

灯盏生脉益气血，五味凝聚护人心

风险评级：中高风险

大消费新三板系列研究第 12 期-生物谷（833266.OC）

2021 年 4 月 19 日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：雷国轩

S0340119070037

电话：0769-23320072

邮箱：leiguoxuan@dgzq.com.cn

- **专注灯盏花药物产销研。**公司主要从事于灯盏花系列药品的研发、生产与销售，主要产品以灯盏花为基础原料，运用现代精深加工技术实现灯盏花有效成分在药用领域的产业化应用，主要产品灯盏生脉胶囊和灯盏细辛注射液为治疗心脑血管疾病的中成药。
- **中成药在医保中的数量占比持续上升。**在医保目录品种数量逐年增加的同时，中成药的品种数量也随之增加，尤其是2019版国家医保目录，中成药和西药在国家医保目录的数量首次持平，占49.98%，对比2004年44.40%的占比显著提升。与2017版国家医保目录对比，2019版国家医保目录中，西药仅增加了25个，中成药则增加83个，是西药的3倍多。
- **心血管病患者数量持续高增长。**中国老龄化问题日益严重，其中心血管疾病是老年人常见病。根据wind，由于患心血管疾病入院的人数呈逐年快速上升趋势，从2005年至2019年，心血管病医院入院人数从8.12万人上升至56.70万人，CAGR为14.89%；同期心血管病医院的收入从17.27亿元上升到193.34亿元，CAGR为18.83%，高增长的心血管病患者数量显示出人口老龄化带来的迫切医疗需求。受到心血管病患者数量快速上升带动，生物谷公司的主要灯盏花系列产品有望迎来更广阔的市场空间。
- **业绩长期较为稳定，2020年业绩预期小幅下滑。**公司营收长期维持5亿元附近的水平，从2014年至2019年，营收从5.00亿元上升到5.58亿元，归母净利润从0.15亿元上升到0.91亿元。根据2020年业绩快报，公司2020年预期实现营收4.53亿元，同比-18.82%；预期实现归母净利润0.79亿元，同比-13.19%。
- **公司灯盏花市占率第一。**据南方医药经济研究所数据显示，2017年3家企业共占据了灯盏花注射剂市场93%以上的份额，其中生物谷占41.3%，昆明龙津占30.5%，湖南恒生占21.4%。公司口服制剂产品市场潜力及空间巨大，未来公司在灯盏花制剂的市场份额有望进一步提高。
- **公司灯盏花产品可应对日益增长的心脑血管市场。**我国心脑血管疾病的患病率呈现明显的上升趋势，促使心脑血管用药市场攀升。公司专业从事于灯盏花系列产品的研发、生产和销售，相对于其他心脑血管疾病中成药产业而言，整个灯盏花产业才刚刚起步，距离“天花板”仍较远，发展空间十分巨大。数据显示，目前灯盏花全部制剂产品年销售额不到50亿元，还远不及丹红注射液等单品种体量，与三七、丹参、银杏叶等较为成熟的产业市场规模还存在数量级的差距，未来潜力可期。
- **风险提示：**行业竞争加剧、药价降价风险、原材料价格大幅上升、产品单一风险等。

目 录

1、灯盏系列中成药领导者.....	4
1.1 公司简介.....	4
1.2 主要产品简介.....	4
1.3 股权结构和十大股东.....	5
2、心血管病患数量逐年快速上升，带动心血管药物需求上涨.....	6
2.1 人均医保支出逐年上升，医药行业利润整体上浮.....	6
2.2 中成药市场受益于政策推动，在医保中的占比持续上升.....	7
2.3 心血管病患者数量持续高增长，相关医院营收逐年上升.....	9
3、灯盏花产品竞争优势突出，行业领先地位有望保持.....	10
3.1 灯盏花系列产品占绝对比重，业绩长期较为稳定.....	10
3.2 上游原材料种植逐步规范，下游药品流通环节精简.....	12
3.3 产销研规范化运行.....	13
3.4 口服制剂市场潜力巨大，未来公司市场份额有望将进一步提高.....	15
3.5 公司核心产品竞争优势显著.....	15
3.6 新发行资金主要用于产业园扩张.....	16
3.7 政策支持中医药发展，灯盏花产品领先地位有望保持.....	17
4、风险提示.....	17

插图目录

图 1：公司主要产品	4
图 2：公司股权结构	5
图 3：医药制造业利润总额整体上升	7
图 4：人均医疗保健支出逐年上升	7
图 5：中成药产量情况	7
图 6：亿元以上中成药交易额持续上升	7
图 7：心血管病人数逐年上升	9
图 8：心血管病入院人数略有上升	9
图 9：公司 2019 年营收占比	10
图 10：生脉胶囊和细辛注射液营收情况（亿元）	10
图 11：公司营收和利润情况	11
图 12：公司营收和归母净利润同比	11
图 13：公司毛利率和净利率情况	11
图 14：公司三费水平情况	11
图 15：公司 ROE 和 ROA 情况	11
图 16：公司资产负债率和周转率快速下降	11
图 17：灯盏花上中下游关系	12
图 18：公司研发支出情况	13

表格目录

表 1：公司十大股东明细（2020 年三季报）	6
表 2：中成药数量占比持续上升	9
表 3：公司主要产品的产能、产量和销量情况	14
表 4：公司客户数量的变化情况及地域分布情况	14
表 5：公司核心产品竞争情况	16
表 6：新三板上市募集资金主要用途	16
表 7：医药行业主要相关产业政策	17

1、灯盏系列中成药领导者

1.1 公司简介

专注灯盏花药物产销研。公司主要从事于灯盏花系列药品的研发、生产与销售，主要产品以灯盏花为基础原料，运用现代精深加工技术实现灯盏花有效成分在药用领域的产业化应用，主要产品灯盏生脉胶囊和灯盏细辛注射液为治疗心脑血管疾病的中成药。具特色的是灯盏细辛系列产品，以灯盏生脉胶囊、灯盏细辛注射液为主导产品。公司拥有较强的技术研发和创新能力，并一贯重视对技术创新和研发的投入。在生产过程中，质量部门对生产全过程进行监督，对原辅料、中间产品、待包装产品和产成品的质量进行全程检测和监控。为满足市场需求，保障产品质量，经过持续地经营和发展，公司已建成集开发研究、加工生产、市场营销为一体的灯盏花产业链平台，包括红河州弥勒产业基地及昆明马金铺生产基地，并建构了从药材种植源头到生产各个环节直至最终产品的全过程质量控制体系。生产过程以物料管理为主线索，严格按照 GMP 要求，对原辅料、包装材料、工艺用水、生产环境、产品中间体、待包品直至最终成品建立完善的全过程、多项目质量监测网络。采用多指标含量测定、指纹图谱、高精度杂质限度测定等技术手段，高效、准确地进行质量控制。以完善的生产、质量管理体系和科学检测手段为坚实后盾，实现药品质量控制全程、高效、精准控制的规范化管理。

