

# 方盛制药 (603998.SH) 聚焦创新中药主业, “338” 大产品战略稳步推进

2024 年 06 月 07 日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

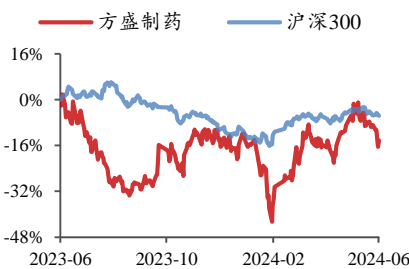
余汝意 (分析师)

yuruyi@kysec.cn

证书编号: S0790523070002

日期	2024/6/7
当前股价(元)	11.14
一年最高最低(元)	13.64/7.12
总市值(亿元)	48.97
流通市值(亿元)	48.40
总股本(亿股)	4.40
流通股本(亿股)	4.34
近 3 个月换手率(%)	80.46

## 股价走势图



数据来源: 聚源

### ● 业务“归核化”持续, 重整旗鼓轻装上阵

公司创始于 2002 年, 2014 年成功上市, 已形成创新中药为主、化学药品制剂为辅的产品集群与发展战略, 治疗领域涉及心脑血管、骨伤科、儿科、妇科、呼吸系统和抗感染等。公司以创新中药研发为核心竞争力, 业务逐渐从“多元并购”走向“归核化”, 逐步退出与公司主业协同性较弱的板块, 以“管理变革”持续性赋能“338 大产品战略”发展。我们看好公司未来骨伤科、儿科及呼吸系统产品板块的潜在成长性, 以及丰富的在研管线储备能够助力长期健康发展, 预计 2024-2026 年归母净利润分别为 2.34/2.85/3.66 亿元, EPS 为 0.53/0.65/0.83 元, 当前股价对应 PE 为 20.9/17.2/13.4 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

### ● 中药创新构筑核心产品矩阵, 化药质效提升把握集采机遇

在国家政策鼓励中医药创新传承发展、药品集中带量采购常态化等行业背景下, 公司提出“归核化”的发展战略, 打造丰富的核心产品矩阵。(1) **骨科**: 藤黄健骨片和玄七健骨片等品种疗效优秀, 新老品种梯队建设充分, 有望把握中医药传统优势病种之一的骨科市场发展机遇;(2) **儿科**: 创新中药小儿荆杏止咳颗粒疗效佳, 未来有望通过进入基药目录实现销量的快速提升;(3) **妇科**: 以自主研发的中药 6 类新药金英胶囊为核心, 重点覆盖妇科炎症用药等领域;(4) **呼吸科**: 强力枇杷系列产品具备“医保+基药”双目录资质, 膏剂独家剂型给予公司集采风险下一定的业绩弹性空间;(5) **心脑血管**: 血塞通产品集采风险已基本出清, 未来有望受益于人口老龄化趋势实现销售额稳定增长, 此外依折麦布片为国内首仿, 集采中标助力市占率迅速提升。

### ● “1+N”研发体系, 构筑核心竞争力

新药研发为公司核心竞争优势, 现已形成“1+N”模式的大研发体系框架构想。中药 1 类新药, 化药 3 类、4 类等多个研发项目稳步推进, 截至 2023 年底, 公司及子公司共拥有 144 个药品注册批件, 新药证书 16 个。

● **风险提示**: 市场竞争加剧, 产品销售不及预期, 新品研发速度不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,792	1,629	1,755	1,953	2,205
YOY(%)	14.4	-9.1	7.8	11.3	12.9
归母净利润(百万元)	286	187	234	285	366
YOY(%)	308.1	-34.6	25.5	21.6	28.5
毛利率(%)	67.3	68.1	68.4	69.1	69.9
净利率(%)	16.0	11.5	13.4	14.6	16.6
ROE(%)	18.3	11.3	12.8	14.3	16.0
EPS(摊薄/元)	0.65	0.42	0.53	0.65	0.83
P/E(倍)	17.1	26.2	20.9	17.2	13.4
P/B(倍)	3.5	3.4	3.1	2.7	2.3

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 方盛制药：创新中药为核心发展战略，研发持续赋能.....	4
1.1、 股权结构清晰，激励进展顺利.....	4
1.2、 业务重点从“多元化”至“归核化”，聚焦中药主业高质量发展.....	5
1.3、 轻装上阵，提质增效向好发展.....	7
2、 中药创新构筑核心产品矩阵，化药质效提升把握集采机遇.....	9
2.1、 骨科：市场潜力大，新老品种疗效优秀、梯队建设充分.....	10
2.1.1、 藤黄健骨片：独家剂型且集采风险出清，医学证据充足助力销售提升.....	11
2.1.2、 玄七健骨片：中药 1.1 类新药，市场稳步拓展.....	13
2.2、 儿科：创新品种疗效显著，蓄能发展.....	14
2.2.1、 小儿荆杏止咳颗粒：创新中药疗效佳，市场前景广阔.....	14
2.2.2、 赖氨酸维 B12 颗粒：销量回暖市占率高，竞争格局良好.....	16
2.3、 妇科：打造以金葵胶囊为核心的妇科用药格局，市场份额待提升.....	18
2.4、 呼吸科：强力枇杷“双剂型”促增长，膏剂优势正当时.....	19
2.5、 心脑血管：集采风险基本出清，人口老龄化助力业绩提升.....	20
2.5.1、 血塞通系列：人口老龄化趋势持续，推动销售增长.....	20
2.5.2、 依折麦布片：药品联用打开治疗场景，把握集采机遇提升市占率.....	22
3、 “1+N” 研发体系，构筑核心竞争力.....	24
4、 盈利预测与投资建议.....	25
4.1、 关键假设.....	25
4.2、 盈利预测与估值.....	27
5、 风险提示.....	27
附：财务预测摘要.....	28

## 图表目录

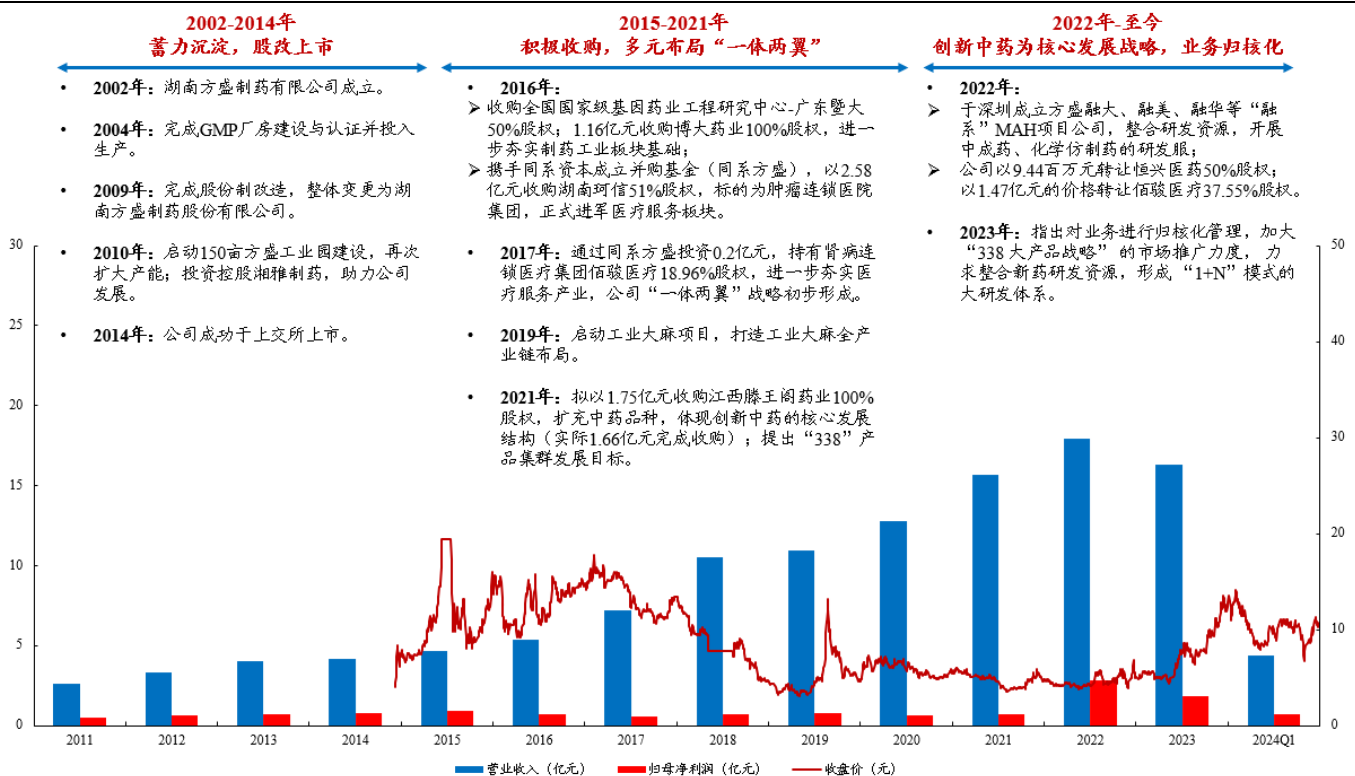
图 1： 公司以创新中药属性为核心发展根基，业务逐渐从“多元并购”走向“归核化”.....	4
图 2： 公司股权结构清晰，截至 2024Q1 实控人共持股 36.89%.....	5
图 3： 2018-2023 年公司营业收入整体呈稳健增长.....	7
图 4： 2023 年公司归母净利润同比下降 34.66%.....	7
图 5： 2023 年医药制造贡献主要营业收入（单位：亿元）.....	7
图 6： 2018-2023 年医药制造板块毛利率均维持较高水平.....	7
图 7： 2018-2023 年骨科产品贡献主要营收（单位：亿元）.....	8
图 8： 2018-2023 年骨科产品毛利率均维持在 85% 以上.....	8
图 9： 2020 年起公司毛利率呈现逐步提升发展态势.....	8
图 10： 2023 年公司销售费用率和管理费用率均小幅下降.....	8
图 11： 2020 年起骨骼肌肉系统用中成药市场规模增加.....	10
图 12： 2020 年骨骼肌肉中成药零售渠道销售占比较高.....	10
图 13： 2022 年骨骼肌肉系统止痛用中成药为第一大亚类.....	11
图 14： 2022 年骨骼肌肉中成药基本以内服剂型为主.....	11
图 15： 2019-2021 年藤黄健骨片销售额持续提升.....	12
图 16： 藤黄健骨片 2023 年销售量与 2022 年基本持平.....	12
图 17： 2023 年 Q2-Q4 季度玄七健骨片销售额增长迅速.....	14
图 18： 2021-2023 年小儿荆杏止咳颗粒销售额增长较快.....	15

图 19: 2022-2023 年小儿荆杏止咳颗粒产销量相对均衡 .....	15
图 20: 2023 年赖氨酸维 B12 颗粒销售量同比增长 27% .....	17
图 21: 2018-2023 年公司赖氨酸维 B12 颗粒市占率领先 .....	17
图 22: 2020 年起赖氨酸维 B12 颗粒市场份额占比持续提升 (单位: 百万元) .....	17
图 23: 2019-2023 年我国妇科炎症用中成药销售规模基本稳定 (单位: 亿元) .....	18
图 24: 2023 年妇科炎症用中成药给药方式以口服为主 .....	18
图 25: 2023 年妇科炎症用口服中成药以胶囊和片剂为主 .....	18
图 26: 2022 年公司强力枇杷膏 (蜜炼) 销售增长明显 .....	20
图 27: 2023 年强力枇杷露销售前五企业市占率超 65% .....	20
图 28: 2020-2023 年公司血塞通片销售额稳定提升 .....	21
图 29: 血塞通片市场竞争格局较稳定 (单位: 百万元) .....	21
图 30: 血塞通分散片市场参与者众多 (单位: 百万元) .....	21
图 31: 公司依折麦布销售额增长快速 (单位: 百万元) .....	22
图 32: 2023 年公司依折麦布片销售量占比约为 33% .....	22
表 1: 2022 年公司公告股票激励计划, 助力公司长期发展 .....	5
表 2: 公司通过兼并收购及增资等方式进一步打造“多元化”发展模式 .....	6
表 3: 公司通过股权转让逐步优化业务结构 .....	6
表 4: 公司“338 工程”产品涉及多个治疗领域 .....	9
表 5: 藤黄健骨片两规格中标全国中成药带量采购 .....	12
表 6: 藤黄健骨片临床研究充分, 治疗膝骨关节炎 (KOA) 疗效受认可 .....	12
表 7: 2019-2022 年藤黄健骨片销售额占缓解期和康复期适用药品总销售额的比例呈提升趋势 .....	13
表 8: 玄七健骨片 2022 年起被纳入国家医保目录协议期内谈判药品部分 .....	14
表 9: 小儿荆杏止咳颗粒 2020 年起被纳入国家医保目录协议期内谈判药品部分 .....	15
表 10: 呼吸道感染急性期常用中成药较多, 小儿荆杏止咳颗粒 2021-2023 年销售额占比呈提升趋势 .....	15
表 11: 小儿荆杏止咳颗粒临床实证充足, 联用其他药品效果确切 .....	16
表 12: 2018 年版《国家基本药物目录》新增 5 种儿科专科中成药 .....	16
表 13: 2023 年金英胶囊销售规模位列妇科炎症类用中成药第十一名 .....	19
表 14: 强力枇杷膏为独家剂型产品, 强力枇杷露市场参与者较多 .....	20
表 15: 依折麦布联用其他药品可有效防治多类疾病 .....	22
表 16: 公司的依折麦布片为国内首仿, 具备先发优势 .....	23
表 17: 公司的依折麦布片中选第七批全国药品集中采购 .....	23
表 18: 公司储备的中药和化药研发项目涉及多类型治疗领域 .....	24
表 19: 基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健 .....	26
表 20: 对比可比公司, 公司估值合理 .....	27

