

达仁堂（600329）深度研究

传统中药精粹的优秀传承者

2024 年 10 月 16 日

【投资要点】

- ◆ 公司是传统中药精粹的传承者，拥有一批以速效救心丸为代表的家喻户晓的中成药产品。公司有 6 件中国驰名商标，14 个非物质文化遗产代表性项目，其中 5 个为国家级项目。公司产品丰富，拥有 22 种剂型，共 599 个药品批准文号，其中 1 个国家机密品种（速效救心丸），1 个国家秘密品种（京万红软膏），5 个中药保护品种（舒脑欣滴丸、治咳川贝枇杷滴丸、牙痛停滴丸、通脉养心丸、紫龙金片），122 个独家生产品种，75 个品种及 601 种中药饮片收载于《国家基本药物目录》，国家医保品种 223 个。
- ◆ 公司以品牌为引领，突出“三核九翼”，围绕心脑血管、皮肤创面修复、精品国药健康养生 3 大核心，构建以“速效救心丸”、“京万红软膏”和达仁堂品牌养生健康品类为代表的“核心战力”群；强化呼吸、消化、风湿骨痛等 9 类产品线协调发展，努力成为创新国药领跑者。
- ◆ 中医药在预防疾病和治疗慢性病方面优势明显，在人口老龄化和慢性病发病率逐年提升的背景下，中医药将发挥不可替代的作用。速效救心丸为机密级国家秘密技术产品，是治疗冠心病心绞痛的必备良药，纳入了国家基药目录、医保目录，2023 年其销售额超过 20 亿元。速效救心丸销售增长势头强劲，仍有量价提升空间。
- ◆ 京万红软膏为公司独家品种，国家秘密品种，临床用于治疗“疮疡肿痛，创面溃烂”，并成功拓展治疗糖尿病足功能，是处方药、国家基药和医保用药。京万红软膏凭借其神奇的疗效一直畅销于全国各地，并行销至 30 多个国家，并在国内外先后荣获十多项大奖，形成“南有云南白药，北有京万红”的口碑。速效救心丸和京万红软膏已覆盖 50 万家药店，10 万家医疗终端；京万红软膏进入 2 亿元品种梯队。2023 年，京万红软膏实现销售量 828 万盒，同比+64.66%。
- ◆ 公司第三核指以牛黄清心丸、清宫寿桃丸为代表的“中国脑”计划系列产品，在抗衰老，改善记忆，阿尔兹海默症（AD）治疗等方面具有独特功效。中华老字号企业积极拥抱创新，将中医药与新消费场景深度连接，借助国潮的风口，让中华老字号品牌在新时代焕发新机。
- ◆ 聚焦主业转让天津史克股权。该交易符合公司聚焦主业的发展思路，有利于增加公司现金流入，交易获得的资金可用于公司业务扩张。经初步测算，该项交易预计为公司产生投资收益约 17 亿元。

东方财富证券
Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

增持（维持）

东方财富证券研究所

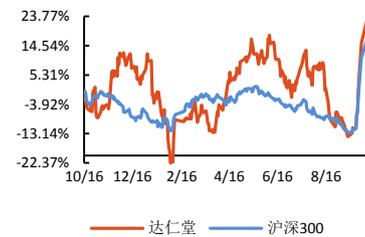
证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：崔晓倩

电话：021-23586309

相对指数表现



基本数据

总市值（百万元）	26169.98
流通市值（百万元）	19228.20
52 周最高/最低（元）	39.05/23.40
52 周最高/最低（PE）	31.79/19.29
52 周最高/最低（PB）	4.44/2.90
52 周涨幅（%）	10.49
52 周换手率（%）	296.31

相关研究

《工业板块保持稳健增长》	2024.08.19
《业绩小幅下滑，毛利率提升明显》	2024.05.07
《深耕核心品种，盈利提升明显》	2024.04.02
《重点品种实现双位数增长》	2023.11.01
《品牌多产品丰富，净利润实现快速增长》	2023.08.16

【投资建议】

预计公司 2024/2025/2026 年营业收入分别为 89.98/97.10/103.90 亿元，归母净利润分别为 11.90/13.79/15.68 亿元，EPS 分别为 1.54/1.79/2.04 元，对应 PE 分别为 22/19/17 倍。给予公司“增持”评级。

盈利预测

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	8222.31	8997.93	9710.23	10389.76
增长率(%)	-0.33%	9.43%	7.92%	7.00%
EBITDA（百万元）	949.98	1457.31	1670.49	1882.90
归属母公司净利润（百万元）	986.71	1189.86	1378.89	1567.65
增长率(%)	14.49%	20.59%	15.89%	13.69%
EPS(元/股)	1.28	1.54	1.79	2.04
市盈率(P/E)	26.29	22.18	19.14	16.84
市净率(P/B)	3.93	4.00	3.93	3.81
EV/EBITDA	25.39	17.11	14.99	13.30

数据来源：Choice，东方财富证券研究所

【风险提示】

- ◆ 行业政策变化风险。中成药集中采购全国推广、中医药支持力度变化、医保目录、基药目录调整或影响行业与公司相关品种的增长。
- ◆ 行业竞争加剧风险。中医药行业景气度高，新进入者或加剧行业竞争，原有中医药企业之间亦有同类品种之竞争；
- ◆ 成本波动较大风险。由于季节、天气、人力、供给、周期等因素影响，中药材原料或面临大幅涨价从而提升成本风险；
- ◆ 药品质量安全风险。药品质量安全关乎患者的生命健康，些微的药品质量问题或影响产品的增长与企业的发展。

正文目录

1. 传统中药精粹的佼佼传承者	5
2. 聚焦“三核九翼”产品战略, 满足国人健康需求	9
2.1. 依托速效救心丸深耕心脑血管健康市场	9
2.1.1. 速效救心丸是治疗冠心病心绞痛的必备良药	11
2.1.2. 速效救心丸销售增长势头强劲	13
2.1.3. 速效救心丸仍有量价提升空间	15
2.1.4. 心脑血管中药保护品种可期待	15
2.2. 国家秘密品种京万红软膏引领中药皮肤健康市场	16
2.3. 精品国药领域产品具有独特功效	19
2.4. 九个特色品类丰富产品矩阵	22
3. 聚焦主业转让天津史克股权	23
4. 盈利预测与投资建议	23
5. 风险提示	25

图表目录

图表 1: 公司横跨五百年历史时间轴	5
图表 2: 公司“三核九翼”品牌战略	6
图表 3: 公司所辖医药工业企业	6
图表 4: 公司股权结构图	7
图表 5: 集团公司部分管理层简介	7
图表 6: 公司营业收入稳健增长 (亿元, %)	8
图表 7: 公司归母净利润加快增长 (亿元, %)	8
图表 8: 公司毛利率、净利率逐渐改善 (%)	8
图表 9: 公司费用支出情况表现不一 (%)	8
图表 10: 公司中成药板块占绝对优势 (%)	9
图表 11: 公司中成药毛利率逐步提升 (%)	9
图表 12: 我国 2020 年预计心血管疾病患者 (万人)	10
图表 13: 我国心血管疾病用药中成药比重提升 (%)	10
图表 14: 我国心血管疾病用药药店端销售逐渐扩大 (%)	10
图表 15: 速效救心丸主要成份	11
图表 16: 心血管病急救常用药物	12
图表 17: 心血管病中药丸对比	12
图表 18: 速效救心丸在治疗稳定性心绞痛方面具有“性价比”	13
图表 19: 2023H1 我国城市实体药店心脑血管中成药产品 TOP20 (亿元) ..	14
图表 20: 2023H1 我国医疗机构内服心脑血管中成药产品 TOP20 (亿元) ..	14
图表 21: 公司速效救心丸销量稳步增加 (万盒, %)	15
图表 22: 公司速效救心丸医疗机构中标价格区间变化 (元/盒)	15
图表 23: 公司通脉养心丸销售情况 (万盒, %)	16
图表 24: 慢性创面 (烧伤) 发病率 (%)	17
图表 25: 2021 年和 2045 年糖尿病发病情况 (亿人, %)	17
图表 26: 公司国家秘密品种京万红软膏	17
图表 27: 京万红软膏获得国家级非遗奖牌	17
图表 28: 京万红软膏主要竞品对比	18

图表 29: 公司京万红软膏销售情况 (万盒, %)	19
图表 30: 公司精品国药健康养生主要品种	19
图表 31: 我国居民医疗保健人均消费支出 (元, %)	21
图表 32: 我国保健品行业市场规模增长预测 (亿元, %)	21
图表 33: 清宫寿桃丸研究列举	21
图表 34: 九个方面主要特色品种	22
图表 35: 天津史克股权结构变化	23
图表 36: 公司盈利预测 (亿元, %)	24
图表 37: 公司盈利预测	24
图表 38: 可比公司估值比较	25

1. 传统中药精粹的佼佼传承者

公司为天津医药集团控股的A+S股上市公司。公司以绿色中药为核心，集药材种植加工、医药研发、药品生产、医药商业、大健康产业于一体，是全产业链、多剂型、多品种的国家级高新技术企业。公司拥有一批以速效救心丸为代表的家喻户晓的中成药产品。旗下拥有达仁堂、隆顺榕、乐仁堂、京万红、松柏和痹祺6件中国驰名商标，拥有14个非物质文化遗产代表性项目，其中达仁堂清宫寿桃丸传统制作技艺、京万红软膏组方制作技艺、隆顺榕卫药制作技艺、安宫牛黄丸制作技艺、达仁堂牛黄清心丸制作技艺等5个为国家级项目。拥有达仁堂、隆顺榕、乐仁堂和京万红等4个中华老字号品牌，奠定了集团深厚的品牌底蕴。公司拥有22种剂型，共599个药品批准文号，其中1个国家机密品种（速效救心丸），1个国家秘密品种（京万红软膏），5个中药保护品种（舒脑欣滴丸、治咳川贝枇杷滴丸、牙痛停滴丸、通脉养心丸、紫龙金片），122个独家生产品种，75个品种及601种中药饮片收录于《国家基本药物目录》，国家医保品种223个。