1.2 主要产品简介

灯盏生脉胶囊、灯盏细辛注射液为全国独家产品。生物谷主要从事以中成药为主的药品研发、生产及销售，主要治疗领域为心脑血管疾病。公司最具特色的是灯盏细辛系列产品，以灯盏生脉胶囊、灯盏细辛注射液为主导产品，上述两种产品占公司营业收入 98% 左右。公司已上市的产品还有灯盏细辛胶囊、灯盏细辛软胶囊、灯盏花素片、灯盏花滴丸、银杏叶片，但销量较小。就目前灯盏细辛类中成药而言，无论在产品种类、工艺水准、市场份额，还是在研发深度等方面，生物谷均处于领先地位，其中主导产品灯盏生脉胶囊、灯盏细辛注射液均为全国独家产品。

图 1：公司主要产品

名称及产品示意图	功能主治	批准文号	剂型与类别
灯盏生脉胶囊 	益气养阴，活血健脑。用于气阴两虚、瘀阻脑络引起的胸痹心痛，中风后遗症，症见痴呆、健忘、手足麻木症；冠心病心绞痛，缺血性心脑血管疾病，高脂血症见上述证候者。	国药准字 Z20026439	胶囊剂
灯盏细辛注射液 	活血祛瘀，通络止痛。用于瘀血阻滞，中风偏瘫，肢体麻木，口眼歪斜，言语蹇涩及胸痹心痛；缺血性中风、冠心病心绞痛见上述证候者。	国药准字 Z53021569	注射剂

资料来源：公开发行说明书，东莞证券研究所

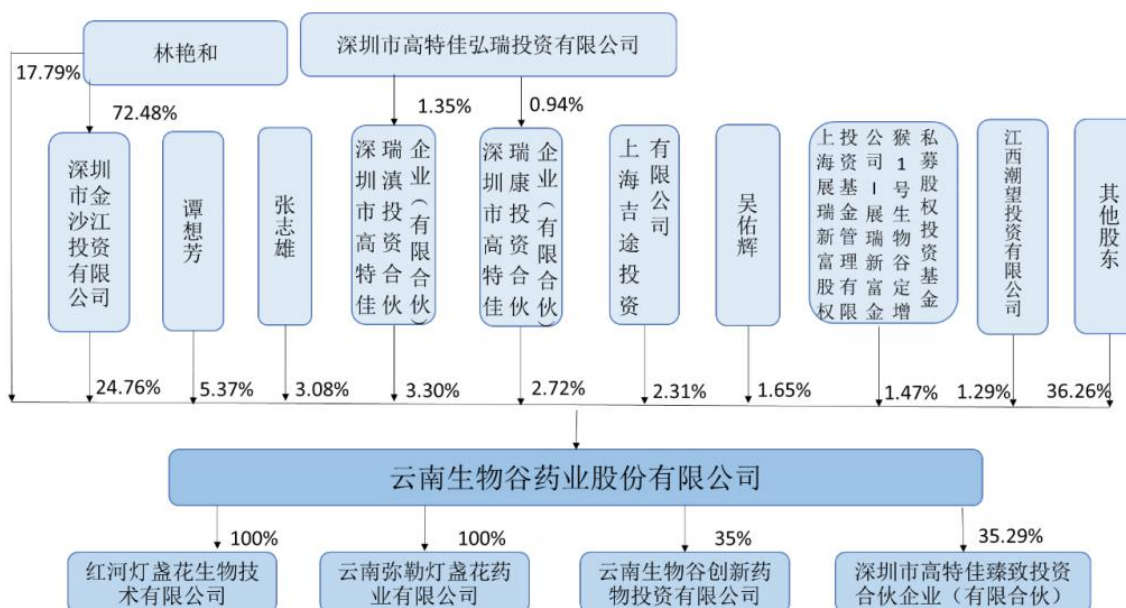
灯盏生脉胶囊历史悠久，治疗心血管疾病功能突出。灯盏生脉胶囊是全国独家产品，是 2018 版国家基药目录产品，2019 版国家医保目录乙类产品，2020 版国家医保目录乙类产品。生脉饮始见于金代医家张元素的《医学启源》，由人参、麦冬、五味子组成，为益气养阴生脉之代表方，在心脑血管、神经系统疾病及糖尿病治疗中具有很好的疗效。灯盏细辛与生脉饮的复方组合，在临床疗效方面将发挥更好的协同效应。灯盏生脉胶囊是传统民族药材灯盏细辛与生脉饮经典名方的组合。灯盏花首载于明代著名医家云南嵩明人兰茂所著的《滇南本草》，书中记载“灯盏花，一名灯盏菊，细辛草。味苦、辛，性温。”在民间彝、傣、苗族中一直广泛使用，且发现约 2500 年前的傣医药传统经方《贝叶经》中也有记载，20 世纪 70 年代，文山丘北县罗姓苗族医生将灯盏花用于治疗中风和偏瘫。1977 年被收录《中国药典》，又名“灯盏细辛”，现记载于《中国药典》（2015 版）一部药材和饮片。在中华中医药学会发布的《中药大品种科技竞争力报告（2019 版）》中，灯盏生脉胶囊位列“神经系统用药中药大品种科技竞争力排行榜”第三名，展现出了比较强的科技影响力。

细辛注射液见效快，常用于卒中防治。灯盏细辛注射液是公司独家产品，为《中国药典》2005 版、2010 版、2015 版的收录品种，目前保留在 2020 版国家医保目录。注射剂能够直接进入血管，见效快，在重症、急症治疗中有明显优势。灯盏细辛注射液为灯盏细辛经提取精制而成的灭菌水溶液，主要含总咖啡酸酯和野黄芩苷（C₂₁H₁₈O₁₂）。功能主治：活血祛瘀，通络止痛，用于瘀血阻滞，中风偏瘫，肢体麻木，口眼歪斜，言语謇涩及胸痹心痛；缺血性中风、冠心病心绞痛见上述证候者。随着我国老龄化进程的加速，卒中死亡已成为我国患病死亡的主要病种。卒中具有高患病率、高病死率、高致残率、高复发率四大特点，因中药具有多系统、多途径、多环节整体调节以及毒副作用小等特点，在卒中治疗、康复和预防方面具有较为显著的疗效和优势。自产品上市以来，公司持续开展灯盏细辛注射液在急性缺血性卒中防治方面的基础和临床研究，致力于产品在急性缺血性卒中治疗中的临床价值精准定位，并取得显著的成效。灯盏细辛注射液在 2019 版中药大品种科技竞争力三年全品类中位居 59 名；在科技竞争力十年全品类中排名第 69，灯盏细辛注射液在和临床常用的优势大品种的比较中具有较强的科技竞争力。