## 1、方盛制药：创新中药为核心发展战略，研发持续赋能

**不忘初心，坚定创新。**公司创始于2002年，2014年成功上市，已形成创新中药为主、化学药品制剂为辅的产品集群，治疗领域涉及心脑血管、骨伤科、儿科、妇科、呼吸系统和抗感染等，现已成功开发“欣雪安”牌心脑血管科、“方盛堂”牌骨伤科、“金蓓贝”牌儿科、“美尔舒”牌妇科等几大品牌系列产品。此外，“创新中药研发”和“管理变革”两举措双管齐下，有望驱动核心竞争力的持续提升，赋能公司的“338大产品打造计划”，即力争打造3个10亿、3个5亿、8个超亿的产品梯队，助力业绩稳定增长。截至2023年底，公司拥有药品注册批件144个，新药证书16件，发明专利52项等，先后获评国家火炬计划重点高新技术企业、2021年度中国医药自主创新先锋企业、2022-2023年度中国医药制药业百强等荣誉称号。

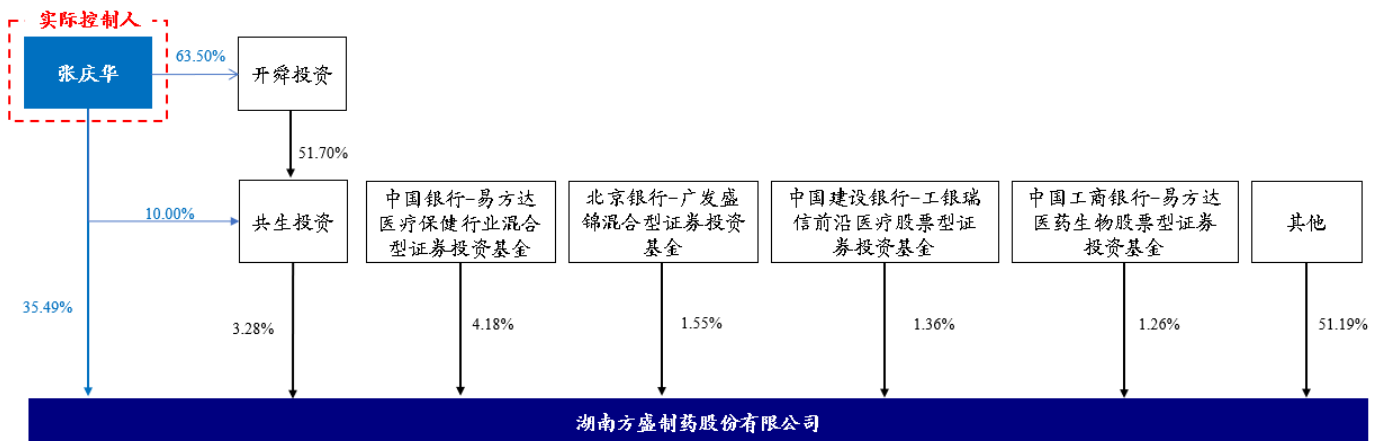
图1：公司以创新中药属性为核心发展根基，业务逐渐从“多元并购”走向“归核化”



资料来源：Wind、公司官网、公司公告、开源证券研究所（左轴为财务数据，右轴为收盘价）

### 1.1、股权结构清晰，激励进展顺利

**实控人经验丰富，公司股权结构清晰。**公司实际控制人张庆华先生，1995年毕业于湖南中医学院（现湖南中医药大学），1998年成立广东瑞兴医药，2002年成立方盛制药，深耕医药行业二十余年，经验丰富。截至2024Q1，张庆华先生直接持股35.49%，并通过开舜投资、共生投资间接持股1.40%，合计持有公司36.89%的股份。

**图2：公司股权结构清晰，截至 2024Q1 实控人共持股 36.89%**


资料来源：公司公告、开源证券研究所

**股权激励团结核心人员，助力公司长期发展。**2022年3月，公司发布限制性股票激励计划草案，首次及2022年授予预留的限制性股票激励以2021年为基数，第一次和第二次解除限售分别要求：（1）2022年营业收入增长率不低于10%或2022年净利润增长率不低于12%；（2）2023年营业收入增长率不低于15%或2023年净利润增长率不低于17%。截至2024Q1，公司2022及2023年考核指标圆满完成，激励计划的顺利实施有望促进核心人员团结协作，坚持公司长期战略目标，为健康发展注入活力。

**表1：2022年公司公告股票激励计划，助力公司长期发展**

授予情况	解除限售期	考核年度	公司业绩考核目标	可解除限售比例
首次授予的限制性股票/2022年授予的预留部分的限制性股票	第一次	2022	以2021年为基数，2022年营业收入增长率不低于10%或2022年净利润增长率不低于12%	50%
	第二次	2023	以2021年为基数，2023年营业收入增长率不低于15%或2023年净利润增长率不低于17%	50%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.2、业务重点从“多元化”至“归核化”，聚焦中药主业高质量发展

**持续优化制药主业，聚力中药大品种打造。**公司2019年以来，着力通过兼并收购等方式进行多元化业务布局，并持续优化制药主业。先后于2016、2018年收购博大药业、三花制药，引入复方川芎吡啶美辛胶囊、复方独活吡啶美辛胶囊、龙血竭散、舒尔经胶囊和三花接骨散等核心产品，丰富了公司在妇科、骨伤科领域的药物品类。2021年收购滕王阁药业，获得核心产品强力枇杷膏（蜜炼）、强力枇杷露等32个产品，填补了公司在呼吸系统领域的空白。公司通过收购优质创新中药公司，有效丰富了产品矩阵，为健康、持续、稳健发展奠定良好基础。

**表2：公司通过兼并收购及增资等方式进一步打造“多元化”发展模式**

公告时间	标的企业	收购/增资金额（亿元）	持股比例	标的公司主营业务	交易目的
2019.1	暨大基因	0.38 (实物资产+现金)	增资前 50%，增资后 65%	生物技术咨询、交流、推广、开发服务；生物药品制造；物业出租等	增资后持股比例由 50% 变为 65%，暨大基因成为控股子公司；对暨大基因药品研发提供资金支持，助力其研发能力提升
2019.11	佰骏医疗	受让康莱健康 26.65% 的股权，并进行现金增资 6006.12 万元	直接持有 33.92%，通过同系方盛医疗基金间接持有 17.08%，合计 51%	以肾病专科业务为主的医院投资与运营，旗下拥有 11 家连锁医院	完善大健康产业布局，分享佰骏医疗快速成长带来的发展红利
2023.2	永州珂信	0.4158 (以股抵债)	53.24%	集医疗、预防、康复于一体的二级医院	推进非核心业务的优化调整工作，更好地专注创新中药的核心业务；提升研发项目临床试验效率

数据来源：公司公告、开源证券研究所

**剥离非核心业务，专注创新中药发展。**公司从 2016 年开始持续优化资产结构和资源配置，通过“关、停、并、转”的方式来盘活固化与低效的资产，集中于 2021、2022 年完成对佰骏医疗、三花制药、恒兴医药和中科建创的股权转让，2024 年完成对新盘生物、筱熊猫药业的股权转让，并对锐新药业进行减资（注册资本由 1.8 亿元减至 1000 万元，实收资本由 7277 万元减至 220 万元）。公司未来会在“归核化”战略指引下，持续优化资产结构和业务经营范围，着力提升在中药领域的核心竞争力。

**表3：公司通过股权转让逐步优化业务结构**

公告时间	标的公司	受让方	转让比例	转让金额（万元）	剩余持股（%）
2016.4	宏雅方盛	时代基因	45.00%	1200	15.00%
2017.11	方盛医药	自然人	57.50%	1095.3	-
2021.5	佰骏医疗	DaVita	31.70%	14700	14.20%
2021.5	三花制药	自然人	51.00%	2400	-
2021.12	恒兴医药	自然人	50.00%	943.64	35.00%
2022.11	中科建创	中科招商	32.18%	303.3	7.42%
2024.2	新盘生物	正申科技	100.00%	5200	-
2024.4	筱熊猫药业	重庆聚展企业管理	51%	-	-

数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.3、轻装上阵，提质增效向好发展

营收稳健增长，伴随低效资产的持续剥离利润端有望持续提升。2018-2023 年公司营业收入由 10.51 亿元增长至 16.29 亿元，CAGR 为 9.15%；归母净利润由 0.73 亿元增长至 1.87 亿元，CAGR 为 20.68%。其中，2023 年营收、归母净利润同比均有一定程度下降，营业收入方面下降系本期佰骏医疗不再纳入合并报表范围内、部分重点产品进入国家集采降价所致；归母净利润下降主要是因为 2022 年确认了佰骏医疗股权转让的投资收益，本期无该部分收益。2024Q1 公司营收 4.38 亿元，同比上升 0.37%；归母净利润 0.70 亿元，同比上升 10.04%。

图3：2018-2023 年公司营业收入整体呈稳健增长

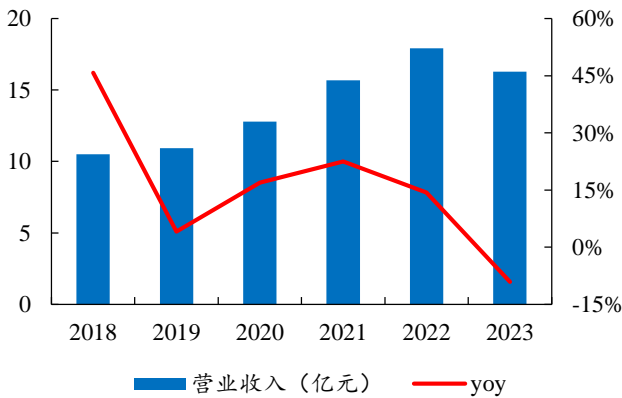
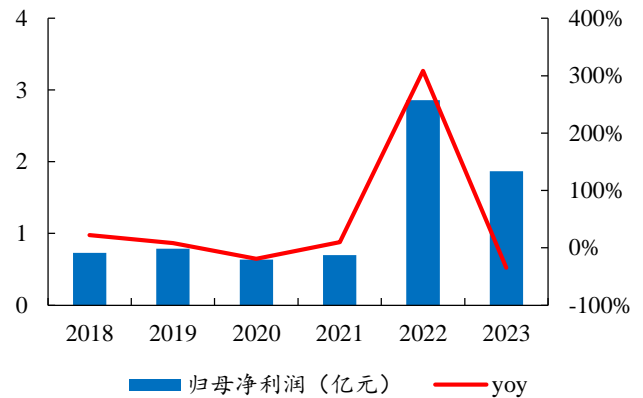


图4：2023 年公司归母净利润同比下降 34.66%



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

分行业来看，医药制造为公司主要收入来源。2018-2023 年公司医药制造营收由 10.14 亿元增至 14.39 亿元，CAGR 为 7.25%。同时医药制造业务毛利率持续稳定在较高水平，2018-2023 年毛利率均超 73%，并且随着医药制造业务占总营收比重的进一步提升，医药制造板块将有望对公司利润做出积极贡献。医疗业务主要是方盛天鸿的医疗服务业务，随着 2022 年佰骏医疗转让，2023 年医疗业务收入下降至 0.41 亿元、且毛利率降至 16.52%。医药商业主要为子公司方盛锐新、筱熊猫药业的药品销售业务，2023 年板块毛利率为 30.41%。

图5：2023 年医药制造贡献主要营业收入（单位：亿元）

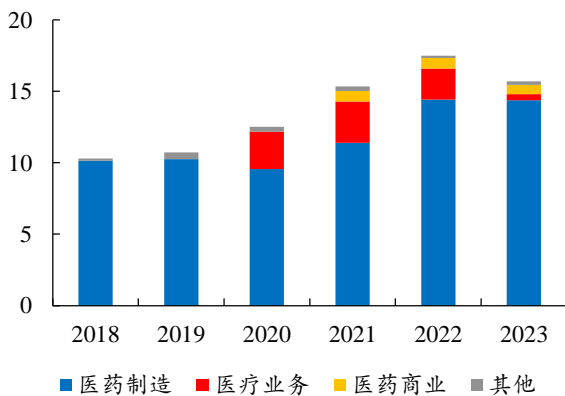
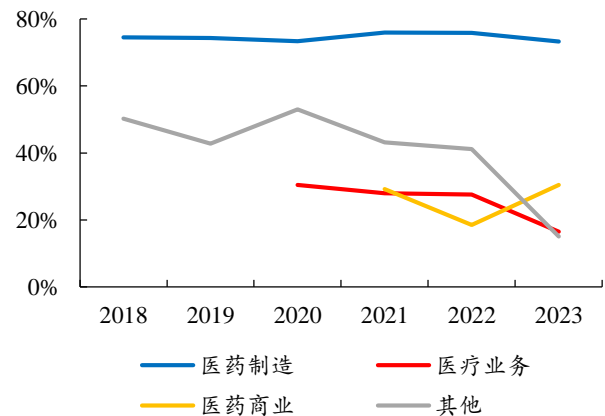


