

销售发力推动平稳高增长，大品种策略打造优质口服中成药企业 ——济川药业深度报告

核心提示

济川药业作为深耕呼吸、消化、清热解毒等大病种专科领域的优质中成药企业，在中药注射剂受限和儿童药受政策倾斜的背景下，一线主力品种和二线产品梯队有望保持平稳快速增长。预计 2018-2021 年保持复合 30% 的利润增速，2021 年有望成为销售收入超 130 亿，净利润超 30 亿的大型口服中成药企业。

余玉君

021-33830502-766

yjyu@cebm.com.cn

报告摘要

● 产品和销售双重驱动下的优质中成药企业

济川药业已搭建起逾 5000 人（在册约 3200 人）、覆盖 31 个省市的自营销售队伍，叠加公司高效的经营管理能力，带来的是公司更高的人均销售产出、产品的快速放量和收并购品种更快的资源整合。

此外，在中药新药近几年获批减少，市场增量中药批件较少、中药注射剂受政策限制的大背景下，国内儿童药市场方兴未艾。

● 一线品种：有望成为超大型口服中成药的蒲地蓝和尚处于成长期的儿科龙头品牌药小儿豉翘

公司一线重磅品种蒲地蓝口服液和小儿豉翘清热颗粒仍处于高速放量阶段，分别保持 20% 和 35% 左右的复合增速。蒲地蓝在医院端进行渠道下沉、省份医保补录、适应症拓展，保持平稳增长；药店端销售队伍扩建和渠道铺货增加，带来 30%-50% 的快速增长。小儿豉翘为儿童感冒用药最大品种，尚处于渠道布局和市场推广的快速成长期，未来三年有望保持 35% 以上销售增长，有望成长为超 40 亿大品种。

● 二线品种：丰富产品梯队正在逐步构建

公司近年来在逐步构建产品梯队，以期与大品种形成衔接：雷贝拉唑钠肠溶胶囊维持平稳增长，预计 2018-2020 年收入复合增速约 10%-15%；蛋白琥珀酸铁市场潜力巨大，2019 年预计突破 5 亿元销售规模，2021 年突破 10 亿，长期有望成长为超 30 亿销售收入大品种；东科制药由原有的代理模式整合进入济川的自营销售体系，加大终端推广、扩大药店覆盖，预计 2018-2021 年收入复合增速近 50%。

目录

目录.....	1
图表目录.....	2
产品和销售双重驱动下的优质中成药企业	3
专科用药领域的优质中成药企业	3
强大的销售平台驱动公司品种快速增长.....	4
中成药获批渐难，市场成存量玩家竞争之地	6
中药注射剂严控儿童用药，为口服儿童用药增长腾挪空间	8
一线品种：蒲地蓝有望成为超大级口服中成药	10
渠道下沉、省份医保补录、适应症拓展提供医院端增长新动力	10
药店端大力铺货，高速拓展促增长	12
清热解毒市场竞争激烈，蒲地蓝为口服中成药领军品牌.....	13
总结：蒲地蓝有望成长为超大级口服中成药	15
一线品种：尚处于成长期的儿科龙头品牌药小儿豉翘.....	16
儿科口服用药市场方兴未艾，招标降价无压力	16
无糖剂型替换，促进小儿豉翘整体毛利率不断提升	17
渠道覆盖率尚低，成长空间较大	17
二线品种：丰富产品梯队正在逐步构建	19
消化科：雷贝拉唑市场竞争激烈，总体保持平稳增长.....	19
妇科：潜力重磅品种蛋白琥珀酸铁有望实现翻倍增长.....	20
总结：二线品种以形成丰富产品梯队	21

图表目录

图表1：济川药业销售收入及净利润.....	3
图表2：济川药业毛利率和净利率变动趋势.....	3
图表3：济川药业品种结构.....	4
图表4：济川药业主要品种情况.....	4
图表5：不同上市公司销售费用/营业收入对比.....	5
图表6：不同处方药公司销售人效对比.....	5
图表7：不同OTC公司销售人效对比.....	6
图表8：2013-2017年CDE受理的中药临床批件及上市申请情况.....	6
图表9：济川药业独家品种或独家剂型产品梳理.....	7
图表10：中药注射剂说明书修改情况.....	8
图表11：济川药业儿科用药蒲地蓝与小儿豉翘增长情况.....	9
图表12：医院端不同剂型蒲地蓝市占率对比.....	10
图表13：医院端蒲地蓝销售额增长情况.....	10
图表14：2008-2018年蒲地蓝消炎口服液中标价变化趋势（折算为6支/盒计）.....	11
图表15：全国31个省市2017医药销售额及蒲地蓝各省市医保情况.....	11
图表16：蒲地蓝消炎口服液临床试验数据.....	12
图表17：药店端不同剂型蒲地蓝市占率对比.....	13
图表18：医院端蒲地蓝销售额增长情况.....	13
图表19：清热解毒中成药市场各类药品增长趋势.....	14
图表20：清热解毒中成药前十大品种信息.....	14
图表21：蒲地蓝消炎口服液增长趋势及预测.....	15
图表22：2017年中国公立医疗机构终端中成药儿童用药TOP10销售情况.....	16
图表23：小儿豉翘招标价变动趋势（以6*2g袋/盒计）.....	17
图表24：小儿豉翘毛利率变化趋势.....	17
图表25：小儿豉翘销售收入增长趋势及预测.....	18
图表26：2013-2017年质子泵抑制剂行业规模及增速.....	19
图表27：雷贝拉唑剂型市场规模.....	20
图表28：胶囊剂雷贝拉唑竞争格局.....	20
图表29：蛋白琥珀酸铁城市公立医院竞争格局.....	21

产品和销售双重驱动下的优质中成药企业

专科用药领域的优质中成药企业

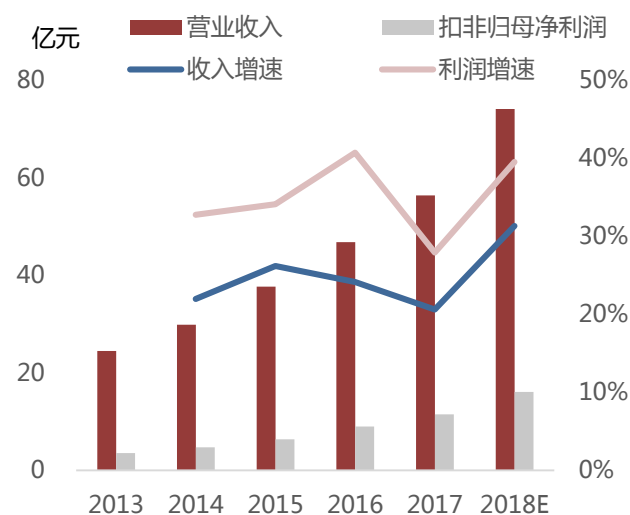
济川药业主营业务包括工业和商业两部分，其中医药工业2017年产品收入和毛利占比分别为96.34%\99.23%。

其中，工业板块产品聚焦儿科、呼吸、消化等领域，一线品种主要有蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊、小儿豉翘清热颗粒，二线品种还有三拗片、蛋白琥珀酸铁口服溶液、健胃消食口服液以及收购的东科制药旗下的妇炎舒胶囊、黄龙咳喘胶囊等。

2013年底，公司借壳洪城股份上市，上市后从2013到2017年收入和利润保持稳定快速增长，收入CAGR=23.21%，扣非归母净利润CAGR=33.81%。

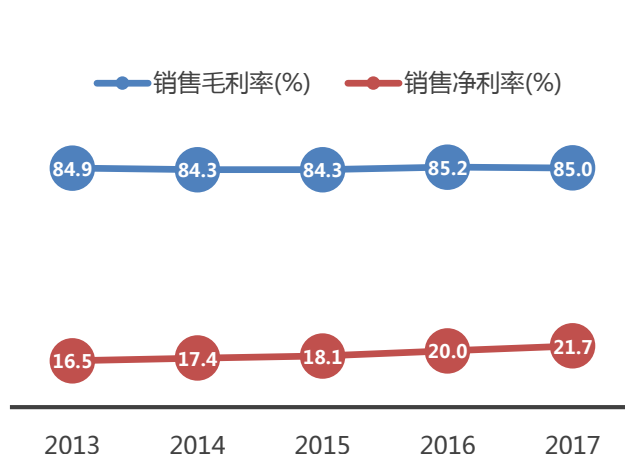
纵观公司盈利能力，2017年毛利率85%，净利率21.7%，均处于行业较高水平。且由于公司近年来在做OTC端拓展，由于OTC费用率低于医院端，因此随着OTC占比的不断提升，公司净利率处于不断提升中。

图表 1：济川药业销售收入及净利润



数据来源：公司公告，莫尼塔研究

图表 2：济川药业毛利率和净利率变动趋势

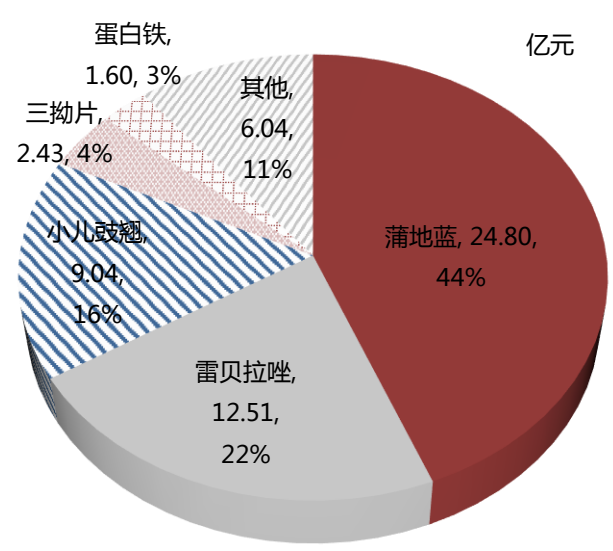


数据来源：公司2017年报，莫尼塔研究

如图表3所示，公司深耕儿科、呼吸科、消化科等领域，目前三大主力品种贡献主要收入和利润，蒲地蓝消炎口服液、小儿豉翘清热颗粒、雷贝拉唑钠肠溶胶囊 2017年合计收入占比超 80%。

