

快速成长中的创新中药企业

华泰研究

2025年1月09日 | 中国内地

首次覆盖

中药

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

13.99

研究员 SAC No. S0570516120002 SFC No. BFI915 代雯 daiwen@htsc.com +(86) 21 2897 2078

研究员 SAC No. S0570519060004 张云逸 zhangyunyi@htsc.com +(86) 21 3847 6729

联系人 SAC No. S0570123070049 SFC No. BUS625 唐庆雷 tangqinglei@htsc.com +(86) 21 2897 2228

方盛制药是一家快速成长创新中药企业, 2020年启动归核化战略、聚焦创新中药: 1) 主力产品2021-2023年进入国采, 集采风险敞口显著收窄; 2) 中药创新药2024年收入提速, 驱动公司收入增长与净利率提升; 3) 核心品种均列入国谈、集采、基药等目录, 政策风险较小。

中药创新药: 政策倾斜鼓励, 企业大有可为

我们看好中药创新药行业: 1) 顶层强调促进中医药传承创新发展, 鼓励性政策不断出炉; 2) 药监局审评审批提速, 鼓励有临床价值、严谨证据的新药上市, 新药获批加速; 3) 医保局支付倾斜, 中药新药具备定价优势; 4) 近年多个新药受益于国谈身份与自身推广, 爬坡速度更快、销售峰值更高。

骨科与心脑血管: 集采充分出清, 玄七快速放量

1) 骨科: i) 藤黄健骨片以独家剂型中标2023年国家集采, 2024年以价换量、收入下滑, 2025年起收入平稳增长; ii) 1类新药玄七健骨受益于加大覆盖与国谈, 收入爬坡放量(2024~26年275/25/33%yoy), 有望成为5~10亿大品种; 2) 心脑血管: i) 依折麦布与血塞通口服积极拥抱集采, 未来表现平稳; ii) 养血祛风预计1H25获批, 有望成长为5~10亿元大品种。

儿科与呼吸系统: 小儿荆杏与强力枇杷膏持续成长

1) 儿科: 1类新药小儿荆杏受益于渠道覆盖销售持续爬坡(2024~26年+50/50/30%yoy), 未来成人适应症(预计2026年获批)与糖浆剂(临床前研究)有望扩大用药人群; 2) 呼吸科: 强力枇杷膏作为独家剂型、医保、基药品种近年医院覆盖与销售收入持续提升, 带动呼吸系统收入强劲增长。

我们与市场观点不同之处

1) 市场担心公司体量较小、抗风险能力弱。我们认为在医疗合规大背景下, 公司产品具备国谈、基药、国采等身份, 在医院准入上更具优势; 2) 市场对中药创新药持续增长性存疑。我们认为公司的创新药基于确切疗效进入国家谈判, 获得定价优势与准入优势, 有望随着覆盖率提升持续增长。

首次覆盖给予“买入”评级

我们预计公司2024-26年收入18.2/20.7/23.6亿元(+12%/14%/14% yoy), 归母净利2.8/3.1/3.7亿元(+49%/10%/22% yoy), 给予2025年PE估值20x(2024-26E公司、可比公司归母净利润CAGR分别为26%、9%, 可比公司均值16x, 考虑集采出清、创新中药放量带来业绩持续增长给予一定溢价), 目标价13.99元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 市场推广不及预期风险, 中药行业政策风险, 原料价格波动风险。

经营预测指标与估值

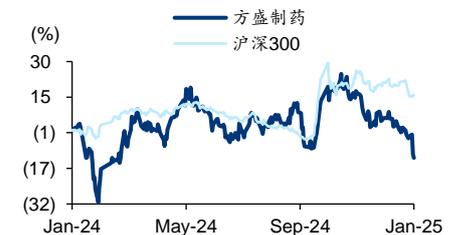
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	1,792	1,629	1,822	2,071	2,364
+/-%	14.36	(9.12)	11.85	13.69	14.13
归属母公司净利润(人民币百万)	285.85	186.82	278.70	307.07	373.55
+/-%	308.12	(34.64)	49.18	10.18	21.65
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.65	0.43	0.63	0.70	0.85
ROE(%)	22.11	13.12	18.17	18.07	19.54
PE(倍)	14.36	21.98	14.73	13.37	10.99
PB(倍)	2.95	2.82	2.55	2.30	2.02
EV EBITDA(倍)	10.15	15.93	11.29	9.50	8.20

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价(人民币)	13.99
收盘价(人民币 截至1月8日)	9.35
市值(人民币百万)	4,106
6个月平均日成交额(人民币百万)	76.93
52周价格范围(人民币)	7.46-13.24
BVPS(人民币)	3.63

股价走势图



资料来源: Wind

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,191	920.67	1,124	1,146	1,384
现金	399.72	208.98	233.75	265.74	303.29
应收账款	177.50	209.64	223.39	268.91	292.96
其他应收账款	164.90	13.50	186.04	40.81	218.10
预付账款	66.60	104.80	86.92	131.04	117.71
存货	303.40	328.28	338.25	383.54	396.05
其他流动资产	78.97	55.46	55.46	55.46	55.46
非流动资产	1,731	2,160	2,195	2,245	2,310
长期投资	252.07	257.52	237.52	237.52	237.52
固定投资	650.17	812.69	880.26	955.39	1,037
无形资产	273.71	267.68	270.43	260.35	254.52
其他非流动资产	555.12	822.43	806.34	792.02	780.10
资产总计	2,922	3,081	3,318	3,391	3,693
流动负债	999.59	1,248	1,372	1,305	1,403
短期借款	210.25	309.19	652.90	421.18	566.89
应付账款	85.53	113.62	78.00	129.51	94.62
其他流动负债	703.81	825.27	641.43	754.09	741.04
非流动负债	414.61	244.17	216.88	188.97	161.78
长期借款	297.86	152.70	125.41	97.50	70.31
其他非流动负债	116.76	91.47	91.47	91.47	91.47
负债合计	1,414	1,492	1,589	1,494	1,564
少数股东权益	117.82	130.63	119.89	108.06	93.66
股本	439.31	439.73	439.12	439.12	439.12
资本公积	163.87	185.82	185.82	185.82	185.82
留存公积	816.66	849.61	934.67	1,028	1,142
归属母公司股东权益	1,390	1,458	1,609	1,789	2,035
负债和股东权益	2,922	3,081	3,318	3,391	3,693

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	301.63	87.54	92.76	579.06	231.20
净利润	276.70	179.62	267.96	295.23	359.15
折旧摊销	88.12	81.51	92.22	110.93	126.87
财务费用	19.93	10.82	31.85	30.87	26.46
投资损失	(166.25)	3.85	(55.00)	(20.00)	(20.00)
营运资金变动	59.50	(190.48)	(218.12)	177.75	(244.98)
其他经营现金	23.62	2.22	(26.15)	(15.72)	(16.30)
投资活动现金	(301.49)	(197.40)	(59.89)	(130.08)	(159.61)
资本支出	(171.25)	(218.78)	(141.80)	(155.71)	(183.48)
长期投资	(100.51)	5.59	20.00	0.00	0.00
其他投资现金	(29.74)	15.79	61.91	25.63	23.87
筹资活动现金	126.58	(91.55)	(8.10)	(416.99)	(34.03)
短期借款	(233.30)	98.95	343.71	(231.73)	145.71
长期借款	270.10	(145.16)	(27.29)	(27.91)	(27.19)
普通股增加	9.88	0.43	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	31.94	21.95	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	47.96	(67.71)	(324.52)	(157.35)	(152.55)
现金净增加额	126.71	(201.41)	24.77	31.99	37.55

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,792	1,629	1,822	2,071	2,364
营业成本	586.29	519.54	499.90	541.34	584.69
营业税金及附加	28.55	29.27	32.74	37.22	42.48
营业费用	754.62	657.53	743.21	849.07	973.77
管理费用	187.65	149.31	154.83	173.96	196.17
财务费用	19.93	10.82	31.85	30.87	26.46
资产减值损失	(1.18)	(2.33)	(2.61)	(2.97)	(3.39)
公允价值变动收益	(0.06)	0.05	0.05	0.05	0.05
投资净收益	166.25	(3.85)	55.00	20.00	20.00
营业利润	332.04	196.45	305.83	336.70	409.06
营业外收入	0.50	8.55	3.18	3.18	3.18
营业外支出	5.96	1.66	5.67	5.67	5.67
利润总额	326.57	203.34	303.33	334.21	406.57
所得税	49.87	23.71	35.38	38.98	47.42
净利润	276.70	179.62	267.96	295.23	359.15
少数股东损益	(9.15)	(7.20)	(10.74)	(11.83)	(14.40)
归属母公司净利润	285.85	186.82	278.70	307.07	373.55
EBITDA	432.90	295.01	426.67	475.18	558.95
EPS (人民币, 基本)	0.66	0.43	0.63	0.70	0.85

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	14.36	(9.12)	11.85	13.69	14.13
营业利润	233.06	(40.84)	55.68	10.10	21.49
归属母公司净利润	308.12	(34.64)	49.18	10.18	21.65
获利能力 (%)					
毛利率	67.28	68.10	72.56	73.86	75.26
净利率	15.44	11.03	14.71	14.26	15.20
ROE	22.11	13.12	18.17	18.07	19.54
ROIC	23.74	12.26	16.09	18.65	18.59
偿债能力					
资产负债率 (%)	48.40	48.43	47.89	44.05	42.36
净负债比率 (%)	14.01	30.51	35.35	16.89	18.91
流动比率	1.19	0.74	0.82	0.88	0.99
速动比率	0.80	0.38	0.50	0.47	0.61
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.54	0.57	0.62	0.67
应收账款周转率	8.52	8.41	8.41	8.41	8.41
应付账款周转率	6.08	5.22	5.22	5.22	5.22
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.65	0.43	0.63	0.70	0.85
每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	0.20	0.21	1.32	0.53
每股净资产(最新摊薄)	3.17	3.32	3.66	4.07	4.63
估值比率					
PE (倍)	14.36	21.98	14.73	13.37	10.99
PB (倍)	2.95	2.82	2.55	2.30	2.02
EV EBITDA (倍)	10.15	15.93	11.29	9.50	8.20

正文目录

投资摘要	6
方盛制药：从多元发展到聚焦创新	9
中药创新药：政策倾斜鼓励，企业大有可为	13
骨科：藤黄健骨企稳，玄七健骨持续爬坡	16
老龄化驱动骨科中成药维持高个位数增长	16
藤黄健骨片集采已全面执行，未来有望价稳量提	17
玄七健骨片处于医院导入期，收入持续快速爬坡	19
心脑血管：仿制药集采获益，养血扶风蓄势待发	21
依折麦布低价中标国采，未来稳定增长	21
血塞通双剂型拥抱国采，未来稳定供应	22
养血祛风止痛颗粒有望 2025 年上市，冲刺 5~10 亿大品种	23
儿科：小儿荆杏止咳放量带动快速增长	24
呼吸系统：强力枇杷系列带动滕王阁药业收入利润双升	27
盈利预测与估值分析	29
盈利预测	29
风险提示	31

图表目录

图表 1：方盛制药：收入利润预测（2021-2026E）	6
图表 2：方盛制药股价复盘（前复权）	6
图表 3：方盛制药：资产处置（2019~1H24）	7
图表 4：方盛制药：投资亏损与资产减值（2015~9M24）	7
图表 5：方盛制药：公司产品收入拆分（2018~2026E）	7
图表 6：方盛制药：中药创新药收入（2021~2027E）	8
图表 7：方盛制药：中药创新药医院覆盖率比较	8
图表 8：方盛制药毛利率（1Q21~3Q24）	8
图表 9：中药处方药企业净利率（2018~2023）	8
图表 10：方盛制药大事记	9
图表 11：方盛制药：部分股权受让转让历史	9
图表 12：方盛制药股权结构（9M24）	9
图表 13：方盛制药分行业收入拆分（2018-2023）	10
图表 14：方盛制药分治疗领域收入拆分（2018-2023）	10
图表 15：方盛制药历史收入与利润（2018-9M24）	10
图表 16：方盛制药历史收入与利润增速（2018-9M24）	10
图表 17：方盛制药历史四项费用（2018-9M24）	11

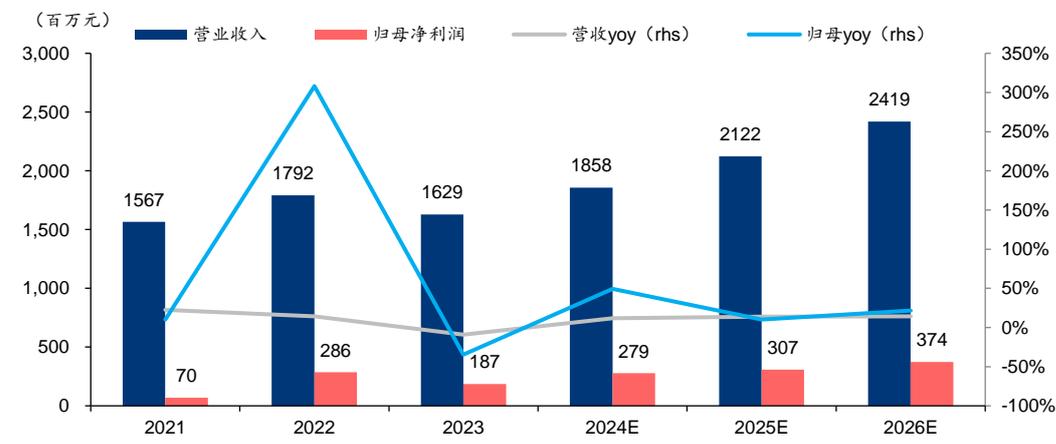
图表 18: 方盛制药历史四项费用率 (2018-9M24)	11
图表 19: 方盛制药: 商誉与资产减值损失	11
图表 20: 方盛制药“338 战略”产品	12
图表 21: 公司在研新药	12
图表 22: 中国中成药制造业收入 (2011-1H24)	13
图表 23: 中药支持政策汇总	13
图表 24: 中药新药 IND 获批数量及速度 (2018~9M24)	14
图表 25: 中药新药 NDA 获批数量及速度 (2018~9M24)	14
图表 26: 中药 1 类新药关键性临床结果	14
图表 27: 历年上市的中药新药在医保谈判中相对于医保参照药/临床对照药/同类竞品的价格倍数	15
图表 28: 中药 1 类新药销售收入	15
图表 29: 方盛制药: 骨科收入及预测 (2021~2026E)	16
图表 30: 中国骨骼肌肉中成药市场规模 (2016-2023)	16
图表 31: 2023 年骨骼肌肉中成药 Top 20	17
图表 32: 膝关节炎专家指南: 推荐药物	17
图表 33: 藤黄健骨片: 真实世界用药分析	17
图表 34: 藤黄健骨剂型: 2023 年全国集采格局	18
图表 35: 藤黄健骨片: 医院覆盖进度	18
图表 36: 藤黄健骨片: 收入及预测 (2014~2026E)	18
图表 37: 藤黄健骨片: 量价拆分 (2018~2023)	18
图表 38: 玄七健骨片: 多中心、随机、双盲、平行对照三期临床有效性终点	19
图表 39: 膝关节炎: 推荐药物	19
图表 40: 玄七健骨片: 覆盖医院数量	20
图表 41: 玄七健骨片: 收入与预测 (2023~2026E)	20
图表 42: 方盛制药: 心脑血管收入及预测 (2021~2026E)	21
图表 43: 中国公立医院血脂调节剂 (2016-2023)	21
图表 44: 依折麦布: 收入及预测 (2020~2026E)	21
图表 45: 中国心脑血管中成药市场规模 (2015-2023)	22
图表 46: 血塞通口服剂型历次集采格局	22
图表 47: 心脑血管 (剔除依折麦布): 收入及预测 (2018~2026E)	22
图表 48: 《中国紧张型头痛诊断与治疗指南 (2023)》推荐用药	23
图表 49: 养血清脑系列: 估算收入 (2011-2023)	23
图表 50: 天舒系列: 估算收入 (2018-2023)	23
图表 51: 方盛制药: 儿科收入及预测 (2021~2026E)	24
图表 52: 中国儿科中成药市场规模 (2019~1H24)	24
图表 53: 中国儿科中成药拆分 (2023)	24
图表 54: 小儿荆杏止咳颗粒: 疾病疗效综合评价	25
图表 55: 小儿荆杏止咳颗粒: 中医症候改善综合评价	25
图表 56: 小儿荆杏止咳颗粒: 多中心、随机、双盲、平行对照三期临床有效性结果	25
图表 57: 儿童祛痰止咳治疗专家共识: 推荐药物	25

