

评级: 买入(首次)

市场价格: 10.88元

分析师: 祝嘉琦

执业证书编号: S0740519040001

电话: 021-20315150

Email: zhujq@zts.com.cn

分析师: 孙宇瑶

执业证书编号: S0740522060002

Email: suny03@zts.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1792	1629	1822	2098	2429
增长率 yoy%	14.4%	-9.1%	11.9%	15.2%	15.8%
净利润(百万元)	286	187	243	291	353
增长率 yoy%	308.1%	-34.6%	29.9%	20.0%	21.2%
每股收益(元)	0.65	0.42	0.55	0.66	0.80
每股现金流量	0.69	0.20	0.46	0.25	1.53
P/E	16.7	25.6	19.7	16.4	13.6
P/B	3.4	3.3	3.0	2.6	2.3

备注: 数据截止 2024/06/14

报告摘要

- 聚焦中药主业成效显著，盈利能力显著提升。公司成立于2002年，围绕心脑血管、骨科、儿科等细分领域构建了极具市场竞争力的产品集群。2021年起，公司明确中药业务战略地位，先后剥离了肾病医院佰骏医疗、CRO企业恒兴科技，大幅减轻报表负担。经我们测算，剔除非主业子公司亏损、政府补助、及股权激励费用等因素，2020-2023年间，公司制药主业的实际经营性净利润复合增速约38%，利润率从6.9%提升至12%，可见公司制药主业的盈利能力亦在持续提升。
- 多个产品放量在即，规模效应下经营杠杆有望释放。**1) 骨科:** 藤黄健骨片入选国家中成药集采，降幅温和、预计单品盈利贡献保持稳定，同时有望通过抢占竞品胶囊剂型的份额、实现快速放量。1.1类新药玄七健骨片于2021年获批，获批次年便经谈判纳入医保目录，目前入院进度顺利，处于市场拓展的快速上升期，预计全年有望实现翻倍以上增长。**2) 儿科:** 创新中药小儿荆杏止咳颗粒，疗效确切+临床研究充分支撑其院内学术推广高效开展，未来有望进入基药儿科目录，进一步加快医院准入及销售放量。**3) 呼吸:** 强力枇杷系列产品具备“医保+基药”双目录资质，营销策略明确，有望对标念慈庵的蜜炼川贝枇杷膏，成长为5-10亿级别的大单品。
- 政策引领下创新中药进入发展快车道，公司又一重磅新药上市在即。近几年，多项顶层政策出台，大力促进中药传承创新发展；特别是《药品注册管理办法》及《中药注册分类及申报资料要求》的发布实施，为中药新药的研发和上市创造了有利条件。公司现已形成“1+N”模式的大研发体系框架，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。其中进度较快的1.1类创新中药诺丽通颗粒，目前正在补充长毒实验，有望于2025年获批上市。诺丽通颗粒瞄准头痛用药市场，有望打造为下一个重磅大单品。
- 盈利预测及投资建议: 我们预计2024-2026年公司实现营业收入18.22、20.98、24.29亿元，同比增长11.9%、15.2%、15.8%，实现归母净利润2.43、2.91、3.53亿元，同比增长29.9%、20.0%、21.2%。公司对应2024-2026年PE为20、16、14倍，公司正处于高速成长期，业绩增速大幅领先于可比公司。考虑到公司多个新老品种处于快速放量期，规模效应下经营杠杆有望释放，带来业绩的高成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示: 集采降价风险; 核心产品销售不及预期风险; 研发进度不及预期风险; 研报使用信息数据更新不及时的风险。

基本状况

总股本(亿股)	4.40
流通股本(亿股)	4.34
市价(元)	10.88
市值(亿元)	48
流通市值(亿元)	47

股价与行业-市场走势对比



相关报告

## 内容目录

归核发展、聚焦中药主业 .....	- 4 -
剥离非主业，明确创新中药战略地位 .....	- 4 -
业务聚焦成果显著，盈利能力持续提升 .....	- 6 -
乘政策春风，创新中药进入发展快车道 .....	- 8 -
顶层政策支持，创新中药加速发展 .....	- 8 -
基药目录调整在即，中成药占比有望提升 .....	- 9 -
多个产品放量在即，经营杠杆有望释放 .....	- 10 -
骨科：玄七+藤黄，新老品种齐发力 .....	- 11 -
小儿荆杏止咳颗粒：儿科潜力大品种，正处于快速放量期 .....	- 14 -
强力枇杷膏：疗效确切、打造 OTC 标杆性产品 .....	- 17 -
诺丽通颗粒：上市在即，瞄准头痛用药市场 .....	- 19 -
盈利预测与投资建议 .....	- 20 -
收入预测模型 .....	- 20 -
盈利预测与估值 .....	- 22 -
风险提示 .....	- 22 -

## 图表目录

图表 1：方盛制药发展历程 .....	- 4 -
图表 2：方盛制药股权结构 .....	- 4 -
图表 3：方盛制药陆续处置部分子公司 .....	- 5 -
图表 4：方盛制药收入结构（单位：百万） .....	- 5 -
图表 5：方盛制药毛利结构（单位：百万） .....	- 5 -
图表 6：2019-2023 年公司分治疗领域营收情况（单位：百万） .....	- 6 -
图表 7：2023 年公司分治疗领域毛利占比情况（单位：%） .....	- 6 -
图表 8：2019-2023 年方盛制药营业收入（单位：百万；%） .....	- 6 -
图表 9：2019-2023 年方盛制药归母及扣非净利润（单位：百万；%） .....	- 6 -
图表 10：2020Q1-2024Q1 方盛制药季度扣非净利率情况（%） .....	- 7 -
图表 11：2020-2023 年方盛制药各项费用率情况 .....	- 7 -
图表 12：2020-2023 年方盛制药还原后实际净利润情况（单位：百万） .....	- 7 -
图表 13：可比公司利润率情况（还原研发费用后） .....	- 8 -
图表 14：近年来国家支持中药创新相关政策文件 .....	- 8 -
图表 15：2017-2023 年中药新药获批数量 .....	- 9 -
图表 16：2018-2023 年中药新药 IND 和 NDA 数量 .....	- 9 -
图表 17：历次基药目录药品情况 .....	- 9 -
图表 18：2018 年版基药目录新增中成药治疗领域分布 .....	- 9 -

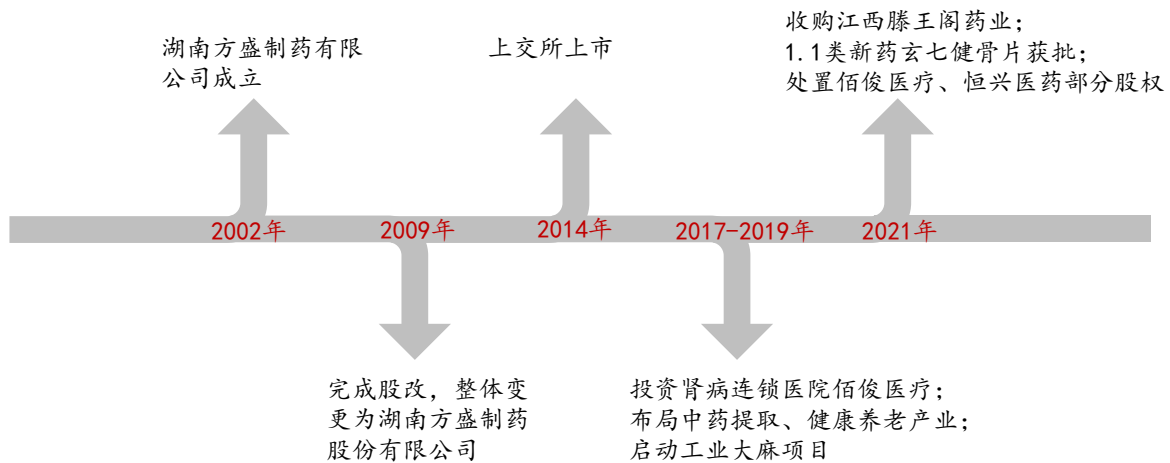
图表 19: 样本医院基药使用金额、频度占比.....	- 10 -
图表 20: 三级公立医院门诊患者基药处方占比.....	- 10 -
图表 21: 2018 版新增独家中成药中销售额增长 2 亿元以上的产品情况.....	- 10 -
图表 22: 方盛制药“338”产品群.....	- 11 -
图表 23: 2022 年重点城市公立医院终端中成药大类格局.....	- 11 -
图表 24: 2020-2023 年公立医院终端骨骼肌肉系统疾病中成药销售情况 (亿元; %) .....	- 12 -
图表 25: 2020-2023 年骨科中成药细分领域公立医院终端销售额 (亿元) ....	- 12 -
图表 26: 方盛制药骨科产品营收及毛利率 (百万; %) .....	- 12 -
图表 27: 2020-2023 年公司藤黄健骨片医院销售额 (亿元) .....	- 13 -
图表 28: 2018-2023 年公司藤黄健骨片销售量 (亿片) .....	- 13 -
图表 29: 全国中成药采购联盟集中带量采购拟中选结果.....	- 14 -
图表 30: 2022 年藤黄健骨不同剂型院内销售对比.....	- 14 -
图表 31: 2023 年玄七健骨片产销情况 (百万片) .....	- 14 -
图表 32: 近年来国家发布的儿科药相关政策法规.....	- 15 -
图表 33: 公立医疗机构终端中成药儿科用药销售增速情况.....	- 15 -
图表 34: 城市实体药店终端中成药儿科用药销售情况 (亿元; %) .....	- 15 -
图表 35: 城市实体药店终端儿科中成药亚类格局.....	- 16 -
图表 36: 2022 年中成药儿科用药 TOP10 产品 .....	- 16 -
图表 37: 2020-2023 年小儿荆杏止咳颗粒销量 (万袋) .....	- 16 -
图表 38: 小儿荆杏止咳颗粒中医证候相关症状改善情况.....	- 17 -
图表 39: 小儿荆杏止咳颗粒用药价格与同类产品对比.....	- 17 -
图表 40: 2020-2023 年不同终端止咳祛痰平喘中成药销售情况 (亿元) .....	- 17 -
图表 41: 2022 年中国城市实体药店终端止咳祛痰平喘中成药品牌 TOP5.....	- 17 -
图表 42: 2019-2023 年滕王阁药业营收和净利润情况 (单位: 百万; %) ....	- 18 -
图表 43: 2020-2023 年强力枇杷膏 (蜜炼) 不同渠道销售额 (单位: 百万) - 18 -	- 18 -
图表 44: 2021-2023 年公司强力枇杷膏、强力枇杷露销量情况 (单位: 万瓶) - 18 -	- 18 -
图表 45: 强力枇杷膏与同类产品成分及价格对比.....	- 19 -
图表 46: 诺丽通颗粒 III 期临床试验总结报告主要内容.....	- 19 -
图表 47: 2020-2023 年养血清脑颗粒销售情况 (单位: 亿元) .....	- 20 -
图表 48: 2017-2021 年布洛芬片内服剂型销售情况 (单位: 亿元) .....	- 20 -
图表 49: 方盛制药主营业务收入拆分 (单位: 百万) .....	- 21 -
图表 50: 医药板块可比公司估值.....	- 22 -
图表 51: 盈利预测表.....	- 23 -