公司品种结构和产品梯队呈倒三角形状，核心品种蒲地蓝2013-2017年CAGR=24%，与总体收入增速持平；小儿豉翘2013-2017年CAGR=30%，快于整体收入增速；雷贝拉唑2013-2017年CAGR=15%，慢于收入整体增速。总体来看，公司主力产品群除了三大核心品种，还有三拗片、蛋白琥珀酸铁、健胃消食口服液2017年销售也已过亿，成为中长期业绩增长的有力补充。

图表 3：济川药业品种结构



数据来源：公司2017年报，莫尼塔研究

济川药业的主力品种除雷贝拉唑和蛋白琥珀酸铁以外，其他均为口服中成药，且均为独家品种或独家剂型，竞争格局良好；雷贝拉唑相对来讲竞争更为激烈，这也是雷贝拉唑整体增速慢于收入增速的主要原因。

除了消化、呼吸和儿科，近年来妇科领域也处于推广初期，是近几年增速较快的板块，蛋白琥珀酸铁口服液收入超1.6亿，增速超过100%，妇炎舒胶囊收入约8千万，增速超50%。

图表 4：济川药业主要品种情况

品种	商品名	上市时间	治疗领域	适应症	竞争格局	医保
蒲地蓝消炎口服液		2003	清热解毒	清热解毒，抗炎消肿。用于疖肿、腮腺炎、咽炎、扁桃体炎等	剂型独家	13 省增补
雷贝拉唑钠肠溶胶囊	济诺	2004	消化系统	活动性十二指肠溃疡；良性活动性胃溃疡；伴有临床症状的侵蚀性或溃疡性的胃-食管反流征等	10 家左右	全国医保
小儿豉翘清热颗粒	同贝	2005	小儿感冒	用于小儿风热感冒挟滞证	独家品种	全国医保
三拗片		2009	呼吸系统	宣肺解表，用于风寒袭肺证，证见咳嗽声重，咳嗽痰多，痰白清稀；急性支气管炎病情轻者见上述症候者	独家品种	全国医保
蛋白琥珀酸铁口服溶液	济琥平	2014	血液和造血系统	缺铁性贫血	2 家	5 省增补
健胃消食口服液		2003	消化系统	健胃消食	剂型独家	6 省增补
妇炎舒胶囊(东科)		2002	妇科	清热凉血，活血止痛	剂型独家	全国医保
黄龙咳喘胶囊(东科)		2002	呼吸系统	适用于肺肾气虚、痰热郁肺之咳嗽。	剂型独家	4 省增补

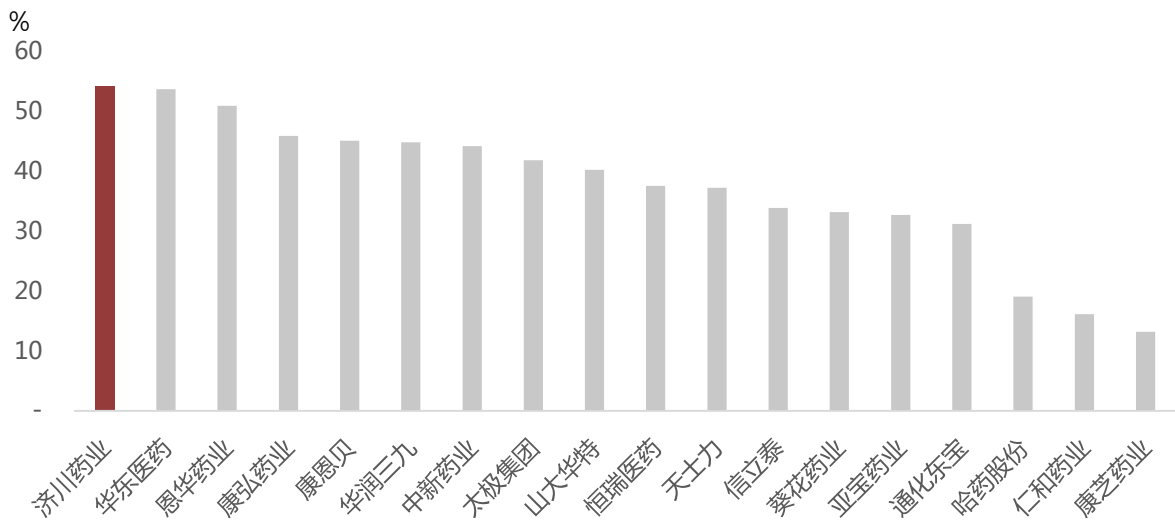
数据来源：南方所，公司公告，莫尼塔研究

强大的销售平台驱动公司品种快速增长

截至2017年末，济川药业组建了一支5000-6000人（其中在册3222人）的自营销售队伍，采用以专业化学术推广为主的销售模式，并且近年来拓展OTC渠道，在OTC零售终端，成立OTC管理团

队，针对性地开展终端动销，实施OTC品种的陈列、宣传和推广活动。目前已形成在医院端3500人、OTC端1500多人的销售团队，平均在医院端和药店端都达到了170万元/人/年的销售人效。

图表 5：不同上市公司销售费用/营业收入对比

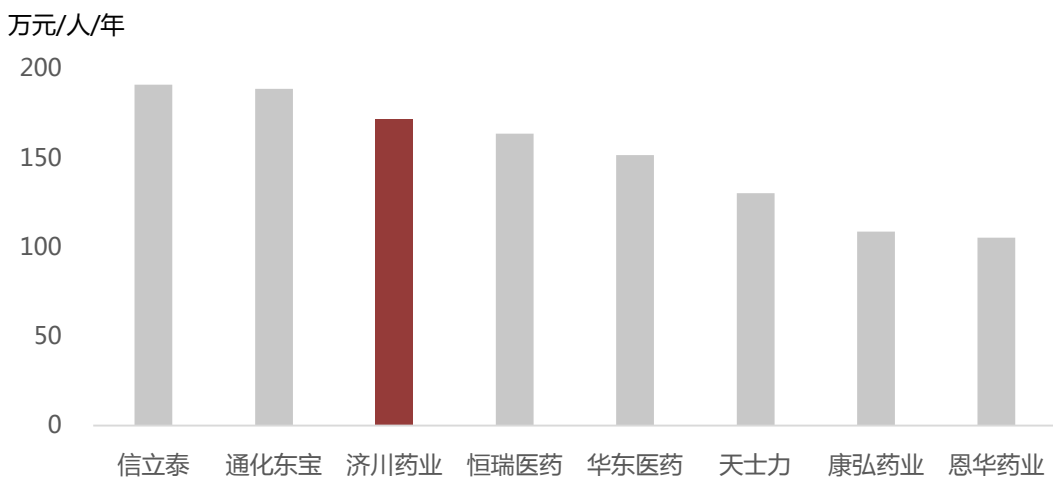


数据来源：公司公告，莫尼塔研究
注：上述公司销售收入均为工业板块收入，剔除了商业板块。

济川药业的销售费用投入超过大部分医药公司，位居行业前列，叠加公司高效的经营管理能力，带来的是公司更高的人均销售产出、产品的快速放量和收并购品种更快的资源整合。

通过选取主要产品为处方药在医院进行销售的并且有自营销售队伍的上市公司进行对比，可以看出济川药业在行业内排名前列。

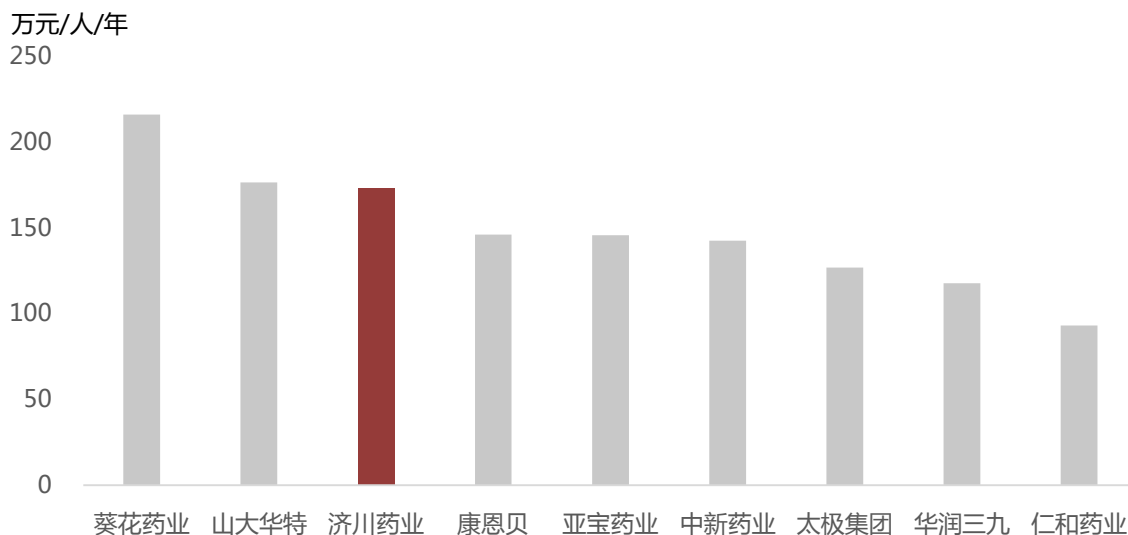
图表 6：不同处方药公司销售人效对比



数据来源：公司公告，莫尼塔研究

公司近年来在组建OTC队伍，截至目前已建成1500人左右的药店销售队伍。通过选取主要产品为OTC品种的上市公司进行对比，可以看出济川药业在药店的人均销售产出同样位居行业前列。

