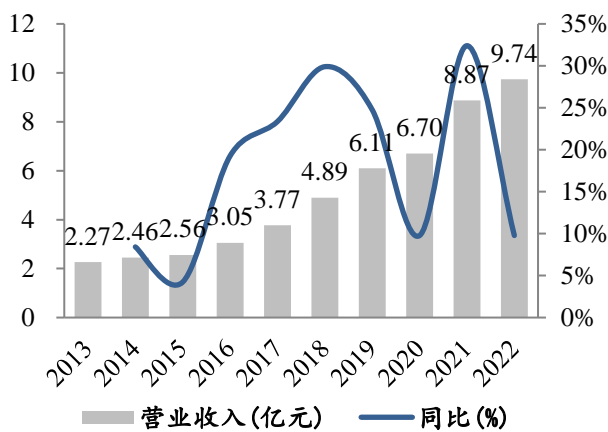
专科类	克比热提片		清理血液，用于疥疮、淋巴结核、肛瘘、各种皮肤癣等。	是	否	否
妇科类	复方醋酸棉酚片		用于子宫功能性出血、子宫肌瘤所致的月经过多、子宫内膜异位症。	否	否	否
	益母草颗粒		活血调经。用于血瘀所致的月经不调，症见经水量少。	否	甲	乙
消化类	通关藤片		抗癌，消炎，平喘。用于食道癌、胃癌、肺癌，对大肠癌、宫颈癌、白血病等多种恶性肿瘤，亦有一定疗效，亦可配合放疗、化疗和手术后治疗。并用于治疗慢性气管炎和支气管哮喘。	否	乙	否
儿科类	小儿麦冬咀嚼片		健脾和胃，用于小儿脾胃虚弱，食积不化，食欲不振。	否	否	甲
	小儿咽扁颗粒		清热利咽，解毒止痛。用于小儿肺卫热盛所致的喉痹、乳蛾，症见咽喉肿痛、咳嗽痰盛、口舌糜烂；急性咽炎、急性扁桃腺炎见上述证候者。	否	乙	甲

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 业绩节节攀升，盈利稳步增长

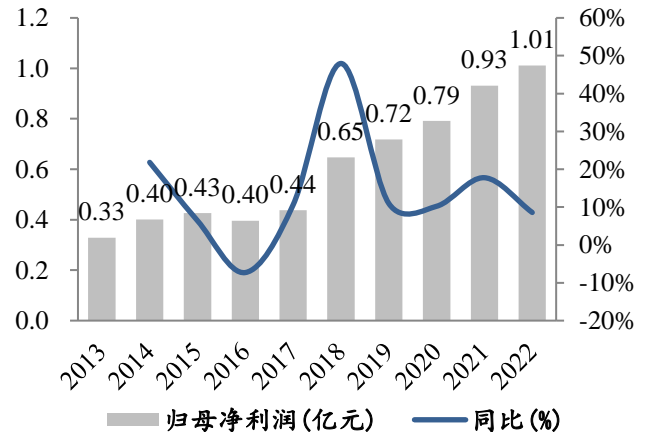
自 2017 年上市以来，营业收入持续稳定增长。自 2017 年的 3.77 亿元增加至 2022 年的 9.74 亿元，复合增长率 20.93%。归母净利润同步增长，由 2017 年的 0.44 亿元增长至 2022 年的 1.01 亿元，复合增长率 18.27%。2023Q1 实现营业总收入 2.26 亿元 (+13.48%，同比增长 13.48%，下同)，归母净利润 0.22 亿元 (+7.37%)，扣非归母净利润 0.20 亿元 (-6.98%)。经营现金流的稳定增长，2022 年实现经营活动产生的现金流量净额 1.25 亿元 (+8.04%)。

图4：盘龙药业 2022 年营业收入（亿元）及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

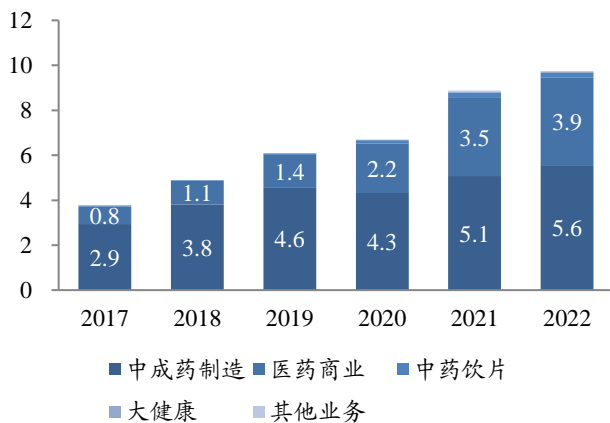
图5：盘龙药业 2017-2022 年归母净利润（亿元）及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

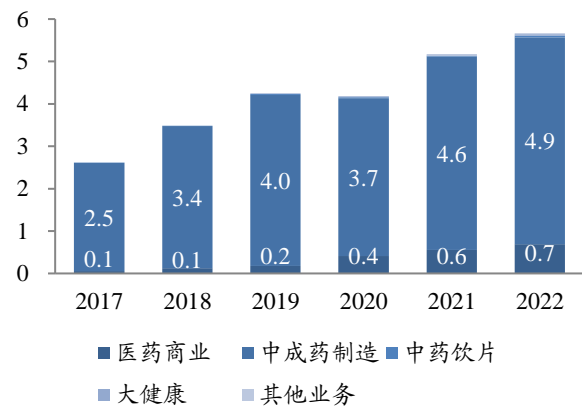
公司的业务覆盖中药全产业链，集中成药研发、生产、规范化种植、采购、销售和物流为一体。分业务来看，2017-2022 年，中成药制造收入占比在 57%以上，毛利率稳定在 85%以上，2022 年贡献了公司 86%利润；医药商业板块毛利率一直处于 15%左右。分地区来看，公司主营业务的地区范围集中在西北地区（占营收 50%左右），并覆盖了中南、华东、和华北地区，并辐射至东北和西南地区，形成了全国性的销售网络。