1.3 股权结构和十大股东

林艳和为实际控制人，具有专业背景。截至 2020 年 7 月 14 日，公司实际控制人为林艳和。林艳和为公司董事长、总经理，中国国籍，无境外永久居留权，1964 年 2 月出生，本科学历，医学专业。兼任深圳市金沙江投资有限公司董事长、稻城县亚丁日松贡布旅游投资有限公司董事长、四川亚丁投资股份有限公司董事长、弥勒龙康商贸有限公司董事、弥勒龙生经贸有限公司董事、稻城县日松贡布旅行社有限公司执行董事、四川和顺矿业有限公司执行董事、四川和远矿业有限公司执行董事、四川省彭州市隆兴矿业有限责任公司执行董事。1995 年 3 月至今任深圳市金沙江投资有限公司董事长；2007 年至 2012 年 11 月任云南生物谷灯盏花药业有限公司董事长，2012 年 11 月至今任生物谷董事长兼总经理。截至 2020 年三季度末，公司前十大股东合计持股 58.94%，股权集中度高。

图 2：公司股权结构



资料来源：公开发行说明书，东莞证券研究所

表 1：公司十大股东明细（2020 年三季度报）

排名	股东名称	期末参考市值（亿元）	占总股本比例（%）	股本性质
1	深圳市金沙江投资有限公司	3.6180	23.4400	限售三板流通股
2	林艳和	2.5989	16.8400	限售三板流通股
3	谭想芳	0.7839	5.0800	限售三板流通股，三板流通股
4	深圳高特佳瑞滇投资合伙企业(有限合伙)	0.4824	3.1300	三板流通股
5	深圳市高特佳瑞康投资合伙企业(有限合伙)	0.3980	2.5800	三板流通股
6	张志雄	0.3937	2.5500	三板流通股
7	吴佑辉	0.2412	1.5600	限售三板流通股
8	上海展瑞新富股权投资基金管理有限公司-展瑞新富金猴1号生物谷定增私募股权投资基金	0.2147	1.3900	三板流通股
9	江西潮望投资有限公司	0.1887	1.2200	三板流通股
10	高念武	0.1776	1.1500	限售三板流通股，三板流通股
	合 计	9.0972	58.9400	

资料来源：wind，东莞证券研究所

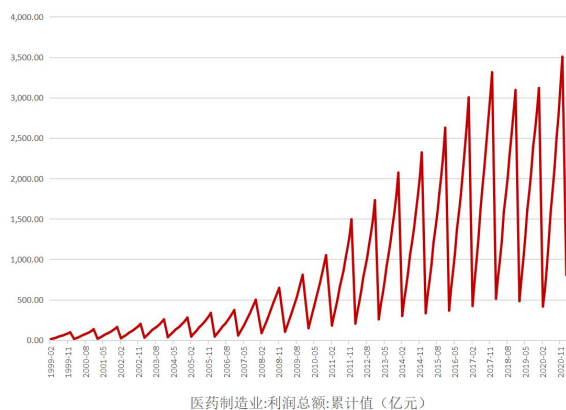
2、心血管病患数量逐年快速上升，带动心血管药物需求上涨

2.1 人均医保支出逐年上升，医药行业利润整体上浮

医药行业利润总额上升，人均医疗保健支出快速增长。根据 wind，中国医药制造业利润总额整体维持上升趋势，从 2000 年至 2020 年，峰值利润总额从 135.28 亿元上升至

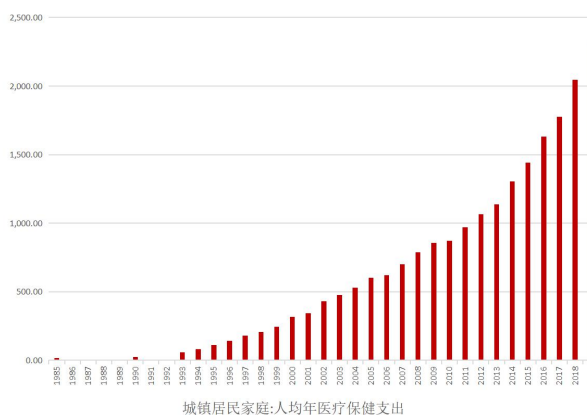
3506.70 亿元，CAGR 为 17.67%，行业增长迅猛。同时，经济发展和生活水平提高趋势下，城镇居民家庭人均年医疗保健支出快速增长，从 2000 年至 2019 年，人均医疗支出从 318.07 元上升至 2,282.74 元，CAGR 为 10.93%。

图 3：医药制造业利润总额整体上升



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 4：人均医疗保健支出逐年上升



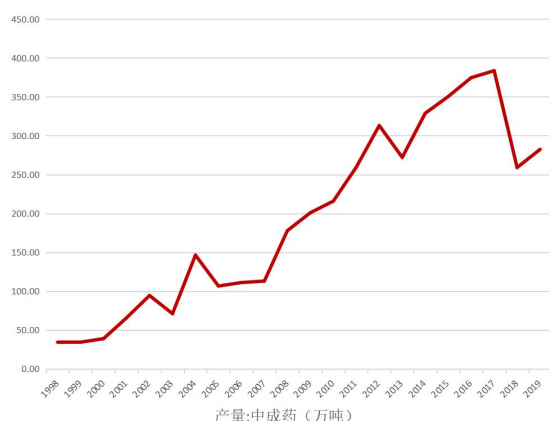
资料来源：wind，东莞证券研究所

2.2 中成药市场受益于政策推动，在医保中的占比持续上升

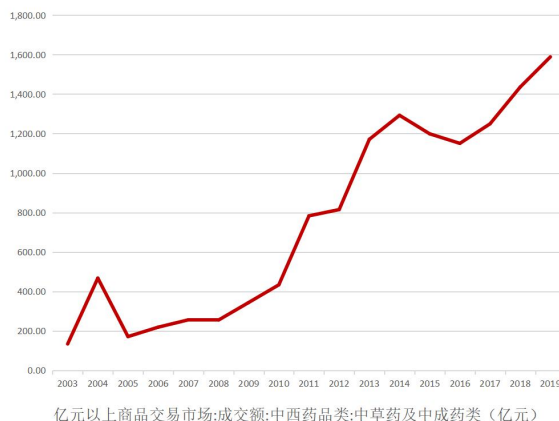
中成药市场数据维持上升趋势。中药是指在中医理论指导下，用于预防、治疗、诊断疾病并具有康复与保健作用的物质。根据国家发改委产业协调司《2017 年医药产业经济运行分析》，2017 年，中药饮片加工和中成药生产行业分别实现收入 2,165.3 亿元和 5,735.8 亿元，分别较上年增长 16.7%和 8.4%，中药行业（包括中成药制造和中药饮片加工）收入接近整个医药行业的 30%。根据 2016 年 2 月国务院发布的《中医药发展战略规划纲要（2016—2030 年）》：到 2020 年，实现人人基本享有中医药服务，中医医疗、保健、科研、教育、产业、文化各领域得到全面协调发展，中医药标准化、信息化、产业化、现代化水平不断提高。中药工业总产值占医药工业总产值 30%以上，中医药产业成为国民经济重要支柱之一。根据 wind，中成药产量从 2000 年的 38.80 万吨上升至 2019 年的 282.36 万吨；从 2003 年至 2019 年，大额中成药成交额从 133.81 亿元上升到 1,588.63 亿元。随着国家大力推动和深化医药卫生体制改革，《关于促进中医药服务贸易发展的若干意见》、《中医药事业发展“十二五”规划》等政策相继出台，坚持科技创新发展，中医药的春天正在到来。

