



Research and  
Development Center

# 集采影响出清&创新药上量, “338” 战略驱动业绩高增长

## —方盛制药(603998)公司深度报告

2024年08月19日

唐爱金 医药行业首席分析师  
S1500523080002  
tangaijin@cindasc.com

章钟涛 医药行业分析师  
S1500524030003  
zhangzhongtao@cindasc.com

## 证券研究报告

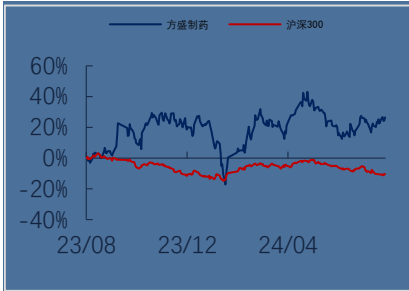
### 公司研究

### 公司深度报告

方盛制药 (603998)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

#### 公司主要数据

收盘价(元)	10.96
52周内股价波动区间(元)	12.88-7.46
最近一月涨跌幅(%)	0.26
总股本(亿股)	4.40
总市值(亿元)	48.18

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编：100031

## 集采影响出清&创新药上量，“338”战略驱动业绩高增长

2024年08月19日

### 本期内容提要：

- ◆核心逻辑：“集采影响出清&中药创新药上量”系公司的核心看点。在集采影响出清方面，2024Q1公司心脑血管产品营收增速达44.28%，毛利率提升4.1个百分点，公司依折麦布片等品种集采价格影响正逐步减弱，销量增长明显。在中药创新药方面，公司以新药研发能力为核心竞争优势，近年小儿荆杏止咳颗粒和中药1.1类新药玄七健骨片陆续上市并贡献第二增长动力，同时研发管线中的潜力品种包括诺丽通颗粒（治疗反复发作性紧张型头痛，现处于补充长毒试验阶段）、健胃祛痛丸（III期临床阶段）、蛭龙通络片（II期临床研究）。此外，公司近5年营收CAGR约16%，近3年扣非归母净利率年均提升1.48个百分点，2024Q1公司毛利率同比提升5.42个百分点，而2024Q1扣非归母净利率提升1.04个百分点。**
- ◆布局“338”大产品战略，多疾病治疗领域多点开花。①公司产品品类广泛，涉及多个疾病治疗领域，拥有多个国家专利保护产品。从收入构成上看，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23.61%、22.04%、11.55%、11.03%、5.67%、5.03%，合计占比78.93%。②心脑血管产品，公司首仿药依折麦布片、血塞通分散片&血塞通片等集采对价格影响逐步减弱，相应的品种销量增幅明显。2023年依折麦布片销量增长约117%，血塞通分散片销量增长约11%，血塞通片销量增长约34%。③骨伤科产品，藤黄健骨片2023年集采中选价格降低42%，受集采降价影响，2023年骨伤科产品收入略有下降。2024Q1公司骨伤科产品收入同比增长约16%。我们认为，后续随着中药1类新药玄七健骨片的放量，骨伤科有望迎来新增长契机。④呼吸科产品，由于2023年存在高基数影响，2024Q1呼吸科产品同比下滑21%。目前呼吸科核心产品包括强力枇杷膏（蜜炼）、强力枇杷露、蒲地蓝消炎片等，其中强力枇杷膏（蜜炼）为公司独家品种。我们认为后续随着终端覆盖的提升，强力枇杷膏（蜜炼）等产品有望恢复稳健增长。⑤儿科产品，儿科核心产品系小儿荆杏止咳颗粒，由于小儿荆杏止咳颗粒正处于快速上量阶段，因而2020年到2023年儿科产品营收复合增速约为28%，期间毛利率年均提升约2.6个百分点。我们认为，随着小儿荆杏止咳颗粒的临床价值逐步被医生所认可，叠加终端覆盖率持续提升，后续小儿荆杏止咳颗粒有望成为下一个过亿单品。**
- ◆公司创新研发突出，中药新药发展前景广阔。①玄七健骨片系1.1类中药新药，其临床研究表现优秀，疗效显著，且已纳入国家乙类医保。2023年实现营收3200万元左右，2024Q1达到2100万元，同比增长850%。②小儿荆杏止咳颗粒系公司获批国家专利的中药复方制剂，在缓解小儿咳嗽、咯痰、咽部肿痛等方面具有显著效果，临床治愈率高。2024Q1小儿荆杏止咳颗粒实现销售收入约2200万元，同比增长超230%。③“1+N”模式大研发体系，公司将研发能力打造为企业核心竞争力，拥有多个高规格研发平台，拥有《药品注册批件》144个（含已转让未办理完转让手续生产批件），新药证书16件，发明专利52项，国际专利1项。我们认为，当前政策端持续支持中医药传承创新发展，叠加公司创新研发能力突出，未来随着中药新药产品持续上市，业绩端有望保持快速增长。**
- ◆盈利预测与投资评级：我们预计公司2024-2026年营业收入分别为17.48亿元、20.26亿元、23.13亿元，同比增速分别为7%、16%、14%，实现归母净利润分别为2.52亿元、3.07亿元、3.76亿元，同比分别增长35%、22%、23%，对应当前股价PE分别为20倍、16倍、13倍。首次覆盖，给予公司“买入”投资评级。**

◆**风险因素：**集采降幅超预期，终端开拓不及预期，新药销售不及预期，研发进展不及预期，原材料价格上升风险。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1,792	1,629	1,748	2,026	2,313
增长率 YoY %	14.4%	-9.1%	7.3%	15.9%	14.1%
归属母公司净利润 (百万元)	286	187	252	307	376
增长率 YoY%	308.1%	-34.6%	34.7%	21.8%	22.7%
毛利率%	67.3%	68.1%	73.1%	73.9%	74.5%
净资产收益率ROE%	20.6%	12.8%	15.5%	15.9%	16.3%
EPS(摊薄)(元)	0.65	0.42	0.57	0.70	0.86
市盈率 P/E(倍)	17.50	26.78	19.88	16.32	13.30
市净率 P/B(倍)	3.60	3.43	3.08	2.59	2.17

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为2024年8月16日收盘价

## 投资聚焦

### 1. “一体两翼”业务布局，公司近5年扣非归母净利润CAGR达17%

公司以新药研发能力为核心竞争力，构建了以创新中药的制药工业为主体，以大健康产业和工商联盟体为两翼的“一体两翼”格局。在收入方面，2018年至2023年间公司营收复合增速约为9%。在利润方面，2018-2023年间公司扣非归母净利润复合增速约17%，而归母净利润复合增速约21%。在盈利能力方面，自2020年起公司毛利率持续稳健提升，2020-2023年间公司毛利率平均每年提升1个百分点，2024Q1公司毛利率达73.19%。

### 2. 布局“338”大产品战略，多疾病治疗领域多点开花

公司的核心产品线分布广泛，涉及心脑血管、骨伤科、儿科、呼吸科、妇科以及抗感染类药物等多个领域，现已成功开发“欣雪安”、“金蓓贝”、“美尔舒”、“方盛堂”等几大品牌系列产品。截至2023年末公司拥有《药品注册批件》144个（含已转让未办理完转让手续生产批件），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。公司推行“338大产品打造计划”，即“公司力争在未来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”。

### 3. 创新研发为主要驱动力，创新药发展前景广阔

以玄七健骨片和小儿荆杏止咳颗粒为代表，我们认为公司创新中成药研究成果亮眼，相关产品临床研究表现优秀，疗效显著。①玄七健骨片2023年销量约为1,231万片，实现营收3,200万元左右；2024年第一季度销售收入约2,100万元，同比上年第一季度增长约850%。从终端覆盖上看，2023年玄七健骨片覆盖等级医院已近500家，2024年第一季度新增覆盖等级医院约90家、基层医院约50家。②小儿荆杏止咳颗粒2023年销售量首次超过生产量，约632万袋，同比增长13.74%。2024年第一季度，小儿荆杏止咳颗粒新增覆盖等级医院约40家、基层医院约40家，实现销售收入约2,200万元，同比增长超230%，市场成绩表现亮眼。③公司布局“1+N”模式的大研发体系，现已建立创新中药研发中心、仿制药研发中心、复杂制剂研发中心、暨大基因药物工程研究中心等多个高规格研发平台，重点研究项目接连取得重要成就。

## 目录

一、 中药新药研发能力突出的潜力标的，近3年扣非归母净利率持续提升	7
1.1 公司“一体两翼”布局，新药研发能力突出	7
1.2 公司实控人为张庆华先生，公司拥有六大生产基地	8
1.3 近5年营收CAGR约16%，近3年扣非归母净利率年均提升1.48个百分点	9
1.4 2022年股权激励计划业绩目标超额完成，充分激发管理团队积极性	11
二、 集采影响出清，“338”战略驱动产品矩阵共同发展	12
2.1 以“338”战略为抓手，布局多疾病治疗领域	12
2.2 心脑血管产品：集采价格影响减弱，三大核心品种有望放量增长	12
2.3 骨伤科产品：藤黄健骨片有望触底反弹，玄七健骨片或可贡献新增量	16
2.4 呼吸科：强力枇杷膏（蜜炼）为公司独家品种	18
2.5 儿科：中药创新药小儿荆杏止咳颗粒为潜力品种	19
三、 创新管线渐入兑现期，公司或可乘风而上	20
3.1 玄七健骨片：1.1类中药新药，有望凭借医保继续放量	20
3.2 小儿荆杏止咳颗粒：儿科创新药发展势头良好，前景广阔	23
3.3 “1+N”模式的大研发体系，创新中药研发为核心竞争力	26
四、 业务拆分&估值	28
4.1 业务拆分	28
4.2 估值	30
五、 风险因素	31

## 表目录

表 1: 2022 年股权激励计划基本信息	11
表 2: 心脑血管类核心产品信息	12
表 3: 2022 年依折麦布片全国第七批集采中选结果	14
表 4: 骨伤科核心产品信息	16
表 5: 呼吸科核心产品信息	18
表 6: 儿科核心产品信息	19
表 7: 玄七健骨片临床方案设计	20
表 8: KOA 筋脉瘀滞证患者中医证候疗效比较 [单位: 例 (%)]	21
表 9: KOA 筋脉瘀滞证患者疼痛消失率比较 [单位: 例 (%)]	21
表 10: 小儿荆杏止咳颗粒产销量变动趋势	25
表 11: 公司核心中药品种在研项目概况	27
表 12: 方盛制药业务拆分	29
表 13: 可比公司估值	30

## 图目录

图 1: 公司产品矩阵示意图	7
图 2: 公司发展历程示意图	8
图 3: 公司股权结构及核心参/控股子公司分布 (截至 2024Q1)	8
图 4: 公司全国六大生产基地布局图	9
图 5: 近年公司营收变动趋势	9
图 6: 近年公司扣非归母净利润变动	10
图 7: 近年公司归母净利润变动	10
图 8: 近年公司盈利能力变动	10
图 9: 近年公司期间费用率变动	10
图 10: 近年公司营业收入构成	12
图 11: 近年公司心脑血管类产品营收变动	13
图 12: 近年公司心脑血管类产品毛利率变动	13
图 13: 近年我国 60 周岁人口变动趋势	13
图 14: 近年心血管死亡率变动 (单位: 1/10 万)	13
图 15: 近年我国心血管药物市场规模变动	14
图 16: 近年心血管药物销售渠道分布	14
图 17: 近年全国依折麦布片销售额变动	15
图 18: 近年公司依折麦布片产销量变动	15
图 19: 近年血塞通分散片销量变动	15
图 20: 近年血塞通片销量变动	15

图 21: 近年公司骨伤科产品营收变动.....	16
图 22: 近年公司骨伤科产品毛利率变动.....	16
图 23: 藤黄健骨片近年销量及变化趋势.....	17
图 24: 近年公司呼吸科产品营收变动.....	18
图 25: 近年公司呼吸科产品毛利率变动.....	18
图 26: 近年公司儿科产品营收变动.....	19
图 27: 近年公司儿科产品毛利率变动.....	19
图 28: 近年院端骨科市场规模变动趋势.....	22
图 29: 2023 年骨科用药市场细分领域构成.....	22
图 30: 2023 年院端消肿止痛用药 TOP20 销售额及市占率情况.....	22
图 31: 小儿荆杏止咳颗粒临床 3 期疗效综合评价结果.....	23
图 32: 小儿荆杏止咳颗粒对中医证候相关症状改善情况.....	24
图 33: 近年儿科中成药三大终端销售额变动.....	25
图 34: 近年儿科中成药细分领域构成.....	25
图 35: 公司创新科研成果.....	26
图 36: 公司四大研发中心.....	26
图 37: 方盛制药近 5 年估值走势.....	30



