

方盛制药 (603998.SH)

聚焦创新中药, “338” 工程助力成长

方盛制药以创新中药为企业战略核心, 2021 年起陆续调整业务结构, 聚焦中药创新药主业, 实施“338”工程, 经营效率和盈利能力显著提升。目前, 公司构建起了存量产品借助集采放量, 两款中药创新药通过国谈接棒成长的产品结构, 同时在研管线丰富有序, 未来发展潜力大。

- 剥离非主业, 聚焦中药创新药, 经营质量和盈利能力提升。历史上公司通过收购进入医疗服务、医疗流通等领域, 扩大业务范围但一定程度上出现增收不增利情况。2021 年起公司主动调整业务结构, 转让剥离非主业和盈利能力较弱业务, 收购滕王阁药业, 聚焦中药创新药, 开始实施“338 工程”, 扣非归母净利润和 ROE 水平显著提升。
- 启动“338 大产品打造计划”, 存量核心品种均已集采。2021 年, 公司启动“338 大产品计划”, 力争在未来 5-10 年打造 3 个 10 亿、3 个 5 亿和 8 个过亿级大产品, 截至 2023 年底已经有藤黄健骨片、强力枇杷膏(蜜炼)、血塞通分散片、依折麦布片 4 个年产品销售过亿。目前, 公司营收主要来自于心脑血管、骨科、儿科、呼吸系统、妇科和抗感染六大领域, 涉及多科室, 核心产品藤黄健骨片、依折麦布片均已集采执标, 并借助集采实现销量快速增长, 不存在收入占比过高的单一品种, 相比之下具有更强风险抵御能力。
- 两大中药创新药通过国谈接棒成长, 在研管线丰富有序。2019 和 2021 年公司陆续上市两款中药创新药, 是带动短中期业绩增长的核心驱动力。小儿荆杏止咳颗粒有效补充公司儿科产品线, 2020 年国谈进入医保目录, 2023 年销售近 6000 万元, 2024H1 收入约 4500 万元, 同比增长超 150%, 表现突出; 玄七健骨片是藤黄健骨片集采后的有效补充, 2023 年国谈进入医保目录, 首年销售超 3000 万元, 2024H1 突破 5000 万元, 同比增长超 430%。除了 2 款已经上市产品外, 公司还有 4 款中药 1 类新药处于临床阶段, 其中养血祛风止痛颗粒处于注册受理阶段, 在研管线丰富, 涉及心脑血管、消化代谢、儿科、妇科等多个适应症。
- 盈利预测与投资建议。我们看好公司“338 大产品计划”实施落地, 以及后续创新中药陆续获批上市带来新增长。预计 2024-2026 年公司将实现归母净利润 2.7/3.2/3.6 亿元, 同比增长 42.4%/18.6%/14.3%, 对应 PE 为 16/13/12 倍, 首次覆盖, 给予“增持”投资评级。
- 风险提示: 政策风险, 研发失败、集采降价、原材料价格波动风险等。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1792	1629	1825	2144	2417
同比增长	14%	-9%	12%	17%	13%
营业利润(百万元)	332	196	291	349	401
同比增长	233%	-41%	48%	20%	15%
归母净利润(百万元)	286	187	266	316	361
同比增长	308%	-35%	42%	19%	14%
每股收益(元)	0.65	0.43	0.61	0.72	0.82
PE	14.5	22.2	15.6	13.1	11.5
PB	3.0	2.8	2.6	2.2	1.9

资料来源: 公司数据、招商证券

增持(首次)

消费品/生物医药
目标估值: NA
当前股价: 9.45 元

基础数据

总股本(百万股)	439
已上市流通股(百万股)	439
总市值(十亿元)	4.1
流通市值(十亿元)	4.1
每股净资产(MRQ)	3.6
ROE(TTM)	17.1
资产负债率	47.9%
主要股东	张庆华
主要股东持股比例	35.53%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-17	-10	-12
相对表现	-15	-20	-28



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 梁广楷 S1090524010001
lianguangkai@cmschina.com.cn
- 许菲菲 S1090520040003
xufeifei@cmschina.com.cn
- 欧阳京 S1090524070012
ouyangjing@cmschina.com.cn

正文目录

一、聚焦创新中药主业，经营质量提升.....	4
二、打造“338”工程，管线梯队丰富有序.....	6
2.1 集采放量+创新接棒，多科室协同发展.....	7
2.2 聚焦创新中药，在研梯队有序.....	12
三、盈利预测与投资建议.....	14
四、风险提示.....	15

图表目录

图 1: 方盛制药发展历史 (单位: 元/百万元)	4
图 2: 2014-2023 年公司毛利率及扣非归母净利润率	5
图 3: 2014-2023 年公司销售费用及管理费用	5
图 4: 2016-2023 年公司收入结构.....	6
图 5: 2016-2023 年公司不同适应症收入结构	6
图 6: 2016-2023 年公司医药工业销售收入 (单位: 亿元)	7
图 7: 2016-2023 年公司医药工业毛利率.....	7
图 8: 2023 年公司营业收入结构.....	8
图 9: 2015-2023 年公司毛利额结构.....	8
图 10: 2016-2023 年心脑血管销售收入 (单位: 亿元)	8
图 11: 2016-2023 年心脑血管业务毛利率.....	8
图 12: 2021-2023 年依折麦布片销量 (单位: 万片)	9
图 13: 2020-2023 年样本医院依折麦布片销售额 (单位: 百万元)	9
图 14: 血塞通口服制剂销量 (单位: 万片)	9
图 15: 2013-2023 年骨伤科业务销售收入 (单位: 百万元)	10
图 16: 2013-2023 年骨伤科业务毛利率	10
图 17: 2015-2023 年藤黄健骨片销售量 (单位: 亿片)	10
图 18: 藤黄健骨片、玄七健骨片对比.....	10
图 19: 2013-2023 年儿科用药营收及增速 (单位: 百万元)	11
图 20: 2013-2023 年儿科用药毛利率.....	11
图 21: 2015-2023 年赖氨酸维 B12 颗粒销售量 (单位: 万袋)	11