图 5：中成药产量情况

图 6：亿元以上中成药交易额持续上升



资料来源: wind, 东莞证券研究所



资料来源: wind, 东莞证券研究所

中成药行业加速向现代化方向发展，前景光明。中成药现代化是指以中医药理论和经验为基础，借鉴国际通行的医药标准和规范，运用现代科学技术研究、开发、生产、经营、使用和监督管理中药。近年来，随着国家加大对中药产业的研发投入，中成药行业快速向现代化方向发展。较之前的传统中药而言，现代化中成药产品具有更好的品质及临床效果。国家大力发展中医药产业，是因为中医药在慢性疾病的防治和疑难杂症的治疗方面具有独特的优势。通过现代化，中药可在国际主流市场申请新药注册、打入主流医药市场，未来中医可望形成一个更高层次的医学体系。

中成药产业向大健康产业领域延伸。随着经济发展，社会进步和生活水平的不断提高，人类疾病谱的改变、老龄化社会的到来及医药费用的上涨，以中医药为代表的传统医药逐渐受到青睐，特别是国家《关于促进健康服务发展的若干意见》的发布，作为健康服务业支撑产业的中药产业迎来巨大机遇，中药大健康产业迅速崛起。未来我国中成药产业将更广泛地向大健康产业延伸，目前已有个别中成药企业在向大健康产业拓展并取得成功。社会发展、收入增加和观念改变带来了医药消费市场的升级与分化，药品消费市场已由过去单纯的治疗需求，向高端的预防、保健、康复等方向分化发展。而中药企业向保健食品、保健化妆品等健康产品进行产品和品牌延伸具有天然的优势，对提升企业的品牌效应有很大帮助。保健领域监管没有医药领域严格，标准较为宽泛，因此给那些拥有药材资源及畅通营销渠道的企业提供了广阔的发展空间。

中药大品种培育将是中药行业发展的重要推动力量。近年来，国家越来越重视中药大品种的科技引领作用，选择了疗效确切、有良好市场开发前景、拥有自主知识产权的中药品种给予引导和重点支持。在重大新药创制、中药标准化、“973”、“863”、“科技支撑计划”、重大传染疾病等专项中，均有中药大品种相关技术提升、质量提高、临床评价等研究支持；在基础和应用基础等方面，国家自然科学基金项目中也涉及到中药大品种研究。仅国家重大新药创制专项自 2008 年全面启动以来，共资助中药大品种改造项目约 60 项，国拨经费总资助金额约为 1.73 亿元，如参松养心胶囊、桂枝茯苓胶囊等均获得较大力度支持。各类国家项目的支持，推动了一批中药成为临床价值突出、科学价值明确、市场价值较大的中药大品种。中药大品种是企业发展壮大核心和关键。中成药生产企业纷纷借助国家级企业技术中心、工程研究中心、重点实验室等一批国字号研发平台，对中成药二次开发模式和关键技术加以推广应用，提升中药质量控制水平，挖掘临床价值并进行精准临床定位，成功培育了一批中成药大品种。

中成药在医保中的数量占比持续上升。纵观历年国家医保目录结构变化情况，在医保目录品种数量逐年增加的同时，中成药的品种数量也随之增加，尤其是 2019 版国家医保目录，中成药和西药在国家医保目录的数量首次持平，占 49.98%，对比 2004 年 44.40% 的占比显著提升。与 2017 版国家医保目录对比，2019 版国家医保目录中，西药仅增加了 25 个，中成药则增加 83 个，是西药的 3 倍多。

表 2：中成药数量占比持续上升

医保版号	医保品种数量	中成药品种数量	中成药占比
2004 版	1854 个	823 个	44.40%
2009 版	2151 个	987 个	49.50%
2017 版	2535 个	1238 个	48.80%
2019 版	2643 个	1321 个	49.98%

资料来源：公开发行说明书，东莞证券研究所

2.3 心血管病患者数量持续高增长，相关医院营收逐年上升

心脑血管疾病是最常见的疾病。心脑血管疾病是心血管和脑血管疾病的统称，泛指由于高脂血症、血液黏稠、动脉粥样硬化、高血压等所导致的心脏、大脑及全身组织发生的缺血性或出血性疾病。心脑血管疾病具有高患病率、高致残率和高死亡率的特点，全世界每年死于心脑血管疾病的人数居各种死因首位。

心血管病患者数量持续高增长。中国老龄化问题日益严重，其中心血管疾病是老年人常见病。根据 wind，由于患心血管疾病入院的人数呈逐年快速上升趋势，从 2005 年至 2019 年，心血管病医院入院人数从 8.12 万人上升至 56.70 万人，CAGR 为 14.89%；同期心血管病医院的收入从 17.27 亿元上升到 193.34 亿元，CAGR 为 18.83%，高增长的心血管病患数量显示出人口老龄化带来的迫切医疗需求。从每百名急诊入院数据看，由于心血管病入院的人数从 2005 年的 7.09 人上升到 2019 年的 8.25 人，显示出心血管疾病占比有所上升。但由于医学技术和药物进步，心血管医院的病死率从 2005 年的 1.04% 大幅下降至 2019 年的 0.36%。受到心血管病患者数量快速上升带动，生物谷公司的主要灯盏花系列产品有望迎来更广阔的市场空间。

图 7：心血管病人数量逐年上升

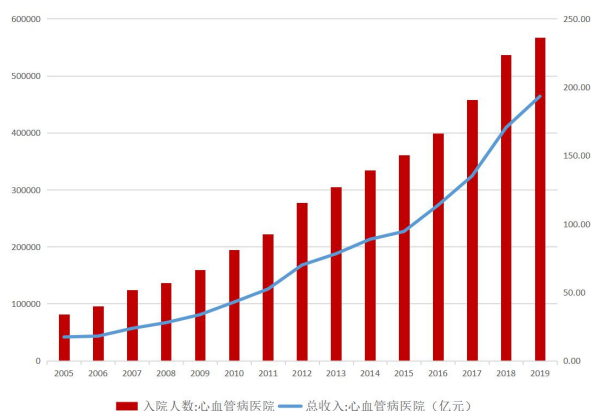
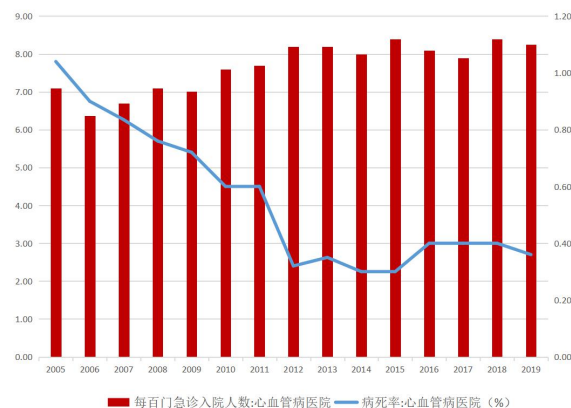


