



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

深耕中药领域，步入创新布局期

——珍宝岛深度报告

买入（首次）

行业： 医药生物
日期： 2023年06月10日

分析师： 邓周宇

Tel:

E-mail:

SAC 编号： S0870523040002

分析师： 张林晚

Tel: 021-53686155

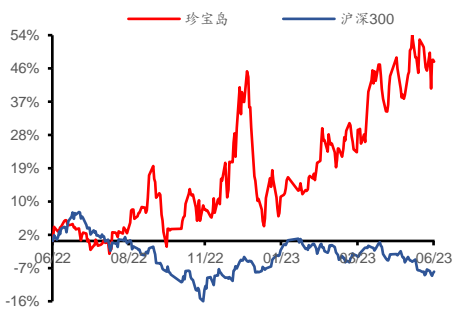
E-mail: zhanglinwan@shzq.com

SAC 编号： S0870523010001

基本数据

最新收盘价（元）	16.89
12mth A 股价格区间（元）	11.06-17.69
总股本（百万股）	941.96
无限售 A 股/总股本	100.00%
流通市值（亿元）	159.10

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《全面转型升级，发布科创专属大模型》
——2023 年 06 月 02 日

《成本为矛，决胜红海》
——2023 年 06 月 01 日

《国内参股枢纽港业务稳健发展提供 β，海外坚持“一带一路”沿线布局贡献 α》
——2023 年 05 月 30 日

■ 投资摘要

深耕中药领域，步入创新布局期。公司深耕中药领域，产品布局以注射用血塞通、舒血宁注射液、注射用炎琥宁、血栓通胶囊、复方芩兰口服液为主，其他普药产品为辅，业务涵盖中药、化学制剂、生物药。有复方芩兰口服液、血栓通胶囊、灵芪加口服液和复方白头翁胶囊 4 个独家生产品种。为保障产品质量，公司按照“689”标准进行二次开发，在此基础上注射用血塞通新增 100mg 新规格 2021 年上市，舒血宁 10ml 规格推出，通过提高产品质量提升价格，医保解限、二次开发、规格更新、成立口服事业部等措施助力公司中成药核心品种放量。

汇聚优质资源，布局中药材全产业链。公司中药材贸易业务主要依托亳州中药材交易中心和哈尔滨中药材交易中心两个子公司，形成覆盖全国 95% 中药产区的现代化“N+50”中药材产业布局。2022 年公司新建 7 个办事处，合计 14 个产地办事处建设。新建完成 3 个种植基地、9 个加工基地的合作建设。公司搭建“神农采”平台，从而形成对中药材的上游供应、中游流通、下游需求市场的快速反应。

合作模式下多方布局，提升公司市场竞争力。公司通过“股权投资+引进合作+自主研发”，布局配方颗粒和生物创新药等医药工业细分领域。公司对中药企业九洲方圆及生物创新药企特瑞思等优质企业进行投资，创新药领域以 ADC 为核心赛道，布局单抗双抗等品种，打造差异化布局路线。

■ 投资建议

公司布局中药全产业链，重视核心品种二次开发，医保解限、新规格上市等因素有利于品种放量，“N+50”战略推进道地药材产区上游种植、加工、销售产业链整合。我们预计 2023-2025 年公司营业收入为 59.92/71.72/84.13 亿元，增速分别为 42.00%、19.71%、17.30%，归母净利润分别为 6.63/8.64/11.02 亿元，增速分别为 258%/30%/28%，当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 24x/18x/14x，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

包括但不限于：医药政策及市场风险；研发不及预期风险；产品质量风险；中药材贸易风险；传统中药材交易市场弱化风险等。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4219	5992	7172	8413
年增长率	2.2%	42.0%	19.7%	17.3%
归母净利润	185	663	864	1102
年增长率	-44.2%	257.7%	30.3%	27.6%
每股收益（元）	0.20	0.70	0.92	1.17
市盈率（X）	85.82	23.99	18.42	14.44
市净率（X）	2.24	2.05	1.84	1.64

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023 年 06 月 09 日收盘价）

目 录

1 中药全产业链布局，高质量发展再上新台阶	4
1.1 公司深耕中药领域，步入创新布局期	4
1.2 产品结构不断优化，丰富业务助力营收增长	5
1.3 产品管线持续扩充，形成中药优势领域矩阵	7
1.4 医保解限、规格更新等助力中成药核心品种放量	8
1.5 “一心四院”研发体系，推动中药创新研究开展	9
2 N+50 资源整合优势，深耕中药材全产业链	10
2.1 汇聚优质资源，布局中药材全产业链	10
2.2 亳州具有中药材产业多重优势	11
2.3 产地资源优势，有利于保障药材质量、优化成本	12
3 行业高质量发展，严格标准提升产品竞争力	13
3.1 中医药支持政策持续出台，推动行业高质量发展	13
3.2 “689”标准保障产品质量，提升市场竞争力	14
4 合作模式下多方布局，提升公司市场竞争力	15
4.1 布局配方颗粒业务，备案数量跻身全国前列	15
4.2 加强合作，深入开展创新药项目引进研发	15
5 可比公司	16
6 盈利预测关键假设	16
7 附表	17
8 风险提示	17