图表 7：不同 OTC 公司销售人效对比

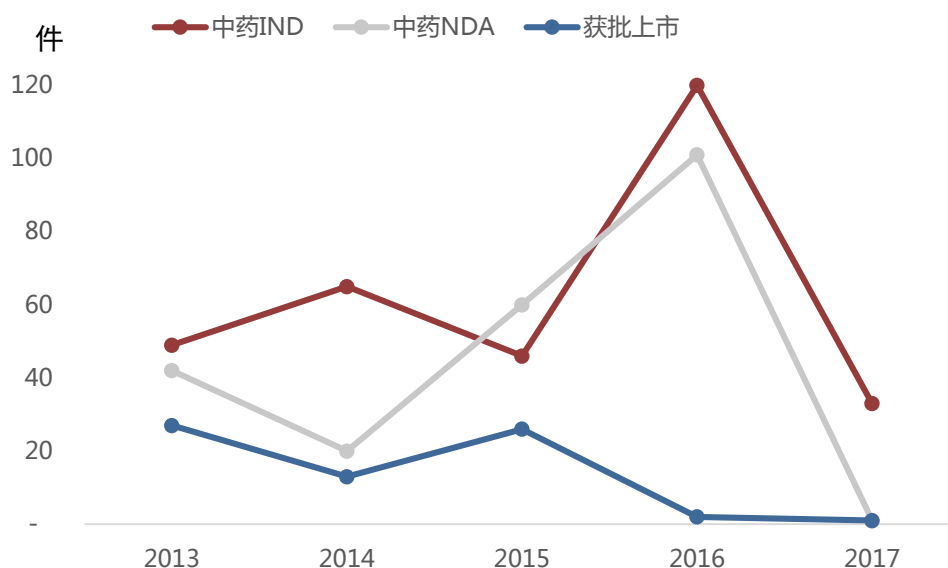


数据来源：公司公告，莫尼塔研究

中成药获批渐难，市场成存量玩家竞争之地

近年来，随着中药标准的不断提升，中成药报批已经越来越难。特别是，中药复方制剂由多味药材构成，成分分析较单味药品种更为复杂，注册申报审批上市更是难上加难。

图表 8：2013-2017 年 CDE 受理的中药临床批件及上市申请情况



数据来源：CDE，莫尼塔研究

图表8展示了各年申请、批准临床和上市的中成药品种数量和总体趋势，2010—2015年，新药临床试验申请（IND）和提交新药上市申请（NDA）的品种数量波动较小，除2016年外，年均申报品种基本保持在100件以下。

但值得注意的是，获得上市批准的品种数量呈明显的下降趋势，到2015年之后每年之后1-2个新药上市，近年来中成药审批正出现边缘化趋势。例如2017年，总局批准上市药品共计394个（以药品

批准文号计), 其中化学药品369个, 中药仅2个, 其中中药新药1个, 中成药仿制药1个。

这一现象与CFDA严格中成药品种审批，加大审评力度，呼吁和引导中药新药以未满足的临床需求出发，结合中药临床治疗特点和优势治疗领域确定新药定位有关。现行的《药品管理法》规定，研制新药必须报送研制方法、质量指标、药理及毒理试验结果等有关资料和样品，经批准后方可进行临床试验。这也就意味着现在的中药、西药都必须按照统一的办法进行药理、毒理、药代动力学以及动物实验研究等，而中医遵循的是整体观念，其治疗对应的是证候而非某一疾病，针对的是多靶点而非单靶点，因此临床获批难度一直较大。

因此长期来看，不论是审批速度还是审批数量，中药新药均明显低于化学新药，中成药市场未来很长一段时间将是现有玩家之间的竞争。

济川药业现有产品线里，有10个独家品种，有14个独家剂型。

对于中成药产品线，公司未来的规划为以收购为主，通过收购已获得生产批件的品种进行后续产品的扩展与延伸。

因此，在整个中成药市场新进入者较少，现有品种与企业里面，具有优质产品线和强大销售能力的济川药业，无疑将强者恒强。

图表 9：济川药业独家品种或独家剂型产品梳理

治疗领域	独家品种/剂型	品种	生产企业
消化系统疾病	独家品种	朴实颗粒	济川药业
	独家剂型	健胃消食口服液	
	独家品种	养阴清胃颗粒	东科制药
	独家剂型	甘海胃康胶囊、乙肝舒康胶囊	
呼吸系统疾病	独家品种	三拗片	济川药业
	独家剂型	蒲地蓝消炎口服液、呋麻滴鼻液	
	独家品种	黄龙止咳颗粒	东科制药
	独家剂型	黄龙咳喘胶囊	
全身用抗感染	独家剂型	利福定胶囊	济川药业
儿科	独家品种	小儿豉翘清热颗粒	济川药业
	独家剂型	小儿腹泻宁(泡腾颗粒)	
	独家剂型	小儿止泻贴	东科制药
骨骼肌肉系统疾病	独家品种	复方祖司麻止痛膏、展筋活血散	东科制药
	独家剂型	秦川通痹片	
心脑血管疾病	独家剂型	脑得生袋泡茶	济川药业
	独家品种	心欣舒胶囊	东科制药
神经系统疾病	独家品种	川芎清脑颗粒	济川药业
血液和造血系统	独家剂型	甘露醇注射液	济川药业
肿瘤疾病	独家品种	仙蟾片	东科制药
补气补血类	独家剂型	参归养血片	东科制药
妇科	独家剂型	妇炎舒胶囊	东科制药

数据来源：南方所，莫尼塔研究

中药注射剂严控儿童用药，为口服儿童用药增长腾挪空间

近年来，中药注射剂的安全性问题一直备受争议，而在人社部2017年3月份公布的《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017年版）》里，对中药注射剂使用做了严格限制。在特定条件下才可以用，比如重症；另外提示在基层医院不能用。

随后，国家药监局相继发布公告，修订参麦注射液、柴胡注射液、双黄连注射剂、丹参注射剂等多个中药注射剂的说明书，迄今已有10多个中药注射剂品种被责令修改说明书，其中有9个品种特备指出限制儿童使用。

图表 10：中药注射剂说明书修改情况

药品名称	发布时间	说明书修订	治疗领域
生脉注射液	2017 年 11 月 28 日	新生儿、婴幼儿禁用	心脑血管疾病
注射用赖氨匹林	2018 年 1 月 31 日	16 岁以下儿童慎用，3 个月以下婴儿禁用	神经系统疾病
盐酸胺碘酮注射剂	2018 年 4 月 27 日	不推荐儿童用药	心血管系统
参麦注射液	2018 年 4 月 28 日	新生儿、婴幼儿；妇女、哺乳期妇女禁用	心脑血管疾病
柴胡注射液	2018 年 5 月 29 日	儿童禁用	呼吸系统疾病
双黄连注射液	2018 年 6 月 11 日	4 周岁及以下儿童、孕妇禁用	呼吸系统疾病
丹参注射液	2018 年 6 月 12 日	新生儿、婴幼儿、孕妇禁用	心脑血管疾病
天麻素注射剂	2018 年 6 月 14 日	未进行儿童用药有效性和安全性研究，儿童慎用	神经系统疾病
清开灵注射剂	2018 年 7 月 3 日	新生儿、婴幼儿、孕妇禁用	呼吸系统疾病
血塞通注射剂	2018 年 7 月 19 日	儿童禁用	心脑血管疾病
血栓通注射剂	2018 年 7 月 19 日	儿童禁用	心脑血管疾病

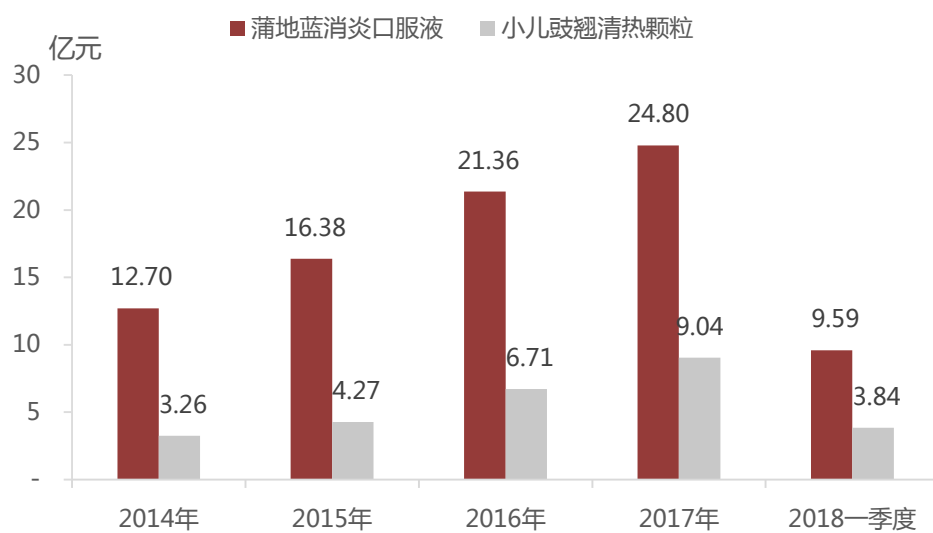
数据来源：国家药监局，莫尼塔研究

我国儿童药市场一直处于相对短缺的状态，部分需求是通过成人药替代，而我国儿童疾病分布相对集中，九成患儿中，有近七成受到呼吸系统疾病困扰；此外，两个主要病种是消化系统疾病以及传染病。因此，儿童药结构中，抗感染、呼吸系统和消化系统药占据了大部分。

2017年儿童用药市场，济川药业的儿科类主打品种小儿豉翘清热颗粒以9.04亿元的销售额占据首位，年增长率高达35%，可见在儿童药市场口碑良好、接受度高，未来成长空间可观。

此外，蒲地蓝消炎口服液是济川药业的独家剂型，适应症覆盖儿科领域。随着国家“限抗令”出台，抗生素终端市场承压，其作为天然抗生素替代药品，口服给药方式安全便捷，市场潜力大，加上2017年新进入医保省份带来一定的销量增长，受益于良好的疗效及多方政策支持，蒲地蓝口服液在2017年销量达24.8亿元，未来有望继续攀升。

图表 11：济川药业儿科用药蒲地蓝与小儿豉翘增长情况



数据来源：公司公告，莫尼塔研究

一线品种：蒲地蓝有望成为超大级口服中成药

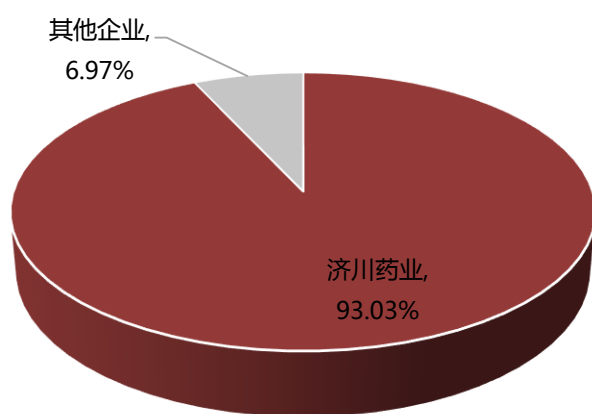
蒲地蓝消炎口服液为清热解毒中成药，产品以蒲公英（消肿散结）为主药，辅以苦地丁（活血消肿）、板蓝根（凉血）、黄芩（泻火燥湿）等4味中药配伍组合而成，临床上用于腮腺炎、咽炎、扁桃体炎、疖肿等。

渠道下沉、省份医保补录、适应症拓展提供医院端增长新动力

CFDA显示，蒲地蓝消炎通用名拥有胶囊、片剂、口服液3种剂型，共32家厂商在产（其中片剂29家、胶囊剂2家、口服液1家），口服液系济川独家，其专利保护于2021年到期，目前暂无申报同种剂型的厂家，上文分析得知，中成药近几年新药上市批文寥寥无几，中药仿制药获批更是难上加难，我们判断蒲地蓝消炎口服液即使专利到期，也仍将保持独家剂型竞争格局。

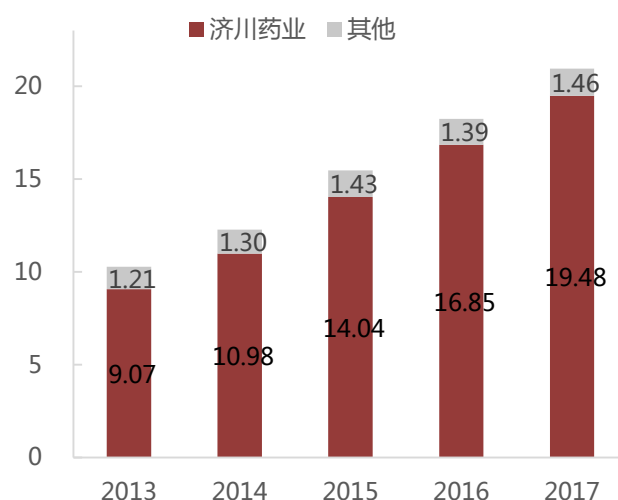
市场规模上，南方所数据显示，2017年蒲地蓝消炎口服液在医院端销售额为19.48亿元，市占率高达93.03%，且规模 and 市场份额在逐年提升。其他剂型的生产厂家，例如广州心宝药业的蒲地蓝消炎片、江苏颐海药业的蒲地蓝消炎胶囊，销售额均尚未过亿，规模较小，且市场份额在逐年下降。

图表 12：医院端不同剂型蒲地蓝市占率对比



数据来源：南方所，莫尼塔研究

图表 13：医院端蒲地蓝销售额增长情况



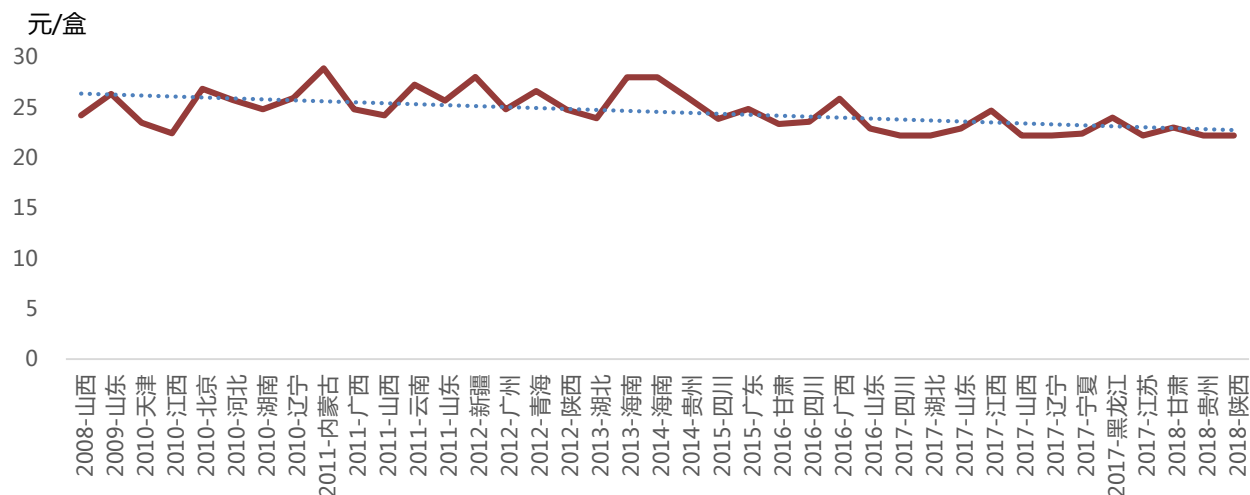
数据来源：南方所，莫尼塔研究

济川药业蒲地蓝消炎口服液主要在二级以上医院销售，全国1.1万家二级以上医院，蒲地蓝目前进了4千家，渗透率达36%，其中覆盖率最高的江苏省在70%。医院渠道济川药业采取稳步推进策略，每年新进院数量200-300家，预计到2021年蒲地蓝在二级以上医院渗透率有望提高至45%。

除了二级以上医院，公司近两年在拓展基层医疗机构的销售，截至2018年上半年，蒲地蓝进了3万多家基层医疗机构，有望向基层下沉、挖潜基层空间。

就蒲地蓝医院端中标价而言，总体呈现平稳趋势，从2008年平均25元/盒略有下降至2018年的22元/盒，相对来讲，中标价格总体稳定。

图表 14：2008-2018 年蒲地蓝消炎口服液中标价变化趋势（折算为 6 支/盒计）

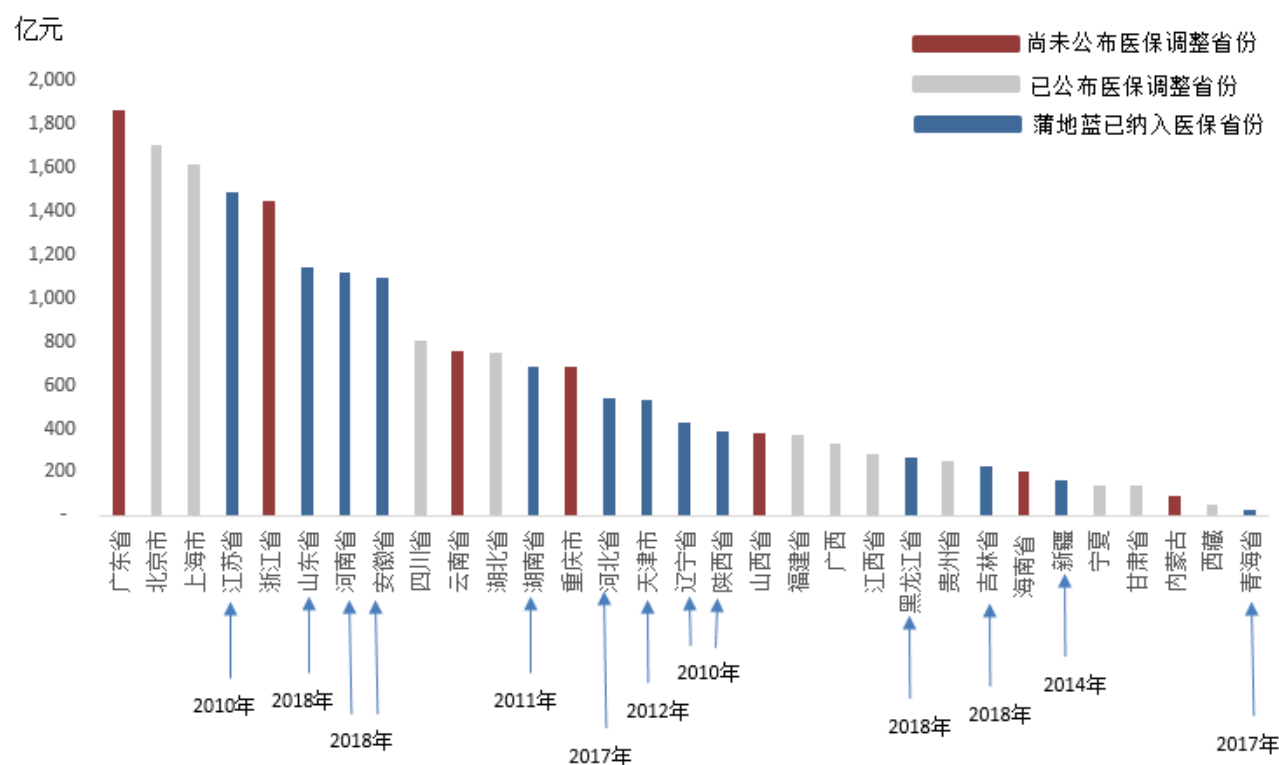


数据来源：南方所，莫尼塔研究

除了医院渠道扩张，济川药业近年来在持续推进地方省份医保增补目录工作，在 2017 版国家医保公布前已进入 8 地医保，在未进入国家医保后，公司推动地方增补，自 2017 年 10 月起陆续进入青海、黑龙江、河南、吉林、山东、安徽等 5 地医保，其中河南、山东和安徽为药品销售大省。

目前各地医保仍在增补中，从目前已公布医保调整目录方案的省份来看，尚未出现存量医保剔除蒲地蓝的情况，且随着各省补录，增量地区可提供更多的支付能力。一般进入增补目录后，对该省医院端销售增速有 10%-15% 的提升。

图表 15：全国 31 个省市 2017 医药销售额及蒲地蓝各省市医保情况



数据来源：商务部，莫尼塔研究

由于蒲地蓝在大多数地区并没有进入医保，目前其临床用药科室主要集中在儿科，占比高达 80%，而实际上蒲地蓝临床适用范围却非常广泛，包括内科、妇科及口腔科等均有广泛应用，这几年公司也在大力拓展其成人科室。我们认为，在进入更多省医保之后，其科室拓展的步伐将大大加快。