## 归核发展、聚焦中药主业

### 剥离非主业，明确创新中药战略地位

- **战略聚焦、以创新中药为核心主业。**方盛制药成立于 2002 年，2009 年完成股份制改造，并于 2014 年在上交所上市，是一家从事创新中药和仿制药研发、生产与销售的高新技术企业。自 2021 年起，公司锐意改革、剥离非制药主业业务，专注于创新中药核心主业，围绕心脑血管、骨科、儿科等细分领域构建了极具市场竞争力的产品集群。

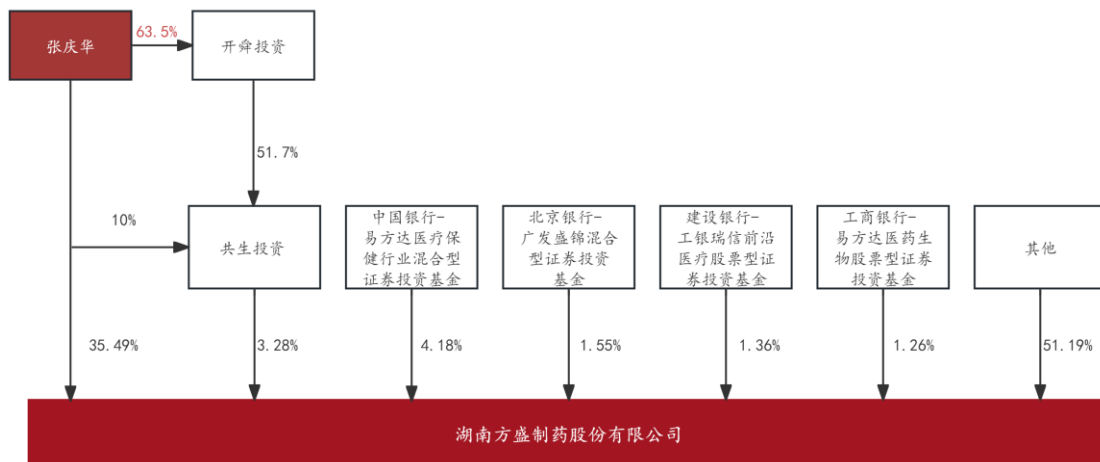
图表 1: 方盛制药发展历程



来源：公司公告，公司官网，中泰证券研究所

- **股权结构集中稳定，实际控制人张庆华合计持有公司 36.9%的股权。**公司实际控制人张庆华先生，毕业于湖南中医学院（现湖南中医药大学），清华大学 EMBA，具备医药和金融复合背景。公司整体股权结构较为集中，截止 2024 年 Q1，张庆华先生直接持股 35.49%，并且通过持股平台共生创投和开舜投资间接持股 1.40%，合计持股 36.89%。

图表 2: 方盛制药股权结构



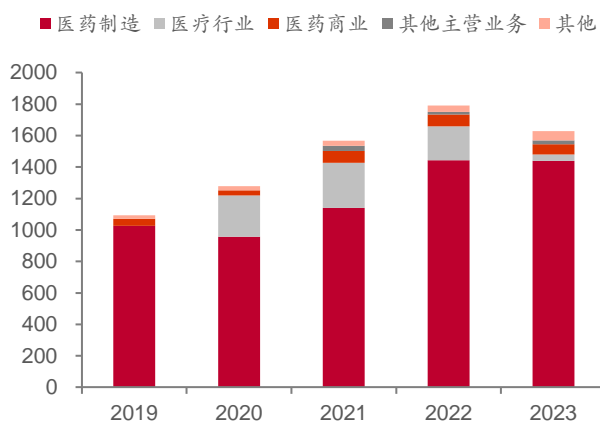
来源：公司公告，中泰证券研究所

- 持续优化业务结构，剥离非主营业务。**自 2020 年下半年，公司意识到前几年对于医疗服务、医药商业等领域的涉足不仅没有与工业主业形成协调，反而子公司亏损拖累整体业绩。2021 年起公司锐意改革，开始对非主营业务进行优化调整，先后剥离了“肾病医院”佰骏医疗、“CRO 企业”恒兴科技，以减轻报表负担。公司自 2020 年下半年制定夯实主业战略后，2020-2022 年医药制造业务营收年复合增长率为 23%，毛利复合增速为 25%，增速十分亮眼；2023 年由于依折麦布片和藤黄健骨片集采扰动，收入端有所波动。

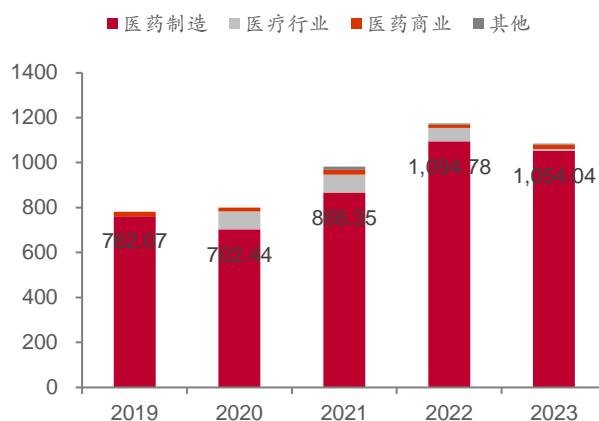
**图表 3：方盛制药陆续处置部分子公司**

处置标的	事项	交易金额 (万元)	时间	交易后公司持股比例
三花制药	转让控股子公司股权	2,400	2021年5月22日	0%
佰骏医疗	转让子公司股权	14,700	2021年6月9日	14.20%
海南方盛堂药业有限公司	注销全资子公司之全资子公司	0	2021年6月20日	0%
恒兴科技	转让子公司股权50%股权	943.64	2021年12月16日	35%
横琴中科建创	转让参股合伙企业32.18%合伙份额	303.3	2022年10月17日	7.43%
佰骏医疗	转让参股子公司0.75%股权	0	2023年2月27日	13.45%
新盘生物	转让全资子公司100%股权	3190.96	2023年10月13日	0%
恒兴医药	转让参股子公司5%股权	151.75	2023年11月29日	30%
绿合制药（新盘生物）	转让全资子公司100%股权	151.75	2023年11月29日	0%
佰骏医疗	转让部分股权并引入战投	0	2024年5月17日	11%

来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 4：方盛制药收入结构 (单位：百万)**


来源：公司公告，中泰证券研究所

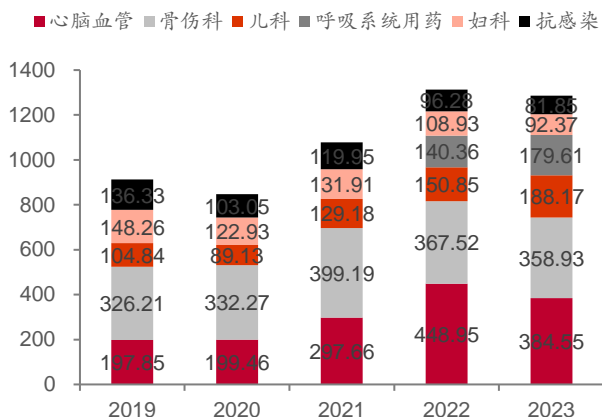
**图表 5：方盛制药毛利结构 (单位：百万)**


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 产品矩阵丰富，布局多个治疗领域。**公司整体药品品类以中药创新药为主，化药仿制药为辅，目前主要聚焦于心脑血管、骨伤科、儿科、呼吸科和妇科等治疗领域。心脑血管科、骨科为公司的重要营收来源，在 2023 年营收占比分别达到 24%和 22%，毛利占比分别为 26%和 28%。

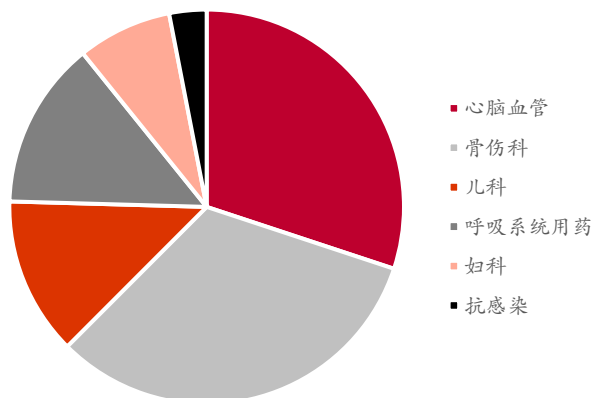


**图表 6: 2019-2023 年公司分治疗领域营收情况 (单位: 百万)**



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 7: 2023 年公司分治疗领域毛利占比情况 (单位: %)**

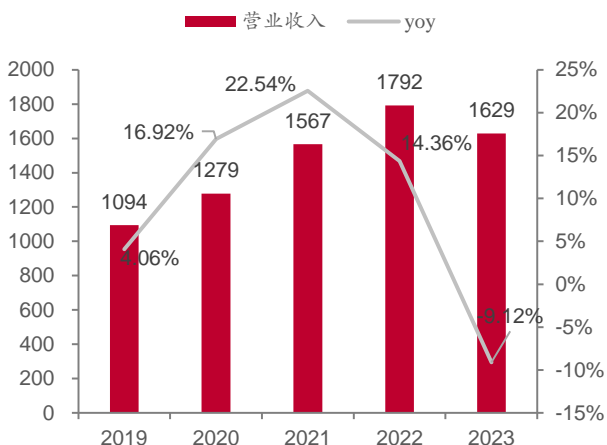


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**业务聚焦成果显著, 盈利能力持续提升**

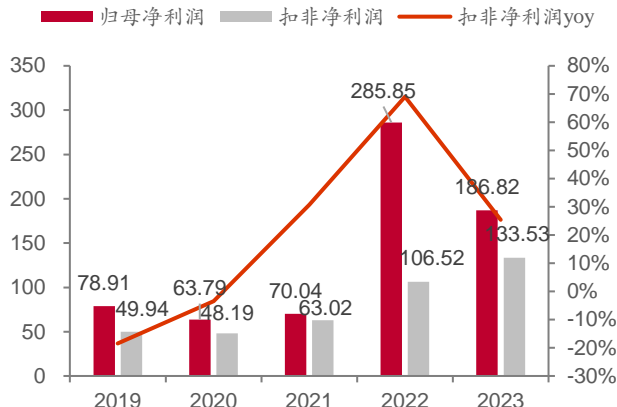
- **营收稳健增长, 子公司亏损拖累业绩。**近年来方盛制药收入利润规模稳健增长, 2019-2023 年间营收复合增速为 10%, 扣非净利润复合增速为 28%。其中 2022-2023 年收入增速放缓系子公司剥离所致, 2022 年 3 月恒兴科技不再纳入合并报表范围, 2022 年 10 月佰骏医疗不再纳入合并报表范围, 随着非主营业务的剥离, 预计公司盈利能力有望得到明显提升。