图

图 1：公司业务布局	5
图 2：公司股权结构(截至 2023 年 3 月 31 日)	5
图 3：2018-2023Q1 公司营业收入及归母净利润（单位：亿元）	6
图 4：2018-2023Q1 公司三项费用率	6
图 5：2018-2023Q1 公司毛利率及净利率	6
图 6：2022 年公司主营业务构成	7
图 7：2018-2022 年公司主营业务毛利占比	7
图 8：公司主要产品	7
图 9：公司“一心四院”研发架构	9
图 10：亳州中药材市场大数据展示中心	10
图 11：哈尔滨中药材商品交易中心电商平台界面	11
图 12：2023 年中央财政支持中医药传承创新发展示范试点项目公示名单	12
图 13：中药材价格指数·综合 200	13

表

表 1：公司发展历程	4
表 2：公司主要产品	8
表 3：2016 年至今多部中药行业政策出台	13

表 4: 可比公司情况	16
表 5: 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 百万元人民币)	17

1 中药全产业链布局，高质量发展再上新台阶

1.1 公司深耕中药领域，步入创新布局期

公司成立于1996年，由实际控制人方同华先生在黑龙江省虎林市创立，注册资本9.42亿元，是中国医药制造百强企业，2015年登陆A股主板市场。公司产品布局以注射用血塞通、舒血宁注射液、注射用炎琥宁、血栓通胶囊、复方芩兰口服液为主，其他普药产品为辅，业务涵盖中药、化学制剂、生物药，治疗领域包括心脑血管、抗感染、呼吸科、骨科、儿科等。公司运营国家批准的首个具有省级资质的中药材大宗商品交易中心，在哈尔滨和亳州分别设有中药材交易中心。

表 1：公司发展历程

发展时期	主要事件
1996-2000 年 创业发展期	方同华先生在虎林市创立珍宝岛药业，公司确立了以开发“脑血管类”疾病药为主，各类中药、化药产品为辅的战略发展布局。
2001-2005 年 稳步提升期	公司全面开启 GMP 质量管理之路，哈尔滨珍宝岛、鸡西分公司成立，发展新布局开启，完成“多点一线”的制药产业体系；成立营销管理中心，逐步开展简单经营到把控医药市场的升级。
2006-2010 年 高速发展期	建立科学严密的营销网络体系，营销网络覆盖全国，亳州地区系列产业项目正式启动。随着虎林、哈尔滨、鸡西、亳州等地布局规划设计的完成，向医药全产业链及大健康方向延伸。
2011-2015 年 跨越腾飞期	2011 年珍宝岛药业股份有限公司成立，跻身中国医药工业第 15 强。亳州药材公司及云南三七种植基地等项目相继投入使用，确立健康产业链发展格局，并于 2015 年在上交所上市，进入“产品经营+资本经营”全新时代。
2016 年-至今 创新布局期	公司形成集科技研发、制药工业、中药产业、金融投资四大板块为支撑的特色创新发展布局，形成以中药为基础，涵盖化学药、生物药的多品种、多剂型、多品规的产品结构和布局。打造中国首个“智慧药市”亳州中药材商品交易中心，整合中药材上下游产业。2020 年神农仓开业，形成现代化“N+50”产业布局，建立了完备的产学研合作平台，与上海中医药大学、浙江特瑞思等深入合作。

资料来源：公司官网，上海证券研究所

经历创业期与发展期，目前公司已步入全新的创新布局期。形成以科技研发、制药工业、中药产业、金融投资四大板块为主的特色创新发展布局，以中药为基础，涵盖化学药、生物药的多品种、多剂型、多品规的产品结构，中药产业与医药制造业协同发展。

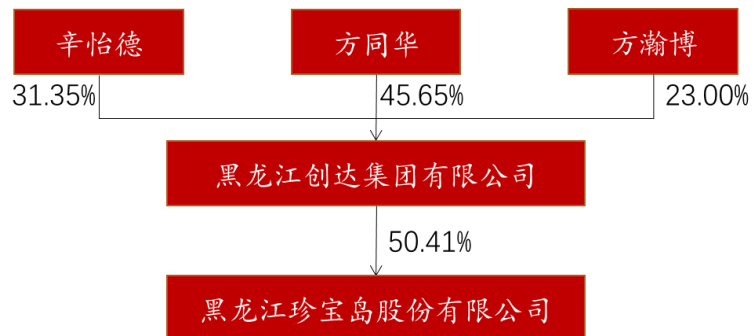
图 1：公司业务布局



资料来源：公司官网，上海证券研究所

截至 2023 年 3 月 31 日，公司实际控制人、董事长方同华先生通过黑龙江创达集团持有公司 23.01% 的股权，股权结构集中，有利公司战略稳定。

图 2：公司股权结构(截至 2023 年 3 月 31 日)



资料来源：WIND，上海证券研究所

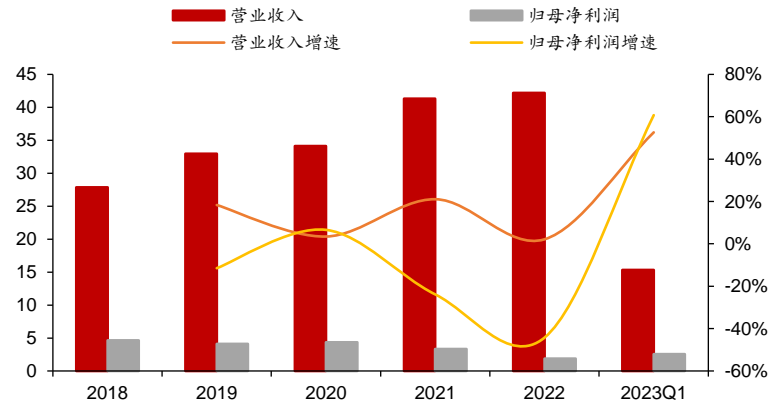
公司高管团队实力雄厚，行业经验丰富。董事长方同华先生在创立珍宝岛前拥有 10 年中药材采购供应经验，中药行业经验超过 30 年；总经理闫久江先生在珍宝岛生产、管理领域有超过 15 年的工作经验；独立董事林瑞超先生为药学博士，深耕中药及药品检测领域，拥有丰富的科研及教学经验。

1.2 产品结构不断优化，丰富业务助力营收增长

公司业务范围不断拓展，营收持续攀升。2022 年实现营业收入 42.19 亿元，同比增长 2.15%，2018-2022 年营收 CAGR 10.93%，增长稳健。2019 年起，公司中药材贸易中心投入运营，

该业务毛利水平相对其他业务较低，使公司整体利润率受到一定程度波动。

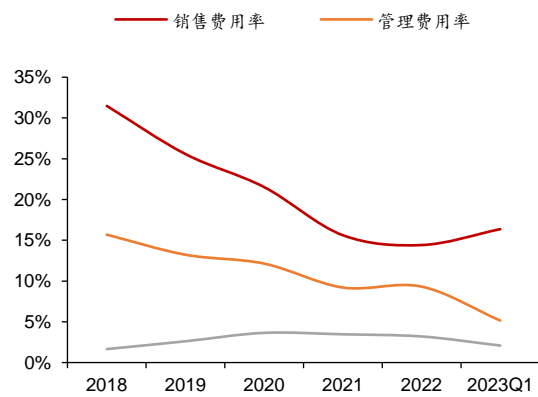
图 3：2018-2023Q1 公司营业收入及归母净利润（单位：亿元）



资料来源：WIND，上海证券研究所

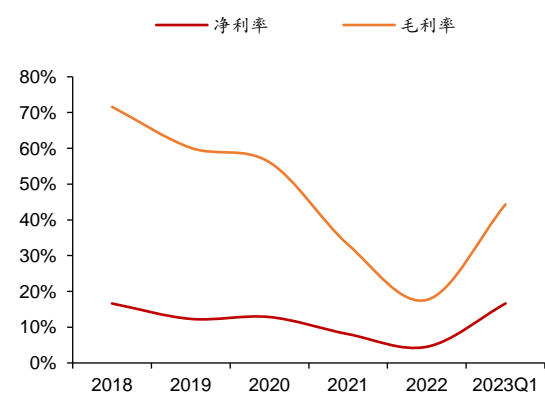
费用率方面，销售费用率从 2018 年 31.48% 逐步下降至 2022 年 14.41%，管理费用率由 2018 年 15.69% 下降至 2022 年 9.32%，主要由于差旅费、会议费等费用下降因素。

图 4：2018-2023Q1 公司三项费用率



资料来源：Wind，上海证券研究所

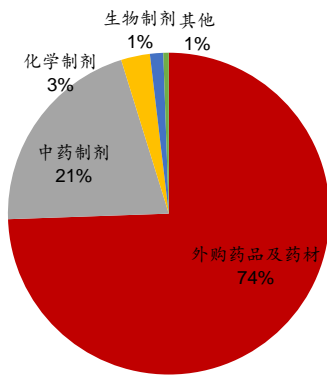
图 5：2018-2023Q1 公司毛利率及净利率



资料来源：Wind，上海证券研究所

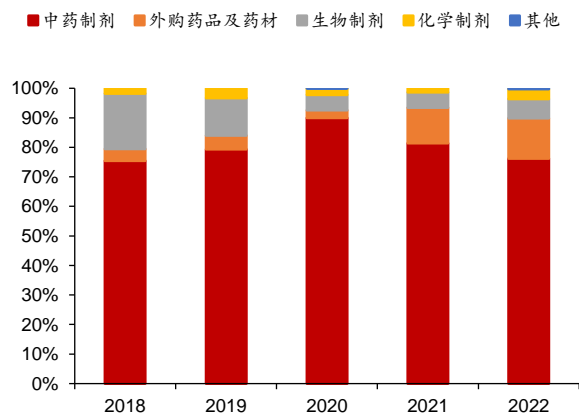
公司主营包含制药工业、药品贸易等，具体业务来看，2022 年公司外购药品及药材占总营业收入 74%，中药制剂占 21%。随着公司药材贸易业务的发展，为公司贡献利润占比增多，公司毛利润结构持续优化。

图 6：2022 年公司主营业务构成



资料来源：Wind，上海证券研究所

图 7：2018-2022 年公司主营业务毛利占比



资料来源：Wind，上海证券研究所

1.3 产品管线持续扩充，形成中药优势领域矩阵

公司现拥有药品品种 111 个，药品生产批准文号 141 个，其中 65 种被列入国家医保目录，29 种列入国家基药目录，并有复方芩兰口服液、血栓通胶囊、灵芪加口服液和复方白头翁胶囊 4 个独家生产品种。制剂品种以注射用血塞通、舒血宁注射液、注射用炎琥宁、血栓通胶囊、复方芩兰口服液为主。

图 8：公司主要产品



资料来源：公司官网，上海证券研究所

公司核心产品均为中成药用药核心领域产品，2022 年注射用血塞通、舒血宁注射液、血栓通胶囊分别为心脑血管用药领域市占率前列产品。注射用血塞通在该领域公立医疗机构排名第 6 名，舒血宁注射液在该领域公立医疗机构排名第 12 名。此外，2022 年公司完成注射用双黄连等 38 个品种的并购，产品管线持续丰富。

表 2：公司主要产品

产品名称	品类	治疗领域	处方药	中药保护品种	国家基药目录	国家医保目录
注射用血塞通（冻干）	中成药	心脑血管	√	√	√	√
舒血宁注射液	中成药	心脑血管	√	-	-	√
血栓通胶囊	中成药	心脑血管	√	√	√	√
复方芩兰口服液	中成药	呼吸系统	-	√	-	√
小儿热速清糖浆	中成药	儿科呼吸系统	-	√	-	√
注射用骨肽（冻干）	生物药	骨骼肌肉系统	√	-	-	-

资料来源：公司公告，上海证券研究所

1.4 医保解限、规格更新等助力中成药核心品种放量

血塞通医保解限，放量可期。公司在 2022 年新版医保目录中共 65 个品种，其中医保甲类品种 34 个、医保乙类品种 31 个。与 2021 年医保目录中品种相比较，有 2 个品种医保目录备注有所调整。公司注射用血塞通（冻干）及血塞通注射液为心脑血管用药，用于活血祛瘀，通脉活络，用于中风偏瘫、瘀血阻络及脑血管疾病后遗症、胸痹心痛等，2022 年国家医保目录调整前，二者的适用范围仅限二级及以上医疗机构的中风偏瘫或视网膜中央静脉阻塞的患者，适用人群及医疗机构范围较为狭窄。而在目录调整后，适用备注转换为“限二级及以上医疗机构”，覆盖范围大幅增加。

注射用血塞通（冻干）领域主要生产厂商为珍宝岛和昆药集团。2018-2022 年，公司注射用血塞通销量分别为 7140.01 万支、6632.29 万支、7119.54 万支、2389.73 万支、2884.38 万支；2019-2022 年，昆药注射用血塞通销量为 6827.69 万支、8186.49 万支、4512.4 万支、3115.12 万支、5926.83 万支；珍宝岛 2021 年注血销量下滑主要是疫情影响，2022 年销量下滑主要是公司注血在中成药集采中未中标。从 2021 年开始，公司注射用血塞通新增 100mg 新规格，通过提高有效成分三七总皂苷的含量，由 20.14 元/支提升至 48.2 元/支，单疗程用量由 1-2 支提升至 2-4 支，从而实现了单疗程费用由 20.14-40.28 元提升至 96.4-192.8 元。从医疗机构采购量来看，终端医疗机构采购珍宝岛的注血品种从 2022 年开始已经有一半是 100mg 的剂型。

独家品种血栓通胶囊为基药品种，公司已经成立专门的口服事业部推动口服制剂的营销。根据药智网数据，珍宝岛血栓通胶囊 2020 年、2021 年、2022H1 的医院终端销售额（终端口径、医院销售价计算）1.58、1.95、1.00 亿元，我们认为，未来随着产品的循证医学证据不断增多，医保目录方面的限制将进一步放宽，有助于品种销售放量。

公司针对舒血宁等产品实施差异化策略。在 2ml、5ml 品种的

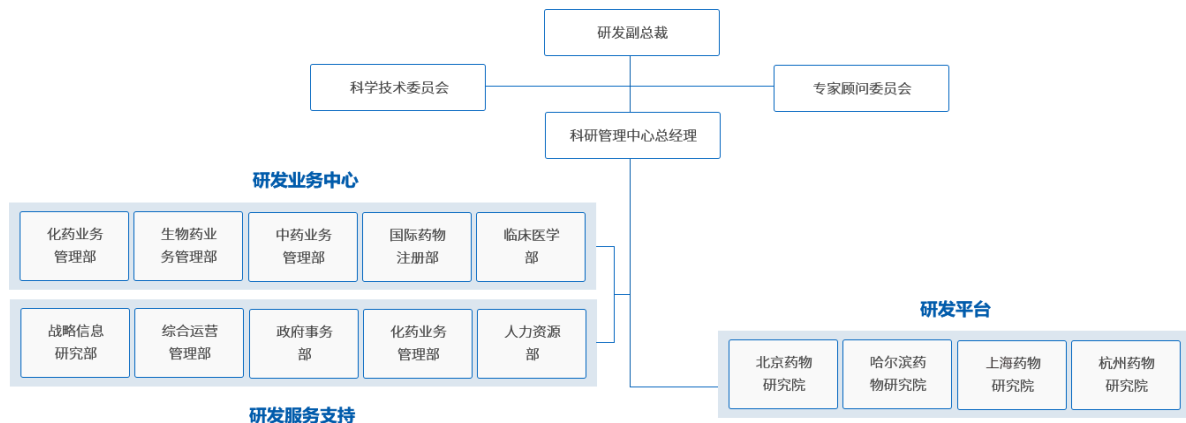
基础上新增了 10ml 的规格，差异化品规有望为公司品种进入非集采市场助力。此外，公司对注射用血塞通进行了二次开发，将 100 毫克规格推向市场，进行品种间规格替换，产品的市场竞争力也将有所提升。

复方芩兰口服液市场空间广阔。独家品种复方芩兰口服液 2022 年收入同比 2021 年大幅增长。复方芩兰口服液对标济川药业蒲地蓝口服液，根据济川药业 2022 年报，2022 年蒲地蓝销售收入 28.72 亿元，市场空间巨大。公司已经成立专门的口服事业部推动复方芩兰放量，有望复制蒲地蓝的产品规模。

1.5 “一心四院”研发体系，推动中药创新研究开展

公司搭建“一心四院”研发体系，打造七大特色研发平台，进行重点品种二次开发，推进注册制和备案制院内制剂研发工作，同时开展已上市品种的再评价工作、产品学术循证研究、中药品种保护研究申报。（1）中药新药研发方面，清降和胃颗粒和羌活胜湿汤研发进展顺利；古代经典名方新药，已经完成研究，即将申报生产；49 个备案院内制剂获得延长有效期备案、3 个注册制院内制剂项目完成药学及毒理研究，正在开展稳定性研究和药效学研究。（2）中药二次开发项目研究方面，公司 2 个中药注射剂品种正在开展质量标准提升研究、完成已上市产品复方芩兰口服液的抗冠状病毒药效学试验，显示出良好的抗冠状病毒作用，正在与中国中医科学院、国家疾控中心联合开展复方芩兰口服液抗新冠病毒药效研究，同时正在申请 2.3 类新药—增加功能主治临床试验。（3）中药保护，小儿热速清糖浆获得首次中药品种保护证书，开展已上市品种临床研究；复方芩兰口服液中药保护的续保申请，处于审评阶段。

图 9：公司“一心四院”研发架构



资料来源：公司官网，上海证券研究所

2 N+50 资源整合优势，深耕中药材全产业链

2.1 汇聚优质资源，布局中药材全产业链

公司中药材贸易业务主要依托亳州中药材交易中心和哈尔滨中药材交易中心两个子公司，形成覆盖全国 95% 中药产区的现代化“N+50”中药材产业布局。2022 年公司新建湖北五峰、山西闻喜、山东平邑、河南西峡、安徽金寨、贵州施秉、云南文山 7 个办事处，合计 14 个产地办事处建设。新建完成 3 个种植基地、9 个加工基地的合作建设。

亳州中药材商品交易中心 2014 年开始筹备，2019 年正式投入运营，实行战略采购及以销定采两种模式。战略采购依托交易中心研究团队，实时关注市场行情，适当价位买入，根据客户沟通情况卖出以赚取差价；以销定采结合“N+50”在全国设立产地办事处，根据销售客户的需求以及各地采购优势进行采购赚取差价。公司在亳州设有神农仓，对货物进行存储，搭建“神农采”线上中药材电商平台，从而形成对中药材的上游供应、中游流通、下游需求市场的快速反应，最大可能地减少和降低中药材价格波动对公司业务的不利影响。同时各办事处和信息点联动“神农仓”展销平台和交易市场，解决终端市场购进药材价格高于产地价格的问题，稳定流通型市场交易。交易中心建立统一管理、统一仓储、统一包装、统一结算、统一购销的“六统一”运营管理模式，实现中药材全产业链的溯源体系；并且引入第三方质检平台，统一解决质检问题，提供质量稳定可控的中药材采购渠道。

图 10：亳州中药材市场大数据展示中心



资料来源：公司官网，上海证券研究所

哈尔滨中药材商品交易中心由黑龙江省人民政府批准设立、是由珍宝岛打造的北方唯一一家中药材大宗商品现货交易平台。平台以“中药材+互联网”的中药流通模式建设为导向，服务中药材种植户及中药材合作社，通过“两平台（种植合作、产地初加工合作）+实体”双轮驱动，形成立足哈尔滨、辐射东北地区、服务全国的集中药标准化种植、中药材交易、中药制药、科技研发、产业基金于一体的中药大健康产业发展平台，集合信息、撮合、追溯、招标、竞价、物流、金融等功能。

图 11：哈尔滨中药材商品交易中心电商平台界面



资料来源：公司官网，上海证券研究所

2.2 亳州具有中药材产业多重优势

亳州交易中心所在地亳州是国内四大药都之首，是全国中药材集散中心和价格形成中心，亳州具备丰富的中药材产业资源优势、品种资源优势和客户资源优势。2023年5月26日，财政部社会保障司、国家中医药局中西医结合与少数民族医药司联合发布《2023年中央财政支持中医药传承创新发展示范试点项目竞争性评审结果公示》。拟将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。其中，安徽省亳州市被列为项目示范试点城市。彰显了国家层面对“中华药都”亳州中医药事业发展成果的认可及发展前景的看好与支持。

图 12：2023 年中央财政支持中医药传承创新发展示范试点项目公示名单

序号	省份	城市
1	北京市	朝阳区
2	天津市	南开区
3	河北省	沧州市
4	山西省	长治市
5	上海市	浦东新区
6	江苏省	南京市
7	浙江省	宁波市
8	安徽省	亳州市
9	江西省	抚州市
10	山东省	青岛市
11	河南省	郑州市
12	湖北省	黄冈市
13	广东省	中山市
14	陕西省	铜川市
15	新疆维吾尔自治区	乌鲁木齐市

（以上按省级行政区划顺序排列）

资料来源：中医药管理局，上海证券研究所

亳州是珍宝岛药业打造中医药全产业链的重要战略基地，公司同亳州开展多模式、多维度投资合作，助力亳州中医药事业高质量发展，推动亳州打造万亿级中医药产业集群。目前，珍宝岛药业在亳州已建立了涵盖中药产业、制药工业、科技研发、医药营销、仓储物流、金融投资等产业项目。近年来，国家多项中医药利好政策落地，此次亳州位列 2023 年中央财政支持中医药传承创新发展示范试点项目，将赋能亳州中医药事业发展，对于珍宝岛药业也是重要发展机遇。

2.3 产地资源优势，有利于保障药材质量、优化成本

中药材是中药产业链重要上游，也是生产中成药的主要原材料，中药材的质量直接影响成药的疗效与消费终端的满意度。近年来，随着国家支持政策的不断推出，中药材产量逐年提升，价格较为稳定，但仍存在部分中药材由于气候、季节等因素的影响，产量及价格出现了一定程度的波动。我们认为，公司通过“N+50”战略布局，拥有产地办货源优势，整合上游道地药材产地资源，在亳州及哈尔滨设置药材贸易市场，同时开展中药材品种战略性采购经营，有望保障生产药材供应质量，优化生产成本，掌控上游供应链话语权。

图 13: 中药材价格指数·综合 200



资料来源: WIND, 上海证券研究所

3 行业高质量发展，严格标准提升产品竞争力

3.1 中医药支持政策持续出台，推动行业高质量发展

利好政策频出，推动中药企业高质量发展。在国家《中药注册管理专门规定》以及《“十四五”中医药发展规划》等中医药利好政策的推动下，中医药改革创新已经成为新时期中医药行业发展的主要方向。随着符合中药特点的审评审批体系的不断健全，以临床价值为导向，中医药理论、人用经验、临床试验相结合的中药特色审评证据体系的逐步建立，将为中药新药研发带来新的历史发展机遇。此外，中成药集采常态化将进一步倒逼中药企业创新发展，逐步构建以临床价值为导向，重视真正具有临床价值的中药创新药的开发。

表 3: 2016 年至今多部中药行业政策出台

时间	政策文件	发文机关
2016.2	《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）》	国务院
2016.12	《中医药文化建设“十三五”规划》	中医药管理局
2016.12	《中华人民共和国中医药法》	全国人民代表大会常务委员会
2016.12	《中医药“一带一路”发展规划（2016-2020 年）》	中医药管理局、国家发展和改革委员会
2018.7	《关于加强中医药健康服务科技创新的指导意见》	科技部、中医药管理局
2019.7	《关于在医疗联合体建设中切实加强中医药工作的通知》	国家卫生健康委、中医药管理局
2019.1	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	国务院
2020.9	《关于发布中药注册分类及申报资料要求的通告》	国家药监局
2020.12	《关于印发中医药康复服务能力提升工程实施方案（2021-2025 年）的通知》	国家卫健委、中医药管理局等六部门
2020.12	《关于促进中药传承创新发展的实施意见》	国家药监局
2021.1	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	国务院
2021.2	《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》	国家药监局、中医药管理局

请务必阅读尾页重要声明

2021.5	《深化医药卫生体制改革 2021 年重点工作任务》	国务院
2021.6	《关于进一步加强综合医院中医药工作推动中西医协同发展的意见》	国家卫生健康委
2021.1	《关于中药配方颗粒备案工作有关事项的通知》	国家药监局
2021.12	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	医保局 中医药管理局
2022.3	《“十四五”中医药发展规划》	国务院
2022.9	《关于开展健康中国行动中医药健康促进专项活动的通知》	国家卫健委、中医药管理局
2023.2	《中药注册管理专门规定》	国家药监局
2023.3	《中医药振兴发展重大工程实施方案》	国务院

资料来源：国务院，国家卫健委，中医药管理局等，上海证券研究所

3.2 “689” 标准保障产品质量，提升市场竞争力

为了解决中药注射剂不良反应频发的问题，从 2007 年起我国出台多项中药注射剂专项政策。统计结果表明，2007—2009 年我国共发布中药注射剂专项政策文件 12 份。2009—2011 年，我国政府每年都有出台关于中药注射剂安全性再评价专项工作的通知，要求将中药注射剂安全风险评估作为日常监管工作长期开展。

2017 年，中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》，明确提出力争用 5 至 10 年时间基本完成对已上市药品注射剂的再评价工作。2007 年 12 月，原国家食品药品监督管理局颁布了《中药、天然药物注射剂基本技术要求》，对中药注射剂提出了“689 原则”，要求对注射剂总固体中所含成分进行系统的化学研究：有效成分制成的注射剂，其单一成分的含量应不少于 90%；多成分制成的注射剂，总固体中结构明确成分的含量应不少于 60%，所测成分应大于总固体量的 80%。原料（药材、饮片、提取物、有效部位等）、中间体、制剂均应分别研究建立指纹图谱，并应进行原料、中间体、制剂指纹图谱的相关性研究。经质量研究明确结构的成分，应当在指纹图谱中得到体现，一般不低于已明确成分的 90%。处方中含有毒性成分的，应测定其含量，规定其含量的上下限。

目前“689”标准依然是中药注射剂所遵循的最严标准，是保障中药注射剂质量均一稳定、临床疗效确切的技术手段。中药注射剂再评价的核心要求就是通过 689 标准。

中药注射剂方面，公司持续关注产品的二次开发，对原有产品如注射用血塞通、舒血宁、复方芩兰口服液、血栓通胶囊等通过科技研发进行了二次开发，将注射用血塞通的三七总皂苷含量由 80mg 增长到 95mg 以上，质量标准的提升和临床疗效和安全性方面的突破。血栓通胶囊经过二次技术开发，成为中药保护品种、国家基药。公司舒血宁注射液通过技术升级，达到“689 技术”标准，实现舒血宁注射液药用物质清晰、含量明确、减小批次间差异，产品的安全性、有效性得到提升。公司针对舒血宁等产品实

施差异化策略，在 2ml、5ml 品种的基础上新增了 10ml 的规格，差异化品规有望为公司品种进入非集采市场助力。此外，公司对注射用血塞通进行了 689 的研究，将 100 毫克规格推向市场，进行品种间规格替换，产品的市场竞争力也将有所提升。

4 合作模式下多方布局，提升公司市场竞争力

4.1 布局配方颗粒业务，备案数量跻身全国前列

配方颗粒是中医药产业链的重要一环，公司配方颗粒业务主要依托参股公司九洲方圆，持九洲方圆股权 34.82%。安徽九洲方圆制药有限公司按照国际新型企业管理理念，建立以大健康产业为主导，涵盖化药、中成药、中药配方颗粒、中药饮片、中药提取物及保健食品，集研、产、销一体化的现代制药企业。目前公司按照中国制造 2025 和新版 GMP 规范性要求，已建成 6 栋标准化生产车间，药物研究院质量检测中心以及配套辅助设施。产能及产值情况方面，九洲方圆中药饮片和配方颗粒车间已通过新版 GMP 认证，年产 5000 吨优质中药饮片和 1000 吨配方颗粒，年提取中药材 30000 吨；口服固体制剂年产能 30 亿粒；口服液剂年产能 10 亿支。

4.2 加强合作，深入开展创新药项目引进研发

公司布局创新药领域，聚焦重大肿瘤疾病领域，先后投资特瑞思、爱科瑞思等多家生物药企业，通过“股权投资+引进合作+自主研发”模式，以 ADC 为核心赛道，同步布局单抗、双抗等产品，打造生物药产品线。

公司并购的生物药板块聚焦在单克隆抗体类品种，进展较快的 2 个核心品种是 TRS005 和 TRS003。TRS005 2022 年完成了 Ib 期后公司对非霍奇金淋巴瘤的其中一个亚型向 II 期推进。2022 年 10 月份 CDE 基于 Ib 的数据给予 II 期前须补充病例的反馈。特瑞思有望 2023 年完成病例的补充，明年启动 II 期工作。其他亚型的患者的拓展也同步启动了。另外一个产品是 TRS003 贝伐珠单抗生物类似药，目前中美同步开展 III 期。TRS005 治疗非霍奇金淋巴瘤竞争格局相对比较好，CD20-ADC 竞争对手较少。我们认为，公司通过合作等模式，布局创新药领域，品种并购围绕重大疾病治疗领域，在靶点等方面进行差异化竞争，有助于完善公司研发体系，提升公司创新研发实力。

5 可比公司

表 4：可比公司情况

证券代码	证券简称	收盘价(元)	EPS(元)				PE (x)			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
002603	以岭药业	26.85	1.41	1.50	1.73	1.98	19	18	16	14
600557	康缘药业	26.40	0.75	0.94	1.18	1.45	35	28	22	18
002317	众生药业	17.48	0.40	0.53	0.61	0.74	44	33	29	24
	平均值						33	26	22	19
603567	珍宝岛	16.89	0.20	0.64	0.78	1.01	86	26	22	17

资料来源：Wind，上海证券研究所（收盘价截至 2023 年 6 月 9 日；可比公司数据来源于 Wind 一致性预期；珍宝岛 EPS 及 PE 为预测值）

我们预计 2023-2025 年公司营业收入为 59.92/71.72/84.13 亿元，增速分别为 42.00%、19.71%、17.30%，归母净利润分别为 6.63/8.64/11.02 亿元，增速分别为 258%/30%/28%，当前股价对应 2023-2025 年 PE 分别为 24x/18x/14x，首次覆盖，给予“买入”评级。

6 盈利预测关键假设

- (1) 公司中成药核心品类注射用血塞通、复方芩兰口服液、小儿热速清、双黄连系列等，通过二次开发、医保解限、成立口服事业部等有效措施，提升市场空间，中药制剂产品有望加速放量，给予公司中药制剂业务 2023-2025 年增速分别为 170.85%/29.09%/24.45%；
- (2) 公司化学制剂主要产品注射用炎琥宁适应症为病毒性肺炎，防疫类产品，考虑到新冠因素逐渐减弱，品种增长不可持续 2022 年趋势；生物制剂注射用骨肽促进骨折愈合，2019 年列入医保重点监控药品清单，销量持续下滑，预计未来销量为下降趋势；
- (3) 费用率方面，公司医药工业业务快速发展，OTC 产品通过宣传及推广占领市场份额，预计 2023-2025 年销售费用率保持稳定较 2022 年略有增长的态势；管理费用率及研发费用率保持稳定。

7 附表

表 5：公司分业务增速与毛利预测（单位：百万元人民币）

分业务收入测算	2022A	2023E	2024E	2025E
中药制剂	871.60	2360.78	3047.56	3792.82
化学制剂	122.02	100.00	100.00	100.00
生物制剂	56.36	60.00	50.00	40.00
中药材贸易	2805.58	3000.00	3500.00	4000.00
药品贸易	320.23	417.65	417.65	417.65
其他	43.61	47.97	52.77	58.04
合计	4219.40	5986.40	7167.98	8408.52
分业务成本测算	2022A	2023E	2024E	2025E
中药制剂	292.97	424.94	548.56	682.71
化学制剂	95.82	79.00	79.00	79.00
生物制剂	7.38	9.00	7.50	6.00
中药材贸易	2740.33	2850.00	3325.00	3800.00
药品贸易	281.82	375.89	375.89	375.89
其他	56.31	20.00	22.00	24.20
合计	3474.63	3758.83	4357.95	4967.79
分业务增速	2022A	2023E	2024E	2025E
中药制剂	-35.23%	170.85%	29.09%	24.45%
化学制剂	39.06%	-18.05%	0.00%	0.00%
生物制剂	-29.50%	6.46%	-16.67%	-20.00%
中药材贸易	28.16%	6.93%	16.67%	14.29%
药品贸易	-23.33%	30.42%	0.00%	0.00%
分业务毛利率	2022A	2023E	2024E	2025E
中药制剂	66.39%	82.00%	82.00%	82.00%
化学制剂	21.48%	21.00%	21.00%	21.00%
生物制剂	86.90%	85.00%	85.00%	85.00%
中药材贸易	2.33%	5.00%	5.00%	5.00%
药品贸易	11.99%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：Wind，上海证券研究所

8 风险提示

(1) 医药政策及市场风险：行业政策持续出台，集中带量采购常态化制度化推进，医保支付方式改革等政策，预示着未来药品整体价格水平将进一步降低，对公司在销品种利润收入会有一定影响。

(2) 研发不及预期风险：药品研发所面临的风险因素较多，具有投入大、周期长、风险高的特点。

(3) 产品质量风险：当前药品生产企业的质量风险主要来自产品的原料、辅料、包材、成品质量、相应的数据可靠性检查等方面。如公司生产中发生药品安全事件，将对品牌及经营造成重大影响；如果中药行业其他公司发生药品安全事件，也会对本公司造成影响。

(4) 中药材贸易风险：中药材贸易业务受终端市场需求、产端供给、产量丰欠、自然灾害、人为炒作、蓄意囤货、抛货、药典标准持续提高等诸多因素影响，近年来多种中药材价格频繁波动。

(5) 传统中药材交易市场弱化风险：传统中药材交易市场集约化程度低，大量中药材贸易向产地市场转移，存在流通型交易市场逐步向产地市场转移的风险。

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1001	2311	3432	4405
应收票据及应收账款	2999	3492	4181	4905
存货	1006	1044	1089	1242
其他流动资产	1375	952	1119	1317
流动资产合计	6381	7798	9821	11870
长期股权投资	631	625	677	684
投资性房地产	814	840	867	894
固定资产	1184	1107	1040	960
在建工程	261	303	382	464
无形资产	764	770	781	796
其他非流动资产	1640	1686	1696	1708
非流动资产合计	5294	5332	5443	5505
资产总计	11675	13130	15264	17375
短期借款	1302	2102	2902	3202
应付票据及应付账款	806	867	1005	1145
合同负债	55	56	60	86
其他流动负债	1704	1278	1241	1417
流动负债合计	3867	4302	5208	5850
长期借款	460	810	1160	1510
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	242	242	247	252
非流动负债合计	702	1052	1407	1762
负债合计	4569	5354	6615	7612
股本	942	942	942	942
资本公积	2350	2350	2350	2350
留存收益	3834	4497	5361	6463
归属母公司股东权益	7099	7762	8626	9728
少数股东权益	8	15	23	34
股东权益合计	7107	7776	8649	9762
负债和股东权益合计	11675	13130	15264	17375
现金流量表 (单位: 百万元)				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	-327	974	220	546
净利润	191	670	873	1113
折旧摊销	181	119	113	130
营运资金变动	-685	226	-795	-733
其他	-14	-42	29	35
投资活动现金流量	284	-12	-97	-29
资本支出	-404	-66	-90	-83
投资变动	589	-54	-114	-72
其他	98	108	108	126
筹资活动现金流量	-419	348	998	457
债权融资	-34	458	1155	655
股权融资	0	0	0	0
其他	-385	-110	-157	-198
现金净流量	-462	1309	1121	974

资料来源: Wind, 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4219	5992	7172	8413
营业成本	3475	3759	4358	4968
营业税金及附加	45	130	115	136
销售费用	608	898	1075	1261
管理费用	322	419	502	589
研发费用	71	90	108	131
财务费用	135	85	111	129
资产减值损失	-51	-10	-10	-10
投资收益	26	120	108	126
公允价值变动损益	-1	0	0	0
营业利润	298	918	1246	1614
营业外收支净额	1	1	1	1
利润总额	298	919	1247	1615
所得税	108	250	374	502
净利润	191	670	873	1113
少数股东损益	5	7	9	11
归属母公司股东净利润	185	663	864	1102
主要指标				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	17.5%	37.2%	39.2%	40.9%
净利率	4.4%	11.1%	12.1%	13.1%
净资产收益率	2.6%	8.5%	10.0%	11.3%
资产回报率	1.6%	5.1%	5.7%	6.3%
投资回报率	2.4%	6.6%	7.2%	8.0%
成长能力指标				
营业收入增长率	2.2%	42.0%	19.7%	17.3%
EBIT 增长率	3.6%	171.7%	35.1%	28.5%
归母净利润增长率	-44.2%	257.7%	30.3%	27.6%
每股指标 (元)				
每股收益	0.20	0.70	0.92	1.17
每股净资产	7.54	8.24	9.16	10.33
每股经营现金流	-0.35	1.03	0.23	0.58
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.36	0.48	0.50	0.52
应收账款周转率	1.38	1.93	1.96	1.94
存货周转率	4.00	3.67	4.09	4.26
偿债能力指标				
资产负债率	39.1%	40.8%	43.3%	43.8%
流动比率	1.65	1.81	1.89	2.03
速动比率	1.25	1.47	1.59	1.72
估值指标				
P/E	85.82	23.99	18.42	14.44
P/B	2.24	2.05	1.84	1.64
EV/EBITDA	25.30	15.12	11.57	8.91

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。