图表 16：蒲地蓝消炎口服液临床试验数据

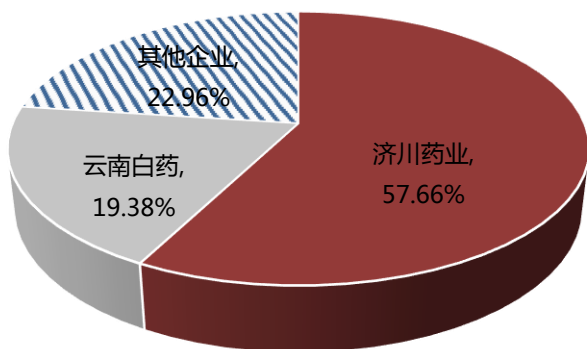
临床应用	治疗疾病	实验方法	结果
儿科相关疾病的临床应用	流行性腮腺炎	蒲地蓝口服液联合抗感颗粒	治愈率高，且可缩短病程，并发症少，安全性较好。
	支原体感染性肺炎	匹多莫德联合蒲地蓝消炎口服液	总有效率为 95.56%，可明显改善患儿的临床症状、体征，改善肺功能，临床疗效显著。
	小儿手足口病	蒲地蓝消炎口服液联合利巴韦林分散片	能够缩短疱疹消退时间以及口腔溃疡痊愈时间，并能缩短病程，避免抗生素的使用，减少并发症。
	小儿风热咳嗽	口服蒲地蓝消炎口服液	总治愈率 94.4%，总有效率 100%。
内科相关疾病的临床应用	上呼吸道感染	利巴韦林片联合蒲地蓝消炎口服液	60 例患者，治愈 34 例（56.67%），显效 15 例（25%），有效 8 例（13.33%），无效 3 例（5%），总有效率为 95%。
	病毒性心肌炎	蒲地蓝口服液联合缬沙坦	对于病毒性心肌炎患者的有效率 93.3%，认为在临床辨证无误的情况下，本方案毒副作用小，临床疗效明显。
	甲状腺疾病	联用组（蒲地蓝口服液联合小剂量强的松治疗）、单用组（强的松单纯治疗）	联用组亚急性甲状腺炎治疗总有效率明显高于单用组，联用组疼痛消失时间、血沉恢复正常时间、TSH 水平复常时间亦均明显优于单用组。
妇产科相关疾病的临床应用	哺乳期急性乳腺炎	蒲地蓝消炎口服液联合头孢地尼胶囊	治疗哺乳期急性乳腺炎初期疗效显著。
	妇产科术后感染	常规抗菌药物联合蒲地蓝消炎口服液	使用预防性抗菌药物与蒲地蓝联合的方法比单用抗菌药物能明显提高妇产科术后感染有效率，且无明显不良反应，提高了患者的生活质量。
口腔科相关疾病的临床应用	牙龈炎	A 组以蒲地蓝消炎口服液含漱，B 组以清水漱口，C 组使用李施德林漱口水	蒲地蓝消炎口服液短期具有杀菌，降低菌斑形成率及消炎作用，能显著改善牙龈出血、牙龈疼痛、牙龈肿胀及口臭等牙龈炎症状，且未见患者发生不良反应。
	口腔溃疡	蒲地蓝消炎口服液联合复合维生素 B 和维生素 C	治疗腹部手术后口腔溃疡疗效确切，治疗后治疗组在疼痛状、缩短平均溃疡愈合期和降低疼痛指数方面具有明显优势。
	疱疹性咽峡炎	对照组用利巴韦林颗粒	蒲地蓝组患者退热的时间、疱疹消失的时间均短于利巴韦林组，其退热药物使用的次数少于利巴韦林组，其治疗的总有效率高干利巴韦林组。

数据来源：CNKI，莫尼塔研究

药店端大力铺货，高速拓展促增长

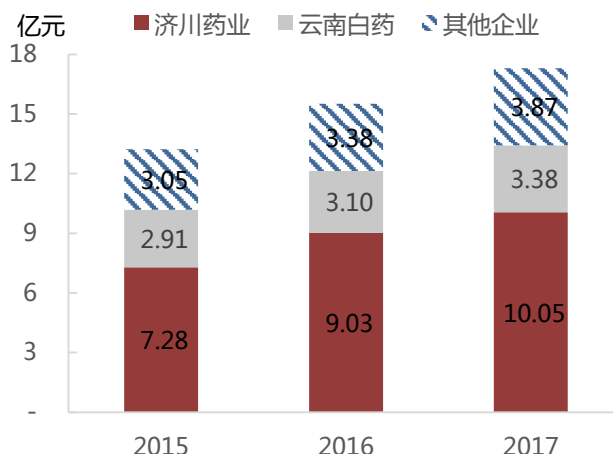
在药店端，济川药业也在大力拓展销售，组建了一支1500人的销售队伍，进行渠道的扩充。据南方所城市零售药店数据显示，蒲地蓝消炎口服液在药店端销售额为10.05亿元，市占率接近60%，且市场份额和规模在逐年提升。其他生产厂家，例如云南白药的蒲地蓝消炎片市场份额第二，2017年药店端销售额为3.38亿元，市场份额接近20%，但呈现逐年下降的趋势。

图表 17：药店端不同剂型蒲地蓝市占率对比



数据来源：南方所，莫尼塔研究

图表 18：医院端蒲地蓝销售额增长情况



数据来源：南方所，莫尼塔研究

2013 年起公司加大蒲地蓝在 OTC 端的推广，截至2017年蒲地蓝在药店端销售占比已达35%。蒲地蓝的OTC但增长主要得益于以下两方面：（1）销售队伍扩容：OTC 团队由几百人队伍扩至近2000 人；（2）终端覆盖率提升：16年底蒲地蓝进了11万家药店，17年底进了18万家，截至目前已进了20多万家，18年预计将增至25万家药店，最终预计将铺货至30多万家药店，终端覆盖率将提升至70%。

蒲地蓝在 OTC 端的推广，对于公司来讲将带来以下几点益处：

- （1）贡献增量收入，打开蒲地蓝更大增长空间：目前蒲地蓝在OTC端增速30%-50%，OTC销售占全部销售额的35%，
- （2）压缩销售费用，提高公司整体净利润率：OTC端费用率相较医院端费用率会低10%-15%，因此近几年来可以看出公司整体销售费用占营业收入比重在逐年下滑，从2013年的56.52%下降至2018年一季度的52.07%，随之带来的是公司净利润率的提升，从2013年的16.45%提升至2018年一季度的21.94%。目前公司OTC端整体收入占比25%，公司目标OTC占比将提升至50%，因此随着OTC占比的提升，公司的净利润率还有一定提升空间。
- （3）定价相对自主，单支销售收入更高：蒲地蓝在医院端销售规格有6支/盒与12支/盒两种，单支价格平均为3.67元/支，在药店端仅销售10支/盒，单支价格4元/支以上，而且蒲地蓝在OTC端定价由济川药业自主，定价权相对更强。

清热解毒市场竞争激烈，蒲地蓝为口服中成药领军品牌

蒲地蓝消炎口服液属于清热解毒治疗领域，清热解毒类中成药多用于呼吸道感染、头痛发热等疾病，南方所数据显示 2017 年全国城市公立医院清热解毒中成药市场约为215亿元，其中前五大产品占了55%左右的市场份额。

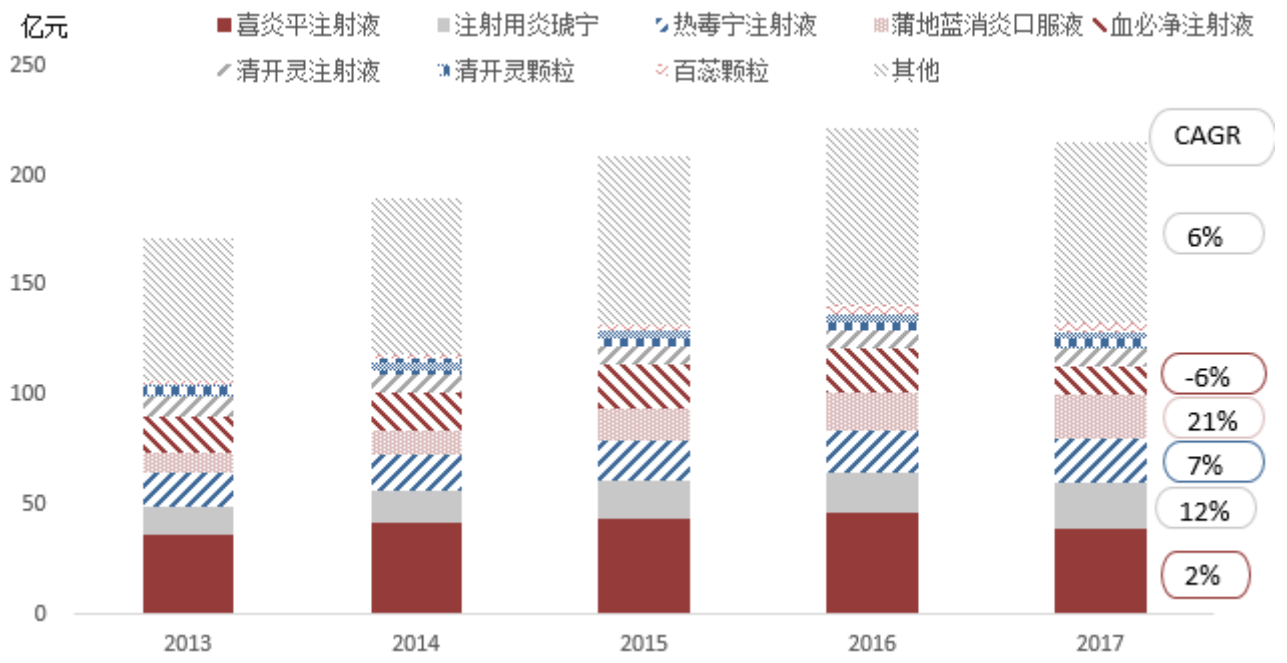
清热解毒中成药市场，临床多使用注射剂，例如前五产品里，除蒲地蓝外全为注射剂剂型，蒲地蓝

消炎口服液位列口服剂型首位，市场份额约9%，位居行业第四。

从行业和产品近几年增速来看，清热解毒中成药市场整体增速6%，且2017年行业整体规模略有下滑，这与中药注射剂受限与医保控费有很大程度相关。

具体品种方面，蒲地蓝消炎口服液以CAGR=21%的增速位居行业首位，市场份额逐年提升，从2013年的5.3%提升至2017年的9%。

图表 19：清热解毒中成药市场各类药品增长趋势



数据来源：南方所，莫尼塔研究

清热解毒用药中，注射剂的日均费用普遍高于口服品种，且面临安全性风险与销售合规风险。我们认为，不论从市场环境（限制注射剂）与医保环境（医保控费），医院都会逐渐向以蒲地蓝为代表的口服品种倾斜。

图表 20：清热解毒中成药前十大品种信息

品种	上市时间	适应症	竞争格局	处方药/OTC	日均治疗费用	医保
喜炎平注射液	2005	用于支气管炎，扁桃体炎，细菌性痢疾等。	独家品种	处方药	99.6	31省医保
注射用炎琥宁	2004	病毒性肺炎和病毒性上呼吸道感染。	>10家	处方药	42.4	17省增补
热毒宁注射液	2004	上呼吸道感染（外感风热证）所致的高热、微恶风寒、头身痛、咳嗽、痰黄等症。	独家品种	处方药	67.2	31省医保
蒲地蓝消炎口服液	2003	清热解毒，抗炎消肿。用于疖肿、腮腺炎、咽炎、扁桃体炎等	独家剂型	处方药	11.1	13省增补
血必净注射液	2004	适用于因感染诱发的全身炎症反应综合征；也可配合治疗多器官功能失常综合征的脏器功能受损期。	独家品种	处方药	413	22省增补
清开灵注射液	2003	外感风热时毒，火毒内盛所致的高热不退，烦躁不安，咽喉肿痛，舌质红绛，苔黄，脉数者；上呼吸道感染，病毒性感冒，急性化脓性扁桃体炎，急性咽炎，急性气管炎，高热。	7家	处方药	1.1	31省医保

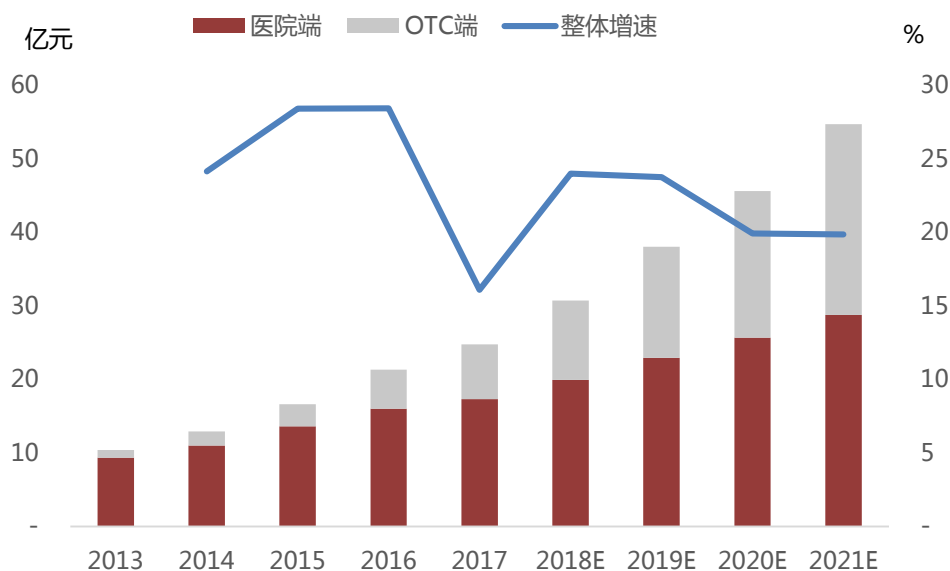
清开灵颗粒	2003	外感风热时毒、火毒内盛所致高热不退，烦躁不安，咽喉肿痛、舌质红绛、苔黄、脉数；上呼吸道感染，病毒性感冒，急性扁桃体炎，急性咽炎，急性气管炎，高热等症属上述证候者。	2家	双跨	1.3	31省 医保
百蕊颗粒	2005	清热消炎，止咳化痰。用于急、慢性咽喉炎，感冒发热，气管炎，肺炎、鼻炎。	独家品种	处方药	25.2	全国 医保
清热散结胶囊	2004	急性结膜炎，急性咽喉炎，急性扁桃腺炎，急性肠炎，急性菌痢，上呼吸道感染，急性支气管炎，淋巴结炎，疮疖疼痛，中耳炎，皮炎湿疹。	2家	处方药	8.7	31省 医保
板蓝根颗粒	2004	肺胃热盛所致的咽喉肿痛、口咽干燥；急性扁桃体炎见上述证候者。	>10家	双跨	2.5	医保 品种

数据来源：公开信息，南方所，莫尼塔研究

总结：蒲地蓝有望成长为超大型口服中成药

综合以上，蒲地蓝消炎口服液在医院端受渠道下沉、医保增补、适应症拓展等多方面因素驱动，未来三年有望保持10%-15%平稳增长，药店端销售队伍不断扩大、渠道铺货率提升，未来三年有望保持30%-50%快速增长，总体来看，蒲地蓝有望在2021年成长为超50亿的大品种，OTC占比达到50%。

图表 21：蒲地蓝消炎口服液增长趋势及预测



数据来源：公司公告，莫尼塔研究

一线品种：尚处于成长期的儿科龙头品牌药小儿豉翘

小儿豉翘清热颗粒（商品名：同贝），源自古方《达原饮》、《银翘散》，同时也是名医李少川教授凭借其50余年的行医经验，推出的治疗儿童感冒的独特组方，以连翘和淡豆豉为君药，辅以薄荷、荆芥、栀子等10多味中药材，同贝具有疏风解表，清热导滞的功效，临床主治小儿风热感冒。该产品2005 年上市、2009 年进入国家医保，为公司独家产品。在济川强大的销售推动下，2017 年其销售额达9.04亿，同比增长35%，已成为临床儿童专用感冒中成药第一品牌。2018年一季度因流感影响，增速超60%，销售额高达5.66亿。

儿科口服用药市场方兴未艾，招标降价无压力

我国医学界对儿童年龄的定义介于0~14岁。不过，由于儿童专用药研发成本高以及临床推广难度大，长期以来，我国乃至世界均面临着儿童专用药供不应求的问题，可供儿童使用的药品品种、剂型和规格较少。

近几年，我国儿科呼吸系统用药市场扩容较快，市场规模已由2010年的68亿增长至17年的150多亿，复合增速超过10%。其中感冒类用药、止咳祛痰平喘药市场占比最高，两类用药合计占据90%以上呼吸用药市场。

图表 22：2017 年中国公立医疗机构终端中成药儿童用药 TOP10 销售情况

排名	产品名称	生产企业	销售额（亿元）	增长率（%）
1	小儿豉翘清热颗粒	济川药业	8.54	29.72
2	开喉剑喷雾剂（儿童型）	贵州三力制药	3.75	30.67
3	小儿肺咳颗粒	天圣制药	3.69	16.38
4	四磨汤口服液	汉森制药	3.61	9.4
5	小儿消积止咳口服液	鲁南厚普制药	3.38	15.18
6	小儿热塑清颗粒	圣泰药业	2.97	15.03
7	小儿柴桂退热颗粒	葵花药业	2.51	10.04
8	醒脾养儿颗粒	健兴药业	2.29	22.13
9	金振口服液	康缘药业	2.19	40.85
10	清宣止咳颗粒	江苏苏中药业	1.76	0.54

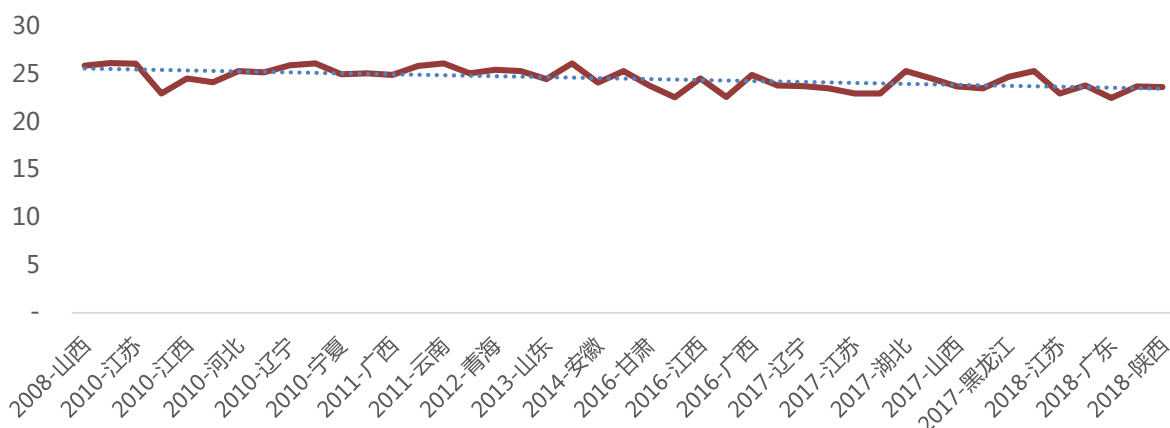
数据来源：南方所，莫尼塔研究

小儿豉翘清热颗粒为儿童感冒专用药品，据上文分析得知，目前抗生素终端市场和中药注射剂政策压力较大，作为抗生素和中药注射剂的替代药品，口服给药方式安全便捷。

国家对儿童药施行扶持政策，如儿童药可以直接挂网采购等，直接挂网采购，无需招标竞价，就等于对儿童用药开通了一个简单、便捷的绿色通道，企业可随时递交儿童用药的产品申请，不再需要等待集中招标的周期。医院采购可以提高药品的使用量，无形中促进儿童药品的销量。

我们预计小儿豉翘未来在招标和医保控费方面压力较小，价格、竞争力将得到较好维持，长期高增长有保障。

图表 23：小儿豉翘招标价变动趋势（以 6*2g 袋/盒计）



数据来源：南方所，莫尼塔研究

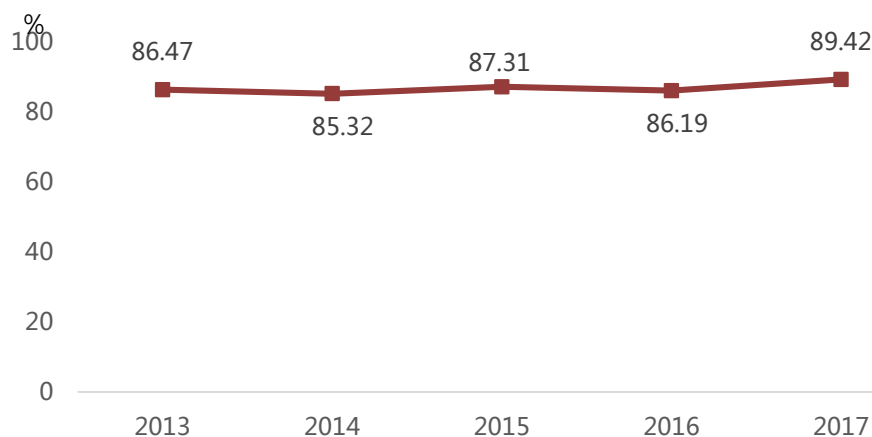
注：小儿豉翘在做无糖剂型替换，由于无糖剂价格更高，上述价格不包括无糖剂型

无糖剂型替换，促进小儿豉翘整体毛利率不断提升

2012年，济川药业在小儿豉翘原方基础上进行工艺改进，以甜菊糖苷替代蔗糖作为调味剂。通过对产品的质量和工艺升级，使无糖型同贝口味更佳，临床安全性更高。甜菊糖苷俗称甜菊糖，是一种从草本植物甜叶菊中精提的新型天然甜味剂，具有高甜度、低热能、纯天然的特点，味感近似白糖，甜度是蔗糖的200-350倍，口感较以前大幅度提高，更适合儿童服用；临床安全性方面，对儿童牙齿保护和生长发育更为有益，对糖尿病患儿、肥胖儿童的临床安全性更高。

小儿豉翘产品的更替自身传统剂型，实现了提价：6*2g袋/盒规格的小儿豉翘，无糖型产品的价格是43.89元/盒，传统剂型价格是23.74元，因此无糖型产品定价接近传统价格的2倍。产品价格的提高带来的是整体毛利率的提升，从2013年86.4%提升至2017年的89.42%。

图表 24：小儿豉翘毛利率变化趋势



数据来源：公司公告，莫尼塔研究

渠道覆盖率尚低，成长空间较大

小儿豉翘目前主要在二级以上医院销售，医院端销售额占产品的90%，OTC仅占比10%左右。全国

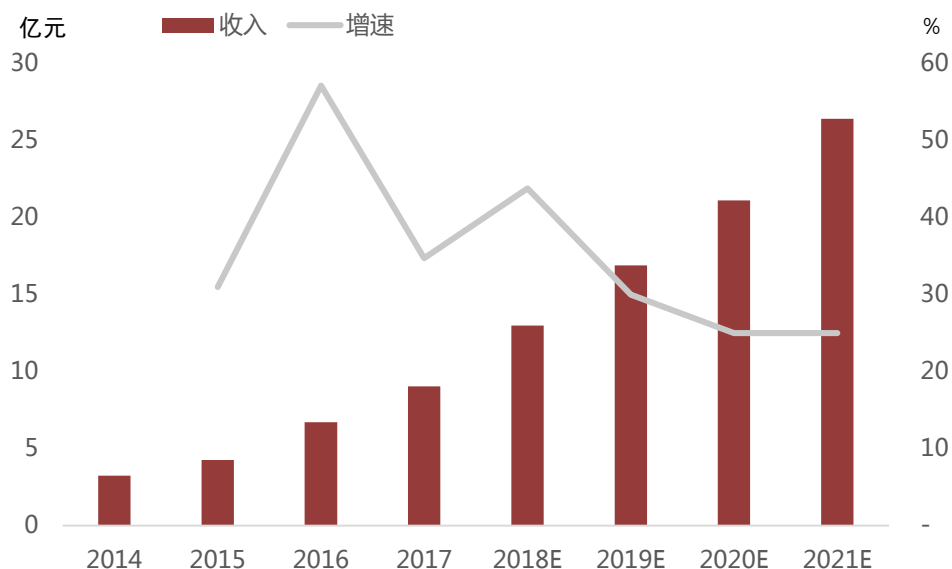
1.1万家二级以上医院，小儿豉翘目前进了2千多家，渗透率仅18%。

小儿豉翘在OTC端2017年仅销售额1亿不到，但OTC端自主定价权更高，小儿豉翘在OTC端6*2g袋/盒规格无糖型产品的价格为60元/盒左右，比医院端价格高40%。

中短期来看，小儿豉翘清热颗粒通过与蒲地蓝口服液在儿科的协同作用，医院覆盖终端有望从目前的2000 家增加到5000 多家医院，未来2-3 年内有望保持快速增长，收入在2021年有望突破25 亿。

长期来看，随着小儿豉翘的覆盖终端持续增加（包括医院端和OTC端），无糖剂型占比提高和OTC占比提高带来的产品价格提升，有望成长为蒲地蓝类似大型中成药品种，销售峰值有望达40亿。

图表 25：小儿豉翘销售收入增长趋势及预测



数据来源：公司公告，莫尼塔研究

二线品种：丰富产品梯队正在逐步构建

在深耕主导产品领域、强化主导产品优势的同时，济川药业还十分重视产品梯队的建设。近年来，济川药业产品梯队不断丰富，其中以雷贝拉唑钠肠溶胶囊、蛋白琥珀酸铁口服溶液、三拗片为代表，以及东科制药旗下品种，已逐渐形成了快速增长的格局。

消化科：雷贝拉唑市场竞争激烈，总体保持平稳增长

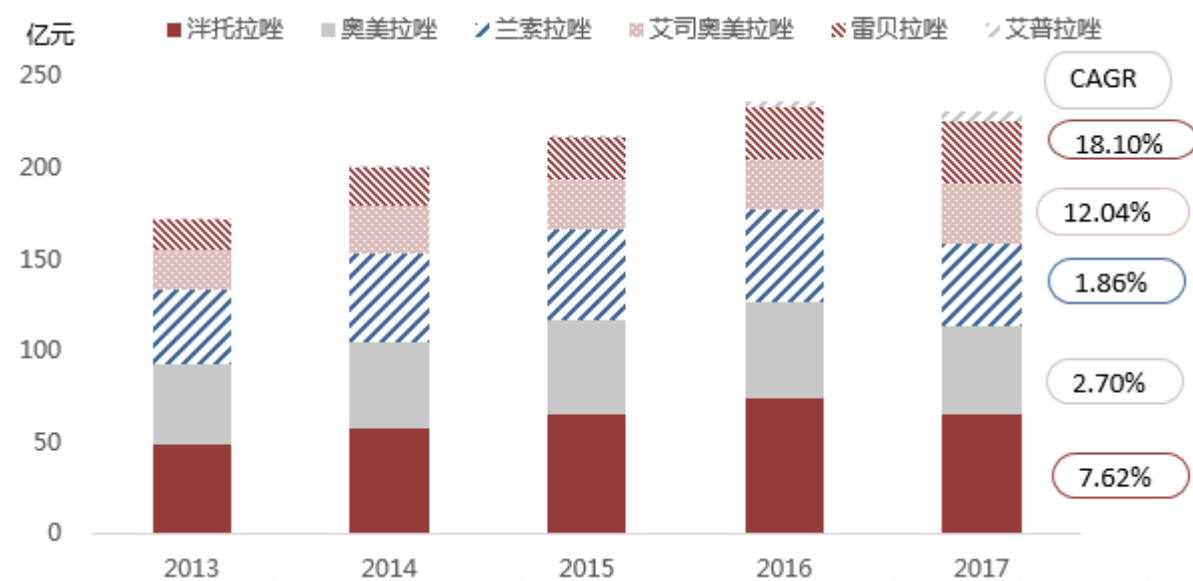
雷贝拉唑钠肠溶胶囊（商品名：济诺），主要用于治疗胃溃疡、十二指肠溃疡等消化性溃疡，属于第二代质子泵抑制剂（PPI）。

消化性溃疡化学药可以分为质子泵抑制剂、中和胃酸药、胃动力药、铋剂、H₂-受体阻滞剂、抗胃胀气剂和其他消化性溃疡药七大类。其中质子泵抑制剂是近几年发展最快、研究最多、应用最广的抑制胃酸分泌药物，为目前公认的治疗消化性溃疡最佳制剂。

根据南方所2013-2017年数据显示，质子泵抑制剂市场从2013年172.56亿元增长至2017年的230.64亿元，CAGR=7.52%。

其中雷贝拉唑2017年市场份额为13.42%，CAGR=18.10%。可以看出雷贝拉唑快于整体市场增长，市场份额逐年提升。

图表 26：2013-2017 年质子泵抑制剂行业规模及增速



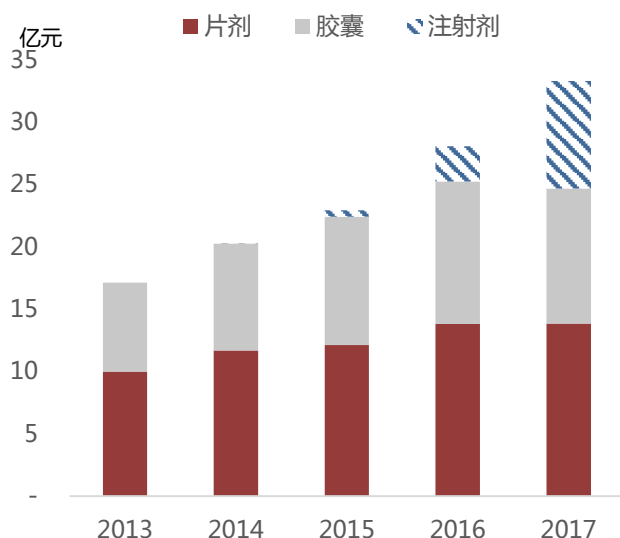
数据来源：南方所，莫尼塔研究

雷贝拉唑是苯并咪唑的衍生物，属于第二代质子泵抑制剂。市场上销售的剂型为口服剂，主要有片剂和胶囊剂，据南方所数据显示，雷贝拉唑制剂批文共有13个厂家，其中片剂有7个生产厂家，胶囊剂有济川药业、珠海润都和丽珠制药3个生产厂家，注射剂有3个生产厂家。

雷贝拉唑增速快速提升的主要原因在于注射剂型自2014 年获批，注射剂型具有药效迅速、减少胃

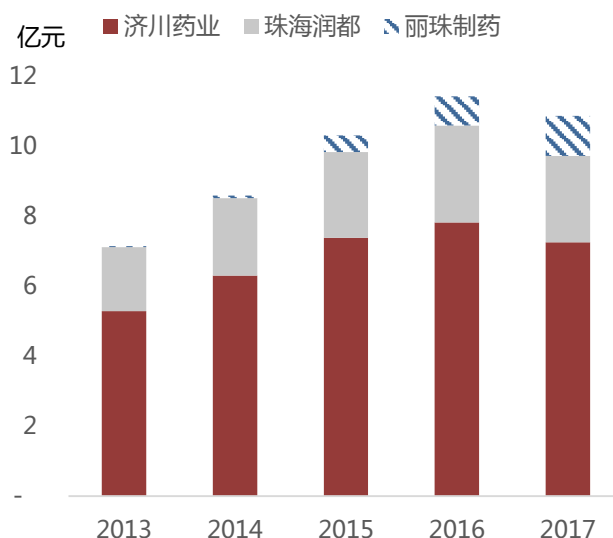
肠道黏膜刺激性、避免口服剂型首过效应等优点，得以迅速放量，与此同时，胶囊剂和片剂市场份额虽然在逐年下降，在总体规模仍保持平稳快速增长，其中胶囊剂CAGR=11.06%。

图表 27：雷贝拉唑剂型市场规模



数据来源：南方所，莫尼塔研究

图表 28：胶囊剂雷贝拉唑竞争格局



数据来源：南方所，莫尼塔研究

可以看出，目前国内胶囊剂整体竞争格局相较稳定，近年来公司产品市占率在 60-70%，位列胶囊剂首位。

与此同时，公司也在申报注射用雷贝拉唑钠，目前处于临床阶段；此外，公司的注射用埃索美拉唑已经处于申报生产阶段，获批在即。目前埃索美拉唑仅有阿斯利康和莱美药业上市销售，市场竞争格局优于雷贝拉唑。且参照其他拉唑类产品，注射剂型上市后快速放量，逐渐占据主导地位的竞争态势，看好埃索美拉唑注射剂型和雷贝拉唑注射剂型上市后的发展前景。

因此，中短期来看，济川药业的雷贝拉唑预计未来三年有望保持10%-15%稳定增长；长期来看，随着埃索美拉唑注射剂型和雷贝拉唑注射剂型陆续上市，有望弥补雷贝拉唑的后续增长。

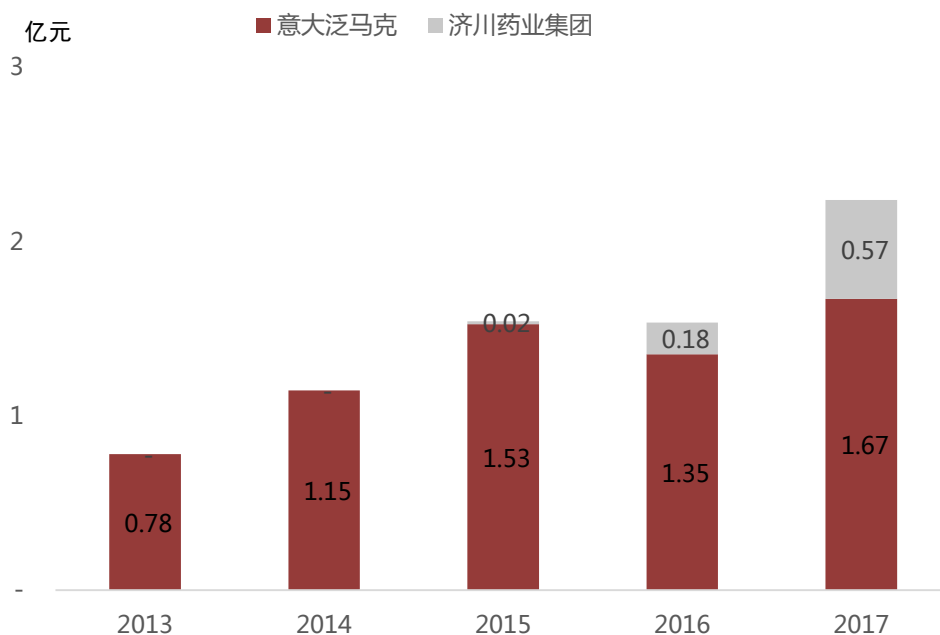
妇科：潜力重磅品种蛋白琥珀酸铁有望实现翻倍增长

公司的蛋白琥珀酸铁口服溶液为首仿，2014年开始上市销售，目前国内仅有原研厂家 ITALFARMACO S.A.和公司在销售。蛋白琥珀酸铁可用于缺铁性贫血。公司重点推广其在缺血女性中的临床应用。该产品为蛋白偶合物，人体吸收度高，弥补了目前市场上其他补血类产品口感差和吸收性差的缺点，相较于其他补血类产品具有产品优势。

根据南方所城市公立医院全国方大数据显示，在抗贫血制剂中，蛋白琥珀酸铁口服溶液由于其品种的独特优势，销售额在报告期内连续不断增长，显示出该产品巨大的市场潜力。

济川药业蛋白琥珀酸铁从2015年上市以来快速放量，上市两年，2017年销售额已达1.6亿元。原研产品在国内销售采用代理模式，而公司采用自营模式，公销售优势显著，进口替代势头明显。

图表 29：蛋白琥珀酸铁城市公立医院竞争格局



数据来源：南方所，莫尼塔研究

据中国疾病预防控制中心的调查显示，中国0-14岁儿童贫血率在25%左右，妇女贫血率在20%左右，孕妇贫血率高达35%，成年男子贫血率则在10%左右，中国青少年青春期贫血的发病率达38%。在贫血患者中，缺铁性贫血最常见，占比接近一半，据中国疾控中心对江苏、贵州、甘肃、北京等地的调查，我国有30%的人患有缺铁性贫血，也就是说几乎每3个人当中就有一个得了缺铁性贫血，粗略估计我国的缺铁性贫血患者数量约为4亿。

蛋白琥珀酸铁一般每日1-2支，持续3个月左右的治疗。按照每支中标价12.6元进行测算，每位患者每年治疗费用平均约1500元，假设缺铁性贫血患者的治疗率为20%，3%选择济川药业的蛋白琥珀酸，峰值终端销售额有望突破36亿。

因此中短期来讲，蛋白琥珀酸铁凭借公司强大的销售能力和优质的产品疗效，实现快速放量增长，未来2-3年有望保持高速增长，2019年突破5亿元销售规模，2021年突破10亿元销售规模。

长期来讲，我国抗贫血用药的市场保持20%以上稳定增长的势头，市场前景广阔，蛋白琥珀酸铁有望成长为超30亿元销售收入的重磅品种。

总结：二线品种以形成丰富产品梯队

除了雷贝拉唑和蛋白琥珀酸铁，还有三拗片、东科制药旗下的黄龙止咳颗粒、黄龙咳喘胶囊、妇炎舒胶囊等品种，近年来均保持平稳快速增长。

二线产品梯队呈现如下增长态势：

- (1) 雷贝拉唑钠肠溶胶囊维持平稳增长，预计 2018-2020 年收入复合增速约 10%-15%；
- (2) 蛋白琥珀酸铁市场潜力巨大，2019年预计突破5亿元销售规模，2021年突破10亿，长期有望

成长为超30亿销售收入大品种；

（3）东科制药由原有的代理模式整合进入济川的自营销售体系，加大终端推广、扩大药店覆盖，预计 2018-2021年收入复合增速近 50%。

近期报告

- 2018年7月15日 中药注射剂重压在肩，儿童药市场方兴未艾——《医疗机构处方审核规范》点评
- 2018年7月13日 中美贸易战继续升温，对医药行业影响几何？——贸易战快评（二）
- 2018年6月30日 网售处方药开闸在即，助力医药电商行业大变革
- 2018年6月24日 望眼欲穿终得见——百时美施贵宝PD-1单抗Opdivo获批生产点评
- 2018年5月30日 锐意进取换新颜，枯木逢春满枝鲜——东诚药业深度报告
- 2018年5月10日 长春高新鼻喷流感疫苗生产申请受理点评
- 2018年5月5日 恒瑞医药非格司亭获批上市点评
- 2018年4月30日 抗癌药增值税率大幅下降，重大利好国内肿瘤药企
- 2018年4月25日 透过现象看本质，业绩维持稳定增长——九州通2017年报和2018一季报点评
- 2018年4月20日 厉兵秣马，重装上阵——品牌中药企业广誉远的价值再审视
- 2018年4月10日 总把新桃换旧符——千金药业快评
- 2018年4月09日 中美贸易战升温，对医药行业影响几何？
- 2018年3月31日 步步为营，屡屡出新——康泰生物深度报告
- 2018年3月22日 立足山东，放眼全国——瑞康医药快评
- 2018年3月12日 渐积跬步，终致千里——九州通深度报告
- 2018年3月07日 博观约取，厚积薄发——通化东宝调研纪要
- 2018年2月06日 创新药重磅频频，国际化锦上添花——恒瑞医药深度报告
- 2018年1月24日 健康体检，龙头先行——健康体检行业专题研究
- 2018年1月15日 早有蜻蜓立上头——变应原免疫治疗迎来发展契机

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

上海 (总部)

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号
东亚银行大厦702室
电话：+86 21 3383 0502
传真：+86 21 5093 3700

北京

地址：北京市东城区东长安街1号东方
广场E1座1803室
电话：+86 10 8518 8170
传真：+86 10 8518 8173

纽约

地址：纽约市曼哈顿区麦迪逊大道295
号12楼1232单元
电话：+1 212 809 8800
传真：+1 212 809 8801

<http://> Email: cebmservice@cebm.com.cn