图表 58: 小儿荆杏止咳颗粒: 覆盖医院数量	26
图表 59: 小儿荆杏止咳颗粒: 收入与预测 (2021~2026E)	26
图表 60: 方盛制药: 呼吸科收入及预测 (2021~2026E)	27
图表 61: 中国止咳祛痰平喘中成药市场规模 (2019-2023)	27
图表 62: 止咳祛痰平喘中成药: 枇杷类产品品牌销售排名 (2023)	27
图表 63: 滕王阁药业: 收入与增速 (2021-2023)	27
图表 64: 滕王阁药业: 利润与利润率 (2021-2023)	27
图表 65: 强力枇杷膏: 渠道覆盖进度	28
图表 66: 强力枇杷膏与强力枇杷露的收入预测	28
图表 67: 方盛制药收入预测	29
图表 68: 康美中国中药材价格指数	30
图表 69: 方盛制药利润预测	30
图表 70: 估值表	30
图表 71: 方盛制药 PE-Bands	31
图表 72: 方盛制药 PB-Bands	31

投资摘要

方盛制药是一家快速成长创新中药企业，我们看好其：1) 2020 年启动归核化战略，聚焦创新中药；2) 主力产品 2021-2023 年进入国采，集采风险敞口显著收窄；3) 中药创新药 2024 年收入提速，驱动公司收入增长与净利率提升；4) 核心品种均列入国谈、集采、基药等目录，政策风险较小。

图表1：方盛制药：收入利润预测 (2021-2026E)

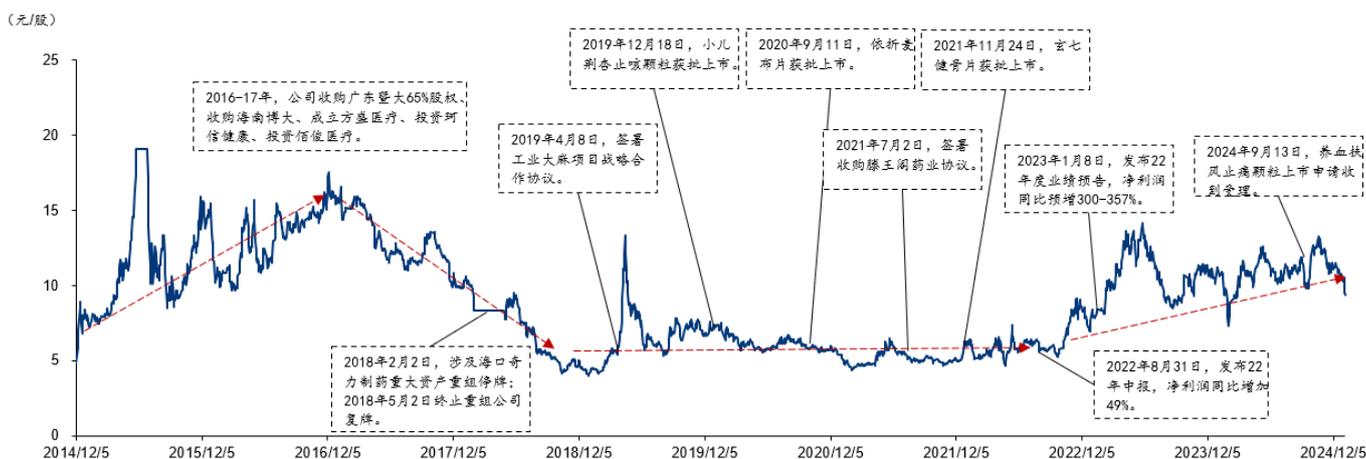


资料来源：公司公告，华泰研究预测

复盘公司股价，公司上市以来走势经历四个阶段。

- 1) 2014~2017 年：公司频繁出手，收购广东暨大、海南博大，成立方盛医疗，投资珂信健康、佰俊医疗，尝试业务多元化，股价中枢随之抬升；
- 2) 2017~2018 年：公司业绩表现平淡，前期投资未能兑现在利润表，股价中枢下移；
- 3) 2019~2022 年：启动归核化，聚焦创新中药，但尚未反应到业绩上。期间小儿荆杏止咳颗粒、依折麦布片、玄七健骨片依次获批上市，公司收购滕王阁药业获得其强力枇杷系列，股价中位震荡；
- 4) 2022~至今：公司创新中药业务兑现业绩，利润快速攀升，公司股价中枢持续抬高。

图表2：方盛制药股价复盘（前复权）



注：数据截至 2025 年 1 月 8 日收盘

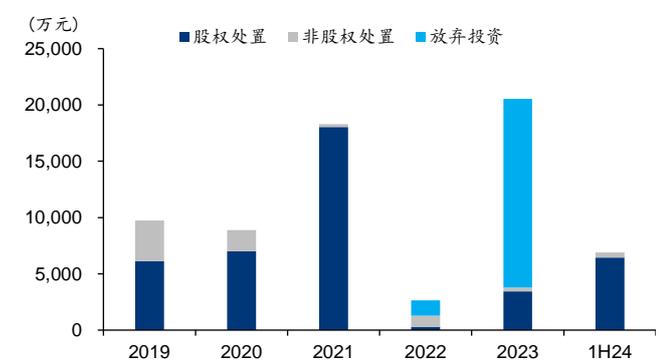
资料来源：Wind，华泰研究

与市场不同的观点：

- 1) **市场担心公司体量较小、抗风险尤其政策风险的能力较弱。**我们认为在医疗合规大背景下，具备国谈、基药、国采等身份的产品在医院准入上更具优势，而公司的大产品与快速放量的产品均在几个目录中，政策风险较低。
- 2) **市场对公司的中药创新药持续增长性存疑。**公司的中药创新药基于确切疗效进入国家谈判，从而获得定价优势与准入优势，但小儿荆杏止咳与玄七健骨在医院覆盖率（9M24 等级医院 700~1000 家，基层医院 300~500 家）、收入体量（2024 年预计 1 亿元附近）与行业大单品存在较大差距，有望随着覆盖率提升持续增长。

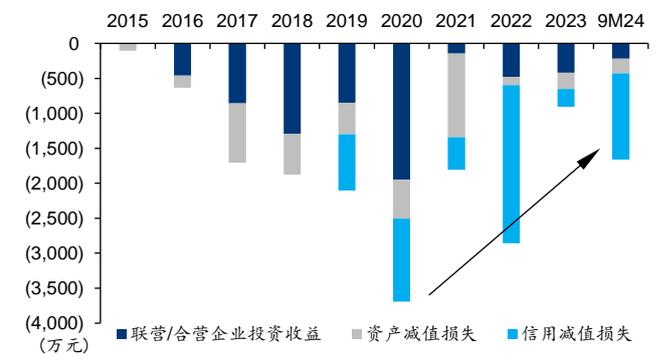
推行归核化，聚焦创新中药。公司 2014 年上市后投资方向多元化，包括连锁医院、CRO 等等，消耗了部分主业利润。从 2020 年下半年开始，公司从“多元并购”走向“归核化”，通过“关、停、并、转”的方式来盘活固化与低效的资产，不断夯实资产质量。公司实控人张庆华毕业于湖南中医药大学，近年不断聚焦核心能力圈尤其中药创新药。

图表3：方盛制药：资产处置（2019~1H24）



资料来源：公司公告，华泰研究

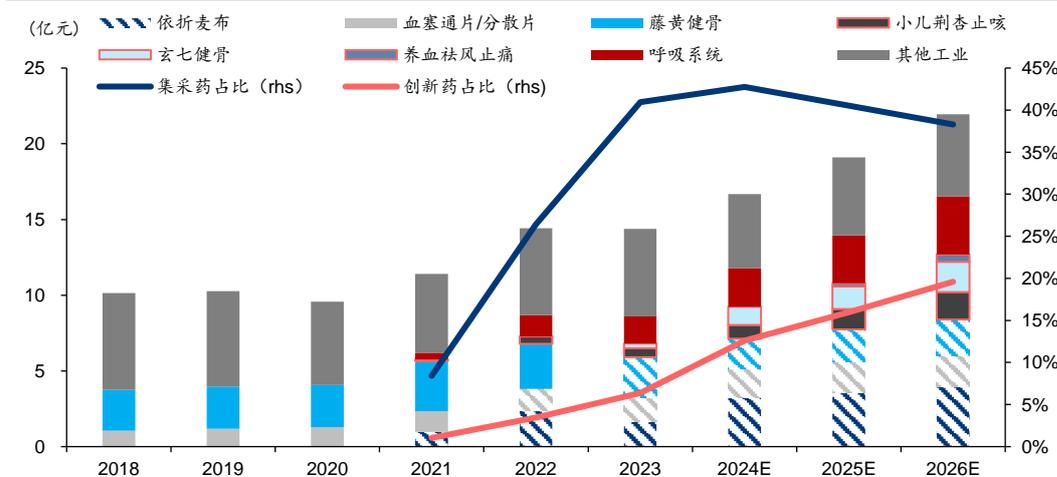
图表4：方盛制药：投资亏损与资产减值（2015~9M24）



资料来源：公司公告，华泰研究

集采风险敞口收窄。公司主力产品均已经进入集采，如依折麦布 2021 年国采，血塞通 2022 年湖北第一批国采、2024 年扩围接续，藤黄健骨 2023 年湖北第二轮国采。三大品类 2024 年均进入集采协议期，收入占比约 45%，我们预计收入占比将不断下降。此外公司强力枇杷露列入地方集采目录、但体量较小，而其他品种如中药创新药集采风险较小。

图表5：方盛制药：公司产品收入拆分（2018~2026E）

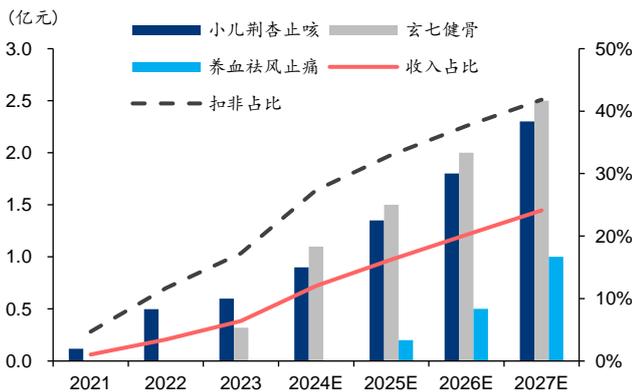


资料来源：公司年报，华泰研究预测

中药创新药不断起量，我们预计 2024 年收入约 2 亿，未来保持 40-50% 收入增长，净利润增长则有望更快。

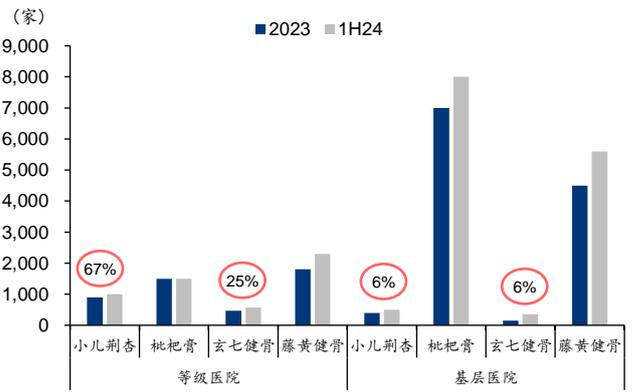
- 1) 我们预计小儿荆杏止咳与玄七健骨未来三年收入增长超 30%: i) 1 类新药与国谈身份带有确切疗效与定价优势，利于入院准入; ii) 背靠强力枇杷膏 (1H24 等级医院 1500 家、基层医院 8000 家) 与藤黄健骨 (9M24 等级医院 2400 家、基层医院 6000 家) 销售资源，等级医院覆盖正在快速推进，基层医院覆盖率仍有较大的提升空间。
- 2) 养血祛风 2025 年有望上市并谈判进入医保 (9M24 报产，峰值 5~10 亿元)，荆杏止咳成人适应症与健胃祛痛有望 2025 年报产并于 2026 年获批，为创新药盘子提供增量。
- 3) 净利率方面，公司 2023 年净利率 11%，我们预计中药创新药的高定价带来更高的净利率 (预计在 20~30%)，高利润率的创新药放量有望推动公司利润增长。

图表6: 方盛制药: 中药创新药收入 (2021~2027E)



资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

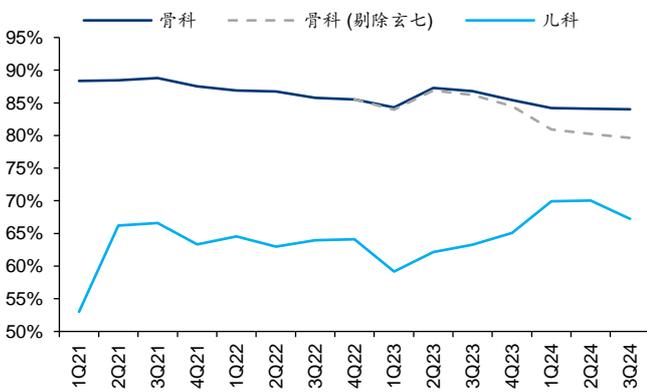
图表7: 方盛制药: 中药创新药医院覆盖率比较



注: 红色圆圈为小儿荆杏相较于强力枇杷膏、玄七健骨相较于藤黄健骨在不同渠道的覆盖率, 该数值体现新药的覆盖进度

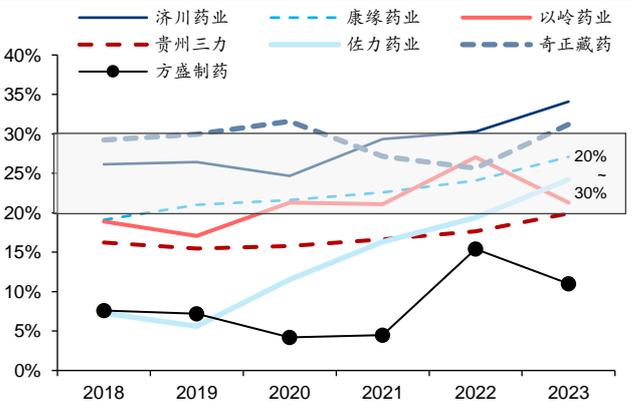
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表8: 方盛制药毛利率 (1Q21~3Q24)