图6：2018-2023 年医药制造板块毛利率均维持较高水平

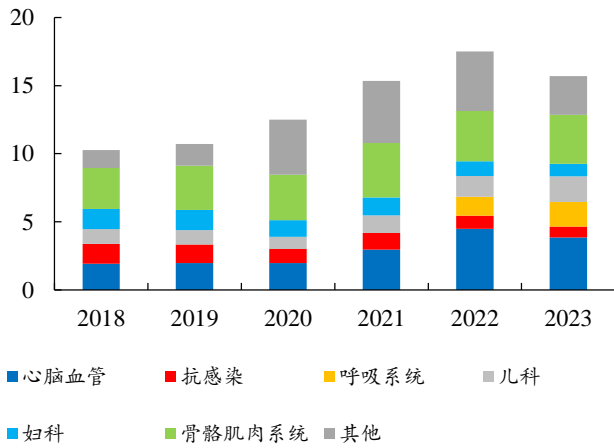


数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

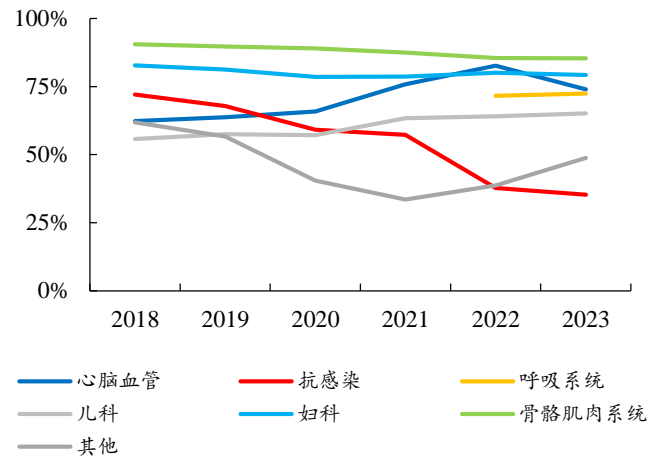
分产品来看，心脑血管和骨骼肌肉系统用药是重点创收品种。2023年，公司心脑血管用药营收3.85亿元，占主营业务收入的24.50%；骨骼肌肉系统用药营收3.59亿元，占比22.87%；儿童用药营收1.88亿元，占比11.99%；呼吸系统用药营收1.80亿元，占比11.44%；妇科疾病用药营收0.92亿元，占比5.89%；抗感染用药营收0.82亿元，占比5.22%。心脑血管和骨骼肌肉系统用药作为重点品类，毛利率均稳定维持在较高水平，特别是骨骼肌肉系统用药毛利率在2018-2023年间均维持在85%以上。

图7：2018-2023年骨科产品贡献主要营收（单位：亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

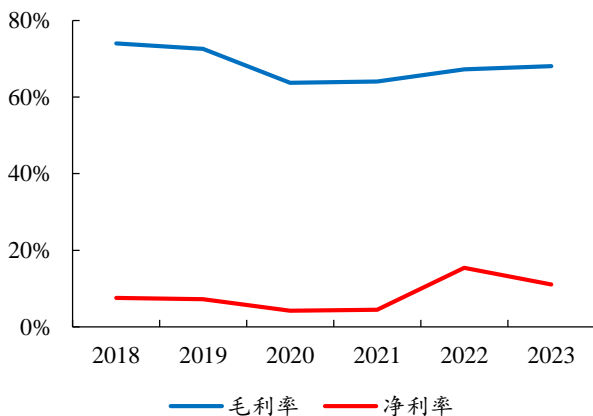
图8：2018-2023年骨科产品毛利率均维持在85%以上



数据来源：公司公告、开源证券研究所

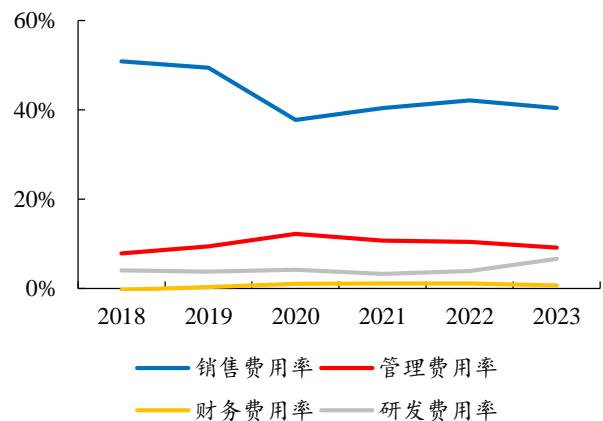
毛利率和净利率较为稳定，费用管控能力强。盈利能力方面，2019年因毛利率较低的佰骏医疗并入公司报表导致毛利率略有下降，2022年净利率大幅增加主要系确认佰骏医疗股权转让的投资收益所致。近年随着“归核化”战略的持续推进，公司盈利能力恢复情况较好，2023年公司毛利率为68.10%，净利率为11.03%。费用管控方面，2023年公司整体费用支出略有下降，销售费用率和管理费用率分别由42.11%和10.47%降至40.38%和9.17%；同时研发费用率稳中有升，主要系公司将逐步加大科技研发投入力度，打造中药创新核心竞争力。

图9：2020年起公司毛利率呈现逐步提升发展态势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2023年公司销售费用率和管理费用率均小幅下降



数据来源：Wind、开源证券研究所





## 2、 中药创新构筑核心产品矩阵，化药质效提升把握集采机遇

“创仿结合”产品集群丰富，赋能业绩发展。在国家政策鼓励中医药创新传承发展、药品集中带量采购常态化等行业背景下，公司提出以“创新中药+仿制化药”为核心产业结构，以“338大产品打造计划”为抓手的内生发展战略。同时，公司中药产品丰富，涉及多个治疗领域，其中以骨伤科、儿科、呼吸系统、心脑血管和妇科为重点，并围绕“338战略”积极进行产品市场开拓与推广，同时通过做深做细学术研究，赋能产品力不断提升，进而助推公司业绩长久向好提升。

表4：公司“338工程”产品涉及多个治疗领域

目标	主治领域	药品名称	注册分类	适应症或功能主治	处方药	纳入国家基药目录	纳入国家医保目录
十亿元大产品	骨科	藤黄健骨片	 中药 8类	补肾，活血，止痛。用于肥大性脊椎炎，颈椎病，跟骨刺，增生性关节炎，大骨节病	是	否	是
	呼吸科	强力枇杷膏(蜜炼)	 中药	养阴敛肺，止咳祛痰，用于支气管炎咳嗽	否	是	是
	儿科	小儿荆杏止咳颗粒	 中药 6.1类	小儿外感风寒化热轻度急性支气管炎引起的咳嗽，咯痰，痰黄、咽部红肿、发热等症	是	否	协议期内谈判部分
五亿元大产品	心脑血管	血塞通分散片	 中药 9类	活血祛瘀，通脉活络，抑制血小板聚集和增加脑血流量之功效	是	否	是
	妇科	金英胶囊	 中药 6类	清热解毒，祛湿止带，用于慢性盆腔炎等	是	否	否
	骨科	玄七健骨片	 中药 1.1类	用于轻中度膝骨关节炎中医辨证属筋脉瘀滞证的症状改善等	是	否	协议期内谈判部分
超亿元产品	骨科	跌打活血胶囊	 中药	舒筋活血，散瘀止痛	否	否	是
	妇科	舒尔经胶囊	 中药	用于痛经、月经量少、后错属气滞血瘀证者	否	否	是
	骨科	龙血竭散	 中药	活血散瘀，定痛止血，敛疮生肌。用于跌打损伤，瘀血作痛	否	否	否
	呼吸科	强力枇杷露	 中药	养阴敛肺，止咳祛痰，用于支气管炎咳嗽	否	是	是
	心脑血管	依折麦布片	 化药 4类	用于治疗原发性高胆固醇血症、纯合子家族性高胆固醇血症、纯合子谷甾醇血症(或植物甾醇血症)	是	否	是
儿科	赖氨酸维 B12 颗粒	 化药 6类	能加速儿童生长发育、增进食欲	是	否	否	

呼吸科	蒲地蓝消炎片		原中药 1.1 类	清热解毒, 抗炎消肿。用于肺肿、咽炎、扁桃腺炎	否	否	否
补益类	参芪鹿茸口服液		中药	益气养血, 补肾生精。用于脾肾两虚所致体乏形瘦, 腰腿疼痛, 头晕目眩, 食欲不振	否	否	否

资料来源: 公司公告、公司官网、药品通、《国家基本药物目录(2018年版)》、《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2023年)》、开源证券研究所

## 2.1、骨科：市场潜力大，新老品种疗效优秀、梯队建设充分

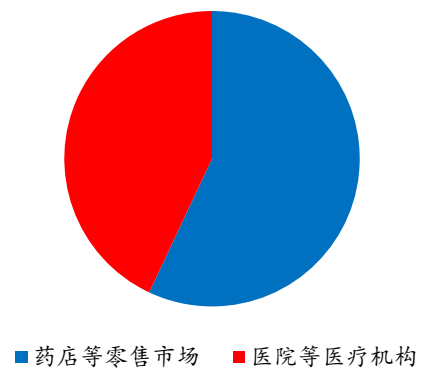
**骨科中成药市场规模扩容，零售渠道重要性凸显。**米内网数据显示，我国骨骼肌肉系统用药市场规模在 2018-2020 年间持续下降，2021 年呈现恢复性增长，市场规模达 375.78 亿元，同比增长 9.23%。从销售渠道来看，2020 年零售渠道销售占比 57%，我们认为随着人口老龄化发展带来的老年病、慢性病需求增加，未来零售市场骨科类药品的销售规模及重要性有望进一步增加。

图11：2020 年起骨骼肌肉系统用中成药市场规模增加



数据来源：米内网、开源证券研究所

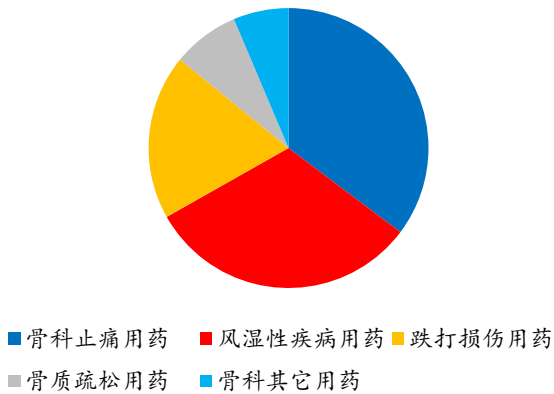
图12：2020 年骨骼肌肉中成药零售渠道销售占比较高



数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

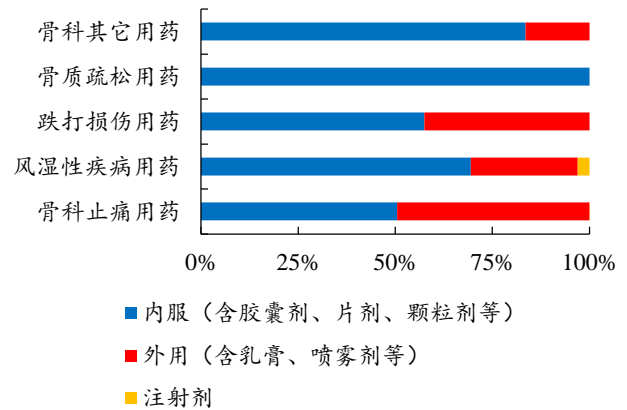
**骨科中成药以止痛和风湿性亚类用药为主，多为内服剂型。**据 PDB 统计显示，骨骼肌肉系统用中成药基本涉及骨科止痛、风湿性疾病、跌打损伤、骨质疏松以及其他用药，共 5 个亚类。其中，骨科止痛和风湿性疾病两大主要治疗细分领域，2022 年合计销售额占总骨科中成药市场份额约 66.8%；跌打损伤、骨质疏松和其他用药亚类销售占比分别约为 19%、8%和 6%。从剂型来看，骨科止痛和跌打损伤用药的内服和外用剂型销售额占比接近，其余三亚类基本以内服剂型为主。

图13：2022年骨骼肌肉系统止痛用中成药为第一大亚类



数据来源：PDB、开源证券研究所

图14：2022年骨骼肌肉中成药基本以内服剂型为主



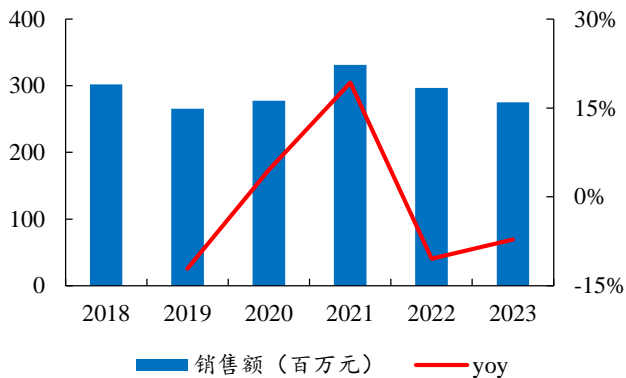
数据来源：PDB、开源证券研究所

**产品梯队已基本组建，布局“内服+外用”剂型，持续拓展市场。**公司专注于骨伤科领域中药产品研发，核心产品包括藤黄健骨片、玄七健骨片、跌打活血胶囊、元七骨痛酊、三花接骨散和龙血竭散等。其中，藤黄健骨片为全国独家剂型，玄七健骨片是2021年11月获批上市的中药1.1类创新药，均具有较优秀的临床疗效与需求前景。新老产品现已形成组合梯队，公司有望凭借多年的骨伤科药品研究经验，进一步深入布局、挖掘潜在需求，持续开拓市场。