公司拥有五百年辉煌史。公司是传统中药精粹的传承者，达仁堂、乐仁堂、京万红袭500余年“乐家老铺”裔脉；隆顺榕开卫药之先，历190年依然生机勃勃。2022年5月18日，公司正式更名为“津药达仁堂集团股份有限公司”，开户公司发展新纪元。“十四五”期间，公司坚定推进“1+5”战略规划，以品牌为引领，突出“三核九翼”，围绕心脑血管、皮肤创面修复、精品国药健康养生3大核心，构建以“速效救心丸”、“京万红软膏”和达仁堂品牌养生健康品类为代表的“核心战力”群；强化呼吸、消化、风湿骨痛等9类产品线协调发展，努力成为创新国药领跑者。公司是我国中药现代化的开拓者，新中国诸多中药新剂型诞生于此：第一个规模化生产的中药滴丸制剂产品—速效救心丸、第一个中成药片剂—银翘解毒片、第一个中成药酊剂—藿香正气水、第一家通过GMP认证的中药制药企业—第六中药厂等。

图表 1：公司横跨五百年历史时间轴

时间	重要事件
1522年	乐良才举家定居北京。初为游方郎中，后开始带领家族系统学习中医经典理论和方药著作；
1684年	乐显扬结束游方铃医生涯。将其在太医院所学习到的正规医病和制药部门所采用的体制与格局，以及工艺流程等正统模式，固化为中药铺方药、修合之道的规范化标准；
1833年	卞楚芳创立隆顺榕药局；
1915年	乐达仁在天津大经路，创建占地8000多平方米的近代工业企业—达仁堂制药厂；
1921年	乐佑申创立乐仁堂；
1953年	中国中药史上第一个国药提炼部在隆顺榕成立；
1954年	达仁堂实现公私合营；
1955年	达仁堂制药厂等老字号成为“国药号”；
1997年&2001年	集团先后在新加坡股票交易所和上海证券交易所上市；
2022年	集团由中新药业更名为津药达仁堂；

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 2：公司“三核九翼”品牌战略



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

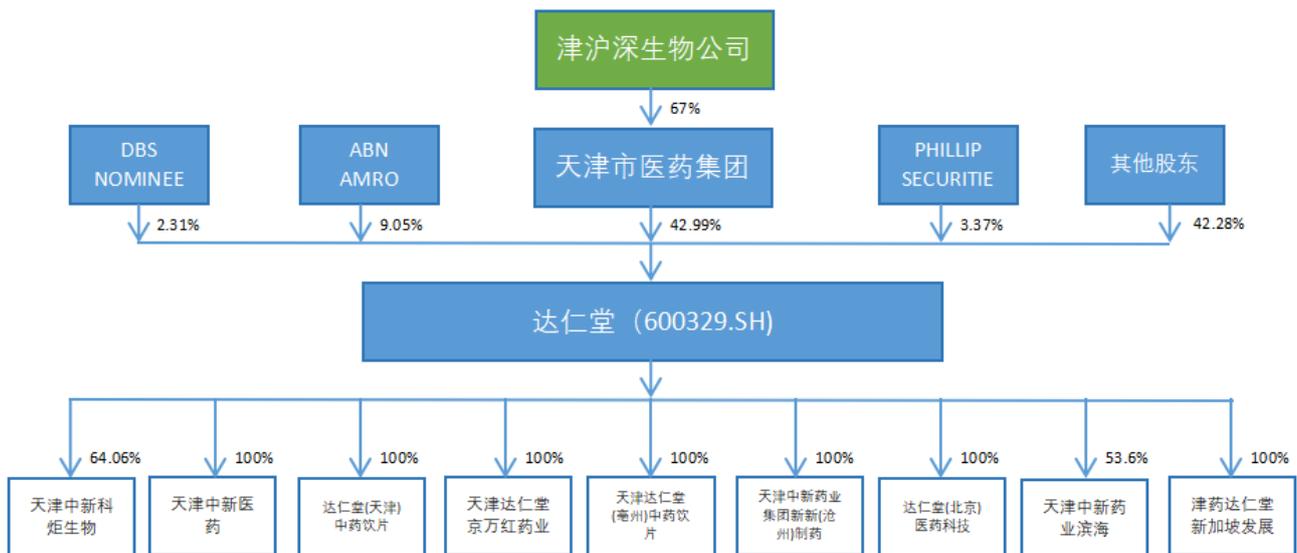
图表 3：公司所辖医药工业企业

	简介	主要产品
达仁堂制药厂	有着五百年历史的“乐家老铺”的正宗后裔，由乐氏第十二代传人乐达仁先生于 1915 年在天津创办；	清肺消炎丸、藿香正气软胶囊、清宫寿桃丸、安宫牛黄丸、牛黄清心丸、参附强心丸、牛黄降压丸、生血丸等；
隆顺榕制药厂	前身是创办于 1833 年天津北门外针市街的隆顺榕药局，至今已有近 190 年的历史；	治疗糖尿病的金芪降糖片，治疗泌尿系统感染的癃清片，以及纯中药抗癌药紫龙金片；
乐仁堂制药厂	始建于 1921 年，是我国中药行业著名的“中华老字号”企业；	通脉养心丸、胃肠安丸、海马补肾丸、西黄丸、乌鸡白凤片、清喉利咽颗粒、养阴清肺糖浆等；
第六中药厂	创建于 1958 年，坚持“现代中药滴丸专家”的发展定位，是全国唯一一家“中药滴丸质量管理示范基地”；	速效救心丸、舒脑欣滴丸、清咽滴丸、治咳川贝枇杷滴丸、牙痛停滴丸、玄归滴丸、华山参滴丸；
京万红药业	与“乐家老铺”同祖同宗，一脉相承，是中华老字号制造企业；	京万红软膏、京万红痔疮膏、癩祺胶囊、橡皮生肌膏、小儿和胃丸等；
新新制药厂	始建于 1961 年；	主要生产内分泌代谢类、心脑血管类、解热镇痛类等药物，包括格列齐特缓释片、盐酸二甲双胍片、双氯芬酸钠缓释片（V）等十几种四十多个品规；

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

公司无实际控制人。公司控股股东为天津市医药集团有限公司（以下简称“医药集团”）开展国有企业混合所有制改革通过股权转让形式引入投资者，2020 年 9 月 29 日，医药集团 67% 股权在天津产权交易中心以公开挂牌方式进行转让，津沪深生物医药科技有限公司（以下简称“津沪深公司”）为唯一摘牌方并为最终受让方；医药集团由天津渤海国有资产经营管理有限公司（以下简称“渤海国资”）100% 控股变为津沪深公司持股 67%、渤海国资持股 33%。本次变动后，公司控股股东医药集团及其持股数量不变，津沪深公司间接控股本公司；津沪深公司无实际控制人。据此，公司同为无实际控制人。

图表 4：公司股权结构图



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所。注：根据 2023 年年报、2024Q1 报告，由于篇幅控股子公司为主要子公司列举。

管理层全面推进创新国药领跑者战略。集团公司管理层经验丰富，全面推进创新国药领跑者战略，以创新中药板块着力实施“1+5”战略：“1”是坚持品牌引领，全面加强品牌建设，围绕老字号品牌建设守正创新，以品牌资源引领发展。“5”是指中医药相关的五个产业方向：做大做强绿色中药；强化精品饮片业务；“达仁堂大药房”精品国药连锁建设；探索“药道地，精医道”的医养结合为中医特色的达仁堂中医诊疗品牌连锁模式；布局大健康产业。“+”是指以“达仁堂”作为主品牌引领公司发展，赋能中医药相关产业。2021 年 12 月 28 日，公司选举张铭芮女士为公司董事长。

图表 5：集团公司部分管理层简介

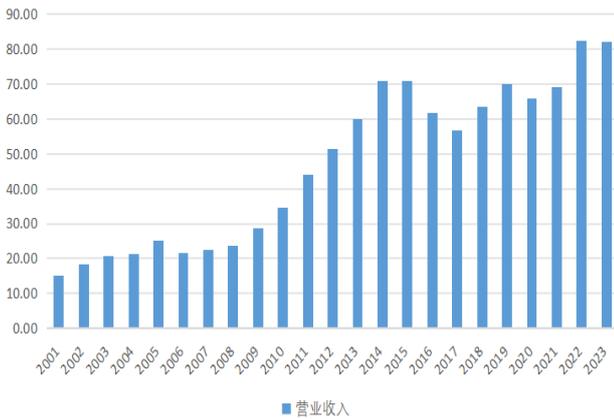
姓名	主要工作经历
张铭芮	历任太极集团公司常务副总经理、重庆太极实业（集团）股份有限公司董事、重庆太极实业（集团）股份有限公司副总经理；2021 年 7 月入职天津市医药集团有限公司。现任天津市医药集团有限公司董事、总经理；津药达仁堂集团股份有限公司董事长。
郭 珉	现任津沪深生物医药科技有限公司总经理；天津市医药集团有限公司副董事长兼执行董事；津药达仁堂集团股份有限公司董事。
毛蔚雯	2021 年 5 月至 2021 年 12 月，任天津市医药集团有限公司人力总监职务；2021 年 12 月至今，任天津市医药集团有限公司首席人力资源官；2022 年 12 月至今，任津药达仁堂集团股份有限公司董事。
王 磊	2022 年 1 月至 2022 年 8 月，任天津市医药集团营销管理中心副总经理；2022 年 8 月至今，任津药达仁堂集团股份有限公司总经理；2022 年 12 月至今，任津药达仁堂集团股份有限公司董事。
周 鸿	2012 年 12 月至 2019 年 3 月，任天津中新药业集团股份有限公司职工董事；2017 年 10 月至今，任津药达仁堂集团股份有限公司副总经理、总工程师；2019 年 5 月至今，任津药达仁堂集团股份有限公司董事。
幸建华	历任中广核铀业发展有限公司副总经理兼总会计师、中国雄安集团有限公司财务负责人；2021 年 5 月入职天津市医药集团有限公司。现任天津市医药集团有限公司首席财务官；津药达仁堂集团股份有限公司监事。
郭秀梅	2016 年 7 月至 2018 年 4 月，任天津中新药业集团股份有限公司隆顺榕制药厂综合车间主管；2018 年 4 月至今，任隆顺榕制药厂生产动力部主管兼职工会副主席；2018 年 12 月至今，任津药达仁堂集团股份有限公司职工监事。

张宇	2022年4月至今，任津药达仁堂集团股份有限公司首席制造官。
马健	2023年7月至今，任津药达仁堂集团股份有限公司首席财务官。
焦艳	历任公司A股证券事务代表与S股证券事务代表，2007年12月至今，任津药达仁堂集团股份有限公司董事会秘书。

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

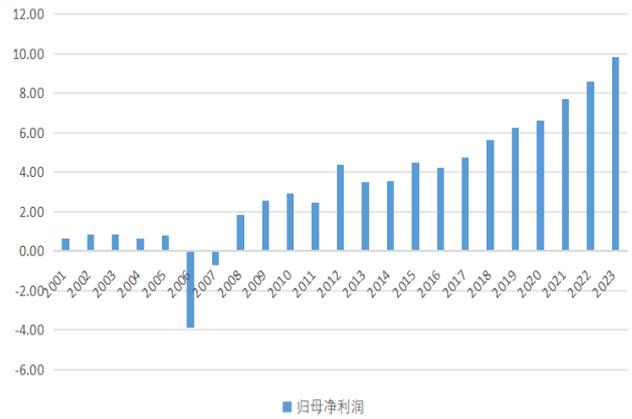
战略推进深耕主品盈利能力逐步提升。2023年，公司实现营业收入82.22亿元，同比-0.33%，2001-2023年CAGR为7.97%；实现归母净利润9.87亿元，同比+14.50%，2001-2023年CAGR为13.20%。自2020年以来，公司开展国有企业混合所有制改革，系统推进“三核九翼”、“1+5”战略，持续深耕主品有战绩。2020-2023年营收CAGR为7.58%，归母净利润CAGR为14.25%。2023年公司销售额过亿品种达到10个，其中速效救心丸销售额首次突破20亿元，清咽滴丸、安宫牛黄丸、京万红软膏、清肺消炎丸进入2亿元品种梯队。公司盈利能力逐步提升，销售毛利率由2020年的39.01%提升至2023年的44.01%，相同区间销售净利率由10.29%提升至11.78%。由于加大了市场拓展维护、宣传咨询，近年公司销售费用率出现了明显的提升。中成药为公司业务收入最大板块，2023年收入占比达70.98%，中成药板块毛利率逐步提升，2023年达到57.27%。

图表6：公司营业收入稳健增长（亿元，%）



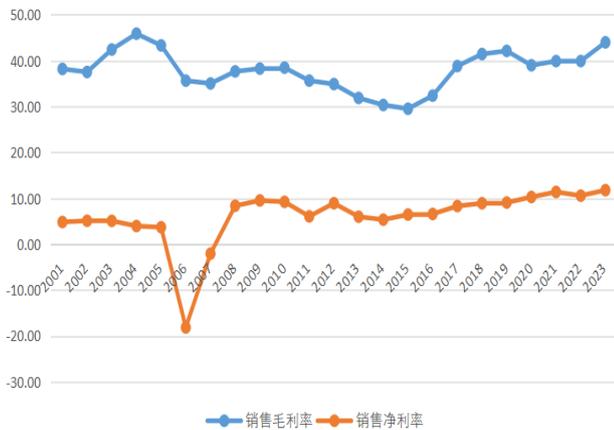
资料来源：Choice公司深度资料，东方财富证券研究所

图表7：公司归母净利润加快增长（亿元，%）



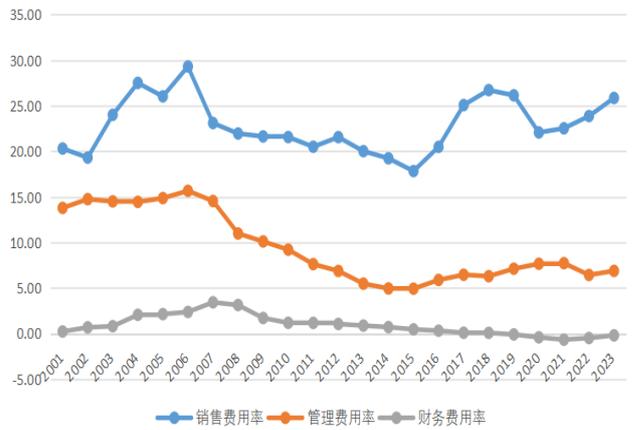
资料来源：Choice公司深度资料，东方财富证券研究所

图表8：公司毛利率、净利率逐渐改善（%）



资料来源：Choice公司深度资料，东方财富证券研究所

图表9：公司费用支出情况表现不一（%）



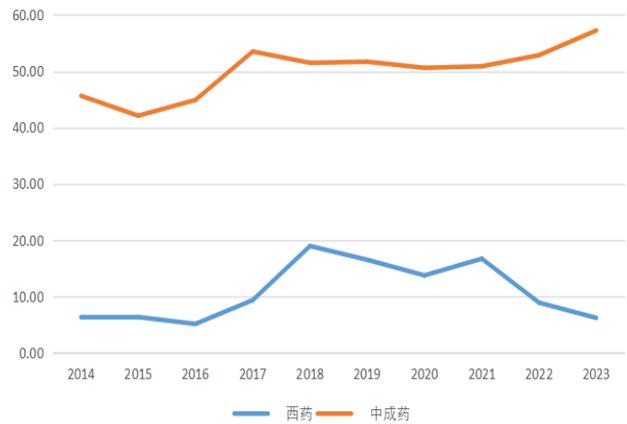
资料来源：Choice公司深度资料，东方财富证券研究所

图表 10：公司中成药板块占绝对优势（%）



资料来源：Choice公司深度资料，东方财富证券研究所

图表 11：公司中成药毛利率逐步提升（%）



资料来源：Choice公司深度资料，东方财富证券研究所

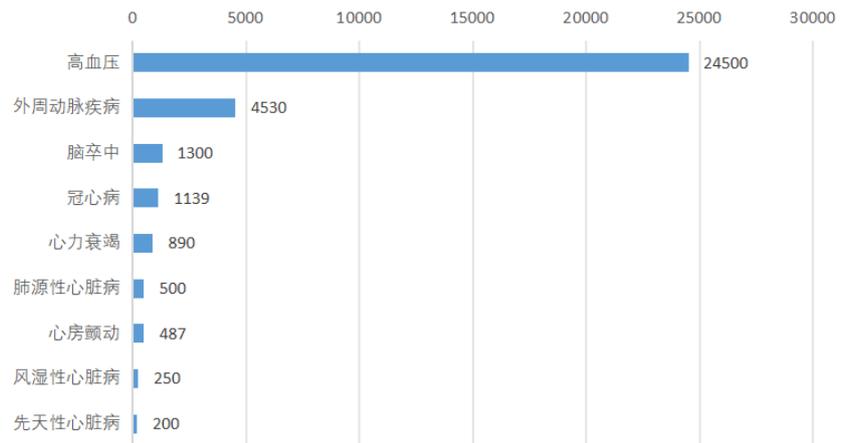
2. 聚焦“三核九翼”产品战略，满足国人健康需求

公司聚焦“三核九翼”产品战略，第一核是以速效救心丸（国家机密产品）为代表的“中国心”系列心脑血管健康产品线，在心脑血管领域共有 8 个独家，42 个药品文号，依托速效救心丸强大的品牌力和产品力，深耕心脑血管健康市场，打造集团第一产品矩阵；第二核是以京万红软膏为代表的“中国皮肤”系列产品，公司拥有难愈性创面修复产品京万红软膏（国家秘密产品）为代表的外用皮肤类药品文号 8 个，深耕中药皮肤健康市场，并展望成人功能护肤的“美丽”市场；第三核指以牛黄清心丸，清宫寿桃丸为代表的“中国脑”计划系列产品，在抗衰老，改善记忆，阿尔兹海默症治疗等方面具有独特功效。“九翼”分别为聚焦呼吸、消化、风湿骨痛、妇儿、肿瘤等九个方面的特色品类。以“健康”“美丽”两大核心主品战略为导向，公司将持续丰富产品品类，持续提升产品力、服务力，做大做强“三核九翼”，满足国人健康需求。

2.1. 依托速效救心丸深耕心脑血管健康市场

我国心血管疾病的患病率持续上升，《中国心血管健康与疾病报告 2022》推算 2020 年心血管疾病现患人数已达 3.3 亿人，其中患高血压人数高达 2.45 亿；外周动脉疾病人数为 4530 万，排位第二；脑卒中病例达 1300 万人，其次冠心病病例达 1139 万人。

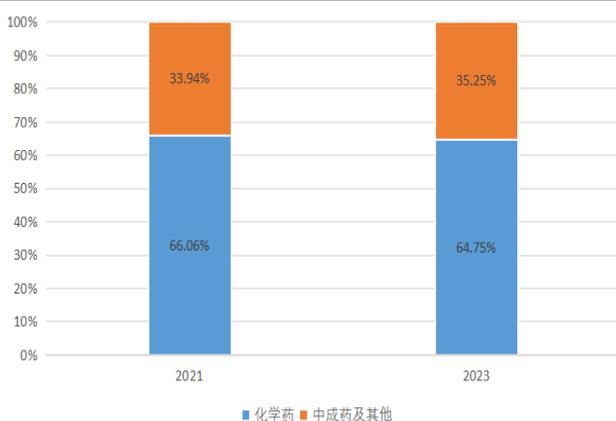
图表 12：我国 2020 年预计心血管疾病患者（万人）



资料来源：药融云，东方财富证券研究所

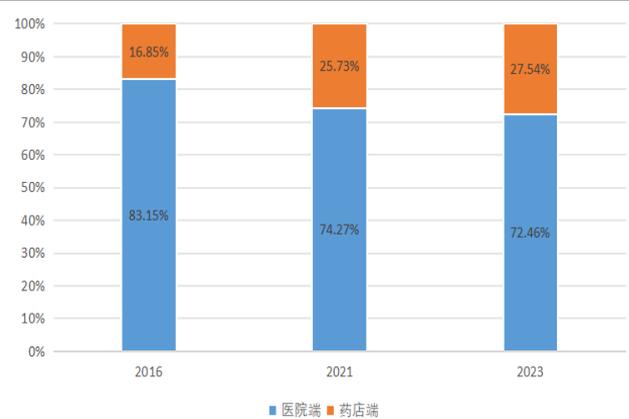
中医药在预防疾病和治疗慢性病方面优势明显，在人口老龄化和慢性病发病率逐年提升的背景下，中医药将发挥不可替代的作用。心脑血管疾病用药一直是全球医药市场的前三大用药品种。根据米内网数据，自 2018 年至 2021 年，心脑血管类疾病用药始终属于中成药临床终端用药的第一大类。2021 年我国心血管疾病用药市场规模 2542.3 亿元，同比+1.99%；2023 年我国心血管疾病用药市场规模约为 2723.3 亿元。Mordor intelligence 预测 2019-2029 年心血管药物市场规模 CAGR 将达到 3.80%，其中亚太地区为增长最快的市场。2016 年以来，我国心血管疾病用药以化学药为主，2021 年占比为 66.06%，中成药及其他占 33.94%；2023 年心血管疾病用药化学药占比将出现小幅缩小，预计占比约为 64.75%左右，中成药及其他的占比扩大至 35.25%。

图表 13：我国心血管疾病用药中成药比重提升（%）



资料来源：智研咨询，东方财富证券研究所

图表 14：我国心血管疾病用药药店端销售逐渐扩大（%）



资料来源：智研咨询，东方财富证券研究所

心脑血管疾病中多数病种为长期慢性病，其中的中风、厥心痛、头痛、眩晕、心悸怔忡、健忘等均属中医药治疗的优势病种。中成药在治疗慢性病方面具有辨证施治、标本兼顾等独特优势，因此心脑血管中成药在医院终端中成药市场中占据了重要地位。近年来，我国心血管疾病用药药店端

销售规模逐渐扩大。2016 年我国心血管疾病用药医院端销售规模占比 83.15%，药店端仅占 16.85%；2021 年我国心血管疾病用药医院端销售规模占比 74.27%，药店端占 25.73%；2023 年，我国心血管疾病用药医院端销售规模占比约为 72.46%，药店端占比扩大 27.54%。

2.1.1. 速效救心丸是治疗冠心病心绞痛的必备良药

公司主要心脑血管产品包括“中国心”系列品种速效救心丸、通脉养心丸、舒脑欣滴丸、参附强心丸等。速效救心丸为达仁堂龙头产品，近年来公司开展“速效救心丸‘以患者为中心’的医学研究”，积极践行 CDE “以患者的需求为出发点，让患者参与药物研发”的核心理念，挖掘速效救心丸高频服用人群的特征、症状及应用场景，获取速效救心丸在疗程服用、长期服用的安全有效的证据，塑造在医生群体、公众群体对于速效救心丸“可急救、可预防、可疗程服用”的应用认知。

速效救心丸是治疗冠心病心绞痛的必备良药。速效救心丸为《中华人民共和国药典》收录的第一个纯中药滴丸制剂，由我国著名药学专家章臣桂教授研制开发。自 1982 年上市以来，40 余年的临床应用积累了宝贵临床经验。速效救心丸由川芎、冰片等名贵中药材组成，是采用科学方法提炼精制而成的含化滴丸新型制剂，具有剂量小、起效快、疗效高、服用方便、无副作用的优点。药理学试验研究表明：速效救心丸有扩张冠状动脉、舒张血管平滑肌、抗心肌缺血、保护心肌细胞、抑制粥样动脉形成降低血浆粘度和显著的解痉镇痛的作用机制。速效救心丸为机密级国家秘密技术产品，纳入了国家基药目录、国家医保目录，2023 年其销售额超过 20 亿元。

图表 15：速效救心丸主要成份

图片	来源	性味	主要功效
	为伞形科植物川芎的根茎；	味辛、性温	活血行气、祛风止痛，能推动血液运行，被称为“血中气药”；所含川芎嗪能增加冠脉血流量，改善心肌缺氧状况，并能降低心肌耗氧量，增加脑及肢体血流量；还能抑制血小板聚集，预防血栓的形成；
	为龙脑香科植物龙脑香树的树脂中析出的天然结晶性化合物；	辛、苦，微寒	开窍醒神，散热止痛，明目去翳。主治中风口噤，热病神昏，惊痫痰迷，气闭耳聋，喉痹，口疮，中耳炎，痈肿，痔疮，目赤翳膜，绕虫病；

资料来源：《速效救心丸》-黄允瑜，《糖尿病天地》2007（5）；中医百科，东方财富证券研究所

阿司匹林、硝酸甘油、速效救心丸是治疗心血管病的三种常用药物，

其作用机制不同。除了常规西药治疗外，老百姓耳熟能详的中药丸有速效救心丸、麝香保心丸和复方丹参滴丸。张学斌等《速效救心丸治疗稳定型心绞痛的药物经济学评价》显示：**速效救心丸在治疗稳定型心绞痛方面效果肯定，与复方丹参滴丸和麝香保心丸相比，具有一定的经济学优势。速效救心丸在治疗稳定性心绞痛方面具有“性价比”**：速效救心丸、复方丹参滴丸和麝香保心丸3组患者52周人均成本分别为835.17元、1018.9元和1441.39元；52周心血管事件发生率3组分别为10.68%、8.70%和11.07%，心绞痛缓解有效率、心绞痛发作平均减少次数、心绞痛VAS评分降低、SAQ积分减少为速效救心丸组效果最好。

图表 16：心血管病急救常用药物

药名	阿司匹林	硝酸甘油	速效救心丸
作用机理	一种抗血小板药物，通过抑制血小板聚集，可发挥抗血栓作用，同时也增加出血风险；	一种内皮依赖性血管扩张剂，能够减少心肌耗氧量，改善心肌灌注，缓解心绞痛症状；	主要成分是中药川芎和冰片，属于中成药，应辨证论治；
适用人群	已确诊为冠心病、脑梗或短暂性脑缺血发作、颈动脉或下肢动脉明显狭窄（>50%），只要没有禁忌症，都应该长期服用阿司匹林肠溶片；	冠心病患者必备的急救药，心绞痛急性发作时可以舌下含服硝酸甘油，急性心力衰竭患者也可以舌下含服硝酸甘油。冠心病患者也可作为预防性治疗；	气滞血瘀型冠心病可用速效救心丸，舌下含服；心绞痛急性发作时，可用速效救心丸，舌下含服，一次10-15粒。
注意事项	年龄<40岁，或>70岁，只要没有心脑血管病，一般不宜服用；	坐着舌下含服比躺着、站着都好。如果15分钟内含服3片胸痛仍不缓解，应高度怀疑心梗，需立即拨打120；禁用于青光眼、休克、明显低血压等情况；	寒凝血瘀、阴虚血瘀胸痹心痛不宜单用速效救心丸；伴有中重度心力衰竭的心肌缺血者慎用速效救心丸。在治疗期间，心绞痛持续发作，宜加用硝酸酯类药物（硝酸甘油、硝酸异山梨醇酯等）；

资料来源：丁香园，东方财富证券研究所

图表 17：心血管病中药丸对比

药名	速效救心丸	麝香保心丸	复方丹参滴丸
处方组成	川芎、冰片；	人工麝香、人参提取物、人工牛黄、肉桂、苏合香、蟾酥、冰片；	丹参、三七、冰片；
适应症	心绞痛急性发作期；	心绞痛急性发作期；稳定/不稳定型心绞痛、围介入手术期；急性心肌梗死；	心绞痛急性发作期；稳定/不稳定型心绞痛、围介入手术期；
功能与主治	均用于气滞血瘀型（表现为：口唇紫暗、胸部胀痛、常叹气、情志不遂易发）； 行气活血，祛瘀止痛。用于气滞血瘀型冠心病，心绞痛。可增加冠脉血流量，迅速缓解胸痛症状。	芳香温通，益气强心。用于气滞血瘀型心前区疼痛、固定不移；心肌缺血所致的心绞痛、心肌梗死见上述证候者。可减少心绞痛发作次数，缩短心绞痛持续时间。	活血化瘀，理气止痛。用于气滞血瘀所致的胸痹，症见胸闷、心前区刺痛；冠心病心绞痛见上述证候者。可减少心绞痛发作次数及硝酸甘油用量，提高运动耐量，缩短心绞痛持续时间。

用法与用量	舌下含服。一次 4-6 丸，一日 3 次；急性发作时，一次 10-15 丸。	口服。一次 1-2 丸，一日 3 次；或症状发作时服用。	吞服或舌下含服。一次 10 丸，一日 3 次。28 天为一个疗程；或遵医嘱。
服务禁忌	3 种药丸，孕妇均禁用或慎用。除此外，速效救心丸使用需注意：寒凝血瘀、阴虚血瘀、胸痹心痛不宜单用。有过敏史者慎用。伴有中重度心力衰竭的心肌缺血者慎用。在治疗期间，心绞痛持续发作，宜加用硝酸酯类药物。		

资料来源：上海卫健委，上海中医药管理局，《中成药治疗冠心病临床应用指南(2020 年)》，东方财富证券研究所

图表 18：速效救心丸在治疗稳定性心绞痛方面具有“性价比”

观察指标	效果(E,%)	成本(C,元)	C/E(元)	* $\Delta C/\Delta E$ (元)	# $\Delta C/\Delta E$ (元)
52 周无心血管事件比例(%)					
速效	89.32	1 805.65	20.22	—	—
丹参	91.30	2 074.42	22.72	—	—
麝香	88.93	2 767.96	31.13	—	—
心绞痛缓解有效(%)					
速效	83.66	1 805.65	21.58	—	—
丹参	74.53	2 074.42	27.83	-29.44	—
麝香	76.87	2 767.96	36.01	-141.72	—
心绞痛发作次数变化(次/周)					
速效	0.57	1 805.65	3 167.81	—	—
丹参	0.56	2 074.42	3 704.32	—	—
麝香	0.52	2 767.96	5 323.00	—	—
心绞痛 VAS 评分变化					
速效	1.04	1 805.65	1 736.20	—	—
丹参	0.38	2 074.42	5 459.00	-407.23	—
麝香	0.23	2 767.96	12 034.61	-1 188.04	—
SAQ 积分					
速效	18.77	1 805.65	96.20	—	—
丹参	17.90	2 074.42	115.89	—	—
麝香	15.68	2 767.96	176.53	—	—

资料来源：《速效救心丸治疗稳定型心绞痛的药物经济学评价》-张学斌等，《中国药物经济学》2021（16）；东方财富证券研究所。注：*基于速效救心丸队列的增量成本-效果比；#基于丹参的增量成本-效果比；—药物经济学评价方法为最小成本法，无需进行增量成本-效果分析。

2.1.2. 速效救心丸销售增长势头强劲

根据米内网数据，2023 年上半年我国城市实体药店心脑血管中成药产品中，17 个产品过亿，14 个独家品种“抢占”TOP20。心脑血管中成药在近年中国城市实体药店市场规模保持上升态势，2023H1 同比+13.54%。TOP20 产品中有 17 个销售额超 1 亿元，安宫牛黄丸是 20 亿级别的重磅产品；独家品种多达 14 个，涉及北京同仁堂、天士力、以岭药业、达仁堂、步长制药等企业。从增速来看，速效救心丸最快，增速超过 40%晋身 TOP4 产品。此外，安宫牛黄丸同比+38.75%，牛黄清心丸(局方)+28.24%，通心络胶囊和麝香保心丸增速均超过 10%。

图表 19：2023H1 我国城市实体药店心脑血管中成药产品 TOP20（亿元）

排名	产品名称	销售额	国家医保	国家基药	涉及企业
1	安宫牛黄丸	28+	甲类	是	北京同仁堂股份同仁堂制药、北京同仁堂科技制药、山东宏济堂制药、龙晖药业、南京同仁堂药业、广誉远国药、九芝堂等
2	复方丹参滴丸	3+	甲类	是	天士力医药
3	参松养心胶囊	3+	甲类	是	北京以岭药业
4	速效救心丸	3+	甲类	是	津药达仁堂集团
5	血塞通软胶囊	2+	乙类	—	昆药集团、昆明华润圣火药业
6	复方丹参片	2+	甲类	是	白云山和记黄埔中药
7	脑心通胶囊	2+	乙类	是	陕西步长制药
8	银杏叶片	1+	乙类	是	贵州益佰制药、山东仙河药业、悦康药业等
9	通心络胶囊	1+	甲类	是	石家庄以岭药业
10	芪苈强心胶囊	1+	甲类	是	石家庄以岭药业
11	稳心颗粒	1+	乙类	是	山东步长制药
12	银杏叶提取物片	1+	乙类	—	德国威玛舒培博士
13	麝香保心丸	1+	甲类	是	上海和黄药业
14	血塞通分散片	1+	乙类	—	湖南一格制药、吉林益浦生物、河北百善药业等
15	牛黄清心丸（局方）	1+	乙类	—	吉林华侨药业、成都九芝堂药业、长春人民药业等
16	血脂康胶囊	1+	甲类	是	北京北大维信生物
17	同仁牛黄清心丸	1+	—	—	北京同仁堂股份同仁堂制药厂
18	血塞通片	*	乙类	—	湖南绅泰春制药
19	丹参保心茶	*	—	—	大兴安岭天草药业
20	同仁大活络丸	*	—	—	北京同仁堂股份同仁堂制药厂

资料来源：米内网，东方财富证券研究所

根据米内网数据，2023 年上半年我国公立医疗机构心脑血管中成药销售额同比+8.06%，是内服中成药第一治疗大类。其 TOP20 名单中有 16 个独家品种，稳心颗粒、速效救心丸等增速均超过 10%，天士力、步长制药、以岭药业、津药达仁堂等上榜。其中 6 个销售额超过 10 亿元，复方丹参滴丸继续领跑。

图表 20：2023H1 我国医疗机构内服心脑血管中成药产品 TOP20（亿元）

排名	产品名称	销售额	国家医保	国家基药	涉及企业
1	复方丹参滴丸	15+	甲类	是	天士力集团
2	麝香保心丸	13+	甲类	是	上海和黄药业
3	脑心通胶囊	13+	乙类	是	陕西步长制药
4	稳心颗粒	11+	乙类	是	山东步长制药
5	参松养心胶囊	10+	甲类	是	北京以岭药业
6	通心络胶囊	10+	甲类	是	石家庄以岭药业
7	芪苈强心胶囊	*	甲类	是	石家庄以岭药业
8	银丹心脑血管软胶囊	*	乙类	是	贵州百灵集团
9	同仁牛黄清心丸	*	—	—	北京同仁堂股份同仁堂制药
10	银杏叶片	*	乙类	是	扬子江药业
11	速效救心丸	*	甲类	是	津药达仁堂集团

12	血脂康胶囊	*	甲类	是	北京北大维信生物
13	苏合香丸	*	甲类	是	雷允上药业
14	血塞通软胶囊	*	乙类	—	昆明华润圣火药业
15	血塞通胶囊	*	乙类	是	云南维和药业
16	芪参益气滴丸	*	乙类	是	天士力医药
17	天丹通络片	*	乙类	—	山东凤凰制药
18	松龄血脉康胶囊	*	甲类	是	成都康弘制药
19	脉血康胶囊	*	乙类	是	重庆多普泰制药、贵州信邦制药
20	银杏叶提取物片	*	乙类	—	德国三玛舒服培博士

资料来源：米内网，东方财富证券研究所

2.1.3. 速效救心丸仍有量价提升空间

速效救心丸仍有量价提升空间。2014年《国家发展改革委关于改进低价药品价格管理有关问题的通知》中指出允许生产经营者对“低价药品”自主制定具体购销价格,其中西药日均费用不超过3元,中药不超过5元。按公司速效救心丸医疗机构中标价38元/(50粒*3瓶)、日服5粒*3次计算,日治疗费用仅为3.8元。院外线上(天猫、京东药房旗舰店)日治疗费用最低价2.6元左右。公司速效救心丸销量自2020年后稳步增加,2023年共计销售5776万盒,同比增长14.2%,销售额突破20亿元。此外,公司还启动了对速效救心丸的二次开发项目,有望实现更大临床应用的突破,进一步促进产品的放量。

图表 21: 公司速效救心丸销量稳步增加 (万盒, %)



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

图表 22: 公司速效救心丸医疗机构中标价格区间变化 (元/盒)



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

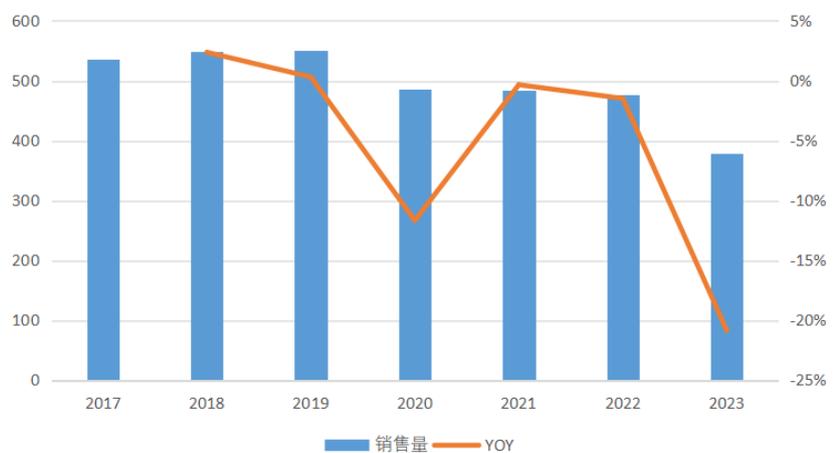
2.1.4. 心脑血管中药保护品种可期待

在心脑血管中成药板块,公司还拥有舒脑欣滴丸、通脉养心丸等重点产品,均为中药保护品种。通脉养心丸:养心补血,通脉止痛。用于胸痹心痛,心悸怔忡,心绞痛,心率不齐等。通脉养心丸为公司独家品种,是唯一一个说明书中既治心律失常又治冠心病的中成药产品。通脉养心丸处方经典,是基于天津名医董晓初先生的传统药方,由国医大师阮士怡教授

研制，并由张伯礼院士牵头完成多项相关的二次研发项目以及临床循证研究。其由经典方剂炙甘草汤和生脉散加减而成，组方配伍科学合理，是治疗冠心病、心律失常不可多得的经典中成药。舒脑欣滴丸：原中药三类，为公司5个中药保护品种之一。功能主治为理气活血，化瘀止痛。用于血虚血瘀引起的偏头痛，症见头痛、头晕、视物昏花、健忘、失眠等。

目前通脉养心丸已被纳入国家医保乙类，并进入天津市基本药物集中采购目录。通脉养心丸先后被纳入《中成药临床应用指南·心血管疾病分册》、《临床路径释义—心血管病分册》等指南或共识中，被推荐治疗冠心病心绞痛、冠心病稳定性心绞痛、阵发性心房纤颤等疾病。通脉养心丸作为心脑血管系列三大“强心”产品之一，2023年公司通脉养心丸共计销售378万盒，按在未来的推广上，公司着力打造速效救心丸与通脉养心丸联合用药，形成协同效应。目前通脉养心丸年销售额为亿元级别，考虑到潜在的常服需求，未来有望实现5-10亿级销售额。

图表 23：公司通脉养心丸销售情况（万盒，%）



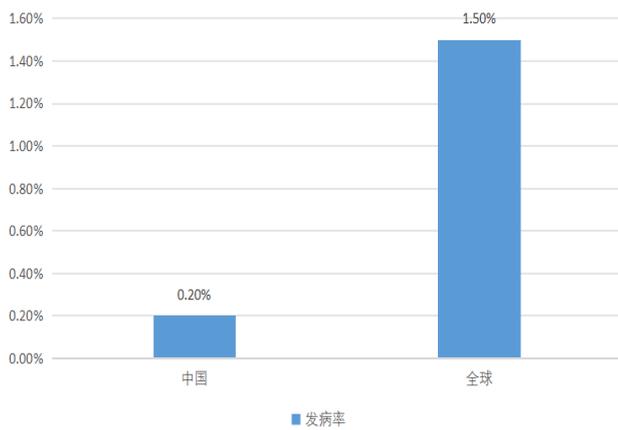
资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2.2. 国家秘密品种京万红软膏引领中药皮肤健康市场

烧伤学科是唯一因创伤设立的一门学科，它起源于战争中发生的烧伤和美国夜总会的群体烧伤。我国在上世纪50年代大炼钢铁，出现较多的烧伤患者而逐渐成立烧伤外科。韩春茂等《浅谈烧伤与创面修复》显示，目前我国烧伤发病率为0.2%，并且90%是小面积烧伤。随着生活方式的改变和人类寿命的延长，慢性创面发病率呈现上升趋势。粗略统计，目前全球慢性创面的发病率为1.5%。我国每隔10年的住院患者慢性创面流行病学调查发现，以糖尿病为代表的疾病所致的慢性创面明显增加。

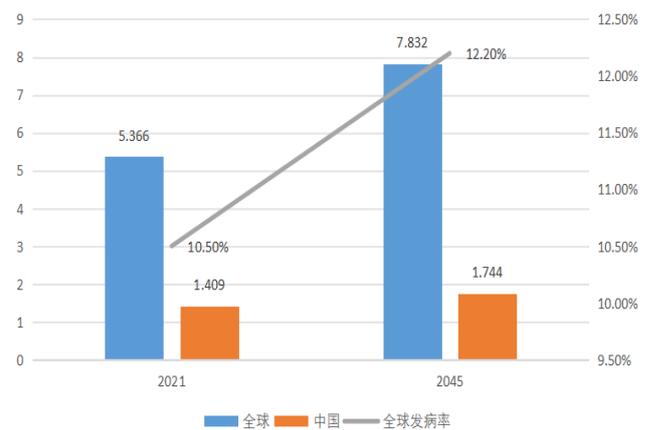
根据国际糖尿病联盟（IDF）发布的《全球糖尿病地图（第10版）》，2021年全球20-79岁的成年人中有5.37亿（10.5%）糖尿病患者，预计到2030年将增至6.43亿（11.3%），到2045年将增至7.83亿（12.2%）。2021年中国20-79岁糖尿病患者人数为1.41亿，预计到2045年将达到1.74亿。根据《中国糖尿病足诊治指南2020版》，我国糖尿病患者中糖尿病足的患病率为4%-10%，因而2021年我国糖尿病足患者保守估计达564万-1410万。糖尿病足是导致我国糖尿病患者致残、致死的严重慢性并发症之一，其发病率高，治疗困难，花费巨大。

图表 24: 慢性创面（烧伤）发病率（%）



资料来源：韩春茂等《浅谈烧伤与创面修复》，《浙江医学》2021年第43卷第9期，东方财富证券研究所

图表 25: 2021 年和 2045 年糖尿病发病情况(亿人,%)



资料来源：健康界，IDF《全球糖尿病地图（第10版）》，东方财富证券研究所

公司创面修复板块主要产品包括京万红软膏、顽癣敌软膏等。京万红软膏为公司独家品种，国家秘密品种，临床用于治疗“疮疡肿痛，创面溃烂”，是处方药、国家基药和医保用药。2015年6月26日，公司的《京万红软膏组方与制作技艺》项目获中华人民共和国国务院公布、文化部颁发的第四批国家级非物质文化遗产代表性项目奖牌。该产品与创面修复学科带头人付小兵院士联合开展大品种二次开发研究，2023年双方围绕糖尿病足等慢性难愈合创面修复开展深入研究，并探索相关领域增加适应症，探索开发相关中药2类新药。《京万红软膏治疗糖尿病足溃疡临床疗效及改善创面微环境的研究》纳入到《代谢相关疾病的中西医结合防治关键技术及方案优化研究》的重要子课题项目。京万红软膏成功拓展治疗糖尿病足功能。近50年来，京万红软膏凭借其神奇的疗效一直畅销于全国各地，并行销至美国、英国、瑞典、卢森堡、荷兰、马来西亚、印度尼西亚等30多个国家，并在国内外先后荣获十多项大奖，形成“南有云南白药，北有京万红”的口碑。

图表 26: 公司国家秘密品种京万红软膏



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

图表 27: 京万红软膏获得国家级非遗奖牌



资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

京万红软膏作为国家级非遗项目，组方上承东汉名医华佗弟子吴普“黄连解毒膏”为基础创制的医方。“黄连解毒膏”作为治疗皮肤疮伤的

外敷药膏，具有深厚的中医药根基，是以黄连解毒汤、华佗神膏、华佗救汤火伤神方为基础研制而成的。黄连解毒汤由黄连、黄柏、黄芩、栀子四味中药组成，是清热解毒类的代表方剂，采用外病内治的治病机理，为内服药；华佗神膏由乳香、血竭、没药、冰片等组成，具有对皮肤溃烂者使之去腐生新的作用；华佗救汤火伤神方，是用于水火烫伤、烧伤的方药，即“汤火伤秘方”。黄连解毒汤、华佗神膏和华佗救汤火伤神方在《华佗神方》和《吴普本草》中均有记载，后被吴普结合创制成“黄连解毒膏”，祖遗相传，成为吴家家传的秘方和医术。相比同类竞品，京万红软膏具有相当的“性价比”优势。

图表 28：京万红软膏主要竞品对比

药品	成分	适应症	日用药方式	基药目录	医保目录	OTC	单价
京万红软膏	地榆、地黄、当归、桃仁、黄连、木鳖子、罂粟壳、血余、棕榈、半边莲、土鳖虫、白蔹、黄柏、紫草、金银花、红花、大黄等 35 种。	活血解毒，消肿止痛，去腐生肌。用于轻度水、火烫伤，疮疡肿痛、创面溃烂。	每日一次	是	甲类	乙类	39.8 元/39g/支
红霉素软膏	主要成份为：红霉素。辅料为：黄凡士林，液状石蜡。	用于脓疱疮等化脓性皮肤病、小面积烧伤[用于程度较轻的烧伤(Ⅰ°或浅Ⅱ°)]、溃疡面的感染和寻常痤疮。	一日 2 次	是	甲类	乙类	9.6 元/20g:0.2g(1%)/支
湿润烧伤膏	黄连、黄柏、黄芩、地龙、罂粟壳	清热解毒，止痛，生肌。用于各种烧、烫、灼伤。	每 4-6 小时更换新药	是	乙类	否	75 元/40g/支
复方多粘菌素 B 软膏	本品为复方制剂，其组份为：1g/支含硫酸多粘菌素 B 5000 单位、硫酸新霉素 3500 单位、杆菌肽 500 单位以及盐酸利多卡因 40mg；3g/支含硫酸多粘菌素 B 15000 单位、硫酸新霉素 10500 单位、杆菌肽 1500 单位以及盐酸利多卡因 120mg；其他 9 种	用于预防皮肤割伤、擦伤、烧烫伤、手术伤口等皮肤创面的细菌感染和临时解除疼痛和不适。	一日 2-4 次	否	乙类	否	52.4 元/15g/支
积雪苷霜软膏	积雪草总苷	有促进创伤愈合作用。用于治疗外伤、手术创伤、烧伤、疤痕疙瘩及硬皮病。	一日 3-4 次	否	乙类	否	58.29 元/50g:1.25g/盒
云南白药气雾剂	国家保密方，本品含草乌（制）、雪上一枝蒿（制），其余成份略。	活血散瘀，消肿止痛。用于跌打损伤，瘀血肿痛，肌肉酸痛及风湿疼痛。	一日 3-5 次	是	甲类	乙类	29.47 元/云南白药气雾剂 85g. 云南白药气雾剂保险液 30g

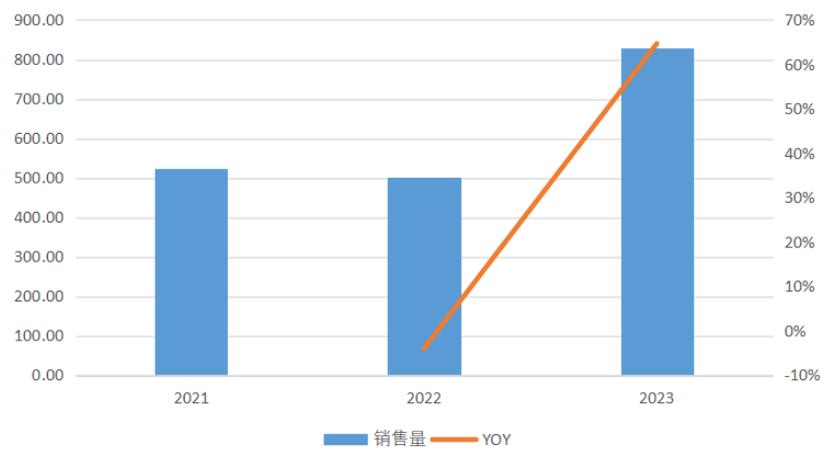
资料来源：药智网，东方财富证券研究所

经过几十年的临床研究，京万红软膏的主治病症日益扩大，被广泛应用于外科、皮肤科、妇科以及五官科等，其相继获得十余项临床指南，并广泛用于各类创面的治疗，尤其在糖尿病足治疗领域。如《中国创面诊疗指南（2015 版）》指出，京万红软膏能减轻糖尿病足湿性坏疽疮面疼痛；2015 年《糖尿病足溃疡中医循证临床实践指南》指出，生肌类中药（京万红软膏）的使用对糖尿病足溃疡愈合有关键作用（推荐强度 A/B）；《国家

基本药物临床应用指南（2018 版）》将其列为治疗糖尿病足的中药外敷推荐用药；《中国糖尿病足防治指南（2019 版）》提出，糖尿病足中期（肉芽增生期）：邪正交争，面分泌物少，异味轻，肉芽渐红，宜祛腐生肌为主，方选京万红软膏外敷中成药；2021 年《糖尿病足病中医病症结合诊疗指南》：糖尿病足溃疡疮面分泌物少，异味轻，肉芽渐红者，可选用京万红软膏外敷（I b 级，强推荐）；《糖尿病足肌腱暴露疮面中医干预指南》将其列为去腐生肌法推荐用药。

2023 年年报显示，公司产品具有较强覆盖率，速效救心丸和京万红软膏已覆盖 50 万家药店，10 万家医疗终端；京万红软膏进入 2 亿元品种梯队。2023 年，京万红软膏实现销售量 828 万盒，同比+64.66%。

图表 29：公司京万红软膏销售情况（万盒，%）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

2.3. 精品国药领域产品具有独特功效

公司第三核指以牛黄清心丸、清宫寿桃丸为代表的“中国脑”计划系列产品，在抗衰老，改善记忆，阿尔兹海默症（AD）治疗等方面具有独特功效。片仔癀、达仁堂等老字号中医药企业在守正中医药传统文化的同时，也在积极拥抱科技创新，加快推进中医药现代化发展进程，推动中医药高质量发展。此外，企业也在积极地挖掘新需求，将中医药与新消费场景深度连接，借助国潮的风口，让中华老字号品牌在新时代焕发新机。

图表 30：公司精品国药健康养生主要品种

主要领域	药品名称	主要功效	图片	主要领域	药品名称	主要功效	图片
补肾、抗衰老	清宫寿桃丸	用于肾虚衰老所致头晕疲倦，记忆力衰退，腰膝酸软，耳鸣耳聋，眼花流泪，夜尿多，尿有余沥。		清热解毒	安宫牛黄丸	用于热病、邪入心包，高热惊厥，神昏谵语；中风昏迷及脑炎、脑膜炎、中毒性脑病、脑出血、	

						败血症等。	
清心化痰	牛黄清心丸(局方)	用于风痰阻窍所致的头晕目眩、痰涎壅盛、神志混乱、言语不清及惊风抽搐、癫痫。		补肾健脑	海马补肾丸	用于身体衰弱，气血两亏，肾气不足，面黄肌瘦，心跳气短，腰酸腿疼，健忘虚喘。	
祛风止痛	愈风丹	用于半身不遂，腰腿疼痛，手足麻木，偏正头痛，风寒湿痹。		祛风除湿	舒筋丸	用于风寒湿痹，四肢麻木，筋骨疼痛，行步艰难。	
补腰肾、活血止痛	抗骨质增生丸	用于增生性脊椎炎(肥大性胸椎、腰椎炎)，颈椎综合症，骨刺等骨质增生症。		祛风止痛	大活络丸	用于中风痰厥引起的瘫痪，足萎痹痛，筋脉拘急，腰腿疼痛及跌打损伤，行走不便，胸痹等症。	
散寒清热	固肠胶囊	用于寒热错杂、虚实互见的肠易激综合征。		清热解暑	肝炎康复丸	用于肝胆湿热所致的黄疸，症见目黄身黄，胁痛乏力，尿黄口苦；急、慢性肝炎。	
理气调经	艾附暖宫丸	用于血虚气滞、下焦虚寒所致的月经不调、痛经。		降脂润肠	血脂宁丸	用于痰浊阻滞型高血脂症，症见头昏胸闷，大便干燥。	
滋阴润肺	玉露保肺丸	用于阴虚咳嗽，失音声哑，口渴咽干，痰中带血		退翳明目	拨云退翳丸	用于风热上扰所致的目翳外障、视物不清、隐痛流泪。	

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

随着人民生活水平的提高、保健意识的增强，有望促进保健品行业的发展。2023年，我国医疗保健方面全国居民人均消费支出2460元，同比增加16.0%。根据艾媒咨询数据，2022年我国保健品行业市场规模达2989亿元，同比增长10.4%，2027年有望达到4237亿元，2022-2027年CAGR将达到7.2%。

图表 31：我国居民医疗保健人均消费支出（元，%）



资料来源：Choice经济数据库，东方财富证券研究所

图表 32：我国保健品行业市场规模增长预测（亿元，%）



资料来源：艾媒咨询，东方财富证券研究所

公司精品国药领域主要产品包括清宫寿桃丸、海马补肾丸、安宫牛黄丸等。清宫寿桃丸为公司独家品种，具有“补肾生精，益元强壮”之功效。近年来，公司联合陈可冀院士和田金洲院士团队围绕清宫寿桃丸在抗衰老、AD 方面做了多项临床研究，证实了清宫寿桃丸对轻度认知损害的影响，并成为《中国阿尔茨海默病痴呆诊疗指南（2020 年版）》推荐用药。

图表 33：清宫寿桃丸研究列举

研究文献/项目	主要目的	结论
《古方清宫寿桃丸及其组成药物相关研究进展》	中医学是中国古代科学的瑰宝，深入挖掘古方、验方有利于中医药更好地造福人类。	清宫寿桃丸除了有保健作用外，对临床多种病症也有明确的疗效，可明显改善肾虚所致的七大典型症状，即疲倦头晕、记忆力减退、腰膝酸软、耳鸣耳聋、眼花流泪、夜尿多及尿有余沥，涉及病种包括冠心病、高血压病、糖尿病、脂代谢异常、脑动脉硬化、老年认知障碍、慢性肾功能不全、前列腺增生、性功能异常等。近年来，随着研究的不断深入，清宫寿桃丸的适应证进一步得以明确。
《清宫寿桃丸对记忆障碍小鼠学习记忆的影响》	观察清宫寿桃丸对利血平、亚硝酸钠、乙醇诱导的记忆障碍小鼠学习记忆的影响。	清宫寿桃丸可改善获得性记忆障碍、巩固性记忆障碍和再现性记忆障碍，在改善记忆障碍方面的应用范围较广。
《“肾藏志”在阿尔茨海默病中的价值》	结合传统“肾藏精，精舍志”经典理论，时晶教授团队做了大量阿尔茨海默症的防治研究，其中包括开展了清宫寿桃丸治疗早期阿尔茨海默病的临床试验，探讨了古老的“肾藏志”对现代研究的重要价值。	试验结果表明清宫寿桃丸对早期 AD 具有神经保护作用。初步解释了“肾藏志”原理的科学内涵，为 AD 药物开发奠定了基础。
《清宫寿桃丸治疗遗忘性轻度认知损伤》	自 2015 年以来，开展了评价清宫寿桃丸对遗忘性轻度认知损害（肾虚证）症状及其转归影响的随机双盲临床试验等工作，2018 年取得临床总结报告。	该项目成果为临床防治阿尔兹海默症早期阶段提供一个疗效明确、毒副作用小的有效药物，为清宫寿桃丸扩大临床应用提供指导依据。清宫寿桃丸被收录于《中国阿尔茨海默病痴呆诊疗指南（2020 年版）》。
《清宫寿桃丸的临床再评价研究》	清宫寿桃丸的临床再评价研究	初步阐明清宫寿桃丸在体内发挥作用的效应物质群，明确该药防治认知功能障碍的药效及主要机理，为临床治疗轻度认知功能障碍（MCI）提供一个疗效确切且安全

		的药物。
《Potential mechanism of Qinggong Shoutao pill alleviating age-associated memory decline based on integration strategy》	本研究运用网络药理学和分子对接技术，深入探讨了清宫寿桃丸治疗d-半乳糖损伤小鼠的潜在机制，旨在为治疗AAMI提供新的策略和方法。	清宫寿桃丸通过调节环磷酸腺苷(cAMP)信号通路和改善大脑海马区突触功能，减缓机体记忆相关功能的退化，增强长期记忆的形成，从而改善衰老性认知减退。

资料来源：《中国中西医结合杂志》2019年第1期、第7期袁蓉，陈可冀等；第三届中医药高质量发展大会（2024年浙江乌镇）；公司官网；MedSci 梅斯，《Pharmaceutical Biology》；东方财富证券研究所

海马补肾丸为公司独家品种，具有“滋阴补肾，强壮健脑”之功效。2023年公司联合天津药物研究院，采用网络药理学研究方法，解析药物干预痛风高尿酸血症期的信号通路，构建海马补肾丸“化合物-靶点-信号通路-药理作用-高尿酸血症”关联网络，发现海马补肾丸可作用于痛风高尿酸血症期的信号通路，可能对痛风具有潜在的治疗作用。

2.4. 九个特色品类丰富产品矩阵

“九翼”分别为聚焦呼吸、消化、风湿骨痛、妇儿、肿瘤等九个方面的特色品类。公司以“健康”“美丽”两大核心主品战略为导向，持续丰富产品品类矩阵，持续提升产品力、服务力，做大做强“三核九翼”，满足国人健康需求。

图表 34：九个方面主要特色品种

治疗领域	主要产品
呼吸类	清咽滴丸、清肺消炎丸、清喉利咽颗粒、治咳川贝枇杷滴丸、牛黄上清丸/片、止嗽定喘丸、栀子金花丸、长城感冒片、洋参保肺丸、芎菊上清丸、通宣理肺片、四季三黄片、清金止嗽化痰丸、清肺抑火丸/片、蒲地蓝消炎片、牛黄解毒丸、鹭鸶咯丸、羚羊感冒胶囊、连翘败毒丸/片、精制银翘解毒片、黄连上清片、防风通圣丸、定喘膏、涤痰丸、参苏宣肺丸、百花定喘片、玉露保肺丸、银翘解毒丸、西羚丹、上清丸、清热凉血丸、宁嗽化痰丸、橘红丸、化毒丹、感冒软胶囊、二母安嗽片/丸、抗腮灵糖浆、长城止咳喘糖浆、养阴清肺膏/丸、消炎解毒丸、导赤丸、华山参滴丸、内消瘰疬丸/片、泻白糖浆、消瘦五海丸、止嗽青果丸等；
消化类	九制大黄丸、龙胆泻肝丸、枳术丸、越鞠保和丸、香砂养胃丸、香砂六君丸、舒肝调气丸、附子理中片、调胃丹、胃肠安丸、藿香正气水、泻痢固肠片、消积化滞片、五仁润肠丸、胃康灵胶囊、舒肝丸、十味消渴胶囊、山楂丸、启脾丸、木香通气丸、宽中顺气丸、槐角丸、固肠胶囊、肝炎康复丸、当归龙荟片、沉香舒郁丸/片、槟榔四消片、藿香正气软胶囊、金芪降糖片、健胃宽胸丸、京万红痔疮膏、养胃片、朴沉化郁丸、十香止痛丸等；
风湿骨痛类	痹祺胶囊、追风活络酒、追风片、壮骨木瓜酒、愈风丹、小活络丸、天麻丸、舒筋丸、抗骨质增生丸、跌打丸、风湿液、风湿关节炎丸、豨桐丸、散风活血膏、伤科壮骨膏、狗皮膏、舒筋定痛片、骨痛丸、国公酒等；
泌尿类	癃清片、分清五淋丸等；
妇儿类	小儿金丹、夜尿宁丸、小儿至宝丸、小儿健身片、小儿和胃丸、消食退热糖浆、消积化虫糖浆、小儿止嗽糖浆、泻白糖浆、更年安片、孕妇金花片、养荣百草丸、胎产金丹、少腹逐瘀丸、女金片、加味逍遥丸、更年安胶囊、妇科回生丸、妇科分清丸、调经丸、调经化瘀丸、八珍益母丸、艾附暖宫丸、乌鸡白凤片、二妙丸、玄归滴丸、附桂紫金膏、济坤丸、小儿解热丸、大黄廔虫丸、养血调经膏、小儿消食健胃丸、乌金丸、小儿琥珀丸、温经丸、小儿疏表丸、小儿清肺丸、小儿增食丸、小儿止嗽丸等；
眼科类	拨云退翳丸、明目上清丸、石斛夜光丸、明目地黄丸、明目蒺藜丸等；
肿瘤类	紫龙金片、阿魏化痞膏、生血丸、益肺清化膏等；

补益类	海马补肾丸、清宫寿桃丸、益肾丸、锁阳固精丸、参茸酒、金匱肾气丸、三鞭酒、麦味地黄丸、参苓白术丸、补益地黄丸、六味地黄丸、益肾液、当归补血丸等；
其他类	耳聋丸、耳聋通窍丸、清胃黄连丸/片、牙痛停滴丸、风油精等；

资料来源：公司官网，东方财富证券研究所

3. 聚焦主业转让天津史克股权

根据近日公告，公司与控股股东天津市医药集团有限公司（以下简称“医药集团”）拟分别向赫力昂（中国）有限公司（以下简称“赫力昂中国”）转让所持有的中美天津史克制药有限公司（以下简称“天津史克”）13%股权、20%股权，交易价格分别为 17.59 亿元、27.06 亿元，合计对价超 44 亿元。经初步测算，该项交易预计为公司产生投资收益约 17 亿元。本次交易符合公司聚焦主业的发展思路，有利于增加公司现金流入，交易获得的资金可用于公司业务扩张。本次转让完成后，公司尚持有天津史克 12% 股权。

图表 35：天津史克股权结构变化

本次股权转让前			
序号	股东名称	出资额（万美元）	持股比例（%）
1	Haleon UK Services Limited	1646.70	55
2	天津市医药集团有限公司	598.80	20
3	津药达仁堂集团股份有限公司	748.50	25
	合计	2994.00	100
本次股权转让后			
序号	股东名称	出资额（万美元）	持股比例（%）
1	Haleon UK Services Limited	1646.70	55
2	赫力昂（中国）有限公司	988.02	33
3	津药达仁堂集团股份有限公司	359.28	12
	合计	2994.00	100

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

西药板块：假设公司西药（化药+生物药）板块增速与行业增速相当，2024-2026 年在 8% 左右；22 年板块高基数，23 年对市场、产品、渠道进行较好梳理，为未来几年稳定增长打下基础；随着疫情放开，毛利率逐步回归正常状态 15% 左右；

中成药板块：作为中药龙头企业，增速要好于行业增速，假设板块 2024-2026 年增速在 10%、8%、7%；假设毛利率逐渐稳定在 55% 左右；

其他主营业务：该板块基数相对较小，假设 2024-2026 年均增速在 7% 左右；毛利率稳定在 20% 左右；

图表 36：公司盈利预测（亿元，%）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
西药	15.96	17.83	16.97	18.41	19.88	21.27
YOY	-2.98%	11.72%	-5%	9%	8.00%	7.00%
成本	13.3	16.25	15.93	15.74	16.90	18.08
毛利率	16.67%	8.86%	6.14%	14.50%	15.00%	15.00%
中成药	46.7	56.52	58.36	64.20	69.33	74.19
YOY	6.86%	21.03%	3%	10.00%	8%	7%
成本	22.93	26.64	24.94	28.70	31.20	33.38
毛利率	50.90%	52.87%	57%	55.30%	55.00%	55.00%
其他主营业务	6.27	7.96	6.73	7.20	7.70	8.24
YOY	9.04%	26.95%	-15%	7%	7%	7%
成本	5.26	6.63	5.13	5.76	6.16	6.59
毛利率	16.11%	16.71%	24%	20.00%	20.00%	20.00%
其他	0.15	0.18	0.16	0.17	0.18	0.19
YOY	7.14%	20.00%	-10%	6%	6%	6%
成本	0.01	0.04	0.04	0.03	0.04	0.04
毛利率	93%	78%	78%	80%	80%	80%
总收入	69.08	82.49	82.22	89.98	97.10	103.90
YOY	4.60%	19.41%	-0.33%	9.44%	7.92%	7.00%
成本	41.5	49.56	46.03	50.23	54.30	58.10
毛利率	40%	40%	44%	44%	44%	44%

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

预计公司 2024/2025/2026 年营业收入分别为 89.98/97.10/103.90 亿元，归母净利润分别为 11.90/13.79/15.68 亿元，EPS 分别为 1.54/1.79/2.04 元，对应 PE 分别为 22/19/17 倍。给予公司“增持”评级。

图表 37：公司盈利预测

项目\年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	8222.31	8997.93	9710.23	10389.76
增长率（%）	-0.33%	9.43%	7.92%	7.00%
EBITDA（百万元）	949.98	1457.31	1670.49	1882.90
归属母公司净利润（百万元）	986.71	1189.86	1378.89	1567.65
增长率（%）	14.49%	20.59%	15.89%	13.69%
EPS（元/股）	1.28	1.54	1.79	2.04
市盈率（P/E）	26.29	22.18	19.14	16.84
市净率（P/B）	3.93	4.00	3.93	3.81
EV/EBITDA	25.39	17.11	14.99	13.30

数据来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 38：可比公司估值比较

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			股价 (元)	评级
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
600436.SH	片仔癀	1390.04	4.64	5.34	6.20	52.15	43.18	37.15	230.40	未评级
000538.SZ	云南白药	1008.11	2.29	2.58	2.86	21.46	21.93	19.75	56.50	未评级
000999.SZ	华润三九	596.83	2.90	2.62	3.00	17.15	17.71	15.49	46.47	未评级
600085.SH	同仁堂	499.22	1.22	1.35	1.57	44.12	26.91	23.24	36.40	未评级
600332.SH	白云山	457.66	2.50	2.61	2.81	11.46	10.79	10.02	28.15	未评级
600535.SH	天士力	224.84	0.88	0.99	1.07	23.64	15.20	14.07	15.05	增持
	平均值	696.12	2.40	2.58	2.92	28.33	22.62	19.95		
600329.SH	达仁堂	263.93	1.28	1.54	1.79	26.29	22.25	19.15	34.27	增持

资料来源：Choice，东方财富证券研究所。注：数据截至 2024 年 10 月 15 日；未评级数据来自 Choice 一致性预期。

5. 风险提示

- ◆ **行业政策变化风险。**中成药集中采购全国推广、中医药支持力度变化、医保目录、基药目录调整或影响行业与公司相关品种的增长。
- ◆ **行业竞争加剧风险。**中医药行业景气度高，新进入者或加剧行业竞争，原有中医药企业之间亦有同类品种竞争；
- ◆ **成本波动较大风险。**由于季节、天气、人力、供给、周期等因素影响，中药材原料或面临大幅涨价从而提升成本风险；
- ◆ **药品质量安全风险。**药品质量安全关乎患者的生命健康，些微的药品质量或影响产品的增长与企业的发展。

资产负债表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	6551.67	6626.24	6872.26	7207.61
货币资金	2125.20	1795.99	1664.11	1641.84
应收及预付	2300.81	2517.60	2717.05	2907.19
存货	1566.52	1709.08	1847.52	1976.83
其他流动资产	559.14	603.57	643.58	681.75
非流动资产	3678.43	3887.02	3998.94	4109.95
长期股权投资	882.31	1004.42	1126.53	1248.65
固定资产	1048.28	965.83	882.48	798.23
在建工程	386.46	439.07	491.67	544.28
无形资产	317.75	354.37	390.99	427.61
其他长期资产	1043.63	1123.33	1107.26	1091.18
资产总计	10230.10	10513.27	10871.20	11317.56
流动负债	3232.92	3520.61	3775.94	4013.65
短期借款	81.80	61.96	42.12	22.28
应付及预收	1126.09	1228.57	1328.09	1421.04
其他流动负债	2025.03	2230.07	2405.73	2570.32
非流动负债	351.94	349.79	349.79	349.79
长期借款	241.03	241.03	241.03	241.03
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	110.91	108.76	108.76	108.76
负债合计	3584.86	3870.40	4125.73	4363.44
实收资本	770.16	770.16	770.16	770.16
资本公积	975.21	975.56	975.56	975.56
留存收益	4828.02	4828.46	4937.35	5155.01
归属母公司股东权益	6600.69	6599.70	6708.59	6926.25
少数股东权益	44.55	43.17	36.87	27.87
负债和股东权益	10230.10	10513.27	10871.20	11317.56

利润表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8222.31	8997.93	9710.23	10389.76
营业成本	4604.08	5023.08	5429.95	5810.01
税金及附加	79.05	86.50	93.35	99.88
销售费用	2126.43	2303.47	2369.30	2431.20
管理费用	381.63	417.63	450.69	482.23
研发费用	184.63	202.04	218.04	233.30
财务费用	-15.62	-17.36	-13.27	-12.14
资产减值损失	-71.86	0.16	0.16	0.16
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	308.11	337.17	363.86	389.33
资产处置收益	0.15	0.16	0.18	0.19
其他收益	21.76	23.82	25.70	27.50
营业利润	1096.98	1343.88	1552.06	1762.44
营业外收入	3.08	0.00	0.00	0.00
营业外支出	4.70	0.00	0.00	0.00
利润总额	1095.36	1343.88	1552.06	1762.44
所得税	126.66	155.39	179.47	203.79
净利润	968.71	1188.48	1372.60	1558.65
少数股东损益	-18.00	-1.38	-6.30	-9.00
归属母公司净利润	986.71	1189.86	1378.89	1567.65
EBITDA	949.98	1457.31	1670.49	1882.90

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

现金流量表（百万元）

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	688.49	824.42	1051.04	1214.32
净利润	968.71	1188.48	1372.60	1558.65
折旧摊销	133.15	130.79	131.69	132.60
营运资金变动	-166.37	-118.01	-102.73	-100.07
其它	-247.00	-376.84	-350.52	-376.85
投资活动现金流	-568.91	50.50	120.59	146.06
资本支出	-140.74	-121.17	-121.16	-121.15
投资变动	-606.35	-122.11	-122.11	-122.11
其他	178.18	293.78	363.86	389.33
筹资活动现金流	-833.77	-1204.06	-1303.51	-1382.66
银行借款	69.90	-19.84	-19.84	-19.84
债券融资	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	2.88	0.35	0.00	0.00
其他	-906.55	-1184.57	-1283.67	-1362.82
现金净增加额	-714.15	-329.21	-131.88	-22.28
期初现金余额	2711.53	1997.39	1668.18	1536.30
期末现金余额	1997.39	1668.18	1536.30	1514.02

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长	-0.33%	9.43%	7.92%	7.00%
营业利润增长	11.93%	22.51%	15.49%	13.55%
归属母公司净利润增长	14.49%	20.59%	15.89%	13.69%
获利能力 (%)				
毛利率	44.01%	44.18%	44.08%	44.08%
净利率	11.78%	13.21%	14.14%	15.00%
ROE	14.95%	18.03%	20.55%	22.63%
ROIC	10.36%	16.82%	19.28%	21.36%
偿债能力				
资产负债率 (%)	35.04%	36.81%	37.95%	38.55%
净负债比率	-	-	-	-
流动比率	2.03	1.88	1.82	1.80
速动比率	1.49	1.35	1.28	1.25
营运能力				
总资产周转率	0.81	0.87	0.91	0.94
应收账款周转率	3.81	3.95	3.93	3.91
存货周转率	3.07	3.07	3.05	3.04
每股指标 (元)				
每股收益	1.28	1.54	1.79	2.04
每股经营现金流	0.89	1.07	1.36	1.58
每股净资产	8.57	8.57	8.71	8.99
估值比率				
P/E	26.29	22.18	19.14	16.84
P/B	3.93	4.00	3.93	3.81
EV/EBITDA	25.39	17.11	14.99	13.30

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究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本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。