图 8：心血管病入院人数略有上升



资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

请务必阅读末页声明。

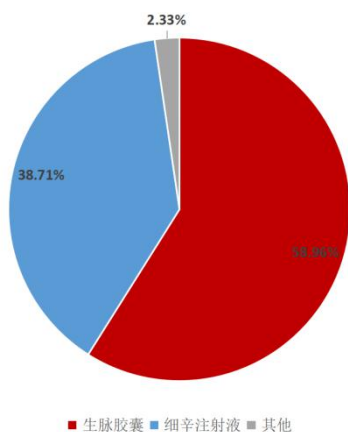
心脑血管药物在全球范围内是第一大类药物，约占全球药品总规模的 20%。在我国，心脑血管药物市场规模仅次于抗感染药物，位居第 2 位，其市场规模超过全国药品销售总额的 17%。心脑血管药物有西药和中药之分，西药包括普利类、沙坦类、他汀类、肝素类、激酶类等药物，具有效果直接迅速的特点；而中药以中成药为主，有银杏类、丹参类、三七类、灯盏花类、川芎类以及复方制剂等，由于中药具有副作用低、多靶点、多重功效的特点，适合慢性心脑血管疾病的治疗，可以进行长期服药甚至终身服药，这为心脑血管疾病中成药提供了发展空间。心脑血管中成药已成为零售市场的一大重要品种。2018 年，零售药店行业整体销售规模(包括非药品)约为 3,723 亿元，根据新智研医药咨询公司的调研数据，其中中成药销售规模为 1,111.2 亿元，占零售药店销售总额的 28.9%，而全国心脑血管类中成药在零售药店渠道的销售总额为 125.1 亿元人民币，销售增速为 3.1%。随着中成药的现代化及居民保健意识的提高，中成药在心脑血管疾病领域的发展前景良好。

3、灯盏花产品竞争优势突出，行业领先地位有望保持

3.1 灯盏花系列产品占绝对比重，业绩长期较为稳定

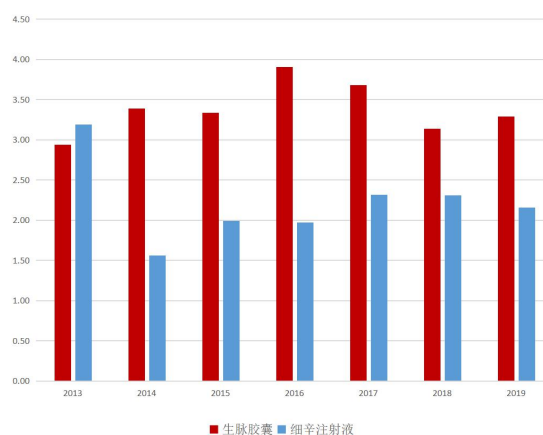
生脉胶囊和细辛注射液是主要产品。生脉胶囊和细辛注射液占公司营收九成以上，是主要的收入来源，2019 年生脉胶囊营收占比 58.96%，细辛注射液营收占比 38.71%。多年来生脉胶囊销售情况较为平稳，从 2013 年至 2019 年，生脉胶囊营收从 2.94 亿元上升至 3.29 亿元；细辛注射液从 2014 年开始销售数据向好，至 2019 年实现营收 2.16 亿元。

图 9：公司 2019 年营收占比



资料来源：wind，东莞证券研究所

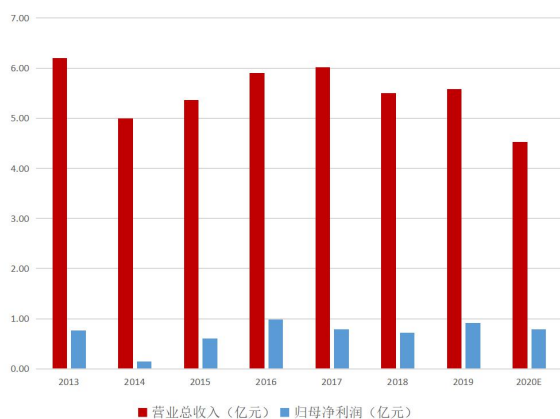
图 10：生脉胶囊和细辛注射液营收情况（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

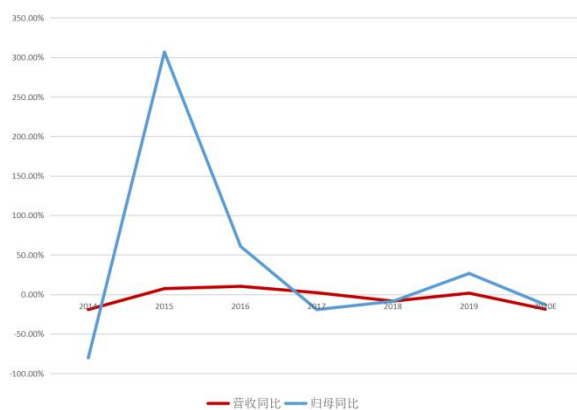
业绩长期较为稳定，2020 年业绩预期小幅下滑。公司营收长期维持 5 亿元附近的水平，从 2014 年至 2019 年，营收从 5.00 亿元上升到 5.58 亿元，归母净利润从 0.15 亿元上升到 0.91 亿元。根据 2020 年业绩快报，公司 2020 年预期实现营收 4.53 亿元，同比-18.82%；预期实现归母净利润 0.79 亿元，同比-13.19%。

图 11: 公司营收和利润情况



资料来源: wind, 东莞证券研究所

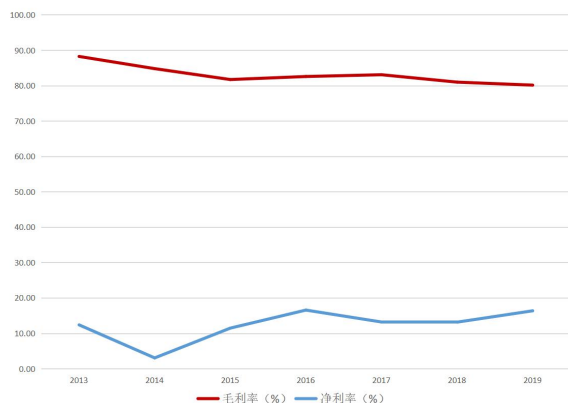
图 12: 公司营收和归母净利润同比



资料来源: wind, 东莞证券研究所

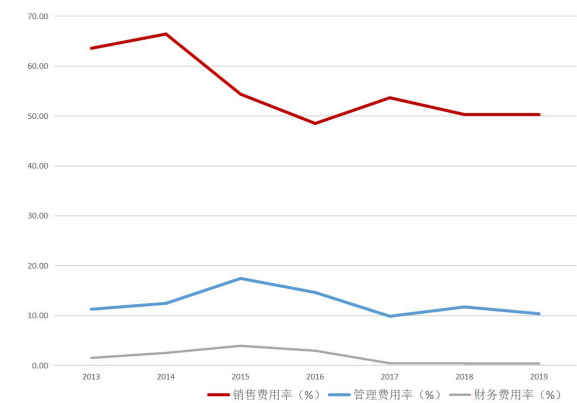
毛利率维持 80% 以上，净利率整体有所上升，三费水平保持下降趋势。由于灯盏花系列产品上市时间较长，前期凭借独家优势维持了超高的毛利率水平，近年来有所下滑但仍维持在 80% 以上。从 2013 年至 2019 年，公司整体毛利率从 88.22% 下降至 80.11%，净利率从 12.36% 上升到 16.34%。公司经营成本保持下降趋势，其中占比最高的销售费用率从 2013 年的 63.54% 下降至 2019 年的 50.19%。

图 13: 公司毛利率和净利率情况



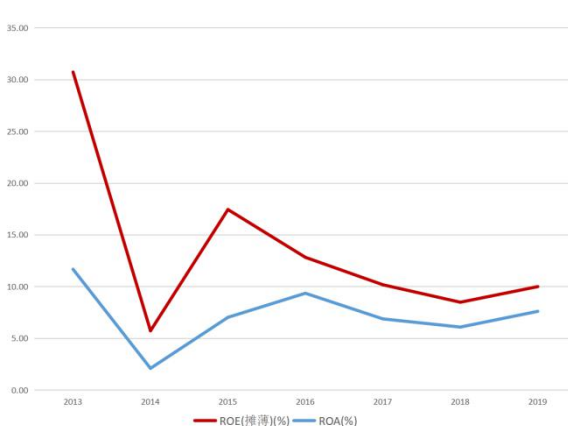
资料来源: wind, 东莞证券研究所

图 14: 公司三费水平情况



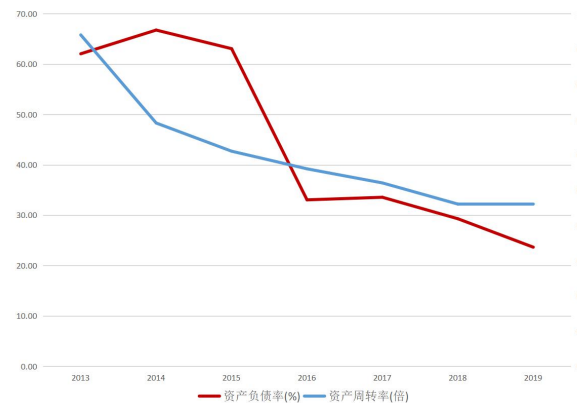
资料来源: wind, 东莞证券研究所

图 15: 公司 ROE 和 ROA 情况



请务必阅读末页声明。

图 16: 公司资产负债率和周转率快速下降



3.2 上游原材料种植逐步规范，下游药品流通环节精简

上游灯盏花种植规范化，原材料供应有保障。中药材企业是中药制造行业的原材料提供者，其供应的数量，质量，及价格将直接影响中药制作行业的生产经营；下游是医药流通企业、医院和患者。中药产业是资源依赖性产业，中药资源产业是其发展的物质基础。灯盏花主要分布于我国西南地区，尤以云南较多，是云南省的优势道地药材，云南人工种植灯盏花产品占全国的 95%以上，可以保障灯盏花产业发展的资源需求。近年来，我国的中药材种植业在栽培、引种驯化野生药材、引进国外中药材等方面都取得了重大进展。规范中医药发展要求中药材种植实施基地化、规模化、规范化。目前一些中药生产企业已经或即将开始建设药源基地，未来我国中药材小农经济式的生产模式将逐步被规模化、规范化的集团生产模式所取代。

下游药品流通环节精简化。药品流通行业是公司医药工业产品所处行业的下游，行业主体包括医药流通企业、医药零售企业、医疗卫生机构等。其中，医疗卫生机构市场是药品的终端，通过医疗服务，药品被直接用于患者。医药生产企业在选择下游医药流通企业时有较大的自主性，一般不存在依赖某一特定医药流通企业的情况。为解决“看病难、看病贵”的问题，国家正深化医药卫生体制改革，逐步减少药品流通环节，发展药品现代物流和连锁经营，促进药品生产企业与药品流通企业的整合。在市场需求方面，随着新医改的推进、人口数量的绝对增长、人口老龄化程度的增加、人均收入的增加以及健康标准的提高，下游市场需求也将保持稳步增长，灯盏花系列产品的市场规模也将逐渐增大。同时，随着国家对医药流通行业秩序规范力度的加强，未来流通业的行业集中度、经营方式等都将发生变化，这些变化将有利于拥有优质产品和规模优势的大型医药企业的发展。国家中医药管理局发布的《中医药发展“十三五”规划》也表示支持中药行业的发展，“十三五”期间，我国中药工业将保持年均 15%以上速度的增长市场空间潜力巨大。

图 17：灯盏花上中下游关系

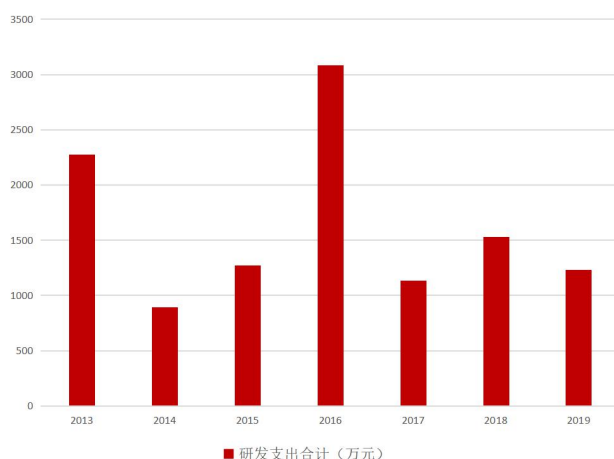


资料来源：公开发行说明书，东莞证券研究所

3.3 产销研规范化运行

研发能力较强。公司拥有较强的技术研发和创新能力，并一贯重视对技术创新和研发的投入。经国家认定和批准，公司设立了企业博士后科研工作站、国家认定企业技术中心、云南省特色植物药工程技术研究中心，研究中心拥有多台高精度检测设备，如核磁共振谱仪、液相色谱/飞行时间质谱联用仪、制备液相色谱仪等，建成了国内一流的“天然产物高效分离和鉴定系统”，并在生产经营过程中不断开展产品化学物质基础研究、质量标准提升等，取得了重要研究成果。除基础化学成分研究以外的合作，采用与外部合作的形式进行。