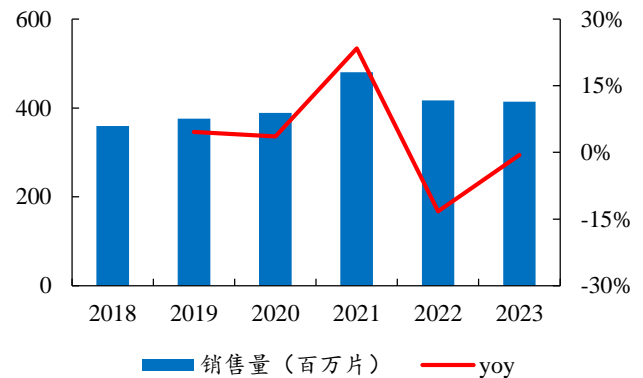
### 2.1.1、藤黄健骨片：独家剂型且集采风险出清，医学证据充足助力销售提升

藤黄健骨片源自国医大师刘柏龄教授有效经验方“骨质增生丸”，由熟地黄、鹿衔草、骨碎补（烫）、肉苁蓉、淫羊藿、鸡血藤、莱菔子（炒）7味药组成，具有补肾、活血、止痛的功效，同时有望改善骨质疏松、降低血黏度和镇痛，为独家剂型。

**集采风险出清，未来放量可期。**藤黄健骨片于2019年纳入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》，据PDB数据统计，2019-2021年藤黄健骨片销售额增速较快，从2019年的2.66亿元增长至2021年约3.31亿元，CAGR为11.7%，2022年销售额略微同比下滑10.5%。2023年6月发布的《全国中成药采购联盟集中带量采购拟中选结果公示》文件中，藤黄健骨片36片/盒和60片/盒规格分别以20.46元/盒和47.52元/盒中选，降价幅度约42%。同时，据Insight数据库统计，2023年8月起青海、宁夏、新疆、四川、广东、江苏、河北等多个省份对其中标价进行调整并陆续推进带量采购事宜。2023年藤黄健骨片销量与2022年基本持平，我们认为这可能由于带量采购事宜在2023年7-9月进展速度较慢所致。但与此同时，产品集采降价事宜已在2023年落定，伴随人口老龄化带来的需求人群增长，未来放量可期。

**图15：2019-2021年藤黄健骨片销售额持续提升**


数据来源：PDB、开源证券研究所

**图16：藤黄健骨片2023年销售量与2022年基本持平**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表5：藤黄健骨片两规格中标全国中成药带量采购**

药品通用名	规格	包装单位	中选价 (元)	单价 (元/片)	降价幅度 (%)
藤黄健骨片	每片重 0.5g*12 片/板*3 板/盒	盒	20.46	0.57	42.0%
	每片重 0.5g*12 片/板*5 板/盒		47.52	0.79	42.0%

数据来源：《全国中成药联盟采购公告》、《江苏省公共资源交易中心关于公布药品价格动态调整结果的通知》、开源证券研究所

**医学研究充分，入选临床应用指南。**膝骨关节炎（KOA）是一种严重影响膝关节功能的慢性退行性疾病，属于中医“骨痹”范畴。KOA 高发于中老年患者，年平均发病率最高年龄段为 55-64 岁，是中医骨伤科治疗的优势病种之一。2021 年中国中药协会发布的《藤黄健骨片治疗膝骨关节炎临床应用专家共识》为藤黄健骨片临床规范使用指明了方向，随后多篇文献也为其临床有效性给予医学证据支撑。

**表6：藤黄健骨片临床研究充分，治疗膝骨关节炎（KOA）疗效受认可**

时间	文献名称	主要内容/结论
2021 年 4 月	《藤黄健骨片治疗膝骨关节炎临床应用专家共识》	进一步明确藤黄健骨片治疗膝骨关节炎的临床应用指征，规范其在临床实践中的应用。
2021 年 5 月	《中成药治疗膝骨关节炎临床应用指南（2020 年）》	藤黄健骨片单独或联合使用改善疼痛和关节功能（专家共识），建议用于膝骨关节炎的缓解期、康复期。
2022 年 3 月	《藤黄健骨片对膝关节炎急性发作期模型大鼠骨代谢、行为学及 NF-κ B、ICAM-1 表达的影响》	藤黄健骨片可有效改善 KOA 急性发作期模型大鼠骨代谢、行为学变化，其主要作用机制可能和下调 NF-κ B、ICAM-1 表达以及炎症因子水平有关。
2023 年 9 月	《基于真实世界的藤黄健骨片治疗膝骨关节炎患者临床特征及用药分析》	真实世界中藤黄健骨片治疗膝骨关节炎人群女性多于男性，K-L 分级以 II 级分布为主，分期主要以缓解期为主，发作期在更高年龄占比更大；藤黄健骨片的用法用量与专家共识一致，临床联合用药类别主要为西药口服、中成药口服、西药关节腔注射、中成药外用等，具有良好的安全性。

资料来源：《藤黄健骨片治疗膝骨关节炎临床应用专家共识》、《中成药治疗膝骨关节炎临床应用指南（2020 年）》等、开源证券研究所

**临床证据充足赋能产品力，KOA 治疗领域市场份额持续提高。**《中成药治疗膝骨关节炎临床应用指南（2020 年）》将 KOA 中成药治疗分为发作期、缓解期和康复期三个阶段，并给出推荐用药名单。其中，藤黄健骨片被列为缓解期及康复期的推荐用药之一。根据 PDB 数据统计，2019-2022 年藤黄健骨片在缓解期市场销售份

比例从 7.7% 提升至 9.5%；在康复期市场销售份额比例从 18.8% 提升至 29.9%，均呈现一定的提升趋势，侧面反映医生及患者对于产品的认可，市场份额有望继续提升。

**表7：2019-2022 年藤黄健骨片销售额占缓解期和康复期适用药品总销售额的比例呈提升趋势**

阶段及药品名称	代表企业	2019	2020	2021	2022
<b>发作期</b>		<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
消痛贴膏	奇正藏药	59.1%	61.2%	59.6%	59.4%
痹祺胶囊	天津达仁堂京万红药业	15.9%	13.6%	15.1%	13.9%
复方南星止痛膏	康缘药业	11.2%	10.0%	11.2%	11.1%
尕痹片	辽宁上药好护士药业	13.9%	15.1%	14.1%	15.5%
<b>缓解期</b>		<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
藤黄健骨片	方盛制药	7.7%	8.9%	9.5%	9.5%
消痛贴膏	奇正藏药	32.2%	35.3%	36.2%	38.4%
金天格胶囊	金花企业（集团）	15.1%	13.0%	12.7%	12.7%
金乌骨通胶囊	盛世龙方制药	3.2%	3.3%	2.3%	2.7%
仙灵骨葆胶囊	国药集团同济堂制药	18.3%	16.2%	13.9%	9.6%
痹祺胶囊	天津达仁堂京万红药业	8.7%	7.9%	9.2%	9.0%
复方南星止痛膏	康缘药业	6.1%	5.8%	6.8%	7.2%
壮骨关节胶囊	华润三九	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%
独活寄生合剂/丸	绵阳一康制药、重庆希尔安药业等	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%
尕痹片	辽宁上药好护士药业	7.6%	8.7%	8.6%	10.0%
<b>康复期</b>		<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>
藤黄健骨片	方盛制药	18.8%	23.3%	26.4%	29.9%
金天格胶囊	金花企业（集团）	36.7%	34.1%	35.2%	39.9%
仙灵骨葆胶囊	国药集团同济堂制药	44.5%	42.6%	38.4%	30.2%

数据来源：PDB、开源证券研究所（注：同一药品的销售额为统一数据，未根据使用阶段区分）

### 2.1.2、玄七健骨片：中药 1.1 类新药，市场稳步拓展

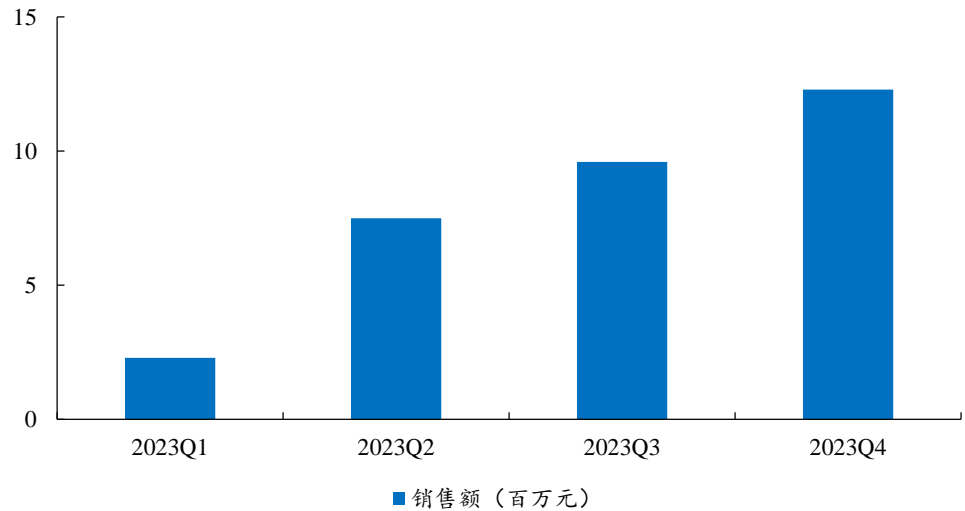
玄七健骨片（原名：金古乐片），由延胡索、全蝎、三七、菝葜、牛膝、熟地黄、千斤拔、僵蚕、黄芪、白芍、甘草等组成，具有活血舒筋、通脉止痛、补肾健骨的功效，也是针对治疗膝骨关节炎而研发的中药 1.1 类新药，于 2021 年 11 月获批上市。

**临床疗效优秀，市场稳步拓展。**2023 年 9 月严可等发表的《玄七健骨片治疗膝骨关节炎筋脉瘀滞证 III 期临床研究》指出，玄七健骨片治疗 KOA 筋脉瘀滞证安全有效，其特点在于对患者疾病相关症状体征，如疼痛、活动不利、局部肿胀、局部压痛、关节僵硬等方面均呈现一定的改善作用。核心产品力方面，玄七健骨片被纳入 2022 年国家医保谈判目录，医保支付标准为 3.1 元/片，协议自 2023 年 3 月正式实施，有效期截至 2024 年底。据公司公告披露，玄七健骨片 2023 年实现销售收入约 0.32 亿元，覆盖公立医疗机构 450 多家，我们认为医保目录身份将有助于其覆盖终端数量持续稳步拓展，并且未来有望通过体系化的医学循证，加深 KOA 治疗应用渗透率，助力院内外市场销售额进一步提升。

**表8: 玄七健骨片 2022 年起被纳入国家医保目录协议期内谈判药品部分**

药品分类	药品名称	医保分类	医保支付标准	协议有效期
补肾壮骨剂	玄七健骨片	乙	3.1 元 (0.45g(相当于饮片 2.83g)/片)	2023.3.1 – 2024.12.31

资料来源:《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录(2023 年)》、开源证券研究所

**图17: 2023 年 Q2-Q4 季度玄七健骨片销售额增长迅速**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

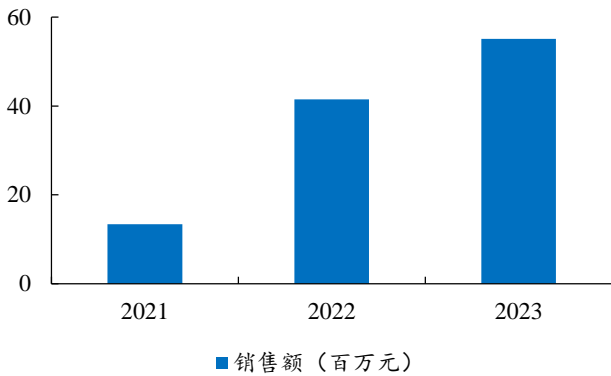
## 2.2、儿科: 创新品种疗效显著, 蓄能发展

儿科领域, 公司有小儿荆杏止咳颗粒、赖氨酸维 B12 颗粒、口服五维赖氨酸葡萄糖、小儿复方四维亚铁散等产品, 重点覆盖呼吸系统和消化系统用药领域。

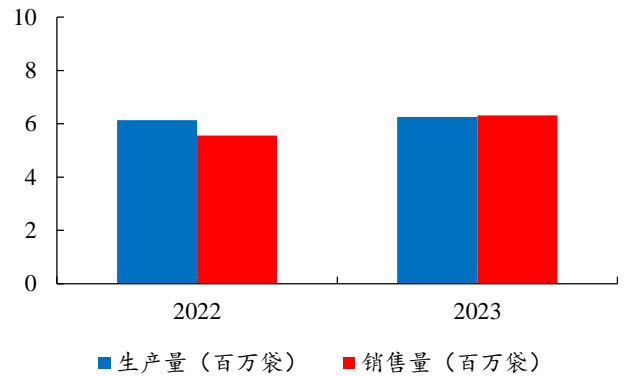
### 2.2.1、小儿荆杏止咳颗粒: 创新中药疗效佳, 市场前景广阔

小儿荆杏止咳颗粒是治疗小儿外感咳嗽(轻度急性支气管炎)风寒化热证的经验方, 方剂内含的荆芥、矮地茶为君药可疏风解表、止咳化痰; 蜜麻黄、黄芩、苦杏仁为臣药可散寒解表、化痰宣肺; 前胡、海浮石、法半夏、蝉蜕、陈皮、紫草为佐药可疏风散热、化痰理气, 同时配合君药、臣药达到疏风清热、止咳祛痰的效用。