**图表 8: 2019-2023 年方盛制药营业收入 (单位: 百万; %)**



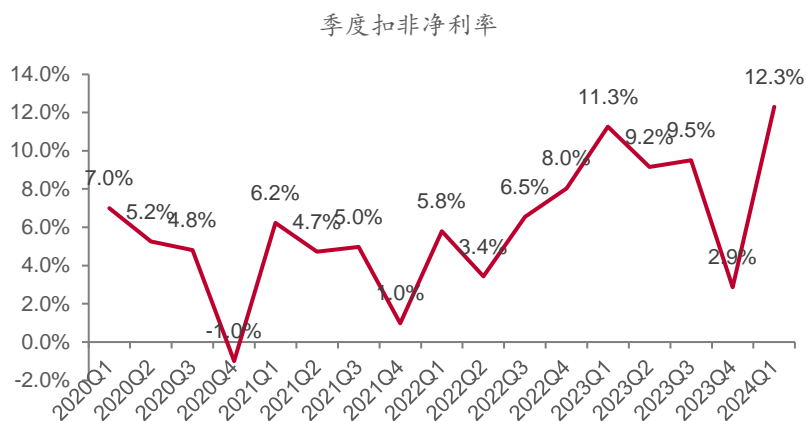
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 9: 2019-2023 年方盛制药归母及扣非净利润 (单位: 百万; %)**



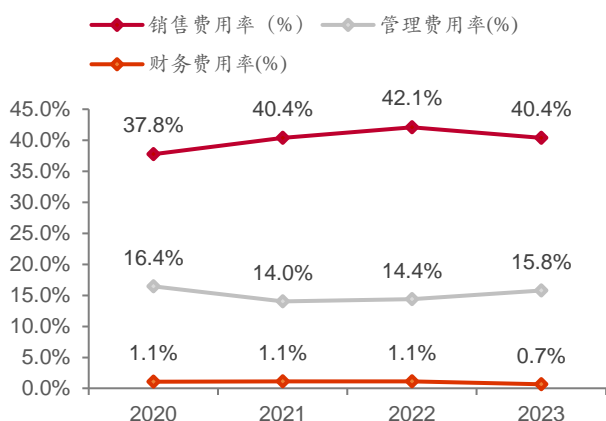
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **聚焦成果显著, 季度盈利能力改善明显。**分季度看, 过去三年间公司扣非净利率较之前有明显提升, 主业聚焦的战略取得良好效果。2023 年下半年在医药行业受外部政策冲击的情况下, 公司仍然保持了较强的盈利韧性; 2024Q1 的扣非净利率更是创下近 3 年的新高。

**图表 10: 2020Q1-2024Q1 方盛制药季度扣非净利率情况 (%)**


来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- **制药主业实际经营性利润较好。**过去几年, 对公司利润端产生明显影响的非经营因素主要是非主业子公司亏损、政府补助、以及股权激励费用(公司于 2022 年 3 月推出新一期股权激励)。我们在扣非净利润的基础上, 还原子公司亏损和股权激励费用, 以反应公司实际经营性利润。2020-2023 年间, 公司制药主业的实际净利润复合增速约 38%, 利润率也明显改善, 从 2020 年的 6.9% 提升至 2023 年的 12%, 这也证明公司中药主业的自身盈利能力较强。

**图表 11: 2020-2023 年方盛制药各项费用率情况**


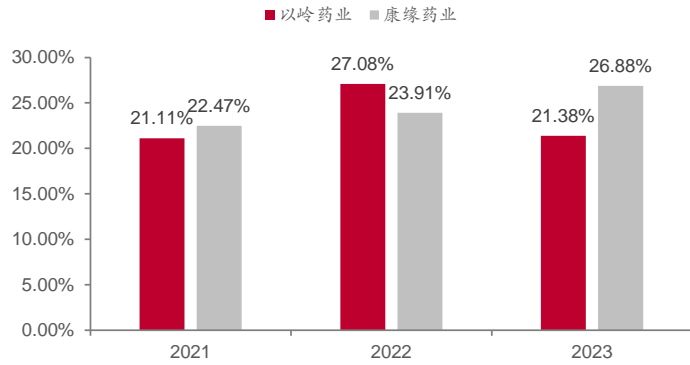
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**图表 12: 2020-2023 年方盛制药还原后实际净利润情况 (单位: 百万)**

	2020	2021	2022	2023
归母净利润	63.79	70.04	285.85	186.82
扣非净利润	48.19	63.02	106.52	133.53
股权激励费用	0.12	0	12.19	18.23
非主业子公司亏损	17.73	22.70	27.02	21.63
制药业务实际经营性利润	66.04	85.72	145.73	173.39
制药业务利润率	6.90%	7.51%	10.10%	12.05%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所 (注: 制药业务利润率=制药业务实际经营性利润/制药业务收入)

- **与行业可比公司相比, 公司利润率还有较大提升空间。**以中药创新药龙头以岭药业和康缘药业为例, 在还原研发费用之后, 两者近三年利润率均在 20% 以上。对标行业龙头, 公司利润率提升空间较大。

**图表 13: 可比公司利润率情况 (还原研发费用后)**


来源: wind, 中泰证券研究所

## 乘政策春风, 创新中药进入发展快车道

### 顶层政策支持, 创新中药加速发展

- 政策利好频出, 中医药发展上升至国家战略。**近几年, 多项顶层政策出台, 大力促进中药传承创新发展; 2021 年, 国务院《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》提出加快推进中药审评审批机制改革, 优化具有人用经验的中药新药、经典名方审评审批。2023 年 2 月《中药注册管理专门规定》发布, 明确了中药注册分类、研制路径和模式, 建立了适合中药体系的审批条件, 进一步落实了“三结合” 中药审评证据体系。

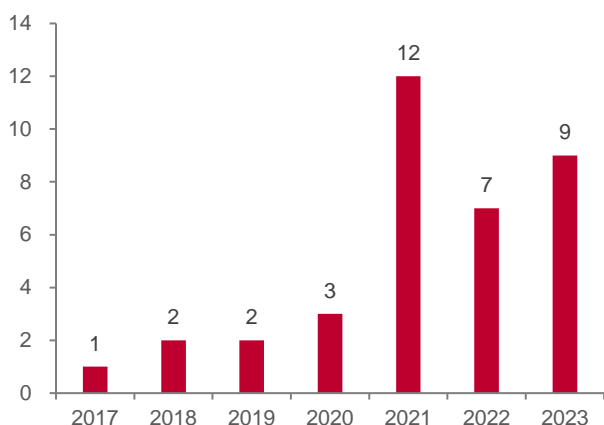
**图表 14: 近年来国家支持中药创新相关政策文件**

时间	文件	发布单位	主要内容
2019年10月	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	中共中央、国务院	改革完善中药注册管理, 加快中药新药审批。加快推进中医药科研和创新。加快中药新药创制研究, 研发一批先进的中医器械和中药制药设备。支持鼓励儿童用中成药创新研发。加强中医药产业知识产权保护和运用。
2020年9月	《中药注册分类及申报资料要求》	国家药监局	支持基于中医药理论和中医临床实践经验评价中药的有效性; 新增“古代经典名方中药复方制剂”注册分类, 促进古代经典名方向中药新药的转化。“中药增加功能主治”的申报路径由原来的补充申请改为纳入新药申报范畴, 鼓励二次开发。
2020年12月	《国家药监局关于促进中药传承创新发展的实施意见》	国家药监局	建立与中药临床定位相适应、体现其作用特点和优势的疗效评价标准。探索引入真实世界证据用于支持中药新药注册上市。改革中药注册分类, 不再仅以物质基础作为划分注册类别的依据, 开辟具有中医药特色的注册申报路径。构建中医药理论、人用经验和临床试验“三结合”的审评证据体系。对临床定位清晰且具有明显临床价值, 用于重大疾病、罕见病防治、临床急需而市场短缺、或属于儿童用药的中药新药申请实行优先审评审批。
2021年1月	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	国务院	加快推进中药审评审批机制改革, 建立中医药理论、人用经验、临床试验三结合的中药注册审评证据体系。尊重中药研发规律, 完善中药注册分类和申报要求。优化具有人用经验的中药新药审评审批。优化古代经典名方中药复方制剂注册审批, 进一步强化了政策的针对性、目标性和可操作性。
2021年7月	《中医药文化传播行动方案(2021-2025年)》	国家卫健委、国家医保局等五部门联合印发	从指导思想、基本原则、主要目标、重点任务、保障措施等五大方面为中医药文化传播行动的实施提供了指引。到2025年, 中医药文化成为引导群众增强文化自信与文化自信的重要支撑。
2021年12月	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	国家医疗保障局、国家中医药局	充分认识医保支持中医药传承创新发展的重要意义。将符合条件的中医医疗机构纳入医保定点。将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围。完善适合中医药特点的支付政策。强化医保基金监管。
2022年1月	公开征求《基于“三结合”注册审评证据体系下的沟通交流技术指导原则》意见	国家药监局药品审评中心	针对在中医理论、人用经验、临床试验相结合的中药注册审评证据体系下研发的中药新药, 提出不同注册分类临床方面沟通交流要点, 突出了人用经验在三结合审评证据体系中的关键地位。
2023年2月	《中药注册管理专门规定》	国家药监局	中药注册审评采用中医药理论、人用经验和临床试验相结合的审评证据体系, 综合评价中药的安全性、有效性和质量可控性。
2023年11月	《关于加快古代经典名方中药复方制剂沟通交流和申报的有关措施》	国家药监局	加强研发关键节点的沟通交流; 实行申报资料阶段性递交, 加快技术审评

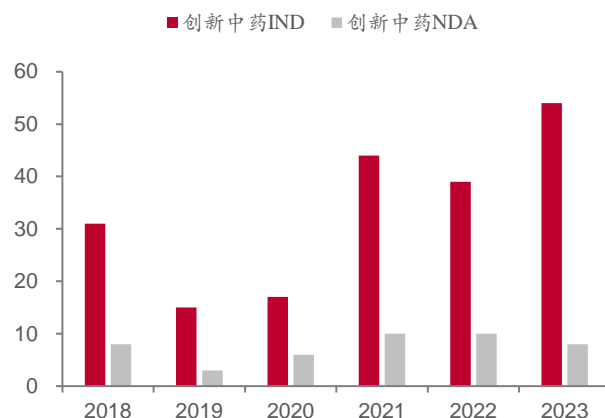
来源: 国家卫健委, 国家医保局, 国家中医药局, 中泰证券研究所



- **中药新药进入发展快车道。**随着中医药利好政策的陆续出台，特别是《药品注册管理办法》及《中药注册分类及申报资料要求》的发布实施，为中药新药的研发和上市创造了有利条件。与此同时，企业抓住政策契机，加大中药创新药的研发投入。根据国家药监局发布《2023 年度药品审评报告》，2023 年药审中心受理中药注册申请 1163 件，同比大幅增长 176.25%；审结中药注册申请 878 件，同比增长 131.05%；创新中药进入井喷式发展阶段。

**图表 15: 2017-2023 年中药新药获批数量**


来源：国家药监局，中泰证券研究所

**图表 16: 2018-2023 年中药新药 IND 和 NDA 数量**


来源：国家药监局，中泰证券研究所

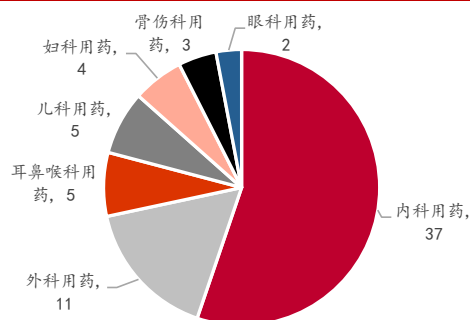
### 基药目录调整在即，中成药占比有望提升

- **中成药占比提升，基药“986”政策有望助力创新中药放量。**2018 版基药目录总品种数量由原来的 520 种增加到 685 种，其中西药 417 种、中成药 268 种，中成药占比提升至 39%。2019 年 10 月，国务院办公厅发布的《关于进一步做好短缺药品保供稳价工作的意见》提到，要逐步实现政府办基层医疗卫生机构、二级公立医院、三级公立医院基本药物配备品种数量占比原则上分别不低于 90%、80%、60%，优化和规范用药结构。“986”政策从国家层面明确基药的配备使用比例，考核医院基药使用情况，也将进一步推动相关产品的放量。

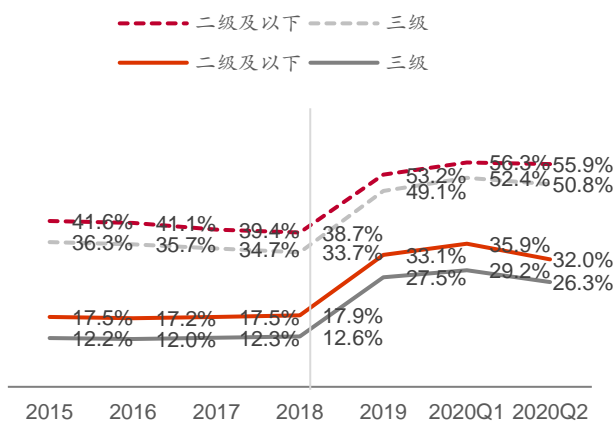
**图表 17: 历次基药目录药品情况**

时间	版本	化学药、生物药	中药	品种总数
1981	第一版	278		278
1996	第二版	699	1699	2398
2009	第三版	205	102	307
2012	第四版	317	203	520
2018	第五版	417	268	685

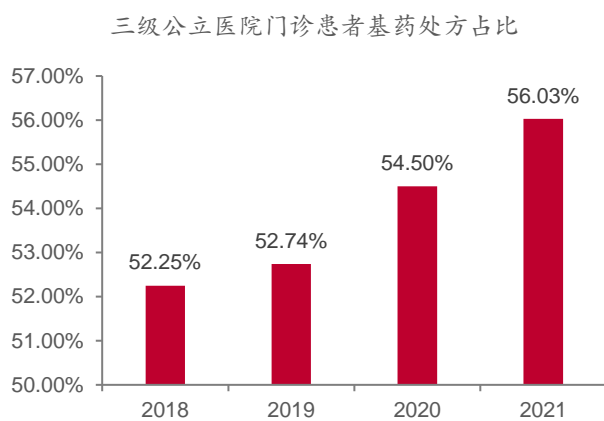
来源：各版本基药目录，中泰证券研究所

**图表 18: 2018 年版基药目录新增中成药治疗领域分布**


来源：2018 年基药目录，中泰证券研究所

**图表 19: 样本医院基药使用金额、频度占比**


来源：中国药学会医院用药监测报告，中泰证券研究所（注：实线表示使用金额、虚线表示使用频度）

**图表 20: 三级公立医院门诊患者基药处方占比**


来源：国家卫健委，中泰证券研究所

- 适应症匹配基层需求+强销售能力是基药放量的关键。**根据中康数据，进入基药目录后，中成药的整体销售放量明显。从等级医院销售情况看，近 90% 中成药品种已实现放量，其中实现 2 倍以上的放量品种占 54%。米内网数据显示，2018 版国家基药目录新增的独家中成药中有 25 个产品 2022 年在公立医疗机构终端的销售额比进入目录前（2018 年）增长超过 1 亿元。以芪苈强心胶囊（心脑血管）、金振口服液（儿科）、乌灵胶囊（神经系统）等为代表的品种，均实现了翻倍以上的增长。适应症匹配基层需求叠加公司的强销售能力，是基药品种实现快速放量的关键。

**图表 21: 2018 版新增独家中成药中销售额增长 2 亿元以上的产品情况**

产品名	集团	中国公立医疗机构终端销售额(亿元)			大类情况
		2018年	2022年	变化情况	
芪苈强心胶囊	以岭药业	5+	14+	>9	心脑血管疾病用药
金振口服液	康缘药业	4+	10+	>5	儿科用药
乌灵胶囊	佐力药业	4+	9+	>5	神经系统疾病用药
苏黄止咳胶囊	扬子江药业	15+	20+	>4	呼吸系统疾病用药
滋肾育胎丸	广药集团	1+	5+	>4	妇科用药
华铃胃痛颗粒	扬子江药业	*	4+	>4	消化系统疾病用药
复方黄柏液涂剂	山东汉方制药	3+	7+	>4	皮肤科用药
芪参益气滴丸	天士力	2+	6+	>3	心脑血管疾病用药
华蟾素片	华润医药	3+	5+	>2	肿瘤疾病用药
消痛贴膏	奇正藏药	9+	11+	>2	骨骼肌肉系统疾病用药
独一味胶囊	恒康医疗	3+	5+	>2	其它用药
滑膜炎颗粒	神威药业	*	2+	>2	骨骼肌肉系统疾病用药
津力达颗粒	以岭药业	*	2+	>2	消化系统疾病用药
益气和胃胶囊	立方制药	*	2+	>2	消化系统疾病用药

来源：米内网，中泰证券研究所

## 多个产品放量在即，经营杠杆有望释放

- “338”产品集群蓄势待发，着力打造中药大单品。**公司围绕创新中药主业，重点布局骨科、儿科、呼吸、心脑血管等疾病领域，提出打造销售收入过亿单品“338 工程”的产品集群目标。“338 工程”即 5-10 年内，助力打造 3 个 10 亿元大产品、3 个 5 亿元大产品和 8 个超亿元产品。

图表 22: 方盛制药“338”产品群

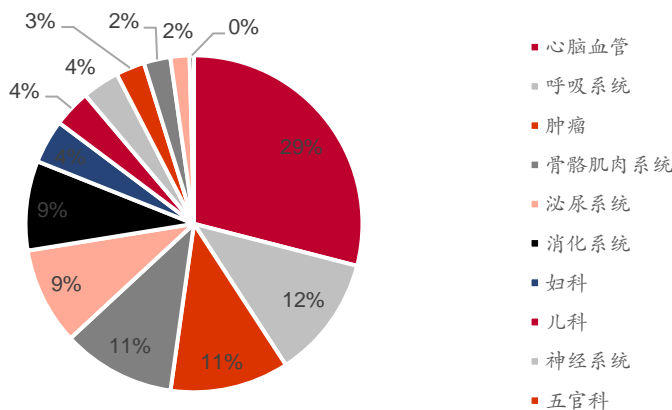
“338”工程目标	药品名称	疾病领域	适应症	基药目录	医保目录
十亿产品	小儿荆杏止咳颗粒	儿科	小儿外感风寒化热轻度急性支气管炎引起的咳嗽,咯痰,痰黄、咽部红肿、发热等症	否	是
	藤黄健骨片	骨科	补肾,活血,止痛。用于肥大性脊椎炎,颈椎病,跟骨刺,增生性关节炎,大骨节病	否	是
	强力枇杷膏(蜜炼)	呼吸系统	养阴敛肺,止咳祛痰;用于支气管炎咳嗽	是	是
五亿产品	金英胶囊	妇科	清热解毒,祛湿止带,用于慢性盆腔炎等	否	否
	玄七健骨片	骨科	用于轻中度膝关节炎中医辨证属筋脉瘀滞证的症状改善,症见膝关节局部疼痛,活动不利,局部肿胀、压痛、痛有定处、僵硬、活动受限,舌质暗红或有瘀斑,苔薄或薄白,脉滑或弦	否	是
	血塞通分散片	心脑血管	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	否	是
	跌打活血胶囊	骨科	舒筋活血,散瘀止痛	否	是
	龙血竭散	骨科	活血散瘀,定痛止血,敛疮生肌。用于跌打损伤,瘀血作痛	否	是
过亿产品	舒尔经胶囊	妇科	痛经、月经量少、后错属气滞血瘀证者	否	是
	赖氨酸维B12颗粒	儿科	能加速儿童生长发育、增进食欲	否	是
	蒲地蓝消炎片	呼吸科	清热解毒,抗炎消肿。用于用于疖肿、咽炎、扁桃腺炎	否	否
	强力枇杷露	呼吸科	养阴敛肺,止咳祛痰。用于支气管炎咳嗽	是	是
	依折麦布片	胆固醇用药	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、纯合子谷角醇血症(或植物甾醇血症)	否	是
	参芪鹿茸口服液	补益类	脾肾两虚所致体乏形瘦,腰腿疼痛,头晕目眩,食欲不振	否	否

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

### 骨科: 玄七+藤黄, 新老品种齐发力

- 骨科用药需求年轻化, 院内用药地位逐渐凸显。据 2022 年新华社报道, 我国骨关节患者已超 1.3 亿, 其中约 1/3 的患者是中青年, 并且骨关节炎在我国呈持续增长且年轻化趋势。2022 中国公立医疗机构终端中成药中骨骼肌肉系统疾病用药金额为第四, 仅次于心脑血管疾病用药、呼吸系统疾病用药和肿瘤疾病用药。

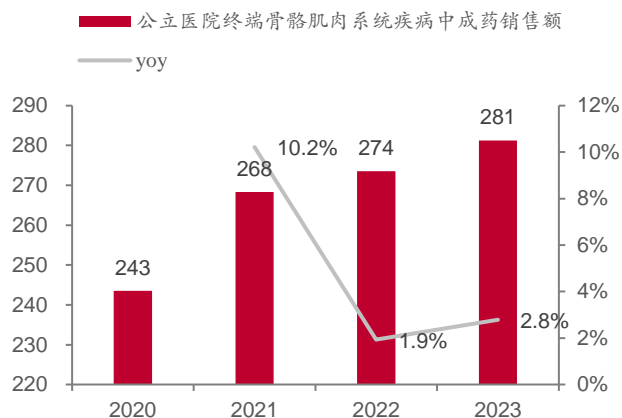
图表 23: 2022 年重点城市公立医院终端中成药大类格局



来源: 米内网, 中泰证券研究所

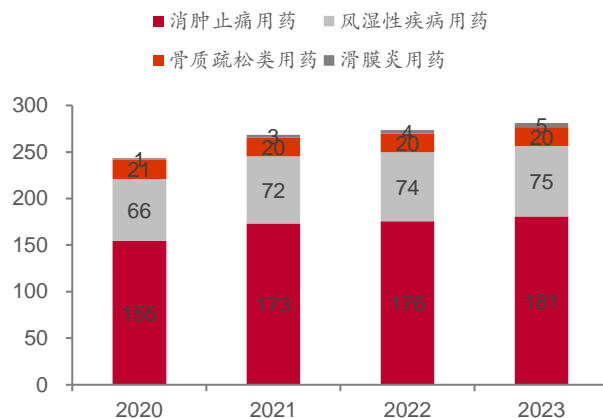
- **骨科用药市场规模稳健扩容。**米内网数据显示，骨骼肌肉系统疾病中成药市场规模近几年保持稳健扩容，2023年公立医院、零售药店端骨骼肌肉系统疾病中成药的规模分别达到281亿、110亿，其中消肿止痛用药占据的市场份额均在60%以上。

**图表 24: 2020-2023 年公立医院终端骨骼肌肉系统疾病中成药销售情况 (亿元; %)**



来源：米内网，中泰证券研究所

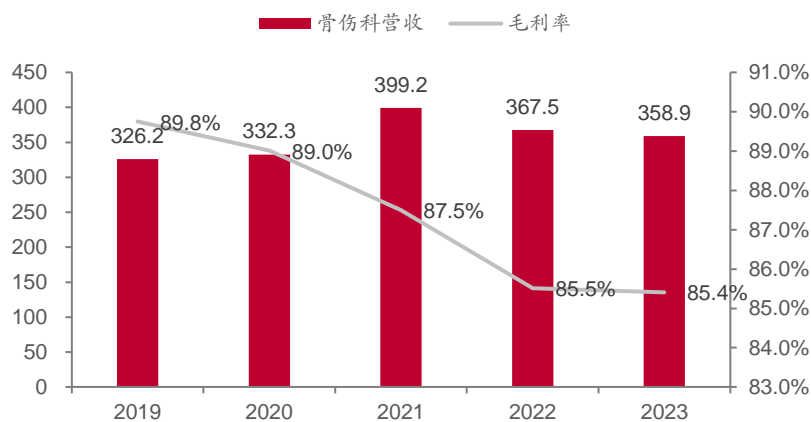
**图表 25: 2020-2023 年骨科中成药细分领域公立医院终端销售额 (亿元)**



来源：米内网，中泰证券研究所

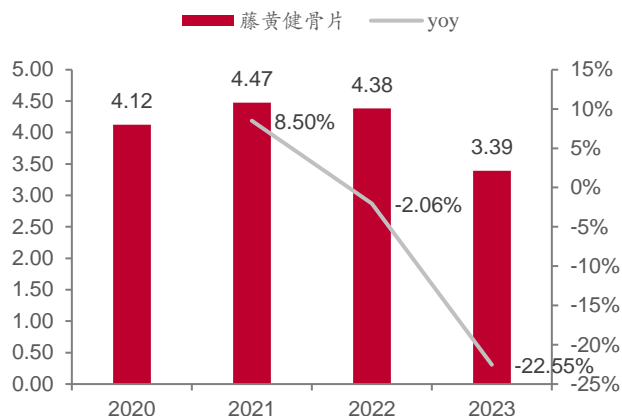
- **骨科为公司第二大板块，新老品种齐发力。**公司骨科产品线布局丰富，包括藤黄健骨片、玄七健骨片、三花接骨散、元七骨痛酊、跌打活血胶囊等。2023年公司骨科产品实现销售收入3.6亿，同比小幅下滑系骨科核心品种藤黄健骨片集采观望情绪所致，2024年为藤黄健骨片集采后首年，看好集采后加快放量。此外，公司于2021年获批的中药1.1类新药玄七健骨片，获批次年便经谈判纳入《2022版医保目录》，有望凭借医保迅速放量，为公司骨伤科产品板块注入新动能，与藤黄健骨片形成协同效应，提升公司在骨伤科用药市场的整体竞争力。

**图表 26: 方盛制药骨科产品营收及毛利率 (百万; %)**

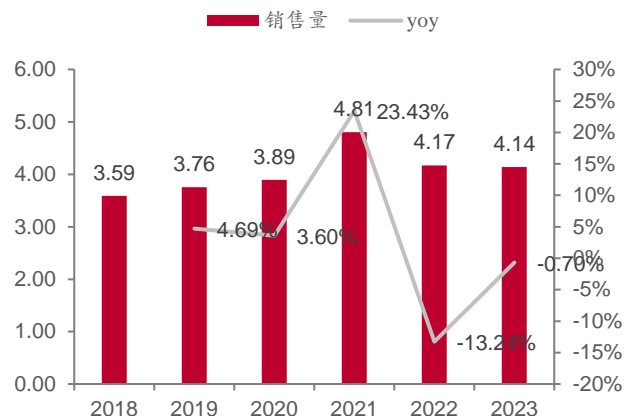


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 藤黄健骨片：公司核心产品之一，疗效优势明显。**藤黄健骨片处方源于国医大师刘柏龄教授的经验方“骨质增生丸”，具有补肾、活血、止痛、改善骨质疏松、镇痛和降低血黏度的作用，为全国独家剂型国家医保目录品种。藤黄健骨片针对肝肾亏虚型膝骨关节炎适应症，获得多个指南和专家共识推荐，其中《膝骨关节炎中医诊疗指南（2020年版）》推荐缓解期和康复期膝骨关节炎患者使用藤黄健骨片，《藤黄健骨片治疗膝骨关节炎临床应用专家共识》（2021年）明确藤黄健骨片可用于治疗发作期、缓解期、康复期膝骨关节炎。2022年，《真实世界藤黄健骨片联合非甾体抗炎药治疗膝骨关节炎》论文的发表，为藤黄健骨片的临床合理用药提供依据。充分的临床依据以及确切的疗效支撑藤黄健骨片过去几年的稳健放量，公司公告显示，藤黄健骨片销售量从2018年的3.6亿片提升至2021年最高超过4.8亿片，2022-2023年受疫情及集采影响，销量有所下滑。

**图表 27：2020-2023 年公司藤黄健骨片医院销售额（亿元）**


来源：米内网，中泰证券研究所（注：该销售额为样本医院放大数据，与公司实际销售额或有出入）

**图表 28：2018-2023 年公司藤黄健骨片销售量（亿片）**


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 看好藤黄集采后放量，片剂有望抢占胶囊剂型的份额。**2022年9月，全国中成药联合采购办公室发布《全国中成药联盟采购公告（2022年第1号）》文件，开启了全国范围首次中成药集采。2023年6月，全国中成药采购联盟集中带量采购拟中选结果公示，方盛制药的藤黄健骨片和7家藤黄健骨丸厂家拟中选并获得首年采购量。藤黄健骨片拟中选价为20.46元，拟降价幅度为42%，相对温和。医药魔方数据库显示，2022年片剂、胶囊剂、丸剂院内销售占比分别为61%、37%、2%，由于本次集采胶囊剂未入选，片剂和丸剂有望抢占胶囊剂型的份额。藤黄健骨丸剂生产厂家众多，而片剂为方盛独家剂型，我们预计2024年集采执行首年，藤黄健骨片有望实现快速放量。

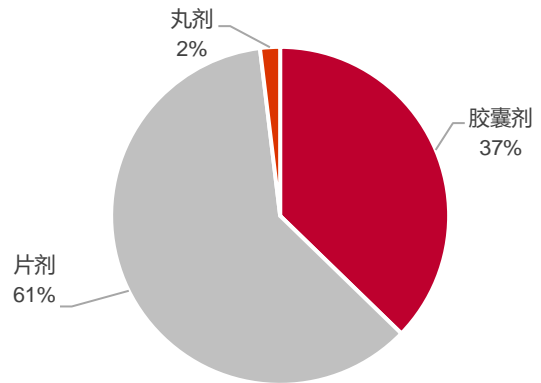


**图表 29：全国中成药采购联盟集中带量采购拟中选结果**

药品名称	剂型	包装数量	拟中选企业	拟中选价格(元)	基准价格(元)	降幅
藤黄健骨片	片剂	36	湖南方盛制药股份有限公司	20.46	35.28	42%
藤黄健骨丸	浓缩水蜜丸	200	天圣制药集团山西有限公司	12.00	37.00	68%
藤黄健骨丸	丸剂	12	吉林吉春制药股份有限公司	16.78	27.96	40%
藤黄健骨丸	丸剂	20	吉林吉尔吉药业股份有限公司	29.20	75.00	61%
藤黄健骨丸	浓缩蜜丸	32	吉林省银河制药有限公司	7.75	14.36	46%
藤黄健骨丸	浓缩水蜜丸	108	内蒙古天奇中蒙制药股份有限公司(内蒙古蒙药股份有限公司受托生产)	1.74	2.69	35%
藤黄健骨丸	浓缩水蜜丸	72	山西旺龙药业集团有限公司	16.90	49.70	66%
藤黄健骨丸	浓缩水蜜丸	12	长春人民药业集团有限公司	14.87	23.05	35%

来源：《全国中成药采购联盟集中带量采购拟中选结果表》，中泰证券研究所

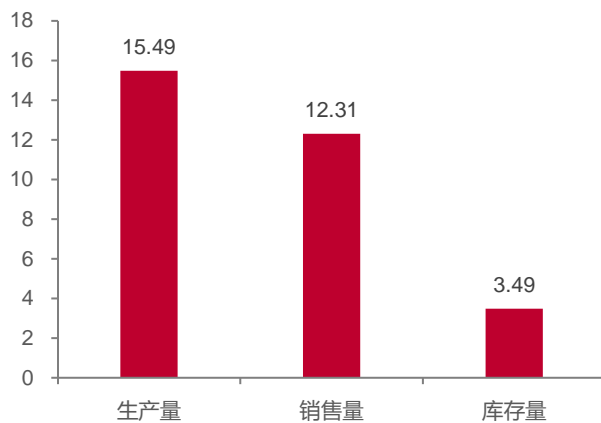
**图表 30：2022 年藤黄健骨不同剂型院内销售对比**



来源：医药魔方，中泰证券研究所

- **玄七健骨快速入院，骨科增长新动能。**玄七健骨片是公司骨科板块另一个主导产品，为骨关节炎 1.1 类中药创新药，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。玄七健骨片于 2021 年获批，获批次年便经谈判纳入《2022 版医保目录》，并入选卫健委制定的《中国慢性创伤后疼痛诊疗指南（2023 版）》，作为“慢性肌肉骨骼损伤后疼痛”用药推荐。2023 年玄七健骨片首年销售突破 3000 万元，而 2024 年一季度玄七销售收入就已达 2100 万元，预计全年有望实现翻倍以上增长，即将成为公司骨科领域新的增长点。

**图表 31：2023 年玄七健骨片产销情况（百万片）**



来源：公司公告，中泰证券研究所

**小儿荆杏止咳颗粒：儿科潜力大品种，正处于快速放量期**

- **儿科药受到政策大力鼓励支持。**近年来，国家鼓励儿童药发展和解决儿童药短缺的政策不断出台，对儿童药设置优先审评审批、不受“一品两规”和药品总品种数限制等政策。2018 年的第五版基本用药目录中，国

家就专门整理出了儿科药大类。2023年5月10日国家卫健委召开的药政工作会议，提及基药、短缺药、儿童药等药品的保障作为2023年的重点工作任务。

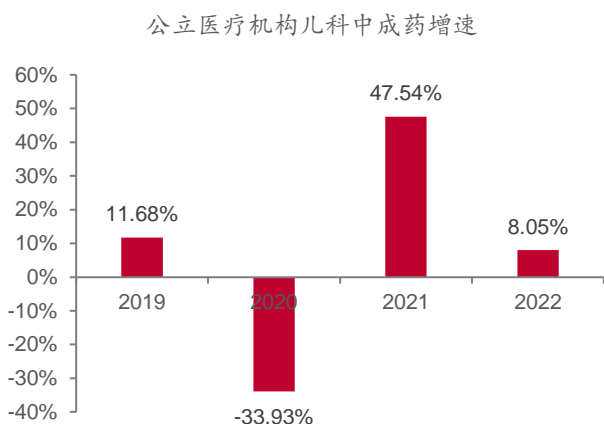
**图表 32: 近年来国家发布的儿科药相关政策法规**

文件	发布时间	发文部门
关于推进儿童医疗卫生服务高质量发展的意见	2024-01-10	国家卫健委
关于印发第四批鼓励研发申报儿童药品清单的通知	2023-08-23	国家卫健委
国家药监局药审中心关于发布《儿童抗肿瘤药物临床研发技术指导原则》的通告(2023年第22号)	2023-03-24	国家药监局药审中心
国家卫生健康委办公厅关于进一步加强儿童临床用药管理工作的通知	2023-01-19	国家卫健委
关于进一步完善和落实积极生育支持措施的指导意见	2022-08-17	国家卫健委
关于公开征求《儿童用药沟通交流申请及管理工作程序(征求意见稿)》意见的通知	2022-06-21	国家药监局药审中心
关于公开征求《儿童用药口感设计与评价的技术指导原则(征求意见稿)》意见的通知	2022-06-17	国家药监局药审中心
国家药监局药审中心关于发布《儿童用化学药品改良型新药临床试验技术指导原则(试行)》的通告(2021年第38号)	2021-09-13	国家药监局药审中心
关于规范申请人儿童用药申报信息备注的通知	2021-07-09	国家药监局药审中心
国家药监局关于适用《S5(R3):人用药物生殖与发育毒性检测》和《S11:支持儿科药物开发的非临床安全性评价》国际人用药品注册技术协调会指导原则的公告(2021年第15号)	2021-01-21	国家药监局
国家药监局药审中心关于发布《儿童用药(化学药品)药学开发指导原则(试行)》的通告(2020年第67号)	2020-12-31	国家药监局药审中心
“十三五”深化医药卫生体制改革规划	2016-12-27	国务院

来源: 国药药监局, 国家医保局, 国家卫健委等, 中泰证券研究所

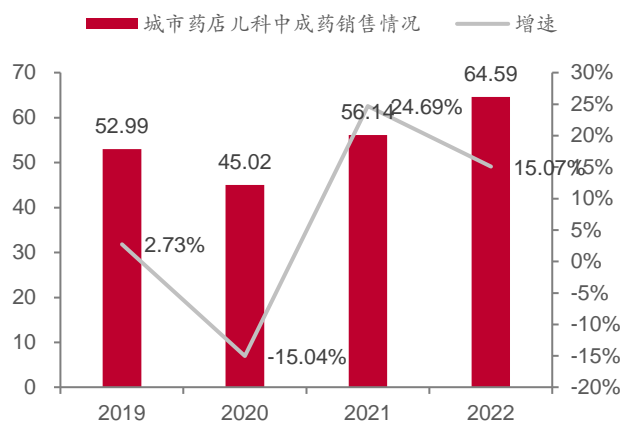
- **儿科用药市场快速扩容, 院内院外齐发力。**米内网数据显示, 中国公立医疗机构终端中成药市场, 儿科用药的销售规模于2022年升至96亿元; 与此同时, 2022年城市药店儿科中成药规模达65亿元, 整体儿科用药市场正在快速扩容。

**图表 33: 公立医疗机构终端中成药儿科用药销售增速情况**



来源: 米内网, 中泰证券研究所

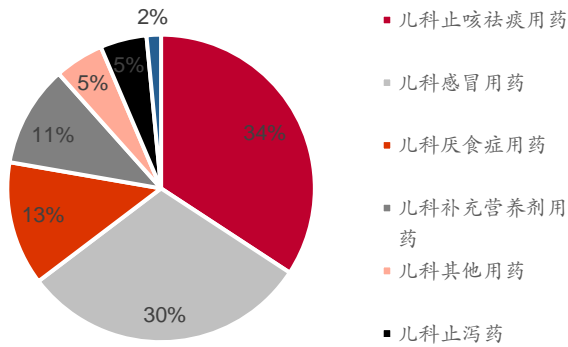
**图表 34: 城市实体药店终端中成药儿科用药销售情况(亿元; %)**



来源: 米内网, 中泰证券研究所

- **儿科中成药大品种频出。**从儿科中成药的细分类别来看，止咳祛痰用药和感冒用药是儿科中成药实体药店市场的销售主力，合计市场份额达65%左右。中成药具有副作用较小、药性更温和等特点，在儿童群体中应用广泛。也正因此，儿科中成药领域培育了小儿豉翘、金振口服液等10亿以上的重磅大品种。

**图表 35：城市实体药店终端儿科中成药亚类格局**



来源：米内网，中泰证券研究所

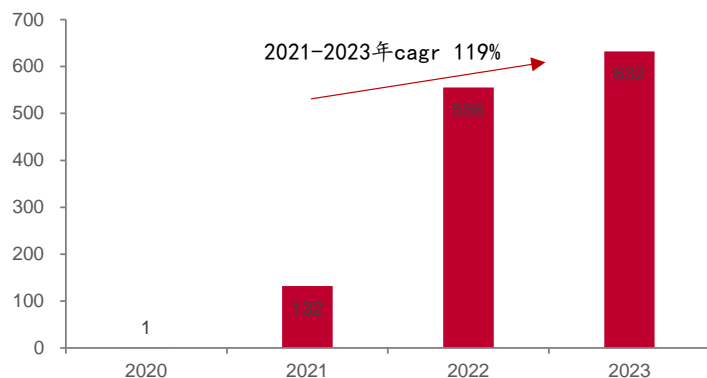
**图表 36：2022 年中成药儿科用药 TOP10 产品**

TOP	产品名称	销售额 (亿元)	增速	是否独家	是否基药
1	小儿豉翘清热颗粒	18+	22%	独家	/
2	金振口服液	10+	42%	独家	是
3	开喉剑喷雾剂（儿童型）	8+	13%	独家	/
4	四磨汤口服液	4+	0%	独家	/
5	小二肺咳颗粒	4+	12%	/	是
6	小二消积止咳口服液	3+	-8%	独家	是
7	小二肺热哮喘颗粒	3+	15%	/	是
8	醒脾养儿颗粒	2+	-12%	独家	是
9	小二热速清颗粒	2+	-5%	/	是
10	小儿柴桂退热颗粒	2+	34%	/	是

来源：米内网，中泰证券研究所

- **小儿荆杏处于快速放量阶段，有望带动儿科板块较快增长。**小儿荆杏止咳颗粒为公司自主研发的中药6类新药，属于全国独家品种，处方来自全国知名儿科专家、湖南中医药大学第一附属医院欧正武教授的临床经验方，用于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、咽部红肿等。该产品于2019年取得药品注册批件后，即进入2020年医保谈判并成功纳入医保，2021-2023年小儿荆杏止咳颗粒销售量复合增速达到119%，放量十分明显。截止2023年底，小儿荆杏止咳颗粒已累计覆盖等级医院近900家、基层医院约400家，2023年实现营业收入近6000万元。随着公司入院工作的推进，我们预计未来几年小儿荆杏仍将处于快速放量通道。

**图表 37：2020-2023 年小儿荆杏止咳颗粒销量（万袋）**

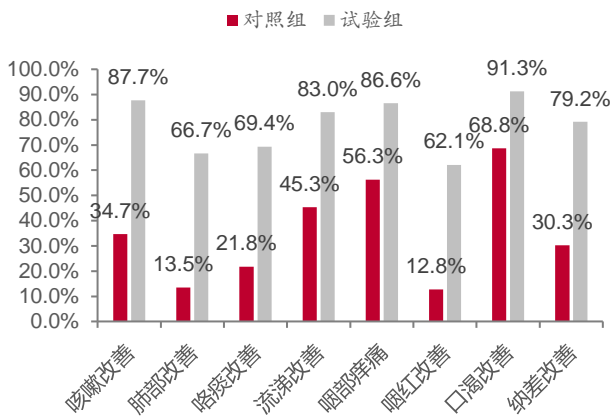


来源：公司公告，中泰证券研究所

- **小儿荆杏疗效突出，临床支撑院内推广。**相较于同类可比产品，小儿荆杏止咳颗粒完成了II、III期临床试验，具有更为明确的临床适应症，适用于治疗小儿急性支气管炎风寒化热证，有利于院内学术推广高效开展。

小儿荆杏临床研究显示，其对主要临床症状咳嗽、肺部体征、咳痰，全部恢复比例达到 28.57%，而对照组全部恢复者仅为 0.85%，临床研究验证了小儿荆杏能较好地改善中医证候相关症状如咳嗽、咯痰、流涕、咽部痒痛、咽红等症状。

**图表 38：小儿荆杏止咳颗粒中医证候相关症状改善情况**



来源：《小儿荆杏止咳颗粒治疗小儿急性支气管炎风寒化热证的随机、双盲、平行对照、多中心临床研究》，中泰证券研究所

**图表 39：小儿荆杏止咳颗粒用药价格与同类产品对比**

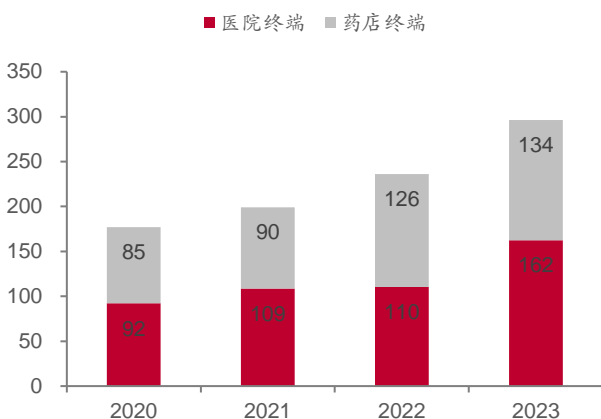
药品名称	厂家	价格	日服用价格
小儿荆杏止咳颗粒	方盛制药	85元 (5g*6袋)	3~5岁, 21.25元; 6~14岁, 42.5元
金振口服液	康缘药业	32元 (10ml*10支)	0.5~1岁, 4.8元; 2~3岁, 6.4元; 4~7岁, 9.6元; 8~14岁, 14.4元
小儿肺热咳嗽颗粒	葵花药业	14.8元 (3g*6袋)	0~3岁, 7.4元; 4~7岁, 9.87元; 7岁以上, 14.8元
小儿肺热咳嗽口服液	葵花药业	36.8元 (10ml*8支)	1~3岁, 13.8元; 4~7岁, 18.4元; 8~12岁, 27.6元
小儿消积止咳口服液	厚普制药	29.8元 (10ml*6)	1岁以内, 7.45元; 1~2岁, 14.9元; 3~4岁, 22.35元; 5岁以上, 29.8元
小儿鼓翘清热颗粒	济川药业	43元 (2g*6袋)	0.5~1岁, 21.5元; 1~3岁, 32.25元; 4~6岁, 43元; 7~9岁, 53.75元; 10岁以上, 64.5元

来源：公司公告，京东健康，中泰证券研究所

**强力枇杷膏：疗效确切、打造 OTC 标杆性产品**

- 止咳平喘类药物市场疫后规模稳步扩张，念慈庵一家独大。米内网数据显示，2023 年中国实体药店及城市公立医院终端止咳祛痰平喘中成药销售额超过 290 亿元，同比大幅增长 25.5%，院内、院外市场平分秋色。从竞争格局来看，京都念慈庵的蜜炼川贝枇杷膏稳居龙头，多年来市场份额均在 10%以上。

**图表 40：2020-2023 年不同终端止咳祛痰平喘中成药销售情况 (亿元)**



来源：米内网，中泰证券研究所

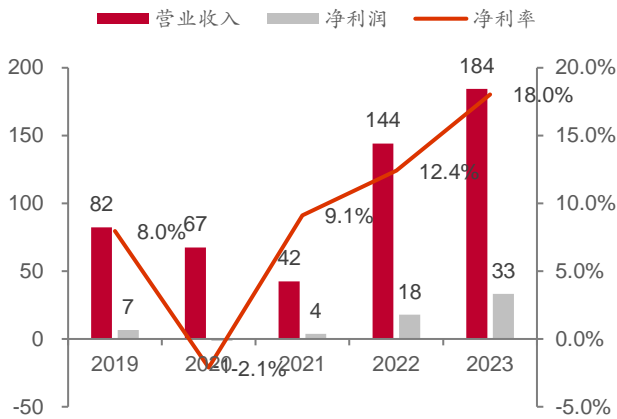
**图表 41：2022 年中国城市实体药店终端止咳祛痰平喘中成药品牌 TOP5**

企业名称	产品名称	销售额 (亿元)	市场份额
京都念慈庵	蜜炼川贝枇杷膏	16.62	13.36%
天皇药业	铁皮枫斗颗粒	7.24	5.83%
涪陵制药	急支糖浆	6.89	5.54%
白云山	补肺丸	6.85	5.51%
西峰制药	肺力咳合剂	6.32	5.08%

来源：米内网，中泰证券研究所

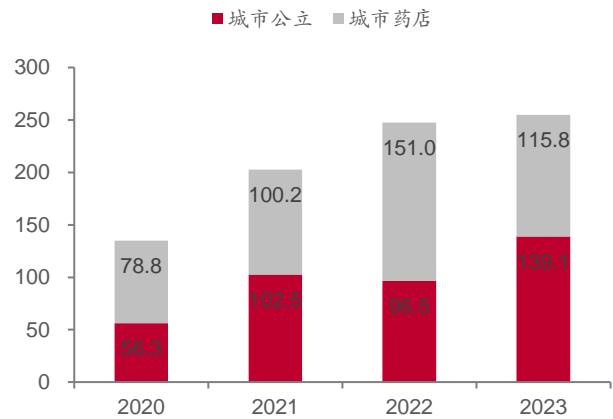
- **收购滕王阁药业，获得中药大品种强力枇杷膏。**2021年，公司完成对滕王阁药业100%股份的收购，获得中药大品种强力枇杷膏（蜜炼）。完成收购以来，公司抓住强力枇杷膏在镇咳效果与口感两方面竞争优势，组建呼吸系统专营销售团队，全面布局三大市场终端。2023年滕王阁药业实现销售收入1.84亿元，净利润超3000万元，净利率亦实现大幅提升，从收购前的8%提升至18%。

**图表 42：2019-2023 年滕王阁药业营收和净利润情况（单位：百万；%）**



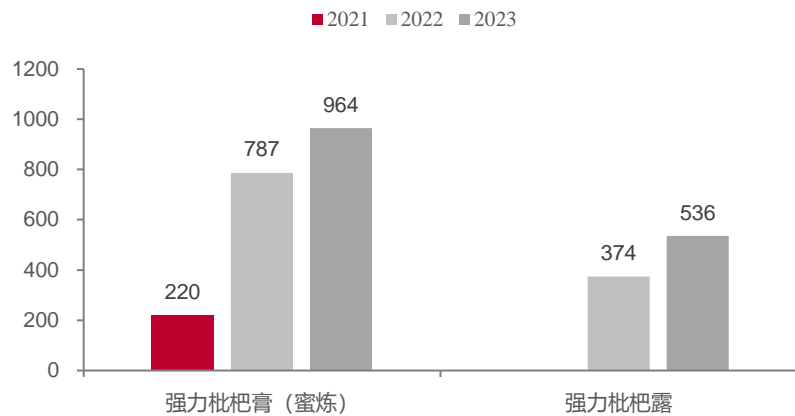
来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 43：2020-2023 年强力枇杷膏（蜜炼）不同渠道销售额（单位：百万）**



来源：米内网，中泰证券研究所（注：销售额数据为样本药店、样本医院放大数据，与公司实际销售额或有出入）

**图表 44：2021-2023 年公司强力枇杷膏、强力枇杷露销量情况（单位：万瓶）**



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **三大终端齐发力，打造 OTC 标杆性产品。**强力枇杷膏（蜜炼）为全国独家品种，具有医保和基药双重优势。目前强力枇杷膏已在全国 1000 多家等级医院使用，其镇咳作用和安全性得到了临床医生和患者的广泛认可，并被《咳嗽中医诊疗专家共识意见》列为推荐用药。区别于院外同类产品，强力枇杷膏含有枇杷叶、罂粟壳等确证性有效成分，同时在定价上处于行业中游水平，兼顾了终端价格接受度以及销售渠道的利润空间，有利于产品的推广销售。随着公司销售策略的进一步明确、产品品牌价值得到认可，预计强力枇杷产品有望对标念慈庵的蜜炼川贝枇杷膏，



成长为 5-10 亿级别的大单品。

图表 45: 强力枇杷膏与同类产品成分及价格对比

药品名称	厂家	主要成份	价格
强力枇杷膏	滕王阁药业	枇杷叶、罂粟壳、百部、白前、桑白皮、桔梗、薄荷脑	36.8元 (180g)
京都念慈菴蜜炼川贝枇杷膏	京都念慈庵	川贝母、枇杷叶、南沙参、茯苓、化橘红、桔梗、法半夏、五味子、瓜蒌子、款冬花、远志、苦杏仁、生姜、甘草、杏仁水、薄荷脑	22.9元 (75ml) 33.8元 (150ml) 56.8元 (300ml)
急支糖浆	重庆涪陵制药	鱼腥草、金荞麦、四季青、麻黄、紫菀、前胡、枳壳、甘草	25元 (120ml) 39.8元 (180ml) 56元 (300ml)
蜜炼川贝枇杷膏	白云山潘高寿药业	川贝母、枇杷叶、桔梗、陈皮、水半夏、北沙参、五味子、款冬花、杏仁水、薄荷脑	22元 (138g)

来源: 各产品说明书, 京东大健康药房, 中泰证券研究所

### 诺丽通颗粒: 上市在即, 瞄准头痛用药市场

- 又一 1.1 类新药上市在即, 瞄准紧张型头痛市场。**诺丽通颗粒是一种 1.1 类中药创新药, 基于中国近代著名中医大家张锡纯先生的代表性方剂“升陷汤”的加减配方而成, 能够直接升提气血至头部, 改善脑供血不足情况, 迅速缓解头痛、头晕症状, 多年应用于临床治疗反复发作性紧张型头痛。2022 年 6 月, 诺丽通颗粒发布的三期临床研究总结显示, 诺丽通颗粒具有减少头痛发作天数、减少头痛发作次数及时间、降低头痛强度、减少止痛药使用的趋势, 是治疗频繁阵发性紧张型头痛所致头痛隐隐, 反复发作, 遇劳加重, 头晕, 头脑昏沉, 记忆力减退, 神疲, 乏力, 短气, 心悸等症的有效方剂, 且安全性良好。

图表 46: 诺丽通颗粒 III 期临床试验总结报告主要内容

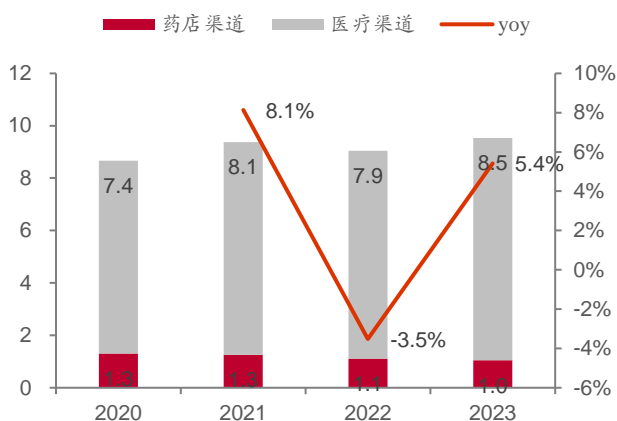
主要疗效指标
全分析数据集 (FAS) 用药结束后, 每 4 周头痛发作天数较基线变化值、实测值组间比较差异有统计学意义 ( $P < 0.05$ ), <b>试验组能明显减少头痛发作天数, 且优于对照组。</b>
次要疗效指标
<b>每4周头痛发作次数:</b> FAS集用药结束后, 每4周头痛发作次数两组间比较差异具有统计学意义 ( $P < 0.001$ ), 试验组能明显减少头痛发作次数, 且优于对照组
<b>每4周头痛发作持续时间:</b> FAS集头痛平均持续时间实测值、变化值历时性分析, 试验组能明显减少头痛发作持续时间, 且优于对照组
<b>每4周头痛发作最痛一次头痛强度:</b> FAS集每4周头痛发作最痛一次头痛强度实测值、变化值历时性分析, 试验组能明显缓解最痛一次头痛强度, 且优于对照组
<b>使用止痛药 (基础药物布洛芬片) 情况:</b> FAS集每4周使用止痛药情况分析, 试验组在治疗后第 4 周、8 周、12 周、16 周 (随访期) 使用止痛药的比例呈下降趋势, 服用诺丽通颗粒可以明显减少止痛药使用的趋势
<b>头痛有效率:</b> FAS集头痛有效率历时性分析, 治疗后第 4 周、8 周、12 周、16 周 (随访期) 两组间比较差异均具有统计学意义 ( $P < 0.001$ )。用药结束后, 试验组头痛有效率明显优于对照组
<b>中医证候积分变化:</b> FAS集中医证候积分实测值、变化值历时性分析, 治疗后第 4 周、8 周、12 周、16 周 (随访期) 两组间比较差异均具有统计学意义 ( $P < 0.001$ ), 试验组各时点中医证候积分下降情况比对照组更为明显, 用药结束后, 试验组改善情况明显优于对照组

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 对标头痛用药龙头产品, 有望成为下一个重磅单品。**目前国内市场上治

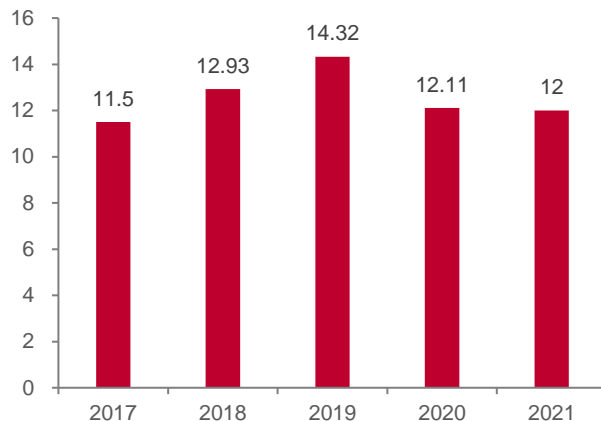
疗头痛用药主要有布洛芬片、正天丸、养血清脑颗粒、镇脑宁胶囊等。西药以布洛芬为代表，根据米内网数据统计，2020年布洛芬片内服剂型在我国三大终端的销售额约为12亿元，主要生产厂商包括上海强生制药有限公司、中美天津史克制药有限公司、珠海润都制药股份有限公司等。中药以天士力的养血清脑颗粒为代表，米内网数据显示其近几年收入规模在8亿左右，主要以院内销售为主。对标养血清脑颗粒，我们看好诺丽通颗粒成长为下一个5-10亿级别的大单品。

图表 47: 2020-2023 年养血清脑颗粒销售情况 (单位: 亿元)



来源: 米内网, 中泰证券研究所 (注: 销售额数据为样本药店、样本医院放大数据, 与公司实际销售额或有出入)

图表 48: 2017-2021 年布洛芬片内服剂型销售情况 (单位: 亿元)



来源: 米内网, 中泰证券研究所

## 盈利预测与投资建议

### 收入预测模型

#### ■ 核心假设:

- **心脑血管:** 产品主要包括血塞通分散片、血塞通片、依折麦布片等。2023年受依折麦布片集采影响, 收入有所下滑。考虑到2024年开始, 依折麦布片集采后抢占原研份额、实现快速放量, 我们预计2024-2026年此块业务同比增速为10%、12%、12%。
- **骨伤科:** 产品主要包括藤黄健骨片、玄七健骨片、三花接骨散、元七骨痛酊、跌打活血胶囊等。其中藤黄健骨片入选全国中成药集采, 有望实现以价换量; 玄七健骨片随着学术推广与终端覆盖的推进有望实现快速放量; 我们预计2024-2026年此块业务同比增速为11%、25%、24%。
- **儿科:** 产品主要包括小儿荆杏止咳颗粒和赖氨酸维B12颗粒等。考虑到儿科中成药受政策支持, 小儿荆杏止咳颗粒属于高毛利大品种, 纳入医保后快速放量, 我们预计2024-2026年此块业务同比增速为33%、20%、20%; 并且随着高毛利新品小儿荆杏止咳颗粒的收入

- 占比提升，毛利率有望持续提升。
- **呼吸系统**：产品主要为子公司滕王阁药业生产的强力枇杷膏（蜜炼）和强力枇杷露，均为医保甲类品种、国家基药。我们预计 2024-2026 年此块业务同比增速为 20%、22%、22%。
  - **妇科**：产品包括金英胶囊、黄藤素分散片、舒尔经胶囊等妇科疾病用药，该板块终端需求相对稳定。我们预计 2024-2026 年此块业务同比增速为 3%、5%、5%。
  - **抗感染**：主导产品为头孢克肟片，属于三代头孢产品，预计此块业务保持平稳发展，2024-2026 年此块业务同比增速为-2%、0%、0%。
  - **其他**：主要是指除心脑血管、骨骼肌肉系统、儿童用药、呼吸系统用药、妇科、抗感染类之外的其他各类药品收入及子公司的医疗服务收入、医药商业收入、技术服务收入、租赁业务收入，考虑到公司持续聚焦中药主业，我们预计 2024-2026 年此块业务同比增速为 5%、5%、5%。
  - **毛利率**：考虑到 2024 年藤黄健骨片集采降价的影响，骨科产品线毛利率有所降低，带动整体毛利率略有波动；随着高毛利的新产品放量、收入结构优化，2025-2026 年毛利率逐年提升。

**图表 49：方盛制药主营业务收入拆分（单位：百万）**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1535	1751	1569	1762	2030	2345
yoy	81.2%	14.1%	-10.4%	12.2%	15.2%	15.5%
毛利	982	1175	1084	1194	1401	1651
毛利率	64.0%	67.1%	69.1%	67.8%	69.0%	70.4%
心脑血管	298	449	385	423	474	531
yoy	49.2%	50.8%	-14.3%	10%	12%	12%
毛利率	75.8%	82.6%	74.0%	75%	75%	75%
骨伤科	399	368	359	400	500	620
yoy	20.1%	-7.9%	-2.3%	11%	25%	24%
毛利率	87.5%	85.5%	85.4%	75%	76%	78%
儿科	129	151	188	250	300	360
yoy	44.9%	16.8%	24.7%	33%	20%	20%
毛利率	63.4%	64.1%	65.1%	68%	70%	72%
妇科	132	109	92	95	100	105
yoy	7.3%	-17.4%	-15.2%	3%	5%	5%
毛利率	78.6%	80.0%	79.3%	80%	80%	80%
抗感染	120	96	82	80	80	80
yoy	16.4%	-19.7%	-15.0%	-2%	0%	0%
毛利率	57.3%	37.8%	35.3%	35%	35%	35%
呼吸系统		140	180	216	263	321
yoy			28.0%	20%	22%	22%
毛利率		71.6%	72.5%	74%	75%	75%
其它	457	438	284	298	313	329
yoy		-4.2%	-35.1%	5%	5%	5%
毛利率	33.5%	38.7%	48.8%	48%	48%	48%

来源：公司公告，中泰证券研究所（注：不含非主营业务收入）

## 盈利预测与估值

- 我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 18.22、20.98、24.29 亿元，同比增长 11.9%、15.2%、15.8%，实现归母净利润 2.43、2.91、3.53 亿元，同比增长 29.9%、20.0%、21.2%。我们选取以院内销售为主的中药创新药公司以岭药业、康缘药业、天士力作为可比公司，且以上公司产品线以心脑血管、感冒呼吸为主，可比公司 2024-2026 年平均 PE 为 17、14、13 倍，公司对应 2024-2026 年 PE 为 20、16、14 倍，公司正处于高速成长期，业绩增速大幅领先于可比公司，享有一定估值溢价。考虑到公司多个新老品种处于快速放量期，规模效应下经营杠杆有望释放，带来业绩的高成长性，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 50: 医药板块可比公司估值

代码	公司简称	总市值 (亿)	2023 营业收入 (亿)	2021-2023 收入 CAGR	2023 归母净利润 (亿)	2021-2023 净利润 CAGR	PE			
							2023A	2024E	2025E	2026E
002603.SZ	以岭药业	284	103.2	1.0%	13.5	0.3%	29	19	16	13
600557.SH	康缘药业	98	48.7	15.5%	5.4	29.4%	22	15	13	11
600535.SH	天士力	201	86.7	4.4%	10.7	-32.6%	24	16	14	13
可比公司平均							25	17	14	13
603998.SH	方盛制药	48	16	1.9%	2	63.3%	26	20	16	14

来源: wind, 中泰证券研究所 (数据截至 2024/06/14; 可比公司选取 wind 一致预期)

## 风险提示

- **集采降价风险:** 随着医改不断推进，医保控费不断趋严，国家带量采购政策的全面实施，进入集采目录药品价格下降趋势不可避免。公司藤黄健骨片纳入全国中成药集采，该产品收入可能在 2024 年面临一定压力。
- **核心产品销售不及预期风险:** 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。
- **研发进度不及预期风险:** 创新中药研发具有周期长、投入大、风险高等特点，受多种因素影响可能存在研发进展不及预期风险。
- **研报使用信息数据更新不及时的风险:** 研报中使用的部分行业信息存在一定时效性，存在数据更新不及时的风险。

图表 51: 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	921	853	1225	1294	<b>营业收入</b>	1629	1822	2098	2429
现金	209	364	420	651	营业成本	520	596	651	720
应收账款	210	272	283	360	营业税金及附加	29	31	36	41
其他应收款	13	15	17	20	营业费用	658	670	789	923
预付账款	105	77	85	94	管理费用	149	175	206	243
存货	328	68	365	114	财务费用	11	32	36	36
其他流动资产	55	55	55	55	资产减值损失	-2	0	0	0
<b>非流动资产</b>	2160	2143	2117	2131	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	258	258	258	258	投资净收益	-4	10	10	10
固定资产	813	861	882	932	<b>营业利润</b>	196	269	326	398
无形资产	268	263	258	253	营业外收入	9	10	10	10
其他非流动资产	822	762	719	689	营业外支出	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	3081	2995	3342	3424	<b>利润总额</b>	203	277	334	406
<b>流动负债</b>	1248	856	880	591	所得税	24	32	39	47
短期借款	309	425	423	100	<b>净利润</b>	180	245	295	359
应付账款	114	125	136	152	少数股东损益	-7	2	4	6
其他流动负债	825	306	321	339	<b>归属母公司净利润</b>	187	243	291	353
<b>非流动负债</b>	244	394	494	594	EBITDA	286	378	448	530
长期借款	153	303	403	503	EPS (元)	0.42	0.55	0.66	0.80
其他非流动负债	91	91	91	91					
<b>负债合计</b>	1492	1250	1374	1185					
少数股东权益	131	133	137	143	<b>主要财务比率</b>				
股本	440	440	440	440	<b>会计年度</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
资本公积	186	186	186	186	<b>成长能力</b>				
留存收益	850	1004	1223	1488	营业收入	-9.1%	11.9%	15.2%	15.8%
归属母公司股东权益	1458	1613	1831	2096	营业利润	-40.8%	36.9%	21.2%	22.1%
<b>负债和股东权益</b>	3081	2995	3342	3424	归属于母公司净利润	-34.6%	29.9%	20.0%	21.2%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	68.1%	67.3%	69.0%	70.4%
					净利率 (%)	11.5%	13.3%	13.9%	14.5%
					ROE (%)	12.8%	15.0%	15.9%	16.8%
					ROIC (%)	10.7%	14.5%	15.2%	20.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	48.4%	41.7%	41.1%	34.6%
					净负债比率 (%)	44.12%	62.21%	63.76%	55.07%
					流动比率	0.74	1.00	1.39	2.19
					速动比率	0.47	0.92	0.98	2.00
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.54	0.60	0.66	0.72
					应收账款周转率	8	7	7	7
					应付账款周转率	5.22	5.00	5.00	5.00
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益 (最新摊薄)	0.42	0.55	0.66	0.80
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.20	0.46	0.25	1.53
					每股净资产 (最新摊薄)	3.32	3.67	4.16	4.77
					<b>估值比率</b>				
					P/E	25.61	19.72	16.44	13.57
					P/B	3.28	2.97	2.61	2.28
					EV/EBITDA	17	13	11	9

来源: wind, 中泰证券研究所



**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。  
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。