

# 方盛制药 (603998.SH)

## 创新为王，338大品种战略稳步推进

### 买入 (首次评级)

当前价格: 11.25元

#### 投资要点:

##### ➤ 338大品种战略稳步推进，产品种类丰富

**公司中药产品品类丰富，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）。1.**

**呼吸科：**公司呼吸科产品主要为强力枇杷膏（蜜炼）/露，24年原材料压力有所缓解，产能充分释放。枇杷膏独家剂型，抵御集采风险能力较强。**2. 骨伤科：**藤黄健骨片中标湖北联盟第二批集采，降价42%幅度温和，影响逐步出清，以价换量效果显著。创新中药玄七健骨片适应症差异化布局，22年进医保后加速放量。**3. 心脑血管：**公司心脑血管产品血塞通分散片/片湖北联盟集采今年有望续约，降价幅度较为乐观；依折麦布片集采以价换量，增速较快。**4. 儿科：**主要产品小儿荆杏止咳颗粒销售额逐步提高，正在开发成人适应症，适应症拓展有望扩大患者人群并提高日使用费用。**5. 妇科：**以金英胶囊为主，在研管线丰富。

##### ➤ 乘政策东风，创新中药获利好。

24年7月5日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，研究部署推进数字经济高质量发展有关工作，审议通过《全链条支持创新药发展实施方案》。会议指出全链条强化政策保障，统筹用好价格管理、医保支付、商业保险、药品配备使用、投融资等政策，优化审评审批和医疗机构考核机制，合力助推创新药突破发展。调动各方面科技创新资源，强化新药创制基础研究，夯实我国创新药发展根基。

##### ➤ 多条管线进展顺利，中药新品种上市在即。

公司**创新能力强，重要在研产品进展顺利**。截至23年公司及其子公司共拥有144个《药品注册批件》，新药证书16个。诺丽通颗粒正在进行长毒试验，2024年有望获批上市；小儿荆杏止咳颗粒新增成人适用症临床II期已完成330例入组；蛭龙通络片II期临床研究进展顺利，健胃祛痛丸正在进行III期临床实验，止血消痛颗粒正在药学研究中，益气消瘤颗粒已于2024年4月申报临床试验。

##### ➤ 盈利预测与投资建议

我们预测2024/2025/2026年公司营收分别为18.29/21.15/24.39亿元，增速为12%/16%/15%。2024/2025/2026年公司净利润分别为2.41/2.93/3.53亿元，增速为29%/22%/20%。我们看好方盛制药新药研发能力的核心竞争优势以及“338大产品矩阵”的多重布局，首次覆盖，给予“买入”评级。

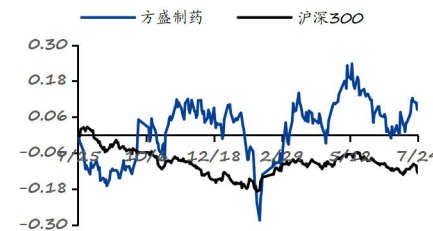
##### ➤ 风险提示

产品销售和推广不及预期风险，重点产品集采降价幅度超预期风险，研发失败或进度不及预期风险，原材料价格波动的风险。

#### 基本数据

总股本/流通股本(百万股)	439.59/438.71
流通A股市值(百万元)	4,935.48
每股净资产(元)	3.48
资产负债率(%)	49.03
一年内最高/最低价(元)	13.09/7.12

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员

**分析师：盛丽华(S0210523020001)**  
 SLH30021@hfzq.com.cn  
**分析师：张俊(S0210524040002)**  
 zj30486@hfzq.com.cn  
**联系人：万喆瑞(S0210123050066)**  
 wzr30132@hfzq.com.cn

#### 相关报告

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,792	1,629	1,829	2,115	2,439
增长率	14%	-9%	12%	16%	15%
净利润(百万元)	286	187	241	293	353
增长率	308%	-35%	29%	22%	20%
EPS(元/股)	0.65	0.42	0.55	0.67	0.80
市盈率(P/E)	17.3	26.5	20.5	16.8	14.0
市净率(P/B)	3.6	3.4	3.1	2.7	2.4

数据来源：公司公告、华福证券研究所



## 正文目录

1 方盛制药：以创新中药大品种为核心的健康产业集团 .....	3
1.1 聚焦主业，在研管线丰富 .....	3
1.2 经营数据稳中向好 .....	5
2 338 大产品打造计划，实现多领域布局 .....	7
2.1 心脑血管：集采降价影响出清，以价换量效果显著 .....	7
2.2 骨伤科：多产品差异化布局 .....	10
2.3 妇科：以金英胶囊为核心的妇科产品矩阵 .....	11
2.4 儿科：以小儿荆杏为主，成年人适应症有望协同 .....	12
2.5 呼吸系统：强力枇杷膏（蜜炼）/露产能有望充分释放 .....	13
3 盈利预测与投资建议 .....	13
3.1 盈利预测 .....	13
3.2 投资建议 .....	15
4 风险提示 .....	15

## 图表目录

图表 1: 公司发展历史 .....	3
图表 2: 方盛制药股权结构图 .....	4
图表 3: 公司在研管线 .....	4
图表 4: 营收收入（亿元） .....	6
图表 5: 公司分业务收入（亿元） .....	6
图表 6: 归母净利润（亿元） .....	6
图表 7: 公司毛利率与净利率波动上涨（%） .....	6
图表 8: 费用率情况（%） .....	7
图表 9: 心脑血管产品营收（亿元） .....	8
图表 10: 血塞通分散片销售量（亿片） .....	8
图表 11: 血塞通各剂型集采情况 .....	8
图表 12: 依折麦布片集采 .....	9
图表 13: 骨科产品矩阵 .....	10
图表 14: 骨伤科产品营收（亿元） .....	10
图表 15: 藤黄健骨片销售量（亿片） .....	10
图表 16: 藤黄健骨片集采 .....	11
图表 17: 妇科产品矩阵 .....	11
图表 18: 金英胶囊方解 .....	12
图表 19: 儿科产品矩阵 .....	12
图表 20: 儿科产品销售额（亿元） .....	12
图表 21: 呼吸产品矩阵 .....	13
图表 22: 强力枇杷膏（蜜炼）/露销售量（万瓶） .....	13
图表 23: 公司业绩拆分预测表 .....	14
图表 24: 可比公司估值表 .....	15
图表 25: 财务预测摘要 .....	17

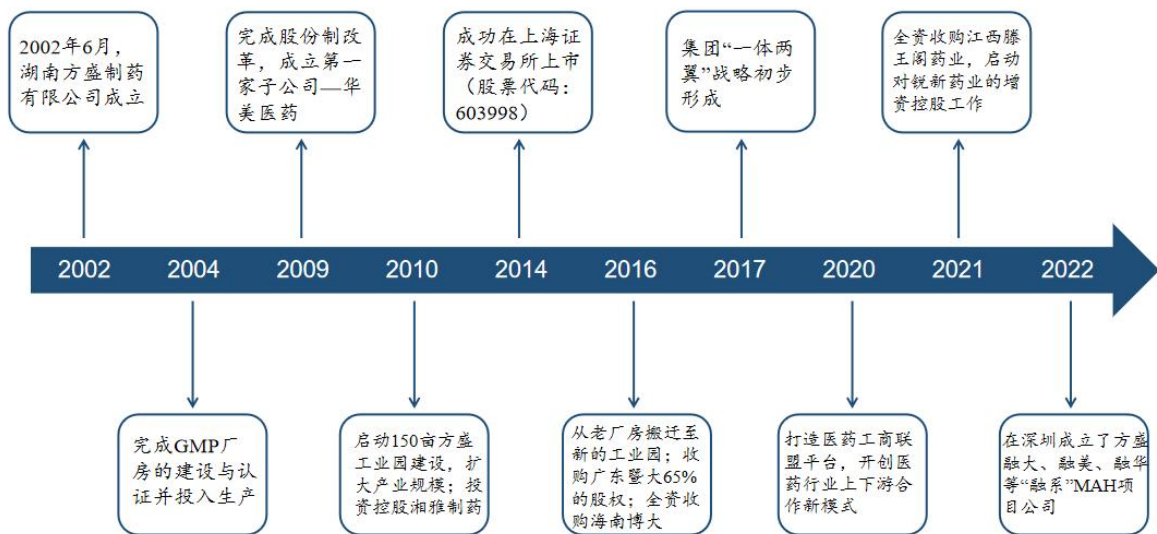


## 1 方盛制药：以创新中药大品种为核心的健康产业集团

### 1.1 聚焦主业，在研管线丰富

湖南方盛制药股份有限公司成立于2002年，是一家集制药工业、大健康产业、及医疗服务为一体的综合性健康产业集团，其核心聚焦于创新中药大品种的研发与推广，主要从事心脑血管用药、骨伤科药、儿科药、妇科药和抗感染药等的研发、生产与销售。2014年在上海证券交易所成功上市。

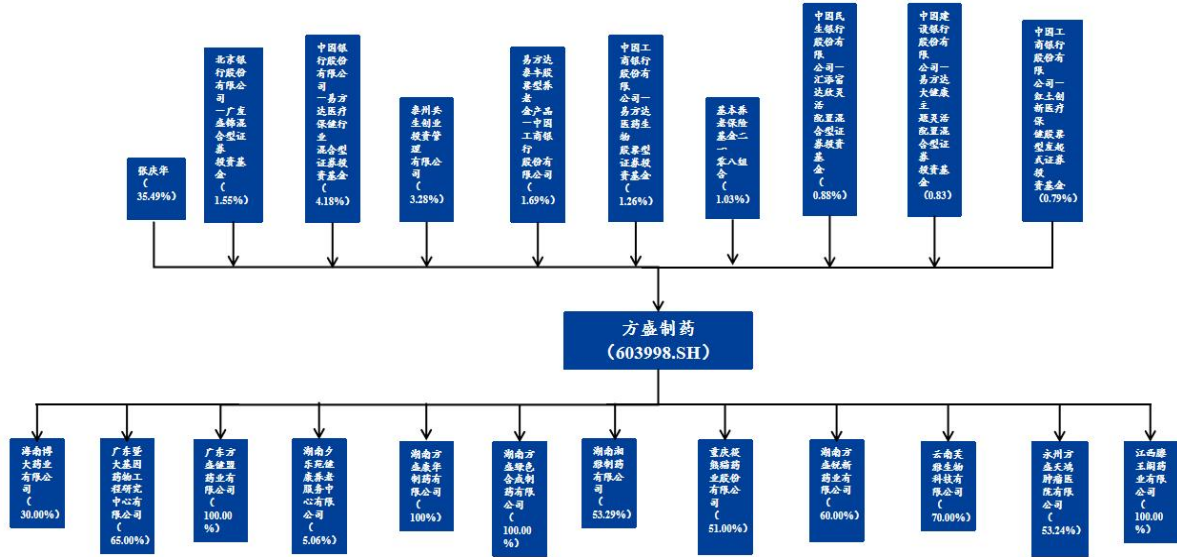
图表 1: 公司发展历史



数据来源：公司官网，公司公告，华福证券研究所

公司股权结构清晰，下设多个子公司。截止2024年一季度，张庆华持股方盛制药35.49%的股份，为公司的实际控制人。2009年，公司完成股份制改革并成功设立第一家子公司—华美医药。上市后积极开展并购重组，拥有湘雅制药、海南博大、江西滕王阁等多家子公司。

图表 2: 方盛制药股权结构图



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

公司中药产品品类丰富, 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)。公司核心产品覆盖心脑血管用药(依折麦布片、血塞通分散片、血塞通片)、儿童用药(小儿荆杏止咳颗粒、赖氨酸维 B12 颗粒)、骨骼肌肉系统用药(玄七健骨片、跌打活血胶囊、藤黄健骨片、龙血竭散)、妇科用药(舒尔经胶囊、金英胶囊)、呼吸系统用药(强力枇杷膏(蜜炼)、强力枇杷露、蒲地蓝消炎片)、抗感染用药(头孢克肟片)等多个疾病治疗领域。

公司研发实力雄厚, 23 年多项研发取得进展。23 年头孢丙烯片顺利通过仿制药质量和疗效一致性评价; 蛭龙通络片 II 期临床研究进展顺利; 健胃祛痛丸正在进行 III 期临床实验; 诺丽通颗粒正在进行长毒试验; 小儿荆杏止咳颗粒新增成人适用症临床进展顺利(报告期内 II 期已完成 330 例入组); 止血消瘤颗粒正在药学研究中, 益气消瘤颗粒已于 2024 年 4 月申报临床试验。

图表 3: 公司在研管线

研发项目	药品名称	注册分类	适应症	研发阶段
中药	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
中药	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 期临床研究 (新增成人适用人群)
中药	健胃祛痛丸	中药 1 类	健脾益胃, 清热祛湿, 化瘀止痛。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 期临床阶段



中药	蛭龙通络片	中药 1 类	适用于脑梗死恢复期	II 期临床研究
中药	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
中药	止血消痛颗粒	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	香芩解热颗粒	中药 1 类	儿科用药	药学研究
中药	紫萁颗粒	中药 1 类	妇科用药	药学研究
中药	小儿荆杏止咳糖浆	中药 2 类	儿科用药	药学研究
中药	三花接骨丸	中药 2 类	骨科用药	药学研究
中药	FSYF-02-Z01 项目	中药 1 类	妇科用药	临床前研究
中药	FSYF-05-Z01 项目	中药 1 类	呼吸科用药	临床前研究
中药	FSYF-09-Z01 项目	中药 1 类	肿瘤科用药（治疗类）	临床前研究
中药	FSYF-06-Z01 项目	中药 1 类	肿瘤科用药（治疗类）	临床前研究
中药	FSYF-08-Z01 项目	中药 1 类	神经内科用药	临床前研究
中药	FSYF-07-Z01 项目	中药 1 类	骨科用药	临床前研究
中药	FSYF-10-Z01 项目	中药 1 类	妇科用药	临床前研究
化药	司来帕格片	化药 4 类	肺动脉高压	BE 试验进行中
化药	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
化药	呋喃布芬片	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
化药	艾拉莫德片	化药 4 类	活动性类风湿关节炎	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	药学研究中
化药	注射用迪安替钠	化药 1 类	适用于晚期结肠癌患者的治疗	临床试验进行中
化药	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发的乳腺癌 6 个月内复	BE 试验进行中
化药	伊立替康脂质体注射液	化药 4 类	转移性胰腺癌	药学研究中
化药	司来帕格	原料药 DMF	/	CDE 审评中
化药	呋喃布芬	原料药 DMF	/	CDE 审评中
化药	非布司他	原料药 DMF	/	已获批
化药	甲苯磺酸艾多沙班	原料药 DMF	/	药学研究中
化药	奥硝唑	原料药 DMF	/	CDE 审评中
化药	艾拉莫德	原料药 DMF	/	药学研究中

数据来源：公司年报，华福证券研究所

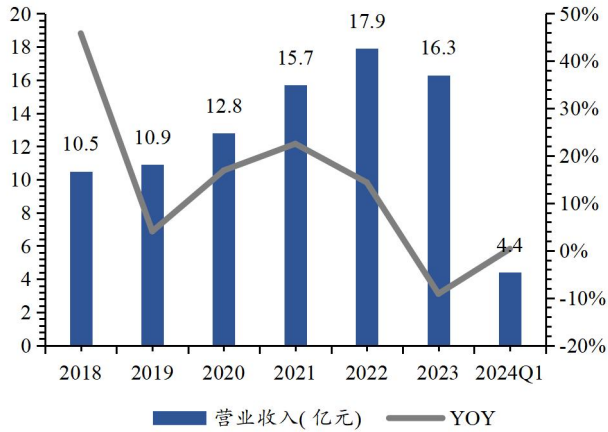
## 1.2 经营数据稳中向好

公司聚焦主业，持续优化业务结构，业绩基本实现稳定上涨。公司营收自 2018 年的 10.5 亿元提高至 2023 年 16.3 亿元，期间复合增长率为 9%。2023 年营收同比下

降 9.12%，主要原因为子公司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。

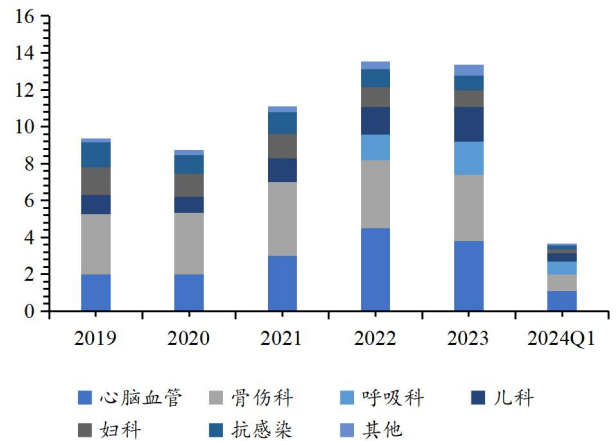
公司产品覆盖领域众多，医药制造为公司主要收入来源。从业务层面看，2020-2023 年公司医药制造业收入实现稳步增长，占比由 74.9% 上升至 88.4%，在公司总收入中占主导地位。从产品结构上看，心脑血管、骨伤科用药为公司的两大营收支柱，在 2023 年营收占比分别达到 24% 和 22%，推动公司整体业绩增长。

图表 4: 营收收入 (亿元)



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

图表 5: 公司分业务收入 (亿元)

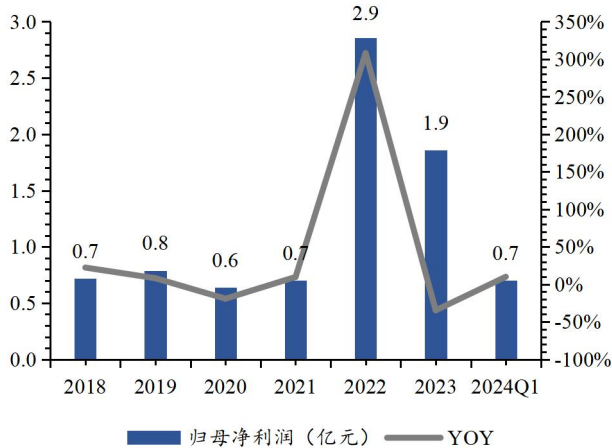


数据来源: iFinD, 华福证券研究所

公司盈利能力持续提高,销售毛利率和销售净利率水平稳步提升。公司利润 2022 年大幅度提高,实现归母净利润 2.9 亿元,同比增长 308%;2023 年实现归母净利润 1.9 亿元,同比下降 34.64%,主要原因为 2022 年确认转让佰骏医疗部分股权带来投资收益较高。2023 年扣非归母净利润为 1.34 亿元,同比提高 25.35%

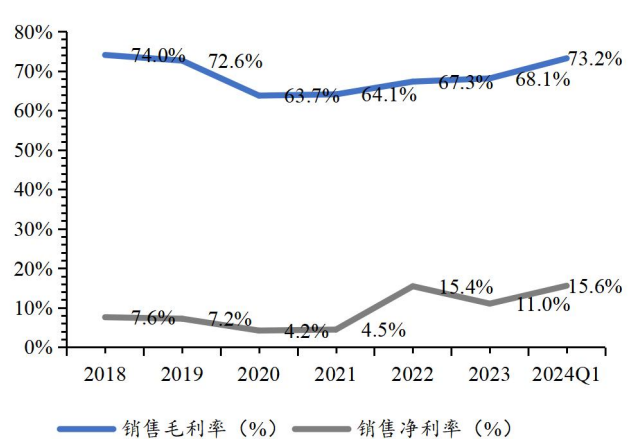
公司销售净利率由 2020 年的 4.2% 提升至 2022 年的 15.4%,2023 年下滑至 11.0%,销售毛利率由 2020 年的 63.7% 持续提升至 2023 年的 68.1%。

图表 6: 归母净利润 (亿元)



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

图表 7: 公司毛利率与净利率波动上涨 (%)

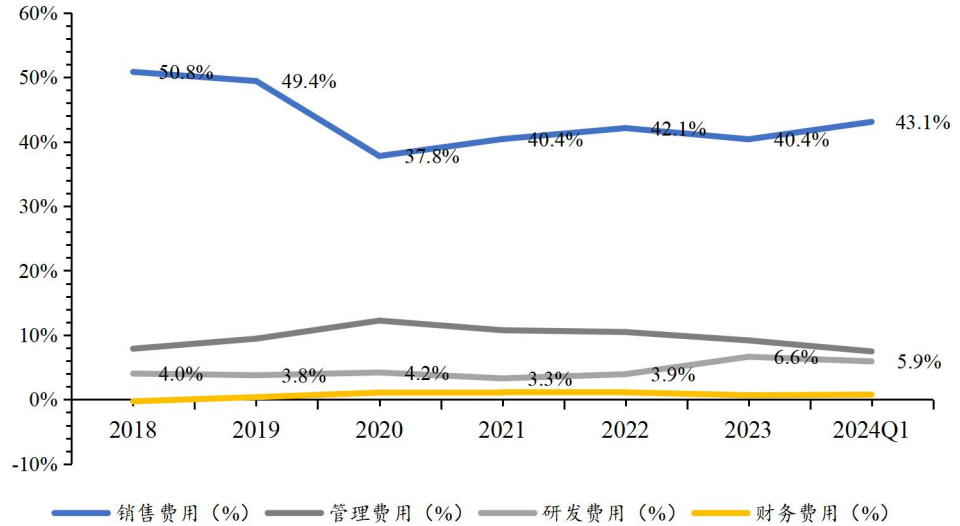


数据来源: iFinD, 华福证券研究所



费用端来看，公司财务费用率整体保持稳定，研发费用率有所提升，管理和销售费用率稳中有降。2023 年管理费用率为 9.2%，同比下降 1.3pct；销售费用率为 40.4%，同比下降 1.7pct。

图表 8：费用率情况（%）



数据来源：iFinD，华福证券研究所

## 2 338 大产品打造计划，实现多领域布局

### 2.1 心脑血管：集采降价影响出清，以价换量效果显著

中国已逐渐进入老龄化社会，心血管疾病市场广阔。心脑血管疾病是心血管疾病和脑血管疾病的统称，泛指由于高脂血症、血液黏稠、动脉粥样硬化、高血压等所导致的心脏、大脑及全身组织发生缺血性或出血性疾病的统称。《2022 年度国家老龄事业发展公报》显示，截至 2022 年末，全国 60 周岁及以上老年人口为 2.8 亿人，占总人口的 19.80%。《中国心血管健康与疾病报告 2022 概要》显示，我国心血管病人人数达到 3.30 亿，每 5 例死亡中就有 2 例死于心血管病。

公司及子公司湘雅制药生产的心脑血管用中成药主导产品有**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**，此外还有公司生产的化药依折麦布片也能较好地满足市场需求。

图表 9: 心脑血管产品营收 (亿元)



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

图表 10: 血塞通分散片销售量 (亿片)



数据来源: iFinD, 华福证券研究所

**血塞通系列:** 血塞通是临床上常用的心脑血管药物, 属于活血化瘀类的中成药, 其主要活性成分就是三七提取物, 即三七总皂苷。在临床上主要用于通脉活络, 活血祛瘀, 抑制血小板聚集和增加脑血流量之功效。

**血塞通常见的剂型有血塞通口服剂:** 包括血塞通分散片、血塞通颗粒、血塞通滴丸、血塞通片; 血塞通注射剂: 包括血塞通注射液及注射用血塞通(冻干)。根据 PDB 数据库, 血塞通全市场销售额已突破 80 亿元, 23 年注射剂与口服剂占比分别为 50%。

血塞通片共有 5 家公司获得批文, 分别为昆药集团、湖南绅泰春制药、湖南湘雅制药、云南维和药业和云南特安呐制药。2021 年湖北 19 省中成药联盟中, 湘雅制药的血塞通片(36 片/盒)以 46.68 元的价格中选。

血塞通分散片共有 15 家公司获得批文, 其中 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》显示湘雅制药血塞通分散片(48 片/盒)以 24.26 元的价格中选。

图表 11: 血塞通各剂型集采情况

产品	企业	是否基药	是否医保	集采	规格	单位价格	日使用金额(元)
血塞通片	湖南绅泰春制药	否	是	2021 年湖北 19 省中成药联盟	25/50/100mg	0.42/0.85/1.7	2.55-5.1
				地区挂网	/	/	/
	湖南湘雅制药	否	是	2021 年湖北 19 省中成药联盟	100mg	1.3	1.95-3.9
				地区挂网	/	/	/
云南维和药	否	是	2021 年湖北	25/100mg/0.	0.27/0.89/0.	1.62-3.24	





	业			19省中成药联盟	086g	55	
				地区挂网	/	/	/
血塞通分散片	湖南湘雅制药	否	是	2021年湖北19省中成药联盟	50mg	0.51	4.59
				地区挂网	/	/	/
	瑞阳制药	否	是	2021年湖北19省中成药联盟	3g,无蔗糖	0.79	4.74

数据来源：公司年报，医药魔方，医联媒体，药品通，药源网，丁香园说明书，华福证券研究所

**依折麦布片：** 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(或植物甾醇血症)，入选《中国血脂管理指南（2023年）》。

作用机制为：通过与小肠上皮刷状缘上的 NPC1L1 蛋白(在肠道吸收胆固醇的过程中起关键作用)特异性结合，抑制饮食及胆汁中胆固醇的吸收，而不影响胆汁酸和其他物质的吸收。

依折麦布主要适用3种类型的人群：1) 依折麦布通常和他汀联合使用，用于单用他汀类药物疗效不佳的患者，由于依折麦布和他汀降血脂的机制不同，二者联合使用可以控制血脂达标。2) 不能耐受他汀类药物治疗的患者，可以考虑单独应用依折麦布。3) 纯合子型谷留醇血症患者及纯合子型家族性高胆固醇血症患者可选用依折麦布。

**集采中标，以价换量。**2022年被纳入第七批集采，中标药企包括方盛制药、福元医药、圣华曦药业和莱柯医药。其中方盛制药的依折麦布片价格为1.13元/片，降价幅度为83.2%。2023年销售量实现1.41亿片，同比增长117%，集采以价换量效果显著，后续有望持续放量。

图表 12：依折麦布片集采

产品	企业	23年销售量(亿片)	集采	规格	单位价格(元)	降价幅度	日使用金额(元)
依折麦布片	方盛制药	1.41	国采第七批	10mg	1.13	83.2%	1.13
	重庆圣华曦药业	0.57		10mg	1.46	78.22%	1.46
	北京福元医药	1.05		10mg	1.3	80.63%	1.3
	Sandoz Inc	0.83		10mg	1.3	80.66%	1.3

数据来源：医药魔方，华福证券研究所



## 2.2 骨伤科：多产品差异化布局

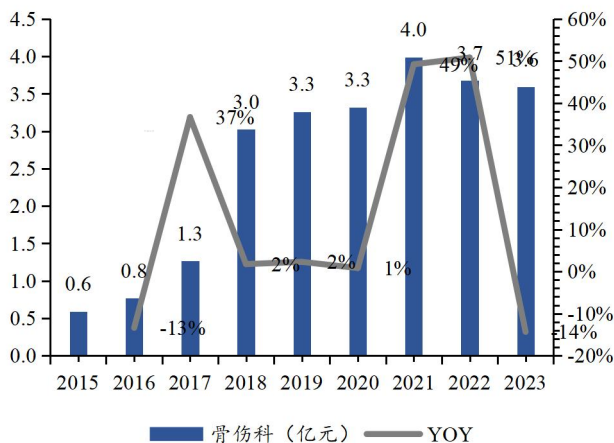
公司生产的骨科中成药品类较为丰富，主导产品有藤黄健骨片、玄七健骨片、三花接骨散、元七骨痛酊、跌打活血胶囊等；此外，公司还拥有复方川芎唛美辛胶囊、复方独活唛美辛胶囊、龙血竭散等多款骨伤科药品。

图表 13：骨科产品矩阵

治疗领域	药品名称	适应症	是否处方药	是否基药	是否国家医保
骨科	藤黄健骨片	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
骨科	玄七健骨片	用于轻中度膝关节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	是	否	是
骨科	跌打活血胶囊	舒筋活血，散瘀止痛	是	否	是
骨科	龙血竭散	活血散瘀，定痛止血，敛疮生肌。用于跌打损伤，瘀血作痛	是	否	是

数据来源：iFinD，华福证券研究所

图表 14：骨伤科产品营收（亿元）



数据来源：iFinD，华福证券研究所

图表 15：藤黄健骨片销售量（亿片）



数据来源：iFinD，华福证券研究所

**集采降价影响出清，24 年有望加速放量。**藤黄健骨片属于骨性关节炎中成用药，为国家独家剂型医保品种。2023 年 6 月藤黄健骨片中标湖北牵头的第二批中成药联盟集采，降价幅度约为 42%。大部分省份在 2023 年 10-11 月陆续执行，目前集采供应省区已全部执标。

2023 年，受集采降价等因素影响，藤黄健骨片销售量基本与 2022 年持平，但收入端略有下滑；2024 年 Q1，藤黄健骨片销售收入同比 2023 年一季度下降 12.66%，但销售量同比增长 16.12%；藤黄健骨片集采中标省份为公司集采前未充分开发的省份，集采后有利于扩大市场占有率，提升产品竞争力，24 年藤黄健骨片有望实现以价换量。



图表 16: 藤黄健骨片集采

产品	23 年销售量 (亿片)	集采	规格	单位价格 (元)	降价幅度	日使用金额 (元)
藤黄健骨片	4.14	第二批湖北全国中成药联盟	36*0.5g	0.57	41.8%	5.13
			60*0.5g	0.79	42.3%	7.11
		地方各省份集采	/	/	/	/

数据来源: 医药魔方, 公司年报, 华福证券研究所

玄七健骨片适应症差异化布局, 明确为膝骨关节炎(筋脉瘀滞证), 侧重于通络止痛。玄七健骨片 2021 年上市, 2022 年进入国家医保目录。2023 年为进入医保第一年, 公司大力推进玄七健骨片的医院准入工作, 全年覆盖等级医院已近 500 家, 首年实现营业收入 3,200 万元左右, 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。

### 2.3 妇科: 以金英胶囊为核心的妇科产品矩阵

公司主要妇科药品为金英胶囊、黄藤素分散片、舒尔经胶囊等, 同时布局在研妇科项目益气消瘤颗粒、止血消痛颗粒等。

图表 17: 妇科产品矩阵

治疗领域	药品名称	适应症	是否处方药	是否基药	是否国家医保
妇科	舒尔经胶囊	痛经、月经量少、后错属气滞血瘀证者	是	否	是
妇科	金英胶囊	清热解毒, 祛湿止带, 用于慢性盆腔炎等	是	否	否

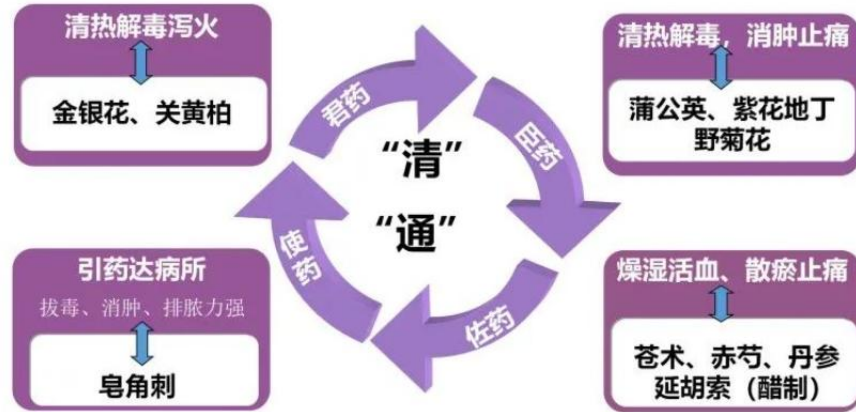
数据来源: 公司年报, 华福证券研究所

金英胶囊为专门用于妇科慢性盆腔炎治疗的中成药产品, 我国盆腔炎药物市场需求潜力巨大。金英胶囊作为全国独家产品具有独特竞争优势, 入选《中成药治疗盆腔炎性疾病临床应用指南》。

药理作用: 镇痛、抗炎、杀菌, 活血化四效合一; 对于慢性盆腔炎(湿热证), 有效率达 99.1%; 安全性高: 中药制剂、副作用小、无耐药性; 金英胶囊与抗生素联用, 临床疗效更加显著。治疗优势: 疗效确切、效果明显、复发率低“限抗”政策背景下减少抗生素使用、降低抗生素不良反应。

图表 18: 金英胶囊方解

组方分析: 清热解毒, 祛湿止带 (活血祛痛)。对于湿热 (毒) 型盆腔炎效果更好。



数据来源: 重庆厚朴医药公众号, 华福证券研究所

2.4 儿科: 以小儿荆杏为主, 成年人适应症有望协同

公司儿科用药的主导产品为小儿荆杏止咳颗粒、赖氨酸维 B12 颗粒。小儿荆杏止咳颗粒为一款中药创新药, 2019 年上市为独家医保品种。其主要成分为荆芥、矮地茶、蜜麻黄、苦杏仁、黄芩等, 可疏风散寒, 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。

上市后小儿荆杏止咳颗粒销售业绩持续提升, 截至 2023 年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 年实现销售量 632 万袋, 同比增长 14%; 小儿荆杏止咳颗粒营业收入近 6,000 万元, 我们认为 24 年销售有望破亿。

临床证据充分, 正在开发成人适应症。小儿荆杏止咳颗粒新增成人急性气管-支气管炎适应症研究, 现正处于二期临床, 23 年已顺利入组 330 人。公司加强对小儿荆杏止咳颗粒学术推广力度与终端覆盖, 适应症拓展有望扩大患者人群并提高日使用费用。

图表 19: 儿科产品矩阵

治疗领域	药品名称	适应症	处方药	基药	国家医保
儿科	赖氨酸维 B12 颗粒	能加速儿童生长发育、增进食欲	是	否	否
儿科	小儿荆杏止咳颗粒	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	是

图表 20: 儿科产品销售额 (亿元)





数据来源：公司年报，华福证券研究所

数据来源：iFinD，华福证券研究所

## 2.5 呼吸系统：强力枇杷膏（蜜炼）/露产能有望充分释放

公司呼吸系统主要产品为子公司滕王阁药业生产的强力枇杷膏（蜜炼）、强力枇杷露和蒲地蓝消炎片等。

**强力枇杷膏（蜜炼）/露放量迅速，若集采独家产品有优势：**23年强力枇杷膏（蜜炼）销售收入同比增长超20%，强力枇杷露的销售收入同比增长超过80%。强力枇杷膏为公司独家产品，枇杷露批文较多。若强力枇杷膏进入集采，独家剂型降价幅度可控；若枇杷露进集采，目前销售量仍较小，有望通过集采以价换量，实现终端广覆盖。

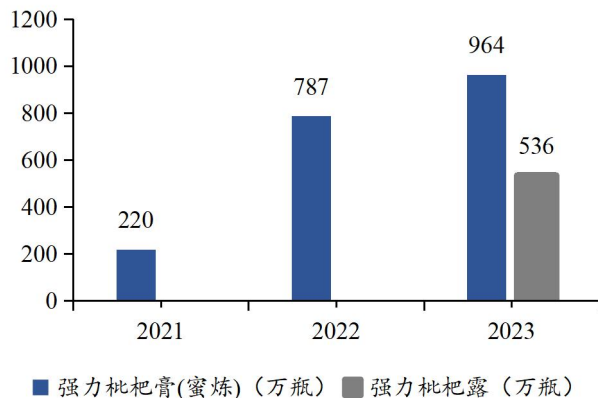
**原材料压力有所缓解，产能充分释放。**2023年前三季度，强力枇杷膏（蜜炼）/露呈现供销两旺趋势，导致主要原材料之一罂粟壳的年度采购量提早生产使用完毕，第四季度未能及时增补到足够的原材料，使得上述产品未能充分满足市场需求。24年原材料已经到位，且实现正常生产销售，我们认为强力枇杷膏（蜜炼）/露销售潜力巨大。

图表 21：呼吸产品矩阵

治疗领域	药品名称	适应症	处方药	基药	国家医保
呼吸科	强力枇杷膏(蜜炼)	养阴敛肺,止咳祛痰。用于支气管炎咳嗽	否	是	是
呼吸科	强力枇杷露	养阴敛肺,止咳祛痰。用于支气管炎咳嗽	否	是	是
呼吸科	蒲地蓝消炎片	清热解毒,抗炎消肿。用于疖肿、咽炎、扁桃腺炎	否	否	否

数据来源：公司年报，华福证券研究所

图表 22：强力枇杷膏（蜜炼）/露销售量（万瓶）



数据来源：iFinD，华福证券研究所

## 3 盈利预测与投资建议

### 3.1 盈利预测

变量 1:

**呼吸科：**公司呼吸科产品主要为强力枇杷膏（蜜炼）/露，24年原材料压力有所缓解，产能充分释放。我们假设2024/2025/2026年公司呼吸科产品收入增速分别为30%/25%/20%，假设毛利率分别为72.60%/72.70%/72.80%。

**骨伤科：**藤黄健骨片集采降价影响逐步出清，24年有望实现以价换量。创新中药玄七健骨片适应症差异化布局，22年进医保后加速放量。我们认为2024/2025/2026





年公司骨伤科收入将保持稳健增速，假设增速分别为 10.23%/22.75%/21.05%。短期受集采降价影响，长期规模效应毛利率提高，假设毛利率分别为 85.40%/85.45%/85.50%。

心脑血管：公司心脑血管产品血塞通分散片/片湖北联盟集采今年有望续约，依折麦布片集采以价换量，我们认为 2024/2025/2026 年公司心脑血管收入增速为 10.32%/11.74%/12.61%，毛利率分别为 74.00%/74.00%/74.00%。

儿科：主要产品小儿荆杏止咳颗粒销售额逐步提高，正在开发成人适应症，适应症拓展有望扩大患者人群并提高日使用费用。我们认为 2024/2025/2026 年公司儿科收入将较快增速，假设增速分别为 28.07%/26.60%/24.75%。毛利率提高，假设未来三年分别为 65.50%/65.60%/65.70%。

妇科：妇科产品以金英胶囊为主，在研管线丰富。我们假设 2024/2025/2026 年公司妇科产品收入增速分别为 0.00%/2.00%/4.00%，假设毛利率分别为 79.30%/79.40%/79.50%。

抗感染：我们假设 2024/2025/2026 年公司抗感染产品收入增速保持稳定，假设毛利率分别为 35.3%。

#### 变量 2:

费用率：伴随公司部分产品集采的深入推进，我们认为销售费用有望持续节约，假设 2024/2025/2026 年销售费用为 40.20%/40.10%/40.00%；公司研发创新持续推进，研发费用始终保持较高水平，假设未来三年研发费用率分别为 5%/5%/5%；假设管理费用率稳中有降，分别为 8.80%/8.60%/8.40%；财务费用率保持稳定，分别为 1.16%/0.99%/0.86%。

图表 23: 公司业绩拆分预测表

		2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)		1,628.54	1,829.39	2,115.04	2,439.31
yoy		-9.12%	12.33%	15.61%	15.33%
毛利率		68.10%	68.43%	69.09%	69.66%
按业务划分					
呼吸科	收入	179.61	233.49	291.87	350.24
	yoy	27.96%	30.00%	25.00%	20.00%
	毛利率	72.45%	72.60%	72.70%	72.80%
骨伤科	收入	358.93	395.65	485.65	587.88
	yoy	-2.34%	10.23%	22.75%	21.05%
	毛利率	85.41%	85.40%	85.45%	85.50%
心脑血管	收入	384.55	424.25	474.08	533.87
	yoy	-14.34%	10.32%	11.74%	12.61%
	毛利率	73.97%	74.00%	74.00%	74.00%
儿科	收入	188.17	240.99	305.09	380.59



	yoy	24.74%	28.07%	26.60%	24.75%
	毛利率	65.10%	65.50%	65.60%	65.70%
抗感染	收入	81.85	81.85	81.85	81.85
	yoy	-14.98%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	35.31%	35.30%	35.30%	35.30%
妇科	收入	92.37	92.37	94.22	97.99
	yoy	-15.21%	0.00%	2.00%	4.00%
	毛利率	79.26%	79.30%	79.40%	79.50%
其他业务	收入	59.09	76.82	98.33	122.91
	yoy	43.19%	30.00%	28.00%	25.00%
	毛利率	41.61%	41.50%	41.50%	41.50%
其他	收入	283.97	283.97	283.97	283.97
	yoy	-35.14%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	48.84%	48.80%	48.80%	48.80%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

### 3.2 投资建议

我们预测 2024/2025/2026 年公司营收分别为 18.29/21.15/24.39 亿元，增速为 12%/16%/15%。2024/2025/2026 年公司净利润分别为 2.41/2.93/3.53 亿元，增速为 29%/22%/20%。我们选取与方盛制药同样创新力较强的中成药企业康缘药业、以岭药业和天士力作为可比公司，采用相对估值法，24 年可比公司平均 PE 为 15X。

我们看好方盛制药新药研发能力的核心竞争优势以及“338 大产品矩阵”的多重布局，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 24：可比公司估值表

公司代码	公司简称	总市值（亿元）	净利润（亿元）			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600557.SH	康缘药业	87.3	6.5	7.8	9.3	13.5	11.2	9.4
600535.SH	天士力	189.3	12.5	13.9	15.0	15.1	13.6	12.6
002603.SZ	以岭药业	251.9	15.4	13.9	15.0	16.4	18.1	16.7
可比公司平均值						15.0	14.3	12.9
603998.SH	方盛制药	49.5	2.4	2.9	3.5	20.5	16.8	14.0

数据来源：iFinD，华福证券研究所(注：盈利预测来自 iFinD 一致预期，数据截止 2024/07/24)

## 4 风险提示

**产品销售和推广不及预期风险：**公司心脑血管和骨伤科产品营收占比大，若销售未及预期将对公司业绩产生较大影响。公司其余份额较小的品种若不能实现有效放量，则不利于公司长期发展。

**重点产品集采降价幅度超预期风险：**公司血塞通分散片和血塞通片等湖北联盟集采即将面临续标，若进集采续标或新集采品种降价幅度过大会对公司盈利能力产



生影响。

**研发失败或进度不及预期风险：**公司新产品存在研发失败或不及预期的风险，会对公司的经营产生较大影响。

**原材料价格波动的风险：**中药材价格波动，原材料价格变化将影响产品的利润空间。



图表 25: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	209	235	309	313	营业收入	1,629	1,829	2,115	2,439
应收票据及账款	210	236	273	315	营业成本	520	578	654	740
预付账款	105	117	132	149	税金及附加	29	33	38	44
存货	328	297	224	371	销售费用	658	735	848	976
合同资产	0	0	0	0	管理费用	149	161	182	205
其他流动资产	69	75	89	98	研发费用	108	91	106	122
流动资产合计	921	959	1,029	1,247	财务费用	11	21	21	21
长期股权投资	258	258	258	258	信用减值损失	-3	-3	-3	-3
固定资产	813	954	1,065	1,148	资产减值损失	-2	-2	-2	-2
在建工程	218	218	228	248	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	268	272	273	270	投资收益	-4	0	0	0
商誉	274	274	274	274	其他收益	39	39	39	39
其他非流动资产	330	350	375	401	<b>营业利润</b>	<b>196</b>	<b>256</b>	<b>313</b>	<b>378</b>
非流动资产合计	2,160	2,325	2,472	2,598	营业外收入	9	9	8	9
<b>资产合计</b>	<b>3,081</b>	<b>3,284</b>	<b>3,500</b>	<b>3,845</b>	营业外支出	2	2	2	2
短期借款	309	335	309	348	<b>利润总额</b>	<b>203</b>	<b>263</b>	<b>319</b>	<b>385</b>
应付票据及账款	246	273	309	350	所得税	23	31	37	45
预收款项	3	1	1	2	<b>净利润</b>	<b>180</b>	<b>232</b>	<b>282</b>	<b>340</b>
合同负债	36	41	47	54	少数股东损益	-7	-9	-11	-14
其他应付款	400	400	400	400	<b>归属母公司净利润</b>	<b>187</b>	<b>241</b>	<b>293</b>	<b>354</b>
其他流动负债	254	257	262	268	EPS (按最新股本摊薄)	0.42	0.55	0.67	0.80
流动负债合计	1,248	1,307	1,329	1,422					
长期借款	153	153	153	153					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	91	91	91	91					
非流动负债合计	244	244	244	244					
<b>负债合计</b>	<b>1,492</b>	<b>1,551</b>	<b>1,573</b>	<b>1,666</b>					
归属母公司所有者权益	1,458	1,612	1,817	2,083					
少数股东权益	131	121	110	96					
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,589</b>	<b>1,733</b>	<b>1,927</b>	<b>2,179</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>3,081</b>	<b>3,284</b>	<b>3,500</b>	<b>3,845</b>					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>88</b>	<b>344</b>	<b>431</b>	<b>279</b>
现金收益	270	343	403	469
存货影响	-25	31	73	-147
经营性应收影响	-68	-36	-51	-57
经营性应付影响	54	25	36	41
其他影响	-143	-20	-31	-27
<b>投资活动现金流</b>	<b>-197</b>	<b>-235</b>	<b>-221</b>	<b>-204</b>
资本支出	-263	-234	-222	-208
股权投资	-5	0	0	0
其他长期资产变化	71	-1	1	4
<b>融资活动现金流</b>	<b>-92</b>	<b>-83</b>	<b>-135</b>	<b>-71</b>
借款增加	130	26	-26	38
股利及利息支付	-180	-107	-107	-107
股东融资	23	0	0	0
其他影响	-65	-2	-2	-2

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-9.1%	12.3%	15.6%	15.3%
EBIT 增长率	-38.2%	32.7%	19.8%	19.2%
归母公司净利润增长率	-34.6%	29.2%	21.5%	20.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	68.1%	68.4%	69.1%	69.7%
净利率	11.0%	12.7%	13.3%	13.9%
ROE	11.8%	13.9%	15.2%	16.2%
ROIC	12.8%	15.5%	17.0%	17.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	48.4%	47.2%	44.9%	43.3%
流动比率	0.7	0.7	0.8	0.9
速动比率	0.5	0.5	0.6	0.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转天数	43	44	43	43
存货周转天数	219	195	144	145
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.42	0.55	0.67	0.80
每股经营现金流	0.20	0.78	0.98	0.63
每股净资产	3.32	3.67	4.13	4.74
<b>估值比率</b>				
P/E	26	20	17	14
P/B	3	3	3	2
EV/EBITDA	3	2	2	2

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

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；香港市场以恒生指数为基准，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）

## 联系方式

### 华福证券研究所上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn