

2024年06月27日

买入 (首次覆盖)

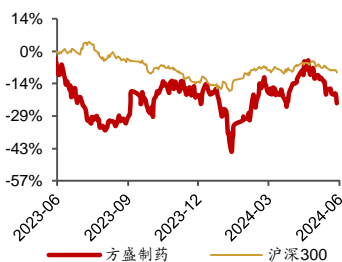
证券分析师

刘闯

S1350524030002

liuchuang@huayuanstock.com

市场表现:



相关研究

方盛制药 (603998.SZ):

—— 338大产品计划稳步推进, 创新中药引领持续增长

投资要点:

- **以创新中药为核心, “338大产品打造计划”稳步实施。**方盛制药成立于2002年, 是国内领先的创新中药企业。1) 自2021年起公司实施战略变革, 聚焦制药主业, 业绩进入加速增长, 2023年公司实现营业收入16.29亿元(20-23年CAGR+8%), 扣非净利润1.34亿元(20-23年CAGR+41%)。2) 公司坚定实施338大产品打造计划(力争在未来5-10年时间内, 打造3个10亿大产品、3个5亿大产品、8个超亿产品), 集中精力做大核心产品, 未来持续增长可期。3) 公司布局多个优势治疗领域, 2023年心脑血管、骨伤科、儿科、呼吸科、妇科和抗感染药物收入占比分别为24%、22%、12%、11%、6%、5%, 合计收入占比79%。
- **慢病大赛道, 骨科新老产品协同放量, 心脑血管药物稳健增长。**人口老龄化呈现加速趋势, 骨科与心脑血管领域市场空间广阔。1) 公司骨科产品2023年实现收入3.59亿元, 19-23年复合增速2%, 预计24-26年收入CAGR为22%, 基于核心产品藤黄健骨片集采后市场份额提升, 未来有望进入新版基药目录打开基层市场空间, 中药创新药玄七健骨片有望凭借公司在骨科领域优势加快终端覆盖, 延续高增长态势。2) 公司心脑血管药物2023年实现收入3.85亿元, 19-23年复合增速18%, 预计24-26年收入CAGR为17%, 依折麦布片以第一顺位中标国家集采, 近两年有望加速放量, 血塞通分散片与片剂保持稳健增长。
- **呼吸类产品新机遇, 小儿荆杏学术驱动院内增长, 强力枇杷院外市场引领增长。**1) 公司儿科产品2023年实现收入1.88亿元, 同比增长25%, 预计24-26年收入CAGR为25%, 基于中药创新药小儿荆杏止咳颗粒学术推广力度加大, 等级医院覆盖增加, 助力产品加速放量, 且儿科药品种较为稀缺, 未来有望纳入新版儿童基药目录; 化药赖氨酸维B12颗粒保持较快增长。2) 公司呼吸用药2023年实现收入1.80亿元, 同比增长28%, 预计24-26年收入CAGR为13%, 滕王阁牌强力枇杷膏(蜜炼)是公司独家剂型, 随着公司加大品牌和销售推广力度, 药店端有望实现快速增长。
- **中药创新药管线布局领先, 打造新的利润增长点。**公司持续加大研发投入, 2023年公司研发费用达1.08亿元, 同比增长53%。公司中药创新药布局业内领先, 多款产品处于临床II/III期(诺丽通颗粒、健胃祛痛丸等), 有望在未来几年陆续上市。
- **盈利预测与估值:** 我们预计2024-2026年归母净利润分别为2.44亿元、2.96亿元、3.66亿元, 增速分别为30.7%、21.2%、23.7%, 当前股价对应的PE分别为18x、15x、13x。选取产品布局呼吸及儿科中成药企业太极集团、康缘药业、康恩贝作为可比公司, 基于公司338大产品打造战略稳步推进, 创新中药布局领先, 我们给予公司一定估值溢价, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示: 医药行业政策风险, 产品销售不及预期的风险, 行业竞争加剧的风险, 研发进展不及预期的风险。**

股票数据: 2024年06月24日

收盘价(元)	10.20
一年内最高/最低(元)	13.60/8.65
总市值(亿元)	45

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元人民币)	1,792	1,629	1,870	2,175	2,539
同比增长率(%)	14.36%	-9.12%	14.85%	16.28%	16.73%
毛利率(%)	67.3%	68.1%	70.7%	71.2%	71.6%
归母净利润(百万元人民币)	286	187	244	296	366
同比增长率(%)	308.1%	-34.6%	30.7%	21.2%	23.7%
每股收益(元人民币/股)	0.66	0.42	0.56	0.67	0.83
ROE(%)	20.6%	12.8%	13.8%	15.0%	16.0%
市盈率	286	187	18	15	13

投资案件

投资评级与估值

公司是国内领先的创新中药企业，以创新中药研发和管理变革双轮驱动，稳步推进 338 大产品打造计划，在研管线丰富，我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 2.44 亿元、2.96 亿元、3.66 亿元，增速分别为 30.7%、21.2%、23.7%。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 18.70/21.75/25.39 亿元，同比增长 14.85%/16.28%/16.73%，关键假设如下：

1) 骨科用药：预计 2024-2026 年收入同比增长 15%/25%/25%，基于藤黄健骨片集采落地市场份额持续提升且未来有望纳入新版基药目录，玄七健骨片有望凭借公司在骨科领域优势加速放量。

2) 心脑血管用药：预计 2024-2026 年收入同比增长 20%/15%/15%，基于依折麦布以第一顺位中标国家集采，近两年加速放量抢占市场份额，血塞通分散片（片）预计保持稳健增长。

3) 儿科用药：预计 2024-2026 年收入同比增长 30%/25%/25%。随着公司加大推广力度与终端覆盖，小儿荆杏止咳颗粒预计将延续高增长态势。

4) 呼吸系统用药：预计 2024-2026 年收入同比增长 10%/15%/15%，基于强力枇杷膏（蜜炼）独家剂型，院外市场有望持续增长。

投资逻辑要点

公司是国内领先的创新中药企业。1) 自 2021 年起公司实施战略变革，聚焦制药主业、集中精力做大核心产品，业绩呈现加速增长态势。公司坚定实施 338 大产品打造计划，力争在未来 5-10 年时间内，打造 3 个 10 亿大产品、3 个 5 亿大产品、8 个超亿产品，助力未来持续增长。2) 公司布局多个优势治疗领域，每个治疗领域均有较好的增长潜力，2023 年心脑血管、骨伤科、儿科、呼吸科、妇科和抗感染药物六大类产品线占营收比重分别为 24%、22%、12%、11%、6%、5%，合计营收占比达 79%。3) 公司中药创新药研发管线布局领先，有望成为新的利润增长点。

核心风险提示

医药行业政策风险，产品销售不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，研发进展不及预期的风险。

目录

1. 方盛制药：归核聚焦核心产品，创新中药驱动持续增长	6
2. “338”产品矩阵丰富，中药创新药引领增长	12
2.1 骨伤科：藤黄健骨片有望纳入基药，玄七健骨片新药快速放量	12
2.2 心脑血管用药：血塞通增长稳健，依折麦布加快进口替代	15
2.3 儿童用药：小儿荆杏止咳颗粒终端覆盖快速提升，学术营销助力成长	17
2.4 呼吸系统用药：强力枇杷膏（蜜炼）品牌知名度较高，院外市场持续增长	20
3. 盈利预测及估值	22

图表目录

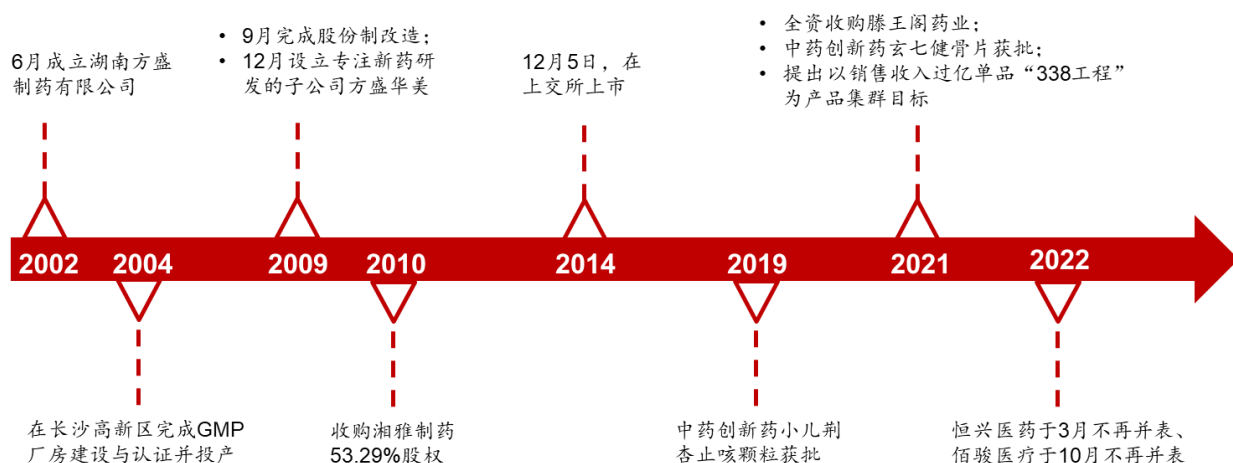
图 1: 公司发展历程.....	6
图 2: 公司股权结构 (截至 2024 年 3 月 31 日)	7
图 3: 公司收入及增速情况 (2019-2024Q1)	8
图 4: 公司归母净利润及增速情况 (2019-2024Q1)	8
图 5: 公司分行业收入 (2019-2023)	8
图 6: 公司分产品收入 (2019-2023)	8
图 7: 公司毛利率及净利率情况 (2019-2023)	9
图 8: 公司期间费用率情况 (2019-2023)	9
图 9: 公司销售人员数量 (2019-2023)	10
图 10: 滕王阁药业营业收入增长提速明显.....	10
图 11: 公司研发人员数量 (2019-2023)	11
图 12: 公司研发费用及增速情况 (2019-2023)	11
图 13: 公司骨伤科收入 (2019-2023).....	12
图 14: 公司骨伤科毛利率 (2019-2023)	12
图 15: 我国出生人数 (1949-2021)	13
图 16: 骨关节炎患病率随着年龄增加而上升.....	13
图 17: 中国城市公立医院骨骼肌肉系统疾病中成药销售额 (亿元)	13
图 18: 中国城市公立医院骨骼肌肉系统中成药格局 (按治疗亚类)	13
图 19: 公司藤黄健骨片销售量 (万片)	14
图 20: 2023 年藤黄健骨竞争格局 (按剂型)	14
图 21: 公司心脑血管药物收入 (2019-2023).....	16
图 22: 公司血塞通药物毛利率.....	16
图 23: 中国城市公立医院心脑血管疾病中成药销售额(亿元).....	16
图 24: 中国城市实体药店心脑血管疾病中成药销售额(亿元).....	16
图 25: 依折麦布片竞争格局 (2020-2023)	17
图 26: 公司依折麦布片销售量与均价.....	17
图 27: 公司儿童用药收入 (2019-2023).....	17

图 28: 公司儿童用药毛利率 (2019-2023)	17
图 29: 中国城市公立医院儿科用药中成药销售额 (亿元)	18
图 30: 中国城市公立医院儿科用药中成药格局 (按治疗亚类)	18
图 31: 公司小儿荆杏止咳颗粒销售量 (万袋)	19
图 32: 公司呼吸系统药物收入 (2021-2023).....	20
图 33: 公司强力枇杷 (蜜炼) 销售量 (万瓶)	20
图 34: 中国城市公立医院止咳祛痰平喘中成药销售额(亿元).....	20
图 35: 中国城市实体药店止咳祛痰平喘中成药销售额(亿元).....	20
图 36: 2023 年中国城市公立医院止咳祛痰平喘中成药竞争格局.....	20
图 37: 2023 年中国城市实体药店止咳祛痰平喘中成药竞争格局.....	20
表 1: 公司 2022-2023 年股权激励考核目标	7
表 2: 公司主要品种情况 (按治疗领域分类)	9
表 3: 方盛制药研发管线.....	11
表 4: 藤黄健骨全国中成药采购联盟集采结果.....	14
表 5: 玄七健骨片单个疗程用药金额 (元)	15
表 6: 《中国慢性创伤后疼痛诊疗指南 (2023 版)》推荐药物.....	15
表 7: 玄七健骨片临床三期试验方案	15
表 8: 依折麦布全国第七批集采中选结果	17
表 9: 2023 年中国城市公立医院儿科中成药 Top20 品种 (按通用名)	18
表 10: 小儿荆杏与主要竞品比较.....	19
表 11: 强力枇杷膏 (蜜炼) 与主要竞品比较.....	21
表 12: 2024-2026 年方盛制药收入预测 (百万元)	23
表 13: 可比公司估值情况.....	24
表 14: 方盛制药合并利润表 (百万元)	25
表 15: 方盛制药合并资产负债表 (百万元)	26
表 16: 方盛制药合并现金流量表 (百万元)	27

1. 方盛制药：归核聚焦核心产品，创新中药驱动持续增长

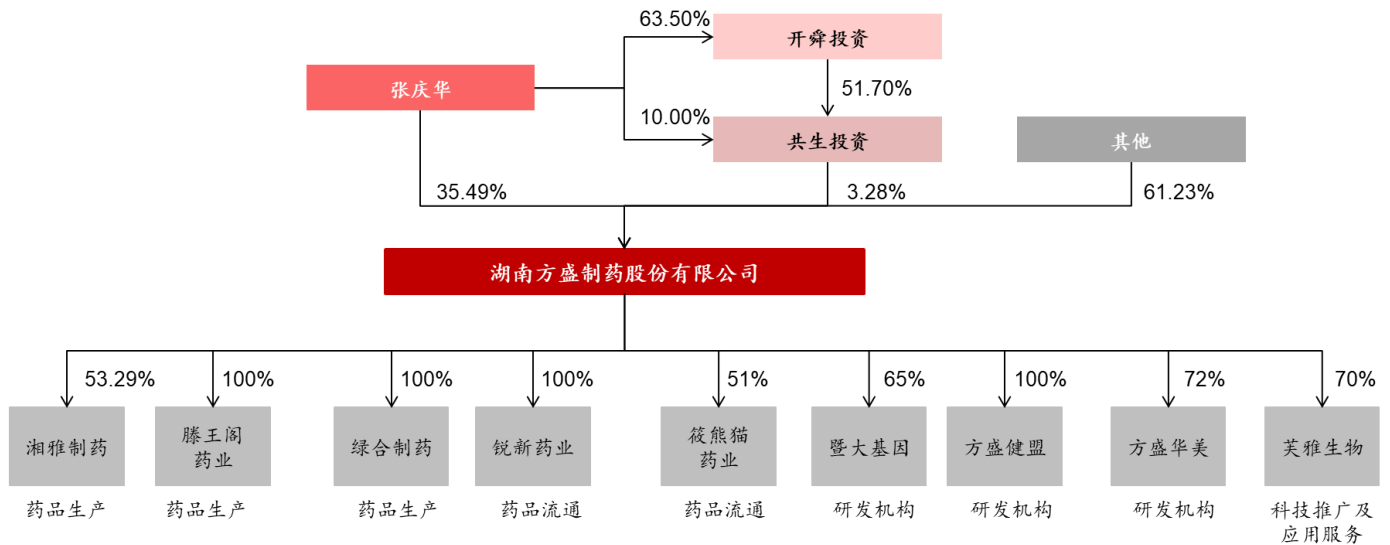
老牌中药企业，“338 大产品打造计划”助力持续增长。方盛制药成立于 2002 年，2009 年完成股份制改造并于 2014 年在上交所上市。公司聚焦“打造成为一家以创新中药为核心的健康产业集团”的发展战略，以“创新中药研发”和“管理变革”双轮驱动公司核心竞争力的持续提升。公司主要产品为中成药和化药制剂，涵盖心脑血管、儿童药、骨伤科、妇科、呼吸系统以及抗感染等多个治疗领域。截至 2023 年末，公司拥有《药品注册批件》144 个，新药证书 16 件，发明专利 52 项，国际专利 1 项，外观专利 3 项，实用新型专利 53 项。2021 年，公司提出以销售收入过亿单品“338 工程”为产品集群目标，力争在未来 5-10 年时间内，打造 3 个 10 亿大产品、3 个 5 亿大产品、8 个超亿产品，集中精力做大核心产品，未来持续增长可期。

图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华源证券研究

公司股权结构较为集中，实控人张庆华持股 36.89%。公司控股股东、实控人为张庆华先生，毕业于湖南中医药大学，从事医药行业近三十年，经营管理经验丰富，与公司现任董事长、总经理周晓莉女士为夫妻关系。截至 2024 年 3 月 31 日，张庆华先生直接持有公司 35.49% 的股份，通过共生投资和开舜投资间接持有 1.40% 的股份，合计持有公司 36.89% 的股份。公司旗下拥有多家子公司，业务涉及药品研发、生产、流通等多个领域，在集团带领下实现稳健、快速发展。

图 2：公司股权结构（截至 2024 年 3 月 31 日）


资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究

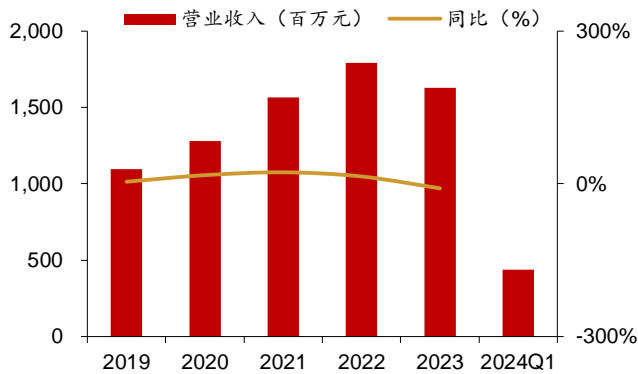
管理团队激励机制完善。2022 年 3 月，公司发布 2022 年限制性股票激励计划（草案），本次激励对象共计 270 人（包括董事、中高级管理人员、核心技术骨干等），公司层面业绩考核目标：以 2021 年为基数，22-23 年营业收入增速不低于 10%、15%，或 22-23 年净利润增速不低于 12%、17%。公司 22-23 年顺利完成业绩考核目标，凸显公司激励机制完善，充分激发核心团队积极性。

表 1：公司 2022-2023 年股权激励考核目标

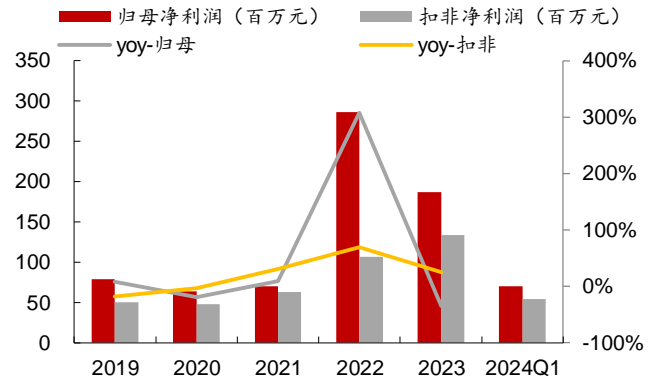
年份	业绩考核目标
2022 年	以 2021 年为基数，2022 年营业收入增长率不低于 10% 或 2022 年净利润增长率不低于 12%
2023 年	以 2021 年为基数，2023 年营业收入增长率不低于 15% 或 2023 年净利润增长率不低于 17%

资料来源：公司公告，华源证券研究

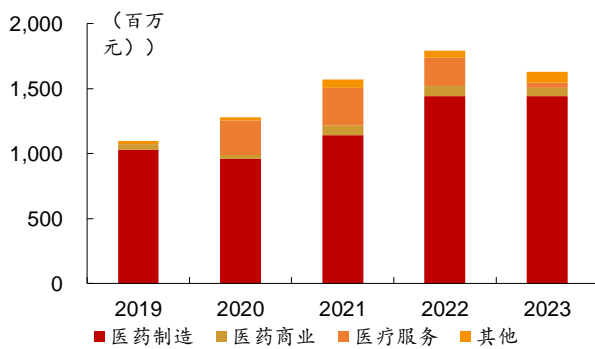
聚焦制药主业，骨伤科和心脑血管为公司优势领域。2023 年公司实现营业收入 16.29 亿元，同比下滑 9.12%，实现归母净利润 1.87 亿元，同比下滑 34.64%，实现扣非净利润 1.34 亿元，同比增长 25.35%。公司自 2021 年起执行“归核化”发展战略，聚焦制药主业，先后剥离了“肾病医院”佰骏医疗、“CRO 企业”恒兴科技等盈利能力较弱的业务，20-23 年公司扣非净利润复合增速达 41%。2024 年 Q1 公司实现营业收入 4.38 亿元，同比增长 0.37%，实现归母净利润 0.70 亿元，同比增长 10.04%，实现扣非净利润 0.54 亿元，同比增长 9.61%。分行业看，2023 年，医药制造、医药商业、医疗服务收入占比分别为 88%、4%、3%；分产品看，2023 年心脑血管、骨伤科、儿科、呼吸科、妇科和抗感染药物六大类产品线收入占比分别为 24%、22%、12%、11%、6%、5%，合计收入占比 79%，其中骨伤科和心脑血管为公司核心治疗领域。

图 3：公司收入及增速情况（2019-2024Q1）


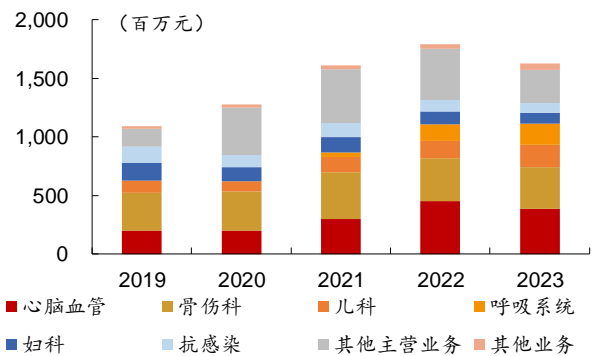
资料来源：Wind，华源证券研究

图 4：公司归母净利润及增速情况（2019-2024Q1）


资料来源：Wind，华源证券研究

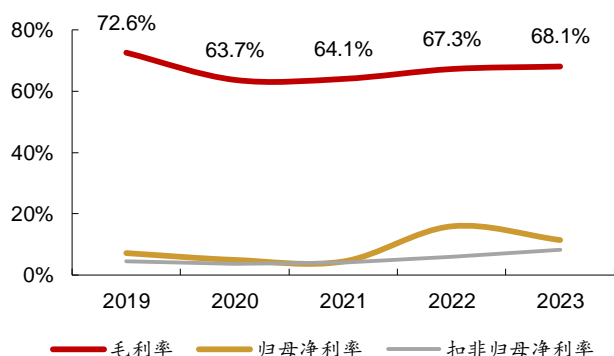
图 5：公司分行业收入（2019-2023）


资料来源：Wind，华源证券研究

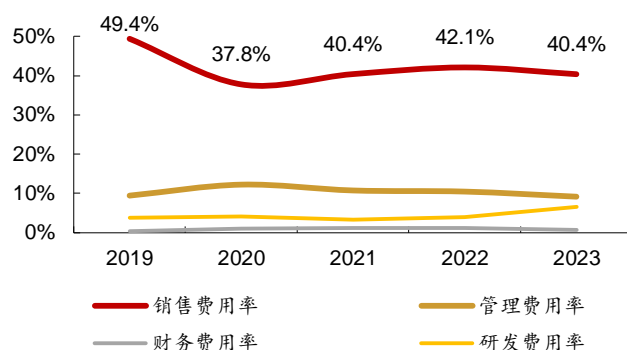
图 6：公司分产品收入（2019-2023）


资料来源：Wind，华源证券研究

期间费用率稳定，盈利能力持续提升。随着高毛利业务医药制造的收入占比提升，2020-2023 年，公司销售毛利率由 63.7%稳步提升至 68.1%。得益于公司不断夯实制药主业以及剥离亏损与低效资产，2020-2023 年，公司扣非归母净利率由 3.8%提升至 8.2%，期间提升 4.5pct，盈利能力改善明显。近年来，公司销售费用率稳中有降、管理费用率持续改善，2023 年公司销售费用率、管理费用率分别为 40.4%、9.2%，我们预计未来随着部分品种集采后推广费用减少以及公司业务规模效应的体现，销售费用率有望进一步下降。

图 7：公司毛利率及净利率情况（2019-2023）


资料来源：Wind，华源证券研究

图 8：公司期间费用率情况（2019-2023）


资料来源：Wind，华源证券研究

聚焦主导产品，加速推进“338大产品打造计划”。公司中短期以“创仿结合”的产品集群为机遇，长期聚焦创新中药，以销售收入过亿单品“338工程”为产品集群目标。338产品矩阵中，3个十亿品种为藤黄健骨片、强力枇杷膏（蜜炼）、小儿荆杏止咳颗粒；3个五亿品种为血塞通片、金英胶囊、玄七健骨片；8个过亿品种包括跌打活血胶囊、舒尔经胶囊、龙血竭散、强力枇杷露、依折麦布片、赖氨酸维B12颗粒、蒲地蓝消炎片、参芪鹿茸口服液等。2023年，“338大产品打造计划”中大部分产品均呈现稳健增长态势。

表 2：公司主要品种情况（按治疗领域分类）

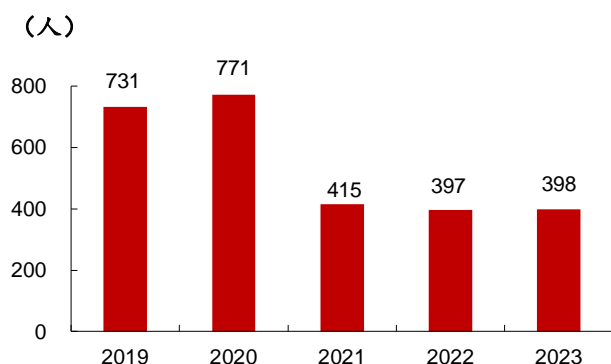
报表项目	产品名称	注册分类	适应症	处方药	基药目录	医保目录
心脑血管	血塞通分散片	中药 9 类	活血祛瘀，通脉活络，抑制血小板聚集和增加脑血流量之功效	√	×	√
	血塞通片	中药 9 类	活血祛瘀，通脉活络，抑制血小板聚集和增加脑血流量	√	×	√
	依折麦布片	化药 4 类	用于治疗原发性高胆固醇血症、纯合子家族性高胆固醇血症、纯合子谷留醇血症(或植物固醇血症)	√	×	√
骨科	藤黄健骨片	中药 8 类	补肾，活血，止痛。用于肥大性脊椎炎，颈椎病，跟骨刺，增生性关节炎，大骨节病	√	×	√
	玄七健骨片	中药 1.1 类	用于轻中度膝关节炎中医辨证属筋脉瘀滞证的症状改善，症见膝关节局部疼痛，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	√	×	√
	跌打活血胶囊	中药	舒筋活血，散瘀止痛	√	×	√
	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	√	×	√
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	√	×	√
	赖氨酸 B12 颗粒	化药 6 类	能加速儿童生长发育、增进食欲	√	×	×
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	×	√	√
	强力枇杷露	中药	养阴敛肺,止咳祛痰。用于支气管炎咳嗽	×	√	√
	蒲地蓝消炎片	原中药 1.1 类	清热解毒，抗炎消肿。用于脓肿、咽炎、扁桃腺炎	×	×	×

妇科	舒尔经胶囊	中药	痛经、月经量少、后错属气滞血瘀证者	√	×	√
	金英胶囊	中药 6 类	清热解毒，祛湿止带，用于慢性盆腔炎等	√	×	×
抗感染	头孢克肟片	化药	对头孢克肟敏感的链球菌属（肠球菌除外），肺炎球菌、淋球菌、卡他布兰汉球菌、大肠杆菌、克雷伯杆菌属、沙雷菌属、变形杆菌属及流感杆菌等引起的细菌感染性疾病	√	×	√
	参芪鹿茸口服液	中药	脾肾两虚所致体乏形瘦，腰腿疼痛，头晕目眩，食欲不振	×	×	×
其他	奥美拉唑肠溶片	化药 6 类	适用于胃溃疡、十二指肠溃疡、应激性溃疡、反流性食管炎和卓-艾综合征（胃泌素瘤）	√	√	√

资料来源：公司公告，华源证券研究

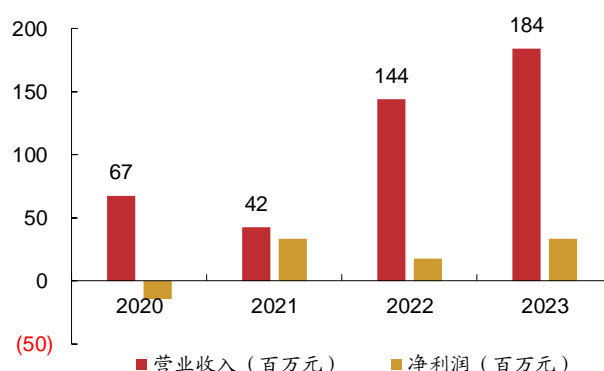
销售队伍实力优秀，推动产品终端快速上量。公司拥有一支近 400 人的专业化销售团队，推动核心产品在等级市场、基层市场、OTC 市场三大终端的开发上量。公司销售能力突出，以江西滕王阁药业为例，2021 年被公司全资收购，通过高效整合销售和生产，2022-2023 年实现营业收入 1.44、1.84 亿元，同比增长 239%、28%，增长势头迅猛。

图 9：公司销售人员数量（2019-2023）



资料来源：公司公告，华源证券研究

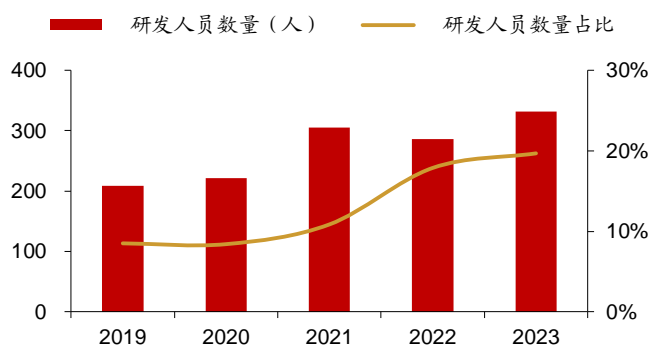
图 10：滕王阁药业营业收入增长提速明显



资料来源：公司公告，华源证券研究

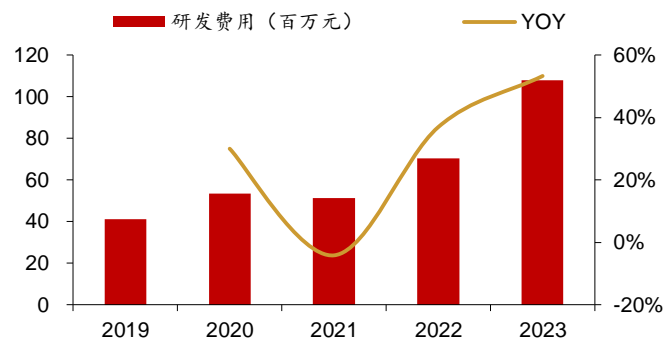
中药创新药管线储备丰富，打造新的利润增长点。公司持续加大新药研发投入，且研发投入 100%费用化，2023 年公司研发费用达 1.08 亿元，同比增长 53%；公司拥有 332 名研发人员，占员工总数的 20%。同时，公司中药创新药管线布局业内领先，截至 2024 年一季度，中药 1 类创新药诺丽通颗粒正在开展长毒试验，完成试验后将再次启动注册；中药 1 类创新药健胃祛痛丸正在进行临床 III 期，预计 2025 年申报生产；小儿荆杏止咳颗粒（成人适用症）正在临床 II 期，入组顺利。

图 11: 公司研发人员数量 (2019-2023)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究

图 12: 公司研发费用及增速情况 (2019-2023)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究

表 3: 方盛制药研发管线

报表项目	药品名称	注册分类	适应症	研发阶段
其他	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
儿科	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、发热等症	II 期临床 (新增成人适用人群)
其他	健胃祛痛丸	中药 1 类	健脾益胃, 清热祛湿, 化痰止痛。用于慢性非萎缩性胃炎脾胃气虚兼湿热瘀滞所致胃脘疼痛, 神疲倦怠, 口苦口干, 纳差, 胃脘胀满, 便溏, 嗝气, 舌质淡或暗淡或有齿痕或有瘀点, 苔黄或黄腻等	III 期临床
心脑血管科	蛭龙通络片	中药 1 类	适用于脑梗死恢复期	II 期临床
心脑血管科	司来帕格片	化药 4 类	肺动脉高压	BE 试验进行中
其他	非布司他片	化药 4 类	高尿酸血症及其引发的痛风	BE 预试验进行中
心脑血管科	吲哚布芬片	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	BE 试验进行中
其他	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	BE 试验进行中

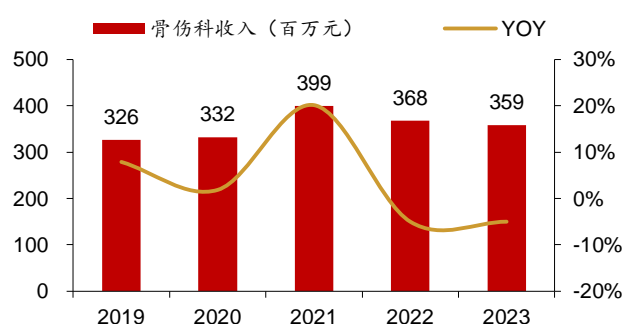
资料来源: 公司公告, 华源证券研究

2. “338”产品矩阵丰富，中药创新药引领增长

2.1 骨伤科：藤黄健骨片有望纳入基药，玄七健骨片新药快速放量

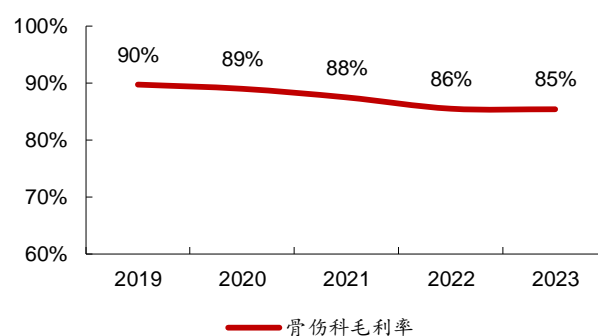
公司生产的骨科中成药品类丰富，主导产品有藤黄健骨片、玄七健骨片、三花接骨散、元七骨痛酊、跌打活血胶囊等。2023年公司骨伤科产品实现收入3.59亿元，19-23年复合增速2%，2023年同比下滑2%主因藤黄健骨片2023年中选全国中成药联盟集采，产品均价有所下降。公司骨伤科产品毛利率超过85%，高于公司整体毛利率水平。

图 13：公司骨伤科收入（2019-2023）



资料来源：公司公告，华源证券研究

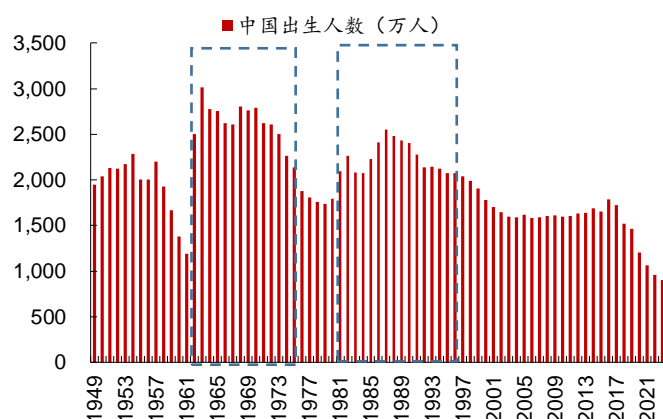
图 14：公司骨伤科毛利率（2019-2023）



资料来源：公司公告，华源证券研究

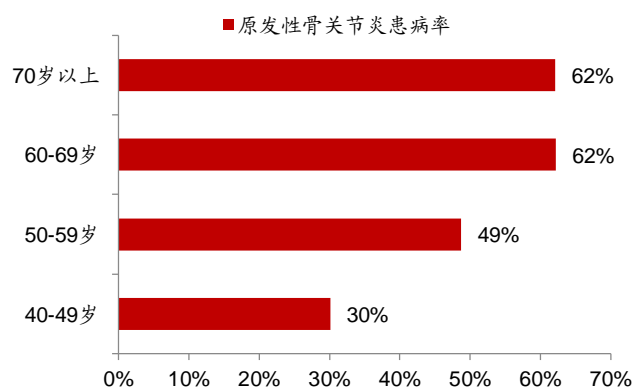
人口老龄化呈现加速趋势，骨关节炎庞大患者群驱动骨科药物市场持续增长。1949年以来，中国先后经历1950-1958年、1962-1975年、1981-1997年共3波婴儿潮，年均出生人口分别为2077万人、2583万人、2206万人。1962-1975年生的婴儿潮，年均规模最为庞大，且这波出生人口将于2022-2035年之间达到60岁的老年人口门槛，人口老龄化进入加速期。我国中老年人骨关节炎（OA）发病率较高，且发病率随年龄增加而增加。据2022年新华社报道，目前全国OA患者人数已超1.3亿人，随着人口老龄化的加速，OA患者在我国呈持续增长趋势。OA主要症状是关节疼痛和僵硬，且病情随年龄增长而加重，我们预计骨科相关药物的市场将持续增长。

图 15: 我国出生人数 (1949-2021)



资料来源: 国家统计局, 华源证券研究

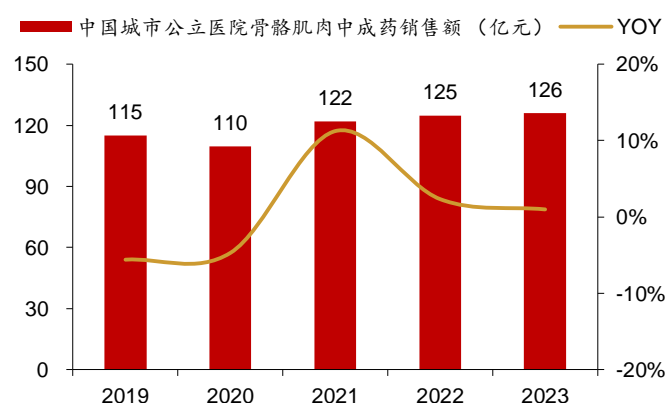
图 16: 骨关节炎患病率随着年龄增加而上升



资料来源: 中国骨关节炎诊疗指南 (2021 年版), 华源证券研究

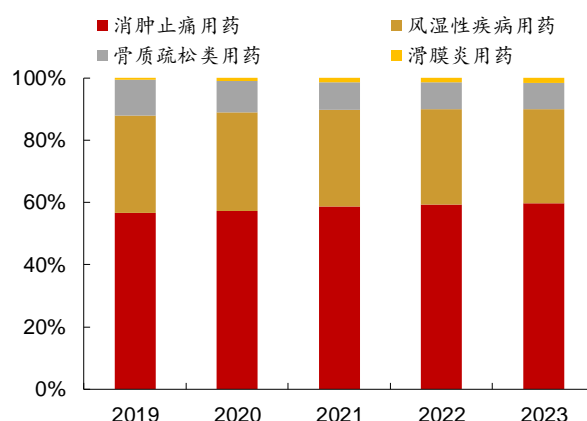
骨科中成药市场稳健增长。根据米内网数据, 2023 年中国城市公立医院终端中成药中骨骼肌肉系统用药销售金额达 126 亿元, 19-23 年复合增速 2%; 其中消肿止痛药为核心用药类别, 2023 年占比为 60%, 是公司骨科产品线主要布局方向。

图 17: 中国城市公立医院骨骼肌肉系统疾病中成药销售额 (亿元)



资料来源: 米内网, 华源证券研究

图 18: 中国城市公立医院骨骼肌肉系统中成药格局 (按治疗亚类)

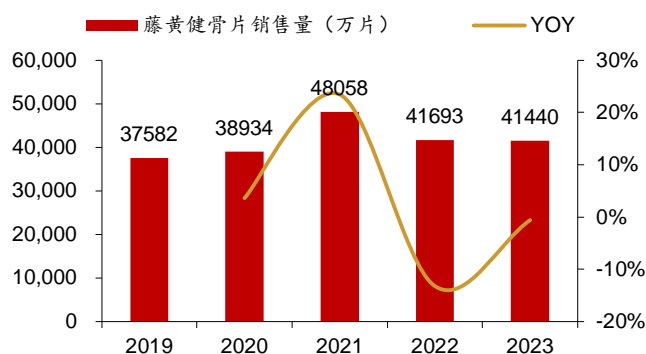


资料来源: 米内网, 华源证券研究

藤黄健骨片格局优化, 销量快速增长。藤黄健骨片源自国医大师刘柏龄教授的经验方“骨质增生丸”, 处方由熟地黄、鹿衔草、骨碎补、肉苁蓉、淫羊藿、鸡血藤、莱菔子 (炒) 组成, 具有补肾、活血、止痛等功效, 可以有效缓解骨关节炎相关症状, 被《膝骨关节炎中医诊疗指南 (2020 年版)》和《中成药治疗膝骨关节炎临床应用指南 (2020 年)》列为推荐口服中成药之一。藤黄健骨片是公司独家剂型, 2023 年实现销量 4.14 亿片, 19-23 年复合增速 2.5%, 销量较为稳定。我们看好藤黄健骨片持续增长, 基于: 1) 藤黄健骨有胶囊、片剂、丸剂 3 个剂型, 2023 年片剂和胶囊剂分别占据 49%和 48%市场份额。2023 年, 公司的藤黄健骨片和 7 家藤黄健骨丸厂家中选全国中成药集采, 胶囊剂未中选, 预计未来公司将

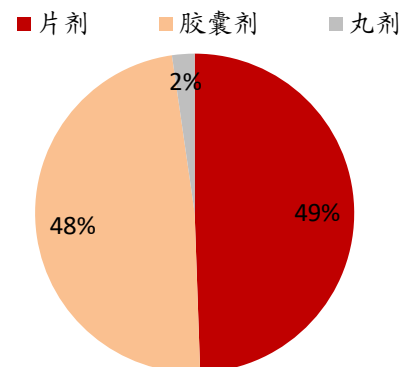
加快对胶囊剂的替代，销量及市场份额有望进一步提升；2) 新版国家基药目录调整在即，藤黄健骨片在安全性和经济性上优势明显，有望纳入基药目录，打开基层市场增量空间。

图 19：公司藤黄健骨片销售量（万片）



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 20：2023 年藤黄健骨竞争格局（按剂型）



资料来源：米内网，华源证券研究

表 4：藤黄健骨全国中成药采购联盟集采结果

药品名称	剂型	规格	包装数量	最小制剂单位	拟中选企业	拟中选价格(元)
藤黄健骨片	片剂	0.5g	36	片	湖南方盛制药股份有限公司	20.46
藤黄健骨丸	浓缩水蜜丸	每 10 丸重 1.25g	200	丸	天圣制药集团山西有限公司	12
藤黄健骨丸	丸剂	3.5g	12	丸	吉林吉春制药股份有限公司	16.78
藤黄健骨丸	丸剂	3.5g	20	丸	吉林吉尔吉药业股份有限公司	29.2
藤黄健骨丸	浓缩蜜丸	每丸重 3.5g	32	丸	吉林省银河制药有限公司	7.75
藤黄健骨丸	浓缩水蜜丸	每 10 丸重 1.25g	108	丸	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
藤黄健骨丸	浓缩水蜜丸	每 10 丸重 1.25g	72	丸	山西旺龙药业集团有限公司	16.9
藤黄健骨丸	浓缩水蜜丸	每袋装 2g	12	袋	长春人民药业集团有限公司	14.87

资料来源：全国中成药联合采购办公室，华源证券研究

玄七健骨片临床疗效明确，增长势头强劲。玄七健骨片是中药 1.1 类创新药，2021 年 11 月获批，2022 年国谈品种，临床 II/III 期研究显示其对于膝骨关节炎所致局部疼痛、关节僵硬、日常活动不利受限、局部肿胀、压痛等症状有良好的改善作用，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。公司医院覆盖速度较快，2023 全年覆盖等级医院近 500 家，2024Q1 新增覆盖等级医院约 90 家、基层医院约 50 家。我们预计玄七健骨片有望借助公司在骨科领域强销售能力和学术推广力量实现加速放量，未来玄七主攻三级医院，藤黄主攻二级和基层市场，新老产品协同增长。

表 5：玄七健骨片单个疗程用药金额（元）

主要成份	适应症	平均单价 (450mg/片)	用量	日用药金额 (元)	单个疗程 用药金额(元)
延胡索、全蝎、三七、菝葜、牛膝、熟地黄、黄芪、白芍、千斤拔、僵蚕、甘草	活血舒筋，通脉止痛，补肾健骨的功效，用于轻中度膝骨关节炎中医辨证属筋脉瘀滞证的临床症状改善。	3.1	一次 4 片，一日 3 次；疗程 4 周	37	1042

资料来源：公司官网，米内网，华源证券研究

表 6：《中国慢性创伤后疼痛诊疗指南（2023 版）》推荐药物

疼痛类型	药物名称	证据级别	推荐强度
慢性肌肉骨骼损伤后疼痛	洛索洛芬钠贴剂	A	1
	局部非甾体抗炎药	B	1
	对乙酰氨基酚	B	2
	5%利多卡因贴剂	B	2
	活血止痛软胶囊	A	1
	玄七健骨片	A	1
	汉防己甲素片	B	1
	复方伤痛胶囊	B	2

资料来源：《中国慢性创伤后疼痛诊疗指南（2023 版）》，华源证券研究

表 7：玄七健骨片临床三期试验方案

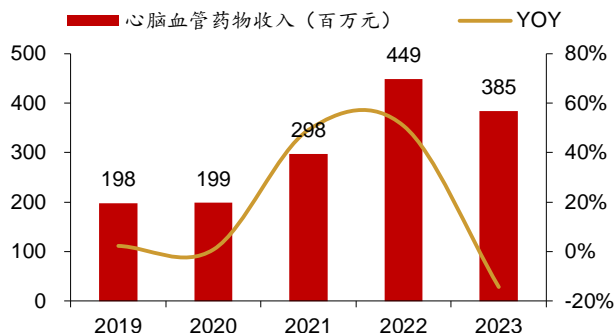
登记号	CTR20130789	试验分期	III 期
试验专业题目	金古乐片治疗膝骨关节炎（筋脉瘀滞证）III 期临床试验	试验目的	进一步验证金古乐片治疗膝骨关节炎（筋脉瘀滞证）的有效性及安全性
试验类型	平行分组随机双盲	试验分组	试验药：金古乐片，口服，一天三次，每次 1.8g，连续用药 4 周。对照药：古乐片模拟剂，古乐片，口服，一天三次，每次 1.8g，连续用药 4 周
主要终点指标	WOMAC 评分变化（第 7 天，第 14 天，第 21 天，第 28 天）	实际入组总人数	国内：476 人
第一例受试者入组日期	国内：2012-10-26；	试验完成日期	国内：2020-07-01；

资料来源：CDE 临床试验平台，华源证券研究

2.2 心脑血管用药：血塞通增长稳健，依折麦布加快进口替代

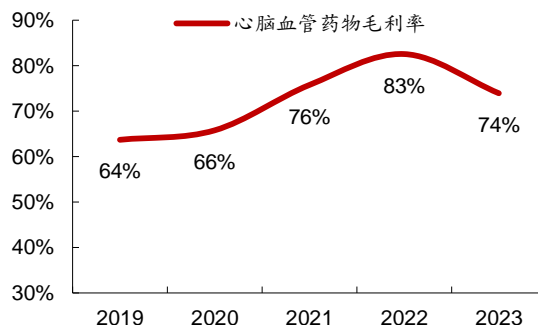
公司心脑血管药物主要有血塞通分散片、血塞通片、银杏叶分散片、益脉康片、益脉康分散片等中成药，以及化药依折麦布片，2023 年公司心脑血管药物实现收入 3.85 亿元，同比下滑 14%，主因依折麦布中选 2022 年国家第七批集采，价格降幅较大；血塞通片销量增长较快。

图 21: 公司心脑血管药物收入 (2019-2023)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究

图 22: 公司血塞通药物毛利率



资料来源: 公司公告, 华源证券研究

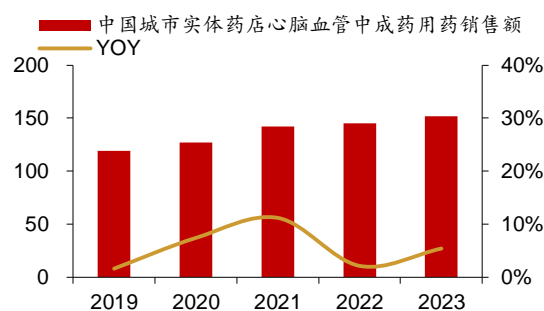
我国心脑血管患病人群庞大, 根据米内网数据, 2023 年中国城市公立医院终端及药店终端心脑血管中成药市场规模分别达到 390 亿元和 152 亿元。

图 23: 中国城市公立医院心脑血管疾病中成药销售额(亿元)



资料来源: 米内网, 华源证券研究

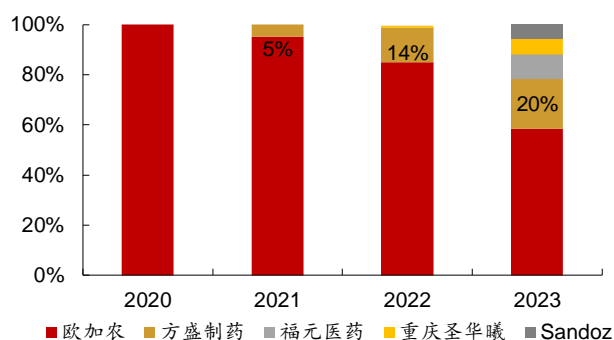
图 24: 中国城市实体药店心脑血管疾病中成药销售额(亿元)



资料来源: 米内网, 华源证券研究

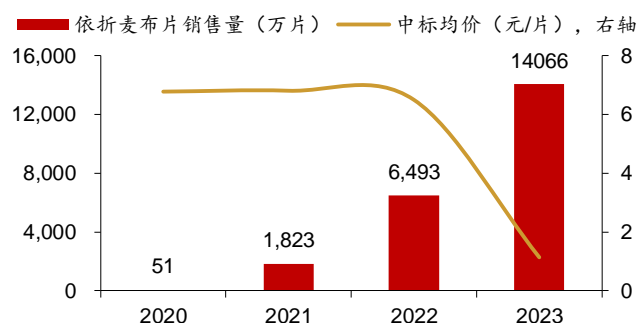
首仿药依折麦布以价换量, 加快实现进口替代。依折麦布片是全球首个胆固醇吸收抑制剂, 临床上主要用于治疗原发性高胆固醇血症, 适合不耐受他汀治疗或应用大剂量他汀血脂仍未达标患者的联合用药。公司依折麦布片于 2020 年 9 月获批上市, 为国内首仿; 得益于公司以第一顺位中选国家第七批集采且原研企业未中标, 2023 年实现销量 1.4 亿片, 同比增长 117%, 市场份额从 2022 年的 14% 提升至 2023 年的 20%。我们认为依折麦布片近几年将加速放量、抢占市场份额, 推动心血管板块收入加速增长。

图 25: 依折麦布片竞争格局 (2020-2023)



资料来源: 米内网, 华源证券研究

图 26: 公司依折麦布片销售量与均价



资料来源: 公司公告, 华源证券研究

表 8: 依折麦布全国第七批集采中选结果

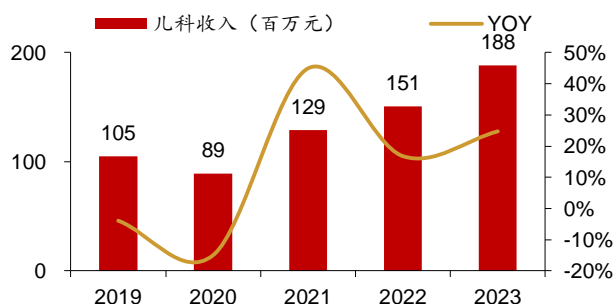
中选企业	规格包装	计价单位	中选价格 (元/盒)	中选单价 (元/片)
方盛制药	10mg*15 片/板*1 板/盒	盒	17.36	1.2
福元医药	10mg*10 片/板*1 板/盒	盒	13.32	1.3
Sandoz Inc.	10mg*30 片/盒	盒	38.89	1.3
重庆圣华曦	10mg*10 片/板*2 板/盒	盒	29.20	1.5

资料来源: 上海阳光医药采购网, 华源证券研究

2.3 儿童用药: 小儿荆杏止咳颗粒终端覆盖快速提升, 学术营销助力成长

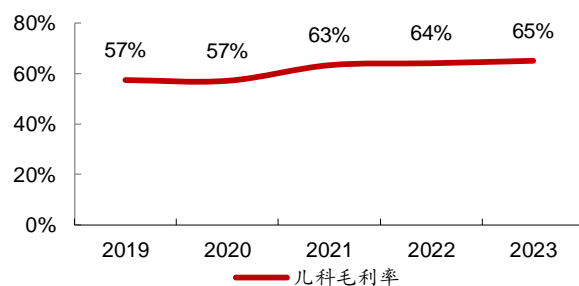
公司儿科主导产品是小儿荆杏止咳颗粒和赖氨酸维 B12 颗粒。2023 年儿科产品实现收入 1.88 亿元, 同比增速 25%。

图 27: 公司儿童用药收入 (2019-2023)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究

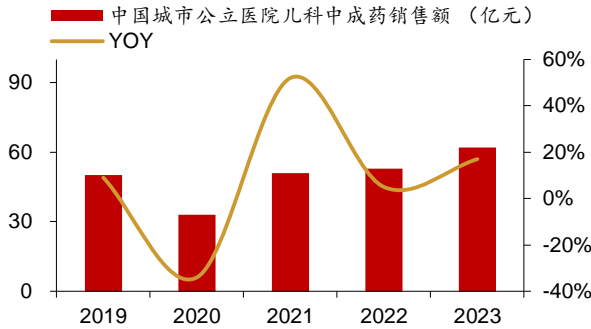
图 28: 公司儿童用药毛利率 (2019-2023)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究

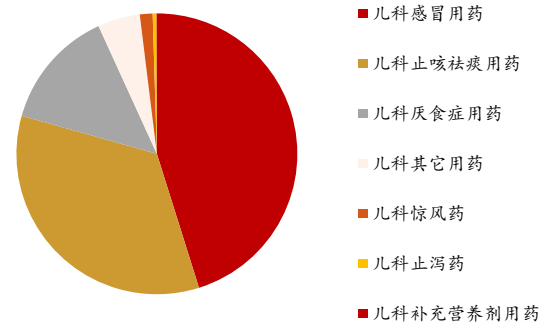
儿科药院内市场稳健且终端较为集中。儿科用药是指适合儿童(通常指 0-14 岁的人群)特殊体质及需求设计的一类药品,儿童药品对于药品剂量、安全性、口味等都有特殊的需求,通常剂量更小或口味更佳。根据米内网数据,2023 年中国城市公立医院终端儿科中成药销售金额达 62 亿元,19-23 年复合增速 5%,增长稳健;其中儿科感冒用药和儿科止咳祛痰用药为主要用药类别,2023 年占比分别为 45%和 34%;从格局来看,2023 年 TOP20 品种中销售过亿的产品有 14 个,排名前三的儿科药品均为中药独家品种,市场份额领先。

图 29: 中国城市公立医院儿科用药中成药销售额 (亿元)



资料来源: 米内网, 华源证券研究

图 30: 中国城市公立医院儿科用药中成药格局 (按治疗亚类)



资料来源: 米内网, 华源证券研究

表 9: 2023 年中国城市公立医院儿科中成药 Top20 品种 (按通用名)

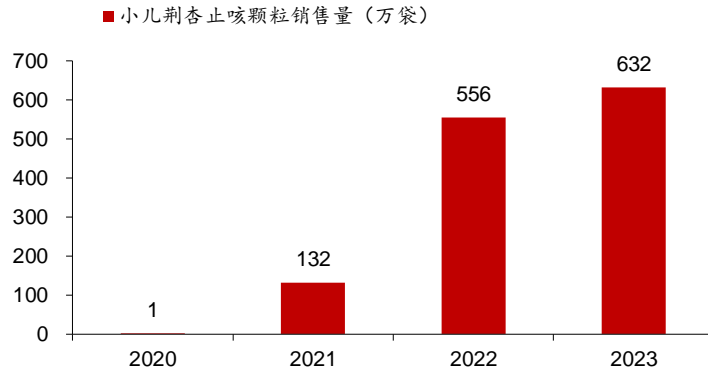
序号	通用名	2023 年销售额 (亿元)	2023 年 YOY	2023 年市占率	序号	通用名	2023 年销售额 (亿元)	2023 年 YOY	2023 年市占率
1	小儿豉翘清热	12.5	8.2%	20.2%	11	小儿金翘(小儿青翘)	1.4	1.8%	2.3%
2	开喉剑	6.0	13.8%	9.6%	12	小儿肺咳	1.4	-2.1%	2.2%
3	金振	4.7	-14.6%	7.6%	13	醒脾养儿	1.2	23.6%	2.0%
4	小儿咳喘灵	3.3	87.5%	5.3%	14	芬香清解	1.1	131.6%	1.8%
5	小儿肺热咳喘	2.7	38.6%	4.4%	15	小儿肺热清	1.0	69.1%	1.6%
6	四磨汤	2.2	0.8%	3.6%	16	儿童清肺	0.9	163.9%	1.4%
7	小儿消积止咳	2.1	2.4%	3.4%	17	小儿退热	0.9	125.8%	1.4%
8	神曲消食	2.1	16.7%	3.4%	18	王氏保赤	0.8	24.8%	1.3%
9	小儿柴桂退热	1.9	18.6%	3.0%	19	小儿咽扁	0.8	57.4%	1.3%
10	小儿热速清	1.7	30.0%	2.7%	20	小儿定喘	0.7	-6.6%	1.1%

资料来源: 米内网, 华源证券研究

小儿荆杏处于成长期, 驱动儿童药收入持续增长。小儿荆杏止咳颗粒是中药 6 类新药, 处方源于小儿外感咳嗽的临床经验方, 主治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、发热等症, 用于 3-14 岁儿童人群。产品于 2019 年 12 月获批上市, 2020 年谈判纳入国家医保, 并于 2022 年成功续约纳入医保。1) 和同类竞品相比, 竞品多为治疗小儿外感风热或肺热引起的咳嗽, 而小儿荆杏主打治疗小儿外感风寒, 后入里化热起的咳嗽, 其临床 II/III 期试验共入组 709 例, 临床证据充分。2) 口感上, 2023 年完

成口感升级，满足儿童口感需求。3) 人群上，小儿荆杏止咳颗粒成人适应症正在开展二期临床，未来有望获批成人适用人群。我们看好其收入快速增长，基于：1) 公司持续加大学术推广力度与终端覆盖工作，截至 2023 年底，已累计覆盖等级医院近 900 家、基层医院约 400 家；2) 《2021 年国家基本药物目录管理办法（修订草案）》首次提出新增儿童药品目录，考虑到新版国家基药目录调整在即、儿科药市场品种相对稀缺，小儿荆杏有望纳入儿童基药目录。

图 31：公司小儿荆杏止咳颗粒销售量（万袋）



资料来源：公司公告，华源证券研究

表 10：小儿荆杏与主要竞品比较

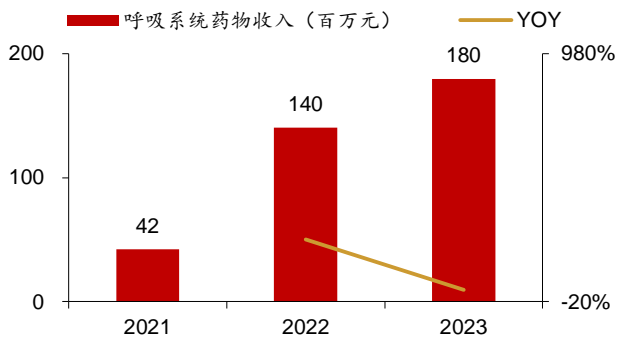
通用名	小儿豉翘清热	金振	小儿咳喘灵	小儿肺热咳喘	小儿肺咳	小儿荆杏止咳
适应症	小儿风热感冒挟滞证，发热，咳嗽，鼻塞流涕，咽红肿痛，纳呆口渴，脘腹胀满，便秘或大便酸臭，溲黄。	清热解毒，祛痰止咳。用于小儿急性支气管炎符合痰热咳嗽者，表现为发热、咳嗽、咳吐黄痰、咳吐不爽、舌质红、苔黄腻等。	宣肺、清热、止咳、祛痰。用于上呼吸道感染引起的咳嗽。	清热解毒，宣肺止咳，化痰平喘。用于感冒，支气管炎，喘息性支气管炎，支气管肺炎属痰热壅肺证者。	健脾益肺，止咳平喘。用于肺脾不足，痰湿内壅所致咳嗽或痰多稠黄，咳吐不爽，气短，喘促，动辄汗出，食少纳呆，周身乏力，舌红苔厚；小儿支气管炎见以上证候者。	疏风散寒，宣肺清热，祛痰止咳。用于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，咽部红肿等症。
药品类别	Rx+OTC	Rx+OTC	Rx+OTC	Rx+OTC	Rx	Rx
医保目录	医保（乙）	医保（乙）	医保（乙）	医保（乙）	医保（乙）	医保（乙）
基药目录	×	√	×	√	√	×
2023 年全国等级医院销售额（亿元）	12.5	4.7	3.3	2.7	1.4	~0.6
2023 年增速	8%	-15%	87%	39%	-2%	14%
2023 年在销企业数	1	1	38	4	2	1
代表企业	济川药业	康缘药业	-	葵花药业	长春人民药业	方盛制药
日均费用（元）	66	24	5	17	17	33

资料来源：米内网，华源证券研究

2.4 呼吸系统用药：强力枇杷膏（蜜炼）品牌知名度较高，院外市场持续增长

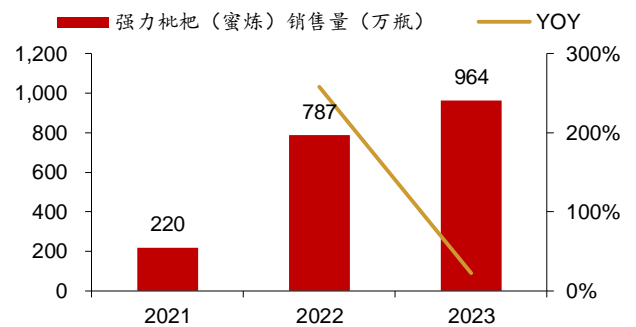
公司呼吸用药主要产品为子公司滕王阁药业生产的强力枇杷膏（蜜炼）和强力枇杷露，2023 年公司呼吸用药实现收入 1.8 亿元，同比增长 28%。

图 32：公司呼吸系统药物收入（2021-2023）



资料来源：公司公告，华源证券研究

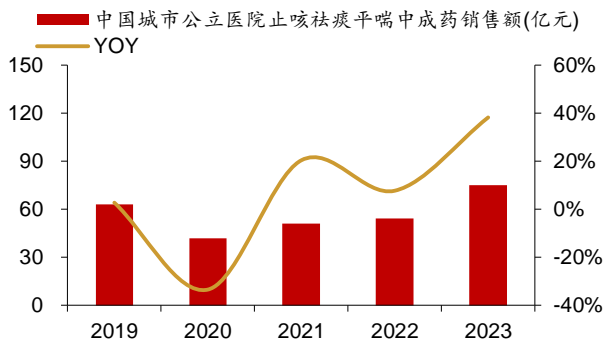
图 33：公司强力枇杷（蜜炼）销售量（万瓶）



资料来源：公司公告，华源证券研究

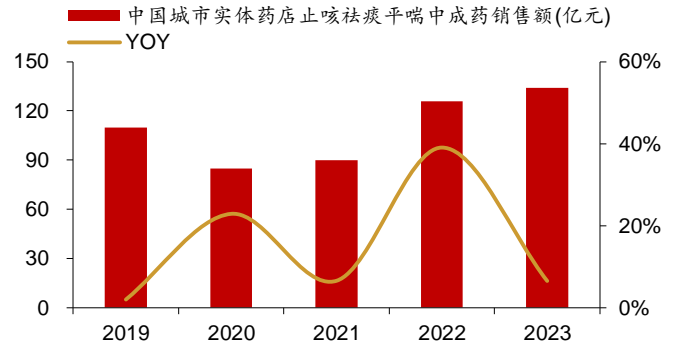
止咳祛痰平喘中成药市场超过 200 亿元，强力枇杷为 10-20 亿大单品。呼吸系统疾病主要病变在气管、支气管、肺部及胸腔，常见疾病为支气管炎、哮喘病、慢阻肺等，常见症状为咳嗽、咯痰等。根据米内网数据，2023 年中国城市实体药店终端和中国城市公立医院止咳祛痰平喘中成药销售金额分别为 134 亿元、75 亿元，19-23 年复合增速分别为 5%、5%，合计超 200 亿市场。强力枇杷是止咳祛痰平喘中成药领域大品种，2023 年在城市药店市场排名第 3、公立医院市场排名第 4，销售额分别为 8.2 和 4.4 亿元，合计 12.6 亿元。

图 34：中国城市公立医院止咳祛痰平喘中成药销售额(亿元)



资料来源：米内网，华源证券研究

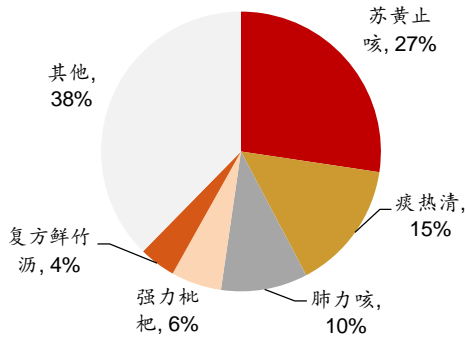
图 35：中国城市实体药店止咳祛痰平喘中成药销售额(亿元)



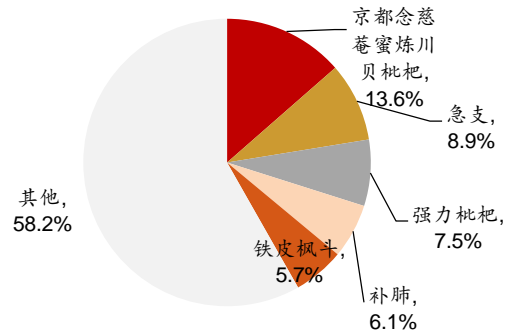
资料来源：米内网，华源证券研究

图 36：2023 年中国城市公立医院止咳祛痰平喘中成药竞争格局

图 37：2023 年中国城市实体药店止咳祛痰平喘中成药竞争格局



资料来源：米内网，华源证券研究



资料来源：米内网，华源证券研究

强力枇杷膏（蜜炼）品牌知名度较高，院外有望加快放量。“滕王阁牌”强力枇杷膏（蜜炼）2001年上市，医保甲类和国家基药品种，公司独家剂型，具有独家蜜炼专利工艺，主治养阴敛肺、止咳祛痰，用于支气管炎咳嗽，其核心成分之一罂粟壳含有吗啡、可待因，能抑制咳嗽中枢，具有强烈的镇咳作用。与主要竞品相比，强力枇杷膏（蜜炼）止咳效果强，产品有价格优势，且作为基药品种在基层市场优势明显。目前产品已覆盖全国1500多家等级医院、5000多家基层医疗机构、16万多家OTC门店，疗效和安全性得到了临床和患者的广泛认可，并被《咳嗽中医诊疗专家共识意见》列为推荐用药。“滕王阁”品牌知名度高，销量从2021年的220万瓶增长到2023年的964万瓶，预计随着公司在OTC市场持续加大品牌和销售推广力度，强力枇杷膏（蜜炼）市场潜力将进一步打开。

表 11：强力枇杷膏（蜜炼）与主要竞品比较

	京都念慈 苍蜜炼川贝枇杷膏	急支糖浆	蜜炼川贝枇杷膏	强力枇杷露	川贝雪梨糖浆	强力枇杷膏(蜜炼)
生产企业	京都念慈总厂	太极集团	白云山潘高寿	康隆药业	李时珍医药	江西滕王阁
成份	川贝母、枇杷叶、南沙参、茯苓、化橘红、桔梗、鱼腥草、金荞麦、法半夏、五味子、四季青、麻黄、瓜蒌子、款冬花、紫菀、前胡、枳壳、远志、苦杏仁、壳、甘草。辅料为生姜、甘草、杏仁水、薄荷脑、山梨酸钾。辅料为蜂蜜、麦芽糖、糖浆。		川贝母、枇杷叶、枇杷叶、罂粟壳、桔梗、陈皮、水百部、白前、桑半夏、北沙参、白皮、桔梗、薄五子、款冬花、荷脑。辅料为杏仁水、薄荷脑。甲酸钠、甜菊糖。辅料为蔗糖、蜂苷、枸橼酸、菠萝香精。		川贝母、麦冬、百合、款冬花、荷脑。辅料为雪梨清膏。辅料为蔗糖、苯甲酸钠。	枇杷叶、罂粟壳、百部、白前、桑白皮、桔梗、薄荷脑。辅料为蜜炼、饴糖、枸橼酸、香精、苯甲酸钠。
药品类别	Rx+OTC (甲)	Rx+OTC (甲)	OTC (乙)	OTC (甲)	OTC (乙)	OTC (甲)
医保目录	×	医保 (乙)	医保 (甲)	医保 (甲)	×	医保 (甲)
基药目录	×	√	×	×	×	√
2023年城市药店销售额(亿元)	18.2	11.6	2.8	1.7	1.4	1.2
日均费用	6.2	22.3	16.8	8.3	17.2	10.7

资料来源：米内网，华源证券研究

3. 盈利预测及估值

我们预计 2024-2026 年公司收入分别为 18.70/21.75/25.39 元，同比增长 14.85%/16.28%/16.73%，关键假设如下：

- 1) 骨科用药：公司骨科主要产品有藤黄健骨片、玄七健骨片、三花接骨散、元七骨痛酊、跌打活血胶囊等。我们预计骨科用药 2024-2026 年收入同比增长 15%/25%/25%，基于藤黄健骨片 2023 年中选全国中成药联盟集采，片剂为公司独家剂型，有望加快对胶囊剂的替代，且未来有望纳入新版基药目录、拓展基层市场增量空间。玄七健骨片为中药 1.1 类创新药、国谈品种，有望凭借公司在骨科领域优势加速放量。
- 2) 心脑血管用药：公司心脑血管主要产品有血塞通分散片、血塞通片等中成药，以及化药依折麦布片。我们预计心脑血管用药 2024-2026 年收入同比增长 20%/15%/15%，基于依折麦布以第一顺位中标国家集采，近两年加速放量抢占市场份额，血塞通分散片（片）预计保持稳健增长。
- 3) 儿科用药：公司儿科主要产品为小儿荆杏止咳颗粒、赖氨酸维 B12 颗粒。我们预计儿科用药 2024-2026 年收入同比增长 30%/25%/25%。小儿荆杏止咳颗粒 2020 年国谈纳入医保，随着公司加大学术推广力度与终端覆盖工作，预计将延续高增长态势，且未来有望纳入新版儿童基药目录。
- 4) 呼吸系统用药：公司呼吸系统主要产品为强力枇杷膏（蜜炼）和强力枇杷露。我们预计呼吸系统用药 2024-2026 年收入同比增长 10%/15%/15%，基于“滕王阁牌”强力枇杷膏（蜜炼）是公司独家剂型，随着公司加大品牌和销售推广力度，有望在药店市场持续增长。
- 5) 妇科用药：公司妇科主要产品为金英胶囊、黄藤素分散片、舒尔经胶囊等。我们预计妇科用药 2024-2026 年收入同比增长 9%/9%/9%。
- 6) 抗感染用药：公司抗感染主导产品为头孢克肟片、头孢丙烯片等，其中头孢克肟片已中选国家第七批集采。我们预计抗感染用药 2024-2026 年收入同比增长 10%/12%/12%。

表 12: 2024-2026 年方盛制药收入预测 (百万元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总营收	1,792.00	1,628.54	1,870.31	2,174.78	2,538.68
同比	14.36%	-9.12%	14.85%	16.28%	16.73%
毛利率	67.28%	68.10%	67.22%	67.95%	68.46%
1、骨伤科	367.52	358.93	412.77	515.96	644.95
yoy	-5%	-5%	15%	25%	25%
毛利率	85.51%	85.41%	85.50%	85.00%	85.00%
2、心脑血管	448.95	384.55	461.46	530.68	610.29
yoy	51%	-14%	20%	15%	15%
毛利率	82.60%	73.97%	73.50%	73.20%	72.00%
3、儿科	150.85	188.17	244.62	305.78	382.22
yoy	17%	25%	30%	25%	25%
毛利率	64.13%	65.10%	66.00%	66.50%	66.50%
4、呼吸系统	140.36	179.61	197.57	227.21	261.29
yoy	231%	28%	10%	15%	15%
毛利率	71.57%	72.45%	68.00%	65.00%	65.00%
5、妇科	108.93	92.37	100.68	109.74	119.62
yoy	-17%	-15%	9%	9%	9%
毛利率	80.00%	79.26%	79.30%	79.50%	79.50%
6、抗感染	96.28	81.85	90.04	100.84	112.95
yoy	-20%	-15%	10%	12%	12%
毛利率	37.79%	35.31%	35.00%	35.00%	35.00%
7、其他主营业务	437.83	283.97	298.16	313.07	328.73
yoy	-4%	-35%	0%	0%	0%
毛利率	38.65%	48.84%	49.34%	49.84%	50.34%
8、其他业务	41.27	59.09	65.00	71.50	78.65
yoy	28%	43%	10%	10%	10%
毛利率	74.23%	41.56%	42.06%	42.56%	43.06%

资料来源: Wind, 华源证券研究

我们预计 2024-2026 年归母净利润分别为 2.44 亿元、2.96 亿元、3.66 亿元, 增速分别为 30.7%、21.2%、23.7%, 当前股价对应的 PE 分别为 18x、15x、13x。我们选取产品布局呼吸及儿科中成药企业太极集团、康缘药业、康恩贝作为可比公司, 可比公司 2024-2026 年平均 PE 分别 15X/13X/11X。基于公司 338 大产品打造战略稳步推进, 创新中药布局领先, 我们给予公司一定估值溢价, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 13: 可比公司估值情况

公司代码	公司名称	市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)				PE		
			2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600129.SH	太极集团	174	822	1,092	1,379	1,679	16	13	10
600557.SH	康缘药业	91	537	649	779	929	14	12	10
600572.SH	康恩贝	120	592	738	854	955	16	14	13
可比公司平均估值							15	13	11
603998.SH	方盛制药	45	187	246	298	346	18	15	13

资料来源: Wind, 华源证券研究

注: 除方盛制药外, 可比公司均采用 wind 一致预期, 估值日期 2024/06/24

风险提示:

医药行业政策风险: 集采常态化政策持续推进, 公司尚未集采的产品未来有被集采的风险, 已经参与地方集采的产品未来有集采扩围的风险;

产品销售不及预期的风险: 公司销售能力存在不确定性, 若学术推广力度不及预期或全国经销商网络建设不及预期, 产品销售收入有不及预期的风险;

行业竞争加剧的风险: 公司产品丰富, 包含心脑血管、骨伤科、儿科、呼吸科、妇科和抗感染药物等多个领域, 若相关产品生产企业增加或调整价格策略, 将导致竞争格局恶化, 进而对公司产品产生不利影响;

研发进展不及预期的风险: 新药研发具有周期长、投入大、风险高等特点, 存在研发不及预期的风险, 进而对公司未来收入增长产生不确定性。

表 14：方盛制药合并利润表（百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,629	1,870	2,175	2,539
营业成本	520	548	626	722
毛利率%	68.1%	70.7%	71.2%	72.0%
营业税金及附加	29	30	35	41
营业税金率%	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%
营业费用	658	729	844	980
营业费用率%	40.4%	39%	38.8%	39.6%
管理费用	149	168	191	221
管理费用率%	9.2%	9%	8.8%	8.7%
研发费用	108	116	135	157
研发费用率%	6.6%	6.2%	6.2%	6.2%
EBIT	201	278	344	417
财务费用	11	7	9	2
财务费用率%	0.7%	0.4%	0.4%	0.1%
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	-3.85	0.19	0.22	0.25
营业利润	196	262	336	416
营业外收支	8.6	0.6	0.7	0.8
利润总额	203	271	335	415
EBITDA	283	415	485	566
所得税	24	32	39	48
有效所得税率%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%
少数股东损益	-7.2	-4.8	0.2	0.4
归属母公司所有者净利润	187	244	296	366

资料来源：Wind，华源证券研究预测

表 15: 方盛制药合并资产负债表 (百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	209	63	417	927
应收账款及应收票据	210	241	274	313
存货	328	304	330	361
其它流动资产	174	255	268	297
流动资产合计	921	864	1,290	1,897
长期股权投资	258	258	258	258
固定资产	813	824	800	755
在建工程	218	190	168	150
无形资产	268	258	253	248
非流动资产合计	2,160	2,146	2,099	2,035
资产总计	3,081	3,010	3,389	3,932
短期借款	309	276	268	337
应付票据及应付账款	246	174	214	247
预收账款	3	3	0	0
其它流动负债	690	535	594	674
流动负债合计	1,248	988	1,076	1,258
长期借款	153	103	98	93
其它长期负债	91	90	90	90
非流动负债合计	244	192	187	182
负债总计	1,492	1,180	1,263	1,440
实收资本	440	440	440	440
普通股股东权益	1,458	1,704	2,000	2,366
少数股东权益	131	126	126	126
负债和所有者权益合计	3,081	3,010	3,389	3,932

资料来源: Wind, 华源证券研究预测

表 16：方盛制药合并现金流量表（百万元）

	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	187	244	296	366
少数股东损益	-7	-5	0	0
非现金支出	86	137	141	149
非经营收益	-6	11	11	11
营运资金变动	-172	-134	25	14
经营活动现金流	88	253	473	541
资产	-210	-116	-96	-86
投资	6	0	0	0
其他	7	-7	0	0
投资活动现金流	-197	-123	-96	-86
债权募资	117	-299	-22	134
股权募资	23	2	0	0
其他	-232	-12	-10	-10
融资活动现金流	-92	-276	-23	54
现金净流量	-201	-146	354	509

资料来源：Wind，华源证券研究预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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修改、复制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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com
 华北区销售代表 王梓乔 wangzhiqiao@huayuanstock.com
 华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

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。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数