图6: 盘龙药业 2017-2022 年营业收入（按业务板块分，亿元）



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

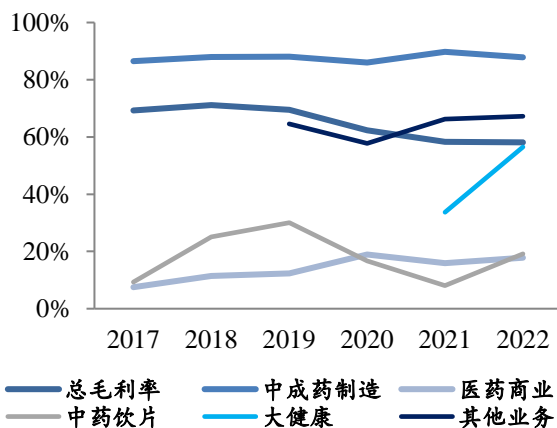
图7: 盘龙药业 2017-2022 年毛利情况（按业务板块分，亿元）



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

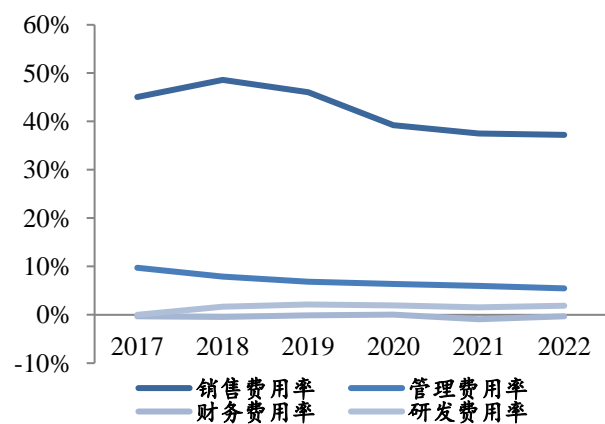
2020-2022 年，毛利率保持 58%以上，医药商业占比提升带来毛利率的小幅下滑。销售费用率逐渐下降，主要是销售业务体系的稳定与成熟。财务费用在 2022 年略有上升，主要系可转债及银行贷款利息支出增加。2022 年的研发费用同比提升 29.99%，公司加大研发项目的投入，积极布局创新中药及高端制剂转型。

图8: 盘龙药业 2017-2022 年毛利率按行业板块分



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 盘龙药业 2017-2022 年四大费用率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 深耕骨科领域，丰富产品矩阵，做大核心产品

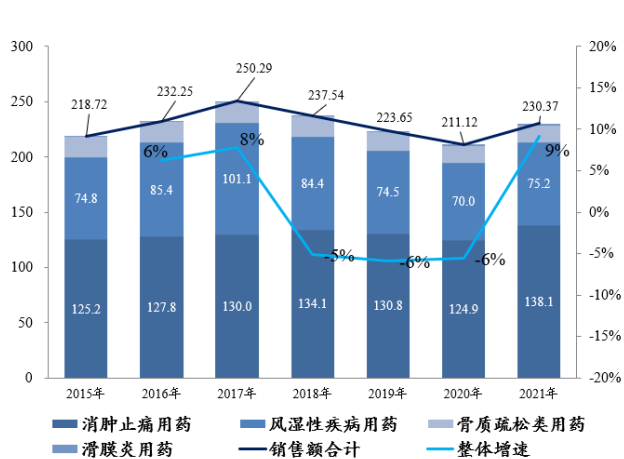
盘龙药业精耕骨科领域，专注于骨科中成药领域的产品开发，主导产品盘龙七片覆盖骨科多个关键用药类别，在同类中成药竞争中位居前列，是治疗风寒湿热、风湿骨伤疾病的推荐用药，2022年销售额近5亿，有望逐步成长为过十亿的大单品；同时，骨松宝片和盘龙七片形成新老产品梯度，近两年增速较快，公司在骨科市场布局逐渐深入和拓宽。

2.1. 骨科中成药行业回暖且将持续扩容

骨关节疾病发病率较高，老龄化程度加深扩大慢病用药市场需求，骨科市场前景广阔。根据中华医学会骨科学分会相关统计，2021年中国骨关节疾病患者数量已超1亿人。其中，骨关节炎在骨关节疾病中占比70%以上，该病发作于包括膝关节在内的全身各大关节，重度病患甚至疼痛致残，因而又被称为“不死的癌症”。骨关节炎以中老年患者多发，40岁人群的患病率为10%~17%，60岁以上的人群中患病率可达50%，75岁的人群则达80%，该病的致残率可高达53%。此外，类风湿关节炎在我国的发病率为0.28%~0.4%。《2021骨关节健康洞察报告》调研显示，骨关节问题已超失眠、脱发、视力下降等其他健康问题，“跻身”困扰国民健康的十大因素之首，且逐步呈现年轻化趋势。

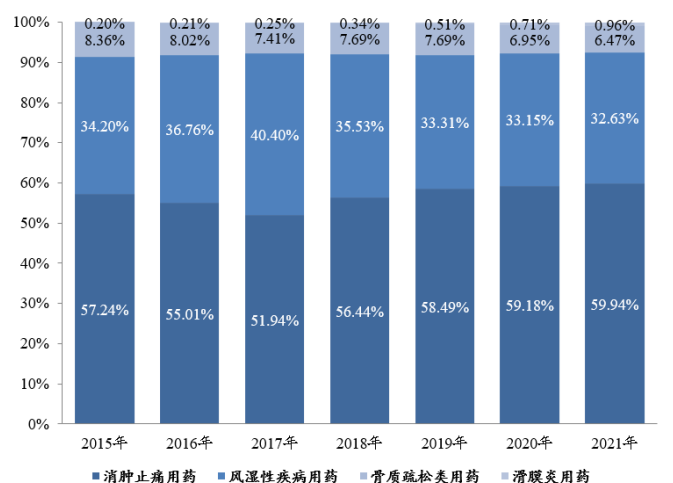
中成药在部分疑难杂症以及慢性病领域具备一定优势，骨骼肌肉系统疾病是呼吸系统疾病用药、肿瘤疾病用药、消化系统疾病用药之后的第四大优势领域。我国医院终端和零售端骨骼肌肉系统疾病中成药销售额基本保持稳定，近年来受医保政策调整以及疫情等影响略有下滑，但2021年销售额回升明显，公立医院终端和实体药店零售端已经达到230亿元，在骨骼肌肉系统疾病用中成药中消肿止痛药和风湿性疾病用药占比达93%，格局保持稳定。盘龙药业骨科中成药领域的系列产品能够有效覆盖相关细分领域，风湿性疾病用药、消肿止痛药、骨质疏松药领域是盘龙七片和骨松宝片的核心市场。