**医保目录产品, 销售额增速较快。** 小儿荆杏止咳颗粒 2019 年获批上市, 2020 年起即被纳入医保目录协议期内谈判药品部分, 直至 2023 年医保目录更新, 价格一直维持为 10.98 元/袋。据 PDB 统计, 2023 年小儿荆杏止咳颗粒销售额表现优秀, 约为 0.55 亿元, 与 2022 年销售额相比同比增长 32.88%。从销量方面来看, 2022-2023 年销售量从 555.66 万袋增至 632 万袋, 同比提升 13.74%, 侧面反映公司销售渠道持续拓展的有效性以及消费者对于产品的认可, 未来有望助力公司业绩进一步提升。

**图18：2021-2023 年小儿荆杏止咳颗粒销售额增长较快**


数据来源：PDB、开源证券研究所

**图19：2022-2023 年小儿荆杏止咳颗粒产销量相对均衡**


数据来源：公司公告、开源证券研究所

**表9：小儿荆杏止咳颗粒 2020 年起被纳入国家医保目录协议期内谈判药品部分**

药品分类	药品名称	医保分类	医保支付标准	协议有效期
宣肺止咳剂	小儿荆杏止咳颗粒	乙	10.98 元 (5g(相当于饮片 18.33g)/袋)	2023.3.1 - 2024.12.31

资料来源：《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2023 年）》、开源证券研究所

**竞争格局良好，临床疗效佳、安全性较高已获证实。**2022 年小儿荆杏止咳颗粒被纳入《儿童祛痰止咳治疗专家共识》中，推荐用于治疗急性呼吸道感染相关症状。据 PDB 统计，共 7 款呼吸道感染急性期推荐用中成药中，2021-2023 年间仅肺力咳合剂和小儿荆杏止咳颗粒市场份额同比提升。此外，《小儿荆杏止咳颗粒联合重组人干扰素  $\alpha 1b$  治疗小儿毛细支气管炎的临床评价》等多篇文献同样证实其与西药联用，能够有效改善患儿肺功能，减缓咳嗽等症状，且具有较高的安全性。

**表10：呼吸道感染急性期常用中成药较多，小儿荆杏止咳颗粒 2021-2023 年销售额占比呈提升趋势**

药品名称	代表企业	2019	2020	2021	2022	2023
肺力咳合剂	贵州健兴药业	62.8%	59.4%	37.8%	53.7%	57.9%
金振口服液	康缘药业	23.7%	21.4%	29.4%	27.7%	27.4%
清宣止咳颗粒	苏中药业	8.8%	14.4%	26.9%	13.2%	7.4%
安儿宁颗粒	金诃藏药	4.4%	4.2%	4.7%	4.1%	4.5%
小儿荆杏止咳颗粒	方盛制药	-	-	0.6%	1.1%	1.8%
竹沥颗粒	成都利尔药业	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%
小儿咳喘颗粒	西安碑林药业	0.1%	0.3%	0.3%	0.2%	0.7%
<b>合计</b>		<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>

数据来源：PDB、开源证券研究所

**表11: 小儿荆杏止咳颗粒临床实证充足, 联用其他药品效果确切**

时间	文献名称	主要内容/结论
2022年8月	《儿童祛痰止咳治疗专家共识》	推荐小儿荆杏止咳颗粒用于治疗急性呼吸道感染症状。
2022年12月	《小儿荆杏止咳颗粒联合重组人干扰素α1b治疗小儿毛细支气管炎的临床评价》	小儿荆杏止咳颗粒联合重组人干扰素α1b治疗小儿毛细支气管炎能够提高治疗效果, 缓解临床症状, 改善肺功能, 控制炎症反应, 改善免疫状态, 且安全性高。
2023年4月	《小儿荆杏止咳颗粒联合氨溴索口服液治疗小儿支气管炎临床观察》	小儿荆杏止咳颗粒联合氨溴索口服液可明显减轻支气管炎患儿的气促、咯痰、咳嗽等临床症状, 改善患儿肺功能, 用药安全。
2023年7月	《小儿荆杏止咳颗粒对幼龄大鼠的慢性毒理学研究》	出生后第8d (PND8) 的幼龄SD大鼠经口灌服JXZK 14周, 未见明显毒性反应剂量 (NOAEL) 为25.4g生药/kg。
2023年8月	《小儿荆杏止咳颗粒联合孟鲁司特钠治疗支气管肺炎患儿效果观察》	小儿荆杏止咳颗粒联合孟鲁司特钠对支气管肺炎患儿疗效确切, 可缩短患儿咳嗽及肺部阳性体征消失时间, 改善患儿炎症反应及肺功能, 提高患儿免疫力。

资料来源:《实用中西医结合临床》、《天津药学》、《预防医学情报杂志》等、开源证券研究所

**基药目录调整利好儿科用药, 有望带来新催化。**我国儿童用药一直面临适合儿童的药品品种少、剂型少、规格缺少等问题。2018年版《国家基本药物目录》(NEML) 首次分别在化学药品与生物制品、中成药中将儿童用药进行单独分类, 新增9种儿科专科用药, 其中新增中成药5种, 并删除1种儿童用中成药小儿化毒散(胶囊), 儿科专科用药总体数目稳步增加。虽然2018年的儿科用药扩充在一定程度上缓解了儿童用药不足的问题, 但仍面临较大的临床使用缺口。我们认为在下一轮的NEML目录调整时, 临床疗效确切的、已在医保目录内的小儿荆杏止咳颗粒将有望新增纳入基药目录, 进一步提升儿童呼吸系统疾病用药可及性, 同时赋能产品业绩提升。

**表12: 2018年版《国家基本药物目录》新增5种儿科专科中成药**

分类	新增儿科用中成药名称	适应症
解表剂	小儿柴桂退热颗粒(口服液)	发汗解表, 清里退热。用于小儿外感发热。症见发热, 头身痛, 流涕, 口渴, 咽红等。
	小儿金翘颗粒	疏风清热, 解毒利咽, 消肿止痛。由于风热袭肺所致乳蛾, 症见恶寒发热, 咽部红肿疼痛, 吞咽时加剧, 咽干灼热, 喉核红肿; 小儿急性扁桃体炎见上述证候者。
止咳剂	小儿肺热咳喘颗粒(口服液)	清热解毒, 宣肺止咳, 化痰平喘。用于感冒, 支气管炎, 喘息性支气管炎, 支气管肺炎属痰热壅肺证者。
	金振口服液	清热解毒, 祛痰止咳。用于小儿急性支气管炎符合痰热咳嗽者, 表现为发热、咳嗽、咳吐黄痰、咳吐不爽、舌质红、苔黄腻等。
安神剂	小儿黄龙颗粒	滋阴潜阳、安神定志。用于注意缺陷多动障碍中医辨证属阴虚阳亢证者, 症见多动不宁, 神思涣散, 性急易怒, 多言多语, 盗汗, 口干咽燥, 手足心热等。

资料来源:《2018年版《国家基本药物目录》与2012年版《国家基本药物目录》中适宜儿童用药收录情况比较研究》赵萍萍等、2018年版《国家基本药物目录》、药品通、开源证券研究所

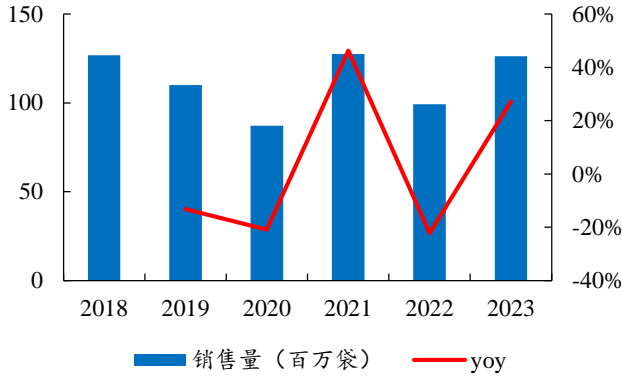
### 2.2.2、赖氨酸维B12颗粒: 销量回暖市占率高, 竞争格局良好

赖氨酸维B12颗粒是一种氨基酸类药制剂, 其主要成分为赖氨酸、维生素B和肌醇。赖氨酸是维持机体平衡的所必须的8种氨基酸之一, 能促进蛋白质的合成和代谢, 同时具有促进人体智力发育和生长发育的作用; 维生素B12参与甲基四氢叶酸转变为四氢叶酸的生理过程; 肌醇能够促进肝中脂肪的代谢。赖氨酸维B12颗粒能够消除患儿异食癖, 增进食欲, 加速儿童生长发育。



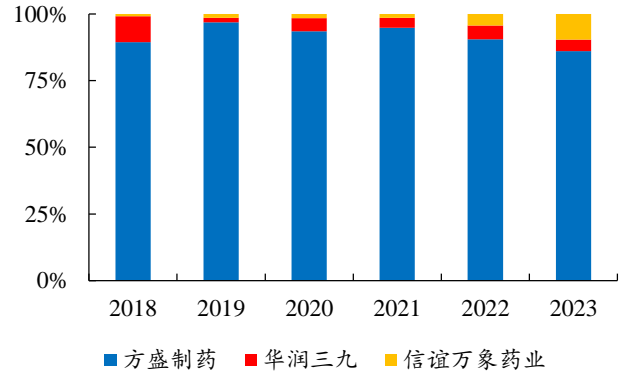
产品销售量回暖，市场竞争格局良好。2018-2023年，公司的赖氨酸维B12颗粒销售量波动较大，2020和2022两年存在一定的疫情扰动，因此销量有所回落，2023年公司销售12,617万包，同比增长27.2%。此外，截至2024Q1国内市场仅有方盛制药、华润三九与信谊万象药业三家企业生产销售赖氨酸维B12颗粒，竞争格局相对友好，且2018-2023年公司市场份额均维持在85%以上，具有优秀的市场地位。

图20：2023年赖氨酸维B12颗粒销售量同比增长27%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

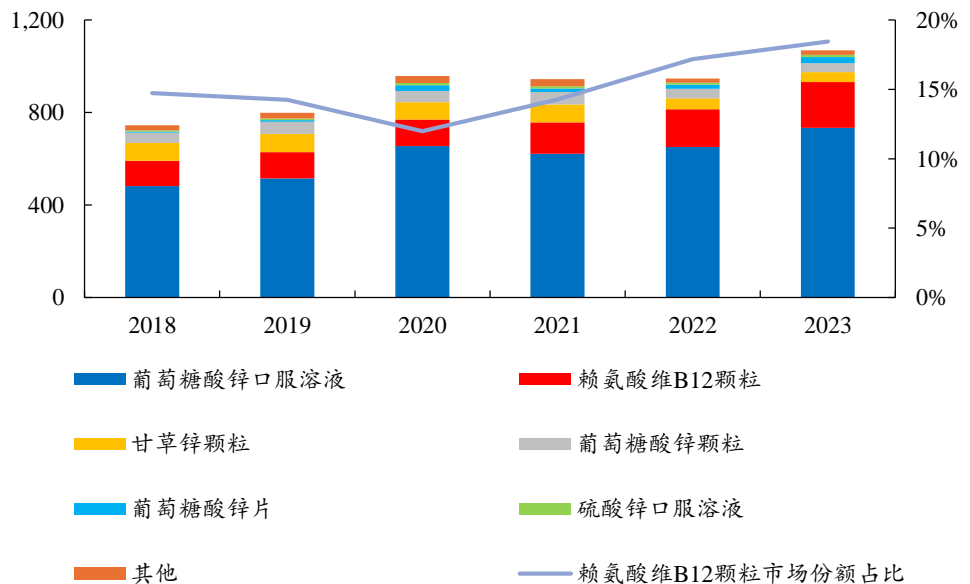
图21：2018-2023年公司赖氨酸维B12颗粒市占率领先



数据来源：PDB、开源证券研究所

儿童异食癖市场前景广阔待开发。异食癖常发生在5-10岁的儿童群体，预后一般较好，患儿随着年龄的增长，异食行为逐渐消失。就生物因素形成的病因方面，营养缺乏，体内铁、锌和钙缺乏等因素可能造成异食癖行为。就此类市场，PDB数据显示，2018-2023年葡萄糖酸锌口服溶液、赖氨酸维B12颗粒、甘草锌颗粒和葡萄糖酸锌颗粒占市场总销售额的95%左右，其中赖氨酸维B12颗粒市占率自2020年起逐步提升，由2020年的12.0%逐步提升至2023年的18.5%。