图 18：公司研发支出情况



资料来源：wind，东莞证券研究所

定期采购确保原料供应。公司采购的主要原材料为中药材、辅料和包材。公司设立采供保障部负责采购计划的制定，采供保障部根据公司年度生产计划及部分药材的生产季节制定年度采购计划并组织采购。每个月，采供保障部根据市场情况、次月生产计划以及原材料库存情况相应调整采购计划。原材料采购计划确保了物料到库至计划使用之前有足够的检验时间。公司采购保障部负责公司生产物资的采购工作，且协助质量部门做好供应商管理，保证生产经营所需物资的供应量和品质，并定期对供应商进行考核评估。公司供应商管理严格按照公司《供应商管理程序》进行筛选和管理。中药材的验收标准均执行《中国药典》标准。对于辅料和包材，质量部门严格按照 GMP 标准，对供应商资质进行评估，评估合格后方能列入公司供应商名单，并签订合同按期采购。

生产模式严格按照高标准执行。公司严格按照国家 GMP 的要求，建立了完善的生产、质量管理体系，确保药品质量标准高于国家药典质量标准，以保证产品质量及产品的安全性、有效性。公司通过不断提高产品生产的科学管理水平，实现生产的标准化、规范化和集约化，通过提升产品质量来提高灯盏花系列产品的品质和品牌影响力。公司按照“以销定产”的原则组织安排生产。每年年初，生产管理部门根据当年销售计划和安全库存制定当年的生产计划，每月月初根据上月销售情况、产品库存情况和生产线能力对生产计划进行排配调整，保证按时、按量、按质完成生产任务。在生产过程中，质量部门对生产全过程进行监督，对原辅料、中间产品、待包装产品和产成品的质量进行全程检测

和监控。

表 3：公司主要产品的产能、产量和销量情况

年度	名称	单位	产能	产量	销量	产能利用率	产销率
2017 年度	灯盏细辛注射液	盒	11,900,000	8,053,600	8,241,490	67.68%	102.33%
	灯盏生脉胶囊	盒	20,500,000	12,454,667	12,619,409	60.75%	101.32%
	其他产品	盒	2,600,000	581,173	398,637	22.35%	68.59%
	合计	盒	35,000,000	21,089,440	21,259,536	60.26%	100.81%
2018 年度	灯盏细辛注射液	盒	11,900,000	8,541,660	7,886,187	71.78%	92.33%
	灯盏生脉胶囊	盒	20,500,000	11,436,170	11,338,153	55.79%	99.14%
	其他产品	盒	2,600,000	955,420	534,493	36.75%	55.94%
	合计	盒	35,000,000	20,933,250	19,758,833	59.81%	94.39%
2019 年度	灯盏细辛注射液	盒	11,900,000	8,222,070	8,032,076	69.09%	97.69%
	灯盏生脉胶囊	盒	20,500,000	12,558,695	11,833,053	61.26%	94.22%
	其他产品	盒	2,600,000	1,270,062	881,137	48.85%	69.38%
	合计	盒	35,000,000	22,050,827	20,746,266	63.00%	94.08%

资料来源：公开发行说明书，东莞证券研究所

公司客户数量稳定。公司经营的药品为处方药，营销以专业化的学术推广模式为主，经过多年的发展，公司建立了与产品相适应的营销模式，奠定了公司发展的坚实基础。公司客户数量前三大销售区域稳定，为西南、西北、及华南销售大区。2018 年整体客户数量的增长，主要由于发行人的主打产品灯盏生脉胶囊进入国家基药目录，公司提出全渠道覆盖战略，全面布局第三终端，新增基层市场销售网络。2019 年，公司根据营销战略规划，开始启动商业客户整合，以国药集团为全国主流销售渠道，上药、华润、九州通及各地市区域性龙头企业为辅助销售渠道，有效归拢医药商业客户，故相较 2018 年商业客户数量有所减少。

表 4：公司客户数量的变化情况及地域分布情况

销售大区	2019 客户数量	2018 客户数量	2017 客户数量
西南销售大区	96	108	83
西北销售大区	89	104	87
华南销售大区	89	112	96
华北销售大区	87	89	73
华中销售大区	85	94	54
东南销售大区	52	56	41
华东销售大区	49	50	52
东北销售大区	48	52	41
总计	595	665	527

资料来源：公开发行说明书，东莞证券研究所

3.4 口服制剂市场潜力巨大，未来公司市场份额有望将进一步提高

公司灯盏花市占率第一。灯盏花制剂常见药品包括灯盏花片剂、胶囊剂以及注射剂，生产及销售灯盏花制剂的企业主要包括龙津药业、湖南恒生以及生物谷。据南方医药经济研究所数据显示，2017 年 3 家企业共占据了灯盏花注射剂市场 93%以上的份额，其中生物谷占 41.3%，昆明龙津占 30.5%，湖南恒生占 21.4%。龙津药业和湖南恒生以“注射用灯盏花素”为主打产品。公司灯盏花制剂产品剂型较全，且以口服制剂为主，口服制剂产品占公司主营业务收入约 60%，随着慢病用药市场规模的扩大，公司口服制剂产品市场潜力及空间巨大，未来公司在灯盏花制剂的市场份额将进一步提高。

公司灯盏花产品可应对日益增长的心脑血管市场。根据新思界产业研究中心发布的《2018-2022 年中国心脑血管用药市场分析及发展前景研究报告》数据显示，2014-2017 年我国心脑血管药物市场持续增长，终端市场规模由 2,397.8 亿元上升至 3,694.3 亿元，年复合增长率在 15%以上。随着我国经济发展和人民生活水平的提高，社会人口老龄化趋势的加剧，尤其是人们饮食结构和生活方式的改变，我国心脑血管疾病的患病率将呈现明显的上升趋势，将促使我国心脑血管用药市场规模继续不断攀升。公司专业从事于灯盏花系列产品的研发、生产和销售，相对于其他心脑血管疾病中成药产业而言，整个灯盏花产业才刚刚起步，距离“天花板”仍较远，发展空间十分巨大。根据中国中医科学院中药资源中心发布的《2017 年度中国云南灯盏花产业发展报告》显示，目前灯盏花全部制剂产品年销售额不到 50 亿元，还远不及丹红注射液等单品种体量，与三七、丹参、银杏叶等较为成熟的产业市场规模还存在数量级的差距，未来潜力可期。