## 一、中药新药研发能力突出的潜力标的，近3年扣非归母净利率持续提升

### 1.1 公司“一体两翼”布局，新药研发能力突出

方盛制药是一家集制药工业、大健康产业、医疗服务于一体的以创新中药大品种为核心的健康产业集团，构建以创新中药的制药工业为主体，以大健康产业和工商联盟体为两翼的“一体两翼”格局。目前企业核心竞争力优势是“新药研发能力”，公司通过二十多年的努力，现已成长为湖南省医药企业标杆企业之一。

从产品布局上看，目前公司的医药产品涵盖心脑血管类、抗感染类、骨伤类、消化系统类、呼吸系统类、儿科类、妇科类等领域，其中血塞通分散片、藤黄健骨片、金英胶囊、元七骨痛酊、小儿荆杏止咳颗粒等多个产品均拥有国家专利保护。大健康产品主要包括益生元羽衣甘蓝粉、DHA藻油核桃油软糖等保健品。截至2023年末公司拥有《药品注册批件》144个（含已转让未办理完转让手续生产批件），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。

图1: 公司产品矩阵示意图



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

从发展历程上看，公司可划分成4个阶段：

- ◆ **创业初期（2002-2009年）：**2002年公司正式成立，2009年公司完成股份制改造。
- ◆ **扩张阶段（2010-2014年）：**2010年公司启动150万亩工业园建设，再次扩大产业规模。同时公司投资控股湘雅制药。2014年公司于上交所上市，正式进军资本市场。
- ◆ **战略布局阶段（2015-2019年）：**2016年公司收购国家级基因药物工程研究中心（广东暨大）65%股权，同年公司全资收购海南博大，夯实制药板块。此外，公司成立方盛医疗，且携手同系资本投资珂信健康，正式进军医疗服务板块。2017年公司投资佰骏医疗，“一体两翼”战略初步形成。2019年公司全面启动工业大麻项目。
- ◆ **战略升级阶段（2020年至今）：**2020年公司通过成立方盛锐新并投资重庆筱熊猫等公司打造医药工商联盟平台。2021年公司全资收购江西滕王阁药业。2022年公司成立方盛融大、融美、融华等“融系”MAH项目公司，开展中成药、化学仿制药的研发业务。

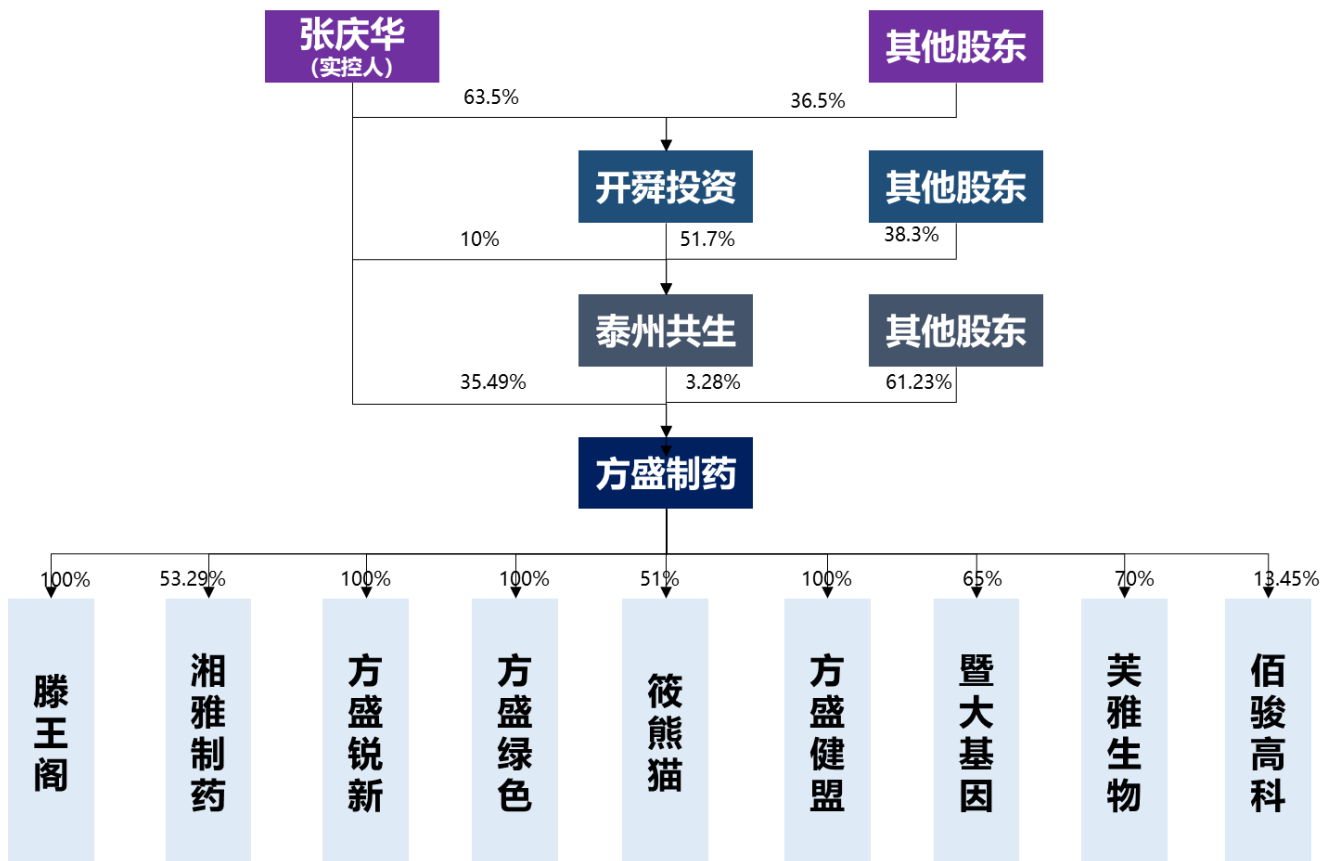
**图2: 公司发展历程示意图**


资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

### 1.2 公司实控人为张庆华先生, 公司拥有六大生产基地

从股东层面上看, 公司的实际控制人为张庆华先生, 张庆华先生直接持有公司 35.49% 股权, 同时通过开舜投资、泰州共生间接持有公司股权。张庆华先生现任公司党委书记、董事长助理, 开舜投资董事长, 葆华环保董事长兼总经理, 碧盛环保执行董事兼总经理, 湖南珂信董事, 夕乐苑董事长。

从子公司分布上看, 目前公司核心的子公司分别为滕王阁、湘雅制药、方盛锐新、方盛绿色、筱熊猫、方盛健盟、暨大基因和芙雅生物。同时, 公司持有佰骏高科 13.45% 股权。目前子公司涉及药品生产、药品销售、生物技术研究与咨询等多项业务。

**图3: 公司股权结构及核心参/控股子公司分布 (截至 2024Q1)**


资料来源: ifind, 信达证券研发中心



从产地分布上看，公司在全国拥有六大生产基地：①长沙拥有 4 大生产基地，分别为母公司（中成药生产基地）、方盛康华（国际医药工业园区）、湘雅制药（产学研基地）、方盛绿色（化学药生产基地）；②南昌布局 1 个生产基地，江西滕王阁为公司的中成药生产基地；③云南布局 1 个生产季度，芙雅生物为公司的工业大麻基地。

图4: 公司全国六大生产基地布局图

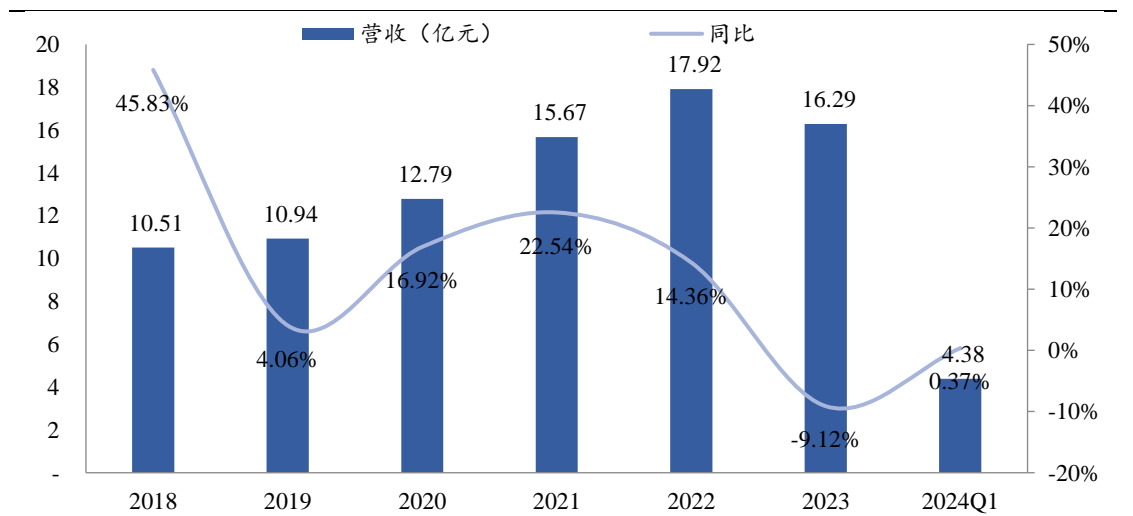


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

### 1.3 近 5 年营收 CAGR 约 16%，近 3 年扣非归母净利率年均提升 1.48 个百分点

在收入方面，2018 年至 2023 年间公司营收复合增速约为 9%。2023 年由于佰骏医疗不再纳入合并报表范围内，且部分产品进入国家集采，故 2023 年营收端短期承压。其中 2022 年业绩实现显著增长，公司实现营业收入 17.92 亿元，同比增长 14.36%。

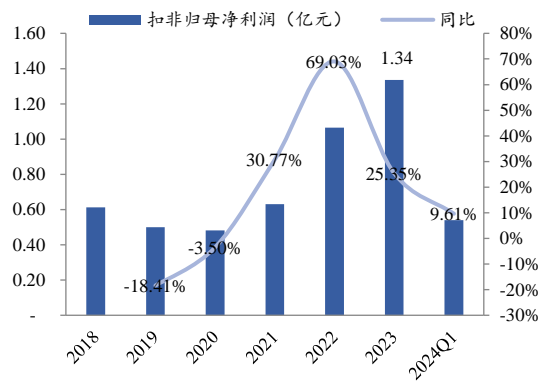
图5: 近年公司营收变动趋势



资料来源：ifind，信达证券研发中心

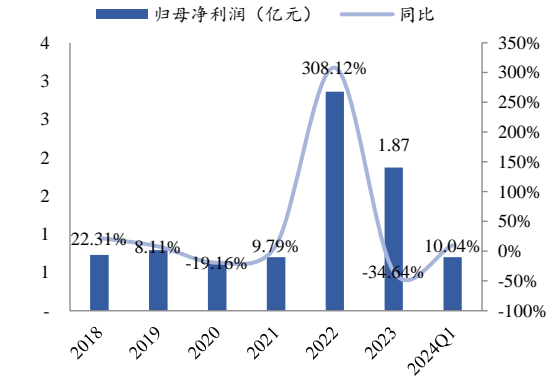
在利润方面，2018-2023 年间公司扣非归母净利润复合增速约 17%，而归母净利润复合增速约 21%。2022 年公司扣非归母净利润同比增长约 69%，主要系 2022 年公司毛利率提升约 3 个百分点，从而使得 2022 年公司扣非归母净利率提升约 1.92 个百分点。同时，2022 年由于公司处置了佰俊高科约 37.55% 股权（2022 年确认投资收益约达 1.66 亿元），同时 2022 年公司获得政府补助较高（2022 年确认其他收益约 0.46 亿元），两项非经常性损益推动归母净利润高速增长。2023 年公司扣非归母净利润持续快速增长，仍保持约 25% 增速。

图6: 近年公司扣非归母净利润变动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

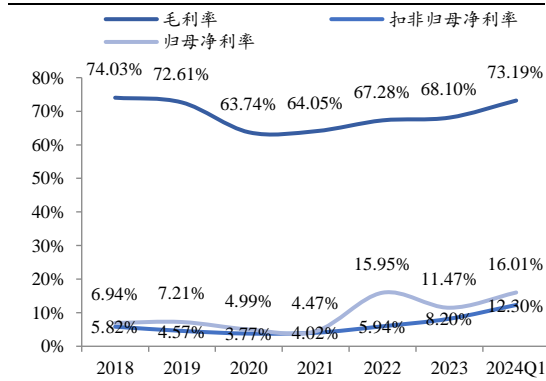
图7: 近年公司归母净利润变动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

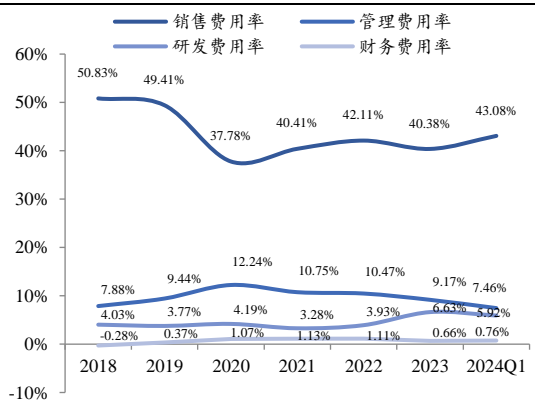
在盈利能力方面，自 2020 年起公司毛利率持续稳健提升，2020-2023 年间公司毛利率平均每年提升 1 个百分点，2024Q1 公司毛利率达 73.19%。同时，2021-2023 年间公司销售费用率维持在 40%-44% 之间波动，管理费用率则呈现稳步下降趋势，而 2023 年公司研发费用率达 6.63%。2020-2023 年间在毛利率持续提升以及管理费用率持续下降的影响下，公司扣非归母净利率从 2020 年的 3.77% 提升至 2023 年的 8.2%，扣非归母净利率年均提升约 1.48 个百分点。

图8: 近年公司盈利能力变动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

图9: 近年公司期间费用率变动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

#### 1.4 2022 年股权激励计划业绩目标超额完成，充分激发管理团队积极性

2022 年公司发布新的股权激励计划，该股权激励计划首次授予的激励对象共计 210 人，包括：1) 公司董事、高级管理人员、公司(含子公司)中层管理人员；2) 核心技术(业务)骨干；3) 公司认为应当激励的对公司经营业绩和未来发展有直接影响的其他员工。从授予的股份数量上看，此次股权激励计划授予激励对象限制性股票 1075.24 万股，占公司股本的 2.79%。从授予价格上看，限制性股票的授予价格为每股 3 元。

从实际达成情况上看，公司 2 年期业绩考核目标均超额完成，具体上：①2022 年营收较 2021 年增长比例为 14.36%，扣非归母净利润(剔除本次、后续及其他股权激励计划产生的股份支付费用影响)较 2021 年增长 88.36%。②2023 年扣非归母净利润(剔除本次、后续及其他股权激励计划产生的股份支付费用影响)较 2021 年的增长比例为 140.81%。

表1: 2022 年股权激励计划基本信息

2022年股权激励方案 基本信息	①授予的限制性股票总计1075.24万股，占股本2.79% ②授予价格为3元/股； ③首次授予的激励对象总人数为210人
业绩考核目标	①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%； ②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%
实际达成情况	①2022年营收较2021年的增长比例为14.36%，扣非归母净利润(剔除本次、后续及其他股权激励计划产生的股份支付费用影响)较2021年增长88.36%； ②2023年扣非归母净利润(剔除本次、后续及其他股权激励计划产生的股份支付费用影响)较2021年的增长比例为140.81%。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

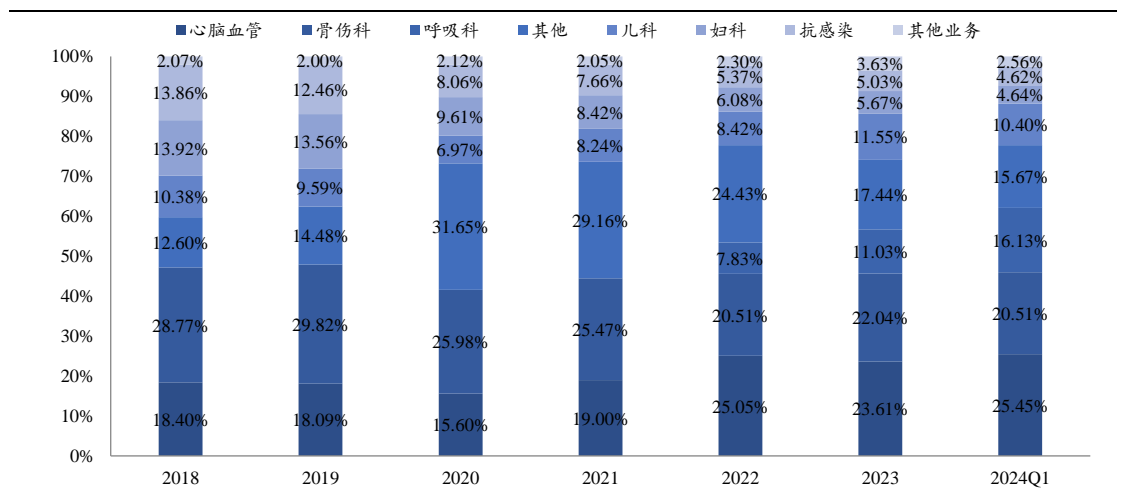
## 二、集采影响出清，“338”战略驱动产品矩阵共同发展

### 2.1 以“338”战略为抓手，布局多疾病治疗领域

公司的核心产品线广泛涉及多个疾病治疗领域，现已成功开发“欣雪安”牌心脑血管科、“金蓓贝”牌儿科、“美尔舒”牌妇科、“方盛堂”牌骨伤科等几大品牌系列产品。具体上看，截至2023年末公司拥有《药品注册批件》144个（含已转让未办理完转让手续生产批件），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。此外，公司推行“338大产品打造计划”，即“公司力争在未来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”。

从收入构成上看，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23.61%、22.04%、11.55%、11.03%、5.67%、5.03%，合计收入占比78.93%。2024年第一季度合计收入占比增至81.77%。目前心脑血管以及骨伤科产品持续为公司盈利贡献主要力量，呼吸科产品从2022年开始成为公司营收的重要组成部分并持续出现显著增长。

图10: 近年公司营业收入构成






资料来源: ifind, 信达证券研发中心

### 2.2 心脑血管产品：集采价格影响减弱，三大核心品种有望放量增长

目前公司心脑血管产品有血塞通分散片、血塞通片、依折麦布片、银杏叶分散片、益脉康片、益脉康分散片、等，其中血塞通分散片、血塞通片及依折麦布片为公司心脑血管主要产品。

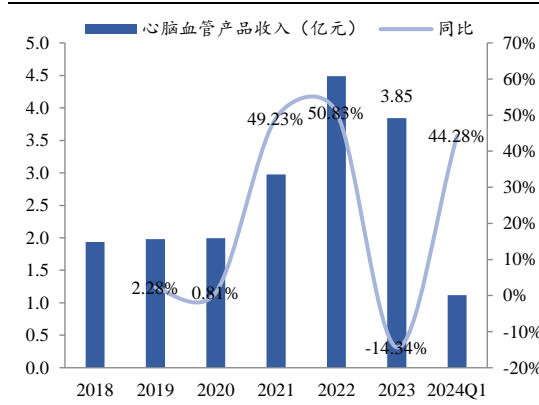
表2: 心脑血管类核心产品信息

产品名称	图示	产品概况	适应症
血塞通分散片		中药处方药；乙类医保；国内共15个批文，14个厂家	活血祛瘀，通脉活络，抑制血小板聚集和增加脑血流量。
血塞通片		中药处方药；乙类医保；国内共17个批文，5个厂家	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。
依折麦布片		化药处方药；乙类医保；国内共12个批文，11个厂家	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）。

资料来源: 公司官网, 公司公告, 药融云, 信达证券研发中心

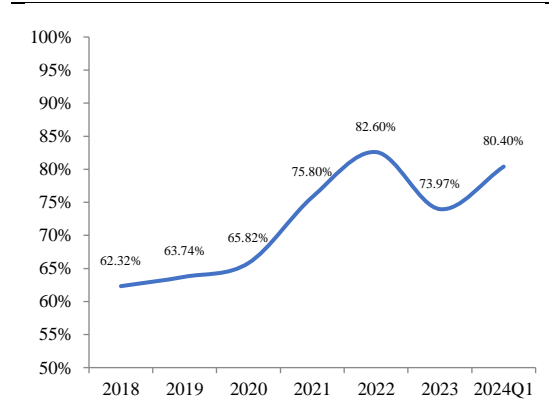
心脑血管产品系公司的核心产品群之一，近 2 年心脑血管类产品收入占总收入均在 23% 以上。从增长趋势上看，2018 年至 2022 年期间心脑血管产品营收复合增速达到 23%，期间其毛利率从 62.32% 提升到 82.60%，增长了 20.28 个百分点。2023 年心脑血管产品的营收及毛利率均有所回落，主要系公司依折麦布片进入集采，销售价格出现较大降幅。由于依折麦布片以价换量，2024Q1 公司心脑血管产品营收同比增长 44.28%。

图11: 近年公司心脑血管类产品营收变动



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

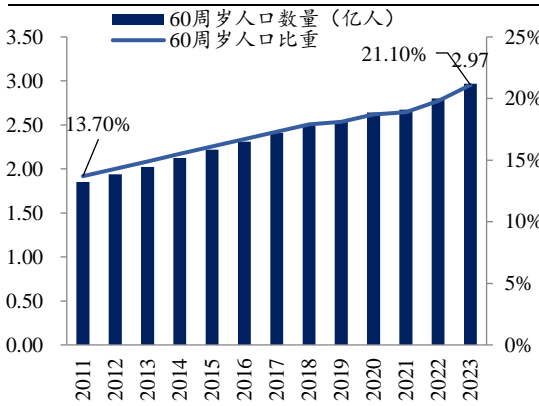
图12: 近年公司心脑血管类产品毛利率变动



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

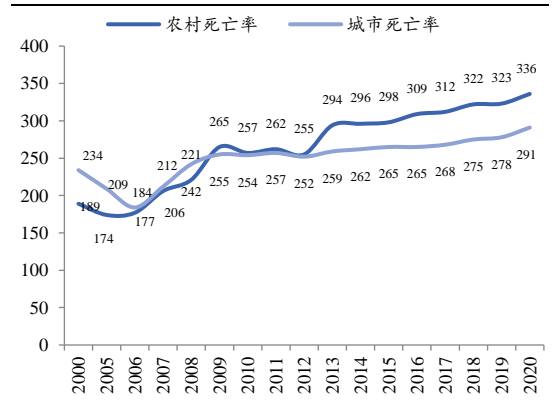
随着过去计划生育政策的影响和预期寿命的提高，中国已逐渐进入老龄化社会。2023 年我国 60 周岁人口比重达 21.1%，60 周岁以上人口数量达 2.97 亿人。同时，根据《中国心血管健康与疾病报告 2022 概要》，我国心血管病人数达到 3.30 亿，同时心血管疾病死亡率存在上升趋势，2020 年心血管疾病农村死亡率为 336 人/10 万人，而城市死亡率为 291 人/10 万人。人口老龄化加速叠加人们饮食结构和生活方式的改变，或将加剧这一趋势。根据卫计委发布的《中国家庭健康大数据报告 (2017)》，高血压、糖尿病等传统意义的老年病，已经开始向年轻群体蔓延。

图13: 近年我国 60 周岁人口变动趋势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

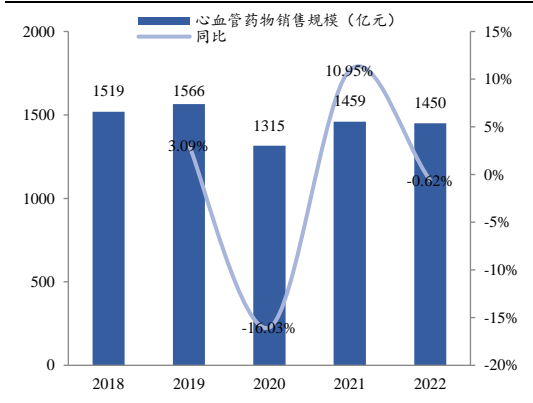
图14: 近年心血管死亡率变动 (单位: 1/10 万)



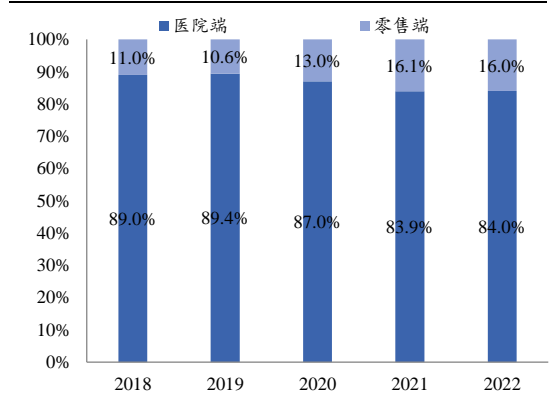
资料来源: 中国心血管健康与疾病报告编写组《中国心血管健康与疾病报告 2022 概要》，信达证券研发中心

中国心血管药物销售额市场规模近年来逐渐趋于稳定，2022 年我国心血管药物销售额基本保持在 1450 亿左右。从销售渠道上看，目前心血管药物销售仍以医院端为主，近年由于零售药店终端分流和渠道下沉基层放量等因素影响下，零售端销售额占比逐年增加，由 2018 年 11.0% 增长至 2022 年 16.0%，销售额也突破 200 亿。



**图15: 近年我国心血管药物市场规模变动**


资料来源: 药融云, 药融咨询, 信达证券研发中心

**图16: 近年心血管药物销售渠道分布**


资料来源: 药融云, 药融咨询, 信达证券研发中心

### ◆ 依折麦布片

依折麦布片主要用于治疗原发性高胆固醇血症。**依折麦布片是全球首个胆固醇吸收抑制剂**, 它通过选择性抑制小肠胆固醇转运蛋白, 有效减少肠道内胆固醇吸收, 降低血浆胆固醇水平以及肝脏胆固醇储量, 临床上主要用于治疗原发性高胆固醇血症。依折麦布也是唯一胆固醇吸收抑制剂, 其联合中低强度他汀, 可以同时抑制胆固醇的吸收和合成, 两种机制互补协同增效, 可减少低密度脂蛋白胆固醇(“坏”胆固醇)50%以上。依折麦布片最早由先灵葆雅研发, 后被默沙东收购, 2002年10月获美国食药监局(FDA)批准上市。2006年4月, 依折麦布片在中国获批上市, 后被纳入国家医保乙类目录。2020年9月方盛制药依折麦布片获批上市, 方盛制药是国内首仿药企。

2022年7月国家组织药品联合采购办公室公布全国第七批集采中选结果, 依折麦布片共有4个厂家中选, 分别为方盛制药、福元医药、Sandoz Inc. 和圣华曦药业, 从中选的单片价格上看, 方盛制药价格相对便宜, 其中选单片价格约为1.16元/片, 同时其首年拟采购数量为2500.37万片。

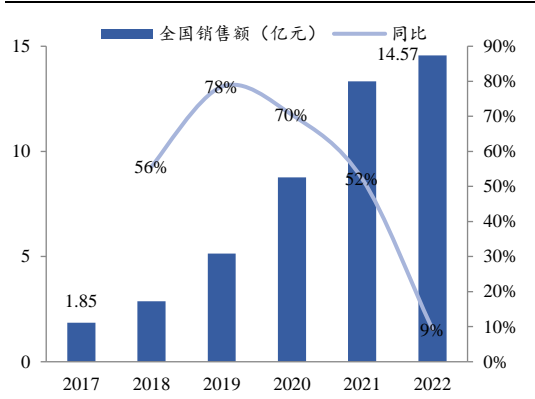
**表3: 2022年依折麦布片全国第七批集采中选结果**

厂家	规格	中选价格 (元/盒)	单片价格 (元/片)	首年拟采购数量 (万片)	供应省份
方盛制药	10mg*15片/板*1板/盒	17.36	1.16	2,500.37	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
福元医药	10mg*10片/板*1板/盒	13.32	1.33	1,617.76	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
Sandoz Inc.	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)
圣华曦药业	10mg*10片/板,2板/盒	29.2	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

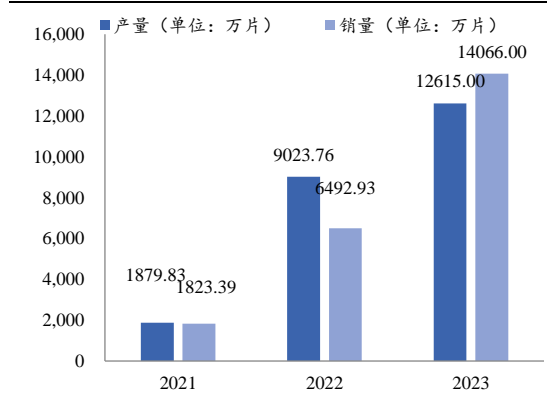
资料来源: 上海阳光医药采购网, 公司公告, 福元医药公司公告, 信达证券研发中心

从市场规模上看, 2022年依折麦布片全国销售额约14.57亿元, 其中等级医院端的销售额为11.26亿元, 零售端销售额为3.31亿元。2017-2022年全国依折麦布片销售额CAGR约51%。从公司的销量上看, 2021年至2023年间公司依折麦布片销量复合增速达178%。2023年, 依折麦布片销量约达1.4亿片, 同比增长116.64%。目前, 随着依折麦布片集采覆盖范围增加, 且公司持续的学术推广, 2024Q1公司依折麦布片实现销售收入约6700万元, 同比增长约115%。



**图17: 近年全国依折麦布片销售额变动**


资料来源: 中康开思系统, 信达证券研发中心

**图18: 近年公司依折麦布片产销量变动**


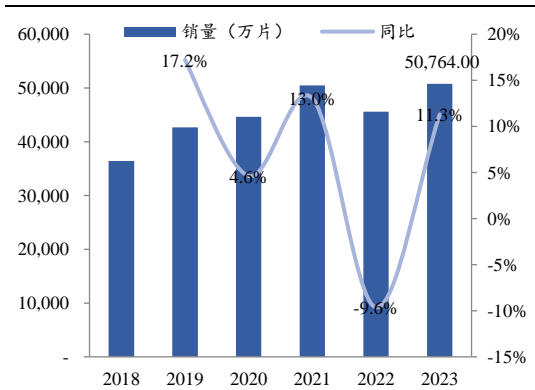
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

### ◆ 血塞通分散片&血塞通片

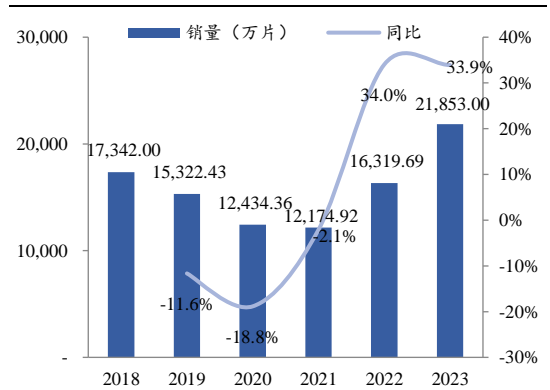
**血塞通分散片和血塞通片两者的区别主要是在于制药工艺上，而其有效成分基本一致。**血塞通片是普通的片剂，服用后在胃里逐渐溶解、吸收，起效时间相对较慢，但药效稳定持久。而血塞通分散片则是一种特殊剂型，遇水后能迅速崩解成均匀的混悬液，起效较快。血塞通分散片和血塞通片两者的主要成分都是三七总皂苷，都可用于活血祛瘀，通脉活络，用于脑络於阻，中风偏瘫，心脉瘀阻，胸痹心痛，脑血管病的后遗症，冠心病心绞痛属于上述证候者。

**血塞通分散片是中药处方药，且纳入国家乙类医保。**目前国内血塞通分散片共有 15 个批文，对应 14 个厂家。2018-2023 年间公司血塞通分散片的销量 CAGR 约 7%，2023 年公司血塞通分散片的销量约达 5.08 亿片。此外，2023 年血塞通分散片的中标价格为 4.36 元/盒。假设以 1 盒 20 片的规格推算，则公司血塞通分散片单片价格约 0.22 元，2023 年公司血塞通分散片销量约 5.08 亿片，我们推算 2023 年公司血塞通分散片收入约 1.11 亿元。

**血塞通片是中药处方药，且纳入国家乙类医保。**目前公司血塞通片的批文系由控股子公司湘雅制药持有，国内血塞通片共有 17 个批文，对应 5 个厂家。2018-2023 年间公司血塞通分散片的销量 CAGR 约 5%，2023 年公司血塞通片的销量约达 2.19 亿片。此外，2023 年血塞通片的中标价格为 8.38-9.52 元/盒。假设以 1 盒 20 片的规格推算，同时假设 1 盒均价约 8.95 元/盒，则公司血塞通片单片价格约 0.45 元，2023 年公司血塞通分散片销量约 2.19 亿片，我们推算 2023 年公司血塞通片收入约 0.98 亿元。

**图19: 近年血塞通分散片销量变动**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图20: 近年血塞通片销量变动**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

### 2.3 骨伤科产品：藤黄健骨片有望触底反弹，玄七健骨片或可贡献新增量

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嗪咪美辛胶囊、复方独活咪美辛胶囊、龙血竭散（全国医保产品、独家剂型）等多款骨伤科药品。其中，藤黄健骨片属于骨性关节炎中成药，为全国独家剂型、国家医保目录品种，产品疗效优势明显。中药 1.1 类创新药玄七健骨片已纳入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2022 年版）》，且入选卫健委制定的《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。

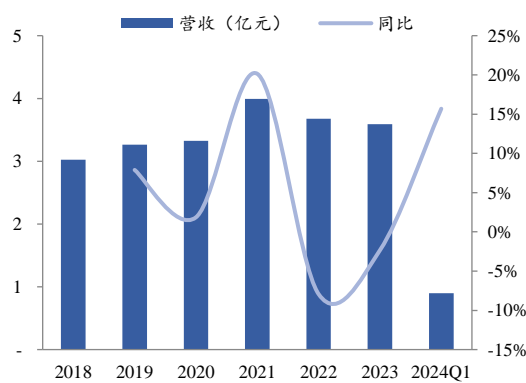
表4: 骨伤科核心产品信息

产品名称	图示	产品概况	主要适应症
藤黄健骨片		中药处方药；乙类医保；独家品种，发明专利期 2014/4/1 至 2034/3/31	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		中药处方药；乙类医保；独家品种，发明专利期 2005/7/15 至 2025/7/15	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，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		中药处方药；乙类医保；独家品种	舒筋活血，散瘀止痛。
龙血竭散		中药 OTC；乙类医保；独家品种	活血散瘀，定痛止血，敛疮生肌。用于跌打损伤，瘀血作痛。

资料来源：公司公告，药融云，信达证券研发中心

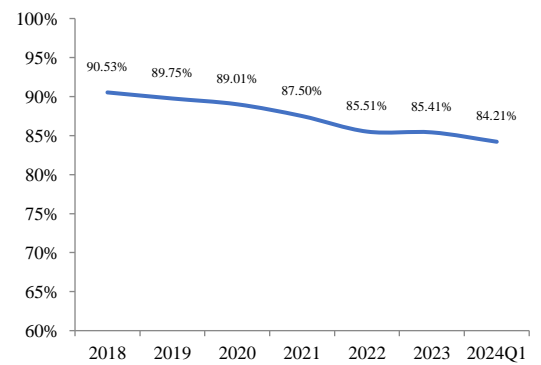
2023 年骨伤类产品收入占比达 22%，2018-2023 年间骨伤类产品营收 CAGR 约 3%，2023 年骨伤类产品营收接近 3.59 亿元，同比下降 2.34%，主要由于核心产品藤黄健骨片进入国家集采。2024Q1 骨伤类产品营收达到约 0.9 亿元，同比增长 15.69%，增长势头强劲，主要系玄七健骨片等产品销售情况良好。从毛利率上看，近年受集采影响，骨伤类产品毛利率略有下滑，2024Q1 骨伤类产品毛利率为 84.21%。

图21: 近年公司骨伤科产品营收变动



资料来源：ifind，信达证券研发中心

图22: 近年公司骨伤科产品毛利率变动



资料来源：ifind，信达证券研发中心

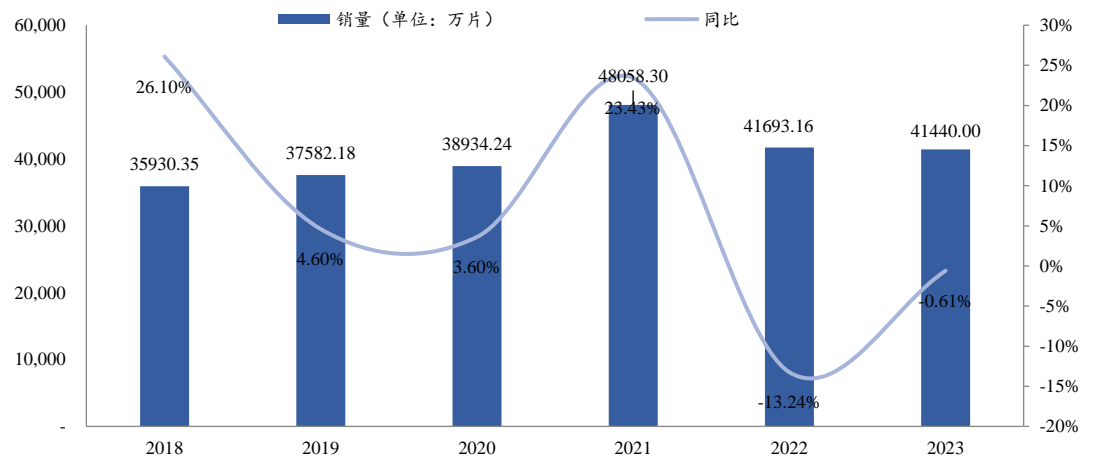
### ◆ 藤黄健骨片

藤黄健骨片以“肾主骨”和“治肾亦即治骨”为理论基础，主要成分有熟地黄、鹿衔草、骨碎补（烫）、肉苁蓉、淫羊藿、鸡血藤、莱菔子（炒），用于治疗以骨关节炎为主的关节肿胀、疼痛、僵硬、活动功能受限等症，为独家片剂，被纳入医保乙类。

从成分功效上看，藤黄健骨片方中熟地黄为君药，起大补肝肾、益精填髓之效；骨碎补、鹿衔草、淫羊藿、肉苁蓉为臣药，起强筋健骨、补益肝肾之效；鸡血藤为佐药，活血通络、补骨止痛；莱菔子为使药，防补滋腻，诸药共奏活血止痛、补益肝肾之功效。

2023年6月全国中成药集采结果公布，公司藤黄健骨片被纳入国家集采范围，中选价格为20.46元/盒（降幅为42%）。从销售额上看，2023年藤黄健骨片销售收入约2.66亿元（-10%），2024Q1藤黄健骨片销售收入约5400万元（yoy-12%）。从销售量上看，2023年藤黄健骨片销量约4.14亿片（yoy-0.61%），2024Q1藤黄健骨片销量增长约16%。

图23: 藤黄健骨片近年销量及变化趋势





资料来源: ifind, 信达证券研发中心

## 2.4 呼吸科：强力枇杷膏（蜜炼）为公司独家品种

公司呼吸科主要产品包括强力枇杷膏（蜜炼）、强力枇杷露等中药产品，用于治疗支气管炎咳嗽等症状。其中强力枇杷膏（蜜炼）为全国独家品种、中药保护品种，生产工艺已取得国家发明专利，是子公司滕王阁药业的核心产品。

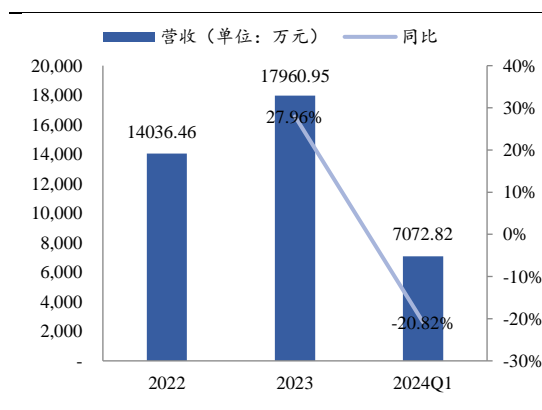
表5: 呼吸科核心产品信息

产品名称	图示	注册分类	主要适应症
强力枇杷膏(蜜炼)		中药 OTC, 国家医保甲类品种、国家基药、全国独家剂型	养阴敛肺, 止咳祛痰。用于支气管炎咳嗽。
强力枇杷露		中药 OTC, 国家医保甲类品种、国家基药、全国 122 张药品批文	养阴敛肺, 止咳祛痰。用于支气管炎咳嗽。

资料来源：公司官网，公司公告，药融云，信达证券研发中心

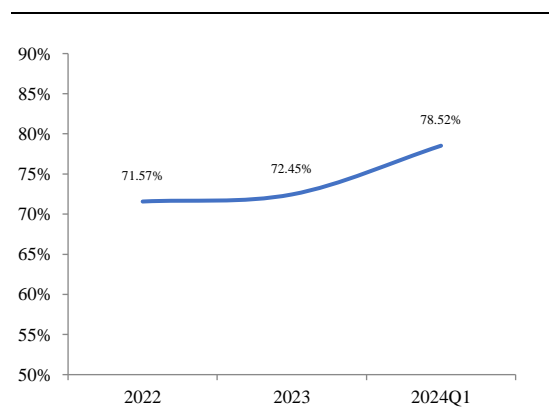
2021 年公司全资收购滕王阁药业后，呼吸科产品自 2022 年起开始为营收贡献重要力量，并呈现逐年增长趋势，呼吸科产品毛利率持续高于公司整体毛利率。2024 年第一季度营收同比下降 20.82%，主要系受限于强力枇杷膏（蜜炼）、强力枇杷露主要原材料到货时间问题。

图24: 近年公司呼吸科产品营收变动



资料来源：ifind，信达证券研发中心

图25: 近年公司呼吸科产品毛利率变动





资料来源：ifind，信达证券研发中心

## 2.5 儿科：中药创新药小儿荆杏止咳颗粒为潜力品种

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。其中，小儿荆杏止咳颗粒为中药创新药，上市后小儿荆杏止咳颗粒销售业绩持续提升。2023 年末小儿荆杏止咳颗粒新增成人适应症研究，现正处于二期临床试验中。

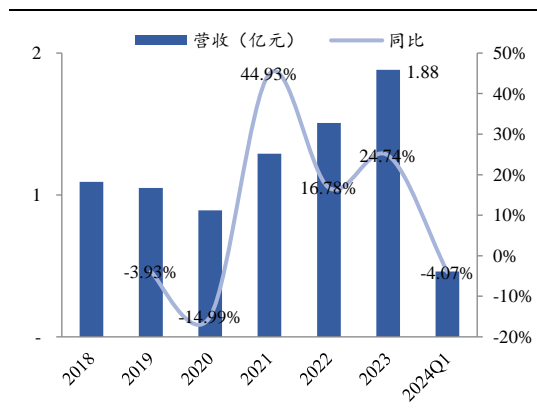
表6: 儿科核心产品信息

产品名称	图示	产品概况	主要适应症
赖氨酸维 B12 颗粒		化药处方药，非医保品种，国内 3 张批文（对应 3 个厂家）	本品能加速儿童生长发育、增进食欲。
小儿荆杏止咳颗粒		中药处方药，国家乙类医保，独家品种	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。

资料来源：公司官网，公司公告，药融云，信达证券研发中心

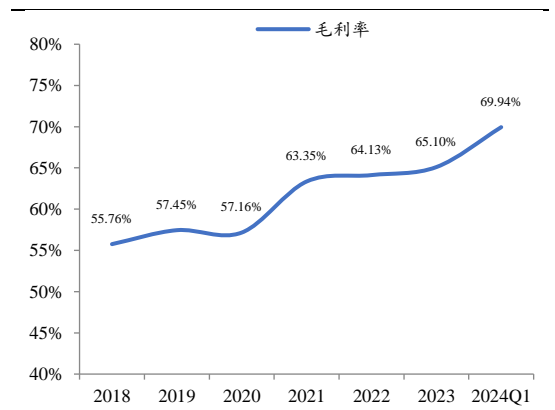
近年公司儿科类产品发展势头强劲：自 2020 年到 2023 年，营业收入呈现稳健增长，营收复合增速约为 28%；2024 年第一季度，营收达到 4,560.90 万元，同比下降 4.07%。从毛利率上看，儿科产品毛利率持续攀升，2023 年度和 2024 年第一季度毛利率分别为 65.10%和 69.94%。

图26: 近年公司儿科产品营收变动



资料来源：ifind，信达证券研发中心

图27: 近年公司儿科产品毛利率变动



资料来源：ifind，信达证券研发中心

### 三、创新管线渐入兑现期，公司或可乘风而上

#### 3.1 玄七健骨片：1.1 类中药新药，有望凭借医保继续放量

玄七健骨片的主要药材成分有延胡索、全蝎、三七、菝葜、牛膝、熟地黄、黄芪、白芍、千斤拔、僵蚕和甘草等。从功能主治上看，玄七健骨片可活血舒筋，通脉止痛，补肾健骨。其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，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。

##### ◆ 玄七健骨片治疗机制分析

玄七健骨片以**延胡索、全蝎为君**，活血舒筋、通脉止痛。延胡索味辛、苦，性温，活血散瘀、理气止痛，“延胡索，能行血中气滞，气中血滞”（《本草纲目》）。全蝎咸辛，有毒，能祛风、止痉、通络、解毒、散结、止痛，有“穿筋透骨，逐湿除风”（《玉楸药解》）之功，张寿颐言“其能治风者，盖亦以善于走窜之故，则风淫可祛，而湿痹可利”（《本草正义》）。

**三七**止血散瘀、消肿定痛，能“和营止血，通脉行瘀，行瘀血而敛新血”（《玉楸药解》）。**菝葜**解毒消痛、祛风利湿。**牛膝**能活血祛瘀、补肝肾、强筋骨。《本草经疏》有“牛膝主寒湿痿痹，四肢拘挛，膝痛不可屈”。《医学衷中参西录》有“牛膝善引气血下注，是以用药欲其下行者，恒以之为引经”。**上三药为臣**，以活血祛瘀、消肿止痛、补益肝肾。以牛膝引诸药下行，直达病处，以增强本方的治疗力量。

**熟地黄**甘、微温，滋阴补血、滋肾养肝，《本草从新》言其“滋肾水，封填骨髓，利血脉……一切肝肾阴亏，虚损百病，为壮水之主药”。**黄芪**性味甘、微温，功能补气固表、托毒生肌、利水退肿。《日华子本草》有“黄芪助气，壮筋骨，长肉补血”。本方以甘温补血之熟地黄、补气之黄芪共用起补气养血之功，再用以酸收之**白芍**缓急止痛，共佐君药发挥活血舒筋、通脉止痛之功效。**千斤拔**甘辛、温，能祛风利湿、消瘀解毒；**僵蚕**苦辛、凉，功效祛风解痉、化痰散结、清热解毒、清热燥湿。二者合用，以祛风利湿、消瘀通络，为**佐药**。**甘草**缓急止痛，调和诸药，为**佐使药**。诸药共奏**活血舒筋、通脉止痛、补肾健骨之功**，与病机契合。

##### ◆ 玄七健骨片相关临床价值分析

玄七健骨片III期临床试验采用平行分组随机双盲，原计划国内入组480人，实际入组476人。受试者年龄在38岁(最小年龄)至70岁(最大年龄)，同时覆盖男性和女性受试者。在试验分组方面，针对试验组采用金古乐片，口服，一天三次，每次1.8g，连续用药4周。而对照组则采用古乐片模拟剂，古乐片，口服，一天三次，每次1.8g，连续用药4周。

表7: 玄七健骨片临床方案设计

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
受试者信息	38岁(最小年龄)至70岁(最大年龄)；男+女

资料来源：CDE，信达证券研发中心

注：①金古乐片即玄七健骨片；②WOMAC评分指西安大略和麦克马斯特大学骨关节炎指数评分。

根据严可等《玄七健骨片治疗膝骨关节炎筋脉瘀滞证III期临床研究》论文指出试验组（即使用玄七健骨片）临床控制率为24.86%（86/346），愈显率为50.00%（173/346），总有效率为89.60%（310/346），对照组临床控制率为0.00%（0/120），愈显率为4.17%（5/120），总有效率为29.17%（35/120），2组比较差异有统计学意义（P=0.000）。即玄七健骨片治疗KOA筋脉瘀滞证安全有效，其特点在于对患者疾病相关症状



体征的改善作用。

**表8: KOA 筋脉瘀滞证患者中医证候疗效比较 [单位: 例 (%)]**

组别	例数	临床控制	显效	有效	无效
试验组	346	86 (24.86)	87 (25.14)	137 (39.60)	36 (10.40)
对照组	120	0 (0.00)	5 (4.17)	30 (25.00)	85 (70.83)

资料来源: 严可等《玄七健骨片治疗膝骨关节炎筋脉瘀滞证III期临床研究》, 信达证券研发中心

注: “临床控制”指 WOMAC 疼痛评分、中医症状积分改善均 $\geq 95\%$ ; “显效”指 WOMAC 疼痛评分改善、中医症状积分改善均 $\geq 70\%$ 、 $< 95\%$ ; “有效”指 WOMAC 疼痛评分改善、中医症状积分改善 $\geq 30\%$ 、 $< 70\%$ ; “无效”指 WOMAC 疼痛评分改善、中医症状积分改善均低于 30%, 或病情加重。

从患者疼痛消失对照上看, 试验组治疗后 107 例患者疼痛消失 (消失率为 30.92%), 对照组疼痛消失 1 例 (消失率为 0.83%), 试验组疼痛消失率高于对照组 ( $P < 0.05$ )。

**表9: KOA 筋脉瘀滞证患者疼痛消失率比较 [单位: 例 (%)]**

组别	例数	未消失	消失
试验组	346	239 (69.08) *	107 (30.92) *
对照组	120	119 (99.17)	1 (0.83)

资料来源: 严可等《玄七健骨片治疗膝骨关节炎筋脉瘀滞证III期临床研究》, 信达证券研发中心

注: 与对照组比较, \* $P < 0.05$

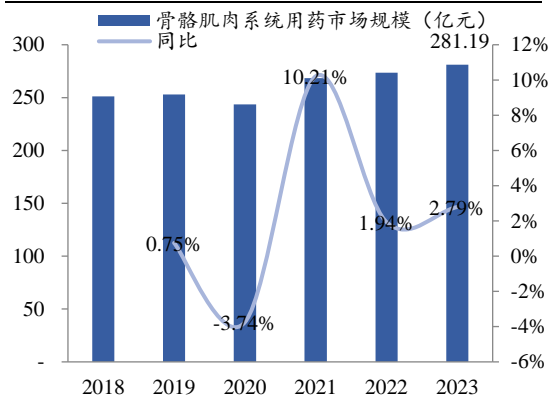
#### ◆ 玄七健骨片产品资质和特性

2021 年 11 月玄七健骨片经国家药监局批准注册, 玄七健骨片的研发上市历经十多年, 是近几年骨科为数不多的 1.1 类中药新药。从产品属性上看, 玄七健骨片为中药处方药, 同时属于国家医保谈判品种 (乙类)。根据《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录 (2023 年)》, 玄七健骨片已被纳入国家医保目录协议期内谈判药品部分, 医保支付标准为 3.10 元 (0.45g (相当于饮片 2.83g) / 片), 协议有效期为 2023 年 3 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日。

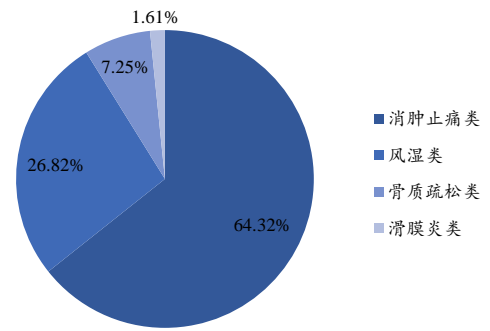
**藤黄健骨片与玄七健骨片的区别:** ①藤黄健骨片适用于补肾, 活血, 止痛。用于肥大性脊椎炎, 颈椎病, 跟骨刺, 增生性关节炎, 大骨节病; 玄七健骨片适用于轻中度膝骨关节炎中医辨证属筋脉瘀滞证的症状改善, 症见膝关节局部疼痛, 活动不利, 局部肿胀、压痛、痛有定处、僵硬、活动受限, 舌质暗红或有瘀斑, 苔薄或薄白, 脉滑或弦。②藤黄健骨片适应症主要为肝肾亏虚引起的退行性骨关节病, 全身性骨关节, 侧重于补肾健骨; 玄七健骨片适应症明确为膝骨关节炎 (筋脉瘀滞证), 侧重于通络止痛。

#### ◆ 玄七健骨片前景展望

根据米内网数据, 2018-2023 年间医院端骨骼肌肉系统用药市场销售额复合增速约 2%, 2023 年院端骨骼肌肉系统用药销售额约达 281 亿元。从结构上看, 骨骼肌肉系统用药市场中仍以消肿止痛类为主, 2023 年消肿止痛类用药的占比约 64%, 而风湿类用药占比约 27%, 其次是骨质疏松类用药 (占比约 7%), 滑膜炎类用药占比约 1%。

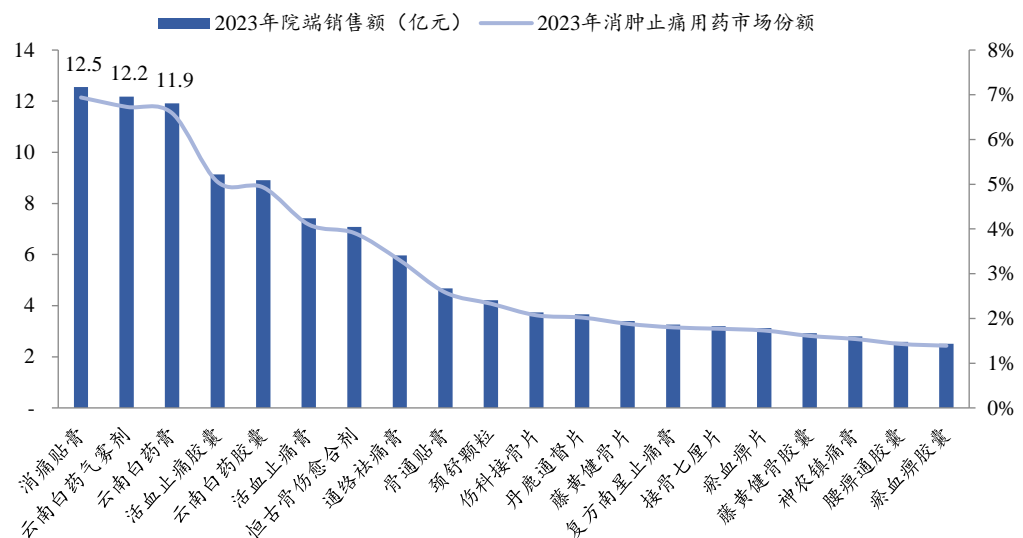
**图28: 近年院端骨科市场规模变动趋势**


资料来源: E 药邦公众号, 米内网, 信达证券研发中心

**图29: 2023 年骨科用药市场细分领域构成**


资料来源: E 药邦公众号, 米内网, 信达证券研发中心

2023 年院端消肿止痛用药市场销售额超 10 亿的品种有消肿贴膏 (12.5 亿元)、云南白药气雾剂 (12.2 亿元) 以及云南白药膏 (11.9 亿元)。其中, 属于片剂的产品有伤科接骨片 (3.7 亿元)、丹鹿通督片 (3.7 亿元)、藤黄健骨片 (3.4 亿元) 和接骨七厘片 (3.2 亿元)。

**图30: 2023 年院端消肿止痛用药 TOP20 销售额及市占率情况**


资料来源: E 药邦公众号, 米内网, 信达证券研发中心

**2023 年玄七健骨片销量约为 1231 万片, 实现营收 3200 万元左右。2024 年第一季度, 玄七健骨片销售收入约 2,100 万元, 同比上年第一季度增长约 850%。**从终端覆盖上看, 2023 年玄七健骨片覆盖等级医院已近 500 家, 2024Q1 玄七健骨片新增覆盖等级医院约 90 家、基层医院约 50 家。我们认为, 随着终端覆盖率的提升, 叠加玄七健骨片临床价值逐步被医生所认可, 后续玄七健骨片仍存较大成长空间。

### 3.2 小儿荆杏止咳颗粒：儿科创新药发展势头良好，前景广阔

小儿荆杏止咳颗粒是一款中药创新药，由荆芥、矮地茶、蜜麻黄、苦杏仁、黄芩、前胡、法半夏、浮石、蝉蜕、陈皮、紫草和甘草等12种中药材组成。在功能主治方面，其可疏风散寒，宣肺清热，祛痰止咳；主要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、发热等症。小儿急性支气管炎属于中医“外感咳嗽”范畴，是中医儿科常见、多发病证。由于小儿生理病理特点，外感风寒之证易转化成风寒化热即风寒束肺兼肺经郁热之证。治疗外感咳嗽，除应注意辨别风寒、风热、风燥外，还应注意兼扶证的辨证论治。目前治疗此证的中药复方制剂尚不多见，而小儿荆杏止咳颗粒是专门治疗小儿外感咳嗽（急性支气管炎）风寒化热证的中药六类新药，从而满足临床应用的需求。

#### ◆ 小儿荆杏止咳颗粒治疗机制分析

小儿荆杏止咳颗粒的处方来源于湖南中医学院第一附属医院儿科主任欧正武教授治疗小儿外感咳嗽的经验方，临床应用数十年，由荆芥、矮地茶、蜜麻黄、苦杏仁、黄芩、前胡、法半夏、浮石、蝉蜕、陈皮、紫草、甘草组成，组方配伍合理，兼顾小儿生理病理特点，共奏疏风散寒，宣肺清热，祛痰止咳之效。其主要适应于小儿外感咳嗽（急性支气管炎）风寒化热证。

#### ◆ 小儿荆杏止咳颗粒相关临床价值分析

根据韩新民等《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》的临床数据表明，使用小儿荆杏止咳颗粒治疗小儿外感咳嗽（急性支气管炎）风寒化热证，对于其综合疗效、中医证候疗效等方面，试验组相比对照组疗效确切。相同的治疗时间内试验组比对照组综合疗效、中医证候疗效愈显率和总有效率更高。

图31: 小儿荆杏止咳颗粒临床3期疗效综合评价结果

受试者疾病疗效综合评价【单位：例（%）】							
组别	n	临床痊愈	显效	有效	无效	愈显率	总有效率
对照组	118	1(0.85)	9(7.63)	22(18.64)	86(72.88)	10(8.48)	32(27.12)
试验组	350	100(28.57)	119(34.00)	88(25.14)	43(12.29)	219(62.57)*	307(87.71)*

注：与对照组比较，\* $\chi^2=103.349, 162.289, P<0.05$ 。

中医证候疗效综合评价【单位：例（%）】							
组别	n	临床痊愈	显效	有效	无效	愈显率	总有效率
对照组	118	1(0.85)	9(7.63)	24(20.34)	84(71.19)	10(8.48)	34(28.81)
试验组	350	107(30.57)	116(33.14)	84(24.00)	43(12.29)	223(63.71)*	307(87.71)*

注：与对照组比较，\* $\chi^2=107.715, 154.839, P<0.05$ 。

资料来源：韩新民等《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》，信达证券研发中心

注：“临床痊愈”指咳嗽、咯痰及肺部体征消失，体温恢复正常，其他临床症状基本消失，积分减少 $\geq 95\%$ 。“显效”指咳嗽、咯痰及肺部体征明显好转，体温恢复正常，其他临床症状基本消失或好转，积分减少70%-94%。“有效”指咳嗽、咯痰及肺部体征好转，其他临床症状基本消失或好转，积分减少30%-69%。“无效”指咳嗽、咯痰及肺部体征无明显变化或加重，其他临床症状多无改善或加重，积分减少 $< 30\%$ 。

从主要临床症状（咳嗽、肺部体征、咳痰）缓解效果上看，小儿荆杏止咳颗粒在主要临床症状方面，诸如咳嗽、肺部体征、咳痰三项症状恢复上，其在改善率上试验组明显优于对照组。

图32: 小儿荆杏止咳颗粒对中医证候相关症状改善情况

组别	咳嗽					咯痰		
	n	消失	减轻	不变	加重	n	消失	不变
对照组	118	7(5.93)	34(28.81)	71(60.17)	6(5.08)	101	22(21.78)	79(78.22)
试验组	350	146(41.71) <sup>a</sup>	161(46.00)	39(11.14)	4(1.14)	307	213(69.38) <sup>b</sup>	94(30.62)

组别	流涕			咽部痒痛			咽红		
	n	消失	不变	n	消失	不变	n	消失	不变
对照组	75	34(45.33)	41(54.67)	64	36(56.25)	28(43.75)	94	12(12.77)	82(87.23)
试验组	230	191(83.04) <sup>b</sup>	39(16.96)	194	168(86.60) <sup>b</sup>	26(13.40)	280	174(62.14) <sup>b</sup>	106(37.86)

组别	发热			恶风恶寒			头痛		
	n	消失	不变	n	消失	不变	n	消失	不变
对照组	26	24(92.31)	2(7.69)	14	10(71.43)	4(28.57)	12	10(83.33)	2(16.67)
试验组	78	72(92.31)	6(7.69)	43	39(90.70)	4(9.30)	48	46(95.83)	2(4.17)

组别	口渴			纳差			精神萎靡		
	n	消失	不变	n	消失	不变	n	消失	不变
对照组	48	33(68.75)	15(31.25)	66	20(30.30)	46(69.70)	28	15(53.57)	13(46.43)
试验组	126	115(91.27) <sup>b</sup>	11(8.73)	213	170(79.81) <sup>b</sup>	43(20.19)	82	79(96.34) <sup>b</sup>	3(3.66)

组别	咽痛			痰黄			舌红		
	n	消失	不变	n	消失	不变	n	消失	不变
对照组	56	15(26.79)	41(73.21)	32	12(37.50)	20(62.50)	100	23(23.00)	77(77.00)
试验组	177	149(84.18) <sup>b</sup>	28(15.82)	106	86(81.13) <sup>b</sup>	20(18.87)	298	217(72.82) <sup>b</sup>	81(27.18)

注:与对照组比较,<sup>a</sup> $z=10.77$ ,<sup>b</sup> $\chi^2=8.39,41.57,26.78,68.63,13.87,56.85,30.72,67.23,22.73,77.63,P<0.05$ 。

资料来源:韩新民等《小儿荆杏止咳颗粒治疗小儿急性支气管炎风寒热证的随机、双盲、平行对照、多中心临床研究》,信达证券研发中心

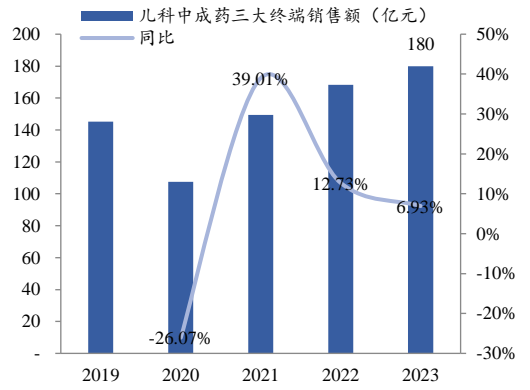
#### ◆ 小儿荆杏止咳颗粒产品资质和特性

2019年12月小儿荆杏止咳颗粒获批上市,其为中药6.1类新药,公司拥有专利期为2007/6/19至2027/6/18。从产品属性上看,小儿荆杏止咳颗粒目前为中药处方药,2020年小儿荆杏止咳颗粒“纳入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》(2020年版)。支付标准为10.98元【5g,(相当于饮片18.33g袋)】。

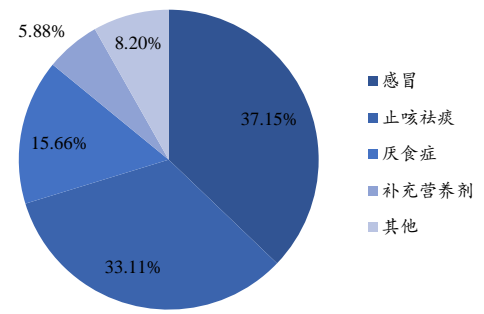
#### ◆ 小儿荆杏止咳颗粒前景展望

儿科中成药类别包括儿科止咳祛痰用药、儿科感冒用药、儿科厌食症用药和其他类别(止泻惊风营养剂等),其中儿童感冒用药和儿童止咳祛痰药是儿童呼吸系统常用药物类别,也是公司小儿荆杏止咳颗粒的核心市场。据米内网数据,儿科中成药2023年在我国三大终端六大市场(城市公立医院和县级公立医院、城市社区中心和乡镇卫生院、城市实体药店和网上药店)合计销售规模超过180亿元。

从细分类别上看,儿科中成药应用领域主要集中在呼吸系统疾病领域,儿科感冒用药占比37.15%、儿科止咳祛痰用药占比33.11%,二者合计市场份额超70%;儿科厌食症用药、儿科补充营养剂用药、儿科止泻药三者合计市场份额超24%。

**图33: 近年儿科中成药三大终端销售额变动**


资料来源: 药店经理人公众号, 米内网公众号, 信达证券研发中心

**图34: 近年儿科中成药细分领域构成**


资料来源: 药店经理人公众号, 米内网公众号, 信达证券研发中心

从销售大单品上看, 儿科中成药品牌 TOP20 中, 济川药业集团的小儿豉翘清热颗粒自 2013 年以来持续位列第一, 2023 年销售额超过 19 亿元; 贵州三力制药的开喉剑喷雾剂(儿童型)位列第二, 销售额接近 10 亿元; 康缘药业的金振口服液、湖南汉森制药的四磨汤口服液、鲁南厚普制药的小儿消积止咳口服液分别位列第三、第四、第五。

2023 年, 小儿荆杏止咳颗粒销售量首次超过生产量, 约 632 万袋, 同比增长 13.74%。公司 2024 年第一季度经营数据显示, 小儿荆杏止咳颗粒新增覆盖等级医院约 40 家、基层医院约 40 家, 实现销售收入约 2,200 万元, 同比增长超 230%, 市场成绩表现亮眼。

**表10: 小儿荆杏止咳颗粒产销量变动趋势**

年份	产量 (单位: 万袋)	销量 (单位: 万袋)
2022	612.90	555.66
2023	626.00	632.00

资料来源: ifind, 信达证券研发中心



### 3.3 “1+N”模式的大研发体系，创新中药研发为核心竞争力

公司从创始之初就规划将研发能力打造成企业核心竞争力，大研发体系框架构想为“1+N”模式，旨在整合顶尖新药研发资源优势，实现化药、中药、生物药三大领域共同发展。截至2023年末公司拥有《药品注册批件》144个（含已转让未办理完转让手续生产批件），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。

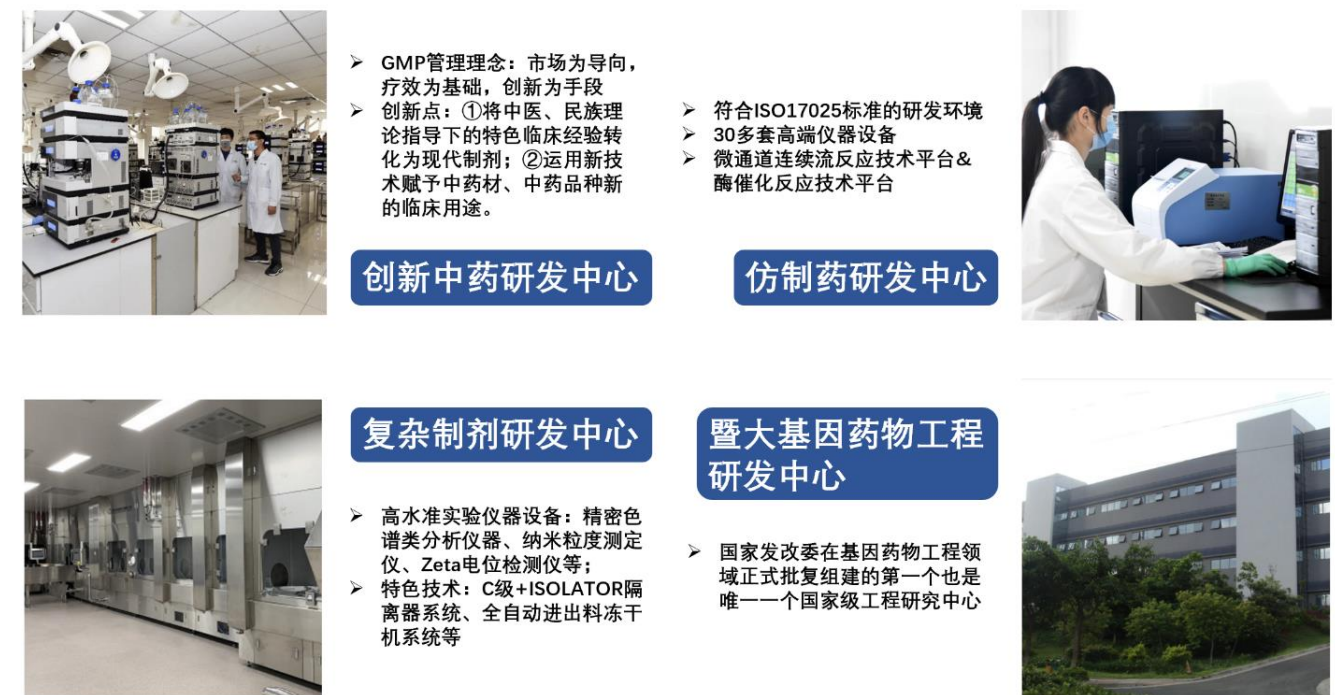
图35: 公司创新科研成果



资料来源: 公司官网, 公司公告, 信达证券研发中心

公司总部集团以本部研发中心为主体，成立创新研究院负责统筹方盛集团所有研发业务，现已建立了多个高规格的研发平台：创新中药研发中心、仿制药研发中心、复杂制剂研发中心、暨大基因药物工程研究中心，创新中药致力于研发“同类更优”和“同类最佳”，具有市场竞争力的产品。

图36: 公司四大研发中心



资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心



从在研管线方面看：①截至 2023 年末，诺丽通颗粒正在进行长毒试验。公司全资子公司方盛健盟于 2023 年 1 月向国家药监局提交诺丽通颗粒上市许可申请并获得受理，因诺丽通颗粒需进一步完善长毒试验申报材料，故方盛健盟向国家药监局提交了撤回诺丽通颗粒药品注册申请。2023 年 11 月方盛健盟收到国家药监局同意撤回注册申请的《药品注册申请终止通知书》，目前诺丽通颗粒正在进行长毒试验，完成试验后公司将再次启动诺丽通颗粒的研究申报注册等工作。②小儿荆杏止咳颗粒新增成人适用症临床进展顺利（截至 2023 年末，II 期已完成 330 例入组）。③健胃祛痛丸正在进行 III 期临床实验。④蛭龙通络片 II 期临床研究进展顺利。⑤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。

表11: 公司核心中药品种在研项目概况

名称	注册分类	适应症或功能主治	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、发热等症	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，暖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
蛭龙通络片	中药1类	适用于脑梗死恢复期	II期临床研究

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 四、业务拆分&估值

### 4.1 业务拆分

公司业务按照产品划分可分成 8 个细分条线，我们对公司 8 个业务条线做以下假设：

**1) 心脑血管产品：**考虑依折麦布片等集采价格影响逐步减弱，销量增长较快，2024Q1 心脑血管业务营收增速达 44%，考虑未来几年公司心脑血管产品仍存在上量空间，因而我们假设 2024-2026 年心脑血管产品增速分别约为 29%、25%、21%。由于 2024Q1 心脑血管产品毛利率达 80.4%，考虑未来规模效应的影响，我们假设 2024-2026 年心脑血管产品毛利率分别为 78%、78.3%、78.6%。

**2) 骨科产品：**考虑藤黄健骨片集采价格的影响对 2024 年仍存在，叠加玄七健骨片目前正处于上量阶段，我们假设 2024-2026 年骨科产品收入增速分别约为 10%、20%、15%。毛利率方面我们假设 2024-2026 年分别均为 85.5%。

**3) 儿科：**考虑 2023 年存在高基数，叠加小儿荆杏止咳颗粒仍处于放量阶段，我们假设 2024-2026 年儿科产品收入增速分别约为 7%，22%、19%。考虑后续规模效应的影响，我们假设 2024-2026 年儿科产品毛利率分别为 65.3%、65.5%、65.7%。

**4) 呼吸系统：**考虑 2023 年存在高基数，叠加呼吸系统赛道竞争相对激烈，同时 2024Q1 呼吸系统收入增速为-21%，我们假设 2024-2026 年间呼吸系统产品收入增速分别为-15%、10%、10%。毛利率方面，我们假设 2024-2026 年间毛利率分别为 73%、73.3%、73.6%。

**5) 妇科：**我们假设 2024-2026 年间妇科产品收入增速分别为-10%，-10%、-10%。毛利率方面，我们假设 2024-2026 年间毛利率均为 79%。

**6) 抗感染：**考虑集采对抗感染产品的影响，我们假设 2024-2026 年间抗感染产品收入增速分别为-5%，-5%、-5%。毛利率方面，我们假设 2024-2026 年间毛利率均为 35%。

**7) 其他药品：**我们假设 2024-2026 年间其他药品收入增速均为 10%。毛利率方面，我们假设 2024-2026 年间毛利率均为 70%。

**8) 其他业务：**我们假设 2024-2026 年间其他业务收入增速分别为-9%、7%、7%。毛利率方面，我们假设 2024-2026 年间毛利率均为 28%。

**表12: 方盛制药业务拆分**

项目 (亿元)	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>16.29</b>	<b>17.48</b>	<b>20.26</b>	<b>23.13</b>
同比	-9%	7%	16%	14%
营业成本	5.20	4.70	5.29	5.90
毛利率	68.10%	73.14%	73.89%	74.48%
<b>1、心脑血管</b>	<b>3.85</b>	<b>4.98</b>	<b>6.21</b>	<b>7.51</b>
同比	-14.34%	29%	25%	21%
成本	1.00	1.10	1.35	1.61
毛利率	74.00%	78.0%	78.3%	78.6%
<b>2、骨骼肌肉</b>	<b>3.59</b>	<b>3.95</b>	<b>4.75</b>	<b>5.48</b>
同比	-2.34%	10.14%	20.12%	15.39%
成本	0.52	0.57	0.69	0.79
毛利率	85.41%	85.5%	85.5%	85.5%
<b>3、儿童用药</b>	<b>1.88</b>	<b>2.01</b>	<b>2.44</b>	<b>2.90</b>
同比	24.74%	7%	22%	19%
成本	0.66	0.70	0.84	0.99
毛利率	65.10%	65.3%	65.5%	65.7%
<b>4、呼吸系统</b>	<b>1.80</b>	<b>1.53</b>	<b>1.68</b>	<b>1.85</b>
同比	27.96%	-15%	10%	10%
成本	0.49	0.41	0.45	0.49
毛利率	72.45%	73.0%	73.3%	73.6%
<b>5、妇科</b>	<b>0.92</b>	<b>0.83</b>	<b>0.75</b>	<b>0.67</b>
同比	-15.20%	-10%	-10%	-10%
成本	0.19	0.17	0.16	0.14
毛利率	79.26%	79%	79%	79%
<b>6、抗感染</b>	<b>0.82</b>	<b>0.78</b>	<b>0.74</b>	<b>0.70</b>
同比	-14.98%	-5%	-5%	-5%
成本	0.53	0.51	0.48	0.46
毛利率	35.31%	35%	35%	35%
<b>7-其他药品</b>	<b>1.53</b>	<b>1.69</b>	<b>1.85</b>	<b>2.04</b>
同比	18%	10%	10%	10%
成本	0.45	0.51	0.56	0.61
毛利率	70.59%	70%	70%	70%
<b>8、其他业务</b>	<b>1.90</b>	<b>1.72</b>	<b>1.84</b>	<b>1.97</b>
同比	-46%	-9%	7%	7%
成本	1.35	1.24	1.33	1.42
毛利率	28.96%	28%	28%	28%

资料来源: 公司公告, ifind, 信达证券研发中心

## 4.2 估值

我们选取以岭药业、康缘药业、天士力作为方盛制药的可比公司。从PE估值维度上看，2024-2026年方盛制药可比公司的平均估值分别16倍、14倍、12倍，我们预计2024-2026年方盛制药的估值分别为20倍、16倍、13倍。从PEG估值维度看，2024-2026年方盛制药可比公司PEG估值均值分别为1.11倍、0.95倍、0.88倍，而方盛制药为0.57倍、0.75倍、0.59倍，我们认为从PEG估值维度看方盛制药具备一定性价比。首次覆盖，我们给予公司“买入”投资评级。

表13: 可比公司估值

公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			估值 (PE)			估值 (PEG)		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
以岭药业	285.19	15.37	18.08	21.25	18.56	15.77	13.42	1.36	0.89	0.77
康缘药业	80.99	6.23	7.41	8.74	13.00	10.94	9.26	0.80	0.57	0.50
天士力	208.70	12.26	13.61	14.99	17.02	15.33	13.93	1.17	1.40	1.38
<b>均值</b>	<b>191.63</b>	<b>11.29</b>	<b>13.03</b>	<b>14.99</b>	<b>16.19</b>	<b>14.01</b>	<b>12.20</b>	<b>1.11</b>	<b>0.95</b>	<b>0.88</b>
方盛制药	50.02	2.52	3.07	3.76	19.88	16.32	13.30	0.57	0.75	0.59

资料来源: ifind, 信达证券研发中心 (注: 数据截至2024/8/16)

注: 可比公司盈利预测来自ifind市场一致预期。

从公司历年估值变动趋势上看，公司当前估值处于历史低位，近5年公司的PE-TTM均值约32倍，目前公司PE-TTM仅25倍。

图37: 方盛制药近5年估值走势



资料来源: ifind, 信达证券研发中心

注: PE-TTM 估值截至2024/8/16

## 五、风险因素

- ◆ **集采降幅超预期：**公司拥有 144 个药品批文，覆盖中药、化药等领域，若后续相关产品集采降价超市场预期，则其营收及毛利率水平或将受冲击。
- ◆ **终端开拓不及预期：**药品的销售跟终端覆盖数量相关，若终端市场开拓不及预期，相关产品销售或将不及预期，从而影响销量和销售额。
- ◆ **新药销售不及预期：**玄七健骨片和小儿荆杏止咳颗粒为目前公司两大新品，若后续相关产品的销售不及预期，则公司营收端可能出现低预期风险。
- ◆ **研发进展不及预期：**诺丽通颗粒（治疗反复发作性紧张型头痛，现处于补充长毒试验阶段）、健胃祛痛丸（III 期临床阶段）、蛭龙通络片（II 期临床研究）为公司研发管线中的潜力品种，若相关研发进展或上市节奏不及预期，或将影响公司整体营收增速预期。
- ◆ **原材料价格上升风险：**藤黄健骨片、玄七健骨片、小儿荆杏止咳颗粒等品种均为中成药，若后续相关的重要原材料价格持续上升，则公司产品的供应或将面临冲击，同时公司的毛利率或将受影响。

会计年度	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1,191	921	834	974	1,440
货币资金	400	209	157	213	593
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	178	210	218	249	281
预付账款	67	105	94	106	118
存货	303	328	294	330	366
其他	244	69	71	77	83
<b>非流动资产</b>	1,731	2,160	2,234	2,213	2,186
长期股权投资	252	258	260	262	264
固定资产(合计)	650	813	873	914	939
无形资产	274	268	263	258	253
其他	555	822	839	780	731
<b>资产总计</b>	2,922	3,081	3,068	3,187	3,627
<b>流动负债</b>	1,000	1,248	979	851	975
短期借款	210	309	409	209	259
应付票据	80	132	0	0	0
应付账款	86	114	102	115	128
其他	624	693	468	527	588
<b>非流动负债</b>	415	244	342	292	242
长期借款	298	153	253	203	153
其他	117	91	90	90	90
<b>负债合计</b>	1,414	1,492	1,321	1,143	1,217
少数股东权益	118	131	123	114	103
归属母公司股东权益	1,390	1,458	1,624	1,930	2,306
<b>负债和股东权益</b>	2,922	3,081	3,068	3,187	3,627

会计年度	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,792	1,629	1,748	2,026	2,313
同比(%)	14.4%	-9.1%	7.3%	15.9%	14.1%
归属母公司净利润	286	187	252	307	376
同比(%)	308.1%	-34.6%	34.7%	21.8%	22.7%
毛利率(%)	67.3%	68.1%	73.1%	73.9%	74.5%
ROE%	20.6%	12.8%	15.5%	15.9%	16.3%
EPS(摊薄)(元)	0.65	0.42	0.57	0.70	0.86
P/E	17.50	26.78	19.88	16.32	13.30
P/B	3.60	3.43	3.08	2.59	2.17
EV/EBITDA	13.29	18.71	14.47	11.55	9.00

会计年度	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	1,792	1,629	1,748	2,026	2,313
营业成本	586	520	470	529	590
营业税金及附加	29	29	30	34	39
销售费用	755	658	755	831	937
管理费用	188	149	140	156	171
研发费用	70	108	115	134	153
财务费用	20	11	12	14	16
减值损失合计	-1	-2	-2	-2	-2
投资净收益	166	-4	40	0	0
其他	22	48	25	25	25
<b>营业利润</b>	332	196	289	351	430
营业外收支	-5	7	-5	-5	-5
<b>利润总额</b>	327	203	284	346	425
所得税	50	24	40	48	59
<b>净利润</b>	277	180	244	298	365
少数股东损益	-9	-7	-7	-9	-11
<b>归属母公司净利润</b>	286	187	252	307	376
EBITDA	275	283	383	453	540
EPS(当年)(元)	0.66	0.43	0.57	0.70	0.86

会计年度	单位:百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金</b>	302	88	165	410	487
净利润	277	180	244	298	365
折旧摊销	88	82	87	93	99
财务费用	23	12	23	26	30
投资损失	-166	4	-40	0	0
营运资金变动	47	-172	-159	-19	-19
其它	33	-17	11	12	12
<b>投资活动现金流</b>	-301	-197	-125	-77	-77
资本支出	-169	-210	-155	-75	-75
长期投资	-132	6	-2	-2	-2
其他	0	7	32	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	127	-92	-93	-276	-30
吸收投资	53	23	2	0	0
借款	37	-46	200	-250	0
支付利息或股息	-133	-180	-111	-26	-30
<b>现金流净增加额</b>	127	-201	-52	57	379



## 研究团队简介

**唐爱金**，医药首席分析师。浙江大学硕士，曾就职于东阳光药先后任研发工程师及营销市场专员，具备优异的药物化学专业背景和医药市场经营运作经验，曾经就职于广证恒生和方正证券研究所负责医药团队卖方业务工作超9年。

**史慧颖**，医药分析师，上海交通大学药学硕士，曾在PPC佳生和 Parexel 从事临床 CRO 工作，2021 年加入信达证券，负责 CXO 行业研究。

**曹佳琳**，医药分析师，中山大学岭南学院数量经济学硕士，2 年医药生物行业研究经历，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，负责医疗器械设备、体外诊断、ICL 等领域的研究工作。

**章钟涛**，医药分析师，暨南大学国际投融资硕士，1 年医药生物行业研究经历，CPA(专业阶段)，曾任职于方正证券，2023 年加入信达证券，主要覆盖中药、医药商业&药店、疫苗。

**赵丹**，医药研究员，北京大学生物医学工程硕士，2 年创新药行业研究经历，2024 年加入信达证券。主要覆盖创新药。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。