图22：2020年起赖氨酸维B12颗粒市场份额占比持续提升（单位：百万元）

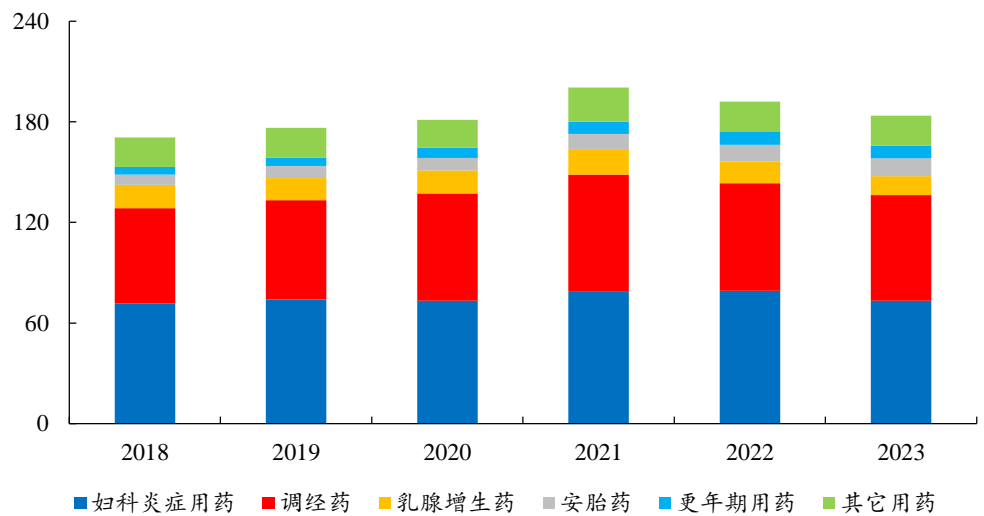


数据来源：PDB、开源证券研究所

## 2.3、妇科：打造以金英胶囊为核心的妇科用药格局，市场份额待提升

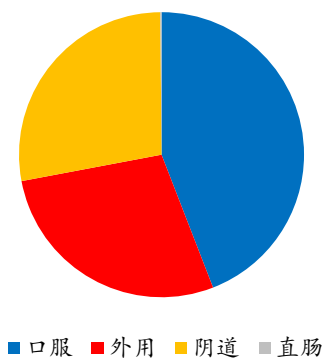
炎症用药市场规模稳定，需求持续。据 PDB 数据分类统计，2018-2023 年我国妇科用中成药销售规模自 170.7 亿元增至 183.7 亿元，CAGR 为 1.5%，整体需求稳速增长。其中，妇科炎症用药销售额占比基本维持在 40%左右，是妇科中成药第一大应用治疗领域，2018-2023 年销售规模基本稳定。具体来看，口服是妇科炎症用中成药第一大给药方式，2023 年口服药销售额占妇科炎症用中成药总销售额的 44.1%，其中胶囊剂和片剂为两大主要的口服药剂型，2023 年胶囊剂和片剂销售额分别占口服妇科炎症用中成药总销售额的比例约为 50.4%和 35.3%。公司目前已拥有金英胶囊、舒尔经胶囊、慈航胶囊、金刚藤分散片等胶囊和片剂产品，重点覆盖妇科炎症和调经用药等领域，其中金英胶囊系公司自主研发的中药 6 类新药，为重点产品。

图23：2019-2023 年我国妇科炎症用中成药销售规模基本稳定（单位：亿元）



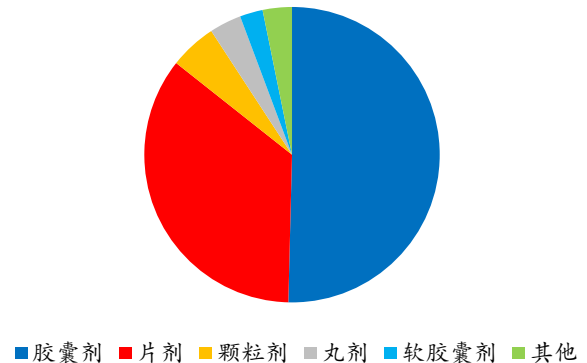
数据来源：PDB、开源证券研究所

图24：2023 年妇科炎症用中成药给药方式以口服为主



数据来源：PDB、开源证券研究所

图25：2023 年妇科炎症用口服中成药以胶囊和片剂为主



数据来源：PDB、开源证券研究所

**有效抗炎，市场份额待提升。**金英胶囊由金银花、关黄柏、蒲公英、紫花地丁、野菊花、苍术、赤芍、延胡索（醋制）、丹参、皂角刺等多种中药制成，其中金银花、关黄柏、蒲公英为主要成分，除具有显著清热解毒、祛湿止带的功效外，2021 年谭燕波在《金英胶囊联合抗生素对慢性盆腔炎的疗效观察》证实金英胶囊可通过增加宫腔脏器内毛细血管通透性而改善机体炎症反应，主要用于治疗慢性盆腔炎。整理

PDB 数据发现，2023 年妇科炎症类用药销售额排名前五的药品销售额约占总销售额的 76.75%，其中金英胶囊销售额位列第 11 名，市场份额仍具有较大的提升空间。

**表13：2023 年金英胶囊销售规模位列妇科炎症类用中成药第十一名**

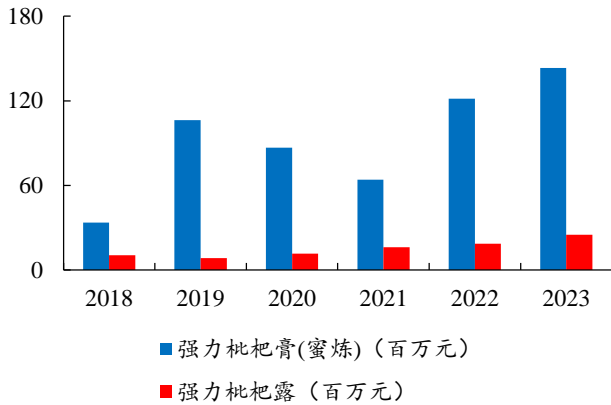
排名	药品名称	代表公司	2023 年销售额 (亿元)	适应症
1	妇科千金胶囊	千金药业	5.24	子宫内膜炎、宫颈炎、慢性盆腔炎
2	宫炎平片	广东罗浮山国药	3.06	盆腔炎症性疾病、慢性盆腔炎
3	妇科千金片	千金药业	2.94	子宫内膜炎、宫颈炎、慢性盆腔炎
4	康妇炎胶囊	步长神州制药	2.41	妇科感染、附件炎、痛经、盆腔炎症性疾病、子宫内膜炎、阴道炎、月经失调
5	妇炎康片	云南白药、湘泉药业等	2.20	附件炎、阴道炎、慢性盆腔炎
6	妇乐片	东泰制药	1.71	附件炎、盆腔炎症性疾病、子宫内膜炎
7	妇炎消胶囊	贵州益佰女子大药厂	1.34	女性生殖道炎症
8	宫炎平胶囊	广东罗浮山国药、国药集团精方药业等	1.11	盆腔炎症性疾病
9	妇可靖胶囊	甘肃西峰制药	0.91	腰痛、腹痛、慢性盆腔炎、白带增多
10	丹黄祛瘀胶囊	龙鑫药业	0.90	慢性盆腔炎
11	金英胶囊	方盛制药	0.79	慢性盆腔炎
12	红花如意丸	奇正藏药	0.64	痛经、宫颈糜烂、阴道炎、月经失调
13	抗妇炎胶囊	贵州远程制药	0.58	痛经、盆腔炎症性疾病、宫颈炎、阴道炎
14	妇炎舒胶囊	陕西东科制药	0.57	盆腔炎症性疾病
15	妇炎康复胶囊	吉林吉春制药等	0.47	白带异常、慢性盆腔炎

数据来源：PDB、开源证券研究所

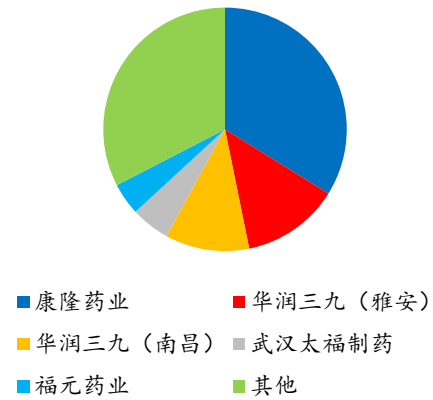
## 2.4、呼吸科：强力枇杷“双剂型”促增长，膏剂优势正当时

强力枇杷膏（蜜炼）是由枇杷叶、罂粟壳、百部、白前、桑白皮、桔梗、薄荷脑等中药材制成，有养阴敛肺，止咳祛痰的功效，可用于支气管炎咳嗽。蜜炼强力枇杷膏是在“强力枇杷露”的处方组成、功能主治、给药途径不变，生产工艺无质的改变的基础上将露剂研制成煎膏剂，属于独家剂型产品。

**强力枇杷系列销售增长快速，膏剂市场前景广阔。**强力枇杷膏（蜜炼）和强力枇杷露均系公司 100%控股子公司江西滕王阁药业的重点产品，在 2021 年收购江西滕王阁药业后，强力枇杷系列产品得益于市场需求增长以及公司销售推广，随之为公司呼吸科贡献了主要营收。**膏剂方面**，据 PDB 数据统计，强力枇杷膏从 2018 年近 0.34 亿元提升至 2023 年销售近 1.43 亿元，CAGR 达 33.7%，增速亮眼。其中，2022 年销售为较高增速区间，我们认为这主要得益于公司收购后对产品销售的赋能。2023 年销售额不及预期系主要原材料之一罂粟壳的年度采购量提早生产使用完毕，而 2023Q4 未能及时增补到足够的原材料所致。**露剂方面**，产品竞争格局较为拥挤，PDB 数据显示 2023 年强力枇杷露市场销售额总体超 17 亿元，CR5 市占率超 65%，龙头市场集中度较高。**综合来看**，强力枇杷系列产品具备“医保+基药”双目录资质，截至 2024Q1 尚未被纳入集采，未来仍存在一定的集采风险。我们认为若露剂进入集采，由于公司市场份额相对有限，因此对业绩的影响相对可控；若未来膏剂进入集采，做为独家剂型产品，公司也可拥有一定的议价权，甚至以价换量来争夺部分露剂市场份额，因此整体来看市场前景广阔，具有较大发展空间。

**图26：2022年公司强力枇杷膏（蜜炼）销售增长明显**


数据来源：PDB、开源证券研究所

**图27：2023年强力枇杷露销售前五企业市占率超65%**


数据来源：PDB、开源证券研究所

**表14：强力枇杷膏为独家剂型产品，强力枇杷露市场参与者较多**

药品名称	生产企业	规格	挂网价（元）	单价（元/ml）
强力枇杷膏（蜜炼）	方盛制药	180克/(1瓶/盒)	32	0.178
		240克/(1瓶/盒)	42	0.175
		300克/(1瓶/盒)	52	0.173
强力枇杷露	康隆药业	100ml(无糖型)/(1瓶/盒)	19.42	0.194
		150ml(无糖型)/(1瓶/盒)	26.3	0.175
		250ml(无糖型)/(1瓶/盒)	47.18	0.189
	华润三九（南昌）	150ml/(1瓶/盒)	13	0.087
	胡庆余堂药业	330ml/(1瓶/盒)	22.1	0.067
	石药集团江西金芙蓉药业	150ml/(1瓶/盒)	29.7	0.198
	太福制药	100ml/(1瓶/瓶)	19.8	0.198

数据来源：湖北省药械集中采购服务平台、开源证券研究所（注：数据更新时间为2024年4月1日）

## 2.5、心脑血管：集采风险基本出清，人口老龄化助力业绩提升

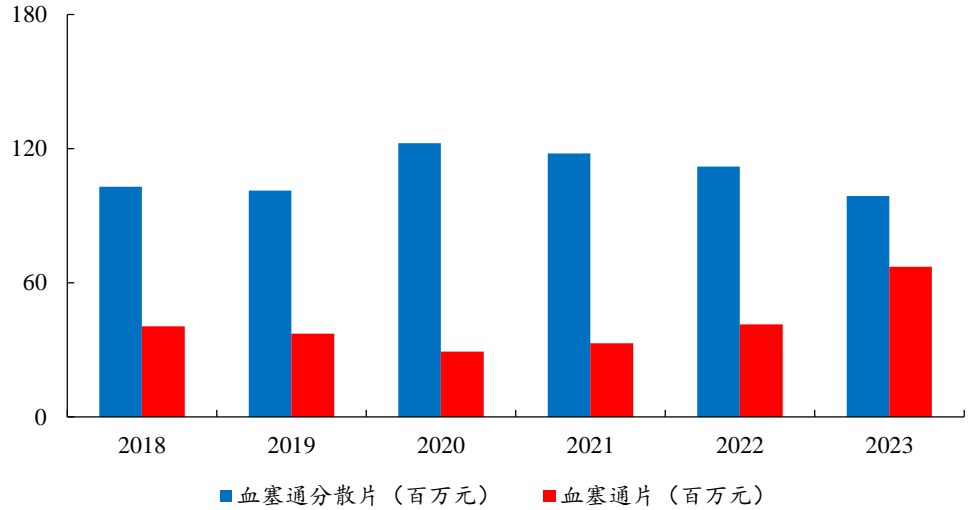
### 2.5.1、血塞通系列：人口老龄化趋势持续，推动销售增长

在心脑血管中成药领域，公司及子公司湘雅制药具备较为丰富的中药产品矩阵，主导产品包括血塞通分散片、血塞通片、银杏叶分散片、益脉康片、益脉康分散片。其中血塞通系列产品为公司在心脑血管治疗领域的重点发力产品，成分主要是三七总皂苷，具备活血祛瘀，通脉活络，抑制血小板聚集和增加脑血流量的功效，可治疗脑路瘀阻，中风偏瘫、心脉瘀阻，胸痹心痛等。