中成药在预防和治疗心血管疾病方面更具明显优势。中成药具有“多靶点、多效应、毒副作用小”的特点，因此，相比于西药，在预防和治疗心血管疾病方面更具明显优势。随着我国社会人口老龄化程度的加剧，心脑血管患者人群逐步扩大，心脑血管中成药已成为我国医药市场的一大重要品类。据米内网数据显示，2018 年重点城市公立医院终端心脑血管中成药销售额规模超过 100 亿元，品牌 TOP10 均是国内药企，且都是丹参、三七和银杏叶制剂产品。根据中国中医科学院中药资源中心发布的《2017 年度中国云南灯盏花产业发展报告》显示，目前，我国共有 115 家生产含有灯盏花中成药品种的医药生产企业，在已上市的含灯盏花的中成药品种共 18 个，主要应用于心脑血管疾病治疗领域，而以灯盏花为主药的心脑血管疾病用药的中成药产品主要是灯盏生脉胶囊、灯盏细辛注射液、注射用灯盏花素，主要生产企业是生物谷药业、龙津药业和湖南恒生，市场竞争相对稳定。

3.5 公司核心产品竞争优势显著

灯盏花产品剂型多样，公司在灯盏花注射剂市场中市占率第一。公司专业从事灯盏花系列产品的研发、生产和销售，在研发技术、产品力及市场份额等方面都已占据了优势地位，已成为灯盏花领域的领先企业。灯盏花具有扩张脑血管、冠脉血管和外周血管的作用，使血流量增加，改善局部供血，使外周阻力下降；同时可增加心收缩力，改善微循环；通过减少血小板计数和抑制血小板聚集等，降低血液粘度；还可以明显改善局部缺血引起的功能障碍。公司灯盏花制剂产品的剂型主要有硬胶囊剂、注射剂、滴丸剂、片

剂、软胶囊剂等，并形成了以灯盏生脉胶囊和灯盏细辛注射液为核心的灯盏花系列产品集群，是以灯盏花为原料的制药企业中产品品种较多、较全的制药企业。慢性病需要长期服药甚至终身服药，因此，口服制剂产品必定是灯盏花制剂产品未来发展的方向。基于此，公司推出了灯盏生脉胶囊，并经多年发展，逐渐成为了公司的核心产品，目前已占公司主营业务收入约 60% 的份额。据南方医药经济研究所数据显示，在 2017 年灯盏花注射剂市场份额中，生物谷占 41.3%，龙津药业占 30.5%，湖南恒生占 21.4%，这 3 家企业占整个灯盏花注射剂市场份额的 93%。

表 5：公司核心产品竞争情况

产品	灯盏生脉胶囊	灯盏细辛注射液
市场份额	1.14%	1.08%
有效性	被大型循证证实可降低缺血性卒中再发。SPIRIT 研究在全国 83 家医院开展，纳入 3143 例缺血性卒中患者，主要终点为 1、年卒中复发率。研究结果表明灯盏生脉胶囊可降低卒中复发风险近 30%；2、结果已发表在国际 SCI 期刊。	“灯盏细辛注射液治疗急性缺血性卒中的有效性及安全性的系统评价”共纳入 25 项随机对照试验，2498 例急性缺血性脑卒中患者。本研究结果表明灯盏细辛注射液联合常规治疗在改善巴氏指数（日常生活活动能力）、神经功能缺损方面的疗效优于单纯西医常规治疗。
安全性	说明书不良反应：1. 胃肠道反应：口干、恶心、腹胀、腹泻。2. 过敏性反应：皮疹、瘙痒、头晕、心悸。 SPIRIT 研究表明，使用灯盏生脉胶囊安全性良好，不增加出血风险及不良事件的发生。	一、说明书不良反应：1. 过敏反应：潮红、皮肤瘙痒、皮疹、呼吸困难、憋气、心悸、血压下降、过敏性休克等。2. 其他不良反应：寒战、发热、高热、乏力、多汗、恶心、呕吐、胸闷、头晕、头痛。 二、中国中医科学院谢雁鸣教授牵头，采用多中心、大样本、前瞻性医院集中检测的方法，对 2012 年 8 月至 2014 年 12 月使用灯盏细辛注射液的住院及门诊 31724 例患者进行监测。结果显示 31,724 例患者中，仅发生 15 例不良反应，占 0.47%，属于罕见水平。
日均费用	12.7 元/日	77.7 元/日
优势	独家品种、基药，国家医保（无限制）	独家，非基药，国家医保（限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性心

资料来源：公开发行说明书，东莞证券研究所

3.6 新发行资金主要用于产业园扩张

募集资金主要用于健康产业园建设。为进一步提升公司运营效率，降低运营成本，增强公司核心竞争力，实现公司持续健康发展，公司 2020 年通过新三板精选层发行 684.90 万股股票，将依据轻重缓急拟投资于以下项目：（1）云南生物谷大健康产业园项目；（2）补充流动资金。

表 6：新三板上升募集资金主要用途

项目名称	实施主体	项目总投资额	拟使用募集资金	建设期
------	------	--------	---------	-----

云南生物谷大健康产业园项目	弥勒灯盏花	24,964.59	20,000.00	24 个月
补充流动资金	发行人	5,000.00	5,000.00	-

资料来源：公开发行说明书，东莞证券研究所

3.7 政策支持中医药发展，灯盏花产品领先地位有望保持

政策支持有望推动公司进一步加强和巩固在灯盏花领域的领先地位。近年来，国家持续推进深化医药卫生体制改革工作，陆续出台发布了《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》、《中医药发展战略规划纲要（2016—2030 年）》、《关于以药品集中采购和使用为突破口进一步深化医药卫生体制改革若干政策措施的通知》、《药品管理法》（2019 修订）、《药品注册管理办法》（2020）、《药品生产监督管理办法》（2020）等法律法规及政策文件，已经基本确立了以“三医联动”为核心的改革策略，即从医药的供给端、支付端以及使用端进行联动式改革，将突出以医学价值为导向，对医药行业进行重新洗牌，加速医药行业结构性调整，提高医药行业的集中度。公司专业从事于灯盏花系列产品的研发、生产和销售，这些法规和政策文件将推动公司进一步加强和巩固在灯盏花领域的领先地位，通过持续的技术创新和研发投入，将为公司未来发展提供保障。

表 7：医药行业主要相关产业政策

序号	产业政策名称	发布单位	文号	颁布/修订时间
1	《国务院关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》	国务院	国发[2009]22 号	2009 年 4 月
2	《中医药健康服务发展规划（2015-2020 年）》	国务院办公厅	国办发[2015]32 号	2015 年 4 月
3	《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）》	国务院	国发[2016]15 号	2016 年 2 月
4	《医药工业发展规划指南》	工业和信息化部	工信部联规[2016]350 号	2016 年 10 月
5	《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）》	国务院	国发[2016]15 号	2016 年 2 月
6	《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》	国家医疗保障局、人力资源和社会保障部	医保发[2019]46 号	2019 年 8 月
7	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》	中共中央办公厅、国务院办公厅	中共中央办公厅厅字[2017]42 号	2017 年 10 月
8	《关于印发国家基本药物目录（2018 年版）的通知》	国家卫健委	国卫药政发[2018]31 号	2018 年 10 月

资料来源：公开发行说明书，东莞证券研究所

4、风险提示

行业竞争加剧、药价降价风险、原材料价格大幅上升、产品单一风险等。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告提及的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn