



多个核心品种进新版医保目录，拉开业绩持续高增长序幕

2017.03.01

| | | |
|---------------------------|--------------------------|----------------------|
| 唐爱金(分析师) | 陈家华(研究助理) | 冯俊曦(研究助理) |
| 电话: 020-88836115 | 020-88836115 | 020-88836115 |
| 邮箱: tangaj@gzgzhs.com.3cn | Chenjiahua@gzgzhs.com.cn | Fengjx@gzgzhs.com.cn |
| 执业编号: A1310516100001 | | |

● 洛铂、艾愈、理气活血滴丸有望成爆发性品种，销售空间合计 30 亿元：

洛铂主治小细胞肺癌，是国内铂类药物当中为数不多的独家品种。与同类产品相比，洛铂副作用小、定价优势明显、目前渗透率低(10%)，预计有望未来三年保持 50% 销售高增长，逐步替代顺铂、奥沙利铂等，有望成为超 15 亿元大品种。

艾愈主治癌症化疗后白细胞减少症，同类产品目前已达 5-10 亿级别销售规模。由于之前未进医保目录，艾愈销售仅千万级别，预计市场空间至少 5 亿元。艾愈 2013-2015 年一直保持 100% 以上强劲销售，本次新进医保目录，预计近年销售有望维持 100% 以上超高速增长。

理气活血滴丸主治冠心病心绞痛，目前样本医院销售仅 4 万元，同类产品复方丹参滴丸销售已达数十亿规模(仅样本医院销售已达 9.66 亿)，预计销售空间达 10 亿。理气活血滴丸作为独家品种，自主定价优势强，加上理气活血滴丸的疗效具临床数据支撑，此次医保目录的调整，有望助力其销售迅速放量，预计未来有望保持 100% 以上超高速增长。

● 核心成熟品种艾迪、复方斑蝥胶囊有望维持稳定增长：

艾迪是主治原发性肝癌，肺癌等的抗肿瘤中药注射剂，目前销售达 10 亿元以上。2015 年产品经历短暂增速下滑后，2016 年销售增速触底反弹。艾迪适应症广泛，且基层医疗机构渗透率低于 20%，基层空间依然广袤，预计未来有望维持 5%-10% 销售增速。

复方斑蝥胶囊是治疗原发性肝癌、肺癌等口服类抗肿瘤中成药，目前销售已达 2 亿元。虽然口服类抗肿瘤中成药的整体销售增速从 2014 年的 24% 下降到 2015 年的 3%，但口服类抗肿瘤中成药价格较低，临床应用广泛，保守估计未来至少保持 3%-5% 增速，由于复方斑蝥胶囊适应症限制被取消，利好产品销售，我们预计复方斑蝥胶囊增速与行业同步，维持 5% 平稳增长。

● 丹灯通脑滴丸、妇科调经滴丸是公司特色品种，新进医保目录超市场预期：

丹灯通脑滴丸主治瘀血阻络所致的中风，2015 年在样本医院实现 5127 万元的销售，估计终端销售规模约 2 亿。其中，神威施普瑞药业、前进药业、济仁药业分别占据 67.66%、16.33%、14.47% 市场份额。配合公司强大的销售团队和进入医保目录的优势，有利于产品迅速抢占市场份额。

妇科调经滴丸主治月经不调等症，2015 年妇科调经滴丸在样本医院实现销售 582 万元，估计终端销售规模近 4000 万。其中，坪山制药、紫鑫药业、神通药业分别占据 60.31%、19.73%、10.17% 市场份额。新进入医保目录有利于抢占市场份额。

● 盈利预测：预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.51、0.68、0.83 元，对应 PE 分别为 37、28、23 倍，考虑公司肿瘤服务启动高增长态势及服务领域巨大前景，维持“强烈推荐”评级，目标价 23.67 元。(本文仅重点分析进入医保目录的重点药品品种，公司整体分析请阅读之前的公司深度报告)

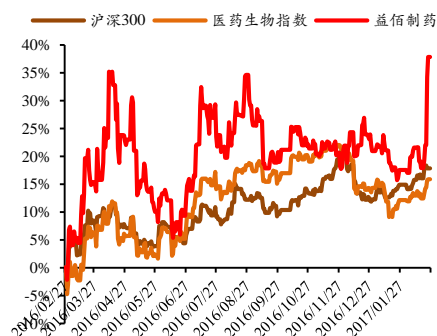
● 风险提示：产品销售、公司控费、公司控费不达预期、产品降价风险等。

| 主要财务指标 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 3302.52 | 3709.36 | 4402.34 | 5057.27 |
| 同比(%) | 4.61% | 12.32% | 18.68% | 14.88% |
| 归属母公司净利润 | 189.38 | 401.77 | 536.30 | 657.26 |
| 同比(%) | -60.42% | 112.15% | 33.48% | 22.55% |
| 每股收益(元) | 0.24 | 0.51 | 0.68 | 0.83 |
| P/E | 79.33 | 37.39 | 28.01 | 22.86 |
| P/B | 4.21 | 3.80 | 3.72 | 3.52 |

强烈推荐

| | |
|-------|--------|
| 现价： | 18.97 |
| 目标价： | 23.67 |
| 股价空间： | 24.78% |

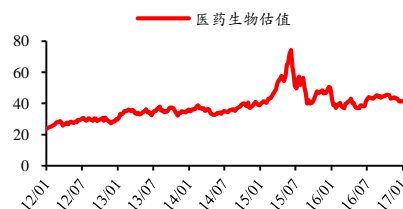
行业指数走势



股价表现

| 涨跌(%) | 1M | 3M | 6M |
|--------|-------|-------|-------|
| 益佰制药 | 19.08 | 14.69 | 5.80 |
| 沪深 300 | 3.25 | -0.43 | 4.32 |
| 生物医药 | 4.79 | -4.52 | -1.56 |

行业估值走势



行业估值

| | |
|------|-------|
| 当期估值 | 43.03 |
| 平均估值 | 38.12 |
| 历史最高 | 74.37 |
| 历史最低 | 18.80 |

相关报告

- 广证恒生-益佰制药(600594)-点评报告-收购二甲绵阳富临医院，推进四川地区肿瘤服务布局-20160220
- 广证恒生-益佰制药(600594)-点评报告-泉州肿瘤临床医学中心落地，布局福建肿瘤健康服务-20160213
- 广证恒生-益佰制药(600594)-点评报告-收购淮南朝阳医院，大肿瘤平台进一步完善-20160118
- 广证恒生-益佰制药(600594)-公司深度-药品销售触底反弹，肿瘤服务启动高增长态势-2016.12.29



目录

| | |
|---|-----------|
| 目录 | 2 |
| 图表目录 | 3 |
| 1. 多个核心品种进新版医保目录，受益明显 | 4 |
| 1.1 益佰制药多个核心品种进入新版医保目录 | 4 |
| 1.2 洛铂、艾愈、理气活血滴丸三大爆发性品种进入医保目录 | 4 |
| 1.2.1 洛铂：独家抗肿瘤用药洛铂取消适应症限制，空间有望达十亿级别 | 4 |
| 1.2.2 艾愈：5亿重磅品种新进医保目录，未来迅速放量可期 | 7 |
| 1.2.3 理气活血滴丸：主治冠心病心绞痛的10亿级别品种新进医保目录 | 9 |
| 1.3 两大核心品种保留在新版医保目录，未来稳定增长可期 | 11 |
| 1.3.1 艾迪：继续保留在新版医保目录当中，未来有望保持5%-10%稳定增长 | 11 |
| 1.3.2 复方斑蝥胶囊：取消适应症限制，未来5%稳定增长可期 | 13 |
| 1.4 两大特色品种新进医保目录，超市场预期 | 15 |
| 1.4.1 丹灯通脑滴丸：新进医保目录，治疗瘀血阻络所致的中风 | 15 |
| 1.4.2 妇科调经滴丸：新进医保目录，成妇科产品新增长点 | 16 |



图表目录

| | | |
|--------|---|----|
| 图表 1. | 洛铂等多个核心品种进入新版医保目录..... | 4 |
| 图表 2. | 各种铂类抗肿瘤药对应的主要适应症存在重叠，有一定竞争关系..... | 4 |
| 图表 3. | 洛铂是铂类药物中为数不多的独家品种..... | 5 |
| 图表 4. | 同类产品洛铂增速最快，2016Q3 同比增速高达 51.26%..... | 5 |
| 图表 5. | 洛铂样本医院的销售增速十分强劲..... | 5 |
| 图表 6. | 洛铂的年治疗费用约为 1.87 万元/人（仅考虑小细胞肺癌一种适应症）..... | 6 |
| 图表 7. | 洛铂治疗费用较高（独家品种，自主定价优势明显）..... | 6 |
| 图表 8. | 目前洛铂中标价格保持平稳..... | 6 |
| 图表 9. | 洛铂副作用在铂类药物当中相对较小..... | 7 |
| 图表 10. | 洛铂新适应症研发空间广阔，未来市场空间巨大..... | 7 |
| 图表 11. | 主要用于治疗“癌症放化疗后白细胞减少症”的中成药对比（非注射类的辅助用药）..... | 8 |
| 图表 12. | 主要治疗“癌症放化疗后白细胞减少症”的中成药的治疗价格对比..... | 8 |
| 图表 13. | 艾愈样本医院的销售增速十分强劲..... | 9 |
| 图表 14. | 目前艾愈胶囊中标价格保持平稳..... | 9 |
| 图表 15. | 口服抗心绞痛中成药用药市场维持约 2% 稳定增长..... | 9 |
| 图表 16. | 口服抗心绞痛中成药样本医院销售规模高达 71 亿元..... | 10 |
| 图表 17. | 贵阳中医学院第一附属医院通过实验证明理气活血滴丸的疗效显著（心绞痛症状比较）..... | 11 |
| 图表 18. | 理气活血滴丸和同类产品治疗费用对比..... | 11 |
| 图表 19. | 9 种主要的抗肿瘤中药注射剂进入新版医保目录..... | 11 |
| 图表 20. | 进入新版医保目录的抗肿瘤中药注射剂销售增速触底反弹..... | 12 |
| 图表 21. | 艾迪等五大抗肿瘤中药注射剂销售增速触底反弹..... | 12 |
| 图表 22. | 目前艾迪中标价格保持平稳..... | 13 |
| 图表 23. | 口服类抗肿瘤的中成药对比（进入新版医保目录产品）..... | 13 |
| 图表 24. | 15 年口服类抗肿瘤的中成药销售总额增速下滑..... | 14 |
| 图表 25. | 2015 年各类口服类抗肿瘤的中成药的销售增速出现下滑..... | 14 |
| 图表 26. | 16 年复方斑蝥胶囊增速触底反弹..... | 15 |
| 图表 27. | 15 年丹灯通脑滴丸样本医院销售 5127 万元..... | 15 |
| 图表 28. | 神威施普瑞药业市占率高达 68%..... | 15 |
| 图表 29. | 目前丹灯通脑滴丸中标价格保持平稳..... | 16 |
| 图表 30. | 15 年样本妇科调经滴丸医院销售 582 万元..... | 16 |
| 图表 31. | 国药致君坪山制药市占率高达 60%..... | 16 |
| 图表 32. | 目前妇科调经滴丸中标价格保持平稳..... | 16 |

1. 多个核心品种进新版医保目录，受益明显

1.1 益佰制药多个核心品种进入新版医保目录

益佰制药核心品种洛铂、艾迪、理气活血滴丸、艾愈、妇科调经滴丸、复方斑蝥胶囊、丹灯通脑滴丸等均进入 2017 年新版医保目录，未来销售有望迅速放量，带动药品板块业绩增长。其中，**洛铂、理气活血滴丸、艾愈**是未来具备高速成长的爆发性大品种；艾迪、复方斑蝥胶囊是目前已经成熟的核心品种，未来增长稳定；妇科调经滴丸、丹灯通脑滴丸是公司的特色品种。

图表1. 洛铂等多个核心品种进入新版医保目录

| 产品定位 | 进入医保品种 | 医保类别 | 预计市场空间 | 16 年实际销售 | 竞争格局 |
|---------|--------|------|--------|----------|--|
| 爆发性大品种 | 洛铂 | 乙类 | 15 亿 | 3.61 亿 | 长安国际制药（100%） |
| | 理气活血滴丸 | 乙类 | 10 亿 | 21.41 万 | 贵州民族药业（100%） |
| | 艾愈 | 乙类 | 5 亿 | 1362 万 | 贵州益佰女子大药厂（100%） |
| 稳增长核心品种 | 艾迪 | 乙类 | -- | 14.5 亿 | 贵州益佰女子大药厂（100%） |
| | 复方斑蝥胶囊 | 乙类 | -- | 2.42 亿 | 益佰制药（66%）、希尔安药业（22%）、方舟制药（6%） |
| 特色品种 | 丹灯通脑滴丸 | 乙类 | -- | 未销售 | 神威施普瑞药业（67.66%）、前进药业（16.33%）、济仁药业（14.47%） |
| | 妇科调经滴丸 | 乙类 | -- | 未销售 | 国药致君坪山制药（60.31%）、紫鑫药业（19.73%）、神通药业（10.17%） |

资料来源：2017 年版医保目录、米内网、公司公告、广证恒生（艾迪销售额为预测值）

1.2 洛铂、艾愈、理气活血滴丸三大爆发性品种进入医保目录

1.2.1 洛铂：独家抗肿瘤用药洛铂取消适应症限制，空间有望达十亿级别

铂类药主要分为顺铂、卡铂、奈达铂、奥沙利铂、洛铂等。从适用范围上看，各种铂类药对应的适应症类存在相互重叠（例如顺铂、洛铂、卡铂等同时对应小细胞肺癌一种适应症），各类产品之间存在一定竞争关系。

图表2. 各种铂类抗肿瘤药对应的主要适应症存在重叠，有一定竞争关系

| | 睾丸癌 | 卵巢癌 | 非小细胞肺癌 | 膀胱癌 | 子宫颈癌 | 食道癌 | 头颈部癌 | 小细胞肺癌 | 乳腺癌 |
|------|-----|-----|--------|-----|------|-----|------|-------|-----|
| 顺铂 | | | | | | | | | |
| 卡铂 | | | | | | | | | |
| 奈达铂 | | | | | | | | | |
| 奥沙利铂 | | | | | | | | | |
| 洛铂 | | | | | | | | | |

资料来源：CNKI、广证恒生、蓝色代表可治疗适应症）

从适用范围上看，各种铂类药对应的适应症类存在相互重叠（例如顺铂、洛铂、卡铂等同时对应小细胞肺癌一种适应症），各类产品之间存在一定竞争关系。

洛铂属于第三代铂类药，主要用于治疗乳腺癌、小细胞肺癌、慢性粒细胞白血病等，与其它竞争产品（顺铂、卡铂、奈达铂、奥沙利铂等）不同，洛铂是国内的独家产品，仅由益佰制药子公司长安国际制药

生产，是国内铂类药物当中为数不多的独家品种。

图表3. 洛铂是铂类药物中为数不多的独家品种

| 铂类 | 药品名 | 医保情况 | 独家品种 | 1m ² 表体面积的治疗费用 (元/次) | 2016Q3 样本医院销售额 (万元) | 2016Q3 竞争格局 |
|------------|-----------|-----------|----------|---------------------------------|---------------------|--|
| 第1代 | 顺铂 | 甲类 | 否 | 161.88 | 2977.31 | 齐鲁制药 (40.87%)、豪森药业 (28.12%)、Hospira (20.52%) |
| 第2代 | 卡铂 | 甲类 | 否 | 119.24 | 5909.47 | 齐鲁制药 (55.16%)、百时美施贵宝 (44.84%) |
| 第2代 | 奈达铂 | 乙类 | 否 | 737.90 | 16075.95 | 奥赛康药业 (37.04%)、齐鲁制药 (36.36%)、东捷药业 (24.35%) |
| 第3代 | 奥沙利铂 | 乙类 | 否 | 379.68 | 67703.47 | 赛诺菲 (69.20%)、恒瑞医药 (17.90%)、海外药业 (2.76%) |
| 第3代 | 洛铂 | 乙类 | 是 | 1824.52 | 12491.42 | 长安国际制药 (100%) |

资料来源: PDB、药智网、广证恒生

从样本医院销售数据分析，销售前三位的铂类药物是奥沙利铂、奈达铂、洛铂。其中，2016Q3 奥沙利铂销售高达 6.77 亿元，同比增长 16.88%，是铂类药物中销售比重最高的药品。而洛铂是铂类药物当中增速最快的品种，目前增速高达 51.26%，目前其治疗费用最高，1m²表体面积的治疗费用达 1.25 万元/次。

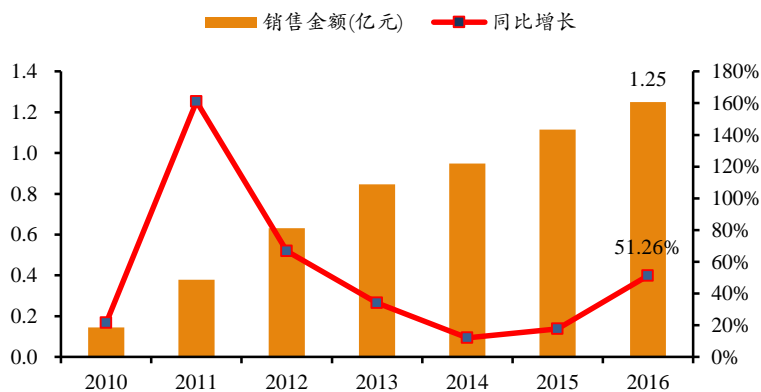
图表4. 同类产品洛铂增速最快，2016Q3 同比增速高达 51.26%

| 药品名 | 样本医院销售收入 (万元) | | | | | 同比增长 | | | | |
|------|---------------|----------|----------|----------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016Q3 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016Q3 |
| 顺铂 | 3402.52 | 3477.47 | 3614.41 | 3863.18 | 2977.31 | 1.31% | 2.20% | 3.94% | 6.88% | 2.24% |
| 卡铂 | 5766.08 | 6293.30 | 7308.42 | 7185.26 | 5909.47 | 10.84% | 9.14% | 16.13% | -1.69% | 10.83% |
| 奈达铂 | 17873.05 | 19145.23 | 20833.69 | 20818.13 | 16075.95 | 24.25% | 7.12% | 8.82% | -0.07% | 2.79% |
| 奥沙利铂 | 66242.70 | 67739.35 | 71536.69 | 78009.83 | 67703.47 | 5.51% | 2.26% | 5.61% | 9.05% | 16.88% |
| 洛铂 | 6316.90 | 8469.69 | 9483.69 | 11152.56 | 12491.42 | 66.68% | 34.08% | 11.97% | 17.60% | 51.26% |

资料来源: PDB 数据库、广证恒生

根据 PDB 样本医院的数据，洛铂的销售收入从 2010 年的 1451.56 万元增长到 2015 年的 1.12 亿元，年复合增长为 50.35%，其中 2016Q3 同比增长高达 51.26%。

图表5. 洛铂样本医院的销售增速十分强劲



资料来源: PDB、广证恒生

根据目前洛铂的药品渗透率、药品副作用、临床应用推广和新适应症研发四大维度，我们认为未来洛铂的 50% 高增长可以持续：

1) 洛铂目前市场渗透率低，市场空间大降价压力小：仅考虑小细胞肺癌一个适应症，按我国 20 万患者，每人治疗费用 1.87 万元/年估算，洛铂对应 37.44 亿元的理论市场空间。2016 年洛铂的销售额约为 3.61 亿元，渗透率仅为 10%，未来有很大的增长空间。

图表6. 洛铂的年治疗费用约为 1.87 万元/人（仅考虑小细胞肺癌一种适应症）

| 估算指标 | 具体数值 (亿) | 估算过程 | 关键假设 |
|---------------------------|----------|-----------------------------|--|
| 新发肺癌患者 (万人) | 80 | 400*20% | 新发癌症人数约为 400 万人, 其中新发肺癌人数占 20% |
| 新发小细胞肺癌患者 (万人) | 20 | 80*25% | 新发小细胞肺癌患者占肺癌患者 25% |
| 表体面积 (m ²) | 1.71 | 0.0061*160+0.0124*60-0.0099 | 表体面积=0.0061*身高+0.0124*体重-0.0099; 假设患者身高 160cm, 体重 60kg |
| 洛铂中标价 (元) | 1824.52 | - | 药品规格为 50mg/ m ² |
| 每位患者年花费 (元) | 18720.67 | 1.71*1824.52*6 | 按体表面积一次 50mg/m ² , 治疗 6 个疗程 |
| 洛铂理论市场空间 (亿元) | 37.44 | 18720.67*24.7/10000 | 按 24.7 万小细胞肺癌患者估算 |

资料来源：药智网、广证恒生

图表7. 洛铂治疗费用较高（独家品种，自主定价优势明显）

| 药品名 | 用法用量 | 中标价格 (元) | 1m ² 表体面积的治疗费用 (元/次) |
|-----------|--|-----------------------|---------------------------------|
| 顺铂 | 常用剂量 50-100mg/m ² SUP>2, 应用间隔 3 周 | 80.94 (50mg) | 161.88 |
| 卡铂 | 推荐剂量为 0.3~0.4g/m ² , 应用间隔期 3 周 | 29.81 (100mg) | 119.24 |
| 奈达铂 | 每次给药 80~100mg/m ² , 应用间隔期 3 周 | 368.95 (50mg) | 737.90 |
| 奥沙利铂 | 按体表面积一次 130mg/m ² , 应用间歇期 3 周 | 146.03 (50mg) | 379.68 |
| 洛铂 | 按体表面积一次 50mg/m², 应用间歇期 3 周 | 1824.52 (50mg) | 1824.52 |

资料来源：药智网、广证恒生

在中标价格方面，根据我们对洛铂中标价格的梳理，在经历了 2014 年的降价之后，目前中标价格基本保持平稳，再次降价的概率较小，**短期内降价压力较小。**

图表8. 目前洛铂中标价格保持平稳

| 产品 | 规格 | 生产厂家 | 16 年中标价格 (元) | | | 15 年中标价格 (元) | | | 14 年中标价格 (元) | | |
|----|------|--------|--------------|--------|----|--------------|--------|--------|--------------|----|--------|
| | | | 广东 | 甘肃 | 湖南 | 广东 | 甘肃 | 湖南 | 广东 | 甘肃 | 湖南 |
| 洛铂 | 10mg | 长安国际制药 | 478.75 | 468.25 | - | 478.75 | 468.26 | 473.67 | - | - | 532.38 |

资料来源：药智网、广证恒生

2) 在铂类药物中，洛铂副作用小，临床治疗较好选择：通过对各种铂类药物在胃肠道、肾毒性、血液毒性、神经毒性四大不良反应上的系统比对，我们认为在所有铂类药物当中，洛铂的副作用偏小，是临床治疗的较好选择，未来存在较大的应用空间。

图表9. 洛铂副作用在铂类药当中相对较小

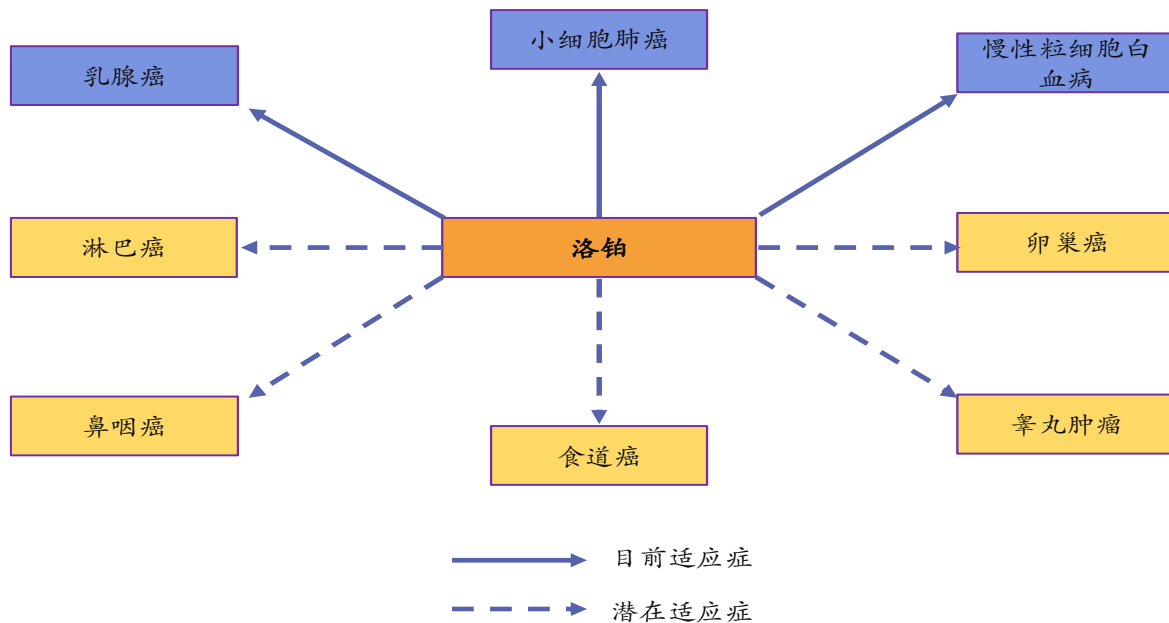
| | 肾毒性 | 血液毒性 | 神经毒性 | 胃肠道不良反应 |
|------|-------|-------|-------|---------|
| 顺铂 | ■■■■■ | ■■■■■ | ■■■■■ | ■■■■■ |
| 卡铂 | ■■■■■ | ■■■■■ | ■■■■■ | ■■■■■ |
| 奈达铂 | ■■■■■ | ■■■■■ | ■■■■■ | ■■■■■ |
| 奥沙利铂 | ■■■■■ | ■■■■■ | ■■■■■ | ■■■■■ |
| 洛铂 | ■■■■■ | ■■■■■ | ■■■■■ | ■■■■■ |

资料来源：CNKI、广证恒生

3) 医保目录的用药限制解除+进入用药指南，利好洛铂临床应用的迅速推广：一方面 2017 年新版医保目录取消了洛铂的用药限制（2009 年版医保目录限制洛铂在其他铂类药无效或不能耐受的情况下使用）；另一方面《中国临床肿瘤学会(CSCO)原发性肺癌诊疗指南 2016.V1》将洛铂作为治疗小细胞肺癌的可选策略。“医保目录用药限制的解除+用药指南的支撑”使得医生在临床应用上逐步有据可依，极大利好洛铂在临床应用上的迅速推广。

4) 有望开发新适应症：除了现有的适应症，洛铂对卵巢癌、淋巴瘤、鼻咽癌、食道癌、睾丸肿瘤等治疗初步显示了较好的治疗效果，预计很可能成为洛铂未来新适应症的研发方向，目前公司正针对卵巢癌等新适应症对洛铂进行二次研发。一旦研发成功，公司将有望抢占数亿元的抗卵巢癌用药市场。

图表10. 洛铂新适应症研发空间广阔，未来市场空间巨大



资料来源：CNKI、广证恒生

1.2.2 艾愈：5 亿重磅品种新进医保目录，未来迅速放量可期

艾愈的成分主要是淫羊藿、山慈菇、白英、人参、苦参、白术、当归等，主要用于中晚期癌症的辅助治疗或癌症放化疗后白细胞减少症。进入新版医保目录，且适用于治疗癌症放化疗后白细胞减少症的同类产品主要包括贞芪扶正片、康力欣胶囊、生白颗粒、养正合剂等 15 种。

根据我们的数据梳理，2015 年治疗“癌症放化疗后白细胞减少症”的中成药（仅包括进入新版医保目录的产品）在样本医院实现销售 16.59 亿元，保守估计整个市场的销售规模超过 50 亿元。其中，贞芪扶正片、康力欣胶囊、参丹散结胶囊、安康欣胶囊、复方皂矾丸等品种市场份额较高，分别占据 17.14%、16.11%、13.15%、12.37%、9.20%。艾愈之前一直没有进入医保目录，导致其销售规模较小，仅占据 0.65% 市场份额。



图表11. 主要用于治疗“癌症放化疗后白细胞减少症”的中成药对比（非注射类的辅助用药）

| 药品名 | 医保情况 | 医保限制条件 | 样本医院销售（万元） | 市场份额 | 竞争格局 |
|--------|------|----------------------|------------|--------|----------------------------------|
| 贞芪扶正片 | 甲类 | 限恶性肿瘤放化疗血象指标低下 | 20818 | 17.14% | 扶正药业（41%）、兰药药业（26%）、修正药业（24%） |
| 康力欣胶囊 | 乙类 | 限中晚期癌症 | 19562 | 16.11% | 名扬药业（100%） |
| 参丹散结胶囊 | 乙类 | 限中晚期癌症 | 15967 | 13.15% | 绿茵药业（100%） |
| 安康欣胶囊 | 乙类 | 限中晚期癌症 | 15021 | 12.37% | 高山药业（100%） |
| 复方皂矾丸 | 乙类 | 限中晚期癌症 | 11177 | 9.20% | 郝其军制药（100%） |
| 安多霖胶囊 | 乙类 | -- | 9501 | 7.82% | 众安药业（100%） |
| 芪珍胶囊 | 乙类 | 限中晚期癌症 | 5907 | 4.86% | 大昌药业（100%） |
| 生白颗粒 | 乙类 | 限放化疗期间白细胞检验指标明显低下 | 5663 | 4.66% | 湖北梦阳药业（100%） |
| 健脾益肾颗粒 | 乙类 | 限放化疗血象指标低下及免疫功能低下 | 5295 | 4.36% | 长城制药（57%）、希尔安药业（43%） |
| 养血饮口服液 | 乙类 | 限肿瘤放化疗患者 | 4004 | 3.30% | 教东力源制药（100%） |
| 养正消积胶囊 | 乙类 | 限肝癌采用肝动脉介入治疗术后的辅助治疗 | 3369 | 2.77% | 以岭药业（100%） |
| 螺旋藻胶囊 | 乙类 | 限恶性肿瘤放化疗血象指标低下 | 3333 | 2.74% | 神威施普瑞药业（43%）、千禾药业（25%）、华森制药（18%） |
| 艾愈胶囊 | 乙类 | 限恶性肿瘤放化疗并有白细胞减少的检验证据 | 789 | 0.65% | 贵州益佰女子大药厂（100%） |
| 金复康口服液 | 乙类 | 限肺癌 | 669 | 0.55% | 吉林金康复药业（100%） |
| 养正合剂 | 乙类 | 限放化疗期间白细胞检验指标明显低下 | 374 | 0.31% | 步长制药（100%） |
| 合计 | | | 165922 | 100% | -- |

资料来源：米内网、2017年版医保目录、广证恒生

按照临床实际情况，一般化疗后1-2周会出现白细胞减少症，患者需要长期服用治疗“癌症放化疗后白细胞减少症”的药品，中成药是患者治疗该症状的重要药品。我国2015年新增429万癌症患者，按照艾愈胶囊7227元年治疗费用（保守估计），治疗白细胞减少症的中成药的理论市场空间高达310亿元，目前整个市场的实际销售规模仅为50亿元，整体渗透率约为16.13%。假设艾愈能在现有50亿市场中占据10%的份额（目前市场份额约为0.65%），则对应约5亿元的销售空间（产品渗透率约为3%）。

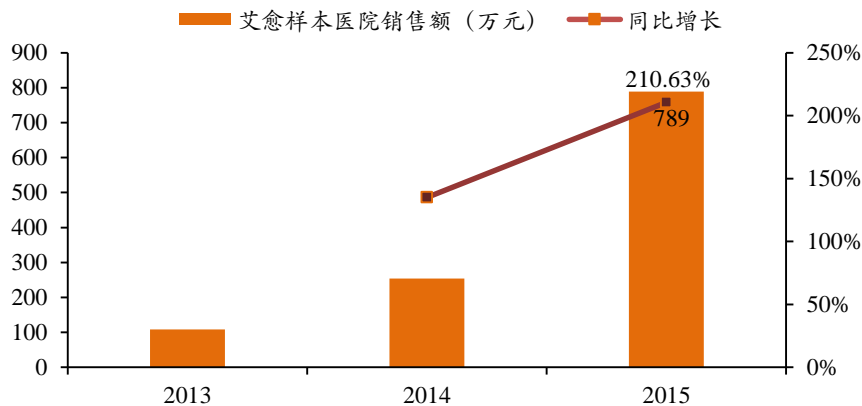
图表12. 主要治疗“癌症放化疗后白细胞减少症”的中成药的治疗价格对比

| 药品名 | 用法用量 | 中标价格（元） | 年治疗费用（元） |
|--------|-------------|-------------|----------|
| 贞芪扶正片 | 一次6片，每日2次 | 70.06（36粒） | 8524 |
| 康力欣胶囊 | 一次2-3粒，每日3次 | 136.38（24粒） | 18667 |
| 参丹散结胶囊 | 一次6粒，每日3次 | 152.3（48粒） | 20846 |
| 安康欣胶囊 | 一次4-6粒，每日3次 | 142.41（45粒） | 20792 |
| 生白颗粒 | 一次1袋，每日3次 | 68.76（6袋） | 12549 |
| 养正合剂 | 一次20ml，每日3次 | 9.86（10ml） | 21593 |
| 艾愈胶囊 | 一次3粒，每天3次 | 2.2（1粒） | 7227 |
| 平均 | | | 15743 |

资料来源：药智网、广证恒生

之前虽然没有进入医保目录，但销售表现仍然强劲，2015 年实现样本医院销售 789 万元，同比增长 210.63%。该品种进入 2017 年医保目录之后，产品销量很可能迅速放量，保持 100% 以上的高速增长。

图表13. 艾愈样本医院的销售增速十分强劲



资料来源：米内网、广证恒生

根据我们对中标价格的分析，艾愈胶囊中标价格基本保持稳定，特别在广东、湖南等地区，近年来中标价格一致保持不变，目前艾迪没有明显的降价趋势，降价压力较小。

图表14. 目前艾愈胶囊中标价格保持平稳

| 产品 | 规格 | 生产厂家 | 16 年中标价格 (元) | | | 15 年中标价格 (元) | | | 14 年中标价格 (元) | | | 13 年中标价格 (元) | | |
|----|-------|------|--------------|----|--------|--------------|----|----|--------------|--------|----|--------------|--------|--------|
| | | | 广东 | 海南 | 湖北 | 广东 | 海南 | 湖北 | 广东 | 海南 | 湖北 | 广东 | 海南 | 湖北 |
| 艾愈 | 0.35g | 益佰制药 | 105.60 | -- | 113.75 | 105.60 | -- | -- | -- | 142.57 | -- | -- | 142.57 | 113.75 |

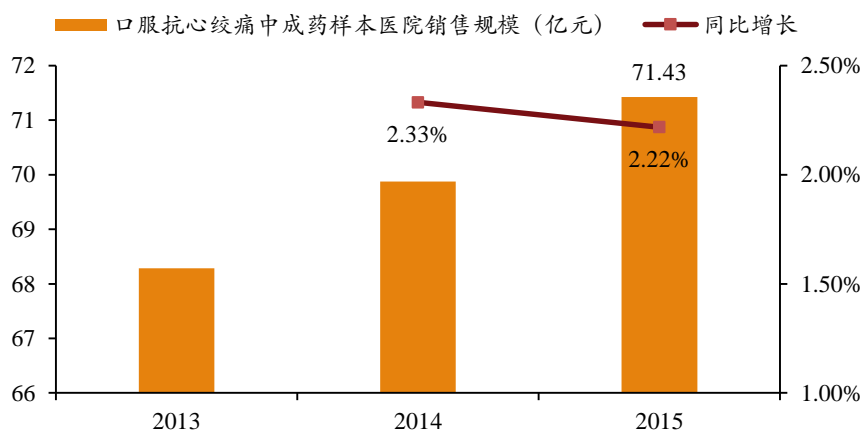
资料来源：米内网、广证恒生（广东为换算后价格）

1.2.3 理气活血滴丸：主治冠心病心绞痛的 10 亿级别品种新进医保目录

理气活血滴丸的主要成分包括艾片、大果木姜子、薤白、川芎等，主要用于治疗冠心病稳定型劳累性心绞痛 I、II 级心阳不足、心血瘀阻等症状，益佰制药通过收购贵州民族药业获得该独家品种。

口服抗心绞痛中成药主要分为益气活血类、行气活血类、化痰宽胸类、化痰通脉类四大类。根据样本医院的数据，目前口服抗心绞痛中成药样本医院销售规模约为 71.43 亿元，保守估计终端销售规模达 250 亿元。其中，2014 年和 2015 年销售同比增长分别为 2.33% 和 2.22%，整个口服抗心绞痛中成药用药市场稳定增长。

图表15. 口服抗心绞痛中成药用药市场维持约 2% 稳定增长



资料来源：米内网、广证恒生

其中，销售规模前五名的品种是银杏叶片、复方丹参滴丸、脑心痛胶囊、稳心颗粒、通心络胶囊，2015 年样本医院销售分别为 10.92 亿元、9.66 亿元、9.05 亿元、6.95 亿元、5.61 亿元。理气活血滴丸进入市场

相对较晚,目前样本医院销售仅为4万元,未来市场空间巨大。

图表16. 口服抗心绞痛中成药样本医院销售规模高达71亿元

| 分类 | 药品名 | 医保情况 | 2015 样本医院销售额 (万元) | 市场份额 | 2015 竞争格局 |
|-------|----------|------|-------------------|--------|--|
| 益气活血类 | 银杏叶片 | 乙类 | 109183 | 15.29% | 扬子江药业 (30%)、万邦德制药 (19%)、汉森制药 (8%) |
| | 稳心颗粒 | 乙类 | 69459 | 9.72% | 步长制药 (100%) |
| | 通心络胶囊 | 甲类 | 56080 | 7.85% | 以岭药业 (100%) |
| | 麝香保心丸 | 甲类 | 37490 | 5.25% | 和黄药业 (100%) |
| | 脉络舒通颗粒 | | 22025 | 3.08% | 鲁南厚普制药 (100%) |
| | 速效救心丸 | 甲类 | 15287 | 2.14% | 新中药业第六中药 (100%) |
| | 心通颗粒 | 乙类 | 1970 | 0.28% | 鲁南厚普制药 (100%) |
| | 参芍片 | 乙类 | 2190 | 0.31% | 天浩制药 (75%)、北京同仁堂 (25%) |
| 行气活血类 | 复方丹参滴丸 | 甲类 | 96554 | 13.52% | 天士力制药 (94%)、和黄黄埔中药 (2%)、济安堂药业 (1%) |
| | 银丹心脑通软胶囊 | 乙类 | 36275 | 5.08% | 百灵企业集团制药 (100%) |
| | 血府逐瘀口服液 | 甲类 | 42030 | 5.88% | 宏仁堂药业 (30%)、延边药业 (19%)、中狮制药 (17%) |
| | 理气活血滴丸 | 乙类 | 4 | 0.00% | 贵州民族药业 (100%) |
| 化痰宽胸类 | 冠心丹参滴丸 | 乙类 | 10631 | 1.49% | 业锐药业 (94%)、国药致君坪山制药 (4%)、摩美得制药 (1%) |
| | 愈风宁心片 | 乙类 | 4984 | 0.70% | 尖峰药业 (56%)、同仁堂股份同仁堂制药 (30%)、同仁堂科技制药 (8%) |
| | 地奥心血康胶囊 | 甲类 | 2775 | 0.39% | 地奥制药 (100%) |
| | 冠心苏合胶囊 | 甲类 | 77 | 0.01% | 中央制药 (25%)、药都制药 (24%)、人民药业 (24%) |
| 化痰通脉类 | 脑心通胶囊 | 乙类 | 90493 | 12.67% | 步长制药 (100%) |
| | 脉血康胶囊 | 乙类 | 46516 | 6.51% | 多普泰制药 (69%)、信邦制药 (31%) |
| | 松龄血脉康胶囊 | 甲类 | 27556 | 3.86% | 康弘制药 (100%) |
| | 血栓心脉宁胶囊 | 甲类 | 23103 | 3.23% | 华康药业 (99%) |
| | 天丹通络胶囊 | 乙类 | 15899 | 2.23% | 凤凰制药 (100%) |
| | 诺迪康胶囊 | 乙类 | 3455 | 0.48% | 诺迪康药业 (100%) |
| | 苏合香丸 | 甲类 | 223 | 0.03% | 同仁堂股份同仁堂制药 (73%)、颈复康药业 (22%)、雷允上药业 (5%) |
| 合计 | | | 714259 | 100% | -- |

资料来源:米内网、2017年版医保目录、广证恒生

理气活血滴丸的同类竞争产品主要包括银杏叶片、复方丹参滴丸、脑心通胶囊、稳心颗粒、通心络胶囊等品种。其中,复方丹参滴丸与理气活血滴丸在临床上的用法和疗效最为相近(同为行气活血类中成药),两者竞争性最强。

由于理气活血滴丸进入市场时间较短,2015年样本医院销售额仅为4万元(复方丹参滴丸样本医院销售高达9.66亿元),未来成长空间巨大。我们看好理气活血滴丸能抢占冠心病心绞痛巨大的用药市场,成为10亿大品种,主要基于以下三个原因:

- 1) **产品进入新版医保目录,销售有望迅速放量:**理气活血滴丸进入市场时间较短,之前一直受限于价格高于复方丹参滴丸且非医保目录产品,2017年新版医保目录将理气活血滴丸纳入其中,理气活血滴丸销售放量的限制因素解除,产品有望实现销售快速放量。

2) **临床数据证实产品疗效显著**：根据贵阳中医学院第一附属医院的临床试验，理气活血滴丸治疗冠心病心绞痛的临床效果比较显著，治疗效果不亚于复方丹参滴丸。

图表17. 贵阳中医学院第一附属医院通过实验证明理气活血滴丸的疗效显著（心绞痛症状比较）

| 组别 | 例数 | 显效 | 有效 | 无效 | 总有效率 |
|---------------|----|------------|------------|------------|------------|
| 观察组（使用理气活血滴丸） | 42 | 21 (50%) | 17 (40.5%) | 4 (9.5%) | 38 (90.5%) |
| 对照组（复方丹参滴丸） | 42 | 17 (40.5%) | 14 (33.3%) | 11 (26.2%) | 31 (73.8%) |

资料来源：CNKI、广证恒生

3) **产品为独家品种，定价能力较强**：从中标价格上分析，规格为25mg*90粒的理气活血滴丸中标价格约为34.56元，对应0.38元/粒；规格为27mg*180粒的复方丹参滴丸中标价格为26.09元，对应0.14元/粒。作为独家品种的理气活血滴丸定价明显高于复方丹参滴丸。

图表18. 理气活血滴丸和同类产品治疗费用对比

| 药品名 | 独家品种 | 规格 | 中标价格（元） | 单价（元/粒） |
|--------|------|-----------|---------|---------|
| 理气活血滴丸 | 是 | 25mg*90粒 | 34.56 | 0.38 |
| 复方丹参滴丸 | 否 | 27mg*180粒 | 26.09 | 0.14 |

资料来源：药智网、广证恒生

1.3 两大核心品种保留在新版医保目录，未来稳定增长可期

1.3.1 艾迪：继续保留在新版医保目录当中，未来有望保持5%-10%稳定增长

艾迪主要的成本包括斑蝥、人参、黄芪、刺五加等，是用于治疗原发性肝癌，肺癌，直肠癌，恶性淋巴瘤，妇科恶性肿瘤等的抗肿瘤中药注射剂。

其同类药品包括蟾酥注射液、复方苦参注射液、华蟾素注射液、康莱特注射液、人参多糖注射液、痛可宁注射液、乌头注射液、消癌平注射液、鸦胆子油乳注射液、猪苓多糖注射液、得力生注射液、参芪扶正注射液、元秦止痛注射液、黄芪多糖注射液、康艾注射液等15种。其中，只有艾迪、复方苦参、康莱特、消癌平、鸦胆子油乳注射液、猪苓多糖注射液、参芪扶正、康艾、华蟾素等9种药品进入新版医保目录，艾迪、复方苦参、康莱特、消癌平、鸦胆子油乳注射液、华蟾素等6个品种被列为抗肿瘤药（非肿瘤辅助用药）。

图表19. 9种主要的抗肿瘤中药注射剂进入新版医保目录

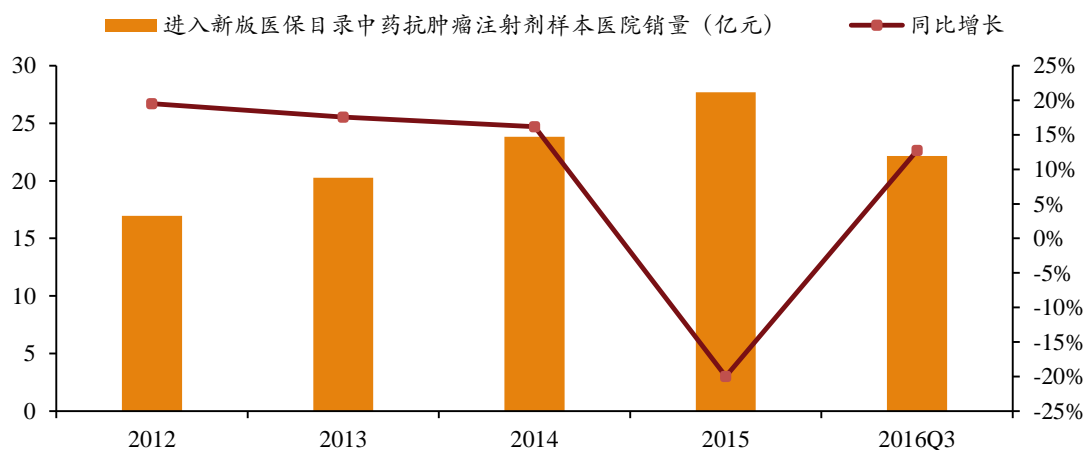
| 药品名 | 医保情况 | 肿瘤辅助用药 | 2015 样本医院销售(万元) | 2015 竞争格局 | 备注 |
|----------|------|--------|-----------------|------------------------------------|-----------------|
| 艾迪注射液 | 乙类 | 否 | 158074 | 贵州益佰女子大药厂(100%) | 限中晚期癌症 |
| 复方苦参注射液 | 乙类 | 否 | 70304 | 山西振东制药(100%) | 限中晚期癌症 |
| 康莱特注射液 | 乙类 | 否 | 195079 | 康莱特药业(100%) | 限中晚期癌症 |
| 消癌平注射液 | 乙类 | 否 | 121328 | 圣和药业(80%)、中化联合制药(4%)、通化金马药业(4%) | 限中晚期癌症 |
| 鸦胆子油乳注射液 | 乙类 | 否 | 93581 | 九旭药业(33%)、万高药业(25%)、沈阳药大雷允上药业(21%) | 限中晚期癌症 |
| 猪苓多糖注射液 | 乙类 | 是 | -- | -- | 限恶性肿瘤化疗免疫功能低下 |
| 参芪扶正注射液 | 乙类 | 是 | 206685 | 丽珠集团(99%)、亚东药业(1%) | 限于肺癌、胃癌放疗化疗同比使用 |
| 康艾注射液 | 乙类 | 是 | 302131 | 长白山制药(100%) | 限恶性肿瘤的中晚期治疗 |

| | | | | | |
|---------|----|----|--------|-----------------------------------|-------------|
| 华蟾素注射液 | 甲类 | 否 | 106764 | 东秦制药 (48%)、金蟾药业 (35%)、鑫齐药业 (16%) | 限癌症疼痛且吞咽困难者 |
| 蟾酥注射液 | 未进 | -- | 1644 | 浦金药业 (100%) | -- |
| 人参多糖注射液 | 未进 | -- | 8076 | 普德药业 (62%)、博奥生化药业 (37%)、双鼎制药 (1%) | -- |
| 痛可宁注射液 | 未进 | -- | -- | -- | -- |
| 乌头注射液 | 未进 | -- | 71 | 关东药业 (100%) | -- |
| 得力生注射液 | 未进 | -- | 2 | 正邦制药 (100%) | -- |
| 元秦止痛注射液 | 未进 | -- | -- | -- | -- |
| 黄芪多糖注射液 | 未进 | -- | 19545 | 天津赛诺制药 (100%) | -- |

资料来源：米内网、2017年版医保目录、广证恒生

梳理进入新版医保目录的9种抗肿瘤中药注射剂的销售情况，我们发现在经历了2015年销售增速下滑之后，2016年整体销售增长触底反弹，2016年Q3进入新版医保目录的9种抗肿瘤中药注射剂在样本医院合计销售22.16亿元，同比增长12.73%。

图表20. 进入新版医保目录的抗肿瘤中药注射剂销售增速触底反弹



资料来源：PDB、广证恒生

康艾、康莱特、参芪扶正、艾迪、消癌平等四个品种销售规模较大，2016年Q3分别实现样本医院销售额6.53亿元、4.93亿元、3.52亿元、2.61亿元、2.59亿元，市场份额分别约为29.46%、22.24%、15.88%、11.79%、11.69%。其中，公司的艾迪在经历2015年销售增速下滑之后，2016年Q3实现同比增长2.05%，销售增速触底反弹。

图表21. 艾迪等五大抗肿瘤中药注射剂销售增速触底反弹

| 药品名称 | 样本医院销售 | | | | | 同比增长 | | | | | 2016Q3 市场份额 |
|----------|--------|-------|-------|-------|--------|---------|--------|--------|---------|---------|-------------|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016Q3 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016Q3 | |
| 康艾注射液 | 5.70 | 6.79 | 7.77 | 8.08 | 6.53 | 31.94% | 19.12% | 14.43% | 3.99% | 28.29% | 29.46% |
| 康莱特注射液 | 2.38 | 3.44 | 5.42 | 5.93 | 4.93 | 67.61% | 44.54% | 57.56% | 9.41% | 10.79% | 22.24% |
| 参芪扶正注射液 | 3.00 | 3.56 | 3.75 | 4.47 | 3.52 | 20.97% | 18.67% | 5.34% | 19.20% | 5.07% | 15.88% |
| 艾迪注射液 | 2.73 | 3.24 | 3.50 | 3.45 | 2.61 | 3.80% | 18.68% | 8.02% | -1.43% | 2.05% | 11.79% |
| 消癌平注射液 | -- | -- | 0.40 | 2.89 | 2.59 | -- | -- | -- | 622.50% | 26.34% | 11.69% |
| 复方苦参注射液 | 1.48 | 1.44 | 1.37 | 1.29 | 0.93 | -1.33% | -2.70% | -4.86% | -5.84% | -4.12% | 4.20% |
| 鸦胆子油乳注射液 | 1.43 | 1.57 | 1.40 | 1.37 | 0.93 | 12.60% | 9.79% | 10.83% | -2.14% | -9.71% | 4.20% |
| 华蟾素注射液 | 0.25 | 0.24 | 0.23 | 0.22 | 0.12 | -94.21% | -4.00% | -4.17% | -4.35% | -25.00% | 0.54% |
| 猪苓多糖注射液 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 合计 | 16.97 | 20.28 | 23.84 | 27.70 | 22.16 | 19.51% | 17.55% | 16.19% | -19.99% | 12.73% | 100.00% |

资料来源：PDB、广证恒生

通过分析艾迪近年来的中标价格，自从经历了2014-2015年比较大的降价压力之后，艾迪近期的降价压力偏小，降价幅度趋于缓和。

图表22. 目前艾迪中标价格保持平稳

| 产品 | 规格 | 生产厂家 | 17年中标价格（元） | | | 16年中标价格（元） | | | 15年中标价格（元） | | | 14年中标价格（元） | | |
|----|------|------|------------|-------|----|------------|-------|----|------------|-------|-------|------------|----|-------|
| | | | 广东 | 上海 | 湖南 | 广东 | 上海 | 湖南 | 广东 | 上海 | 湖南 | 广东 | 上海 | 湖南 |
| 艾迪 | 10mg | 益佰制药 | - | 27.88 | - | 26.79 | 24.32 | -- | 26.79 | 29.39 | 25.83 | -- | -- | 30.50 |

资料来源：药智网、广证恒生

我们认为未来艾迪注射液至少保持**5%-10%的销售增速**，主要基于以下原因：

- 1) **抗肿瘤中药注射剂市场的销售整体触底反弹，利好艾迪销售**：抗肿瘤中药注射剂在经历了2015年的增速约20%下滑后，2016年销售增速同比增长13%，增速迅速触底反弹。随着癌症的高发和抗肿瘤注射剂在临床的广泛使用，抗肿瘤中药注射剂仍有很大销售空间，整个市场有望保持10%稳定增长。
- 2) **受益于广泛的适应症和非辅助用药的定位**：艾迪被新版医保目前定义为治疗中晚期癌症的抗肿瘤用药（非辅助用药），相对于参芪扶正等对应肺癌、胃癌等对应少数适应症的辅助用药而言，销售空间更广。
- 3) **艾迪在二级及以下基层医疗机构的销售空间较大**：目前艾迪覆盖了80%的三甲医院，二级或以下的医疗机构覆盖比例低于20%，配合公司成熟的销售队伍，未来有望开闢销售空间巨大的基层市场。

1.3.2 复方斑蝥胶囊：取消适应症限制，未来5%稳定增长可期

复方斑蝥胶囊的成分主要是斑蝥、人参、刺五加、黄芪、三棱、莪术、山茱萸、半枝莲、女贞子、熊胆粉、甘草等，主要用于治疗原发性肝癌、肺癌、直肠癌、妇科恶性肿瘤、恶性淋巴瘤等。

前五大进入新版医保目录的口服类抗肿瘤中成药分别是康莱特软胶囊、消癌平丸胶囊、华蟾素胶囊、鸦胆子油软胶囊、复方红豆杉胶囊，分别占据27.67%、17.21%、15.14%、13.27%、5.89%市场份额。其中，生产复方斑蝥胶囊的市场份额为5.59%，共有3家厂家生产，益佰制药占据其中66%的市场份额。

图表23. 口服类抗肿瘤的中成药对比（进入新版医保目录产品）

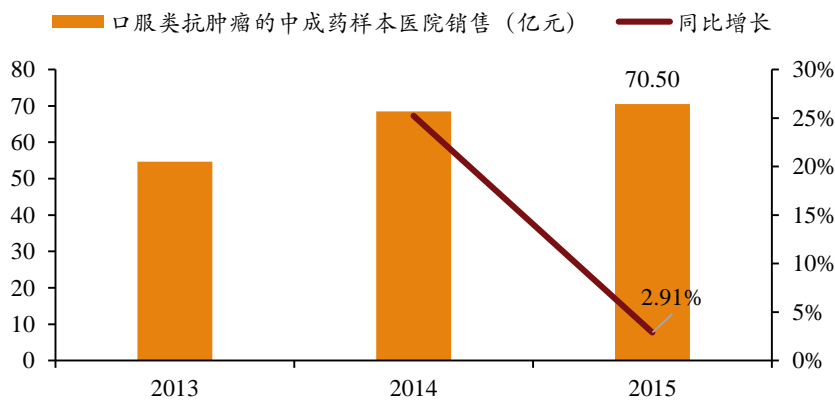
| 药品名 | 医保情况 | 医保限制条件 | 样本医院销售（万元） | 市场份额 | 竞争格局 |
|---------|------|---------|------------|--------|------------------------------------|
| 康莱特软胶囊 | 乙类 | 限中晚期肺癌 | 195079 | 27.67% | 康莱特药业（100%） |
| 消癌平丸胶囊 | 乙类 | 限中晚期癌症 | 121328 | 17.21% | 圣和药业（80%）、中化联合制药（4%）、通化金马（4%） |
| 华蟾素胶囊 | 乙类 | 限癌症疼痛 | 106764 | 15.14% | 东泰制药（48%）、金蟾药业（35%）、鑫齐药业（16%） |
| 鸦胆子油软胶囊 | 乙类 | 限中晚期癌症 | 93581 | 13.27% | 九旭药业（33%）、万高药业（25%）、沈阳药大雷允上药业（21%） |
| 复方红豆杉胶囊 | 乙类 | 限中晚期癌症 | 41520 | 5.89% | 赛诺生物（100%） |
| 复方斑蝥胶囊 | 乙类 | -- | 39386 | 5.59% | 益佰制药（66%）、希尔安药业（22%）、方舟制药（6%） |
| 肝复乐胶囊 | 乙类 | 限肝癌 | 17159 | 2.43% | 冰水江制药（59%）、康普药业（36%）、九典制药（5%） |
| 平消片胶囊 | 甲类 | 限恶性实体肿瘤 | 16619 | 2.36% | 正大制药（59%）、金太阳药业（35%）、盛生药业（5%） |
| 威麦宁胶囊 | 乙类 | 限中晚期癌症 | 16429 | 2.33% | 华颐药业（100%） |
| 金龙胶囊 | 乙类 | 限肝癌 | 16093 | 2.28% | 建生药业（100%） |

| | | | | | |
|---------|----|-----------|--------|-------|--------------------------------------|
| 紫龙金片 | 乙类 | 限肺癌 | 12662 | 1.80% | 中新药业隆顺荣制药 (100%) |
| 回生口服液 | 乙类 | 限中晚期肺癌和肝癌 | 10367 | 1.47% | 地奥天府药业 (100%) |
| 化癥回生口服液 | 乙类 | 限中晚期肺癌和肝癌 | 6066 | 0.86% | 慈航制药 (97%)、武当药业 (3%) |
| 安替可胶囊 | 乙类 | 限食管癌 | 5037 | 0.71% | 远大国奥制药 (100%) |
| 慈丹胶囊 | 乙类 | 限肝癌 | 4076 | 0.58% | 勃然制药 (100%) |
| 参莲胶囊 | 乙类 | 限中晚期癌症 | 2799 | 0.40% | 通化金马药业 (53%)、天济草堂制药 (26%)、奥途药业 (16%) |
| 合计 | | | 704965 | 100% | -- |

资料来源：米内网、2017年版医保目录、广证恒生

2015年口服类抗肿瘤的中成药在样本医院的总销售额约为70.50亿元，同比增长2.91%。虽总体销售增速出现下滑，但由于口服类抗肿瘤中成药价格较低，临床应用广泛，保守估计未来有望保持3%-5%增速。

图表24. 15年口服类抗肿瘤的中成药销售总额增速下滑



资料来源：米内网、广证恒生

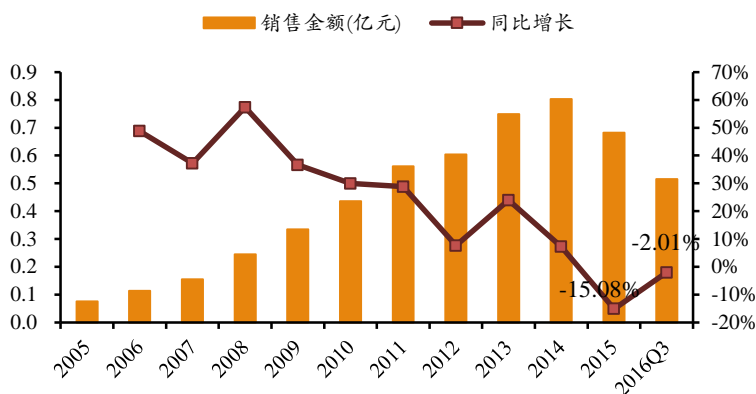
图表25. 2015年各类口服类抗肿瘤的中成药的销售增速出现下滑

| 药品名称 | 样本医院销售额 (万元) | | | 同比增长 | | |
|---------|--------------|--------|--------|------|--------|---------|
| | 2013 | 2014 | 2015 | 2013 | 2014 | 2015 |
| 康莱特软胶囊 | 132608 | 191828 | 195079 | -- | 44.66% | 1.69% |
| 消癌平丸胶囊 | 89522 | 107170 | 121328 | -- | 19.71% | 13.21% |
| 华蟾素胶囊 | 81112 | 105282 | 106764 | -- | 29.80% | 1.41% |
| 鸦胆子油软胶囊 | 95449 | 102521 | 93581 | -- | 7.41% | -8.72% |
| 复方红豆杉胶囊 | 23353 | 34180 | 41520 | -- | 46.36% | 21.47% |
| 复方斑蝥胶囊 | 34396 | 37994 | 39386 | -- | 10.46% | 3.66% |
| 肝复乐胶囊 | 11334 | 14717 | 17159 | -- | 29.85% | 16.59% |
| 平消片胶囊 | 13240 | 14207 | 16619 | -- | 7.30% | 16.98% |
| 威麦宁胶囊 | 13227 | 16303 | 16429 | -- | 23.26% | 0.77% |
| 金龙胶囊 | 17849 | 19460 | 16093 | -- | 9.03% | -17.30% |
| 紫龙金片 | 9826 | 11083 | 12662 | -- | 12.79% | 14.25% |
| 回生口服液 | 9627 | 11405 | 10367 | -- | 18.47% | -9.10% |
| 化癥回生口服液 | 3741 | 5472 | 6066 | -- | 46.27% | 10.86% |
| 安替可胶囊 | 6818 | 7080 | 5037 | -- | 3.84% | -28.86% |
| 慈丹胶囊 | 2686 | 3396 | 4076 | -- | 26.43% | 20.02% |
| 参莲胶囊 | 2192 | 2912 | 2799 | -- | 32.85% | -3.88% |
| 合计 | 546980 | 685010 | 704965 | -- | 25.23% | 2.91% |

资料来源：米内网、广证恒生

其中，复方斑蝥胶囊 2016 年实际总销售额约为 2.42 亿元，属于比较成熟的品种。根据样本医院的数据，复方斑蝥胶囊 2015 年同样出现了销售增速下滑，同比下滑 15.08%。但 **2016 年该品种销售增速出现反弹**，同比下滑-2.01%。由于新版医保目录取消了复方斑蝥胶囊的适应症限制（2009 年版医保目录限制复方斑蝥胶囊仅用于消化系统肿瘤治疗），利好产品销售，预计未来该品种保守估计保持 3%-5% 的增速（与整体增速同比）。

图表26. 16 年复方斑蝥胶囊增速触底反弹



资料来源：PDB、广证恒生

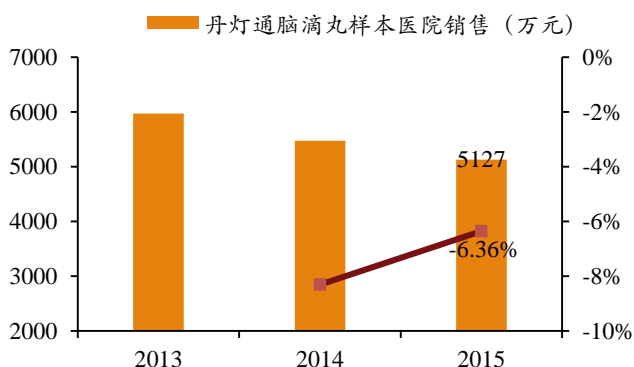
1.4 两大特色品种新进医保目录，超市场预期

1.4.1 丹灯通脑滴丸：新进医保目录，治疗瘀血阻络所致的中风

丹灯通脑滴丸的主要成分包括丹参、灯盏细辛、川芎、葛根等，具有活血化瘀、祛风通络等功效，临床上主要用于治疗瘀血阻络所致的中风。

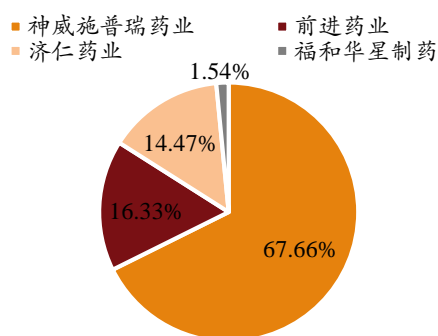
根据样本医院的销售数据，2015 年丹灯通脑滴丸在样本医院实现 5127 万元的销售，同比增长-6.36%。深入分析其竞争格局，神威施普瑞药业、前进药业、济仁药业、福和华星制药分别占据 67.66%、16.33%、14.47%、1.54% 的市场份额。

图表27. 15 年丹灯通脑滴丸样本医院销售 5127 万元



资料来源：米内网、广证恒生

图表28. 神威施普瑞药业市占率高达 68%



资料来源：米内网、广证恒生

丹灯通脑滴丸样本医院销售总额约为 5127 万元，保守估计终端市场规模约 2 亿元。益佰制药生产的丹灯通脑滴丸产品之前没有投入市场进行销售，此次进入新版医保目录，有利于产品在未来迅速放量，获得远高于其他竞争对手的销售增速，不受其他厂家销售增速普遍下滑的影响。

从中标价格上分析，丹灯通脑滴丸近年来价格保持稳定，2015 年至 2016 年广东、四川、湖北等省份的中标价格一直保持不变，预计未来产品降价压力不大。

图表29. 目前丹灯通脑滴丸中标价格保持平稳

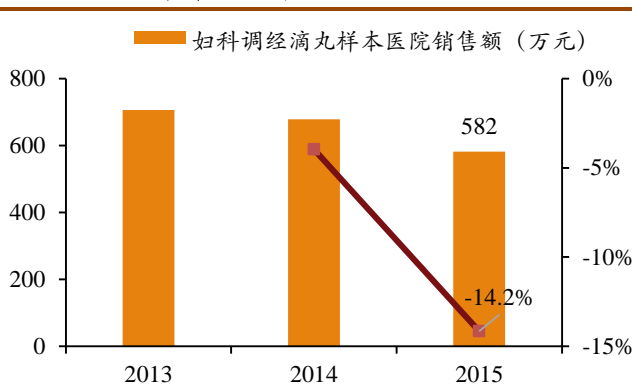
| 产品 | 规格 | 16年中标价格（元） | | | | | 15年中标价格（元） | | | | |
|--------|-----------|------------|-------|-------|-------|-------|------------|-------|-------|----|-----|
| | | 广东 | 四川 | 湖北 | 陕西 | 内蒙古 | 广东 | 四川 | 湖北 | 陕西 | 内蒙古 |
| 丹灯通脑滴丸 | 0.35g*48粒 | 27.40 | 30.54 | 34.88 | 21.70 | 30.72 | 27.40 | 30.54 | 34.88 | - | - |

资料来源：药智网、广证恒生（广东、内蒙古为换算价格）

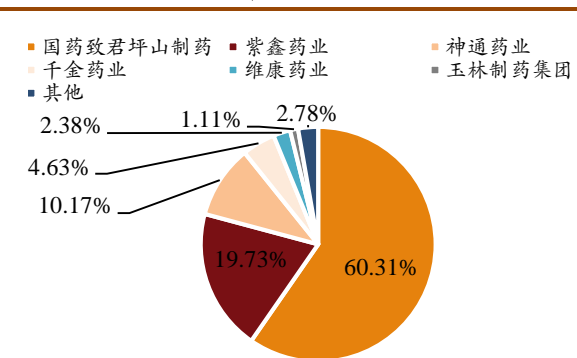
1.4.2 妇科调经滴丸：新进医保目录，成妇科产品新增长点

妇科调经滴丸主要的成本包括香附（醋炙）、当归、大枣、川芎、白芍、白术、赤芍、甘草、熟地黄、延胡索（醋炙）等，具有养血，调经，止痛等功效，临床上主要用于治疗月经不调，经期腹痛等症状。

根据样本医院的销售数据，2015年妇科调经滴丸在样本医院实现582万元的销售，同比增长-6.36%。深入分析其竞争格局，前三大企业国药致君坪山制药、紫鑫药业、神通药业分别占据60.31%、19.73%、10.17%的市场份额。

图表30. 15年样本妇科调经滴丸医院销售582万元


资料来源：米内网、广证恒生

图表31. 国药致君坪山制药市占率高达60%


资料来源：米内网、广证恒生

妇科调经滴丸样本医院销售总额约为582万元，保守估计终端市场规模约3500万元。益佰制药生产的丹灯通脑滴丸之前没有投入市场进行销售，此次进入新版医保目录，有利于产品未来迅速放量，获得远高于其他竞争对手的销售增速，不受其他厂家销售增速普遍下滑的影响。

从中标价格上分析，妇科调经滴丸近年来价格保持稳定，2015年至2016年广东、四川、湖北等省份的中标价格一直保持不变，目前没有明显的降价趋势，预计未来产品降价压力不大。

图表32. 目前妇科调经滴丸中标价格保持平稳

| 产品 | 规格 | 16年中标价格（元） | | | 15年中标价格（元） | | |
|--------|---------|------------|-------|-------|------------|-------|-------|
| | | 广东 | 湖北 | 四川 | 广东 | 湖北 | 四川 |
| 妇科调经滴丸 | 0.45*24 | 20.88 | 24.58 | 24.95 | 20.88 | 24.58 | 24.95 |

资料来源：米内网、广证恒生（广东中标价为换算后价格）



附录：公司财务预测表

单位：百万元

| 资产负债表 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 利润表 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|---------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 2579.97 | 3107.18 | 3247.55 | 3630.50 | 营业收入 | 3302.52 | 3709.36 | 4402.34 | 5057.27 |
| 货币资金 | 1049.75 | 1248.23 | 1050.53 | 1050.92 | 减: 营业成本 | 632.28 | 716.27 | 924.54 | 1069.30 |
| 应收帐款 | 236.27 | 277.02 | 321.87 | 373.71 | 营业税费 | 55.32 | 62.32 | 69.56 | 75.86 |
| 应收票据 | 51.21 | 82.77 | 83.25 | 104.24 | 销售费用 | 2044.68 | 2095.79 | 2421.29 | 2778.97 |
| 预付帐款 | 353.29 | 387.10 | 508.12 | 582.78 | 管理费用 | 312.38 | 326.42 | 330.18 | 328.72 |
| 存货 | 208.27 | 338.58 | 370.78 | 467.15 | 财务费用 | 52.80 | 38.78 | 37.23 | 41.29 |
| 其他流动资产 | 681.17 | 773.48 | 913.00 | 1051.69 | 资产减值损失 | 7.58 | 22.26 | 17.61 | 19.22 |
| 非流动资产 | 3007.61 | 3042.25 | 3140.78 | 3184.72 | 投资和汇兑收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 5.68 | 2.84 | 4.26 | 营业利润 | 194.54 | 447.52 | 601.95 | 743.91 |
| 固定资产 | 905.20 | 948.85 | 1042.22 | 1091.79 | 加: 营业外净收支 | 40.76 | 41.71 | 41.23 | 41.47 |
| 在建工程 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 利润总额 | 227.33 | 480.12 | 634.64 | 776.55 |
| 无形资产 | 335.65 | 361.36 | 414.48 | 465.20 | 减: 所得税 | 35.34 | 74.42 | 92.02 | 112.21 |
| 其他非流动资产 | 1766.76 | 1726.36 | 1704.88 | 1692.44 | 净利润 | 191.99 | 405.70 | 542.62 | 664.34 |
| 资产总额 | 5587.58 | 6149.43 | 6411.97 | 6884.20 | 减: 少数股东损益 | 2.61 | 3.93 | 6.32 | 7.08 |
| 流动负债 | 1702.10 | 1889.55 | 2050.73 | 2291.52 | 母公司所有者净利润 | 189.38 | 401.77 | 536.30 | 657.26 |
| 短期债务 | 801.55 | 655.54 | 749.99 | 741.31 | EPS | 0.24 | 0.51 | 0.68 | 0.83 |
| 应付帐款 | 158.48 | 151.00 | 213.32 | 236.07 | 主要财务比例 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
| 其他流动负债 | 742.06 | 1083.01 | 1087.42 | 1314.14 | 成长能力 | | | | |
| 非流动负债 | 299.94 | 284.48 | 294.62 | 293.31 | 营业收入增长率 | 4.61% | 12.32% | 18.68% | 14.88% |
| 长期借款 | 251.00 | 251.09 | 251.17 | 251.26 | 营业利润增长率 | -62.88% | 130.04% | 34.51% | 23.58% |
| 其他非流动负债 | 48.94 | 33.39 | 43.44 | 42.05 | 净利润增长率 | -60.42% | 112.15% | 33.48% | 22.55% |
| 负债总额 | 2002.03 | 2174.03 | 2345.35 | 2584.83 | 获利能力 | | | | |
| 少数股东权益 | 13.43 | 17.35 | 23.67 | 30.76 | 毛利率 | 80.85% | 80.69% | 79.00% | 78.86% |
| 股本 | 791.93 | 791.93 | 791.93 | 791.93 | 净利润率 | 5.81% | 10.94% | 12.33% | 13.14% |
| 留存收益 | 2011.80 | 2397.74 | 2878.60 | 3500.22 | ROE | 5.39% | 10.63% | 13.34% | 15.71% |
| 股东权益 | 3572.12 | 3958.05 | 4042.95 | 4268.61 | ROIC | 4.97% | 9.01% | 11.39% | 13.30% |
| 负债与股东权益 | 5587.58 | 6149.43 | 6411.97 | 6884.20 | 偿债能力 | | | | |
| 现金流量表 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 资产负债率 | 35.83% | 35.35% | 36.58% | 37.55% |
| 经营活动产生现金流量 | 573.68 | 569.80 | 474.59 | 745.11 | 负债权益比 | 52.57% | 41.70% | 42.69% | 38.40% |
| 净利润 | 191.99 | 401.77 | 536.30 | 657.26 | 流动比率 | 151.58% | 164.44% | 158.36% | 158.43% |
| 加: 折旧和摊销 | 100.40 | 128.61 | 148.90 | 167.70 | 速动比率 | 139.34% | 146.52% | 140.28% | 138.05% |
| 资产减值准备 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营运能力 | | | | |
| 财务费用 | 52.80 | 38.78 | 37.23 | 41.29 | 总资产周转率 | 59.59% | 63.21% | 70.09% | 76.07% |
| 投资收益 | 2.93 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 应收账款周转率 | 1370.48% | 1445.32% | 1470.18% | 1454.11% |
| 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 应付账款周转率 | 493.66% | 462.89% | 507.55% | 475.89% |
| 营运资金的变动 | 220.12 | 13.14 | -264.64 | -126.60 | 估值比率 | | | | |
| 投资活动产生现金流量 | -935.12 | -170.78 | -278.19 | -263.25 | PE(X) | 79.33 | 37.39 | 28.01 | 22.86 |
| 融资活动产生现金流量 | 322.20 | -200.54 | -394.09 | -481.48 | PB(X) | 4.21 | 3.80 | 3.72 | 3.52 |
| 现金流净增加额 | -39.24 | 198.48 | -197.70 | 0.39 | EV/EBITDA | 16.85 | 22.70 | 18.27 | 15.22 |

数据来源: wind 资讯, 公司公告, 广证恒生



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

广证恒生：

地 址：广州市天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心 4 楼
电 话：020-88836132, 020-88836133
邮 编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6 个月内相对强于市场表现 15% 以上；
谨慎推荐：6 个月内相对强于市场表现 5%—15%；
中 性：6 个月内相对市场表现在 -5%—5% 之间波动；
回 避：6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

分析师承诺：

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。