图10：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

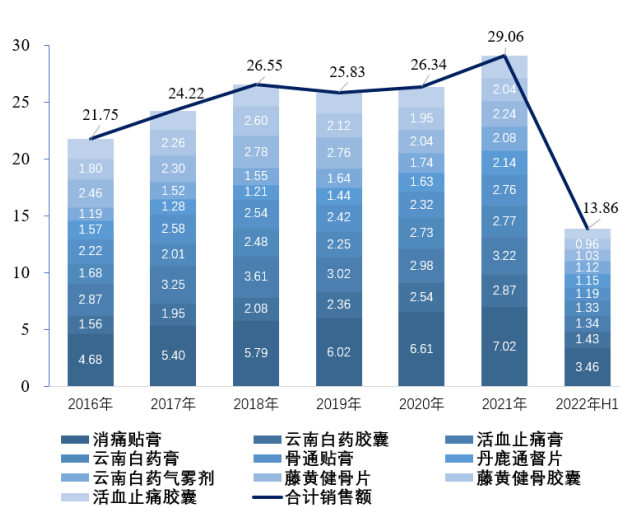
图11：骨科中成药细分领域终端销售占比



数据来源：米内网，东吴证券研究所

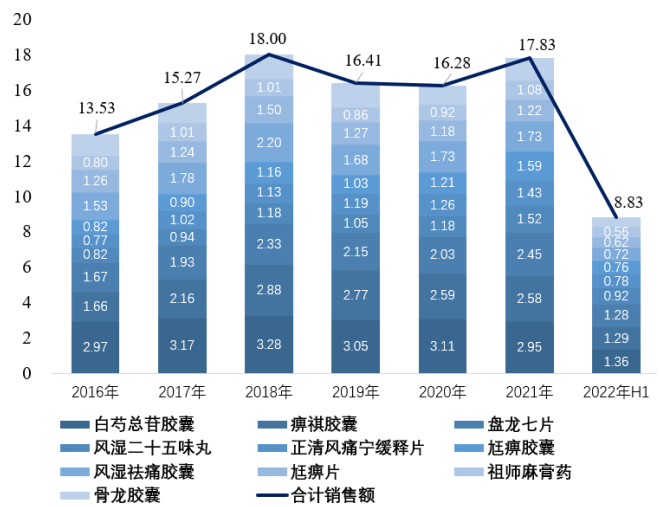
2021 年期间公立医院消肿止痛用药和风湿性疾病用药 TOP10 品牌销售额均呈现稳定增长的态势。消肿止痛用药 TOP3 产品为消痛贴膏、云南白药胶膏和活血止痛膏，2021 年公立医院销售额分别为 7.02 亿、2.87 亿和 3.22 亿，同比 2016 年分别增长 50%、84% 和 12%；风湿性疾病用药 TOP3 产品为白芍总苷胶囊、痹祺胶囊和盘龙七片，2021 年公立医院销售额为 2.95 亿、2.58 亿和 2.45 亿，相较于 2016 年分别增长-1%、55%和 47%。据统计，70 岁以上人群有 90%会出现膝关节软骨退化、关节疼痛和关节炎等症状，随着年龄的增长和人口老龄化进程加剧，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12: 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13: 公立医院风湿性疾病用药 TOP10 销售额 (亿元)



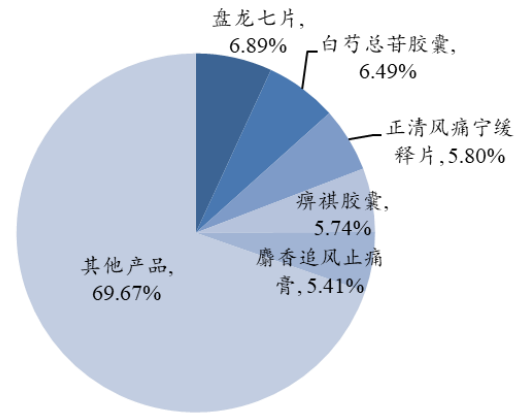
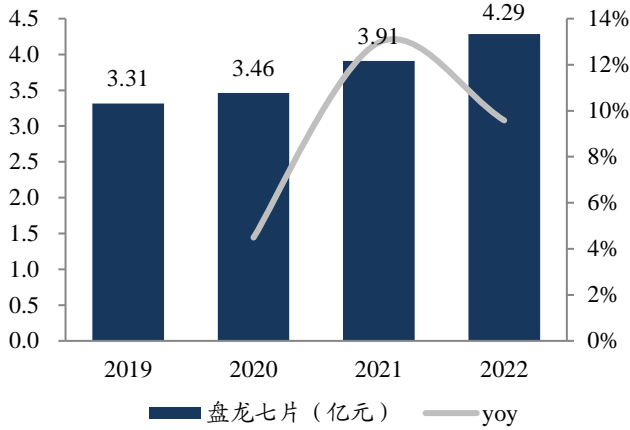
数据来源: 米内网, 东吴证券研究所

2.2. 盘龙七片: 独家产品, 稳定放量有望过十亿, 基药弹性助力成为二十亿大单品

公司主导产品盘龙七片为全国独家专利、医保甲类品种,“秦药”品种优势中成药、陕西省名牌产品,曾入选中药保护品种。主要目标为中老年人群,且可用于治疗膝关节炎、类风湿关节炎、强直性脊柱炎等慢病治疗,可以显著改善患者的关节疼痛肿胀,是治疗风寒湿热、风湿骨伤疾病的推荐用药。2022 年,盘龙七片销售额为 4.29 亿元。根据米内网数据,在我国城市及县级公立医院骨骼肌肉系统风湿性疾病中成药市场中,盘龙七片市场份额于 2022 年 H1 达到排名第一,市场份额为 6.89%。

图14: 盘龙药业销售额 (亿元) 及增速

图15: 我国城市及县级公立医院骨骼肌肉系统风湿性疾病中成药市场 (2022H1)



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司年报，米内网，东吴证券研究所

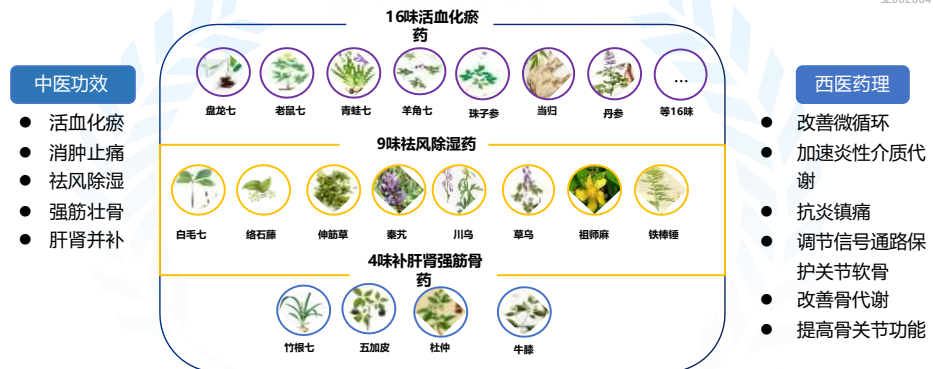
2.2.1. 组方独特，功效全面，循证充分，机制明确

盘龙七片以七味“中国七药”，三味“引经药”为主要组分，精选秦岭道地药材，弥补同类药品疗效单一的缺点。盘龙七片为祖传秘方，始源于19世纪60年代，由二十九味中草药配伍而成。除使用了盘龙七、羊角七、青蛙七、老鼠七、白毛七、扣子七、竹根七等七味中国七药外，还有其他十余味生长在秦岭海拔1,300米以上高寒地带的特色道地药材，做到了“药材好，药才好”，真正从源头上保证了药品质量。所谓中国七药是所有以七为名字结尾的中草药的统称，其长于五劳七伤，有奇特疗效。而“七药”大多具有活血祛瘀、通络止痛、利湿消肿、祛风除痹等功效，专治风寒湿痹、跌打损伤、劳损、劳伤之症。北京中医药大学博士生导师、中国药典委员会委员高学敏教授也对盘龙七片组方中的每一味药材都进行了详解，他总结道盘龙七片诸药配合，切中病机，相得益彰，共奏活血化瘀、消肿止痛、通经活络、强筋壮骨之效。

图16: 盘龙七片组方分析

组方分析

$$29 = 16 + 9 + 4$$



活血化瘀、消肿止痛、通经活络、强筋健骨、肝肾并补、标本兼顾

数据来源：公司推介资料，东吴证券研究所

中西医作用机制均明确，便于产品推广。从西医作用机制来看，盘龙七片可以迅速改善病灶处血液循环，加速炎性介质代谢，调节信号通路保护关节软骨，发挥镇痛、抗炎、消肿的作用，从而促进骨骼生长，加速病灶部位的修复，缩短治疗周期。截至 2020 年底，盘龙七片在国内核心期刊发表文献 110 余篇，同时，由中国中医科学院广安门医院牵头 8 家单位开展多中心、随机、双盲、安慰剂平行对照研究评估“盘龙七片治疗 OA（Osteoarthritis/骨关节炎）的有效性”与安全性，结果证实盘龙七片在缓解 OA 患者的疼痛及减少关节积液方面效果显著且安全性好，是 OA 患者治疗的优选药物。盘龙七片首篇 SCI 论文于 2022 年在《Phytomedicine》期刊成功发表，影响因子 6.656，结论证实盘龙七片明显缓解 OA 的软骨下骨破坏，新研究发现其不仅可以抗炎镇痛，还能抑制软骨下骨的软骨退变和异常骨重塑。安全性方面，盘龙七片自 1985 年上市以来，临床应用 30 多年，无一例严重药物相关不良反应的报道，安全性较高。

图 17: 盘龙七片西医药理机制



图 18: 盘龙七片功效全面



数据来源: 公司推介资料, 东吴证券研究所

数据来源: 公司推介资料, 东吴证券研究所

2.2.2. 产品市场准入资格高，被多部国家级指南及教材推荐使用

盘龙七片在风湿骨伤领域、疼痛领域获得专家、患者的一致好评，被多部国家级临床诊疗指南、临床路径释义、专家共识及国家“十一五”重点图书收载并分别列为推荐用药，连续多年被评为“中国家庭常备风湿骨病用药上榜品牌”产品及 2021 年度中医药市场消费推荐品牌产品、2022(第九届)品牌影响力匠心产品”荣誉。

表 2: 盘龙七片产品资质 (6 指南、2 教材、2 共识、1 个路径)

收载类型	具体名称	相应病征
临床诊疗指南	中华中医药学会《类风湿关节炎病证结合诊疗指南》	RA 风湿痹阻证、瘀血阻络证
临床诊疗指南	中华中医药学会《中成药临床应用指南风湿病分册》	8 种常见病 RA、AS、OA、OP、反应性关节炎、硬皮病、产后痹、纤维肌痛综合征
临床诊疗指南	中国中西医结合学会《膝骨关节炎中西医结合诊疗指南》	风寒湿痹型、气滞血瘀型膝骨关节炎

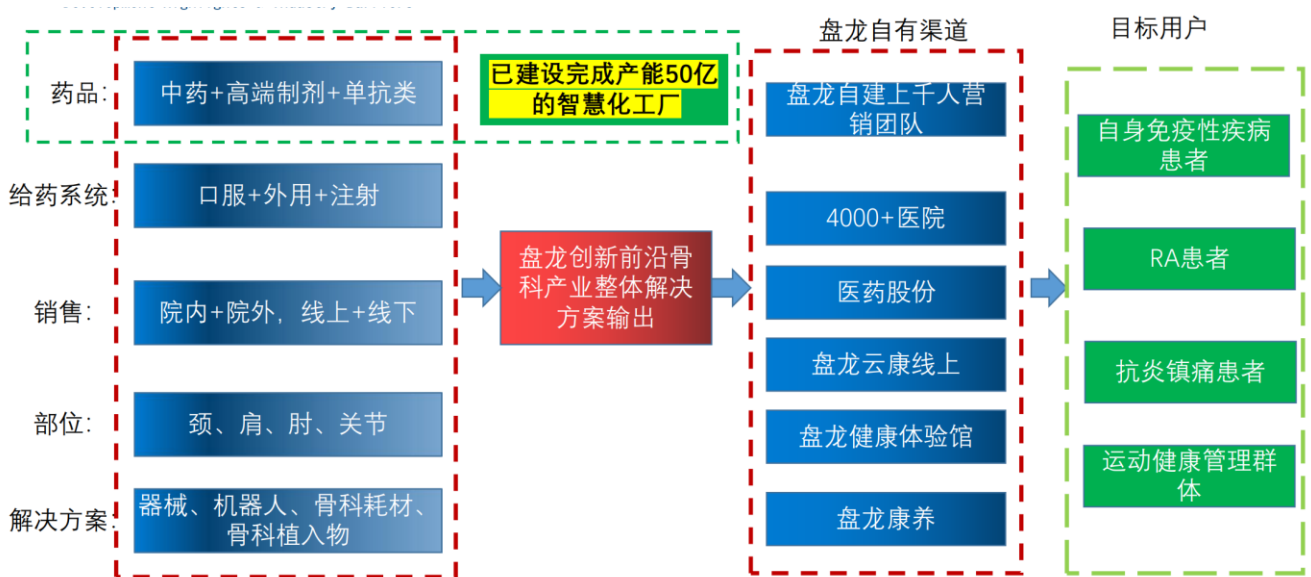
临床诊疗指南	中国康复医学会《疼痛康复指南》	急性腰背部软组织损伤引起的疼痛、腰椎间盘突出症
临床诊疗指南	《中成药治疗类风湿关节炎临床应用指南（2022年）》	治疗 RA
临床诊疗指南	《中成药治疗慢性肌肉骨骼疼痛病中国指南（2023年版）》	推荐膝骨性关节炎疼痛治疗
教材	中国科学院韩济生院士《疼痛学》教材	用于骨关节炎的推荐治疗药物
教材	十四五重点教材《中西医结合内科学》	风寒湿邪、气血瘀滞所致的 RA
共识	《陕西省老年性骨质疏松性症中医诊疗方案》	虚实夹杂症
共识	《髌膝关节置换围手术期加速康复专家共识》	髌膝关节置换术后消肿
路径	2020版《临床路径释义·外科分册》（县级医院版）	膝骨关节炎术后恢复期推荐用药

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2.3. 渠道深入毛细血管，多渠道建设带来产品销售增量

公司立足三大终端、六大市场新业态环境，不断深化营销观念，从市场发展需求角度结合集团公司全产品，实施营销策略组合构建多元渠道建设，形成了“产品+学术+终端+品牌”的营销模式。当前公司已在国内 31 个省、自治区、直辖市建立了完备的营销网络，已与国内 520 余家医药商业公司建立了长期稳定的业务关系，通过上述医药商业公司将主导产品覆盖到国内等级医院 4000 余家，OTC 连锁药店和单体药店 4000 余家，社区医院、卫生院、诊所达 4500 余家。盘龙七片当前以等级医院销售为主，基于确切的疗效、良好的口碑以及近 5 亿元的销售规模体量，在处方外流的带动下，院外零售市场及基层医药市场仍具有较大的挖掘空间。公司非常重视县级基层医药蓝海市场的资源开发，成立了县级医疗事业部，持续深化盘龙七片产品循证研究，调整终端市场竞争策略，积极开发县级空白市场，有望实现院内+零售的双提升。

图19：深耕骨科赛道，生产营销渠道优势明显



数据来源：公司推介资料，东吴证券研究所

2.3. 骨松宝片：防治结合，丰富骨科产品矩阵

2018 年全国骨质疏松症流行病学调查显示：50 岁以上人群骨质疏松症患病率为 19.2%，其中女性为 32.1%，男性为 6.9%；65 岁以上人群骨质疏松症患病率为 32%，其中女性为 51.6%，男性为 10.7%。骨质疏松性骨折是骨质疏松症的严重后果，其中椎体骨折最为常见，我国 40 岁以上人群椎体骨折的患病率男性为 10.5%，女性为 9.5%。髌部骨折是最严重的骨质疏松性骨折，近年来我国髌部骨折发生率呈显著上升趋势，2016 年我国 55 岁以上髌部骨折的发生率男性为 99 /10 万，女性为 177 /10 万；髌部骨折总数由 2012 年的 16587 例增加到 2016 年的 66575 例。整体而言，随着我国人口老龄化的加重，骨质疏松性骨折的发生率仍处于急速增长期。西医多以激素治疗为主，存在副作用大的缺点，中医治疗具有预防治疗双向调节作用。

骨松宝片，具有补肾活血、强筋壮骨之效。以优质道地药材淫羊藿为主药，双向调节成骨细胞与破骨细胞的分化与功能，补肾不上火；组方中加入川芎、三棱成分，使行气活血散瘀更加明显。加入天然生物钙源牡蛎，补肾+补钙更能有效调节内分泌，促进骨生成，抑制骨吸收，提高骨密度及骨强度，改善骨骼质量。与其他产品相比较，（1）淫羊藿苷药量足，补肾+活血+补钙，三位一体，三重功效；（2）补肾不上火，天然补充钙；（3）药性温和，可长期服用。骨松宝片销量提升较快，2022 年销售额过 3000 万元，基于公司在骨科领域的优势，随着渠道的开拓、产品力的提升，未来有望稳定放量为过亿品种。

图20：骨松宝片组方分析

品名	性		味		归经							功效			
	寒	温	平	苦	辛	甘	咸	肝	肾	胆	心		肺	脾	胃
淫羊藿		温		甘				肝	肾						补命门、益精气、强筋骨、补肾壮阳
续断		微		苦				肝	肾						补肝肾、强筋骨、续折伤、止崩漏
川芎				辛				肝	胆						行气开郁，祛风燥湿，活血止痛。
三棱															破血行气，消积止痛
莪术															行气止痛、积散结、破血祛瘀
知母				苦											清热泻火，滋阴润燥
生地		凉													清热生津滋阴，养血
赤芍				微											清热凉血，散瘀止痛
牡蛎															平肝潜阳；重镇安神；软坚散结；收敛固涩。

◆ 从用药特点来说：以补益药和活血药为主；在药性上大多温或微寒；在药味上大多味辛与甘；在归经方面大多入肝肾经；从“补虚”和“祛瘀”两方面着手。

图21：骨松宝片临床作用特点

骨松宝片

三大特点：

- 1、西医骨质疏松指南推荐药物淫羊藿为主药；
- 2、补肾、活血、补钙同时兼顾；
- 3、补肾不上火，适于长期服用。

三个作用靶点：

- 1、内分泌系统，调节内分泌促进E2水平，进而发挥防治骨质疏松症；
- 2、调节钙磷代谢，增强骨矿化，延缓骨质丢失；
- 3、免疫系统，改善肾阳虚症状，提升机体免疫功能。

三大临床获益：

- 1、抗骨松、防肿痛；
- 2、适于长期服用，用于预防并治疗骨质疏松；
- 3、加速骨质疏松性骨折的愈合。

数据来源：公司推介资料，东吴证券研究所

数据来源：公司推介资料，东吴证券研究所

2.4. 围绕独家产品构建独家产品集群，树立产品护城河

公司专注风湿骨伤领域，强化赛道优势。公司成功获批国家企业技术中心、技术转移示范机构，并获批陕西省医疗机构（院内）制剂集中配制服务中心，依托“三中心&

三平台”（国家企业技术中心、风湿与肿瘤制剂工程技术中心、陕西省医疗机构制剂集中配制中心&中国产学研创新示范平台、博士后创新基地、陕西省古代经典名方开发与应用共享平台）优势，在药品、医疗机构制剂开发方面持续开拓产品管线。公司专注风湿骨伤优势领域，布局高端外用凝胶透皮给药平台，其中外用凝胶贴膏 PLJT-001、PLJT002、PLJT-003 等项目已按计划顺利开展，此外，多项院内制剂项目也开展相应的临床前研究。公司紧紧围绕“打造中华风湿骨伤药物领导品牌”的战略定位，形成了“口服+外用”，“院内+院外”，“传统制剂+高端制剂”的产品管线布局，助力公司新老产品的协同增效，以科技创新赋能助推公司高质量发展。

图22：风湿骨科相关在研管线



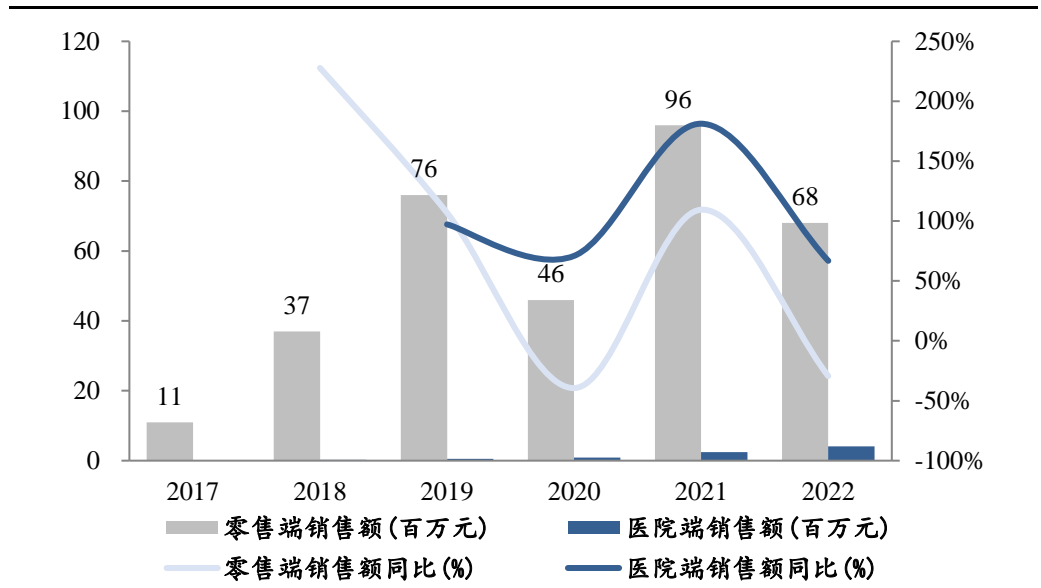
数据来源：公司推介资料，东吴证券研究所

公司在持续深化核心产品盘龙七片循证研究的同时，加快小儿咽扁颗粒、小儿麦枣咀嚼片等未来过亿元潜力产品的市场发展培育，实现多品增销和临床、零售双轮销售驱动新格局。

➤ **儿科领域：小儿咽扁颗粒功效良，销量佳，有望进军过亿产品。**

小儿咽扁颗粒是当前国内唯一一款采用体外培育牛黄替代人工牛黄的产品，可以有效治疗小儿咽喉疾病。公司积极加强小儿咽扁颗粒的市场竞争力，2022年内申报两项相关发明专利，并持续研发投入用于小儿咽扁颗粒质量标准提升。根据开思数据库，2022年小儿咽扁颗粒零售和样本医院端销售额超6000万元。

图23：小儿咽扁颗粒零售和样本医院销售额（百万元）及增速



数据来源：开思数据库，东吴证券研究所

➤ 妇科系列：拥有复方醋酸棉酚片及其原料药自主知识产权，疗效显著适应症广。

复方醋酸棉酚片，适应症为用于子宫功能性出血、子宫肌瘤并月经过多及子宫内膜异位症。复方醋酸棉酚片是国家“九五”攻关课题验收通过的新一代中药西制妇科良药，也是目前不含激素治疗妇科疾病的一线权威药品。盘龙药业的复方醋酸棉酚拥有如下优势，**1) 公司拥有复方醋酸棉酚片及生产醋酸棉酚原料药的自主知识产权。****2) 不含激素，疗效显著。**是治疗内异症、功血、肌瘤唯一不含激素的化学药品，较激素类药物副作用狭窄且可控，较中成药疗效显著。**3) 适应症广，机制清晰。**醋酸棉酚是棉酚与醋酸的一种络合盐类，比棉酚稳定。该药直接作用于卵巢及子宫内膜，对卵巢雌、孕激素受体和子宫内膜甾体激素受体具有直接抑制作用，从而使子宫内病变部位逐渐萎缩，子宫肌瘤消失，子宫内膜功能恢复正常。而且不经过垂体--卵巢系统，药效直达病患部位，使治疗效果更加显著。**4) 配方升级，**在普通棉酚制剂的基础上，进行工艺改进，产品提纯度高于 99%，配方改进添加 KCL 和维生素 B，有效预防和降低了不良反应和副作用。**5) 服药方便，价格合理。**释药均匀，一日一片，服用方便。联合妇科手术前后用药，深受患者信赖：不仅疗效显著，可以防止复发；并且与手术治疗相比，费用低且能减轻女性的心理和身体压力。

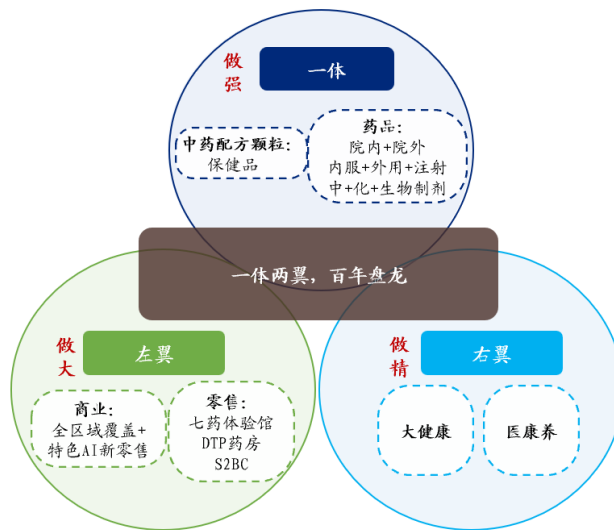
3. 一体两翼战略明确目标，全产业链布局助推高质量发展

盘龙药业坚持“一体两翼”发展战略，统筹实体经营与资本运营大局，坚持科研创新引领，加快资本并购、产业布局步伐，全力夯实“打造中华风湿骨伤药物领导品牌、疼痛慢病管理专家”的战略定位。同时拥有完整的中成药研发、生产、规范化种植、采购、销售和物流的体系，从而根据市场环境变化，结合自身特点，独立进行经营活动。

(1) 一体两翼的明确战略统领现阶段性发展目标。

- “一体”是做强医药工业主体：盘龙在产业链的中端加大了“一体”建设力度，已将中成药、保健品、保健用品以及中药饮片、中药配方颗粒为代表的中医药工业主体做强。在已有的药品基础上，实现了盘龙七系列牙膏、盘龙牌补水面膜、黄芪茯苓茶以及葛黄面等大健康系列产品的开发并成功上市销售。
- “左翼”是做大医药商业配送，建设盘龙大药房，增厚公司体量：专注医药商贸及文化建设，发展药品配送，建设王家成大药房，通过软实力提升品牌影响力。
- “右翼”是传承王家成文化，围绕医疗、健康、养老展开布局：定位大健康产业，利用柞水的区位优势，围绕医疗、医养、医美三方面展开布局。

图24：一体两翼战略，百年盘龙目标



数据来源：公司公告和官网，东吴证券研究所

(2) 纵向架构涵盖中药全产业链，集“种、研、产、供、销”为一体，形成产业链规模与协同效应。

种植方面，得天独厚坐拥道地药材。自古秦岭无闲草，素有“天然中药宝库”之称，仅陕西省秦岭地区就有 3,210 种天然药用植物，占全国药用植物的 30%；在第四次全国中药材资源普查统一布置的 364 个重点品种中，陕西有 283 种，占 77.6%。盘龙药业立足秦巴山区，特殊的地理位置造就了植物药材资源的丰富多样性。盘龙药业目前已实现前端药源自给自足的需求，分别在甘肃省庆阳市华池县、宝鸡市眉县太白山区域、商洛市柞水县西川村等地域进行了药源基地建设。公司依托得天独厚的中药材资源优势，积极布局“陕西七药”和特色“秦药”GAP 种植基地，搭建了道地药材溯源体系数字平台，让“七药”走上了标准化、规范化的转型升级之路。

研发方面，聚焦主业加强开发、仿创结合把握前沿。盘龙于 2018 年成立了盘龙医药研究院，整合了原盘龙医药研究所、风湿与肿瘤研发中心、及两大企业技术中心，与

西安交通大学、陕西师范大学、西北大学等院校、多家医疗机构和科研院所，共建“产学研”平台和人才联合培养。2022 年完成医疗机构制剂备案 9 个，开发大健康产品 23 款，研究中药配方颗粒 24 个。研究院在研管线中，中药创新药 1 个，中药改良型新药 1 个，经典名方 3 个，院内制剂 20 个（另有 14 个已完成备案），**中药配方颗粒拟两年内备案不低于 269 个**，化药新药 2 个，化药仿制药 7 个，大健康产品 23 个。2022 年研发投入 1.82 亿元（+29.99%），并计划每年按营业收入 3% 左右的比例投入，高质量推进化药研发、中药新药研发、医疗机构制剂开发、大健康产品开发。

生产方面，项目扩能、数字赋能、加精细化管理，规模效应明显。公司自 2019 年开始使用募投资金扩建生产线。截至 2022 年底，盘龙药业拥有通过新版国家 GMP 认证的片剂、胶囊剂等 23 条生产线及配套的检验设备。2022 年 12 月，公司新型智能化新生产线扩建项目顺利通过 GMP 符合性认证检查并投产，生产产能得到大幅提升。**营销方面，自建团队稳定高效**，终端市场已在国内 31 个省区市建立了完备的营销网络，与国内 520 余家医药商业公司建立了长期稳定的业务关系，同时积极开拓县级基层医药蓝海市场。

图25：集“种、研、产、供、销”为一体的产业链布局



数据来源：公司推介资料，东吴证券研究所

（三）外延并购，一二级资本联动，实现资本与实业的双轮驱动。

在并购方面，公司合并骨科同类项，打造中华骨伤领导品牌，提供骨科全方位解决方案。在投融资方面，公司于 2022 年 3 月完成了可转换公司债券项目的发行工作，并于 2022 年 4 月上市，通过可转债促进公司内外部价值转化，其募投项目的建设在提高公司产能，优化产品结构的同时，还提高了公司的盈利能力，增强公司核心竞争能力。公司筹划并启动了向特定对象发行 A 股股票项目申报工作，该项工作已于 2022 年 11

月通过股东大会审议，募投项目为中药配方颗粒研发及产业化项目和高壁垒透皮给药系统研发平台建设项目。上述两个项目紧密围绕公司战略，可提升公司整体产业链的创新性和科技性，且丰富公司的产品管线，夯实公司产业链条，打开公司长期成长空间。

4. 盈利预测与估值

4.1. 关键假设

- (1) 公司骨科产品院内渠道稳定，且积极挖掘下沉县域市场，院内院外同时发力，随着渠道的开拓，盘龙七片有望加速放量，小儿咽扁颗粒、骨松宝片等均进入快速爬坡阶段，不考虑基药弹性，我们预计 2023-2025 年盘龙七片增速为 25%/30%/25%，其他产品增速为 38%/40%/35%。结合核心产品的放量速度以及公司制定的销售目标，我们预计 2023-2025 年中成药制造块增速为 28%/32%/28%，医药商业板块公司已位居陕西省前列，有望稳定增长，我们预计 2023-2025 年商业板块收入增速为 40%/35%/30%。
- (2) 毛利率方面，考虑到公司具有规模效应以及高毛利的中成药制造板块稳定增长，我们认为公司毛利率保持在 57%以上的水平。

表3: 收入拆分 (百万元) 及预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	887.48	974.29	1297.45	1734.60	2236.34
YoY	32.40%	9.78%	33.17%	33.69%	28.93%
毛利率	58.28%	58.12%	57.26%	57.10%	57.21%
中成药制造	508.13	555.50	710.88	941.67	1201.62
YoY	18%	9%	28%	32%	28%
医药商业	347.30	389.47	545.25	736.09	956.92
YoY	59%	12%	40%	35%	30%
中药饮片	23.76	20.54	29.78	41.69	58.37
YoY	45%	-14%	45%	40%	40%
大健康	4.56	5.45	7.36	9.94	12.92
YoY		19%	35%	35%	30%
其他业务	3.73	3.34	4.17	5.21	6.52

数据来源: wind, 东吴证券研究所

4.2. 盈利预测及投资评级

选择主营业务均为中成药制造&医药商业的太极集团、健民集团作为可比公司，以及选择核心产品同样有基药预期的贵州三力作为可比公司。我们预计 2023-2025 年，公司营业收入分别为 12.97/17.35/22.36 亿元，归母净利润为 1.34/1.75/2.29 亿元，对应当前

市值的 PE 为 32X/24X/19X，较行业平均水平基本持平。但考虑到公司 2023-2025 年核心产品弹性大，骨科产品矩阵逐步丰富，盈利能力良好，且后续催化剂较多，首次覆盖，给予“买入”评级。

表4: 可比公司估值 (收盘日期为 2023 年 6 月 6 日)

公司	代码	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)				P/E (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
太极集团	600129.SH	63.50	3.50	7.58	10.40	14.10	101.12	46.65	34.00	25.08
健民集团	600976.SH	72.57	4.08	5.11	6.32	7.80	27.31	21.78	17.60	14.27
贵州三力	603439.SH	17.33	2.01	2.61	3.34	4.16	35.29	27.26	21.29	17.09
平均值			3.20	5.10	6.69	8.69	54.57	31.90	24.30	18.81
盘龙药业	002864.SZ	44.10	1.01	1.34	1.75	2.29	42.25	32.02	24.39	18.63

数据来源: 盘龙药业、太极集团数据为东吴证券研究所预测, 其余均来自 wind 一致预测。

5. 风险提示

(1) 医药行业政策不确定性风险: 医药行业受政策影响较大, 药物研发、生产、销售全阶段均在国家严格监管之下, 若政策内容不及预期, 可能产生较大影响。

(2) 产品研发注册不及预期风险。新药的研发与注册备案本就是两个耗时颇长的环节; 若进展不及预期, 可能导致公司错过市场机会或者在未来的竞争中丧失先发优势。

(3) 市场竞争加剧风险。面对疫情后新形势, 各大药企纷纷发力, 以求在新格局下占据优势。以清热利咽的感冒类中成药为例, 细分中药品名众多, 其中公司的小儿咽扁颗粒等销量并未过亿, 既要努力对旧有的龙头产品发起冲击, 也要警惕新产品的后来居上。

盘龙药业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,482	1,679	2,133	2,584	营业总收入	974	1,297	1,735	2,236
货币资金及交易性金融资产	823	778	1,005	1,111	营业成本(含金融类)	408	555	744	957
经营性应收款项	555	767	952	1,259	税金及附加	10	14	18	23
存货	95	124	165	201	销售费用	363	477	633	816
合同资产	0	0	0	0	管理费用	53	70	93	120
其他流动资产	9	10	11	12	研发费用	18	31	42	54
非流动资产	449	529	511	492	财务费用	-3	-11	-6	-8
长期股权投资	10	10	10	10	加:其他收益	3	0	0	0
固定资产及使用权资产	350	432	415	398	投资净收益	0	0	0	0
在建工程	4	3	3	3	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	55	53	52	51	减值损失	-5	0	0	0
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	1	1	1	1	营业利润	123	161	210	274
其他非流动资产	29	29	29	29	营业外净收支	-4	-4	-4	-4
资产总计	1,931	2,207	2,644	3,075	利润总额	119	157	207	270
流动负债	903	1,063	1,320	1,518	减:所得税	16	21	28	37
短期借款及一年内到期的非流动负债	366	426	486	546	净利润	103	136	179	234
经营性应付款项	122	126	186	188	减:少数股东损益	2	3	3	4
合同负债	13	8	11	14	归属母公司净利润	101	134	175	229
其他流动负债	401	503	637	769	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.04	1.38	1.81	2.37
非流动负债	81	81	81	81	EBIT	120	151	205	266
长期借款	27	27	27	27	EBITDA	138	191	243	305
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	58.12	57.26	57.10	57.21
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	10.38	10.29	10.11	10.26
其他非流动负债	53	53	53	53	收入增长率(%)	9.78	33.17	33.69	28.93
负债合计	983	1,143	1,401	1,598	归母净利润增长率(%)	8.58	31.97	31.29	30.89
归属母公司股东权益	930	1,044	1,219	1,448					
少数股东权益	18	21	24	28					
所有者权益合计	948	1,064	1,243	1,477					
负债和股东权益	1,931	2,207	2,644	3,075					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	125	47	204	87	每股净资产(元)	10.15	10.26	12.06	14.43
投资活动现金流	-38	-124	-24	-24	最新发行在外股份(百万股)	97	97	97	97
筹资活动现金流	316	31	46	43	ROIC(%)	9.21	9.12	10.81	12.10
现金净增加额	404	-46	227	106	ROE-摊薄(%)	10.88	12.79	14.38	15.84
折旧和摊销	18	40	38	39	资产负债率(%)	50.92	51.79	52.98	51.98
资本开支	-56	-124	-24	-24	P/E(现价&最新股本摊薄)	42.25	32.02	24.39	18.63
营运资本变动	-16	-143	-30	-207	P/B(现价)	4.35	4.30	3.66	3.06

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>