资料来源: 公司公告, Wind, 华泰研究

图表9: 中药处方药企业净利率 (2018~2023)



注: 此处净利率加回研发费用率进行对比

资料来源: 公司公告, Wind, 华泰研究

方盛制药：从多元发展到聚焦创新

方盛制药成立于 2002 年，系长沙御奥制药股权转让后更名，2014 年上市。公司上市后投资方向多元化，包括连锁医院、CRO 等等，消耗了部分主业利润。从 2020 年下半年开始，公司从“多元并购”走向“归核化”，通过“关、停、并、转”的方式来盘活固化与低效的资产，以实现高质量发展。

图表10：方盛制药大事记

时间	事件
2002	公司成立
2003	长沙高新区购地建厂
2004	GMP 厂房完成认证并投产
2009	完成股份制改造
2010	投资控股湘雅制药
2013	荣获湖南省“省长质量奖”
2014	上交所上市
2015	收购广东暨大 65% 股权，全资收购海南博大；成立方盛医疗，携手同系资本投资珂信健康（肿瘤连锁医院）
2017	投资佰俊医疗（肾病连锁医院）
2019	启动工业大麻项目
2020	成立方盛锐新、投资重庆筱熊猫打造工商联盟平台
2021	收购江西滕王阁药业（中成药）
2022	成立融大、融美、融华等 MAH 项目公司，整合行业研发资源

资料来源：公司官网，华泰研究

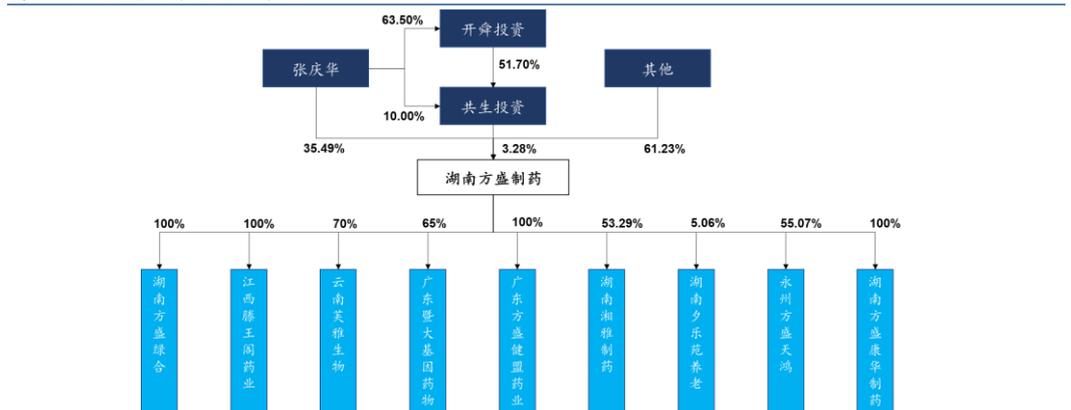
图表11：方盛制药：部分股权受让转让历史

公司	业务	受让	定价	转让	定价
海南博大药业	中成药	2016 年 9 月	1.16 亿元 (100%)		
湖南珂信健康	肿瘤连锁医院	2016 年 12 月	2.58 亿元 (51%)		
佰俊医疗	肾病连锁医院	2017 年 7 月	2000 万元 (18.96%)		
		2019 年 11 月	6066 万元 (33.93%)	2021 年 5 月	1.47 亿元 (31.7%)
营口三花制药	中成药	2018 年 7 月	1020 万元 (51%)	2021 年 5 月	2400 万元 (51%)
江西滕王阁	中成药	2021 年 7 月	1.7575 亿元 (100%)		
湖南恒兴医药	CRO			2021 年 12 月	943.64 万元 (50%)
横琴中科建创	PE	2019 年 9 月	4000 万元 (39.60%)	2022 年 10 月	303.30 万元 (32.18%)
湖南新盘生物	/			2024 年 2 月	5200 万元 (100%)
方盛锐新药业	工商联盟平台			2024 年 4 月	7057 万元 (实收资本减资)

资料来源：公司公告，华泰研究

公司股权相对集中。截至 9M24 张庆华（实控人、党委书记、董事长助理）合计持有公司 36.89% 股份，其配偶周晓莉（董事长）通过共生投资间接持有公司股权。公司聚焦制药工业领域，集团核心板块包括绿色合成制药（制药）、滕王阁药业（制药）、芙雅生物（工业大麻）、暨大基因（基因药物/CRO）、悠熊猫药业（药品批发/食品）、方盛健盟（制药/零售）、湘雅制药（制药/大健康）、夕乐苑（养老产业）、方盛天鸿（医院）、方盛康华（制药）等。

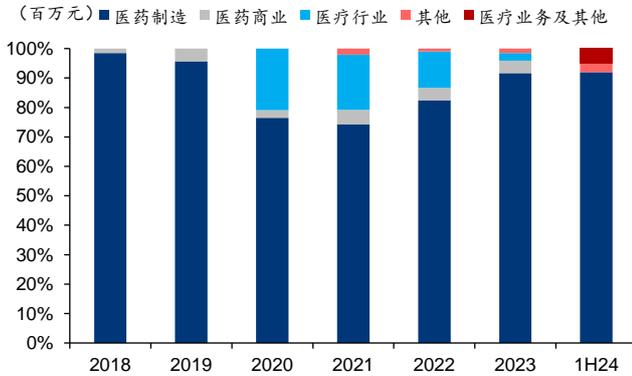
图表12：方盛制药股权结构（9M24）



资料来源：Wind，华泰研究

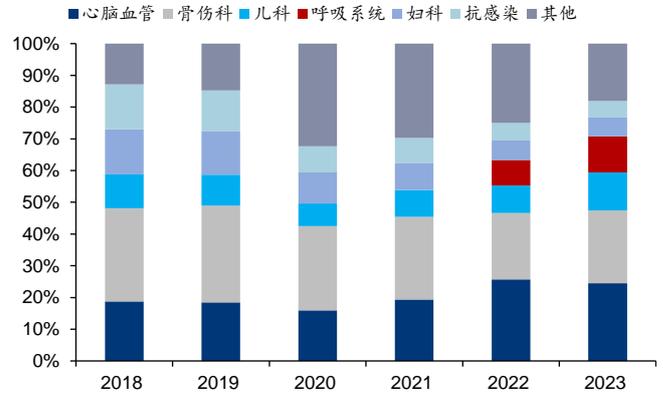
聚焦医药制造，深耕心脑血管、骨伤科、儿科、呼吸科等科室。分行业看，公司收入主要来源于医药制造业，常年占比 70%以上，2023 年超过 90%，其次是医疗行业、医药商业和其他。分治疗领域看，心脑血管与骨伤科占公司收入近一半，其次为儿科、呼吸系统、妇科、抗感染和其他领域，收购滕王阁药业后引入的呼吸系统管线从 2022 年开始贡献收入。

图表 13: 方盛制药分行业收入拆分 (2018-2023)



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表 14: 方盛制药分治疗领域收入拆分 (2018-2023)

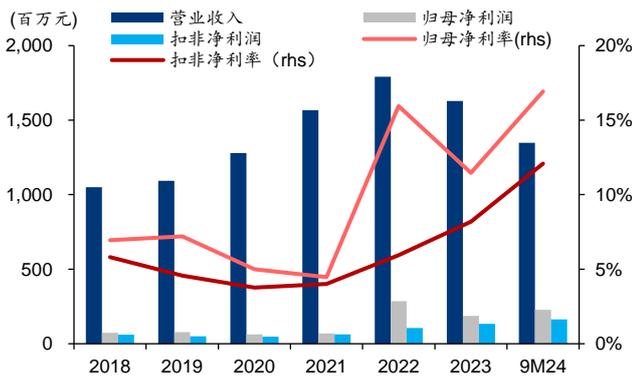


资料来源: 公司公告, 华泰研究

内生收入与内生净利润稳健增长。

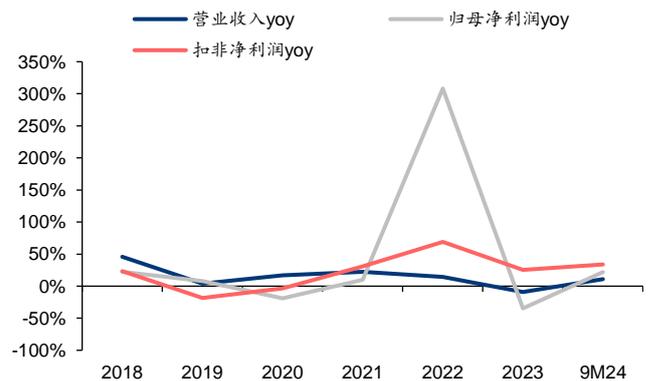
- 1) 营业收入自上市以来持续维持增长, 从 2014 年的 4.2 亿元增长到 2022 年的 17.9 亿元, 8 年 CAGR~20%, 直至 2023 年由于佰骏医疗不再并表影响首次出现下滑 (剔除该因素公司 2023 年收入基本持平), 9M24 收入 13.5 亿元 (+11%yoy), 重回成长轨道。
- 2) 归母净利润从 2018 年的 0.7 亿元增长到 2022 年的 2.9 亿元, 2023 年出现下滑 (主因 2022 年确认转让佰骏医疗部分股权投资收益对基数影响), 9M24 实现归母 2.3 亿元 (+61%yoy)。
- 3) 得益于制药工业收入稳健增长, 公司扣非净利润从 2020 年的 0.5 亿元持续增长到 2023 年的 1.3 亿元, 9M24 实现 1.6 亿元 (+34%yoy)。

图表 15: 方盛制药历史收入与利润 (2018-9M24)



资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表 16: 方盛制药历史收入与利润增速 (2018-9M24)

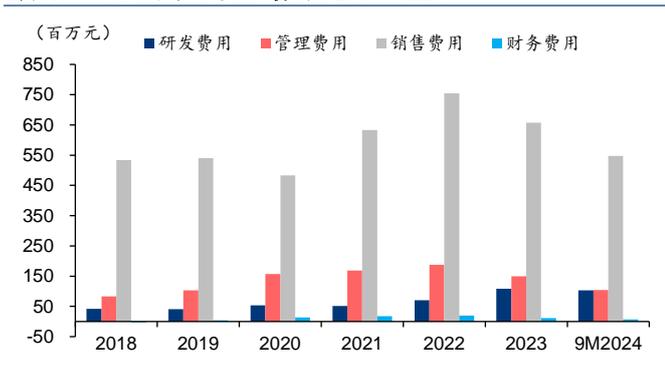


资料来源: 公司公告, 华泰研究

三项费用率稳健。

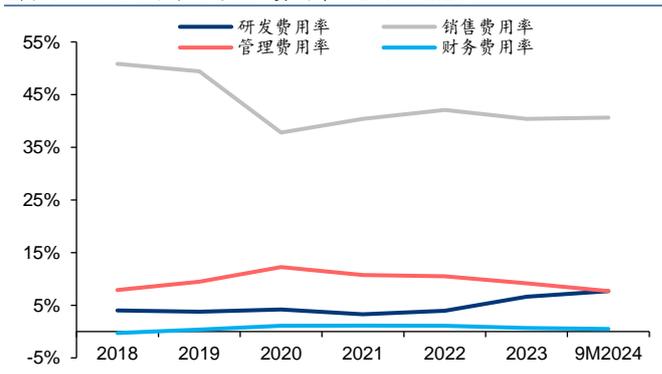
- 1) 2020 年受疫情影响，学术推广等营销活动减少，销售费用率下滑到 38%，后随着业务恢复逐年增加到 2022 年的 42%。2023 年由于佰骏医疗不再纳入合并范围、多个产品进入国家集采影响，销售费用率下降到 40%，9M24 为 41%；
- 2) 2018 年以来公司管理费用率在 8-12% 范围，其中 2020 年较高是由于佰骏医疗并表影响，随后逐年改善，9M24 为 8%；
- 3) 2018-2022 年公司研发费用率维持在 4% 左右，2023 年主因公司加大中药创新药和复杂制剂研发，研发费用率提高到 7%，9M24 为 8%；

图表17：方盛制药历史四项费用（2018-9M24）



资料来源：公司公告，华泰研究

图表18：方盛制药历史四项费用率（2018-9M24）

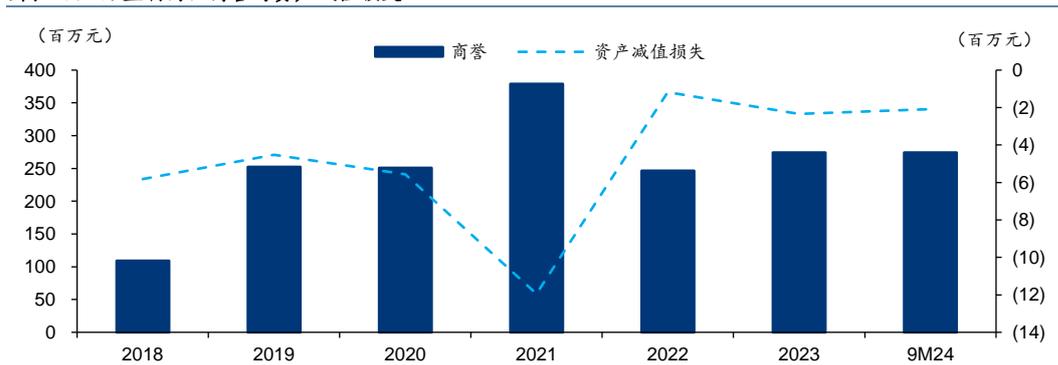


资料来源：公司公告，华泰研究

商誉和资产减值损失影响可控。

- 1) 账面商誉 2019 年和 2021 年上升主因非同一控制下合并形成(19 年主要为佰俊医疗 1.2 亿元，21 年主要为滕王阁药业 1.4 亿元)，2022 年下降主因公司处置佰骏医疗部分股权，对应商誉减少。截至 9M24，公司账面商誉余额 2.8 亿元，主要来自投资海南博大（对应 1.0 亿元）与收购滕王阁药业（1.4 亿元）；
- 2) 公司 2018-2020 年资产减值损失在 400-600 万元，2021 年确认长期股权投资损失~1200 万元，2022-9M24 在 200 万元左右，主要来自应收账款坏账及其他应收账款坏账，对整体业绩影响较小。

图表19：方盛制药：商誉与资产减值损失



资料来源：公司公告，华泰研究

“338 工程” 打造核心品种。公司于 2021 年提出“338 大产品打造计划”，即争取 5-10 年内完成打造 3 个 10 亿大产品、3 个 5 亿大产品、8 个超亿元产品的目标，为公司的长期发展制定了明确的方向。

图表20：方盛制药“338 战略”产品

药品名称	注册分类	适应症	处方属性	独家品种	基药目录	医保目录	2023 年收入	“338” 工程
心脑血管								
依折麦布片	化药 4 类	高胆固醇血症	Rx	×	×	√	1.7 亿元	1 亿
血塞通片/分散片	中药 9 类	活血化瘀	Rx	×	×	√	>1 亿元	5 亿
骨科								
藤黄健骨片	中药 8 类	各类关节炎	Rx	√ (独家剂型)	×	√	2.5 亿元	10 亿
玄七健骨片	中药 1.1 类	膝骨关节炎	Rx	√	×	√ (国谈)	0.3 亿元	5 亿
跌打活血胶囊	中药 9 类	舒筋活血	Rx	√ (独家剂型)	×	√	0.2 亿元	1 亿
龙血竭散	中药 9 类	跌打损伤	Rx	√ (独家剂型)	×	√	/	1 亿
儿科								
小儿荆杏止咳颗粒	中药 6.1 类	小儿咳嗽	Rx	√	×	√ (国谈)	0.6 亿元	10 亿
赖氨酸维 B12 颗粒	化药 6 类	儿童生长发育	Rx	×	×	×	/	1 亿
妇科								
金英胶囊	中药 6 类	慢性盆腔炎	Rx	√	×	×	<1 亿元	5 亿
舒尔经胶囊	中药	妇科调经	Rx	√ (独家剂型)	×	√	/	1 亿
呼吸								
强力枇杷膏 (蜜炼)	中药	支气管炎咳嗽	OTC	√ (独家剂型)	√	√	/	10 亿
强力枇杷露	中药	支气管炎咳嗽	OTC	×	√	√	/	1 亿
蒲地蓝消炎片	中药 1.1 类	清热解毒	OTC	√	×	×	/	1 亿
补益								
参芪鹿茸口服液	中药	脾肾两虚	OTC	√	×	×	/	1 亿

资料来源：公司公告，华泰研究

丰富在研管线，打造产品矩阵。公司拥四大研发平台（仿制药研发中心、创新中药研发中心、复杂制剂研发中心和暨大基因药物工程研究中心），实施“以方盛本部研发中心为主体、以分子公司研发为支撑”的集成化管理和分散化经营的研发战略。公司在研管线中有多款 1 类与 2 类新药，其中健胃祛痛丸（慢性非萎缩性胃炎）于 1M24 进入临床 III 期，有望 2025 年完成临床进行报产；蛭龙通络片（脑梗死恢复期）和小儿荆杏止咳颗粒（成人咳嗽）在临床 II 期。

图表21：公司在研新药

暂用名	注册分类	临床阶段	适应症	报产预测	上市预测	对标中药处方药大单品	2023 年中国销售额 (亿元)
养血祛风止痛颗粒	1 类中药	已报产	紧张型头痛	9M24	2025	养血清脑	>10
健胃祛痛丸	1 类中药	III 期	慢性非萎缩性胃炎	2025	2026	胃苏颗粒	6+
小儿荆杏止咳颗粒	1 类中药	II 期	成人咳嗽	2025	2026	苏黄止咳胶囊	~22
蛭龙通络片	1 类中药	II 期	脑梗死恢复期	2026	2027	脑心通胶囊	~29
迪安替康纳	1.1 类化药	I 期	晚期结直肠癌			/	
益气消瘤颗粒	1 类中药	IND 获批	子宫肌瘤无手术指征者			桂枝茯苓胶囊	>2
止血消瘤颗粒	1 类中药	IND	子宫复旧不全			/	
香薷解热颗粒	1 类中药	药学研究	儿科用药			/	
紫萸颗粒	1 类中药	药学研究	妇科用药			/	
小儿荆杏止咳糖浆	2 类中药	药学研究	儿科用药			/	
三花接骨丸	2 类中药	药学研究	骨科用药			/	

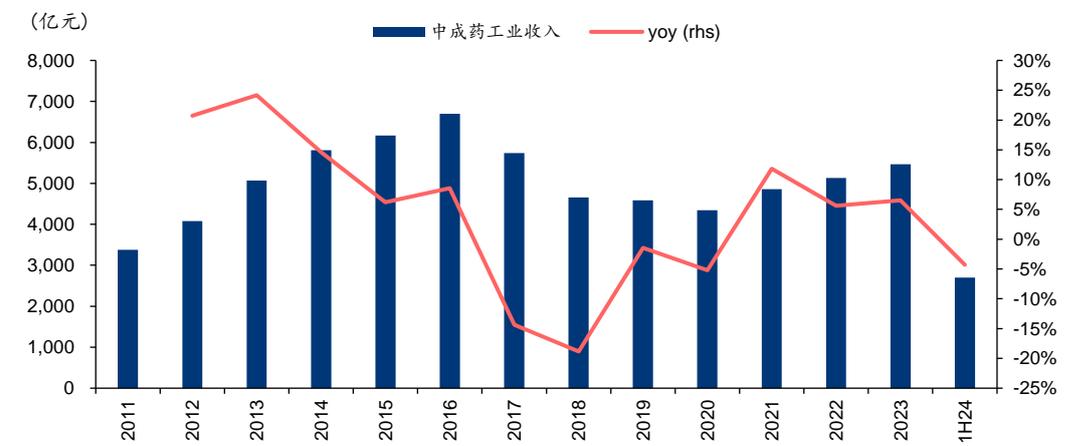
资料来源：公司年报，米内网，华泰研究

中药创新药：政策倾斜鼓励，企业大有可为

我们看好中药创新药行业：1) 顶层强调促进中医药传承创新发展，鼓励性政策不断出炉；2) 药监局审评审批提速，鼓励有临床价值、严谨证据的新药上市，新药获批加速；3) 医保局支付倾斜，中药新药具备定价优势；4) 近年多个新药受益于国谈身份与自身推广，爬坡速度更快、销售峰值更高。

我国中药产业在波动中成长，2009年后医保和基药目录支持催生中药产业快速发展，2011-2014年我国中药制造业行业收入 CAGR~20%。2015-2016年限额令、医保控费、重点监控导致行业增速降档，2015-16年 CAGR 降至 5-10%，2016年达到 6697 亿元上轮高点，2017年医保目录限制下行业出现明显下滑(2017-2018年每年同比下滑 15-20%)，2020年随着疫情影响诊疗人次行业到达谷底，2021年开始温和修复，2021-2023年年均增速在 10%附近，2023/1H24 年分别达到 5468/2700 亿元。

图表22：中国中成药制造业收入（2011-1H24）



资料来源：《医药工业经济运行情况》，华泰研究

政策鼓励中药创新。近年来各政府部门陆续推出系列政策，在人才培养、新品研发、注册评审、支付政策等各领域大力支持中药创新药发展，更加注重传承和创新结合，强调临床价值，有利于促进中药创新药产业更高质量加速发展。

图表23：中药支持政策汇总

时间	机构	文件	核心内容
2019年7月	/	/	习近平总书记主持召开中央全面深化改革委员会会议专题研究中医药工作，并多次就中医药工作作出重要指示批示。
2019年10月	中共中央，国务院	《关于促进中医药传承发展的意见》	促进中医药传承与开放创新发展：挖掘和传承中医药宝库中的精华精髓，加快推进中医药科研和创新，推动中医药开放发展
2020年1月	国家市场监管总局	《药品注册管理办法》	中药注册按照中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂、同名同方药等进行分类。
2020年12月	国家药监局	《关于促进中药传承创新发展的实施意见》	深化改革，健全符合中药特点的审评审批体系。传承精华，注重整体观和中医药原创思维，促进中药守正创新。坚守底线，强化中药质量安全监管。创新发展，推进中药监管体系和监管能力现代化。
2021年2月	国务院办公厅	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	夯实中医药人才基础；提高中药产业发展活力；增强中医药发展动力；完善中西医结合制度；实施中医药发展重大工程；提高中医药发展效益；营造中医药发展良好环境
2021年12月	国家医保局，国家中医药局	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	充分认识医保支持中医药传承创新发展的重要意义
2022年3月	国务院办公厅	《“十四五”中医药发展规划》	有利于从国家战略层面建立健全适合中医药传承创新发展的评价指标体系和体制机制，更好地解决中医药发展面临的困难和问题，更利于充分调动地方和社会各方面力量，形成各有关部门、地方党委政府共同推动中医药振兴发展的工作合力
2023年2月	国务院办公厅	《中医药振兴发展重大工程实施方案》	加大投入与体制机制创新并举，统筹力量集中解决重点领域、重要环节的突出问题，破除制约高质量发展的体制机制障碍，着力改善中医药发展条件，发挥中医药特色优势，提升中医药防病治病能力与科研水平，推进中医药振兴发展。
2023年5月	财政部，国家中医药局	《关于组织申报中央财政支持中医药传承创新发展示范试点项目》	拟将北京市朝阳区等 15 个项目确定为 2023 年中央财政支持中医药传承创新发展示范试点项目，每个项目中央财政补助不超过 2 亿元，主要用于支持中医药传承创新发展。
2024年7月	国家药监局	《中药标准管理专门规定》	按照中药材、中药饮片、中药提取物与配方颗粒、中成药等中药产品属性分类，进一步对中药标准管理的各项要求进行细化和明确，彰显中药的特殊性。

资料来源：公司官网，政府官网，华泰研究

药品评审改革后临床逐步回暖，新药品分类下注册提速。

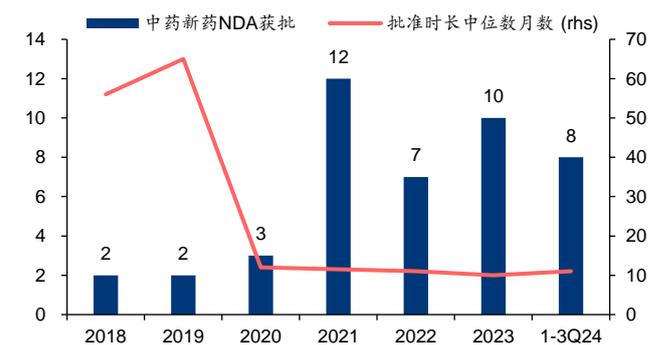
- 1) 2015 年临床核查风暴伴随药品评审审批改革后中药创新药获批持续低迷，临床要求更加规范，关键性临床中需要体现科学性（随机、双盲）。中药新药 IND 获批数量逐步回升，从 2018 年的 6 项逐年增加到了 2023 年的 63 项；
- 2) 2020 年新的药品注册管理办法对中药注册分类进行重大调整，从 9 类整合为 4 类（创新药、改良药、经典名方、仿制药），以临床价值为核心导向，以药品创新程度为区分；2021 年起以新分类审批的 NDA 获批数量开始回升，从 2018-2020 年的年均 3 个及以下激增到 2021 年的 12 个，后续维持在 5-10 个区间。2023 年 7 月《中药注册管理专门规定》开始实施，有望进一步加快中药创新药注册评审。

图表24： 中药新药 IND 获批数量及速度（2018~9M24）



资料来源：CDE，海博特，华泰研究

图表25： 中药新药 NDA 获批数量及速度（2018~9M24）



资料来源：CDE，以岭医药研究院，华泰研究

中药创新药基于更严谨的临床。 中药经典名方大多化裁自经典名方，长期临床实践中虽然显效，但大部分缺乏现代医学强调的循证医学研究。近年来大量中药创新药（例如以岭药业的通络名目胶囊、解郁除烦胶囊，康缘药业的银翘清热片等）均已经遵循严谨循证医学研究要求开展了临床试验，在关键性临床指标上分别取得阳性结果。

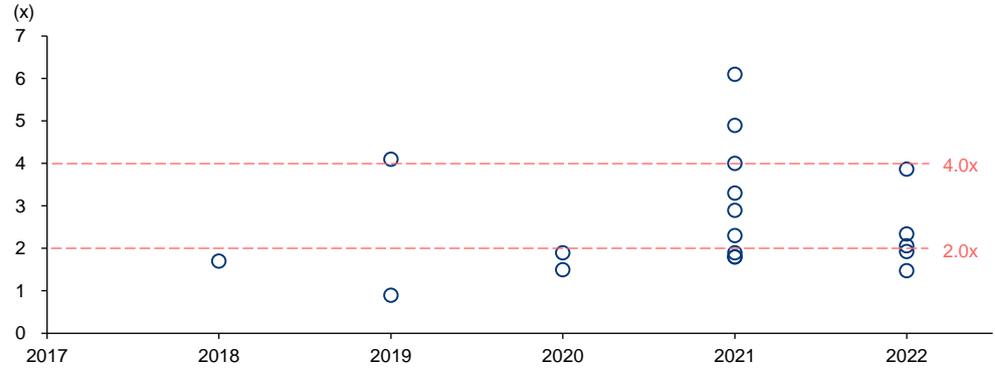
图表26： 中药 1 类新药关键性临床结果

产品	MAH 持有人	疗效指标		阳性对照药		阴性对照药	
关黄母颗粒	万通药业	显效率	58%	更年安片	38%	安慰剂	/
桑枝总生物碱片	五和博澳	24 周相对于基线 HbA1c 变化值	-0.93%	阿卡波糖	-0.87%	安慰剂	/
银翘清热片	康缘药业	主要症状消失率	62%	银翘解毒片	28%	安慰剂	14%
解郁除烦胶囊	以岭药业	CGI- GI 总进步	90%	氟西汀	85%	安慰剂	45%
淫羊藿素软胶囊	坤诺基	OS(月)	13.54	华蟾素片	6.87	安慰剂	/
参葛补肾胶囊	华春药业	用药 8 周 HAMD-17 评分与基线的差值	-10.09	氟西汀	-9.76	安慰剂	-6.12
枳实总黄酮片	青峰药业	服药 4 周四项症状消失率	28.33%	多潘立酮片	31.93%	安慰剂	6.67%
通络明目胶囊	以岭药业	总有效率	61%	羟苯磺酸钙胶囊	44.10%	安慰剂	/
九味止咳口服液	卓和药业	咳嗽消失率	56.3%	急支糖浆	48.8%	安慰剂	/

资料来源：上市技术审评报告，产品说明书，国家医保谈判新药审查文件，华泰研究

中药创新药获医保支付支持，具备定价优势。医保局 2021 年底鼓励中医药传承创新后，对中药创新药的支付力度进一步加大。2022-24 年的医保谈判中，较参照药、临床对照药以及同类竞品的价格基准相比，2021-22 年上市的中药创新药国谈普遍定价为后者的 2-4 倍。

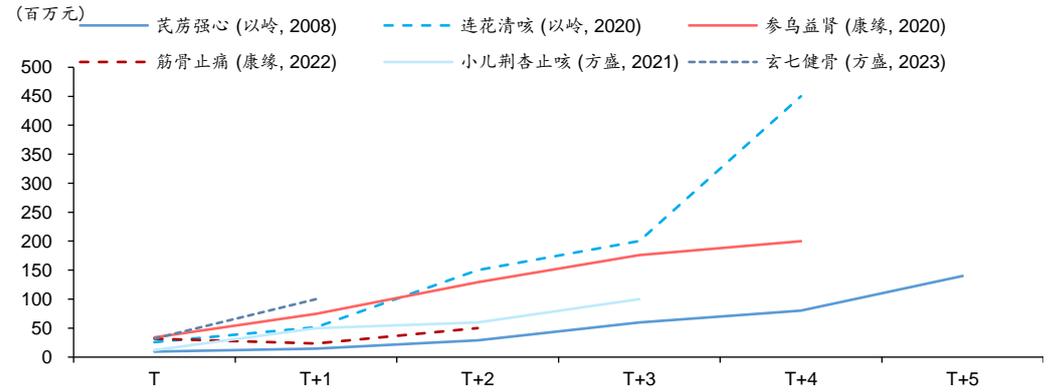
图表27：历年上市的中药新药在医保谈判中相对于医保参照药/临床对照药/同类竞品的价格倍数



资料来源：米内网，国家医保局，华泰研究

创新中药则兼具了放量快、生命周期长的优势，爬坡速度进一步提高。中药通常上市后放量较慢、爬坡周期长，创新药放量快、爬坡曲线更为陡峭。而近年上市的中药新药放量更快，以 2020 年上市的莲花清咳为例，我们预计 2024 年销售收入超 4 亿元。

图表28：中药 1 类新药销售收入



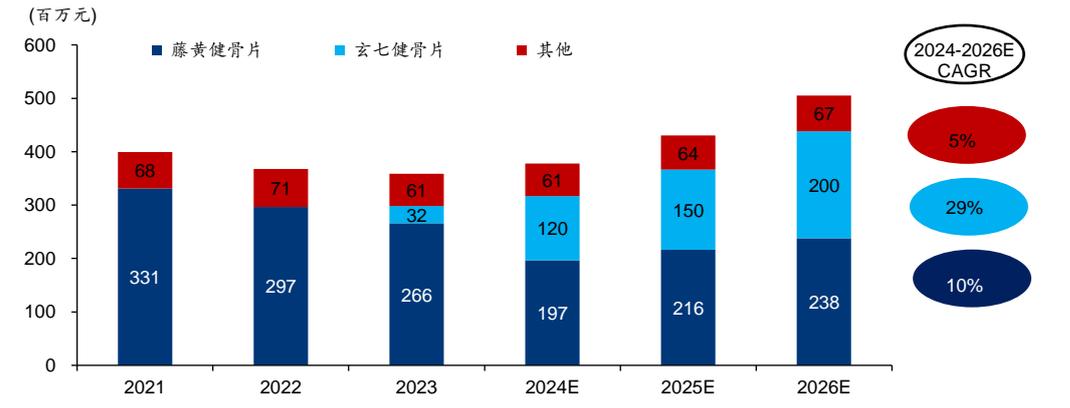
注：T 为销售体量在千万元的年份
资料来源：公司年报，华泰研究

骨科：藤黄健骨企稳，玄七健骨持续爬坡

我们预计骨科 2024-2026 年收入 3.8/4.3/5.1 亿元 (+5%/14%/17%yoy)，主要基于：

- 1) 骨科中成药市场随人口老龄化持续，呈现长期增长态势，预计未来维持高个位数增长；
- 2) 公司深耕骨伤科多年，主导产品包括藤黄健骨片、玄七健骨片、三花接骨散、元七骨痛酊、跌打活血胶囊等，形成的骨科中成药产品矩阵有望提高品牌认同度，发挥协同效应；
- 3) 藤黄健骨片和玄七健骨片分别为“338 战略目标”中未来重点打造的 10 亿级品种和 5 亿级品种，藤黄作为集采中标独家片剂，有望抢占胶囊剂市场；玄七作为创新中药定价宽松且获指南推荐，持续提升医院覆盖率中。

图表29：方盛制药：骨科收入及预测（2021~2026E）

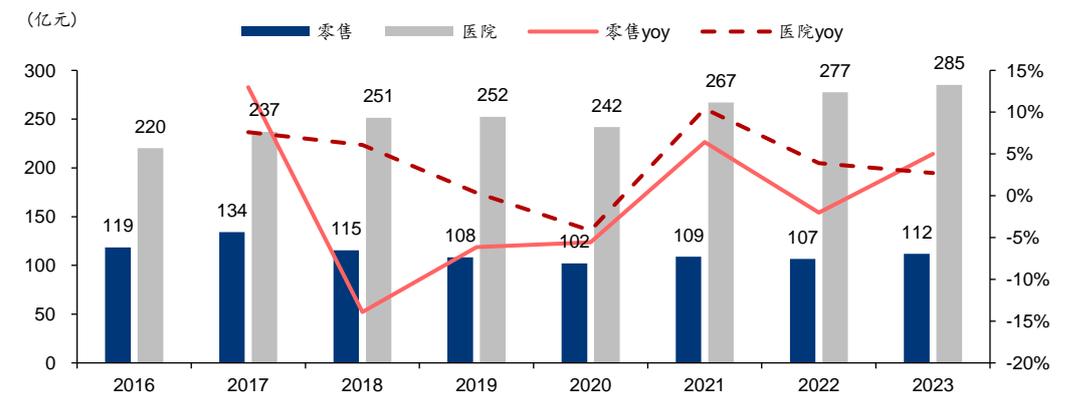


资料来源：公司公告，华泰研究

老龄化驱动骨科中成药维持高个位数增长

骨骼肌肉中成药市场呈长期增长态势，预计未来维持高个位数增长。米内网数据显示，我国骨骼肌肉中成药市场 2016 年来持续增长（2020 年疫情影响出现明显下滑），从 2016 年 339 亿元增至 2023 年 397 亿元（CAGR~2.3%），其中医院端增长较为明显，同期从 220 亿元增至 285 亿元（CAGR~3.8%）。《中老年常见疼痛防治认知调研报告（2022）》显示，慢性肌肉骨骼疼痛位列困扰中老年人的疼痛之首（占比 80.4%），随着人口老龄化加剧，我们预计市场未来维持高个位数增长。

图表30：中国骨骼肌肉中成药市场规模（2016-2023）



资料来源：米内网，华泰研究

医院处方偏好独家口服药，药店消费偏好外用贴膏。不同渠道产品存在差异，医院处方以独家口服药为主，基于指南推荐、医保纳入以及就诊患者病程更重，而药店消费以各类外用贴膏为主，基于其高度便利性与价格可及性。

图表31：2023年骨骼肌肉中成药 Top 20

	公立医疗机构	所属集团	城市实体药店	所属集团
1	消痛贴膏	奇正集团	舒筋健腰丸	广药集团
2	云南白药气雾剂	云南白药	云南白药气雾剂	云南白药
3	云南白药膏	云南白药	消痛贴膏	奇正集团
4	活血止痛胶囊	非独家	通络祛痛膏	羚锐制药
5	云南白药胶囊	云南白药	云南白药膏	云南白药
6	活血止痛膏	非独家	麝香壮骨膏	非独家
7	恒古骨伤合剂	赛灵集团	消炎镇痛膏	非独家
8	通络祛痛膏	羚锐制药	鸿茅药酒	鸿茅药业
9	尥痹片	上海医药	麝香祛痛搽剂	非独家
10	仙灵骨葆胶囊	中国中药	壮骨麝香止痛膏	非独家
11	骨痛贴膏	华润三九	麝香追风膏	非独家
12	金花格胶囊	金花股份	关节止痛膏	非独家
13	盘龙七片	盘龙药业	活血止痛膏	非独家
14	麝香追风止痛膏	希尔安药业	云南白药	云南白药
15	颈舒颗粒	中国中药	伤湿止痛膏	非独家
16	尥痹胶囊	华润三九	消肿止痛酊	花红药业
17	白芍总苷胶囊	立华制药	天麻胶囊	非独家
18	伤科接骨片	美罗药业	正骨水	康臣药业
19	丹鹿通督片	羚锐制药	萆薢除湿止痛胶囊	阿房宫药业
20	藤黄健骨片	方盛制药	神农镇痛膏	非独家

资料来源：米内网，华泰研究

藤黄健骨片集采已全面执行，未来有望价稳量提

藤黄健骨片受到临床指南与专家共识的认可。藤黄健骨片系国医大师刘柏龄的“骨质增生丸”经验方基础上整理总结而成，临床上可用于骨性关节炎、腰椎间盘突出症、颈椎病、骨质增生症、骨质疏松症等。藤黄健骨片已被纳入《膝骨关节炎中西医结合诊疗专家共识（2023）》《膝骨关节炎中西医结合诊疗专家共识（2020）》。此外，2020年中国骨伤与药物学术大会（COM2020）上发布的《藤黄健骨片治疗膝骨关节炎临床应用专家共识》，给藤黄健骨片的膝关节炎临床运用提供了充足学术支持。

图表32：膝骨关节炎专家指南：推荐药物

指南/共识	《膝骨关节炎中西医结合诊疗专家共识（2023）》	《膝骨关节炎中医诊疗指南（2020年版）》
发作期用药	尥痹片/胶囊，滑膜炎颗粒，无敌丹胶囊	痹祺胶囊，尥痹片
缓解期用药	小活络丸，藤黄健骨片，虎力散胶囊	仙灵骨葆胶囊，金花格胶囊，金乌骨通胶囊，壮骨关节胶囊，独活寄生丸，痹祺胶囊，尥痹片，藤黄健骨片
康复期用药	复方杜仲健骨颗粒	仙灵骨葆胶囊，金花格胶囊，藤黄健骨片

资料来源：世界中医药学会联合会骨质疏松专业委员会，中国中医药研究促进会骨伤科分会，华泰研究

临床多用于缓解期的膝骨关节炎患者，平均年龄 60 岁，集采后疗程费用约 250 元。根据世界中医药《基于真实世界的藤黄健骨片治疗膝骨关节炎患者临床特征及用药分析》，真实世界中藤黄健骨片的用法用量与专家共识一致，临床联合用药包括西药口服、中成药口服、西药关节腔注射、中成药外用等，藤黄健骨片具有良好的安全性。

图表33：藤黄健骨片：真实世界用药分析

指标	RCT 分析
患者来源	2019年9月至2021年1月全国43家医院2505例患者
患者分布	2505例患者中女1717例，男788例，缓解期2439例，发作期66例，康复期0例，平均年龄(60.54±6.80)岁，平均体质指数(24.05±2.74)kg/m ² ，K-L分级多为II级
用药周期	最常用时为8周，单次剂量3~6片，2次/d，平均总用量(444.41±164.72)片
合并用药	合并疾病的膝骨关节炎患者452例，单用藤黄健骨片1471例，联合用药1034例，临床上常联用药物类别为西药口服、中成药口服、西药关节腔注射、中成药外用等

资料来源：世界中医药《基于真实世界的藤黄健骨片治疗膝骨关节炎患者临床特征及用药分析》，华泰研究

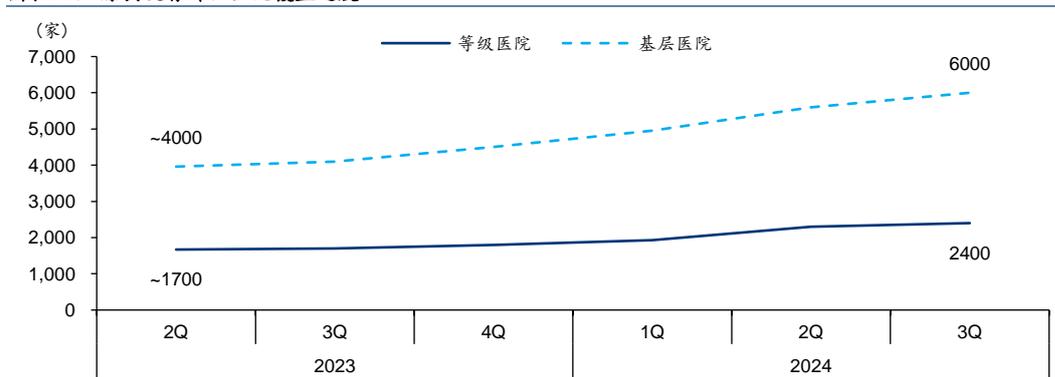
独家剂型集采中标，有望通过集采抢占胶囊剂市场。6M23 全国中成药集采中藤黄健骨组共 8 家中选（唯一胶囊剂型厂家未中选），公司片剂为独家剂型顺利中选，中选价 20.46 元/盒（降幅 42%），其余 7 家均为丸剂型。根据 IQVIA 样本医院数据，2022 年藤黄健骨市场片剂和胶囊分别占 54%和 44%，我们预计藤黄健骨片有望凭借集采优势加速入院，抢占胶囊剂市场。

图表34：藤黄健骨剂型：2023 年全国集采格局

	生产企业	中标最小规格单价	对应日费用	2022 年 IQVIA 销售额（市场份额）
藤黄健骨片	方盛制药独家	0.57 元	6.8 元	1.76 亿元（54%）
藤黄健骨胶囊	甘肃西峰独家	流标	/	1.43 亿元（44%）
藤黄健骨丸	天圣制药、山西旺龙、长/春人民等 7 余家		4.3-5.8 元（大蜜丸） 1.2-17.4 元（水蜜丸）	0.08 亿元（2%）

资料来源：全国中成药联合采购办公室，IQVIA，华泰研究

图表35：藤黄健骨片：医院覆盖进度



资料来源：公司公告，华泰研究

我们预计藤黄健骨片 2024-2026 年收入 2.0/2.2/2.4 亿元 (-26/+10/+10%)。

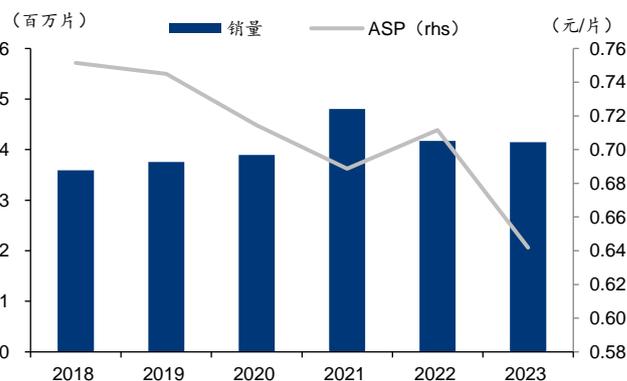
- 1) 我们预计 2024 年销量同比增长 15%（1-3Q24 同比增长 14%），2025-2026 年 10%增长，基于 i) 骨伤科市场持续自然增长；ii) 藤黄健骨片良好的学术推广，获得临床专家充足认可；iii) 公司片剂作为独家剂型集采中标，等级医院与基层医院覆盖持续提升；
- 2) 考虑到集采价格 2023 年年底起陆续执行，我们预计 2024 年 ASP 较集采前（2022 年）下降 42%，2025-2026 年维持稳定。

图表36：藤黄健骨片：收入及预测（2014~2026E）



资料来源：公司公告，华泰研究预测

图表37：藤黄健骨片：量价拆分（2018~2023）



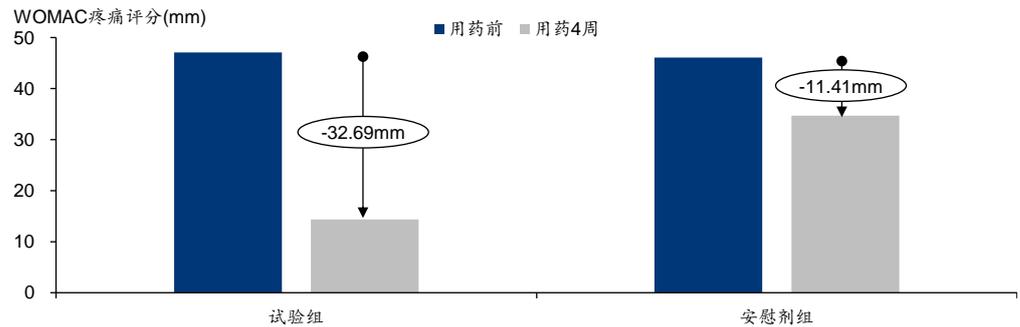
资料来源：公司公告，华泰研究

玄七健骨片处于医院导入期，收入持续快速爬坡

玄七健骨片为公司自主研发的中药创新药，以确切疗效获得指南推荐。

- 1) 玄七健骨片是公司基于临床效验方自主研发的中药创新药，2021年11月获批上市，2022年谈判纳入医保，11M24成功续约。玄七健骨片主治活血舒筋，通脉止痛，补肾健骨，组方以大量通络止痛药物配合补益肝肾之剂，专治膝关节关节炎；
- 2) 玄七健骨片已入选卫健委制定的《中国慢性创伤后疼痛诊疗指南（2023）》，作为“慢性肌肉骨骼损伤后疼痛”1级推荐用药；
- 3) 关键临床研究表明玄七健骨片可显著降低KOA患者WOMAC总分及各项评分，尤其对降低疼痛评分疗效突出，此外还能缓解疼痛、局部压痛、关节肿胀等症状。此外不良反应发生率，安全性好，可长期服用。

图表38：玄七健骨片：多中心、随机、双盲、平行对照三期临床有效性终点



资料来源：药品说明书，华泰研究

医保谈判基于确切疗效给予定价优势，续约降价温和。玄七健骨片2022年谈判纳入医保(单片定价3.1元)，11M24成功续约(单片定价2.82元)且价格降幅温和(仅降9%)。我们梳理膝关节关节炎推荐药物，大部分日费用在5~15元，玄七健骨片作为国家谈判的中药创新药，目前日费用33.84元，体现其创新疗效，具备定价优势。

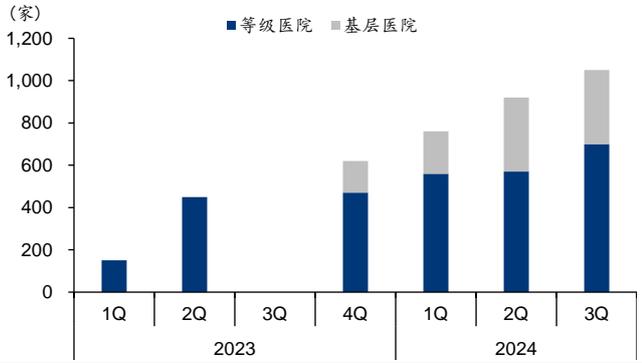
图表39：膝关节关节炎：推荐药物

	生产企业数量	医保	基药	集采	国谈	日费用(元)	2023年收入(亿元)
中西医结合诊疗专家共识							
尅痹片	1(上海医药)	甲类	√			3.4	3~4
尅痹胶囊	1(华润三九)	甲类	√			13.6	
滑膜炎颗粒	1(神威药业)	乙类	√			28.5	2~3
无敌丹胶囊	1(云南无敌)	×				19.6	
小活络丸	>10	甲类	√			9.0-40.0	
藤黄健骨片	1(方盛制药)	乙类		√			
虎力散胶囊	1(云南云河)	乙类				5.3	
复方杜仲健骨颗粒	1(华润双鹤)	乙类				29.4	
中医诊疗指南							
痹祺胶囊	1(达仁堂)	乙类				12.9	3~4
仙灵骨葆胶囊	1(中国中药)	甲类	√			3.7	>8
金天格胶囊	1(金花股份)	乙类				15.3	>4
金乌骨通胶囊	1(贵州盛世龙方)	乙类				4.9	
壮骨关节胶囊	1(华润三九)	乙类				4.7	
独活寄生丸	>10	乙类				1.6-5.4	
国家谈判目录							
虎贞清风胶囊	1(一力制药)	乙类			√	35.9	
五虎口服液	1(江苏九旭)	乙类			√	22.6	
筋骨止痛凝胶	1(康缘药业)	乙类			√	22.0	<0.5
玄七健骨片	1(方盛制药)	乙类			√	33.84	~0.3

资料来源：世界中医药《膝关节关节炎中西医结合诊疗指南(2023)》，中国医师协会儿科医师分会儿童呼吸学组，公司公告，华泰研究

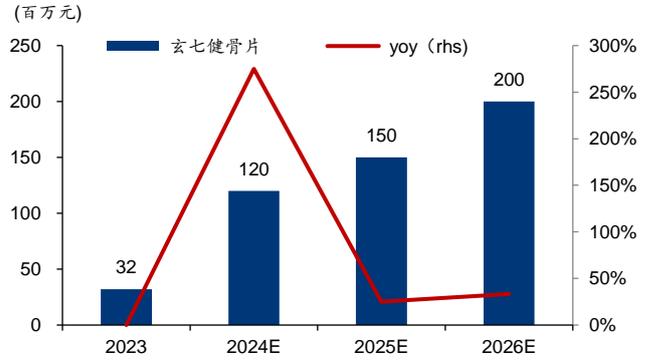
我们预计玄七健骨片 2024-2026 年收入 1.2/1.5/2.0 亿元 (+275/25/33%yoy)，主要考虑到 1) 玄七健骨片临床结果优异，获得指南推荐；2) 作为 1 类创新中药，医保考虑其确切疗效、定价相对宽松；3) 医院覆盖率快速提升中（截至 3Q24 覆盖医院超 1000 家、其中等级医院近 700 家）。

图表40：玄七健骨片：覆盖医院数量



资料来源：公司公告，华泰研究

图表41：玄七健骨片：收入与预测（2023~2026E）



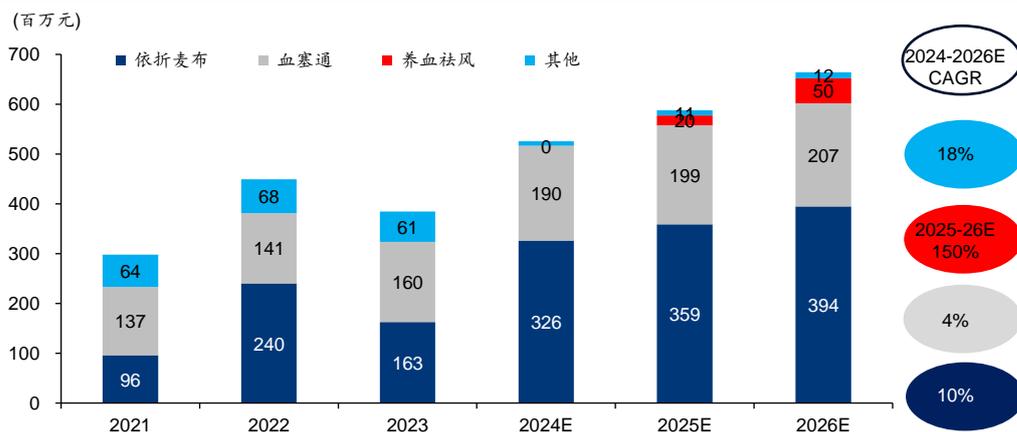
资料来源：公司年报，华泰研究预测

心脑血管：仿制药集采获益，养血扶风蓄势待发

我们预计心脑血管科 2024-2026 年收入 5.3/5.9/6.6 亿元 (+37/12/13%yoy)，主要基于：

- 1) 公司核心产品包括血塞通与依折麦布，分别为“338 战略”中的 5 亿级和 1 亿级品种。血塞通与依折麦布均中标国家集采，随着价格企稳与集采放量，我们预计未来收入稳定增长；
- 2) 在研 1 类中药养血祛风止痛颗粒（紧张型头痛）于 2024 年 9 月申报上市，我们认为其具备 5-10 亿级大单品潜质，预计 2025 年开始贡献收入。

图表42：方盛制药：心脑血管收入及预测（2021-2026E）



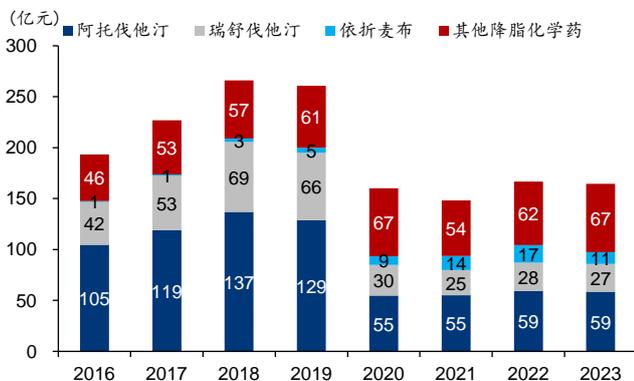
资料来源：公司公告，华泰研究预测

依折麦布低价中标国采，未来稳定增长

我们预计依折麦布 2024-2026 年收入 3.3/3.6/3.9 亿元 (+100/10/10%yoy)：

- 1) 依折麦布是首款胆固醇吸收抑制剂，能够减少肠道对胆固醇的吸收，从而降低血浆和肝脏中胆固醇水平，原研默沙东于 2002 年首次在美国获批上市，2006 年在中国上市。根据米内网数据，2023 年国内公立医院依折麦布市场规模~11 亿元；
- 2) 方盛制药为国内首仿，于 2020 年 9 月获批，截至 2024 年 11 月，国内总计 9 家仿制上市。方盛制药的依折麦布于 2022 年 7 月中标第七批集采（共 4 家中标），首年约定 9 省合计 2500 万片（1.16 元/片，方盛为最低价中标厂家）；
- 3) 考虑到 i) 公司为国内首仿，具备先发优势；ii) 中标集采加速放量；iii) 公司为最低价中标，后续续标成功率高。我们预计公司的依折麦布有望持续贡献增量。

图表43：中国公立医院血脂调节剂（2016-2023）



资料来源：米内网，华泰研究

图表44：依折麦布：收入及预测（2020-2026E）



资料来源：公司年报，华泰研究预测

血塞通双剂型拥抱国采，未来稳定供应

血塞通是中风经典用药，口服制剂市场规模约 20-30 亿元。依据米内网数据，我国心脑血管中成药市场 2017 年起因辅助用药、重点监控持续下滑，2020-2023 年在 900 亿元企稳。血塞通属于三七总皂苷制剂，活血祛瘀、通脉活络，主要用于冠心病与脑卒中的急性期、恢复期的治疗。依据米内网与公司年报，我们估计 2023 年血塞通口服剂型市场规模 20~30 亿元，主要企业包括昆药集团、华润圣火、维和药业，主要剂型为软胶囊、片剂、分散片。

图表45：中国心脑血管中成药市场规模（2015-2023）



资料来源：米内网，华泰研究

公司积极拥抱集采。2021 年起口服剂型陆续纳入地区集采，目前集采后片剂、胶囊、分散片日费用在 2~3 元，滴丸、咀嚼片在 4~5 元，软胶囊 6.5 元。方盛制药有片剂和分散片两种剂型，片剂被纳入湖北（3 家）、山东（1 家）和上海（4 家）集采，分散片被纳入湖北（2 家）和上海（2 家）集采。2024 年底全国中成药首批扩围接续公布结果，公司的血塞通片拟中选（共 3 家拟中选），中标价单盒 46 元、降价温和（降 1.5%），我们预计影响较小。

图表46：血塞通口服剂型历次集采格局

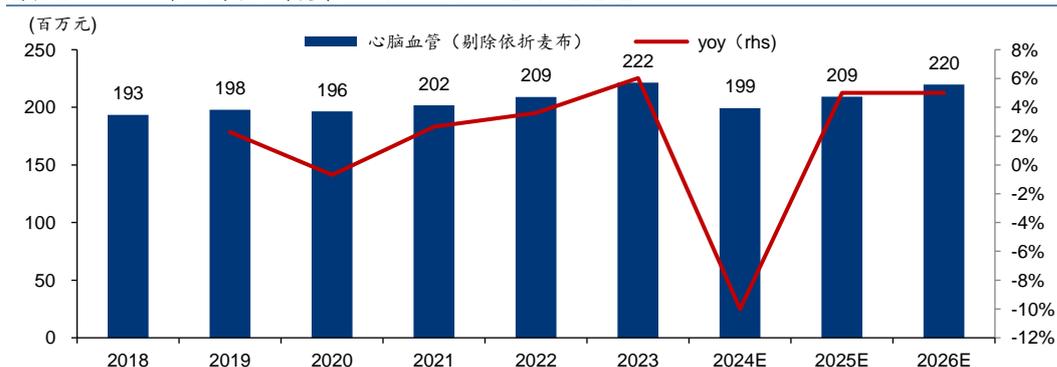
	湖北集采	广东集采	山东集采	上海集采	基药目录	医保目录	中药保护品种	日费用
片	维和、方盛、绅泰春 3 家		方盛 1 家	方盛、昆药、特安呐、绅泰春 4 家		√(2009)	√(过期)	2.7 元
胶囊	维和 1 家	珍宝岛、维和 2 家	维和 1 家	白药、维和 2 家	√(2018)	√(2009)	√(过期)	2.5 元
颗粒	维和 1 家					√(2009)	√(过期)	15.9 元
滴丸	昆药、朗天、神威 3 家	朗天、金不换 2 家	朗天 1 家	朗天 1 家		√(2019)		4.5 元
咀嚼片	一格、科瑞 2 家		一格 1 家					5.0 元
分散片	方盛、瑞阳 2 家		云植 1 家	方盛、一格 2 家		√(2019)		3.0 元
软胶囊		华润圣火 1 家	华润圣火 1 家	华润圣火 1 家		√(2019)	√(过期)	6.5 元

注：日费用的价格来自湖北集采最低价、服用量来自说明书最高建议量

资料来源：湖北医保局，广东医保局，山东医保局，上海医保局，华泰研究

我们预计剔除依折麦布的心脑血管收入（主要为血塞通）2024-2026 年 2.0/2.1/2.2 亿元（-10%/5%/5% yoy）。主要考虑到 1) 心脑血管中成药与血塞通口服市场规模表现稳定；2) 血塞通积极拥抱集采，价格企稳，带量效应持续。

图表47：心脑血管（剔除依折麦布）：收入及预测（2018~2026E）



资料来源：公司年报，华泰研究预测

养血祛风止痛颗粒有望 2025 年上市，冲刺 5~10 亿大品种

我们预计养血祛风止痛颗粒成长为 5-10 亿级品种。

- 1) 养血祛风止痛颗粒（曾用名诺丽通颗粒）是 1.1 类中药新药，源于天津中医药大学第一附属医院临床经验方，由经典方剂“升陷汤”加减化裁而来，适用于频发紧张型头痛。2023 年 1 月首次报产，2023 年 11 月撤回申报，2024 年 9 月在补充长毒实验后重新报产，我们预计有望 1H25 上市并参加当年国谈，纳入医保；
- 2) 紧张性头痛是成年人中最常见的头痛类型，其发病与社会心理压力、焦虑、抑郁、精神因素、肌肉紧张、滥用止痛药物等有关。根据《中国紧张性头痛诊断与治疗指南(2023)》，我国紧张性头痛年患病率高达 10.8%，患者基数大；
- 3) 指南推荐中药为养血清脑颗粒（天士力独家）与天舒胶囊（康缘药业独家），我们预计养血清脑系列与天舒系列 2023 年收入体量分别约 10 亿、2 亿；
- 4) 我们看好产品成长为 5-10 亿大品种，基于 i) 紧张性头痛中成药接受度高，竞品种类有限，竞争格局较好；ii) 紧张性头痛中成药市场容量较大；iii) 随着更多高质量中药临床研究的推进与学术推广，中成药有望提高市场渗透率。

图表48：《中国紧张性头痛诊断与治疗指南（2023）》推荐用药

治疗类别	药物
急性期治疗	首选单纯镇痛药和非甾体抗炎药，对乙酰氨基酚（I级推荐，A级证据），布洛芬（I级推荐，A级证据），双氯芬酸（I级推荐，A级证据），阿司匹林（I级推荐，A级证据），萘普生（I级推荐，A级证据），酮洛芬（I级推荐，A级证据），咖啡因复方制剂（II级推荐，A级证据）
预防性治疗	以抗抑郁药为主，阿米替林（I级推荐，A级证据），米氮平（II级推荐，B级证据），文拉法辛（II级推荐，B级证据），马普替林（II级推荐，B级证据），米安色林（II级推荐，B级证据），氯丙咪嗪（II级推荐，B级证据），替扎尼定（III级推荐，C级证据）
中药治疗	养血清脑颗粒（一项荟萃分析），天舒胶囊（多项小规模 RCT）

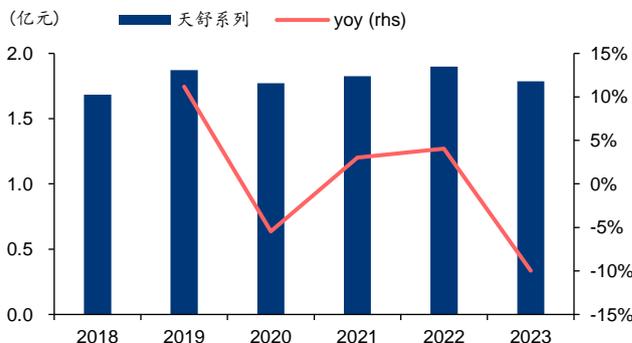
资料来源：《中华神经科杂志》，华泰研究

图表49：养血清脑系列：估算收入（2011-2023）



资料来源：公司年报，华泰研究

图表50：天舒系列：估算收入（2018-2023）



资料来源：公司年报，华泰研究

儿科：小儿荆杏止咳放量带动快速增长

我们预计儿科 2024-2026 年收入 2.0/2.5/3.0 亿元 (+6/25/20%)，主要基于：1) 随着诊疗复苏，儿科中成药市场规模持续恢复；2) 中药创新药小儿荆杏止咳颗粒处于放量阶段，覆盖医院数量持续增加，带动儿科收入增长。

图表51：方盛制药：儿科收入及预测（2021~2026E）



资料来源：公司公告，华泰研究预测

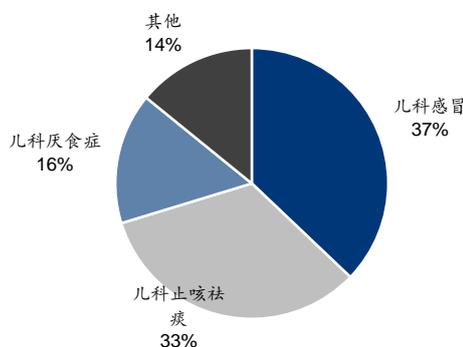
儿科中成药市场规模持续回升。2020 年疫情影响正常诊疗秩序，儿科中成药市场规模出现下滑，2021 年起随着诊疗复苏，市场规模持续回暖，2023 年已回升至 180 亿元，1H24 为 95 亿元，考虑到 Q4 为感冒高发，儿科感冒止咳用药合计占儿科中成药市场的 70%（2023 年），预计全年能够维持增长态势。

图表52：中国儿科中成药市场规模（2019~1H24）



资料来源：米内网，华泰研究

图表53：中国儿科中成药拆分（2023）

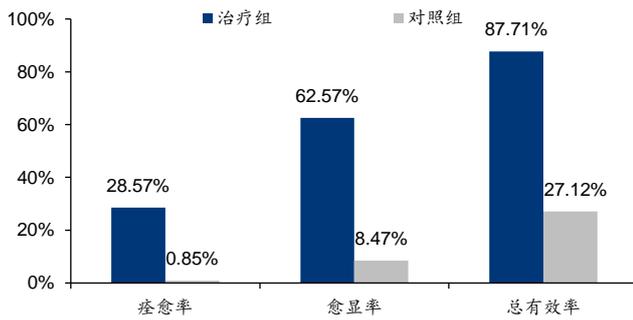


资料来源：米内网，华泰研究

小儿荆杏止咳颗粒临床疗效确切。

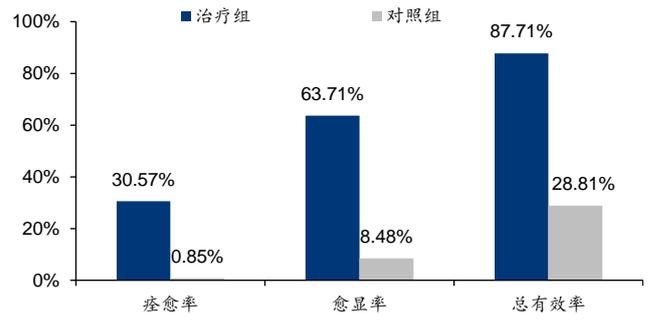
- 1) 小儿荆杏止咳颗粒是公司基于临床应用数十年的小儿外感咳嗽经验方自主研发的 6.1 类创新中药，适用于小儿外感风寒化热的轻度急性支气管炎，2019 年获批上市，经国谈纳入 2020 年医保并于 2024 年继续续约（降价 2%）；
- 2) 三期临床结果显示，小儿荆杏止咳颗粒治疗小儿咳嗽（风寒化热症）疗效及中医症候改善总有效率为 87.71%，愈显率、咳嗽消失率均显著高于空白对照组；
- 3) 根据公司公告，药品口感改进已于 2022 年年底完成工艺备案，旧口感产品库存已销售完毕，销售的产品均为工艺优化后的产品，口感改进能够有效提高儿童用药依从性。

图表54: 小儿荆杏止咳颗粒: 疾病疗效综合评价



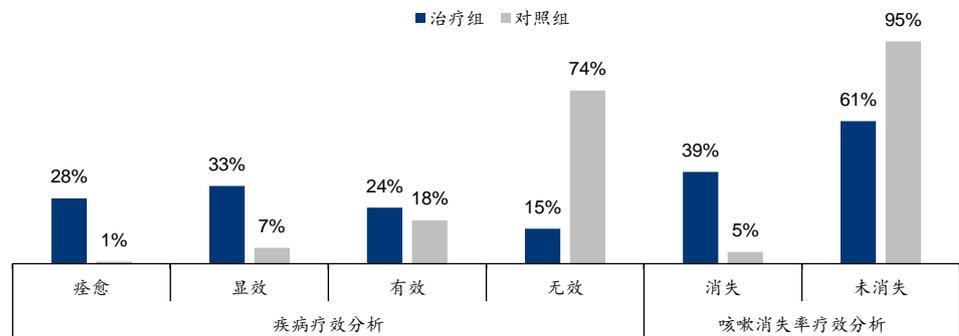
资料来源: 实用中西医结合临床 (2021) 《小儿荆杏止咳颗粒辅助治疗小儿急性支气管炎的临床分析》, 湖北中医药大学 (2012) 《荆杏止咳颗粒治疗小儿外感咳嗽风寒化热证的临床研究》, 华泰研究

图表55: 小儿荆杏止咳颗粒: 中医症候改善综合评价



资料来源: 实用中西医结合临床 (2021) 《小儿荆杏止咳颗粒辅助治疗小儿急性支气管炎的临床分析》, 湖北中医药大学 (2012) 《荆杏止咳颗粒治疗小儿外感咳嗽风寒化热证的临床研究》, 华泰研究

图表56: 小儿荆杏止咳颗粒: 多中心、随机、双盲、平行对照三期临床有效性结果



资料来源: 药品说明书, 华泰研究

创新药具备定价优势。同类儿童祛痰止咳共识推荐药物日费用大多在 25 元以内, 小儿荆杏止咳颗粒日费用约 32 元。作为疗效突出的创新中成药, 小儿荆杏止咳颗粒具有定价优势, 有利于激发终端销售积极性; 此外作为医保品种, 患者自付部分差异不大, 支付压力小。

图表57: 儿童祛痰止咳治疗专家共识: 推荐药物

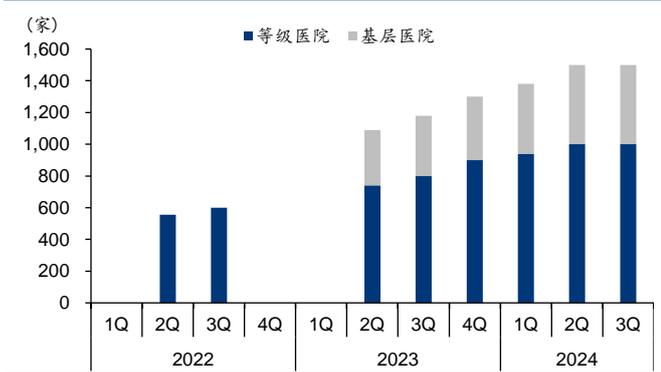
	生产企业	医保	基药	集采	国谈	日费用 (元)	2023 年收入 (亿元)
通宣理肺颗粒	>10	甲类	√			3.0-10.0	
麻苈止咳糖浆	1 (昆药集团)	×				24.5	
小儿荆杏止咳颗粒	1 (方盛制药)	乙类			√	32.13	0.6
金振口服液	1 (康缘药业)	乙类	√			27.1	~8
肺力咳合剂	1 (贵州健兴)	甲类		√		7.1	>10
安儿宁颗粒	1 (金河藏药)	乙类			√	11.9	
清宣止咳颗粒	1 (江苏吴中)	甲类	√			8.8	
竹沥颗粒	1 (成都利尔)	×				11.0	
小儿哮喘颗粒	1 (西安碑林)	乙类				42.0	
小儿哮喘灵口服液	>10	乙类				16.0-66.0	
小儿肺热咳喘口服液	1 (葵花药业)	乙类	√			16.7	>6
小儿化痰止咳颗粒	>10	×				3.3-35.2	
小儿消积止咳口服液	1 (鲁南厚普)	甲类	√	√		29.1	
参苓白术颗粒	5 (同仁堂等)	甲类	√			13.0-13.8	

资料来源: 中国医师协会儿科医师分会儿童呼吸学组, 药品说明书, 公司公告, 华泰研究

我们预计小儿荆杏 2024-2026 年收入 0.9/1.4/1.8 亿 (+50/50/33%yoy)，主要基于：

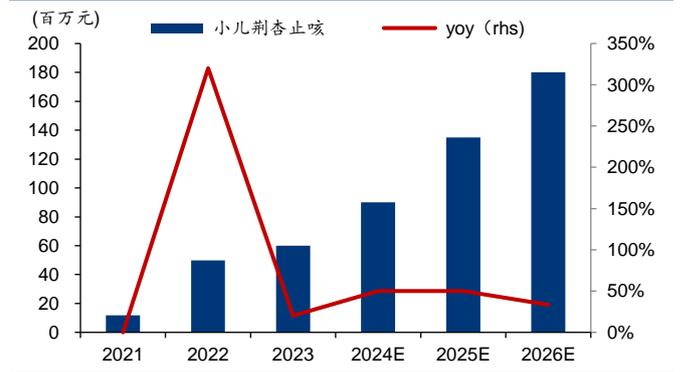
- 1) 产品竞争力较强，其临床三期显示突出疗效，医保定价认可其疗效（2020 年医保谈判定价单袋 10.98 元）且续约降幅温和（11M24 续约单袋 10.71 元，降幅 2%）；
- 2) 小儿荆杏 2020 年谈判进入医保，2021 年逐步放量，随着医院加速覆盖（等级医院从 3Q22 约 600 家提升 4Q23 约 900 家提升至 3Q24 约 1000 家，基层医院也在加速覆盖中），销售收入持续爬坡，我们预计 2021-9M24 销售收入 0.1/0.5/0.6/0.6 亿元；
- 3) 成人适应症已于 1M23 进入临床二期，我们预计 2025 年报产、2026 年上市，有望打开成人患者市场空间。

图表 58：小儿荆杏止咳颗粒：覆盖医院数量



资料来源：公司公告，华泰研究

图表 59：小儿荆杏止咳颗粒：收入与预测 (2021~2026E)

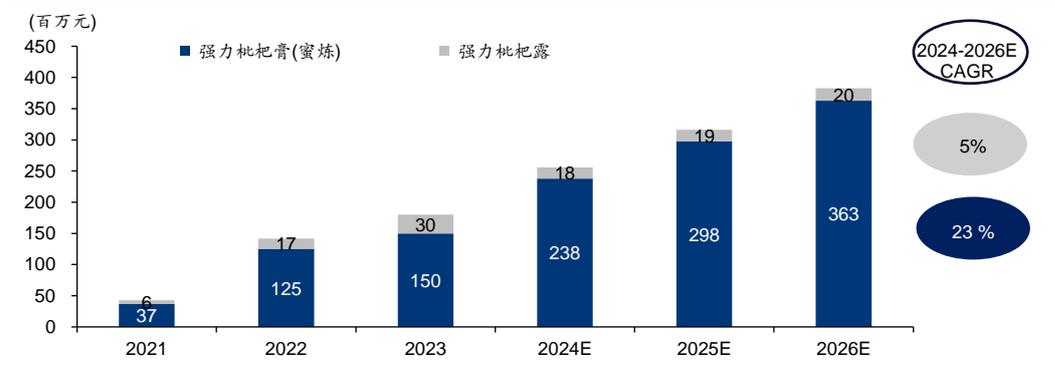


资料来源：公司公告，华泰研究预测

呼吸系统：强力枇杷系列带动滕王阁药业收入利润双升

我们预计呼吸系统收入预计 2024-2026 年销售 2.6/3.2/3.8 亿元(+43%/24%/21%yoy)，基于：1) 呼吸系统中成药市场规模持续恢复；2) 强力枇杷系列有望维持快速放量，其中强力枇杷膏独家剂型、竞争格局良好，强力枇杷露体量较小、集采影响有限。

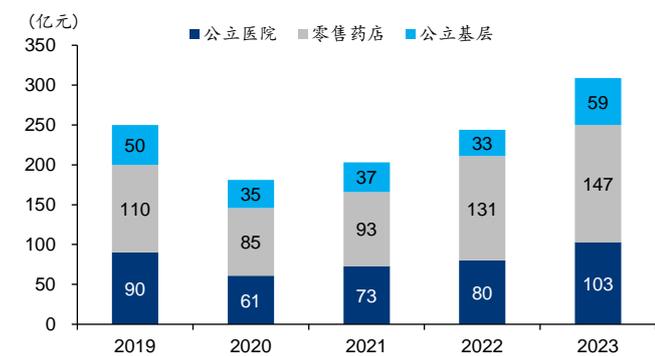
图表60：方盛制药：呼吸科收入及预测（2021~2026E）



资料来源：公司公告，华泰研究预测

呼吸系统中成药市场规模持续恢复。受疫情影响，我国呼吸系统中成药市场规模于 2020 年出现明显下滑，2021 年开始快速恢复。根据米内网数据，2023 年中国三大终端六大市场止咳祛痰平喘中成药销售额突破 300 亿元，已超越疫情前水平。

图表61：中国止咳祛痰平喘中成药市场规模（2019-2023）



资料来源：米内网，华泰研究

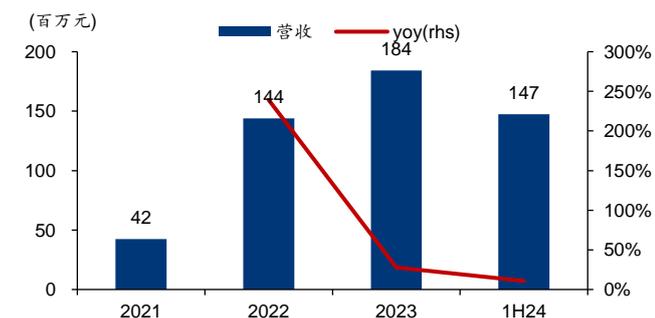
图表62：止咳祛痰平喘中成药：枇杷类产品品牌销售排名（2023）

产品	公司	医疗机构排名	零售药店排名
蜜炼川贝枇杷膏	京都念慈菴	/	1
强力枇杷露	哈尔滨康隆	4	11
强力枇杷露	华润三九	/	8
蜜炼川贝枇杷膏	白云山	13	10
强力枇杷膏(蜜炼)	江西滕王阁	16	17

资料来源：米内网，华泰研究

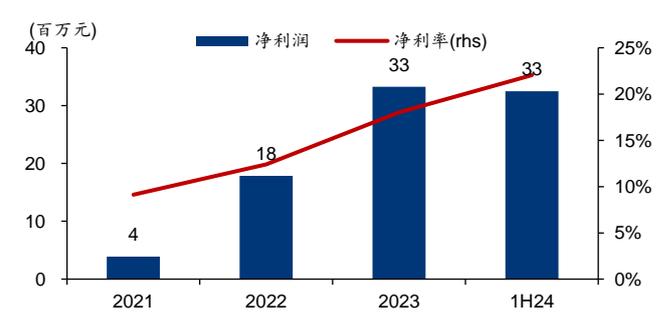
收购滕王阁引入呼吸科，收入利润双双快速攀升。方盛制药于 2021 年 7 月收购江西滕王阁药业，获得其呼吸系统核心产品强力枇杷膏（蜜炼）、强力枇杷露等。滕王阁药业自并入公司后收入利润双双持续攀升，分别从 2021 年的 4248 万收入、388 万净利润（净利率 9%）增长到 2023 年的 1.8 亿收入、0.3 亿净利润（净利率 18%），1H24 收入 1.5 亿元(+11%yoy)、净利润 0.3 亿元（净利率 22%）。

图表63：滕王阁药业：收入与增速（2021-2023）



资料来源：公司年报，华泰研究

图表64：滕王阁药业：利润与利润率（2021-2023）



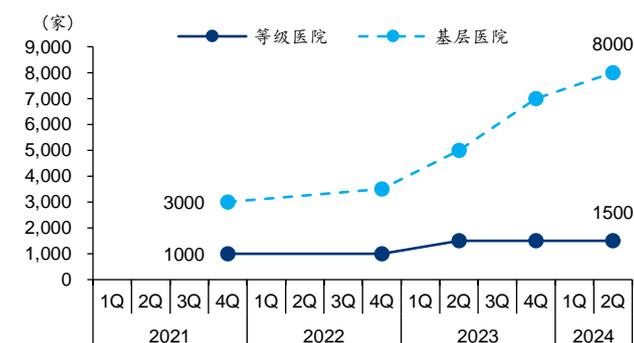
资料来源：公司年报，华泰研究

发挥品牌优势，聚焦大单品战略。滕王阁药业成立于1989年，近35年持续经营下滕王阁品牌在全国具备一定影响力。滕王阁持续加大核心大产品强力枇杷膏终端的开拓和覆盖，不断提升滕王阁品牌知名度与辨识度，持续推进“大产品-大品类-大品牌”三大战略工程。方盛入主滕王阁后凭借院内渠道优势，加大滕王阁核心品种的入院工作，医院覆盖率持续攀升，协同效应凸显。

强力枇杷膏为独家剂型，销售额位居品类前列。强力枇杷露体量小，集采影响有限。

- 1) 强力枇杷系列原料中的罂粟壳受到国家严格管制，行业进入壁垒高，竞争格局良好。我们认为滕王阁药业生产强力枇杷系列多年，为南昌经开区内重点企业，获得当地政府药监等相关部门大力支持，具备稳定获取原料能力。
- 2) 强力枇杷膏（蜜炼）为全国独家剂型、中药保护品种，已纳入医保（2017）与基药目录（2018）。根据米内网数据，2023年强力枇杷膏分别在中国公立医疗机构和零售药店止咳祛痰平喘中成药销售排名第16和第17名，在枇杷膏/露产品中位列第5名。2023年收入1.5亿元，9M24收入1.7亿元，考虑到强力枇杷膏正处于快速爬坡阶段，医院覆盖率持续提高，我们预计2024-2026年收入2.4/3.0/3.6亿元。
- 3) 强力枇杷露为医保品种，国内获批企业超50家。2024年被列入安徽地方集采目录，2023年收入0.3亿元，9M24收入0.1亿元。虽然竞争格局较为激烈，但考虑到公司存量市场规模较小，预计未来集采执行后对整体销售影响有限。我们预计强力枇杷露企稳，2024-2026年收入0.2/0.2/0.2亿元。

图表65：强力枇杷膏：渠道覆盖进度



资料来源：公司年报，华泰研究

图表66：强力枇杷膏与强力枇杷露的收入预测



资料来源：公司年报，华泰研究

盈利预测与估值分析

盈利预测

我们预计公司 2024-2026 年收入 18.2/20.7/23.6 亿元 (+11.9%/13.7%/14.1%yoy)，主要基于：

- 1) 藤黄健骨片独家剂型中标集采，玄七健骨片持续放量中、国谈续约降价温和，我们预计骨科增长提速，2024-26 年收入同比增长 5/14/17%；
- 2) 仿制药集采获益：依折麦布最低价中标快速放量、血塞通集采出清有望维持增长，我们预计心脑血管科 2024-26 年收入同比增长 37/12/13%；
- 3) 小儿荆杏临床科学，疗效确切，覆盖医院持续增长，我们预计儿科 2024-26 年收入同比增长 6/25/20%；
- 4) 强力枇杷系列势头强劲，罂粟壳供给改善有望维持高增速，我们预计呼吸科 2024-26 年收入同比增长 43/24/21%。

图表67：方盛制药收入预测

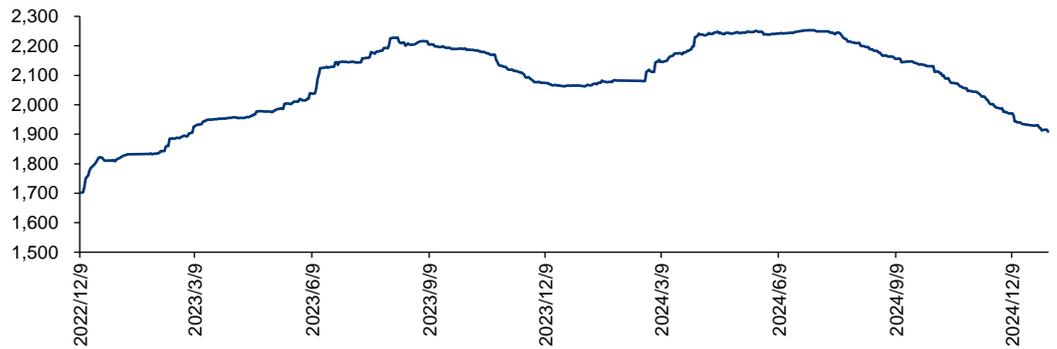
(百万元)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1567	1792	1629	1822	2071	2364
yoy	23%	14%	-9%	11.9%	13.7%	14.1%
医药制造	1141	1443	1439	1668	1910	2194
yoy		26%	0%	16%	14%	15%
心脑血管	298	449	385	525	588	664
yoy		51%	-14%	37%	12%	13%
依折麦布	96	240	163	326	359	394
yoy		150%	-32%	100%	10%	10%
养血祛风					20	50
yoy						150%
其他	339	350	382	199	209	220
yoy		3%	9%	-48%	5%	5%
骨伤科	399	368	359	378	430	505
yoy		-8%	-2%	5%	14%	17%
藤黄健骨片	331	297	266	197	216	238
yoy		-10%	-10%	-26%	10%	10%
玄七健骨片	0	0	32	120	150	200
yoy				275%	25%	33%
其他	68	71	61	61	64	67
yoy				0%	5%	5%
儿科	129	151	188	199	249	300
yoy		17%	25%	6%	25%	20%
小儿荆杏止咳	12	50	60	90	135	180
yoy		320%	20%	50%	50%	33%
其他	117	101	128	109	114	120
yoy		-14%	27%	-15%	5%	5%
呼吸科	43	140	180	256	316	383
yoy			28%	43%	24%	21%
强力枇杷膏	37	125	150	238	298	363
yoy		240%	20%	59%	25%	22%
强力枇杷露&其他	6	17	30	18	19	20
yoy		170%	80%	-40%	5%	5%
其他科室	272	335	327	310	326	342
yoy		23%	-2%	-5%	5%	5%
医疗业务	394	308	131	91	96	101
yoy		-22%	-58%	-30%	5%	5%
其他非主营	32	41	59	62	65	68
yoy		28%	43%	5%	5%	5%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

我们预计公司 2024-2026 归母净利润分别为 2.8/3.1/3.7 亿元 (+49.2%/10.2%/21.6%yoy)，对应 EPS 为 0.63/0.70/0.85 元，主要基于：

- 1) **毛利率**：考虑到利润水平较高的创新中药（玄七健骨、小儿荆杏）以及独家品种（强力枇杷膏）处于放量阶段，集采品种（藤黄健骨、依折麦布、血塞通等）价格企稳，且中药材价格自 2024 年中起进入下行周期，我们预计公司医药工业板块下各科室毛利率均持续稳步提升，我们假设医疗业务和其他非主营毛利率相对稳定，预计公司 2024-26 年整体毛利率分别为 72.6/73.9/75.3%；
- 2) **销售费用率**：考虑到创新中药和独家品种处于放量推广期，需要加大学术推广和市场影响，助力产品销售爬坡，预计 2024-26 年分别为 40.8/41.0/41.2%；
- 3) **管理费用率**：我们假设随着运营效率持续提升管理费用稳中有降，预计 2024-26 年分别为 8.5/8.4/8.3%；
- 4) **研发费用率**：考虑到公司聚焦创新中药，我们预计公司将保持较高水平的研发投入，预计 2024-26 年分别为 7.8/8.0/8.2%。

图表68: 康美中国中药材价格指数



资料来源: Wind, 华泰研究

图表69: 方盛制药利润预测

(百万元)	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	1567	1792	1629	1822	2071	2364
yoy	23%	14%	-9%	12%	14%	14%
毛利率	64.1%	67.3%	68.1%	72.6%	73.9%	75.3%
毛利润	1004	1206	1109	1322	1530	1779
其中						
医药制造毛利润	866	1095	1054	1263	1468	1714
毛利率	75.9%	75.9%	73.3%	75.7%	76.9%	78.1%
心脑血管毛利润	226	371	284	420	476	545
毛利率	75.8%	82.6%	74.0%	80.0%	81.0%	82.0%
骨科毛利润	349	314	307	332	383	455
毛利率	87.5%	85.5%	85.4%	88.0%	89.0%	90.0%
儿科毛利润	82	97	122	135	172	210
毛利率	63.4%	64.1%	65.1%	68.0%	69.0%	70.0%
呼吸科毛利润		100	130	192	240	295
毛利率		71.6%	72.5%	75.0%	76.0%	77.0%
其他科室毛利润	-111	-15	110	183	196	210
毛利率	-40.7%	-4.6%	33.6%	59.1%	60.3%	61.5%
医疗业务毛利润	116	80	30	27	29	30
毛利率	29.5%	26.1%	23.2%	30.0%	30.0%	30.0%
其他非主营毛利润	21	31	25	31	33	34
毛利率	66.5%	74.2%	41.6%	50.0%	50.0%	50.0%
销售费用率	40.4%	42.1%	40.4%	40.8%	41.0%	41.2%
管理费用率	10.8%	10.5%	9.2%	8.5%	8.4%	8.3%
研发费用率	3.3%	3.9%	6.6%	7.8%	8.0%	8.2%
归母净利润	70	286	187	279	307	374
yoy	10%	308%	-35%	49%	10%	22%
归母净利率	4.5%	16.0%	11.5%	15.3%	14.8%	15.8%

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

基于可比公司估值, 我们给予公司 2025 年 PE 估值 20x:

- 我们选取天士力 (国内创新中药龙头, 复方丹参滴丸等)、康缘药业 (创新中药, 济川煎颗粒、银翘清热片等)、以岭药业 (创新中药, 莲花清咳片、芪苈强心等) 作为可比公司, 可比公司 2025E 平均 PE 为 16x;
- 考虑到公司创新中药和独家品种正在快速放量, 预期利润增速高于可比公司均值, 我们给予公司一定估值溢价 (2024-26E 公司归母净利润 CAGR 26%, 可比公司均值为 9%), 给予公司 2025 年 PE 20x。

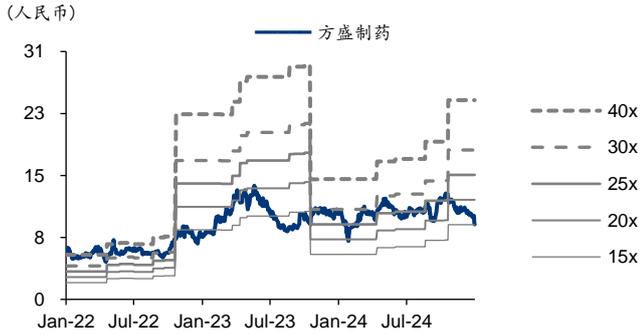
图表70: 估值表

公司	代码	总市值 (亿元)	归母净利润 (百万元)			P/E (x)			归母净利润yoy			归母净利润 CAGR 2024-2026E	PEG 2025E
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		
以岭药业	002603 CH	277	1153	1363	1590	24	20	17	-15%	18%	17%	6%	3.7
天士力	600535 CH	209	1116	1273	1435	19	16	15	4%	14%	13%	10%	1.6
康缘药业	600557 CH	76	562	652	752	14	12	10	5%	16%	15%	12%	1.0
平均值						19	16	14	-2%	16%	15%	9%	2.1
方盛制药	603998 CH	41	279	307	374	15	13	11	49%	10%	22%	26%	0.3
给予估值P/E (x)							20						
对应市值 (亿元)							61						

注: 数据按 2025 年 1 月 8 日收盘价计算

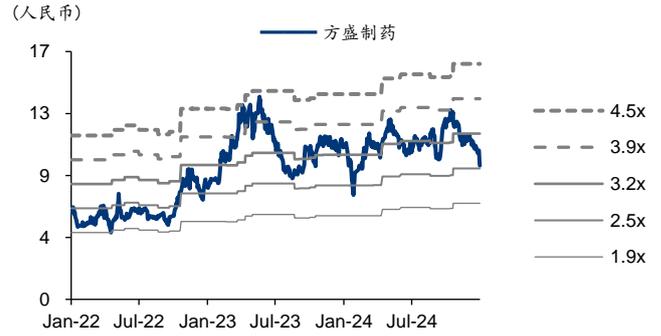
资料来源: Wind 一致预期, 华泰研究预测

图表71: 方盛制药 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表72: 方盛制药 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

风险提示

- 1) **市场推广不及预期:** 产品销售受市场需求、竞争格局等外部因素及公司运营、营销策略等内部因素的影响, 难以全面把握, 存在不及预期的风险;
- 2) **中药行业政策风险:** 中成药集采趋于常态化、同名同方、中药注射剂再评价等政策调控下, 可能会对公司的产品线、市场准入、销售价格等方面产生影响, 对公司的经营稳定性和盈利能力构成风险;
- 3) **原材料价格波动的风险:** 公司的原材料主要为中药材, 近年来涨幅明显, 市场产量、药材品质和价格直接影响公司盈利能力。

免责声明

分析师声明

本人，代雯、张云逸，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师代雯、张云逸本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司