

医保目录最大赢家，制剂版块成长空间 打开有望再造亿帆

——亿帆医药（002019）深度报告

2017年02月26日

强烈推荐/维持

亿帆医药 深度报告

报告摘要：

公司自2014年借壳鑫富药业后发生了巨大的变化，尤其在2016年7月完成对DHY公司53.80%股权的收购后，已经开始了对大分子生物药、高端化药、特色中药进行了全面的布局，而这次11个主要产品进入医保目录更是为公司制剂版块打开了未来的成长空间。这篇报告也是我们继《转型如登梯，一阶一风景》、《十亿美金重磅创新品种，华丽转型扬帆砥砺前行》后的第三篇公司的深度报告。

我们认为，一个品种进入医保后最大的利好是解决了支付端的后顾之忧，奠定了品种放量的基础，但是否能够放量仍然取决于公司的销售能力以及品种自身的情况：

从销售能力上来说，我们认为公司的销售团队能力以及销售网络的覆盖是毋庸置疑的，现已覆盖全国二级以上医院的70-80%。在2011年获得海南海灵的头抱他咬的全国总经销权后，将一个竞争格局相对较差、且可替代品种较多的品种从2010年样本医院销售额的2795万做到2015年样本医院销售额2.74亿元，年复合增长率高达57.84%，公司销售能力和政府事务能力可见一斑。

而从品种上来说，公司进入医保目录的11个主要产品（包括公司自有及全国总经销）均为独家品种或独家剂型，竞争格局相对较好，未来受到招标降价、医保支付标准的冲击也相对较小，且与公司产品群形成协同效应。

我们看好公司制剂版块未来的成长空间，认为这11个品种三年后有望实现30-50亿的销售额，净利润达到6-10亿，再造1-2个亿帆！

公司盈利预测及投资评级：我们保守预计公司2016-2018年归母净利润分别为7.1、8.1和8.3亿元，增速分别为11.13%、21.80%、15.02%，EPS分别为0.65元、0.74元和0.76元，对应PE分别为28X、24X和24X。我们长期看好公司在制剂版块以及生物创新药版块的发展，维持6个月目标价23.30元不变，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：泛酸钙涨价持续时间不达预期；F-627临床进度低于预期。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,684.98	2,434.93	3,458.82	3,879.06	4,284.43
增长率(%)	141.39%	44.51%	42.05%	12.15%	10.45%
归母净利润(百万元)	237.94	361.96	714.26	813.87	833.68
增长率(%)	829.12%	52.12%	97.33%	13.94%	2.43%
净资产收益率(%)	9.35%	12.62%	16.71%	16.47%	14.82%
每股收益(元)	0.87	0.82	0.65	0.74	0.76
PE	20.60	21.85	27.62	24.24	23.66
PB	1.84	1.63	4.61	3.99	3.51

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516080001

联系人：缪牧一

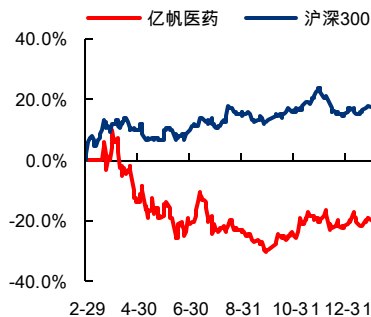
010-66554035

miaomy@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	17.92-48.9
总市值(亿元)	197.26
流通市值(亿元)	100.28
总股本/流通A股(万股)	110080/55962
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	3.08

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《亿帆医药（002019）深度报告：十亿美金重磅创新品种，华丽转型扬帆砥砺前行》2016-11-28
- 2、《亿帆医药（002019）季报点评：前三季度业绩超预期，创新药优质标的未来值得期待》2016-10-27
- 3、《亿帆鑫富（002019）：业绩基本符合预期，迈入国际化成长空间巨大》2016-08-22

目录

1. 11 个主要产品进入医保目录，制剂版块打开成长空间	7
2. 皮科：四大药品进入医保，协同效应掘金皮科	8
2.1 富马酸依美斯汀缓释胶囊	8
2.1.1 品种介绍	8
2.1.2 招标情况	9
2.1.3 医保情况	9
2.1.4 抗组胺药市场规模	9
2.1.5 抗组胺药竞争格局	10
2.1.6 富马酸依美斯汀缓释胶囊、皮敏消胶囊、除湿止痒软膏对标药品情况	10
2.2 皮敏消胶囊	12
2.2.1 品种介绍	12
2.2.2 招标情况	12
2.2.3 医保情况	12
2.2.4 市场空间、竞争格局、对标产品	12
2.3 除湿止痒软膏	13
2.3.1 品种介绍	13
2.3.2 招标情况	13
2.3.3 医保情况	13
2.3.4 市场空间、竞争格局、对标产品	13
2.4 疤痕止痒软化乳膏	13
2.4.1 品种介绍	13
2.4.2 招标情况	14
2.4.3 医保情况	14
2.4.4 创伤药市场规模	14
2.4.5 创伤药竞争格局	15
2.4.6 疤痕止痒软化乳膏对标药品情况	16
3. 妇科：三大品种进入医保，覆盖洗剂、催产、调经三大领域	16
3.1 妇阴康洗剂：医保唯一的妇科洗剂，空间巨大	16
3.1.1 品种介绍	16
3.1.2 招标情况	17
3.1.3 医保情况	17
3.1.4 妇科抗感染制剂市场规模	17
3.1.5 妇科抗感染制剂竞争格局	18
3.1.6 妇阴康洗剂对标药品情况	18
3.2 缩宫素鼻喷雾剂	20
3.2.1 品种介绍	20
3.2.2 招标情况	20
3.2.3 医保情况	21

3.2.4 催产药市场规模.....	21
3.2.5 催产药竞争格局.....	21
3.2.6 缩宫素鼻喷雾剂对标情况.....	22
3.3 坤宁颗粒.....	23
3.3.1 品种介绍.....	23
3.3.2 招标情况.....	23
3.3.3 医保情况.....	24
3.3.4 月经不调症市场规模.....	24
3.3.5 月经不调症竞争格局.....	24
3.3.6 坤宁颗粒对标药品情况.....	25
4. 感冒：成儿、儿童两大药品进入医保.....	26
4.1 复方银花解毒颗粒.....	26
4.1.1 品种介绍.....	26
4.1.2 招标情况.....	26
4.1.3 医保情况.....	27
4.1.4 感冒用药市场规模.....	27
4.1.5 感冒用药竞争格局.....	27
4.1.6 复方银花解毒颗粒对标药品情况.....	28
4.2 小儿金翘颗粒.....	29
4.2.1 品种介绍.....	29
4.2.2 招标情况.....	29
4.2.3 医保情况.....	30
4.2.4 小儿金翘颗粒市场规模、竞争格局与对标情况.....	30
5. 其他品种：颈通颗粒、延丹胶囊进入医保.....	32
5.1 颈通颗粒.....	32
5.1.1 品种介绍.....	32
5.1.2 招标情况.....	32
5.1.3 医保情况.....	32
5.1.4 颈通颗粒市场规模、竞争格局与市场份额.....	32
5.2 延丹胶囊.....	34
5.2.1 品种介绍.....	34
5.2.2 招标情况.....	34
5.2.3 医保情况.....	34
5.2.4 其它血管扩张药市场规模.....	34
5.2.5 其它血管扩张药竞争格局.....	35
5.2.6 延丹胶囊对标药品情况.....	35
6. 盈利预测与投资建议.....	37
7. 风险提示.....	37

表格目录

表 1: 各品种情况简述	8
表 2: 富马酸依美斯汀缓释胶囊简介	8
表 3: 富马酸依美斯汀缓释胶囊各省份中标情况	9
表 4: 富马酸依美斯汀缓释胶囊对标依巴斯汀片	11
表 5: 依巴斯汀片需放大倍数	11
表 6: 皮敏消胶囊简介	12
表 7: 皮敏消胶囊各省份中标情况	12
表 8: 除湿止痒软膏简介	13
表 9: 除湿止痒软膏各省份中标情况	13
表 10: 疤痕止痒软化乳膏简介	14
表 11: 疤痕止痒软化乳膏各省份中标情况	14
表 12: 疤痕止痒软化乳膏对标湿润烧伤膏	16
表 13: 妇阴康洗剂简介	17
表 14: 妇阴康洗剂各省份中标情况	17
表 15: 妇阴康洗剂对标保妇康栓	19
表 16: 保妇康栓样本医院销售放大倍数	19
表 17: 缩宫素鼻喷雾剂简介	20
表 18: 缩宫素鼻喷雾剂各省份中标情况	20
表 19: 缩宫素鼻喷雾剂对标缩宫素系列产品	22
表 20: 缩宫素系列产品样本医院销售放大情况	23
表 21: 坤宁颗粒简介	23
表 22: 坤宁颗粒对标宫血宁胶囊	25
表 23: 宫血宁胶囊样本医院销售放大情况	26
表 24: 复方银花解毒颗粒简介	26
表 25: 复方银花解毒颗粒各省份中标情况	27
表 26: 复方银花解毒颗粒对标感冒清热颗粒	28
表 27: 感冒清热颗粒样本医院销售放大情况	29
表 28: 小儿金翘颗粒简介	29
表 29: 小儿金翘颗粒各省份中标情况	30
表 30: 小儿金翘颗粒对标冬凌草系列产品	31
表 31: 冬凌草系列产品样本医院销售放大情况	31
表 32: 颈通颗粒简介	32
表 33: 颈通颗粒各省份中标情况	32
表 34: 颈通颗粒对标消痛贴膏	33
表 35: 消痛贴膏样本医院销售数据放大情况	33
表 36: 延丹胶囊简介	34
表 37: 延丹胶囊各省份中标情况	34
表 38: 延丹胶囊对标复方丹参滴丸	36

表 39：对标样品工业生产与样本医院销售数量情况（2014 年）36

插图目录

图 1: 头孢他啶样本医院销售数据	7
图 2: 抗组胺药样本医院销售额（2011-2016 前三季度）	10
图 3: 抗组胺药竞争格局（2016 前三季度）	10
图 4: 依巴斯汀片样本医院销售额（2011-2016 前三季度）	11
图 5: 创伤药样本医院销售额（2011-2016 前三季度）	15
图 6: 创伤药竞争格局（2016 前三季度）	15
图 7: 湿润烧伤膏样本医院销售额（2011-2016 前三季度）	16
图 8: 妇科抗感染制剂样本医院销售额（2011-2016 前三季度）	18
图 9: 妇科抗感染制剂竞争格局（2016 前三季度）	18
图 10: 对标药品样本医院销售额（2011-2016 前三季度）	19
图 11: 催产药样本医院销售规模（2011-2016 前三季度）	21
图 12: 催产药竞争格局（2016 前三季度）	22
图 13: 对标药品样本医院销售额（2011-2016 前三季度）	23
图 14: 月经不调症用药样本医院销售额（2011-2016 前三季度）	24
图 15: 月经不调症竞争格局（2016 前三季度）	25
图 15: 宫血宁胶囊样本医院销售额（2011-2016 前三季度）	26
图 16: 感冒用药样本医院销售额（2011-2016 前三季度）	27
图 17: 感冒用药竞争格局（2016 前三季度）	28
图 18: 感冒清热颗粒样本医院销售额（2011-2016 前三季度）	29
图 19: 对标药品样本医院销售额（2011-2016 前三季度）	31
图 20: 消痛贴膏样本医院销售数据（2011-2016 前三季度）	33
图 21: 其它血管扩张药样本医院销售额（2011-2016 前三季度）	35
图 22: 其它血管扩张药竞争格局（2016 前三季度）	35
图 23: 对标药品样本医院销售额（2011-2016 前三季度）	36

1.11 个主要产品进入医保目录，制剂版块打开成长空间

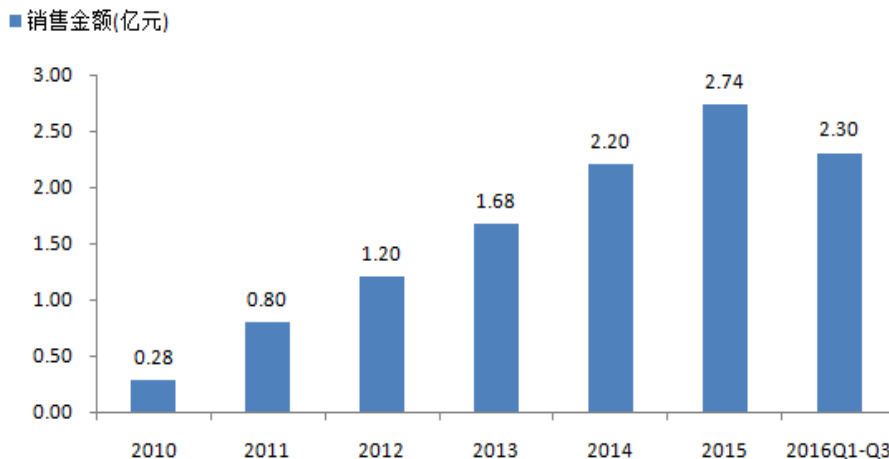
新版医保目录出台，公司公告 11 个主要产品进入医保目录（包括自产及全国总经销），分别为缩宫素鼻喷雾剂、富马酸依美斯汀缓释胶囊、妇阴康洗剂、皮敏消胶囊、除湿止痒软膏、疤痕止痒软化乳膏、复方银花解毒颗粒、延丹胶囊、颈通颗粒、小儿金翘颗粒、坤宁颗粒。

公司此次进入品种数量为市场之冠，同时质量也很高，公司在制剂的布局未来可期。

我们认为，一个品种进入医保后最大的利好是解决了支付端的后顾之忧，奠定了品种放量的基础，但是否能够放量仍然取决公司的销售能力以及品种自身的情况。

- ◆ 从销售能力来看，我们认为公司的销售团队能力以及销售网络的覆盖是毋庸置疑的，现已覆盖全国二级以上医院的 **70-80%**。在 2011 年获得海南海灵的头孢他啶的全国总经销权后，将一个竞争格局相对较差、且可替代品种较多的品种从 2010 年样本医院销售额的 2795 万做到 2015 年样本医院销售额 2.74 亿元，年复合增长率高达 57.84%，公司销售能力和政府事务能力可见一斑！

图 1：头孢他啶样本医院销售数据



资料来源：PDB、东兴证券研究所

- ◆ 再来看品种，这次公司公告的 11 个品种均为独家品种或独家剂型，竞争格局相对较好，未来受到招标降价、医保支付标准的冲击也相对较小，且与公司产品群形成协同效应，结合公司的销售能力，我们保守估计三年后有望实现 **30-50 亿** 的销售额，净利润达到 **6-10 亿**，再造 1-2 个亿帆！

表 1: 各品种情况简述

种类	品种	招标情况	医保增补情况	3-5年后预计峰值
皮科	富马酸依美斯汀缓释胶囊	7	0	3-5亿
	皮敏消胶囊	6	2	3-5亿
	除湿止痒软膏	3	0	3-5亿
	疤痕止痒软化乳膏	6	1	1-2亿
妇科	妇阴康洗剂	3	0	5-10亿
	缩宫素鼻喷雾剂	8	0	3-5亿
	坤宁颗粒	0	2	2-3亿
感冒	复方银花解毒颗粒	2	0	2-3亿
	小儿金翘颗粒	7	0	2-3亿
止痛	颈通颗粒	2	0	2-3亿
心脑血管	延丹胶囊	5	1	5-10亿

资料来源：米内网、东兴证券研究所

此外，我们预计公司重磅品种复方黄黛片有望进入医保谈判目录，目前主要的适应症为急性早幼粒细胞白血病，同时慢性粒细胞白血病以及肝癌等新适应症也在申报，未来有望成为 1 亿利润以上的大品种！而在后续各省医保地方增补方面，也有望有着持续的利好催化。

2. 皮科：四大药品进入医保，协同效应掘金皮科

2.1 富马酸依美斯汀缓释胶囊

2.1.1 品种介绍

富马酸依美斯汀缓释胶囊是一种抗炎止痒，主治皮炎、湿疹等症状的皮肤科、耳鼻喉科用药，此前由公司独家代理，目前正在进行转让，之后将成为公司自有的独家品种。

表 2: 富马酸依美斯汀缓释胶囊简介

适应症	荨麻疹，湿疹，皮炎，皮肤瘙痒症，痒疹，过敏性鼻炎
分类小类	抗组胺药
批准文号	国药准字 H20080744
批准日期	2013.11.4
生产单位	杭州民生药业有限公司

资料来源：公司官网、药智数据、东兴证券研究所

2.1.2 招标情况

从米内的数据来看，富马酸依美斯汀缓释胶囊进入了7个省份的正在执行的招标（存在部分省份新旧标更替，米内数据库没有收录的情况）。

表 3：富马酸依美斯汀缓释胶囊各省份中标情况

规格	中标价格	中标省区	中标时间	执行情况
2mg	85.99	广西	2016-9-5	在执行
2mg	85.99	广西	2016-7-1	在执行
2mg*6	86.00	江西	2016-7-7	在执行
2mg	无公开价格	福建	2016-2-25	在执行
2mg	无公开价格	福建	2016-2-24	在执行
2mg	70.28	福建	2016-1-5	在执行
2mg	73.99	江苏	2015-02-02	在执行
2mg	82.00	贵州	2014-12-17	在执行
2mg	82.00	贵州	2014-09-22	在执行
2mg	74.00	海南	2014-10-31	在执行
2mg	74.00	海南	2014-08-08	在执行
2mg	19.60	吉林	2014-4-3	在执行

资料来源：米内网、东兴证券研究所

2.1.3 医保情况

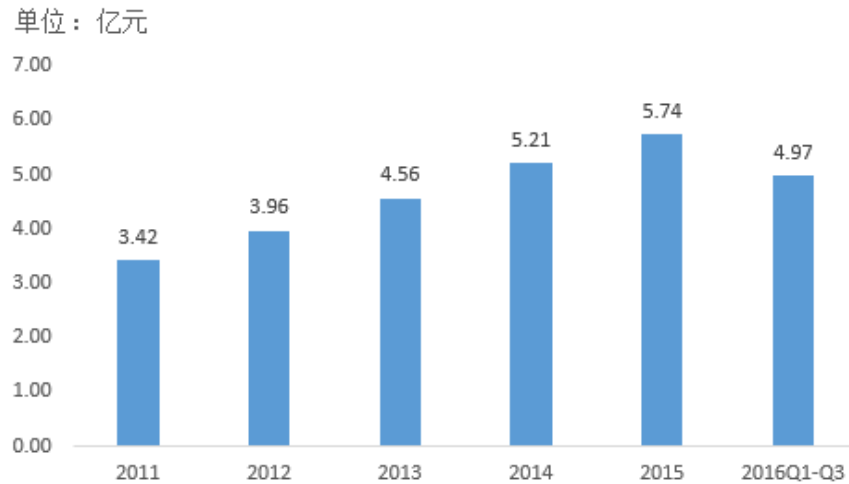
在进入国家医保之前，富马酸依美斯汀缓释胶囊没有地方省份增补，本次进入国家医保目录后的放量空间较大。

2.1.4 抗组胺药市场规模

根据产品适应症和 PDB 数据药品分类，富马酸依美斯汀缓释胶囊主要进入抗组胺药市场。抗组胺药市场近几个年内样本医院销售额总体上呈较快速度增长，根据 PDB 所收录的 30 余个品种 2015 年约有 5.74 亿的样本医院销售额，未来品种发展空间很大。

注：PDB 样本医药销售额一般需要放大 3-6 倍后为真实销售额，部分走 OTC 渠道较多的品种放大倍数会较大。

图 2：抗组胺药样本医院销售额（2011-2016 前三季度）

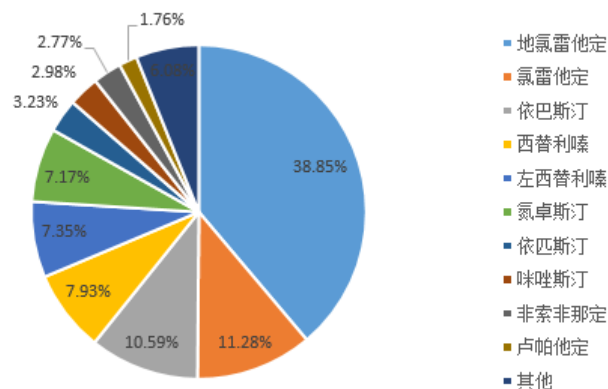


资料来源：PDB、东兴证券研究所

2.1.5 抗组胺药竞争格局

抗组胺药领域 PDB 数据收录约有 30 余个品种，在 2016 年前三季度样本医院销售额中，地氯雷他定以 38.85% 的占比稳居行业龙头；与公司产品适应症相似的氯雷他定类和斯汀类产品位居行业前列，公司富马酸依美斯汀缓释胶囊作为独家品种在进入医保后未来将具有较强的竞争能力。

图 3：抗组胺药竞争格局（2016 前三季度）



资料来源：PDB、东兴证券研究所

2.1.6 富马酸依美斯汀缓释胶囊、皮敏消胶囊、除湿止痒软膏对标药品情况

由于公司产品富马酸依美斯汀缓释胶囊、皮敏消胶囊、除湿止痒软膏适应症较为类似，同时分别为西药口服制剂、中药口服制剂、中药外用软膏剂，在实际操作中医生存在同时开的可能性，因此放在一起讨论。公司产品富马酸依美斯汀缓释胶囊是全国独家品种，由于公司所具备强大销售能力，我们认为本产品有能力在同类竞品中位居前列，未来峰值有望达到 3-5 亿的销售额，而皮敏消胶囊、除湿止痒软膏也同样具备 3-5 亿的销售潜力。根据药品适应症、种类、剂型、给药途径、是否进入国家医保等信息，

我们最终选择目前抗组胺药占比排行第三位的依巴斯汀作为对标产品，为投资者对富马酸依美斯汀缓释胶囊、皮敏消胶囊、除湿止痒软膏未来的空间作个参考。

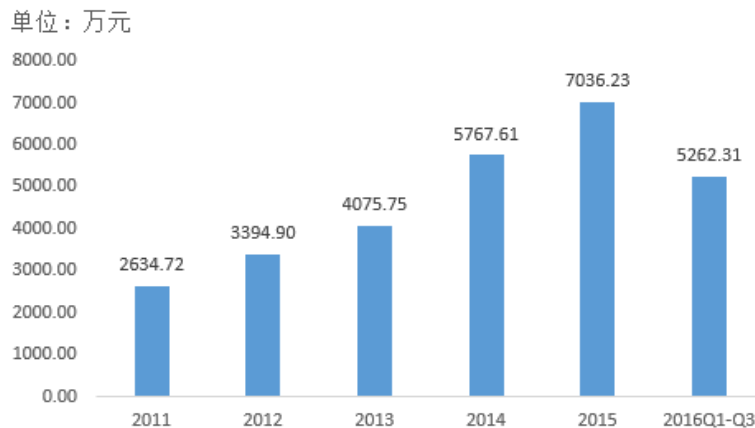
表 4：富马酸依美斯汀缓释胶囊对标依巴斯汀片

	依巴斯汀片	富马酸依美斯汀缓释胶囊	皮敏消胶囊	除湿止痒软膏
适应症	荨麻疹/过敏性鼻炎/湿疹/皮肤瘙痒症等	荨麻疹/湿疹/皮炎/皮肤瘙痒症/过敏性鼻炎等	急慢性荨麻疹/急性湿疹等	湿疹/皮炎等
种类	西药	西药	中药	中药
剂型	片剂	胶囊剂	胶囊剂	软膏剂
给药途径	口服	口服	口服	外用
医保情况	国家医保	新进国家医保	新进国家医保	新进国家医保

资料来源：药智数据、东兴证券研究所

对标产品依巴斯汀近几年内样本医院销售额逐年增高，且增长速度逐年加快，2015年样本医院销售数据为 7036.23 万元；我们详细查阅了 2014 年依巴斯汀的样本医院销售数量与工业生产数量，得出实际市场销售额相对样本医院销售额放大倍数在 4 倍左右，因此当前对标产品依巴斯汀的实际市场大约在 3 亿元左右，我们推测未来富马酸依美斯汀缓释胶囊同样具备 3-5 亿的销售潜力。

图 4：依巴斯汀片样本医院销售额（2011-2016 前三季度）



资料来源：PDB、东兴证券研究所

表 5：依巴斯汀片样本医院销售放大情况

	依巴斯汀
2014 年国内工业产量（万片）	8,365.07
2014 年样本医院销售数量（万片）	2,026.43
实际市场销售额相对样本医院销售额放大倍数	4

资料来源：PDB、东兴证券研究所

2.2 皮敏消胶囊

2.2.1 品种介绍

皮敏消胶囊是一种抗炎止痒，主治荨麻疹、湿疹等症状的皮肤科用药，是国家三类新药，二级中药保护品种，为公司自有独家产品。

表 6：皮敏消胶囊简介

适应症	祛风除湿，清热解毒，凉血止痒，用于急慢性荨麻疹，急性湿疹属风热证或风热挟湿证者
分类小类	皮肤科用药
批准文号	国药准字 Z10950057
批准日期	2015. 7. 30
生产单位	沈阳澳华制药有限公司

资料来源：公司官网、药智数据、东兴证券研究所

2.2.2 招标情况

从米内的数据来看，皮敏消胶囊进入了 6 个省份的正在执行的招标（存在部分省份新旧标更替，米内数据库没有收录的情况）。

表 7：皮敏消胶囊各省份中标情况

规格	中标价格	中标省区	中标时间	执行情况
0.4g*20	39.91	江西	2016-7-7	在执行
0.4g*24	47.89	江西	2016-7-7	在执行
0.4g	25.85	甘肃	2016-3-14	在执行
400mg	1.21	湖南	2015-08-18	在执行
400mg	1.21	湖南	2014-07-17	在执行
0.4g	27.01	海南	2014-10-31	在执行
0.4g	27.01	海南	2014-08-08	在执行
每粒装 0.4g	1.34	吉林	2014-4-3	在执行
0.4g	27.20	云南	2010-12-22	在执行

资料来源：米内网、东兴证券研究所

2.2.3 医保情况

在进入国家医保之前，地方上仅有辽宁、广东 2 省增补，本次进入国家医保目录后的放量空间较大。

2.2.4 市场空间、竞争格局、对标产品

由于皮敏消胶囊和富马酸依美斯汀缓释胶囊的适应症十分相似，都针对荨麻疹、湿疹等皮肤性炎症疾病，区别之处在于前者为中药，后者为西药，实际情况中医院大概率将两种药品同时开出，因此我们将皮敏消胶囊的市场空间、竞争格局和对标产品与富马酸依美斯汀缓释胶囊相关情况作以类比，详见富马酸依美斯汀缓释胶囊相关内容，我们推测皮敏消胶囊具备 3-5 亿的销售潜力。

2.3 除湿止痒软膏

2.3.1 品种介绍

除湿止痒软膏是一种用于急性、亚急性湿疹证属湿热或湿阻型的辅助治疗的外用药物，此前由公司独家代理，目前正在进行转让，之后有望成为公司自有的独家品种。

表 8：除湿止痒软膏简介

适应症	湿疹，尤其是婴幼儿湿疹、慢性肛周湿疹等；皮炎，尤其是特应性皮炎、接触性皮炎等
分类小类	皮肤科用药
批准文号	国药准字 Z20103068
批准日期	2015-12-01
生产单位	四川威联药业有限公司

资料来源：公司官网、药智数据、东兴证券研究所

2.3.2 招标情况

从米内的数据来看，除湿止痒软膏进入了 3 个省份的正在执行的招标（存在部分省份新旧标更替，米内数据库没有收录的情况）。

表 9：除湿止痒软膏各省份中标情况

规格	中标价格	中标省区	中标时间	执行情况
10g*1	21	江西	2016-7-7	在执行
20g*1	28.875	江西	2016-7-7	在执行
20g	29.98	海南	2014-10-31	在执行
20g	29.98	海南	2014-08-08	在执行
每支装 20g	28.9875	吉林	2014/4/3	在执行
每支装 10g	19.4533	吉林	2014/4/3	在执行

资料来源：米内网、东兴证券研究所

2.3.3 医保情况

在进入国家医保之前，未有地方省份增补，本次进入国家医保目录后的放量空间较大。

2.3.4 市场空间、竞争格局、对标产品

由于除湿止痒软膏和富马酸依美斯汀缓释胶囊的适应症较为相似，都针对荨麻疹、湿疹等皮肤性炎症疾病，区别之处在于前者为中药，后者为西药，实际情况中医院大概率将两种药品同时开出，因此我们将皮敏消胶囊的市场空间、竞争格局和对标产品与富马酸依美斯汀缓释胶囊相关情况作以类比，详见富马酸依美斯汀缓释胶囊相关内容，我们推测皮敏消胶囊具备 3-5 亿的销售潜力。

2.4 疤痕止痒软化乳膏

2.4.1 品种介绍

疤痕止痒软化乳膏是一种活血柔皮、除湿止痒的外用药品，全国独家产品，此前由公司独家代理，目前正在进行转让，之后有望成为公司自有的独家品种。

表 10: 疤痕止痒软化乳膏简介

适应症	用于灼伤或手术后的增殖性疤痕等
分类小类	创伤药
批准文号	国药准字 Z20050438
批准日期	2015-01-21
生产单位	成都东洋百信制药有限公司

资料来源：公司官网、药智数据、东兴证券研究所

2.4.2 招标情况

从米内的数据来看，疤痕止痒软化乳膏进入了 6 个省份的正在执行的招标（存在部分省份新旧标更替，米内数据库没有收录的情况）。

表 11: 疤痕止痒软化乳膏各省份中标情况

规格	中标价格	中标省区	中标时间	执行情况
20g	65.98	广西	2016-9-5	在执行
20g	65.98	广西	2016-7-1	在执行
20g*1	72	江西	2016-7-7	在执行
20g	55.41	广东	2015/7/21	在执行
20g	50.62	湖南	2014-07-17	在执行
每支装 20g	62.46	吉林	2014/4/3	在执行
20g	62.785	云南	2010-12-22	在执行

资料来源：米内网、东兴证券研究所

2.4.3 医保情况

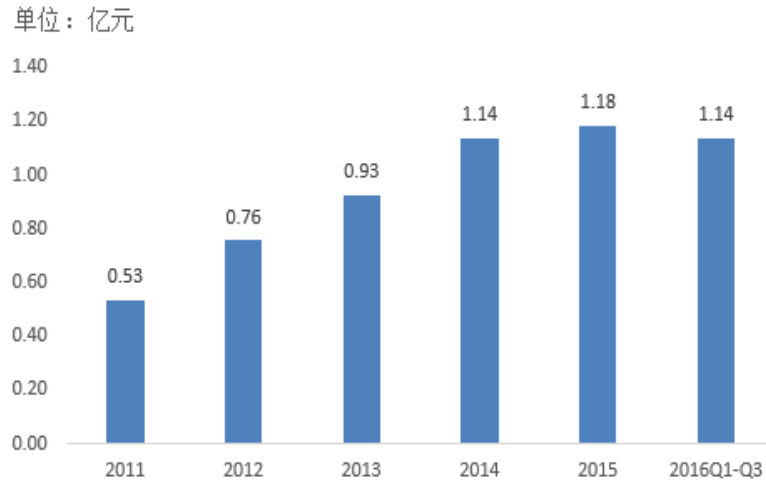
在进入国家医保之前，仅有河南一省增补，本次进入国家医保目录后的放量空间较大。

2.4.4 创伤药市场规模

根据产品适应症和 PDB 数据药品分类，疤痕止痒软化乳膏主要进入创伤药市场（需要注意的是，创伤药 OTC 属性较重，使用 PDB 数据必然会有些失真，实际销售数据将比样本医院数据大很多），创伤药市场近几年内样本医院销售额处于稳步上升的态势，到 2015 年后增速有所放缓，创伤药所有品种 2015 年样本医院销售数据为 1.18 亿元，疤痕止痒软化乳膏的市场空间很大。

注：实际销售数据大部分是 PDB 样本医院销售数据的 3-6 倍，部分领域如果走 OTC 渠道较多会出现较大的倍数。

图 5：创伤药样本医院销售额（2011-2016 前三季度）

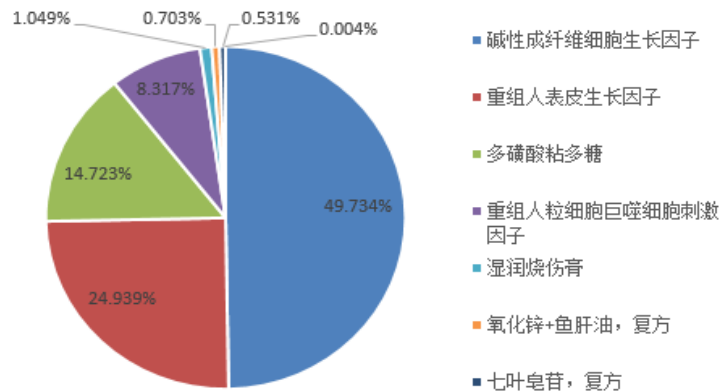


资料来源：PDB、东兴证券研究所

2.4.5 创伤药竞争格局

PDB 数据库在创伤药领域总共收录 7 个左右品种，在 2016 年前三季度样本医院销售额中，碱性成纤维细胞生长因子以 50% 占比位居行业龙头；目前在创伤药领域，西药在市场占比方面具有绝对优势，公司疤痕止痒软化乳膏进入医保后在该领域将具备一定的竞争能力。

图 6：创伤药竞争格局（2016 前三季度）



资料来源：PDB、东兴证券研究所

2.4.6 疤痕止痒软化乳膏对标药品情况

公司是疤痕止痒软化乳膏的全国总代理，在进入医保目录后配合公司的强大销售能力，我们认为本产品有能力冲击现有相似竞品；根据药品适应症、种类、剂型、给药途径、是否进入国家医保等信息，我们最终选择目前市场占比第六位的湿润烧伤膏作为对标产品，以大致判断疤痕止痒软化乳膏未来的市场份额。

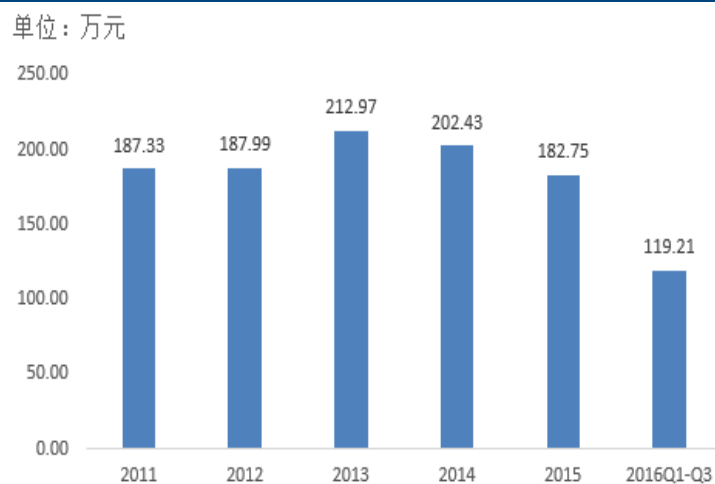
表 12: 疤痕止痒软化乳膏对标湿润烧伤膏

	疤痕止痒软化乳膏	湿润烧伤膏
适应症	用于灼伤或手术后的增殖性疤痕等	用于各种烧、烫、灼伤
种类	中药	中药
剂型	软膏剂	软膏剂
给药途径	外用	外用
医保情况	新进国家医保	国家医保

资料来源：药智数据、东兴证券研究所

对标产品湿润烧伤膏近几个年内样本医院销售额总体较为稳定，2015 年样本医院销售额为 182.75 万元，由于其没有工业生产数据，难以放大考虑，因其 OTC 属性较重，实际销售将比样本医院销售额大很多，我们暂且推测公司疤痕止痒软化乳膏销售空间约为 1-2 亿。

图 7: 湿润烧伤膏样本医院销售额（2011-2016 前三季度）



资料来源：PDB、东兴证券研究所

3. 妇科：三大品种进入医保，覆盖洗剂、催产、调经三大领域

3.1 妇阴康洗剂：医保唯一的妇科洗剂，空间巨大

3.1.1 品种介绍

妇阴康洗剂是新一代妇科全科抗感染用药，公司自有独家产品，国家中药三类新药，是医保中唯一的妇科洗剂。

表 13: 妇阴康洗剂简介

适应症	清热燥湿，除痒止带，用于细菌性阴道病、滴虫性阴道炎，可改善阴部瘙痒、疼痛、带下量多、尿频、尿急、尿痛症状
分类小类	妇科抗感染制剂
批准文号	国药准字 Z20123050
批准日期	2012.5.18
生产单位	蚌埠亿帆美科制药有限公司（原名蚌埠骄阳药业有限公司）

资料来源：公司官网、药智数据、东兴证券研究所

3.1.2 招标情况

从米内的数据来看，妇阴康洗剂进入了 3 个省份的正在执行的招标（存在部分省份新旧标更替，米内数据库没有收录的情况）。

表 14: 妇阴康洗剂各省份中标情况

规格	中标价格	中标省区	中标时间	标的执行情况
10ml	51.00	广西	2016-9-5	在执行
10ml	51.00	广西	2016-7-1	在执行
10ml*1	65.00	江西	2016-7-7	在执行
10ml	42.23	湖南	2015-4-14	在执行

资料来源：米内网、东兴证券研究所

3.1.3 医保情况

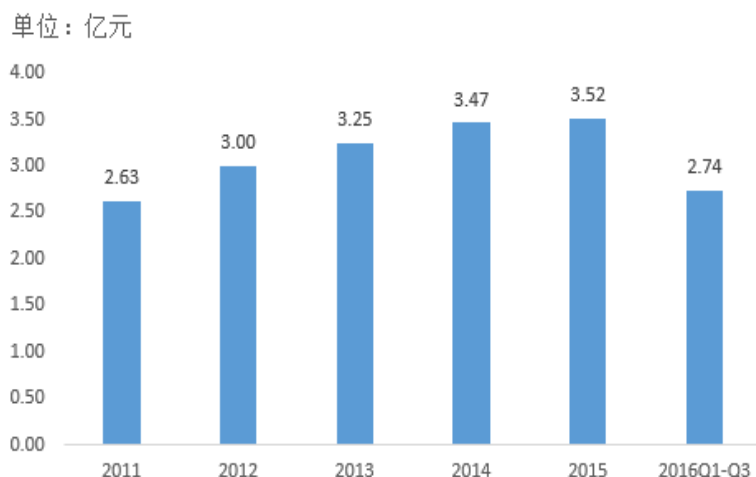
在进入国家医保之前，未有地方省份增补，本次进入国家医保目录后的放量空间较大。

3.1.4 妇科抗感染制剂市场规模

根据产品适应症和 PDB 数据药品分类，妇阴康洗剂主要进入妇科抗感染制剂市场。妇科抗感染制剂市场近几年内样本医院销售额处于稳步上升的态势，PDB 所收录的 50 余个品种在 2015 年样本医院销售数据为 3.52 亿元，妇阴康洗剂潜在发展空间很大。

注：实际销售数据大部分是 PDB 样本医院销售数据的 3-6 倍，部分领域如果走 OTC 渠道较多会出现较大的倍数。

图 8：妇科抗感染制剂样本医院销售额（2011-2016 前三季度）

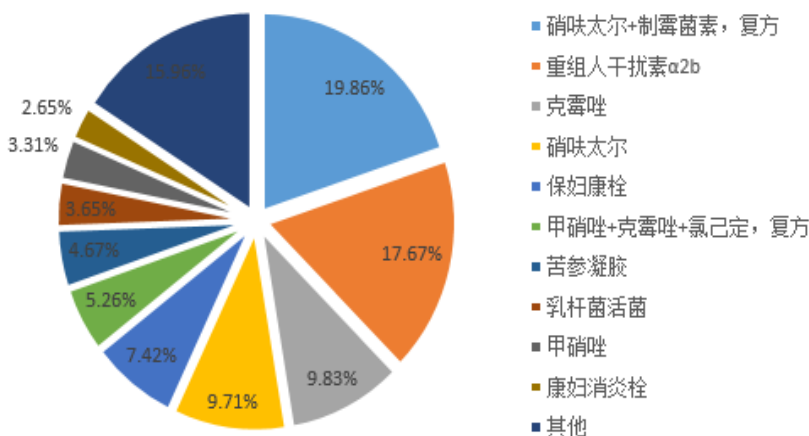


资料来源：PDB、东兴证券研究所

3.1.5 妇科抗感染制剂竞争格局

PDB 数据库在妇科抗感染制剂领域总共收录 50 余个品种，在 2016 年前三季度样本医院销售额中，“硝咪太尔+制霉菌素”复方制剂和重组人干扰素 a2b 分别以 19.86% 和 17.67% 的占比位居行业龙头；前十品种里中药品种有保妇康栓、苦参凝胶和康妇消炎栓，分别以 7.42%、4.67% 和 2.65% 的占比位居第五、第七和第十；在目前妇科抗感染制剂领域，中药制剂的市场占比略输于西药，但也占据一定市场，**公司妇阴康洗剂进入医保后在该领域将具有较强竞争能力。**

图 9：妇科抗感染制剂竞争格局（2016 前三季度）



资料来源：PDB、东兴证券研究所

3.1.6 妇阴康洗剂对标药品情况

公司产品妇阴康洗剂是全国独家产品，国家中药三类新药，在进入医保目录后配合公司的强大销售能力，我们认为本产品有能力在同类竞品中位居前列；同时，根据药品适应症、种类、剂型、给药途径、是否进入国家医保等信息，我们最终选择目前妇科

抗感染制剂占比排行第五位的保妇康栓作为对标产品, 以大致判断妇阴康洗剂未来的市场空间。

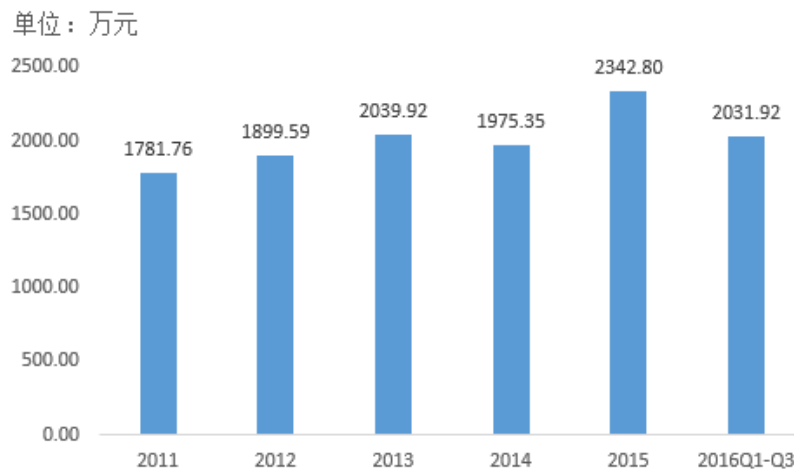
表 15: 妇阴康洗剂对标保妇康栓

	妇阴康洗剂	保妇康栓
适应症	妇科炎症	妇科炎症
种类	中药	中药
剂型	洗剂	栓剂
给药途径	外用	外用
医保情况	新进国家医保	国家医保

资料来源: 药智数据, 东兴证券研究所

对标产品保妇康栓近几个年内样本医院销售额总体上处于稳步增长态势, 2015 年样本医院销售额为 **2342.80 万元**。我们详细查阅了 2014 年保妇康栓的样本医院销售数量与工业生产数量, 得出实际市场销售额相对样本医院销售额放大倍数在 20 倍左右 (OTC 市场为主的药品), 因此当前对标产品保妇康栓的实际市场大约在 5 亿元左右, 我们判断未来妇阴康作为进入医保的独家洗剂, 未来具备 **5-10 亿** 的销售空间。

图 10: 对标药品样本医院销售额 (2011-2016 前三季度)



资料来源: PDB, 东兴证券研究所

表 16: 保妇康栓样本医院销售放大情况

	保妇康栓
2014 年国内工业产量 (万粒)	13,699.00
2014 年样本医院销售数量 (万粒)	710.69
实际市场销售额相对样本医院销售额放大倍数	20

资料来源: PDB, 东兴证券研究所

3.2 缩宫素鼻喷雾剂

3.2.1 品种介绍

缩宫素鼻喷雾剂是一种多肽类可加强子宫收缩、促进排乳的妇科用药，公司自有的独家剂型。

表 17: 缩宫素鼻喷雾剂简介

适应症	1. 催乳，促进产后乳汁排出；2. 用于产后及流产后止血，帮助子宫收缩及子宫恢复；3. 促进产后形体恢复和减少乳汁淤积，预防乳腺炎及包块发生
分类小类	催产药
批准文号	国药准字 H20020045
批准日期	2015. 8. 31
生产单位	四川美科制药有限公司

资料来源：公司官网、药智数据、东兴证券研究所

3.2.2 招标情况

从米内的数据来看，缩宫素鼻喷雾剂进入了 8 个省份的正在执行的招标（存在部分省份新旧标更替，米内数据库没有收录的情况）。

表 18: 缩宫素鼻喷雾剂各省份中标情况

规格	中标价格	中标省区	中标时间	标的执行情况
5ml:200 单位，每喷 0.1ml（相当 4 单位）	44.00	四川	2017-1-11	在执行
5ml:200 单位，每喷 0.1ml（相当 4 单位）	46.80	四川	2016-6-21	在执行
5ml:200 单位，每喷 0.1ml（相当 4 单位）	46.80	四川	2015-04-30	在执行
10ml【5ml:200 单位，每喷 0.1ml（相当 4 单位）】	96.00	广西	2016-9-5	在执行
5ml:200 单位，每喷 0.1ml（相当 4 单位）	48.10	广西	2016-9-5	在执行
10ml【5ml:200 单位，每喷 0.1ml（相当 4 单位）】	96.00	广西	2016-7-1	在执行
5ml:200 单位，每喷 0.1ml（相当 4 单位）	48.10	广西	2016-7-1	在执行
5ml:200 单位，每喷 0.1ml（相当 4 单位）	51.00	江西	2016-7-7	在执行
*1				
5ml:200IU/瓶，喷射瓶装，每盒一瓶	98.00	上海	2016-6-22	在执行
5ml:200 单位，每喷 0.1ml（相当 4 单位）	48.81	贵州	2014-12-17	在执行
5ml:200 单位，每喷 0.1ml（相当 4 单位）	48.81	贵州	2014-09-22	在执行
5ml:200 单位	49.57	吉林	2014-4-3	在执行
5ml:200	47.33	云南	2010-12-22	在执行
5ml:200 单位（4 单位/喷，50 喷）	56.14	江苏	2010-2-12	在执行

资料来源：米内网、东兴证券研究所

3.2.3 医保情况

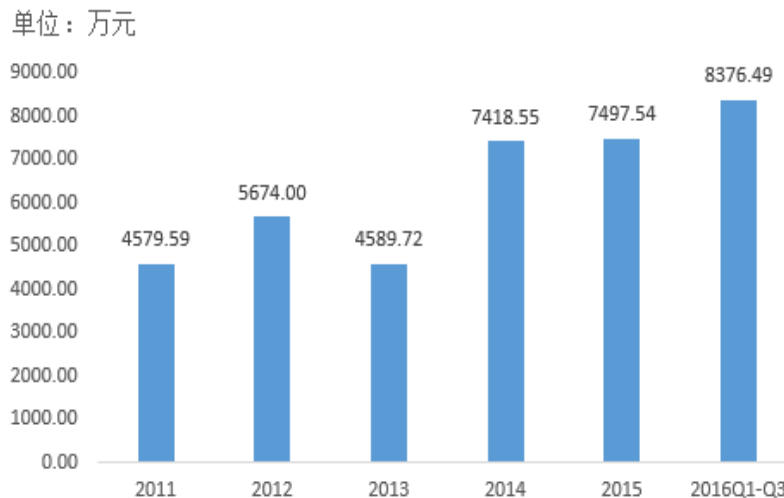
在进入国家医保之前，未有地方省份增补，本次进入国家医保目录后的放量空间较大。

3.2.4 催产药市场规模

根据产品适应症和 PDB 数据药品分类，缩宫素鼻喷雾剂主要进入催产药市场。催产药市场近几个年内样本医院销售额总体上处于增长态势，根据 PDB 所收录的 7 个品种来看催产药市场 2015 年样本医院销售数据为 7497.54 万元，同时在 2016 年 Q1-Q3 的情况来看有着大幅的提升，品种发展空间较大。

注：实际销售数据大部分是 PDB 样本医院销售数据的 3-6 倍，部分领域如果走 OTC 渠道较多会出现较大的倍数。

图 11：催产药样本医院销售规模（2011-2016 前三季度）

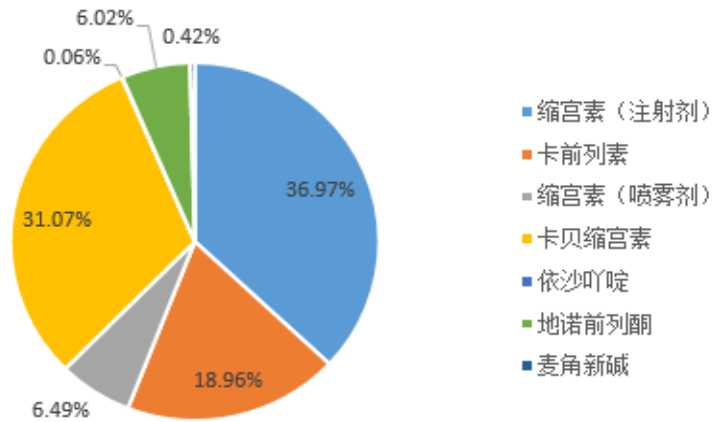


资料来源：PDB、东兴证券研究所

3.2.5 催产药竞争格局

PDB 数据库收录催产药领域 7 个品种，在 2016 年前三季度样本医院销售额中，缩宫素（注射剂）以 36.97% 的占比占据行业龙头地位，同时缩宫素系列产品（注射剂、喷雾剂、及卡贝缩宫素）占比 74.53%，相比于其他同类竞品，缩宫素系列产品具有垄断地位，公司缩宫素鼻喷雾剂作为独家剂型在该领域将具有很强的竞争能力。

图 12：催产药竞争格局（2016 前三季度）



资料来源：PDB、东兴证券研究所

3.2.6 缩宫素鼻喷雾剂对标情况

公司产品缩宫素鼻喷雾剂是全国独家产品，同类产品缩宫素已在催产药市场中处于龙头地位，我们认为本产品有能力在同类竞品中的位居前列；根据药品适应症、主要成分、种类、剂型、是否进入国家医保等信息，我们再次确定将缩宫素系列产品（注射剂、喷雾剂及卡贝缩宫素）作为对标产品，以大致判断缩宫素鼻喷雾剂未来的市场份额。

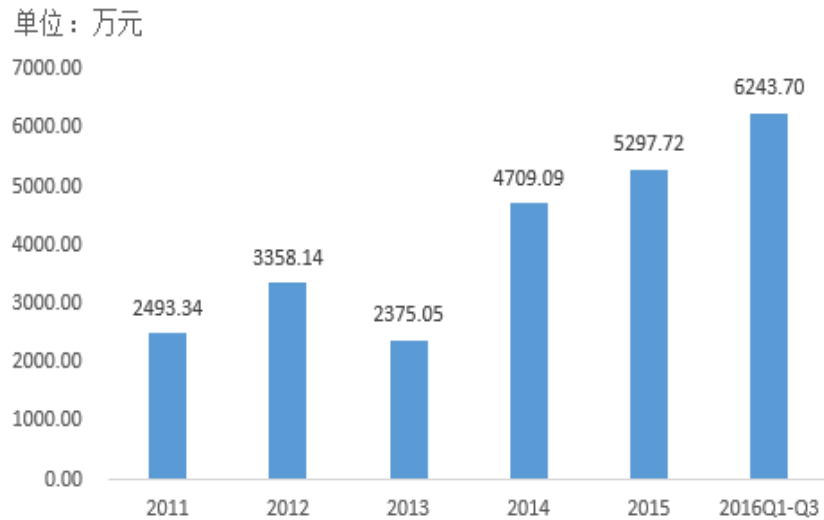
表 19：缩宫素鼻喷雾剂对标缩宫素系列产品

	缩宫素鼻喷雾剂	缩宫素系列产品
适应症	催乳/产后止血/预防炎症等	催乳/引产/催产/产后止血等
主要成分	缩宫素	缩宫素
种类	化药	化药
剂型	喷雾剂	喷雾剂/注射剂
医保情况	新进国家医保	国家医保

资料来源：东兴证券研究所

对标产品缩宫素系列产品近几个年内样本医院销售额总体上处于稳步增长态势，2015 年样本医院销售额为 5297.72 万元。我们详细查阅了 2014 年缩宫素系列产品的样本医院销售数量与工业生产数量，得出实际市场销售额相对样本医院销售额放大倍数在 25 倍左右，因此当前对标产品缩宫素系列产品的实际市场大约在 10 亿元左右，未来公司缩宫素喷雾剂有望在催产素领域做到 3 亿左右的市场规模，同时在独家适应症催乳领域有着 2-3 亿的销售潜力。

图 13: 对标药品样本医院销售额（2011-2016 前三季度）



资料来源：PDB、东兴证券研究所

表 20: 缩宫素系列产品样本医院销售放大情况

缩宫素系列产品（注射剂/喷雾剂）	
2014 年国内工业产量（万支）	21,307.63
2014 年样本医院销售数量（万支）	862.11
实际市场销售额相对样本医院销售额放大倍数	25

资料来源：PDB、东兴证券研究所

3.3 坤宁颗粒

3.3.1 品种介绍

坤宁颗粒是一种活血行气，止血调经的妇科用药，公司的无糖型为独家剂型。公司目前为坤宁颗粒的全国总代理，未来有望收购坤宁颗粒。

表 21: 坤宁颗粒简介

适应症	用于气滞血瘀所致妇女月经过多，经期延长
分类小类	月经不调症
批准文号	国药准字 Z20050832
批准日期	2015-09-28
生产单位	江苏晨牌药业集团股份有限公司

资料来源：公司官网、药智数据、东兴证券研究所

3.3.2 招标情况

坤宁颗粒目前尚未进入任何省份的招标。

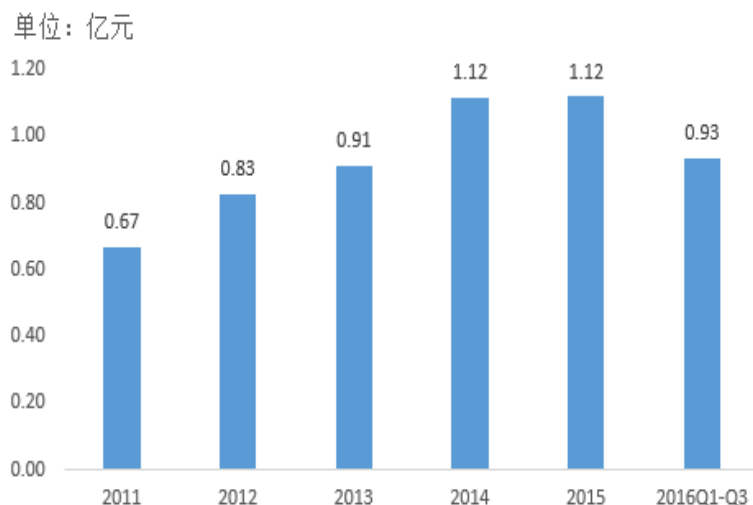
3.3.3 医保情况

在进入国家医保之前，仅有安徽、广西两省增补，本次进入国家医保目录后的放量空间较大。

3.3.4 月经不调症市场规模

根据产品适应症和 PDB 数据药品分类，坤宁颗粒主要进入月经不调症市场（该市场 OTC 属性较重，因此使用 PDB 数据必然会有所失真），月经不调症市场近几年内样本医院销售额稳步增长，到 2015 年后增速有所放缓，PDB 所收录的所有品种 2015 年样本医院销售数据为 1.12 亿元，品种市场空间较大。

图 14：月经不调症用药样本医院销售额（2011-2016 前三季度）

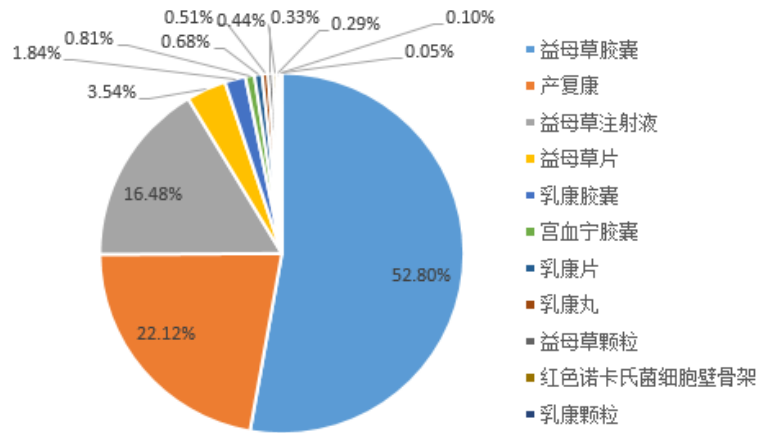


资料来源：PDB、东兴证券研究所

3.3.5 月经不调症竞争格局

PDB 数据库在月经不调症领域总共收录 10 余个品种，在 2016 年前三季度样本医院销售额中，益母草胶囊以 52.80% 的占比位居行业龙头；在月经不调症领域，治疗月经量多的品种稍显劣势，占比靠前的是宫血宁胶囊，公司坤宁颗粒进入医保后在该领域将具有一定的竞争能力。

图 15: 月经不调症竞争格局（2016 前三季度）



资料来源：PDB、东兴证券研究所

3.3.6 坤宁颗粒对标药品情况

公司是坤宁颗粒的全国总代理，在进入医保目录后配合公司的强大销售能力，我们认为本产品有能力冲击现有相似竞品；根据药品适应症、种类、剂型、给药途径、是否进入国家医保等信息，我们最终选择目前市场占比第六位的宫血宁胶囊作为对标产品，以大致判断坤宁颗粒未来的市场份额。

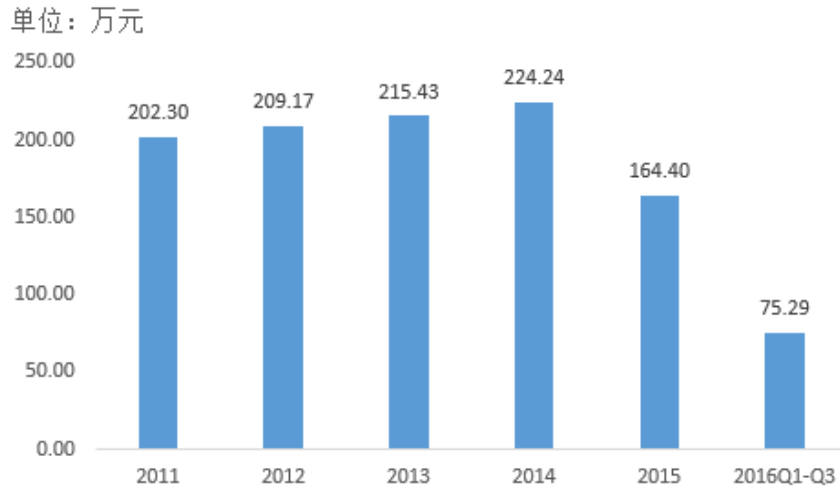
表 22: 坤宁颗粒对标宫血宁胶囊

	坤宁颗粒	宫血宁胶囊
适应症	气滞血瘀所致月经过多，经期延长	崩漏下血，月经过多等
种类	中药	中药
剂型	颗粒剂	胶囊剂
给药途径	口服	口服
医保情况	新进国家医保	国家医保

资料来源：药智数据、东兴证券研究所

对标产品宫血宁胶囊近几个年内样本医院销售额总体上较为平稳，2015 年后有所下降，2015 年样本医院销售额为 164.40 万元。我们详细查阅了 2014 年宫血宁胶囊的样本医院销售数量与工业生产数量，得出实际市场销售额相对样本医院销售额放大倍数在 80 倍左右（OTC 市场为主的药品），因此当前对标产品宫血宁胶囊的实际市场大约在 1.32 亿元左右，我们判断公司坤宁颗粒未来具备 2-3 亿的销售空间。

图 16: 宫血宁胶囊样本医院销售额（2011-2016 前三季度）



资料来源：PDB、东兴证券研究所

表 23: 宫血宁胶囊样本医院销售放大情况

	宫血宁胶囊
2014 年国内工业产量 (万粒)	18907.57
2014 年样本医院销售数量 (万粒)	231.47
实际市场销售额相对样本医院销售额放大倍数	80

资料来源：PDB、东兴证券研究所

4. 感冒：成儿、儿童两大药品进入医保

4.1 复方银花解毒颗粒

4.1.1 品种介绍

复方银花解毒颗粒是一种用于普通感冒、流行感冒用药，公司自有独家产品。

表 24: 复方银花解毒颗粒简介

适应症	普通感冒、流行性感冒属风热证
分类小类	感冒用药
批准文号	国药准字 Z20040024
批准日期	2015. 3. 17
生产单位	天长亿帆制药有限公司（原名为天康药业有限公司）

资料来源：公司官网、药智数据、东兴证券研究所

4.1.2 招标情况

从米内的数据来看，复方银花解毒颗粒进入了 2 个省份的正在执行的招标（存在部分省份新旧标更替，米内数据库没有收录的情况）。另外，吉林省中标价格较低，不排除未来在招标上进行运作的可能性。

表 25: 复方银花解毒颗粒各省份中标情况

规格	中标价格	中标省区	中标时间	执行情况
15g*6	无公开价格	江西	2016-7-7	在执行
15g	3.89	吉林	2014-4-3	在执行

资料来源：米内网、东兴证券研究所

4.1.3 医保情况

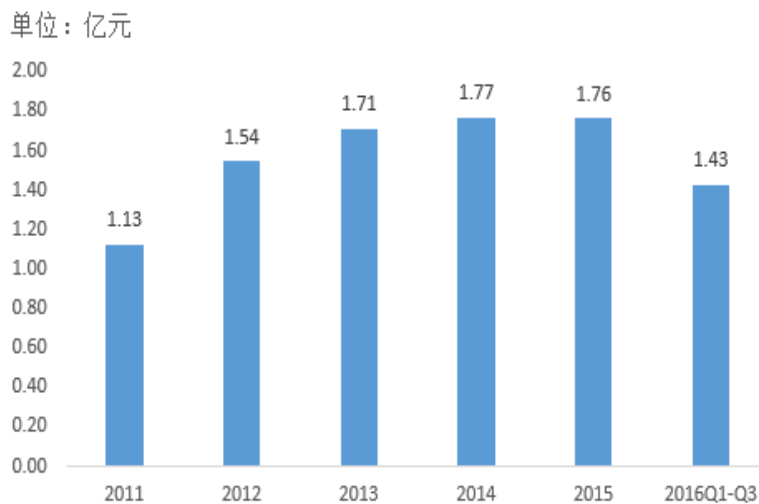
在进入国家医保之前，未有地方省份增补，本次进入国家医保目录后的放量空间较大。

4.1.4 感冒用药市场规模

根据产品适应症和 PDB 数据药品分类，复方银花解毒颗粒主要进入感冒用药市场（该市场 OTC 属性较重，因此使用 PDB 数据必然会有所失真）。感冒用药市场近几年内样本医院销售额总体上呈稳定趋势，感冒用药领域 2015 年样本医院销售额为 1.76 亿元，品种发展空间较大。

注：实际销售数据大部分是 PDB 样本医院销售数据的 3-6 倍，部分领域如果走 OTC 渠道较多会出现较大的倍数，感冒用药领域属于走 OTC 渠道较多的领域。

图 17: 感冒用药样本医院销售额（2011-2016 前三季度）

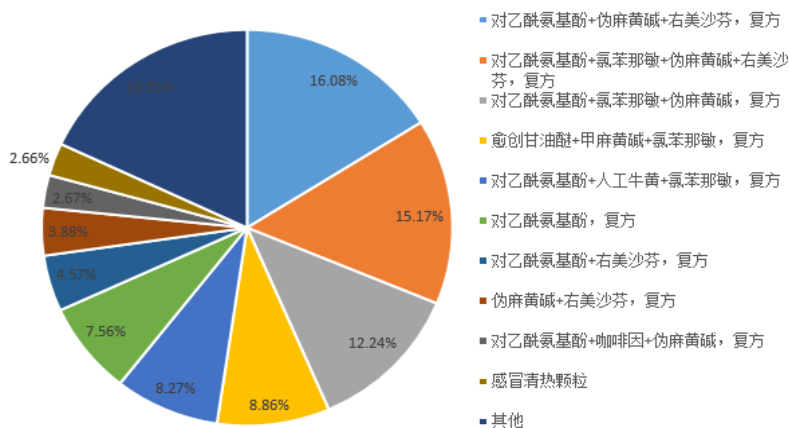


资料来源：PDB、东兴证券研究所

4.1.5 感冒用药竞争格局

PDB 数据收录感冒用药领域总体约 50 个品种，在 2016 年前三季度样本医院销售额中，“对乙酰氨基酚+伪麻黄碱+右美沙芬”复方制剂、“对乙酰氨基酚+氯苯那敏+伪麻黄碱+右美沙芬”复方制剂和“对乙酰氨基酚+氯苯那敏+伪麻黄碱”复方制剂分别以 16.08%、15.17%和 12.24%的占比位居行业前列；前十品种里主要为多种含乙酰氨基酚的化药复方制剂，中药只有感冒清热颗粒，以 2.66%的占比位居第十。

图 18: 感冒用药竞争格局（2016 前三季度）



资料来源：PDB、东兴证券研究所

4.1.6 复方银花解毒颗粒对标药品情况

公司产品复方银花解毒颗粒是全国独家产品，针对常见感冒症状，配合公司强大的销售能力，我们认为本产品有能力冲击同类前列产品；同时根据药品适应症、种类、剂型、给药途径、是否进入国家医保等信息，我们最终选择目前感冒用药销售额前十位唯一的中药品种感冒清热颗粒作为对标产品，以大致判断复方银花解毒颗粒未来的市场份额。

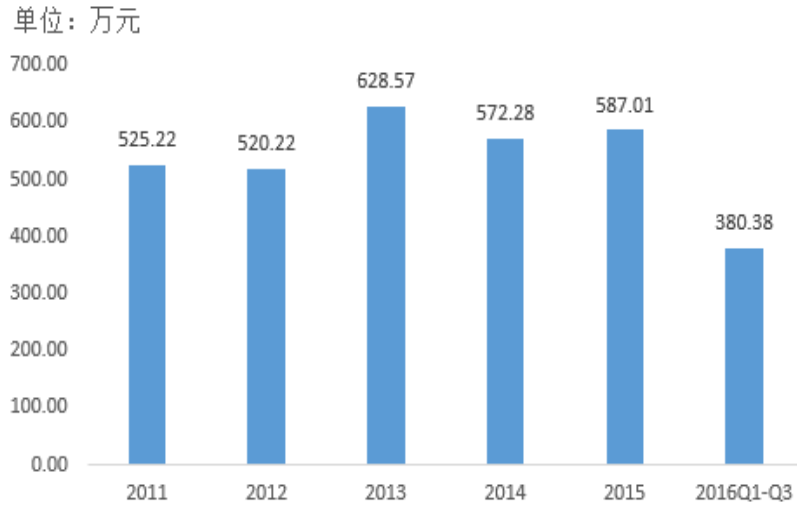
对标产品感冒清热颗粒近几个年内样本医院销售额总体上较为稳定，2015 年样本医院销售额为 587.01 万元。我们详细查阅了 2014 年感冒清热颗粒的样本医院销售数量与工业生产数量，得出实际市场销售额相对样本医院销售额放大倍数在 150 倍左右，因此当前对标产品感冒清热颗粒的实际市场大约在 7.8 亿元左右，由于感冒清热颗粒为品牌中药，我们将其销售额进行折算，推断复方银花解毒颗粒未来空间在 2-3 亿销售额。

表 26: 复方银花解毒颗粒对标感冒清热颗粒

	复方银花解毒颗粒	感冒清热颗粒
适应症	普通感冒、流行感冒	风寒感冒
种类	中药	中药
剂型	颗粒剂	颗粒剂
给药途径	口服	口服
医保情况	新进国家医保	国家医保

资料来源：药智数据、东兴证券研究所

图 19：感冒清热颗粒样本医院销售额（2011-2016 前三季度）



资料来源：PDB、东兴证券研究所

表 27：感冒清热颗粒样本医院销售放大情况

	感冒清热颗粒
2014 年国内工业产量（万袋）	78,384.14
2014 年样本医院销售数量（万袋）	501.42
实际市场销售额相对样本医院销售额放大倍数	150

资料来源：PDB、东兴证券研究所

4.2 小儿金翘颗粒

4.2.1 品种介绍

小儿金翘颗粒是一种解毒利咽、消肿止痛用药，独家产品，目前为公司独家代理。

表 28：小儿金翘颗粒简介

适应症	用于风热袭肺所致乳蛾，证见恶寒发热，咽部肿痛
分类小类	感冒用药
批准文号	国药准字 Z20000056
批准日期	2015-05-25
生产单位	四川凯京制药有限公司

资料来源：公司官网、药智数据、东兴证券研究所

4.2.2 招标情况

从米内的数据来看，小儿金翘颗粒进入了 7 个省份的正在执行的招标（存在部分省份新旧标更替，米内数据库没有收录的情况）。

表 29：小儿金翘颗粒各省份中标情况

规格	中标价格	中标省区	中标时间	执行情况
7.5g	44.8	广西	2016-9-5	在执行
每袋装 7.5g	59.2	广西	2016-9-5	在执行
7.5g	44.8	广西	2016-7-1	在执行
每袋装 7.5g	59.2	广西	2016-7-1	在执行
7.5g*8	59.2	江西	2016-7-7	在执行
每袋装 5g	16.1	四川	2015/9/25	在执行
每袋装 5g	25.86	四川	2015-04-30	在执行
5g/袋	25.28	广东	2015/7/21	在执行
5.0g	34.86	海南	2014-10-31	在执行
5.0g	34.86	海南	2014-08-08	在执行
7.5g/袋 × 10 袋/盒, 铝塑复合膜包装	64.4	上海	2014/07/30	在执行
7.5g/袋 × 8 袋/盒, 铝塑复合膜包装	51.5	上海	2014/07/30	在执行
5g/袋 × 8 袋/盒, 铝塑复合膜包装	32.7	上海	2014/07/30	在执行
5g	21.175	云南	2010-12-22	在执行
5g	31.295	云南	2010-12-22	在执行

资料来源：米内网、东兴证券研究所

4.2.3 医保情况

在进入国家医保之前，未有地方省份增补，本次进入国家医保目录后的放量空间较大。

4.2.4 小儿金翘颗粒市场规模、竞争格局与对标情况

小儿金翘颗粒主要适应症为小儿由于恶寒发热引起的咽部炎症和咽喉肿痛，在 PDB 数据的分类中归属于耳鼻喉用药小类，但由于 PDB 数据中该适应症产品在耳鼻喉用药小类中市场占比较小，耳鼻喉用药市场规模与竞争格局对小儿金翘颗粒意义较小，在此不多赘述。

公司是小儿金翘颗粒的全国总代理，在进入医保目录后配合公司的强大销售能力，我们认为本产品有能力在相似竞品中冲击前列；同时根据药品适应症、种类、剂型、给药途径、是否进入国家医保等信息，我们最终选择耳鼻喉用药市场中的冬凌草系列产品作为对标产品，以大致判断小儿金翘颗粒未来的市场份额。

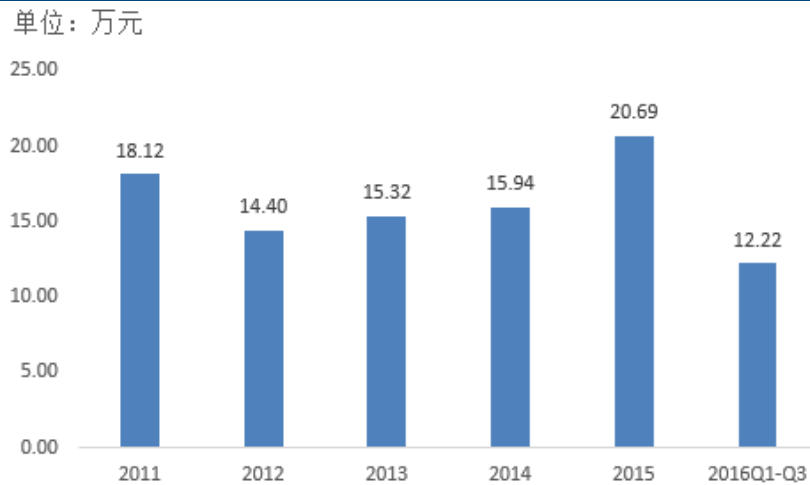
表 30: 小儿金翘颗粒对标冬凌草系列产品

	小儿金翘颗粒	冬凌草系列产品
适应症	风热袭肺所致乳蛾，证见恶寒发热，咽部肿痛	热毒壅盛所致咽喉肿痛、扁桃体炎、咽炎等
种类	中药	中药
剂型	颗粒剂	片剂、胶囊剂、糖浆剂
给药途径	口服	口服
医保情况	新进国家医保	国家医保

资料来源：药智数据、东兴证券研究所

对标产品冬凌草系列产品（片剂、胶囊剂、糖浆剂）近几个年内样本医院销售额较为稳定，2015 年样本医院销售额为 20.69 万元。我们详细查阅了 2014 年冬凌草片的样本医院销售数量与工业生产数量，得出实际市场销售额相对样本医院销售额放大倍数在 700 倍左右，因此当前对标产品的实际市场大约在 1.45 亿元左右（该品种 OTC 属性较重，实际销售额会比这个数字大不少），我们推测公司小儿金翘颗粒未来空间在 2-3 亿左右。

图 20: 对标药品样本医院销售额（2011-2016 前三季度）



资料来源：PDB、东兴证券研究所

表 31: 冬凌草系列产品样本医院销售放大情况

	冬凌草片
2014 年国内工业产量（万片）	82554
2014 年样本医院销售数量（万片）	115.37
实际市场销售额相对样本医院销售放大倍数	715

资料来源：PDB、东兴证券研究所

5. 其他品种：颈通颗粒、延丹胶囊进入医保

5.1 颈通颗粒

5.1.1 品种介绍

颈通颗粒是一种用于治疗颈椎病引起的疼痛的药品，为公司自有独家产品。

表 32: 颈通颗粒简介

适应症	颈椎病引起的颈项疼痛，活动不利，肩痛
分类小类	其它骨骼与肌肉用药
批准文号	国药准字 Z20025076
批准日期	2015-05-30
生产单位	四川德峰药业有限公司

资料来源：公司官网、药智数据、东兴证券研究所

5.1.2 招标情况

从米内网的数据来看，颈通颗粒目前已经进入 2 个省的招标（存在部分省份新旧标更替，米内数据库没有收录的情况）。

表 33: 颈通颗粒各省份中标情况

规格	中标价格	中标省区	中标时间	执行情况
10g	58	广西	2016-9-5	在执行
10g	58	广西	2016-7-1	在执行
10g	无公布价格	甘肃	2016-8-19	在执行

资料来源：米内网、东兴证券研究所

5.1.3 医保情况

在进入国家医保之前，未有地方省份增补，本次进入国家医保目录后的放量空间较大。

5.1.4 颈通颗粒市场规模、竞争格局与市场份额

颈通颗粒主要适应症为颈椎病引起的颈项疼痛，活动不利，肩痛；在 PDB 数据的分类中归属于其它骨骼与肌肉用药，但由于 PDB 数据中该适应症产品在其它骨骼与肌肉用药小类中市场占比较小，其它骨骼与肌肉用药市场规模与竞争格局对颈通颗粒意义较小，在此不多赘述。

颈通颗粒是公司自有独家产品，在进入医保目录后配合公司的强大销售能力，我们认为本产品有能力在相似竞品中冲击前列；同时根据药品适应症、种类、剂型、给药途径、是否进入国家医保等信息，我们最终选择目前其它骨骼与肌肉用药销售额占比第六位的消痛贴膏品种作为对标产品，以大致判断颈通颗粒未来的市场份额。

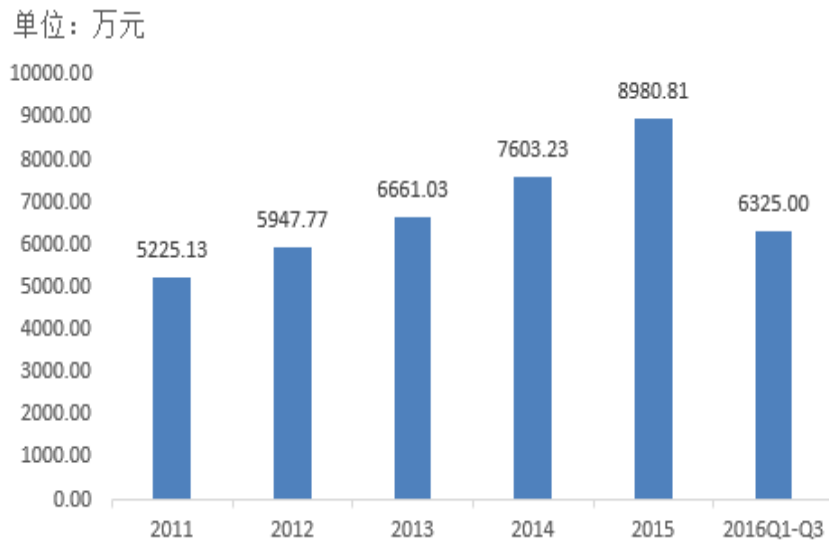
表 34：颈通颗粒对标消痛贴膏

	颈通颗粒	消痛贴膏
适应症	颈项疼痛，活动不利，肩痛等	急慢性扭挫伤、跌打瘀痛等
种类	中药	中药
剂型	颗粒剂	贴剂
给药途径	口服	外用
医保情况	新进国家医保	国家医保

资料来源：药智数据、东兴证券研究所

对标产品消痛贴膏近几个年内样本医院销售额稳步增长，2015 年样本医院销售额为 8980.81 万元。我们详细查阅了 2014 年消痛贴膏的样本医院销售数量与工业生产数量，得出实际市场销售额相对样本医院销售额放大倍数在 11 倍左右，因此当前对标产品的实际市场大约在 9.64 亿元左右，由于适应症相对偏窄，我们推测颈通颗粒未来空间在 2-3 亿左右。

图 21：消痛贴膏样本医院销售数据（2011-2016 前三季度）



资料来源：PDB、东兴证券研究所

表 35：消痛贴膏样本医院销售数据放大情况

	消痛贴膏
2014 年国内工业产量（万贴）	6236.20
2014 年样本医院销售数量（万贴）	589.39
实际市场销售额相对样本医院销售额放大倍数	11

资料来源：PDB、东兴证券研究所

5.2 延丹胶囊

5.2.1 品种介绍

延丹胶囊适用于冠心病劳累性心绞痛气滞血瘀症，公司自有独家产品。

表 36: 延丹胶囊简介

适应症	冠心病劳累性心绞痛气滞血瘀症，症见胸痛，胸闷，心慌等
分类小类	其它血管扩张药
批准文号	国药准字 Z20050141
批准日期	2015-03-02
生产单位	天长亿帆制药有限公司

资料来源：公司官网、药智数据、东兴证券研究所

5.2.2 招标情况

从米内网的数据来看，延丹胶囊目前已经进入 5 个省的招标（存在部分省份新旧标更替，米内数据库没有收录的情况）。

表 37: 延丹胶囊各省份中标情况

规格	中标价格	中标省区	中标时间	执行情况
0.3g	22.57	广西	2016-9-5	在执行
0.3g	22.57	广西	2016-7-1	在执行
0.3g*48	未报价	江西	2016-7-7	在执行
0.3g	35.28	广东	2015/7/21	在执行
300mg	0.936	湖南	2015-4-14	在执行
0.3g	26.31	江苏	2010-4-8	在执行

资料来源：米内网、东兴证券研究所

5.2.3 医保情况

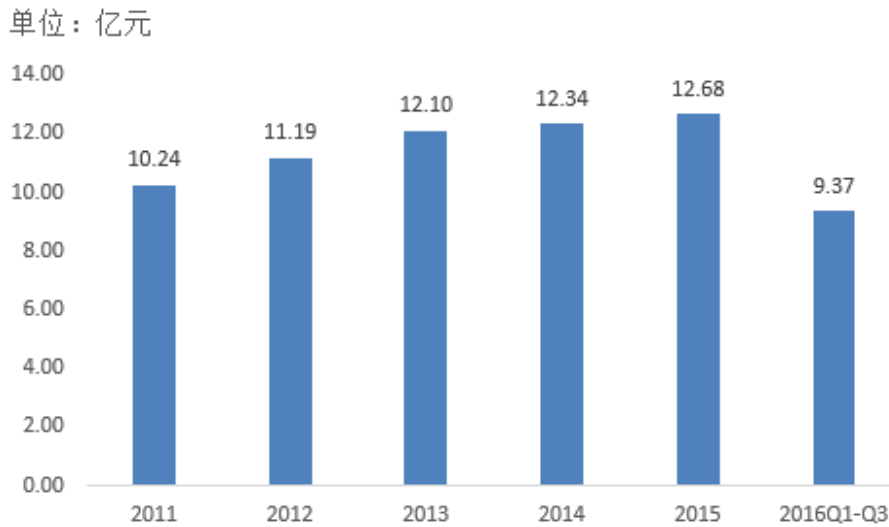
本产品新进 2017 国家医保，此前未进入 2009 国家医保，仅有河南一省增补，本次进入国家医保目录后的放量空间较大。

5.2.4 其它血管扩张药市场规模

根据产品适应症和 PDB 数据药品分类，延丹胶囊主要进入其它血管扩张药市场。其它血管扩张药市场近年内样本医院销售额呈稳定增长态势，2015 年样本医院销售额为 12.68 亿元，品种发展空间很大。

注：实际销售数据大部分是 PDB 样本医院销售数据的 3-6 倍，部分领域如果走 OTC 渠道较多会出现较大的倍数

图 22：其它血管扩张药样本医院销售额（2011-2016 前三季度）

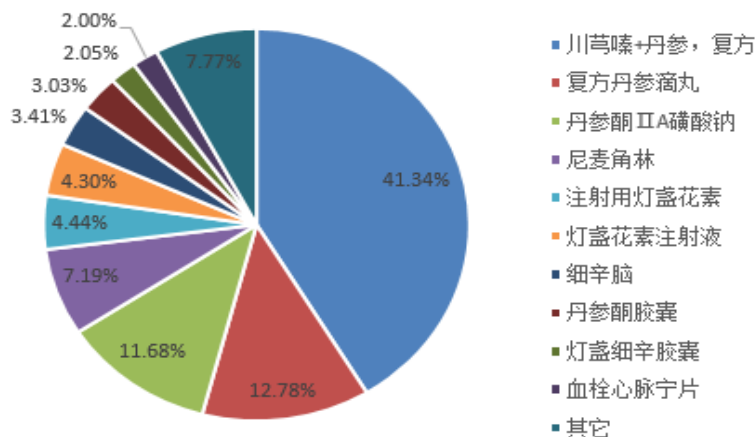


资料来源：PDB、东兴证券研究所

5.2.5 其它血管扩张药竞争格局

PDB 数据收录其它血管扩张药领域总体约 30 个品种，在 2016 年前三季度样本医院销售额中，川芎嗪+丹参（复方）以 41.34% 的占比位居行业龙头；前十品种里中药品种在占比上优势很大，延丹胶囊的类似中药品种复方丹参滴丸以 12.78% 的市场占比位居第二位。

图 23：其它血管扩张药竞争格局（2016 前三季度）



资料来源：PDB、东兴证券研究所

5.2.6 延丹胶囊对标药品情况

延丹胶囊是公司自有独家产品，在进入医保目录后配合公司的强大销售能力，我们认为本产品有能力冲击行业前列竞品；根据药品适应症、种类、剂型、给药途径、是否进入国家医保等信息，我们最终选择目前其它血管扩张药销售额占比第二位的复方丹参滴丸品种作为对标产品，以大致判断延丹胶囊未来的市场份额。

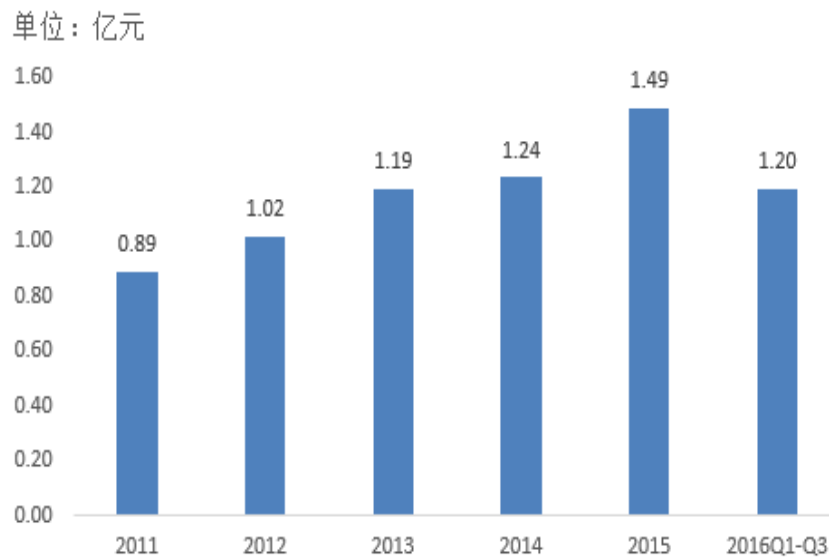
表 38: 延丹胶囊对标复方丹参滴丸

	延丹胶囊	复方丹参滴丸
适应症	冠心病劳累性心绞痛气滞血瘀症，症见胸痛，胸闷，心慌等	用于气滞血瘀所致的胸痹，症见胸闷、心前区刺痛等
种类	中药	中药
剂型	胶囊剂	滴丸剂
给药途径	口服	口服
医保情况	新进国家医保	国家医保

资料来源：药智数据、东兴证券研究所

对标产品复方丹参滴丸近几个年内样本医院销售额稳步增长，2015 年样本医院销售额为 1.49 亿元。我们详细查阅了 2014 年复方丹参滴丸的样本医院销售数量与工业生产数量，得出实际市场销售额相对样本医院销售额放大倍数在 29 倍左右，因此当前对标产品的实际市场大约在 40 亿元左右，我们推测未来延丹胶囊具备 5-10 亿的销售潜力。

图 24: 对标药品样本医院销售额（2011-2016 前三季度）



资料来源：PDB、东兴证券研究所

表 39: 对标样品工业生产与样本医院销售数量情况（2014 年）

	复方丹参滴丸
2014 年国内工业产量（万粒）	2518526.4
2014 年样本医院销售数量（万粒）	87133.2
实际市场销售额相对样本医院销售额放大倍数	29

资料来源：PDB、东兴证券研究所

6. 盈利预测与投资建议

我们保守预计公司 2016-2018 年归母净利润分别为 7.1、8.1 和 8.3 亿元，增速分别为 11.13%、21.80%、15.02%，EPS 分别为 0.65 元、0.74 元和 0.76 元，对应 PE 分别为 28X、24X 和 24X。我们长期看好公司在制剂版块以及生物创新药版块的发展，维持 6 个月目标价 23.30 元不变，维持“强烈推荐”评级。

7. 风险提示

泛酸钙涨价持续时间不达预期；F-627 临床进度低于预期

表 12: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	1224	1519	2285	3201	4152	营业收入	1685	2435	3459	3879	4284
货币资金	278	332	791	1545	2334	营业成本	1012	1451	1845	2092	2354
应收账款	432	448	637	714	788	营业税金及附加	13	19	7	8	8
其他应收款	28	132	188	211	233	营业费用	259	368	434	481	563
预付款项	141	137	131	125	119	管理费用	94	188	284	311	343
存货	283	368	468	531	598	财务费用	2	10	32	35	38
其他流动资产	18	72	28	28	28	资产减值损失	6.03	36.97	28.18	0.00	0.00
非流动资产合计	2110	3028	2959	2891	2822	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	3	3	3	3	投资净收益	1.34	16.06	0.00	0.00	0.00
固定资产	541	734	675	630	609	营业利润	299	377	828	952	977
无形资产	144	231	208	185	162	营业外收入	3.41	73.18	70.00	70.00	70.00
其他非流动资产	23	92	92	92	92	营业外支出	1.29	6.04	5.00	5.00	5.00
资产总计	3335	4547	5244	6092	6974	利润总额	301	444	893	1017	1042
流动负债合计	757	1429	889	1071	1270	所得税	63	82	179	203	208
短期借款	291	737	0	0	0	净利润	238	362	714	814	834
应付账款	162	175	219	248	279	少数股东损益	0	1	0	0	0
预收款项	23	103	216	343	483	归属母公司净利润	238	361	714	814	834
一年内到期的非	2	0	0	0	0	EBITDA	465	682	928	1055	1085
非流动负债合计	34	238	57	57	57	BPS (元)	0.87	0.82	0.65	0.74	0.76
长期借款	0	30	30	30	30	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	791	1666	946	1128	1327	成长能力					
少数股东权益	-1	22	22	22	22	营业收入增长	141.39%	44.51%	42.05%	12.15%	10.45%
实收资本 (或股	261	261	1101	1101	1101	营业利润增长	1080.90%	26.03%	119.47%	15.04%	2.60%
资本公积	1827	1823	1823	1823	1823	归属于母公司净利	98.09%	13.94%	98.09%	13.94%	2.43%
未分配利润	420	713	1191	1737	2295	获利能力					
归属母公司股东	2544	2858	4275	4942	5624	毛利率 (%)	39.91%	40.39%	46.65%	46.07%	45.05%
负债和所有者权	3335	4547	5244	6092	6974	净利率 (%)	14.12%	14.87%	20.65%	20.98%	19.46%
现金流量表						偿债能力					
单位: 百万元						总资产净利润 (%)	7.13%	7.93%	13.62%	13.36%	11.95%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE (%)	9.35%	12.62%	16.71%	16.47%	14.82%
经营活动现金流	140	402	704	937	978	营运能力					
净利润	238	362	714	814	834	总资产周转率	0.77	0.62	0.71	0.68	0.66
折旧摊销	164	295	0	68	69	应收账款周转率	6	6	6	6	6
财务费用	2	10	32	35	38	应付账款周转率	15.07	14.48	17.57	16.60	16.23
应收账款减少	0	0	-188	-77	-75	每股指标 (元)					
预收帐款增加	0	0	113	127	140	每股收益 (最新摊	0.87	0.82	0.65	0.74	0.76
投资活动现金流	-35	-828	-27	0	0	每股净现金流 (最新	0.43	-0.05	0.42	0.69	0.72
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股净资产 (最新摊	9.76	10.97	3.88	4.49	5.11
长期股权投资减	0	0	0	0	0	估值比率					
投资收益	1	16	0	0	0	P/E	20.60	21.85	27.62	24.24	23.66
筹资活动现金流	7	414	-217	-183	-189	P/B	1.84	1.63	4.61	3.99	3.51
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	10.07	7.48	20.44	17.26	16.06
长期借款增加	0	0	0	0	0						
普通股增加	40	0	840	0	0						
资本公积增加	1490	-4	0	0	0						
现金净增加额	112	-12	459	754	789						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

联系人简介

缪牧一

美国罗切斯特大学会计学理学硕士，美国注册会计师，2016年6月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于医药政策下的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。