图 22: 2020-2023 年小儿荆杏止咳颗粒销售量 (单位: 万袋) 11

图 23: 2022-2024 年 Q3 呼吸用药营收 (单位: 百万元) 12

图 24: 2022-2024 年 Q3 呼吸用药毛利率 12

图 25: 滕王阁药业营收及净利润 (单位: 万元) 12

图 26: 强力枇杷膏 (蜜炼) 销量 (单位: 万瓶) 12

图 27: 2018-2024H1 公司研发费用及研发费用率 13

表 1: 2021 年起公司主动剥离非主营资产聚焦中药主业 5

表 2: 公司发布多次股权激励方案 6

表 3: 公司核心产品矩阵 7

表 4: 公司在研管线 13

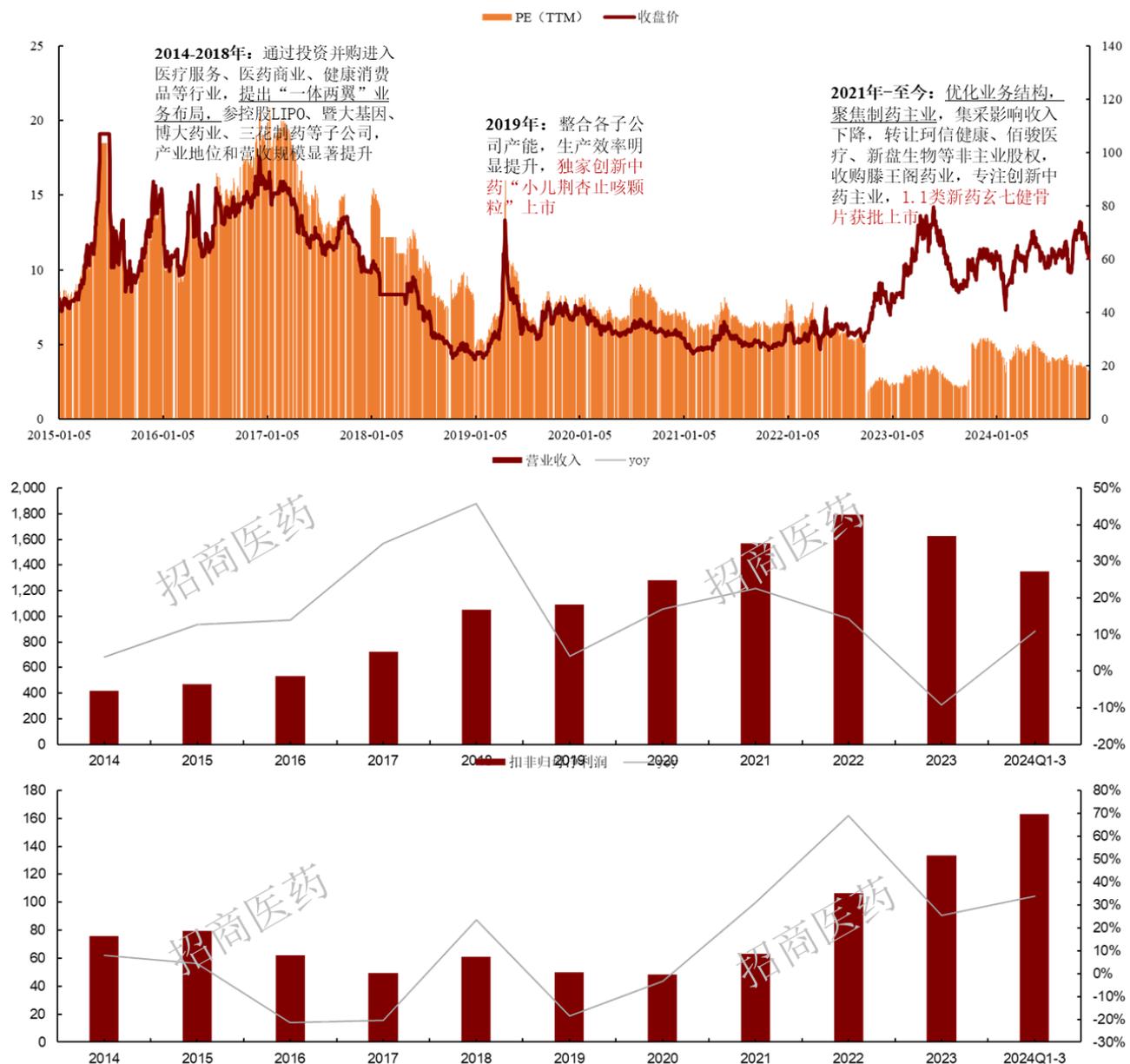
表 5: 方盛制药主营业务收入拆分 (单位: 百万元) 14

附: 财务预测表 16

一、聚焦创新中药主业，经营质量提升

方盛制药于2002年成立，2014年公司在上交所上市，上市后公司借助资本力量通过投资并购的方式进入医疗服务、医药流通和健康消费品等领域，陆续收购LIPO、暨大基因、博大药业、三花制药和滕王阁药业等制药企业股权，确定“一体两翼”业务布局，加强公司工业主业竞争实力，并拓展业务范围。2019年起，公司启动对各子公司的整合工作，以方盛制药本部为主统筹各业务板块，加大研发力度，提升经营质量。除了2023年受佰骏医疗出表影响，上市后公司营业收入均保持正增长，近十年营收CAGR达16.4%。但公司在扩大业务范围的同时一定程度上出现了增收不增利现象。2021年起公司主动调整业务范围，聚焦工业主业，确定“打造成为一家以中药创新药为核心的健康产业集团”的发展战略，开始实施“338工程”，扣非归母净利润实现连续3年高速增长，ROE水平也得到显著提升。

图1：方盛制药发展历史（单位：元/百万元）



资料来源：公司公告、公司官网、招商证券

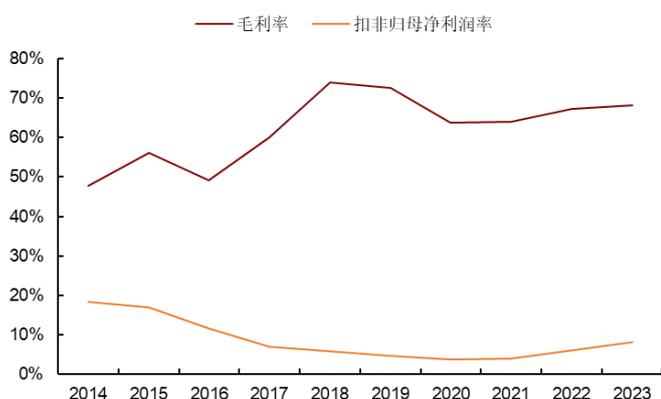
优化业务结构，聚焦主业，提升盈利能力。2021年起公司主动收缩业务管线，聚集医药工业尤其是中药创新药主业，陆续转让剥离非主业和盈利能力较弱的业务，盘活存量资产，并收购滕王阁药业、以及多个中药批文资产加强公司在中药核心主业上的竞争实力，公司毛利率和扣非归母净利润率稳步回升。

表 1: 2021 年起公司主动剥离非主营资产聚焦中药主业

	时间	标的	事项
转让资产	2021 年 5 月	三花制药	以 2400 万元转让三花制药 51% 股权
	2021 年 5 月	湖南珂信	以 2.08 亿元转让湖南珂信 21.46% 股权
	2021 年 11 月	佰骏医疗	以 1.47 亿元转让佰骏医疗 31.7% 股权
	2022 年 4 月	恒兴医药	以 943.64 万元转让恒兴医药 50% 股权
	2024 年 2 月	新盘生物	以 5200 万元转让新盘生物 100% 股权
	2024 年 4 月	筱熊猫药业	以 0 元转让筱熊猫药业 51% 股权
	2024 年 5 月	锐新医药	以 300 万元转让锐新医药 100% 股权
	2024 年 10 月	跌打活血胶囊	以 3000 万元转让“跌打活血胶囊”药品所有权
购买资产	2021 年 4 月	“三花接骨散”所有权	以 1460 万元受让三花制药“三花接骨散”所有权
	2021 年 7 月	“健胃愈疡颗粒”所有权	以 381 万元受让奥维康“健胃愈疡颗粒”所有权
	2022 年 12 月	“强力枇杷露”所有权	以 230 万元受让回春堂“强力枇杷露”所有权
	2022 年 12 月	滕王阁药业 100% 股权	以 1.56 亿元收购滕王阁药业 100% 股权
	2023 年 6 月	诚达药业 36.12% 股权	以 165 万元收购方盛融成（原名“诚达药业”）36.12% 股权

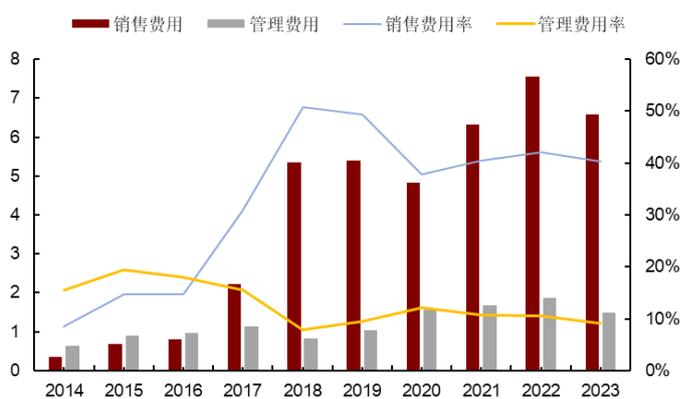
资料来源：公司公告、招商证券

图 2: 2014-2023 年公司毛利率及扣非归母净利润率



资料来源：Wind、招商证券

图 3: 2014-2023 年公司销售费用及管理费用



资料来源：Wind、招商证券

医药工业是公司核心主业，随着商业和医疗等非主业剥离，工业收入占比持续提升，2023 年收入占比为 88.3%。医药工业核心产品聚焦心脑血管、骨伤科、儿科、妇科、呼吸系统和抗感染等优势领域，2023 年六大治疗领域收入占比 78.9%，其中心脑血管、骨伤科和儿科分别占比 23.6%、22.0%和 11.6%，是公司主要优势治疗领域。

图 4: 2016-2023 年公司收入结构

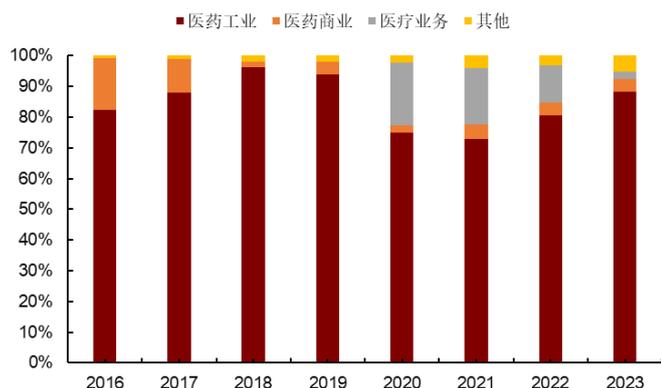


图 5: 2016-2023 年公司不同适应症收入结构



资料来源: Wind、招商证券

资料来源: Wind、招商证券

作为民企,公司体制机制更为灵活,上市后共推出 3 次股权激励计划,绑定核心员工,提升经营活力。2022 年 3 月公司发布限制性股票激励计划,首批股权激励覆盖包括公司高管和核心技术骨干在内的 210 人,拟合计授予股份数量为 1075.24 万股,占当时公司总股本的 2.79%;预留部分股权激励覆盖包括公司高管和核心技术骨干在内的 24 人,拟合计授予股份数量为 114.5 万股,占当时公司总股本的 0.26%,覆盖广泛,激励到位。

表 2: 公司发布多次股权激励方案

	2022 年限制性股票激励计划	2018 年限制性股票激励计划	2016 年限制性股票激励计划
激励对象	高管、核心技术骨干共 234 人	高管、核心技术骨干共 92 人	高管、核心技术骨干共 85 人
股票数量	1189.74 万股, 约占当时总股本 2.79%	806 万股, 约占当时总股本 2.12%	806.20 万股, 约占当时总股本 1.90%
授予价格	2.91 元/股	3.01 元/股	7.86 元/股
业绩考核	以 2021 年为基数, 2022 年营业收入增长率不低于 10%或净利润增长率不低于 12%; 2023 年营业收入增长率不低于 15%或净利润增长率不低于 17%; 2024 年营业收入增长率不低于 20%或净利润增长率不低于 22%	以 2017 年为基数, 2018 年营业收入增长比例不低于 40%; 2019 年营业收入增长比例不低于 68%	以 2015 年为基数, 2016 年净利润增长比例不低于 15%; 2017 年净利润增长比例不低于 35%; 2018 年净利润增长比例不低于 60%; 2019 年净利润增长比例不低于 85%

资料来源: 公司公告、招商证券

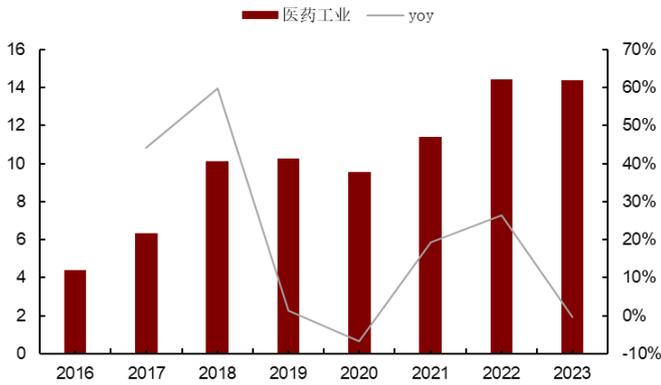
二、打造“338”工程, 管线梯队丰富有序

存量品种集采出清, 中药创新药开始放量。公司以打造创新中药大产品为发展方向, 医药工业营收体量整体呈向上趋势, 2023 年工业收入 14.4 亿元, 受核心产品依折麦布片和藤黄健骨片集采影响略有下降。公司打造了“欣雪安”牌心脑血管、“金蓓贝”牌儿科、“美尔舒”牌妇科和“方盛堂”牌骨伤科几大品牌系列产品, 存量大品种藤黄健骨片、依折麦布片、血塞通系列等已经执行集采, 后续对公司收入影响较小; 中药创新药玄七健骨片、小儿荆杏止咳颗粒等正处在入院放量阶段, 将有效接棒成为驱动公司收入增长的核心要素。

在行业变革期, 公司于 2021 年开始启动“338 大产品打造计划”, 聚焦中药创新药的研发与销售, 丰富产品矩阵, 力争在未来 5-10 年内, 打造 3 个 10 亿大产品, 3 个 5 亿大产品和 8 个亿级产品, 截至 2024H1 拥有药品批件 142 个, 新药证书

16 件，组成了品类丰富的产品集群。

图 6: 2016-2023 年公司医药工业销售收入(单位: 亿元) 图 7: 2016-2023 年公司医药工业毛利率



资料来源: Wind、招商证券

资料来源: Wind、招商证券

表 3: 公司核心产品矩阵

治疗领域	药品名称	适应症	处方药	医保目录	基药目录	集采
心脑血管	血塞通分散片	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	是	是	否	2021 年湖北 18 省联盟
	血塞通片	活血祛瘀，通脉活络，抑制血小板聚集和增加脑血流量	是	是	否	2021 年湖北 19 省联盟
	依折麦布片	治疗原发性高胆固醇血症、纯合子家族性高胆固醇血症、纯合子谷留醇血症	是	是	否	2022 年第七批全国集采
骨科	藤黄健骨片	用于肥大性脊椎炎，颈椎病，跟骨刺，增生性关节炎，大骨节病	是	是	否	2022 年第七批全国集采
	玄七健骨片	用于轻中度膝关节关节炎中医辨证厘筋脉瘀滞证的症状改善	是	是	否	否
儿科	小儿荆杏止咳颗粒	小儿外感风寒化热轻度急性支气管炎引起的咳嗽，咯痰，痰黄，咽部红肿、发热等症	是	是	否	否
	赖酸维 B12 颗粒	加速儿童生长发育、增进食欲	是	否	否	否
呼吸科	强力枇杷膏(蜜炼)	养阴敛肺，止咳祛痰。用于支气管炎咳嗽	否	是	是	否
	强力枇杷露	养阴敛肺，止咳祛痰。用于支气管炎咳嗽	否	是	是	否
	蒲地蓝消炎片	清热解毒，抗炎消肿。用于疖肿、咽炎、扁桃腺炎	否	否	否	否
妇科	金英胶囊	清热解毒，祛湿止带，用于慢性盆腔炎等	是	否	否	否
	舒尔经胶囊	痛经、月经量少、后错属气滞血瘀证者	是	是	否	否

资料来源: 公司公告、招商证券

2.1 集采放量+创新接棒，多科室协同发展

公司“338”工程核心业务涉及心脑血管、骨科、儿科、呼吸系统、妇科和抗感染等六大应用领域，2023 年前六大适应症合计占公司营业收入比例为 78.9%，公司营收来源构成丰富，不存在收入占比过高单一品种，相较之下具有更强的风险抵御能力。同时随着藤黄健骨片、依折麦布片等核心品种集采执标，公司主要的存量药品已经基本实现集采出清，而玄七健骨片和小儿荆杏止咳颗粒等创新中药通过国谈开始进院上量，接棒成长。

图 8: 2023 年公司营业收入结构

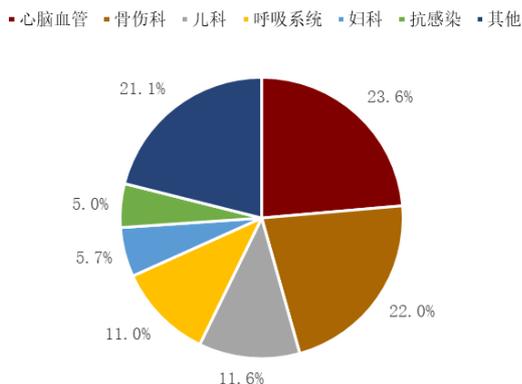
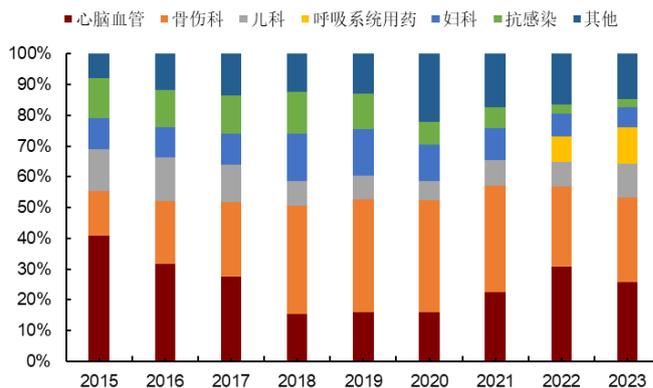


图 9: 2015-2023 年公司毛利额结构



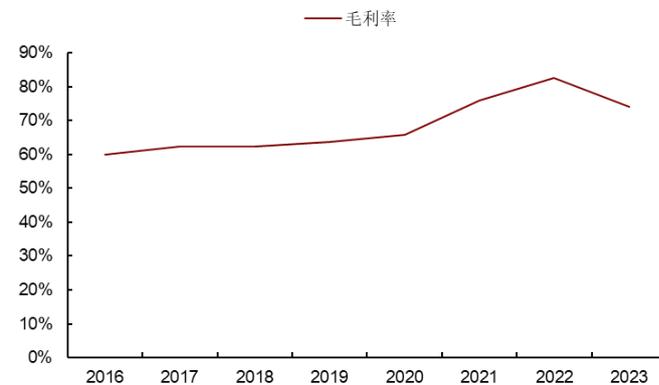
资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

● **心脑血管:** 心脑血管药物是公司收入占比最高的用药领域, 核心产品包括依折麦布片、血塞通分散片、血塞通片、银杏叶分散片、益脉康片和益脉康分散片等。2020 年主力产品依折麦布片首仿上市, 并快速实现入院销售, 成为带动公司心脑血管业务增长的主要动力, 2021 年依折麦布片收入 9583 万元, 占当期心脑血管收入比例为 32.2%。2022 年 7 月, 依折麦布片在第七批全国药品集采中以第一顺位中标, 价格下降导致 2023 年公司心脑血管收入有所降低。但随着集采在全国范围内落地执标, 依折麦布片顺利实现以价换量, 2024 上半年实现销售收入约 1.44 亿元, 同比增长超 110%。

图 10: 2016-2023 年心脑血管销售收入 (单位: 亿元)

图 11: 2016-2023 年心脑血管业务毛利率

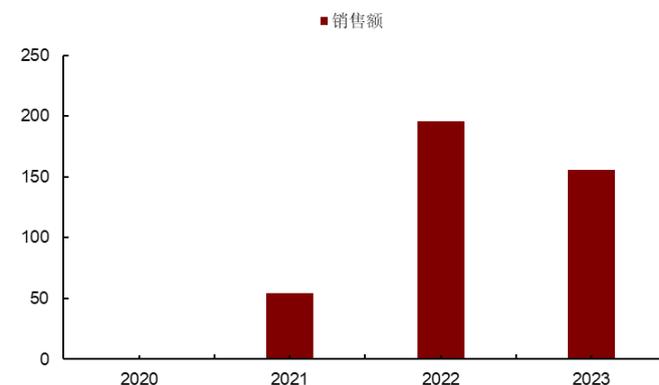
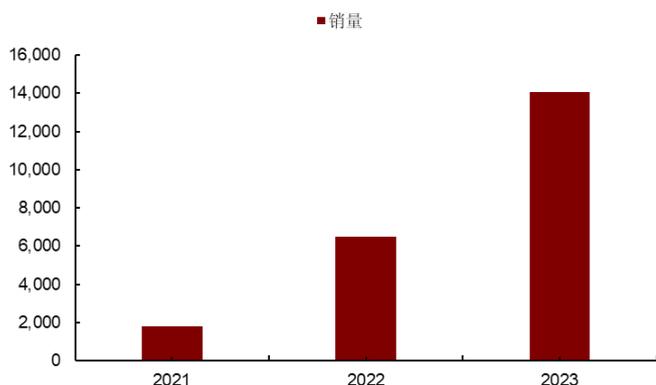


资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

图 12: 2021-2023 年依折麦布片销量 (单位: 万片)

图 13: 2020-2023 年样本医院依折麦布片销售额 (单位: 百万元)

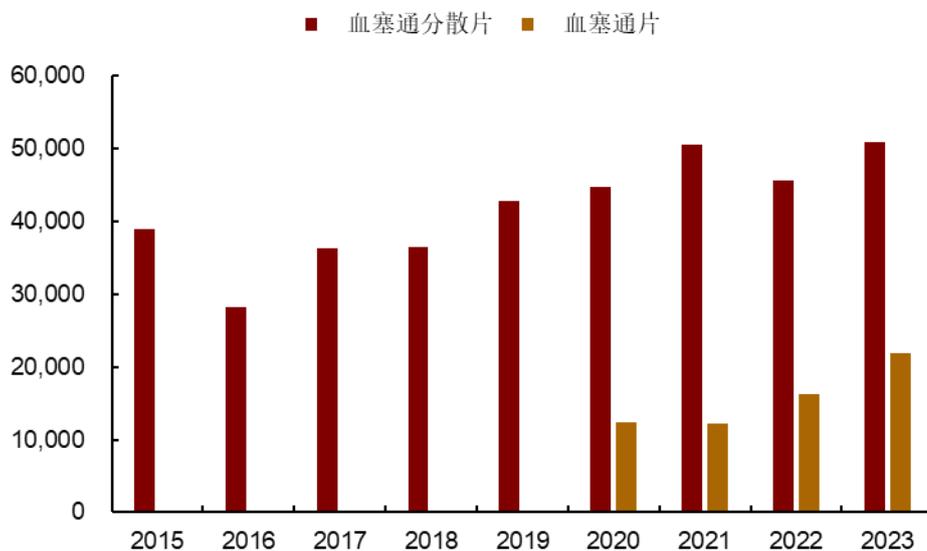


资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 药融云、招商证券

除依折麦布片外, 公司还拥有以三七总皂苷为原料的血塞通口服制剂系列以及以银杏叶提取物为原料的银杏叶口服制剂系列两大临床广泛应用的心脑血管中成药。公司血塞通口服制剂包括血塞通分散片和血塞通片两个剂型, 2019 年血塞通分散片纳入医保目录, 销量稳步增长成为公司 4 大销售额过亿产品之一, 2021 年血塞通片和血塞通分散片均中标湖北中成药联盟集采, 虽然价格有所下降, 但销量实现了稳定增长。

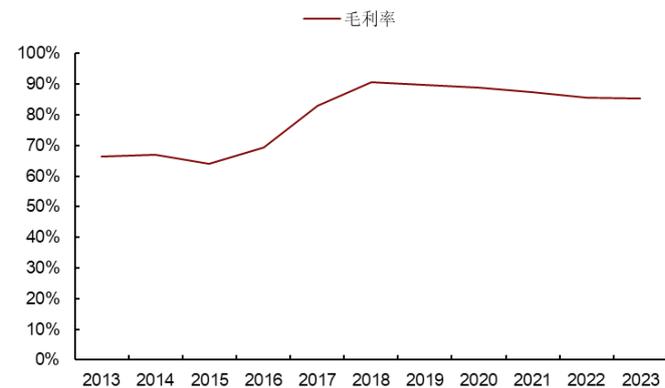
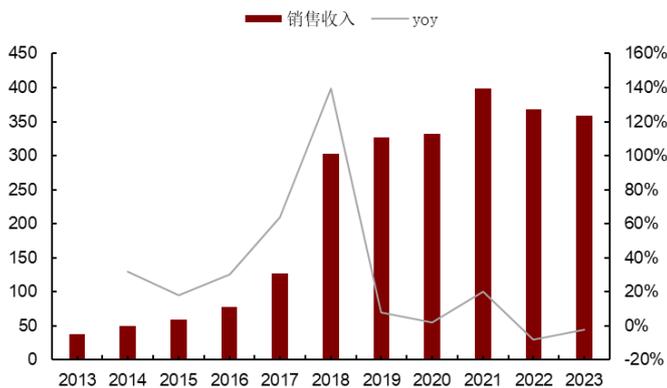
图 14: 血塞通口服制剂销量 (单位: 万片)



资料来源: 公司公告、招商证券

● **骨伤科:** 公司核心优势领域之一, 主导产品包括藤黄健骨片、玄七健骨片、三花接骨散、元七骨痛酊和跌打活血胶囊等, 同时拥有复方川芎嗪咪美辛胶囊、复方独活咪美辛胶囊、龙血竭散等其他梯队产品。2018 年起, 公司启动全国连锁业务加快对于线下连锁机构开发, 同时加强骨伤科领域的学术推广, 带动跌打活血胶囊、藤黄健骨片等骨伤科产品销售快速增长; 2021 年 12 月 1 类中药创新药玄七健骨片获批上市, 同时在藤黄健骨片、元七骨痛酊等产品带动下当年骨科业务收入近 4 亿元, 同比增长 20.14%; 此后受藤黄健骨片集采等因素影响, 骨伤科收入和毛利率有所降低; 在玄七健骨片等新品带动下, 2024 年上半年骨伤科收入 1.93 亿元, 同比增长 3.62%, 逐渐恢复增长趋势。

图 15: 2013-2023 年骨伤科业务销售收入 (单位: 百万 元) 图 16: 2013-2023 年骨伤科业务毛利率



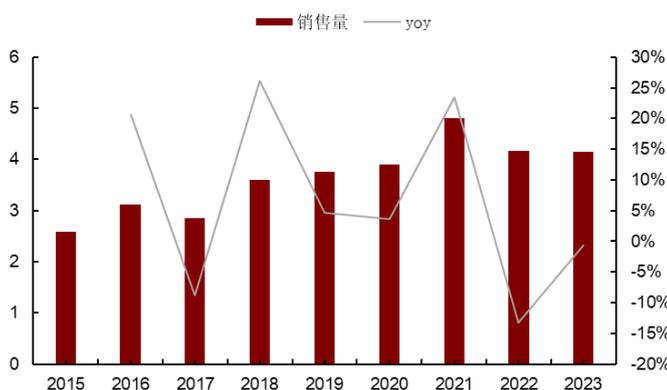
资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

藤黄健骨片是 2009 年公司获批的独家剂型医保产品, 用于骨性关节炎等疾病, 凭借显著的疗效销售收入实现稳定增长, 2022 年收入 2.97 亿元, 占当期骨科业务收入 81%, 公司总收入的 16.6%, 是驱动公司业绩增长的核心品种。2023 年 6 月, 藤黄健骨片以 20.46 元/盒的价格在全国中成药联盟集采中选, 降价约 42% 导致 2023 年公司骨伤科收入下降 2.3%; 但公司借助集采进一步扩大医院覆盖, 截至 2024H1 藤黄健骨片累计进入近 2300 家等级医院和 5600 家基层医院, 2024 年上半年销售量同比增长近 5%, 扭转下降趋势有效实现以价换量。

2021 年 11 月 1.1 类中药创新药玄七健骨片获批上市, 用于轻中度骨关节炎等病症, 进一步丰富公司骨伤科产品矩阵, 2023 年通过国谈以 3.10 元/片价格进入医保目录, 并在首年实现超 3000 万元销售收入; 2024 年上半年玄七健骨片收入进一步突破 5000 万元, 同比增长超 430%, 累计覆盖公立医疗机构超 900 家。相较于同科室的藤黄健骨片, 玄七健骨片目前医院覆盖率和销售量仍然较小, 具有巨大的市场潜力。

图 17: 2015-2023 年藤黄健骨片销售量 (单位: 亿片) 图 18: 藤黄健骨片、玄七健骨片对比



药品名称	上市时间	医保/集采身份	2023 年销售量 (万片)	单价 (元/片)	日均费用 (元/天)
藤黄健骨片	2009	全国集采	41440	0.57	3.42-6.84
玄七健骨片	2021	国谈	1231	3.1	37.2

资料来源: 公司公告、招商证券

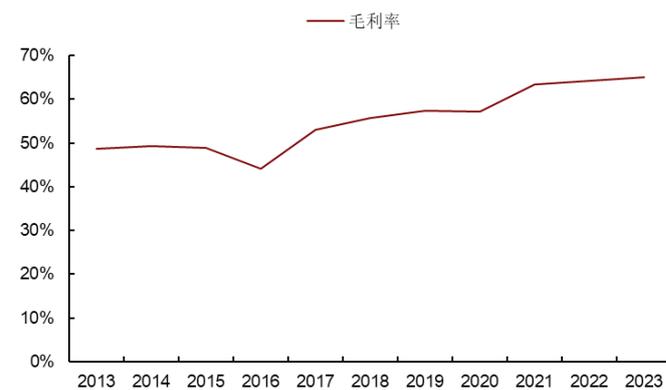
资料来源: 公司公告、药融云、招商证券

● **儿科用药:** 2020 年以前, 公司儿科用药品类主要涵盖小儿补充营养剂、儿科厌食症用药等, 其中主导产品为赖氨酸维 B12 颗粒。赖氨酸维 B12 颗粒是一款儿童维矿补益产品, 能加速儿童生长发育, 增进食欲, 目前全国共有三家企业获得该药品批文, 公司在同类产品中具有较强竞争力, 市占率排名靠前。2019 年 12 月公司自主研发的中药创新药“小儿荆杏止咳颗粒”获批上市, 并于 2020 年经过国谈以 10.98 元/袋价格进入医保目录。随着学术推

广和终端覆盖不断增强，小儿荆杏止咳颗粒销售快速增长，2023 年实现收入近 6000 万元，创造年销售新高，2024H1 收入约 4500 万元，同比增长超 150%，成为带动儿科用药业务收入和毛利率稳定增长的核心驱动力。

此外，公司持续推动小儿荆杏止咳颗粒二次开发，2022 年完成小儿荆杏止咳颗粒药品口感改进工艺备案，2023 年新增小儿荆杏止咳颗粒成人适应症，目前正处于临床二期阶段，改良剂型小儿荆杏止咳糖浆也处于研究阶段。

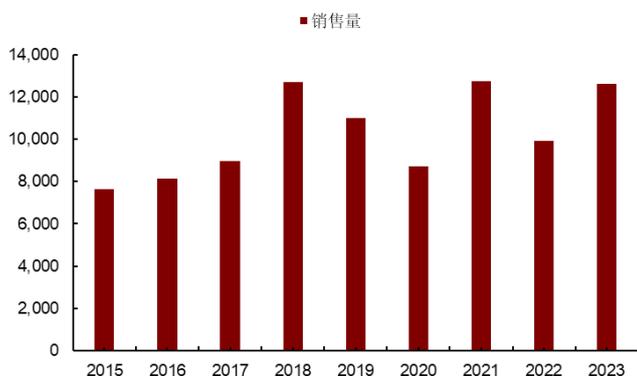
图 19: 2013-2023 年儿科用药营收及增速 (单位: 百万 图 20: 2013-2023 年儿科用药毛利率 (元))



资料来源: 公司公告、招商证券

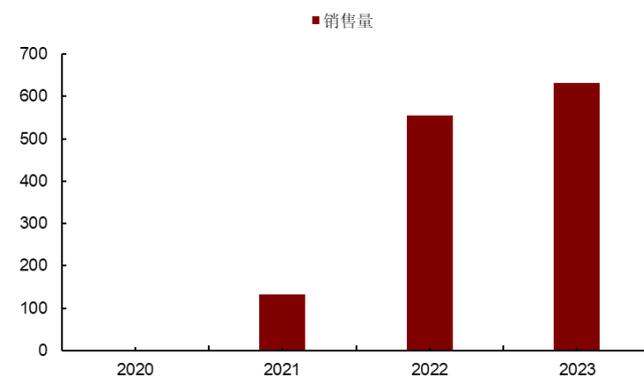
资料来源: 公司公告、招商证券

图 21: 2015-2023 年赖氨酸维 B12 颗粒销售量 (单位: 万袋)



资料来源: 公司公告、招商证券

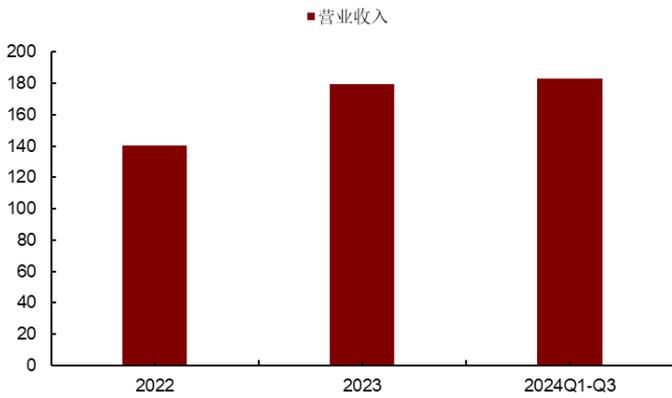
图 22: 2020-2023 年小儿荆杏止咳颗粒销售量 (单位: 万袋)



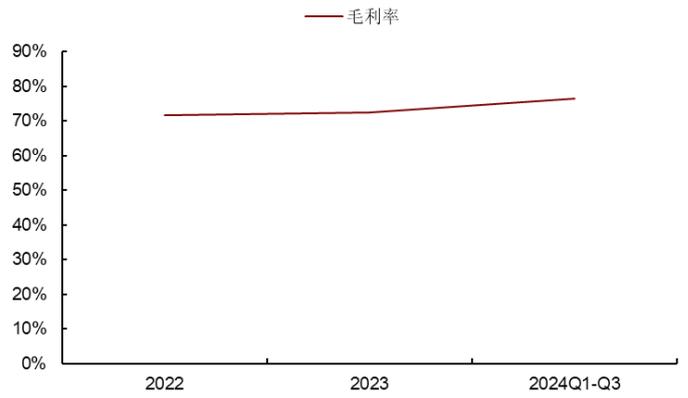
资料来源: 公司公告、招商证券

● **呼吸系统用药:** 呼吸用药主导产品为子公司滕王阁药业生产的强力枇杷膏（蜜炼）和强力枇杷露，2021 年公司以 1.56 亿元取得滕王阁药业 100% 股权，获得包括强力枇杷膏（蜜炼）和强力枇杷露等核心产品在内的 32 个药品批文。强力枇杷膏（蜜炼）是滕王阁药业独家剂型品种并进入中药保护目录，具有独家蜜炼专利工艺，2021 年进入方盛营销体系后销售收入实现快速增长，2024H1 强力枇杷膏（蜜炼）已经覆盖 9500 多家公立医疗机构，其中包括 1500 多家等级医院，在高基数下仍然实现 26% 的营收增长。滕王阁药业也实现了收入和利润的双增长，经营质量显著提升。

图 23: 2022-2024 年 Q3 呼吸用药营收 (单位: 百万元) 图 24: 2022-2024 年 Q3 呼吸用药毛利率

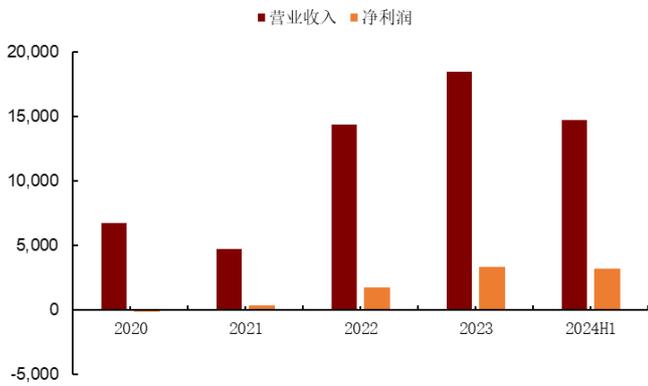


资料来源: 公司公告、招商证券



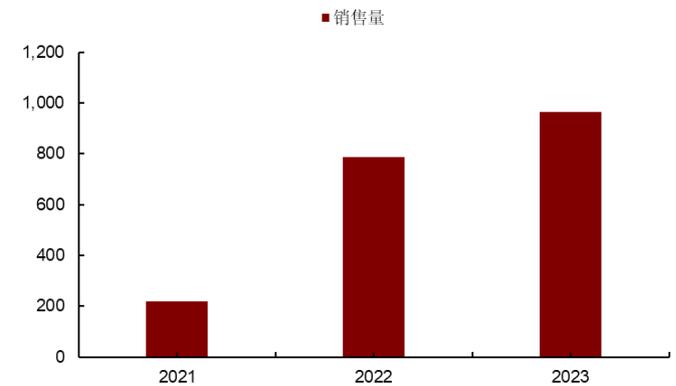
资料来源: 公司公告、招商证券

图 25: 滕王阁药业营收及净利润 (单位: 万元)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 26: 强力枇杷膏 (蜜炼) 销量 (单位: 万瓶)

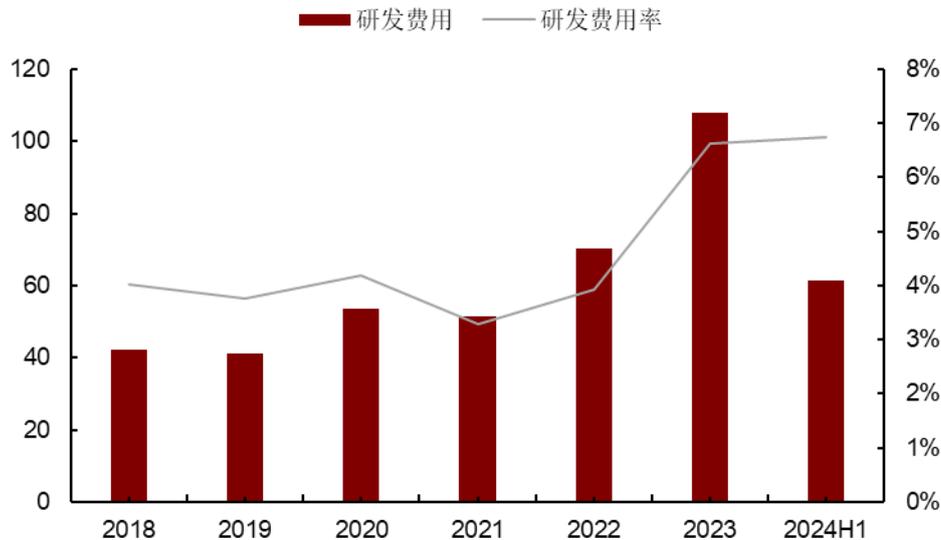


资料来源: 公司公告、招商证券

2.2 聚焦创新中药，在研梯队有序

创新是公司核心竞争力，研发费用率处于行业前列。2022 年公司成立创新研究院，内生方面探索“多中心布局”的研发裂变模式，下设创新中药研发中心、仿制药研发中心、复杂制剂研发中心和暨大基因药物工程研究中心等四大研发中心；外延方面则在深圳设立方盛融大、方盛融美、方盛融华等“融系”MAH 项目公司，整合行业研发资源，成功完成多个项目批文的购买引进，积累丰富的研发和在产产品管线，截至 2024H1，公司及子公司共拥有 142 个药品批文，其中包括 16 个新药证书。

图 27: 2018-2024H1 公司研发费用及研发费用率



资料来源:

研发聚焦创新中药领域, 共有 4 款中药 1 类新药处于临床阶段。公司明确了以创新中药为核心的研发方向, 截至 2024Q3 共有 4 款 1 类中药创新药处于临床阶段。其中 1.1 类中药养血祛风止痛颗粒在 2024 年 8 月完成补充长毒试验, 目前正处于药品注册受理阶段, 养血祛风止痛颗粒临床上用于治疗频繁阵发性紧张型头痛。PDB 数据显示 2023 年神经系统/心血管系统中治疗头痛的中成药 top5 为养血清脑颗粒、松龄血脉康胶囊、血府逐瘀胶囊、通天口服液和养血清脑丸, 销售额分别为 8.09、6.32、4.34、3.76 和 2.94 亿元, 市场空间广阔。

除了处于申报上市阶段的养血祛风止痛颗粒外, 健胃祛痛丸、蛭龙通络片和益气消瘤颗粒等中药 1 类新药也处于临床阶段, 临床前管线里还有止血消瘤颗粒、香薷解热颗粒等多个中药创新药产品, 涉及心脑血管、消化代谢、儿科、妇科等多个适应症领域。

表 4: 公司在研管线

药品名称	注册分类	适应症	研发阶段
养血祛风止痛颗粒	中药 1 类	用于临床治疗反复发作性紧张型头痛	注册受理
小儿荆杏止咳颗粒	补充申请	小儿外感风寒化热的轻度急性支气管炎引起的咳嗽, 咯痰, 痰黄, 咽部红肿、发热等症	II 期临床 (新增成人适应症)
健胃祛痛丸	中药 1 类	健脾益胃, 清热祛湿, 化瘀止痛。用于慢性非萎缩性胃炎脾 胃气虚兼湿热瘀滞所致胃脘疼痛, 神疲倦怠, 口苦口干, 纳差, 胃脘胀满, 便溏, 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
蛭龙通络片	中药 1 类	适用于脑梗死恢复期	II 期临床
益气消瘤颗粒	中药 1 类	用于气虚血瘀所致子宫肌瘤无手术指征者	获批临床
止血消瘤颗粒	中药 1 类	用于气虚血瘀型产后或人流、药流、上环等计划生育手术后子宫复旧不全表现为恶露不绝或产后腹痛者	药学研究
香薷解热颗粒	中药 1 类	儿科用药	药学研究
紫萸颗粒	中药 1 类	妇科用药	药学研究
小儿荆杏止咳糖浆	中药 2 类	儿科用药	药学研究
三花接骨丸	中药 2 类	骨科用药	药学研究
FSYF-02-Z01 项	中药 1 类	妇科用药	药学研究
司来帕格片	化药 4 类	肺动脉高压	BE 试验

药品名称	注册分类	适应症	研发阶段
非布司他片	化药 4 类	高尿酸血症及其引发的痛风	BE 预试验
吲哚布芬片	化药 3 类	动脉硬化引起的缺血性心血管病变、缺血性脑血管病变、静脉血栓形成。也可用于血液透析时预防血栓形成	BE 试验
注射用迪安替康钠	化药 1 类	适用于晚期结直肠癌患者的治疗	临床试验

资料来源：公司公告、药融云数据、招商证券

三、盈利预测与投资建议

公司持续剥离非主营业务，盘活存量资产，形成了以创新中药为核心的“338”战略产品矩阵，工业收入成为推动公司业绩增长的核心动力。目前核心产品基本进入集采，公司成功消化集采短期影响，依折麦布片等品种通过集采实现快速放量。创新中药是带动未来业绩增长的核心驱动力，玄七健骨片、小儿荆杏止咳颗粒已经通过国谈上市销售逐步放量，管线中还有养血祛风止痛颗粒、健胃祛痛丸等创新产品，将成为驱动公司长期成长的核心要素。

我们预计 2024-2026 年公司将实现营业收入 18.3/21.4/24.2 亿元，同比增长 12.1%/17.5%/12.8%；归母净利润 2.7/3.2/3.6 亿元，同比增长 42.4%/18.6%/14.3%，对应 PE 为 16/13/12 倍，首次覆盖，给予“增持”投资评级。

表 5：方盛制药主营业务收入拆分（单位：百万元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	1792	1629	1825	2144	2417
yoy		-9.1%	12.1%	17.5%	12.8%
其中：工业收入	1443	1439	1739	2074	2357
yoy		-0.3%	20.9%	19.2%	13.7%

资料来源：公司公告、招商证券

四、风险提示

政策风险：医药行业受相关政策影响大，药品审评审批、准入、医保支付等政策均会对公司经营产生影响；

研发失败风险：公司多款创新中药处于研发阶段，可能出现研发失败或者进度不及预期风险；

集采降价风险：若公司产品进入集采，可能出现价格下降从而影响收入风险；

原材料价格波动风险：中药材价格和产量波动大，从而对公司生产和成本造成影响；

公司经营治理风险：公司经营管理可能受到内外部等多种因素影响；

市场推广不及预期风险：公司多款产品处在推广早期，可能存在由于竞争加剧推广不及预期风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1191	921	990	1195	1380
现金	400	209	300	400	500
交易性投资	40	20	20	20	20
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	178	210	219	257	290
其它应收款	165	13	15	18	20
存货	303	328	325	373	409
其他	105	140	110	127	141
非流动资产	1731	2160	2249	2335	2415
长期股权投资	252	258	258	258	258
固定资产	650	813	959	1094	1219
无形资产商誉	520	542	488	439	395
其他	309	548	544	544	544
资产总计	2922	3081	3239	3530	3795
流动负债	1000	1248	1249	1291	1276
短期借款	210	309	571	577	535
应付账款	166	246	163	187	205
预收账款	87	39	54	62	68
其他	536	654	462	465	468
长期负债	415	244	243	248	253
长期借款	298	153	153	153	153
其他	117	91	90	95	100
负债合计	1414	1492	1493	1539	1529
股本	439	440	439	439	439
资本公积金	134	169	189	199	209
留存收益	817	850	988	1224	1490
少数股东权益	118	131	130	129	128
归属于母公司所有者权益	1390	1458	1616	1862	2138
负债及权益合计	2922	3081	3239	3530	3795

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	302	88	295	320	389
净利润	277	180	265	315	360
折旧摊销	79	79	124	129	135
财务费用	23	12	9	1	(3)
投资收益	(166)	4	(70)	(60)	(50)
营运资金变动	81	(176)	(44)	(75)	(62)
其它	8	(11)	10	10	10
投资活动现金流	(301)	(197)	(145)	(155)	(165)
资本支出	(171)	(219)	(215)	(215)	(215)
其他投资	(130)	21	70	60	50
筹资活动现金流	127	(92)	(58)	(65)	(123)
借款变动	246	104	65	6	(42)
普通股增加	10	0	(0)	0	0
资本公积增加	2	35	20	10	10
股利分配	(104)	(193)	(127)	(80)	(95)
其他	(27)	(37)	(16)	(1)	3
现金净增加额	127	(201)	91	100	100

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1792	1629	1825	2144	2417
营业成本	586	520	542	622	682
营业税金及附加	29	29	33	39	43
营业费用	755	658	730	847	943
管理费用	188	149	146	161	176
研发费用	70	108	146	189	227
财务费用	20	11	9	1	(3)
资产减值损失	(25)	7	2	3	2
公允价值变动收益	(0)	0	0	0	0
其他收益	46	39	28	30	40
投资收益	166	(4)	42	30	10
营业利润	332	196	291	349	401
营业外收入	0	9	5	6	7
营业外支出	6	2	2	3	3
利润总额	327	203	294	352	405
所得税	50	24	29	37	45
少数股东损益	(9)	(7)	(1)	(1)	(1)
归属于母公司净利润	286	187	266	316	361

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	14%	-9%	12%	17%	13%
营业利润	233%	-41%	48%	20%	15%
归母净利润	308%	-35%	42%	19%	14%
获利能力					
毛利率	67.3%	68.1%	70.3%	71.0%	71.8%
净利率	16.0%	11.5%	14.6%	14.7%	14.9%
ROE	22.1%	13.1%	17.3%	18.2%	18.0%
ROIC	12.6%	8.6%	11.3%	11.9%	12.4%
偿债能力					
资产负债率	48.4%	48.4%	46.1%	43.6%	40.3%
净负债比率	18.1%	21.4%	22.3%	20.7%	18.1%
流动比率	1.2	0.7	0.8	0.9	1.1
速动比率	0.9	0.5	0.5	0.6	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7
存货周转率	2.1	1.6	1.7	1.8	1.7
应收账款周转率	8.5	8.4	8.5	9.0	8.8
应付账款周转率	4.1	2.5	2.7	3.6	3.5
每股资料(元)					
EPS	0.65	0.43	0.61	0.72	0.82
每股经营净现金	0.69	0.20	0.67	0.73	0.89
每股净资产	3.17	3.32	3.68	4.24	4.87
每股股利	0.35	0.29	0.18	0.22	0.25
估值比率					
PE	14.5	22.2	15.6	13.1	11.5
PB	3.0	2.8	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	13.6	21.0	12.9	11.4	10.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。