**血塞通片集采风险出清，销量有望稳增。**公司主要的血塞通系列产品销售额在2020-2023年间基本保持稳定，据PDB数据统计，2023年血塞通分散片销售额约0.99亿元；血塞通片销售额约0.67亿元。2021年12月《中成药省际联盟集中带量采购公告》公布，湘雅制药的血塞通片（36片/盒）以46.68元的价格中选；2022年4月发布的《关于执行首批中成药省级联盟集中带量采购中选品规网上采购工作的通知》提及血塞通分散片（48片/盒）以24.26元的价格中选。因此，我们认为当下集采降

价风险已基本出清，未来血塞通系列产品营收有望受益于我国人口老龄化趋势而持续增加，助力公司经营业绩的稳步提升。

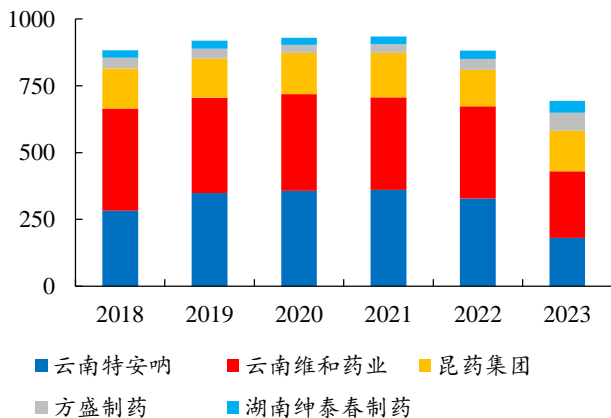
图28：2020-2023 年公司血塞通片销售额稳定提升



数据来源：PDB、开源证券研究所

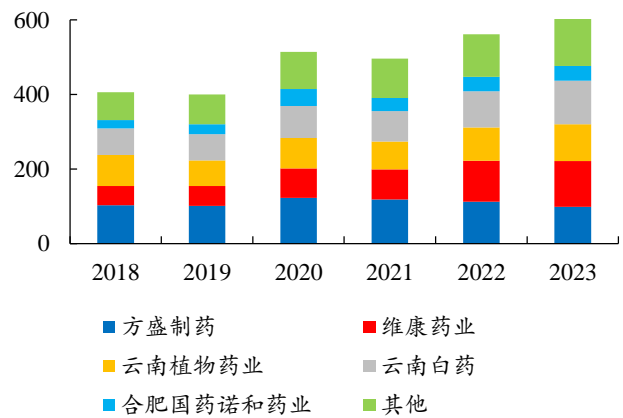
**血塞通片剂竞争格局较稳定，分散片市场参与者较多，市场份额待拓展。**据 PDB 统计，(1) **血塞通片**：市场上有 5 家企业生产销售，2018-2022 年市场规模基本维持稳定，2023 年整体市场规模受集采降价影响降至约 6.94 亿元，其中公司片剂市占率从 2018 年的 4.6% 提升至 2023 年的 9.7%，未来有望伴随公司销售拓展持续发力而实现进一步的提升；(2) **血塞通分散片**：市场上有超 10 家企业生产销售，2018-2023 年 CR5 市场份额均维持在 75% 以上，公司作为血塞通分散片头部供销企业，2023 年市场份额超 16%，未来随着竞争压力持续，我们认为分散片产品销售额预计将以较低增速水平维持稳健增长。

图29：血塞通片市场竞争格局较稳定（单位：百万元）



数据来源：PDB、开源证券研究所

图30：血塞通分散片市场参与者众多（单位：百万元）



数据来源：PDB、开源证券研究所

## 2.5.2、依折麦布片：药品联用打开治疗场景，把握集采机遇提升市占率

**药品联用降脂作用佳、安全性高。**依折麦布是一种胆固醇吸收抑制剂，通过选择性抑制小肠胆固醇转运蛋白，减少肠道内胆固醇吸收，降低肝脏胆固醇储量，临床上主要用于治疗原发性高胆固醇血症。此外，多篇文献已证实，通过将依折麦布与其他药品联用，可有效治疗如冠心病、2型糖尿病等相关疾病。《中国血脂管理指南（2023年）》指出，当使用中等强度他汀类药物治疗低密度脂蛋白胆固醇（LDL-C）不能达标者，推荐联合胆固醇吸收抑制剂，如依折麦布等进行治疗。

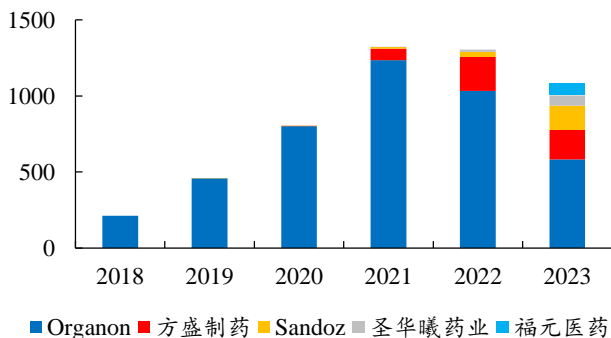
表15：依折麦布联用其他药品可有效防治多类疾病

时间	文献名称	主要内容/结论
2023年3月	《中国血脂管理指南（2023年）》	当使用中等强度他汀类药物治疗低密度脂蛋白胆固醇（LDL-C）不能达标者，推荐联合胆固醇吸收抑制剂进行治疗。
2023年8月	《氯吡格雷联合依折麦布对冠心病患者炎症因子、血管内皮功能的影响分析》	采用氯吡格雷联合依折麦布治疗冠心病，疗效确切，可有效降低炎症因子水平，提升血管内皮功能，促进心功能恢复，且安全性较好。
2023年10月	《依折麦布联合阿托伐他汀治疗冠心病伴高胆固醇血症的临床效果》	依折麦布联合阿托伐他汀可有效提高冠心病伴高胆固醇血症患者的治疗效果，可显著调节血脂，减轻炎症反应，降低不良心血管事件发生率，不良反应较少。
2023年12月	《2型糖尿病合并血脂代谢紊乱患者应用依折麦布片、瑞舒伐他汀联合治疗的效果评价》	依折麦布片、瑞舒伐他汀联合治疗2型糖尿病合并血脂代谢紊乱，可有效改善患者血糖、血脂代谢，调节脂肪因子表达，促进脂肪组织合成更多保护性因子，进一步提升临床疗效，且安全性良好。
2024年2月	《依折麦布联合替格瑞洛治疗早发冠心病急性心肌梗死的效果》	依折麦布联合替格瑞洛治疗早发冠心病急性心肌梗死的效果显著，可促进患者的心功能恢复，降低心肌纤维化、心室重塑情况，提升循环代谢，具有重要的临床应用价值。

资料来源：《中华心血管病杂志》、《现代诊断与治疗》、《临床合理用药》、《现代医学与健康研究》等、开源证券研究所

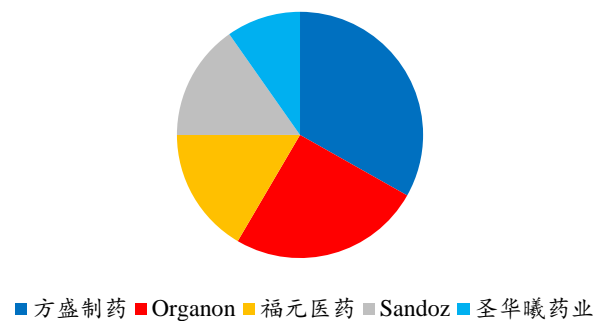
**国内首仿，占据先发优势。**2020年9月，公司的4类仿制药依折麦布片上市申请获得国家药监局批准，成为国内首仿，并随之迅速打开销售渠道。据PDB数据统计，2021-2022年公司的依折麦布片销售额从0.76亿元迅速提升至近2.22亿元，同比增长191.4%，2023年销售额约1.94亿元。同时，整理Organon、Sandoz、圣华曦药业和福元医药销售数据发现，2023年依折麦布片市场总销售额下降明显，主要系集采降价影响，同时单片销售总量同比迅速提升约72.7%，且公司销量占5家销售总量的33%，位列第一。此外，Insight数据统计，截至2024Q1国内已有8家企业申报ANDA，其中仅有Hetero此1家为进口5.2类化药产品，其余均为国内4类仿制药。

图31：公司依折麦布销售额增长快速（单位：百万元）



数据来源：PDB、开源证券研究所

图32：2023年公司依折麦布片销售量占比约为33%



数据来源：PDB、开源证券研究所（注：10mg/片计算口径）

**表16: 公司的依折麦布片为国内首仿, 具备先发优势**

所处阶段	国产/进口	公司名称	注册分类	批准/CDE 承办时间
已上市	进口	默沙东	化药 3.1 类	2006 年 4 月
		Organon	-	2020 年 9 月
		Sandoz	化药 5.2 类	2021 年 6 月
	国产	方盛制药	化药 4 类	2020 年 9 月
		圣华曦药业	化药 4 类	2021 年 7 月
		福元医药	化药 4 类	2021 年 7 月
		江苏吴中医药集团	化药 4 类	2021 年 9 月
		杭州民生药业	化药 4 类	2023 年 2 月
		浙江诺得药业	化药 4 类	2024 年 2 月
ANDA	进口	Hetero	化药 5.2 类	2022 年 12 月
	国产	山东丹红制药	化药 4 类	2023 年 1 月
		常州制药厂	化药 4 类	2023 年 2 月
		山东新时代药业	化药 4 类	2023 年 3 月
		北京百奥药业	化药 4 类	2023 年 4 月
		山东鲁抗医药	化药 4 类	2023 年 6 月
		江苏德源药业	化药 4 类	2023 年 10 月
		龙津药业	化药 4 类	2023 年 11 月

资料来源: Insight、开源证券研究所 (注: 数据更新截至 2024 年 4 月 1 日)

**集采中标, 风险出清, 助力销售提升。**2022 年 7 月, 公司的依折麦布片以 17.36 元/盒的价格中标第七批全国药品集中采购, 同时中标的还有福元医药、Sandoz 和圣华曦药业。此外, 我们选取 Insight 统计的 2022 年 4-5 月依折麦布片的挂网/拟中标价格数据, 分别以 6.71、6.6 和 6.61 元/片的单价计算方盛制药、福元医药和圣华曦药业对应的集采降价幅度; 并参考 2023 年 3 月江苏省阳光采购网公布的《第七批国家组织药品集中采购相关产品价格调整公布表》内 Sandoz 的 183.17 元/盒 (30 片/盒) 的价格, 即以约 6.11 元/片的单价计算降价幅度, 发现第七批集采降价幅度均在 80% 左右。当下集采降价风险已基本出清, 未来公司有望凭借首仿及较高降价幅度等优势实现销量的稳定增长。

**表17: 公司的依折麦布片中选第七批全国药品集中采购**

中选企业	规格包装	中选价格 (元)	单价 (元/片)	供应省份	降价幅度
方盛制药	10mg*15 片/板*1 板/盒	17.36	1.16	江苏省、安徽省、山东省、湖北省、广东省、重庆市、贵州省、甘肃省、青海省	82.8%
福元医药	10mg*10 片/板*1 板/盒	13.32	1.33	北京市、辽宁省、黑龙江省、江西省、河南省、湖南省、广西壮族自治区、西藏自治区	79.8%
Sandoz	10mg*30 片/盒	38.89	1.30	天津市、河北省、山西省、吉林省、浙江省、海南省、新疆 (含兵团)	78.8%
圣华曦药业	10mg*10 片/板, 2 板/盒	29.20	1.46	内蒙古自治区、上海市、福建省、四川省、云南省、陕西省、宁夏回族自治区	77.9%

资料来源: 《全国药品集中采购文件 (GY-YD2022-1)》、Insight、开源证券研究所 (注: 降价幅度以单价计算)

### 3、“1+N”研发体系，构筑核心竞争力

**整合资源，构筑新药研发核心优势。**公司成立之初就将“新药研发能力”定位为公司核心竞争优势，力求整合新药研发资源，现已形成“1+N”模式的大研发体系框架构想，拟实施“以方盛本部研发中心为主体、以分子公司研发为支撑”的集成化管理和分散化经营的研发战略，中药1类新药，化药3类、4类等多个研发项目稳步推进。截至2023年，公司及子公司共拥有144个药品注册批件，新药证书16个。

**表18：公司储备的中药和化药研发项目涉及多类型治疗领域**

研发项目	药品名称	注册分类	适应症或功能主治	是否为处方药	研发（注册）所处阶段
	诺丽通颗粒	中药1类	用于临床治疗反复发作性紧张型头痛	/	补充长毒试验
	小儿荆杏止咳颗粒	补充申请	小儿外感风寒化热的轻度急性支气管炎引起的咳嗽，咯痰，痰黄、咽部红肿、发热等	是	II期临床研究 (新增成人适用人群)
	健胃祛痛丸	中药1类	健脾益胃，清热祛湿，化瘀止痛	/	III期临床阶段
	蛭龙通络片	中药1类	适用于脑梗死恢复期	/	II期临床研究
	益气消瘤颗粒	中药1类	用于气虚血瘀所致子宫肌瘤无手术指征者	/	药学研究中
	止血消瘤颗粒	中药1类	用于气虚血瘀型产后或人流、药流、上环等计划生育手术后子宫复旧不全表现为恶露不绝或产后腹痛者	/	药学研究中
中药	香苓解热颗粒	中药1类	儿科用药	/	药学研究
	紫萸颗粒	中药1类	妇科用药	/	药学研究
	小儿荆杏止咳糖浆	中药2类	儿科用药	/	药学研究
	三花接骨丸	中药2类	骨科用药	/	药学研究
	FSYF-02-Z01项目	中药1类	妇科用药	/	临床前研究
	FSYF-05-Z01项目	中药1类	呼吸科用药	/	临床前研究
	FSYF-09-Z01项目	中药1类	肿瘤科用药（治疗类）	/	临床前研究
	FSYF-06-Z01项目	中药1类	肿瘤科用药（治疗类）	/	临床前研究
	FSYF-08-Z01项目	中药1类	神经内科用药	/	临床前研究
	FSYF-07-Z01项目	中药1类	骨科用药	/	临床前研究
	FSYF-10-Z01项目	中药1类	妇科用药	/	临床前研究
	司来帕格片	化药4类	肺动脉高压	是	BE试验进行中
	非布司他片	化药4类	高尿酸血症及其引发的痛风	是	BE预试验进行中
	吡哌布芬片	化药3类	动脉硬化引起的缺血性心血管病变、缺血性脑血管病变、静脉血栓形成。也可用于血液透析时预防血栓形成	是	BE试验进行中
	艾拉莫德片	化药4类	活动性类风湿关节炎	是	药学研究中
化药	依折麦布阿托伐他汀钙片	化药3类	高胆固醇血症	是	药学研究中
	注射用迪安替康钠	化药1类	适用于晚期结直肠癌患者的治疗	是	临床试验进行中
	注射用紫杉醇（白蛋白结合型）	化药4类	治疗联合化疗失败的转移性乳腺癌或辅助化疗后6个月内复发的乳腺癌	是	BE试验进行中
	伊立替康脂质体注射液	化药3类	转移性胰腺癌	是	药学研究中

资料来源：公司公告、开源证券研究所



## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、关键假设

随着公司骨伤科、儿科和呼吸系统等核心产品的持续推广，有望带来销售额的稳健提升，叠加在研管线储备丰富，我们假设：

(1) 心脑血管疾病用药：以血塞通分散片、血塞通片和依折麦布片为主。基于竞争格局等方面分析，我们预计 2024-2026 年公司心脑血管疾病用药业务收入增速分别为 9.12%/12.93%/16.48%，毛利率分别为 74.00%/74.00%/74.00%。

(2) 抗感染用药：以头孢克肟片和头孢丙烯片为主。基于竞争格局等方面分析，我们预计 2024-2026 年公司抗感染用药收入增速分别为 -5.00%/-1.42%/0.09%，毛利率分别为 35.00%/35.00%/35.00%。

(3) 呼吸系统用药：以强力枇杷膏（蜜炼）和强力枇杷露为主。基于双剂型优势等方面分析，我们预计 2024-2026 年公司呼吸系统用药收入增速分别为 7.97%/9.80%/12.62%，毛利率分别为 73.00%/73.00%/73.00%。

(4) 儿童用药：以小儿荆杏止咳颗粒和赖氨酸维 B12 颗粒为主。基于产品疗效、竞争格局等方面分析，我们预计 2024-2026 年公司儿童用药收入增速分别为 18.06%/20.45%/19.14%，毛利率分别为 65.50%/65.70%/65.90%。

(5) 妇科疾病用药：以金英胶囊为主。基于竞争格局等方面分析，我们预计 2024-2026 年公司妇科疾病用药收入增速分别为 -7.61%/-3.53%/0.88%，毛利率分别为 80.00%/80.00%/80.00%。

(6) 骨骼肌肉系统用药：以藤黄健骨片和玄七健骨片为主。基于产品疗效、竞争格局等方面分析，我们预计 2024-2026 年公司骨骼肌肉系统用药收入增速分别为 10.87%/16.91%/16.93%，毛利率分别为 86.00%/86.20%/86.40%。

(7) 其他类：我们预计 2024-2026 年公司其他类业务收入增速分别为 5.34%/5.54%/5.13%，毛利率分别为 48.11%/48.79%/49.36%。

**表19：基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健**

方盛制药 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,629	1,755	1,953	2,205
yoy	-9.1%	7.8%	11.3%	12.9%
毛利率 (%)	68.1%	68.4%	69.1%	69.9%
归属母公司股东的净利润	187	234	285	366
yoy	-34.6%	25.5%	21.6%	28.5%
<b>主营业务收入拆分</b>				
1. 心脑血管疾病用药				
收入	384.55	419.61	473.86	551.98
yoy	-14.34%	9.12%	12.93%	16.48%
毛利率 (%)	73.97%	74.00%	74.00%	74.00%
业务收入比例 (%)	23.61%	23.91%	24.26%	25.03%
2. 抗感染用药				
收入	81.85	77.76	76.66	76.73
yoy	-14.98%	-5.00%	-1.42%	0.09%
毛利率 (%)	35.31%	35.00%	35.00%	35.00%
业务收入比例 (%)	5.03%	4.43%	3.92%	3.48%
3. 呼吸系统用药				
收入	179.61	193.93	212.94	239.82
yoy	27.96%	7.97%	9.80%	12.62%
毛利率 (%)	72.45%	73.00%	73.00%	73.00%
业务收入比例 (%)	11.03%	11.05%	10.90%	10.87%
4. 儿童用药				
收入	188.17	222.16	267.58	318.79
yoy	24.74%	18.06%	20.45%	19.14%
毛利率 (%)	65.10%	65.50%	65.70%	65.90%
业务收入比例 (%)	11.55%	12.66%	13.70%	14.46%
5. 妇科疾病用药				
收入	92.37	85.34	82.33	83.05
yoy	-15.20%	-7.61%	-3.53%	0.88%
毛利率 (%)	79.26%	80.00%	80.00%	80.00%
业务收入比例 (%)	5.67%	4.86%	4.21%	3.77%
6. 骨骼肌肉系统用药				
收入	358.93	397.93	465.22	543.97
yoy	-2.34%	10.87%	16.91%	16.93%
毛利率 (%)	85.41%	86.00%	86.20%	86.40%
业务收入比例 (%)	22.04%	22.67%	23.82%	24.67%
7. 其他				
收入	283.97	299.13	315.70	331.90
yoy	-35.14%	5.34%	5.54%	5.13%
毛利率 (%)	48.84%	48.11%	48.79%	49.36%
业务收入比例 (%)	17.44%	17.05%	16.16%	15.05%

数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4.2、盈利预测与估值

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 2.34/2.85/3.66 亿元，同比增长 25.5%/21.6%/28.5%，EPS 为 0.53/0.65/0.83 元，当前股价对应 PE 为 20.9/17.2/13.4 倍。基于公司中药创新属性及优势业务领域方向，选取康缘药业、以岭药业及云南白药作为可比公司。我们认为公司未来骨伤科、儿科及呼吸系统产品板块成长空间大，在研管线储备丰富助力长期发展，同时“归核化”战略深入推进，与可比公司的平均估值相比，方盛制药估值合理，首次覆盖给予“买入”评级。

表20：对比可比公司，公司估值合理

证券代码	证券简称	收盘价（元）	EPS（元）				PE(倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600557.SH	康缘药业	17.22	0.92	1.12	1.37	1.64	18.8	15.4	12.6	10.5
002603.SZ	以岭药业	17.79	0.81	0.87	0.94	1.04	22.0	20.4	18.9	17.1
000538.SZ	云南白药	54.11	2.28	2.56	2.80	3.05	23.8	21.1	19.3	17.7
	平均值						21.5	19.0	16.9	15.1
603998.SH	方盛制药	11.14	0.42	0.53	0.65	0.83	26.2	20.9	17.2	13.4

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2024.6.7，康缘药业、以岭药业为开源证券研究所预测数据，其他使用 Wind 一致预期预测数据）

## 5、风险提示

**市场竞争加剧：**公司处于中药行业，优势科室涉及心脑血管、骨科、儿科等，可能会面临市场上较多同类产品的竞争，可能面临市场竞争加剧的风险。

**产品销售不及预期：**公司重点产品如藤黄健骨片、玄七健骨片、血塞通片、强力枇杷系列产品等面临销售不及预期的风险。

**新品研发速度不及预期：**公司新产品在研管线储备丰富，但由于研发具有不确定性，因此可能面临新品研发速度不及预期的风险。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1191	921	886	854	1131
现金	400	209	225	251	342
应收票据及应收账款	178	210	0	0	0
其他应收款	165	13	179	35	206
预付账款	67	105	80	126	106
存货	303	328	347	387	421
其他流动资产	79	55	55	55	55
<b>非流动资产</b>	1731	2160	2169	2191	2233
长期投资	252	258	256	256	257
固定资产	650	813	851	906	971
无形资产	274	268	270	260	254
其他非流动资产	555	822	792	768	751
<b>资产总计</b>	2922	3081	3055	3045	3364
<b>流动负债</b>	1000	1248	1120	938	1018
短期借款	210	309	510	333	309
应付票据及应付账款	166	246	0	0	0
其他流动负债	624	693	610	605	709
<b>非流动负债</b>	415	244	214	185	157
长期借款	298	153	123	93	66
其他非流动负债	117	91	91	91	91
<b>负债合计</b>	1414	1492	1335	1123	1175
少数股东权益	118	131	116	107	91
股本	439	440	440	440	440
资本公积	164	186	186	186	186
留存收益	817	850	949	1063	1239
<b>归属母公司股东权益</b>	1390	1458	1605	1816	2097
<b>负债和股东权益</b>	2922	3081	3055	3045	3364

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	302	88	173	387	315
净利润	277	180	220	275	351
折旧摊销	79	79	85	94	104
财务费用	20	11	16	16	6
投资损失	-166	4	-34	-47	-61
营运资金变动	35	-190	-124	38	-95
其他经营现金流	57	5	9	10	9
<b>投资活动现金流</b>	-301	-197	-58	-66	-81
资本支出	171	219	96	115	146
长期投资	-101	6	2	-1	-0
其他投资现金流	-30	16	36	50	65
<b>筹资活动现金流</b>	127	-92	-299	-119	-119
短期借款	-233	99	201	-177	-24
长期借款	270	-145	-30	-29	-28
普通股增加	10	0	0	0	0
资本公积增加	32	22	0	0	0
其他筹资现金流	48	-68	-470	88	-67
<b>现金净增加额</b>	127	-201	-184	202	115

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	1792	1629	1755	1953	2205
营业成本	586	520	555	603	664
营业税金及附加	29	29	28	32	37
营业费用	755	658	684	756	851
管理费用	188	149	150	165	187
研发费用	70	108	105	117	132
财务费用	20	11	16	16	6
资产减值损失	-1	-2	0	0	0
其他收益	46	39	31	33	37
公允价值变动收益	-0	0	0	0	0
投资净收益	166	-4	34	47	61
资产处置收益	-1	12	3	3	4
<b>营业利润</b>	332	196	271	334	416
营业外收入	0	9	3	3	4
营业外支出	6	2	5	6	5
<b>利润总额</b>	327	203	268	332	415
所得税	50	24	48	56	64
<b>净利润</b>	277	180	220	275	351
少数股东损益	-9	-7	-14	-10	-15
<b>归属母公司净利润</b>	286	187	234	285	366
EBITDA	426	305	376	448	533
EPS(元)	0.65	0.42	0.53	0.65	0.83

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	14.4	-9.1	7.8	11.3	12.9
营业利润(%)	233.1	-40.8	38.0	23.3	24.6
归属于母公司净利润(%)	308.1	-34.6	25.5	21.6	28.5
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	67.3	68.1	68.4	69.1	69.9
净利率(%)	16.0	11.5	13.4	14.6	16.6
ROE(%)	18.3	11.3	12.8	14.3	16.0
ROIC(%)	14.7	9.3	10.4	12.7	14.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	48.4	48.4	43.7	36.9	34.9
净负债比率(%)	14.0	30.5	27.5	12.6	4.6
流动比率	1.2	0.7	0.8	0.9	1.1
速动比率	0.8	0.4	0.4	0.3	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	8.5	8.4	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	6.1	5.2	9.8	0.0	0.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.42	0.53	0.65	0.83
每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	0.20	0.39	0.88	0.72
每股净资产(最新摊薄)	3.16	3.32	3.65	4.13	4.77
<b>估值比率</b>					
P/E	17.1	26.2	20.9	17.2	13.4
P/B	3.5	3.4	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	12.2	18.0	14.5	11.7	9.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn