

中药优势企业，三驾马车助力公司长期发展

核心观点：

- **公司是高端中药制剂产品领先企业。**2020 年公司营业总收入 34.11 亿元 (+3.46%)，归母净利润 4.36 亿元 (+6.76%)；扣非归母净利润 3.59 亿元 (+5.15%)。中药制剂收入 19.80 亿元，占公司主营收入的 58.43%。公司中药产品主要适用于治疗心脑血管疾病（注射用血栓通冻干粉针、舒血宁注射液、血栓通胶囊）和呼吸系统疾病（复方芩兰口服液和小儿热速清），为国家医保目录药物，其中注射用血栓通冻干粉针和血栓通胶囊进入国家基药目录。
- **拳头产品稳健增长，中药板块提供业绩保障。**（1）心脑血管用药需求持续提升，公司核心产品有望延续高增长。（2）核心品类二次开发，积极探索院内制剂和配方颗粒。（3）产业链向上游延伸，中药材贸易贡献业绩。
- **深度布局生物药领域，增加新利润增长点。**（1）生物类似药面向全球市场，中美双报市场空间广阔。（2）单抗偶联产品占主导，创新型 ADC 有望获批有条件上市。（3）强大 CMC 生产工艺，保障产品质量+成本双占优。
- **化药创新药+高端仿制药研发储备有序推进。**（1）围绕抗病毒、抗肿瘤等领域进行化学创新药研发，核心品种国内市场空间广阔。（2）募投项目落地，高端制剂和仿制药研发提速。
- **以科技研发为核心，打造珍宝岛品牌。**（1）注重研发投入，研发体系分工明确。（2）核心研发团队专业化水平高，与国际化标准充分接轨。
- **投资建议：**我们看好公司中药创新转型和深度布局化药、生物药，三驾马车助力公司长期发展。我们预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 41.96/50.31/59.14 亿元，归母净利润分别为 5.81/7.39/9.41 亿元，对应 EPS 分别为 0.68/0.87/1.11 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

主要财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	3410.85	4195.59	5031.36	5913.89
收入增长率%	3.46%	23.01%	19.92%	17.54%
归母净利润（百万元）	436.29	580.59	738.94	941.11
利润增速	6.76%	33.08%	27.27%	27.36%
EPS（元）	0.51	0.68	0.87	1.11
PE	21.72	24.88	19.55	15.35
PB	1.72	2.38	2.12	1.86
EV/EBITDA	13.75	21.61	17.17	13.33

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

珍宝岛(603567.SH)

推荐 (首次评级)

合理估值区间 23.8-27.2 元

分析师

孟令伟

☎: 010-80927652

✉: menglingwei_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070001

刘晖

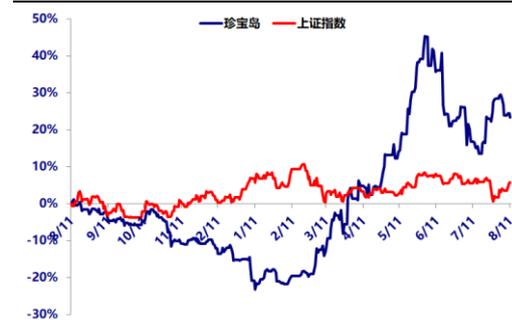
✉: liuhui_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520080003

特此鸣谢：高青青

相对沪深 300 表现图

2021.08.11



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

投资概要:

驱动因素:

1、**拳头产品稳健增长，中药板块提供业绩保障。**拳头产品用药需求持续提升，2020年，公司注射用血塞通冻干粉针销量7119.54万支（+7.35%），其中100mg品规增速高达190%。口服用血栓通胶囊作为独家产品，2020年销售表现同样亮眼。根据用药原则，口服优于肌注优于输液，口服依从性较高，未来口服剂型需求会持续放量。目前公司已对血塞通、血栓通、复方芩兰等优势品种进行二次开发。新药领域也将同步发力，未来计划有多个新品上市。亳州、甘肃中药材产地布局确保优质优价产品可追溯，延长中药价值链。亳州中药材商品交易中心旨在提供标准化服务，节约交易成本，提高交易效率。2020年公司中药材贸易销售额增长31.83%至7.91亿元，贡献当年营收的23.19%，进入收获期的药材交易中心将推动公司未来中药板块业绩稳定增长。

2、**深度布局生物药领域，增加利润新增长点。**高质量、国际标准的生物类似药TRS003，被FDA批准进入可互换生物类似药临床研究。重磅级生物类似药中美双报，市场空间广阔。公司单抗偶联产品占主导，创新型ADC有望获批有条件上市。特瑞思拥有强大的CMC和工艺放大技术，核心团队均来自国际知名生物制药企业，具有多年单抗工艺开发经验，技术实践经验丰富，目前，特瑞思生物类似药成本在75-85美元/克，对比国内企业350-1500美元/克的生产成本极具性价比优势。公司拥有自主知识产权细胞构建技术平台，高通量筛选高表达、高收率、高纯度细胞株。

3、**化药创新药+高端仿制药研发储备有序推进。**公司聚焦抗病毒和抗肿瘤领域，以引进合作+自主研发模式，围绕心脑血管、肿瘤、呼吸系统等多领域开展产品创新研发，目前共有多个1类创新药储备项目。目前进展较快项目包括抗流感新药HNC042、抗肿瘤新药HZB1006和HZB0071，预测合计国内市场规模近百亿，行业前景较为广阔。

关键假设及主要预测:

(1) 中药板块：主打产品注射用血塞通冻干粉针100mg品种逐渐替代200mg、400mg品种，预计21-22年100mg品种销售额占比30%，血栓通胶囊快速增长。舒血宁注射液保持稳定，复方芩兰口服液与小儿热速清糖浆口服液快速增长，配方颗粒21年进入市场，随后保持较快稳定增长。预计2021-2023年中药板块增速分别为15%、14%、13%。

(2) 生物药板块：注射用骨肽因从医保目录剔除，销量有所下滑，但公司逐步加大二级以下医院开发布局，预计21-23年销售额保持稳定。假设2023年贝伐珠单抗获批上市。

(3) 化药板块：公司布局多个市场较大的仿制药品种，具备一定研发技术壁垒和生产难度，假设22年盐酸氨溴索口服溶液、艾司奥美拉唑镁肠溶片、孟鲁司特钠等相继获批上市，预计2021-2023年化药板块增速分别为6.8%、9.1%、16.7%。

(4) 中药材板块：21年依托交易中心业务收入快速增长，22年保持稳定增长。预计2021-2023年增速分别为40%、30%、20%。

我们与市场不同的观点:

中医药研发长期以来面临作用机理不明、有效成分不清的困难。相比于成分清晰、作用机制明确的化药和生物药，中药创新难度更大。近年来，国内新药注册受理中成药数量远少于化药和生物制品，中药创新研发周期长，审核不确定性大，一度制约了中药创新热情。但随着国家层面鼓励中药创新政策不断出台，创新转型将成为中医药企业未来发展方向之一。我们认为人口老龄化+政策扶持背景下，公司持续推进中药核心品类二次开发，积极探索院内制剂和配方颗粒领域，将拉动公司主业稳中向好。同时，公司投资特瑞思长线布局生物药领域，为公司未来业绩增添新利润增长点。贝伐珠单抗生物类似药面向全球市场，中美双报。公司 ADC 产品优势明显，自主研发项目 TRS005 属于国家 1 类创新药，进入特殊审评通道，有望成为第一个上市的抗 CD20-ADC 产品。强大 CMC 生产工艺，保障产品质量+成本双占优。我们预计未来随着生物药研发项目上市，公司估值有望提升。

估值与投资建议:

我们看好公司中药创新转型和深度布局化药、生物药，三驾马车助力公司长期发展。我们预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 41.96/50.31/59.14 亿元，归母净利润分别为 5.81/7.39/9.41 亿元，对应 EPS 分别为 0.68/0.87/1.11 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

股价表现的催化剂:

拳头产品二次开发市场表现超预期、中药材贸易增速超预期、生物药研发进度超预期

主要风险因素:

中药集采压力超预期的风险，新品研发进展不及预期的风险。

目 录

一、公司概况：中药优势企业，创新转型升级	2
（一）高端中药制剂为主，布局多元大健康产业创新转型	2
（二）经营风格稳健，拳头产品贡献高毛利	3
（三）股权结构稳定，实际控制人方同华先生与公司深度绑定	6
（四）投资特瑞思，加快布局生物药领域	6
二、行业分析：人口老龄化+政策扶持，创新转型探索发展之路	8
（一）人口老龄化程度加深，带来大量未满足的医疗健康需求	8
（二）国家层面政策持续扶持	8
（三）创新转型是中医药长期发展的重要方向之一	9
三、创新研发为核心，三驾马车助力公司长期发展	11
（一）拳头产品稳健增长，中药板块提供业绩保障	11
1. 心脑血管用药需求持续提升，公司核心产品有望延续高增长	11
2. 核心品类二次开发，积极探索院内制剂和配方颗粒	12
3. 产业链向上游延伸，中药材贸易贡献业绩	13
（二）长线布局生物药领域，加速公司战略转型与国际化接轨	15
1. 生物类似药面向全球市场，中美双报市场空间广阔	16
2. 单抗偶联产品占主导，创新型 ADC 有望获批有条件上市	17
3. 强大 CMC 生产工艺，保障产品质量+成本双占优	19
（三）化学创新药+高端仿制药研发储备有序进行	20
1. 围绕抗病毒、抗肿瘤等领域进行化学创新药研发，核心品种市场广阔	20
2. 募投项目落地，高端制剂和仿制药研发提速	21
（四）以科技研发为核心，聚焦高质量发展打造珍宝岛品牌	22
1. 注重研发投入，研发体系分工明确	22
2. 核心研发团队专业化水平高，与国际化标准充分接轨	23
四、财务指标分析	25
（一）成长能力稳健	25
（二）现金流充足	25
（三）盈利能力较为突出	26
（四）运营能力提升	27
（五）偿债能力提升，财务杠杆适中	27
（六）杜邦分析	28
五、盈利预测与估值分析	29
（一）盈利预测	29
（二）估值分析	29
六、风险提示	31
七、附录	32

一、公司概况：中药优势企业，创新转型升级

（一）高端中药制剂为主，布局多元大健康产业创新转型

公司是生产、销售和研发高端中药制剂产品的现代化制药企业。公司成立之初，董事长制定以中药注射剂产品为主的发展战略。2000年，欣瑞泰血塞通注射液、黄芪注射液被国家药监局列为国家中药保护品种。随后，公司步入稳步提升期。2004年，注射用血塞通冻干粉针列入国家火炬计划。2005年，舒血宁注射液被列为国家二级中药保护品种。2006年，在保持中药品类优势基础上，公司开始探索化药领域，进入高速发展期。2011年，公司整体变更为股份有限公司，跻身医药工业百强企业第15名，公司产品实力和品牌影响力逐步提升。2014年，公司开始探索打通中药上下游产业链，布局中药材领域。2015年，公司登陆A股主板市场，步入“产品经营+资本经营”新时代。

2016年之后，公司步入创新布局期，着力推动多元大健康产业创新布局转型。2018-2019年相继成立投资基金致力于医药产品研发、中药产业引导和GMP医药企业股权并购。2019年，亳州市中药材商品交易中心投入运营，实现全品类商品的线上线下一体化、中药产业链智能化。2020年公司启动非公开发行股票，为化药创新药及仿制药研发、原料药生产、中药材加工等项目募资。2021年，公司联合股东收购浙江特瑞思，深度布局生物药领域。

表1：公司发展历程

发展阶段	年份	事件
1996-2000: 创业发展期	1996	珍宝岛药业宣告成立。董事长方同华制定以 中药注射剂产品为主 的发展战略。自此，珍宝岛迈开发展步伐，并将“一切为了人民健康”作为企业使命。
	1997	珍宝岛药业完成口服液车间的升级与改造，正式投产双黄连口服液。奠定“重视培训、营造学习型企业文化”的发展基调， 该年度企业总产值达到近千万元 。
	1998	鸡西市政府授予董事长方同华“优秀企业家”称号，同年公司产值突破5000万元。
	1999	精制黄芪注射液制备工艺、精制双黄连注射液生产工艺、精制血塞通注射液生产工艺 专利申请被国家知识产权局受理。
	2000	欣瑞泰血塞通注射液、黄芪注射液 被国家药品监督管理局列为 国家中药保护品种 。
2001-2005: 稳步提升期	2001	珍宝岛药业冻干粉针车间、水针车间正式 通过国家药品监督管理局专家组的GMP认证 。
	2002	黑龙江省药品监督管理局批准珍宝岛药业在哈市经济开发区建立 哈尔滨珍宝制药有限公司 ，定点生产冻干粉针剂、粉针剂、小容量注射剂、片剂、硬胶囊剂和糖浆剂等 7种剂型产品 。
	2003	珍宝岛药业销售中心在哈尔滨市成立。
	2004	注射用血塞通冻干粉针 被国家科技部列入 国家火炬计划 。哈珍宝公司全面通过药品GMP认证。
	2005	珍宝岛药业被国家科学技术部认定为“ 国家火炬计划重点高新技术企业 ”称号。 舒血宁注射液 被国家食品药品监督管理局列为 国家二级中药保护品种 ，颁发“ 中药保护品种证书 ”。
2006-2010: 高速发展期	2006	“珍宝岛”注册商标被省工商行政管理局认定为黑龙江省著名商标。
	2007	鸡西分公司合成车间通过国家GMP认证 。5月，黑龙江省食品药品监督管理局颁发 原料药药品GMP证书 。
	2008	珍宝岛药业血塞通冻干粉针和血塞通胶囊项目开工仪式在虎林公司举行。企业获得 国家发明专利共6项 。
	2009	复方苓兰口服液被黑龙江省卫生厅列为“防治甲型H1N1流感”指定产品。
	2010	荣获“中国广告主长城奖·2010年度消费者信赖的知名品牌奖”，该奖项由国家工商管理总局主管、中国广告协会对中国境内企业最高级别的年度大奖。
2011-2015: 跨越腾飞期	2011	珍宝岛股份有限公司正式注册成立 。珍宝岛药业跻身 中国医药工业百强榜第15位 ，“珍宝岛”商标被国家工商管理总局认定为“ 中国驰名商标 ”。
	2012	珍宝岛独家协办第五届中美药典国际论坛，推进我国药品标准进一步提升及与国际标准接轨。
	2013	亳州、云南公司相继投入运营 ；董事长方同华提出并制定“ 建成和谐珍宝岛家园 ”发展目标。

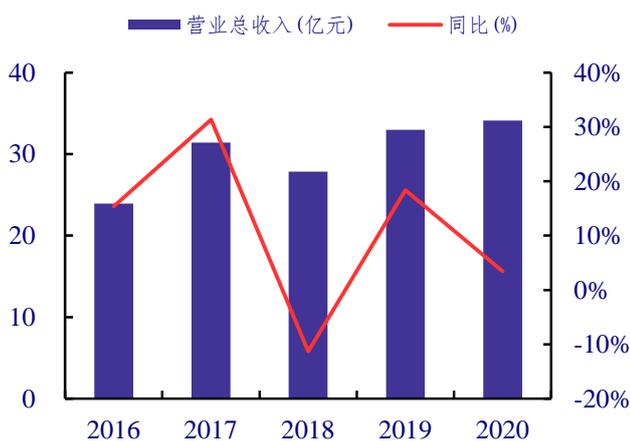
2014	公司开始探索建立具有创新能力的中国中药材产业上下游全产业链服务体系，完善中药材质量标准。
2015	2015年4月24日上午9时30分，黑龙江珍宝岛药业股份有限公司在上交所开锣上市，登陆A股主板市场。
2016	珍宝岛药业由区域发展向全国覆盖转型，由聚焦医药行业到建成多元大健康产业布局转变。
2017	进一步完善涵盖制药工业、医药商业、中药产业、金融投资等领域的多元健康产业布局。
2018	全面升级产品结构，重点发展高端化学仿制药和创新药，并积极布局生物药。同年，发起设立珍鑫投资，致力于医药健康领域的股权投资。
2016-至今： 创新布局期	珍宝岛药业聚焦中药产业上下游全产业链服务体系，亳州中药材商品交易中心于2019年投入运营。相继在安徽省、黑龙江省投资设立合伙企业亳州市谯城区珍鑫医药股权投资中心与哈尔滨拾珍生物医药投资中心，投资领域涉及中药材产业链、创新药、仿制药、食品等医药健康行业。
2019	12月15日发布公告披露非公开发行预案（修订稿），拟募集资金总额不超过18.11亿元，用于创新药及仿制药研发平台项目、鸡西分公司三期工程建设项目、中药材产地加工项目、信息化升级建设项目及补充流动资金。
2020	
2021	6月15日晚发布公告，与关联方虎林龙鹏共同投资特瑞思，生物药领域再布局。

资料来源：公司官网，公司公告，中国银河证券研究院

（二）经营风格稳健，拳头产品贡献高毛利

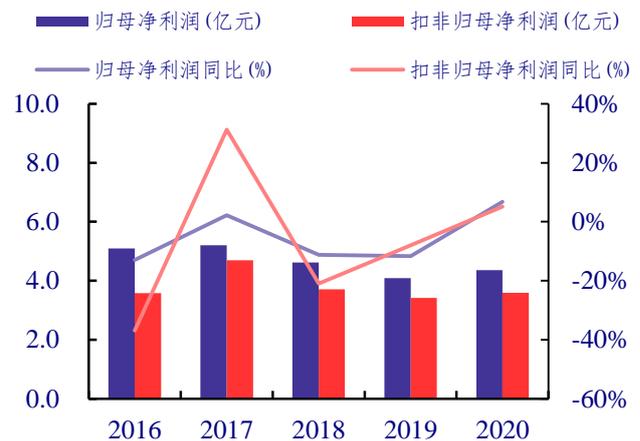
公司营业总收入除2018年受中药材价格下跌行业背景影响外，始终保持正增长。2016-2020年，公司营业总收入CAGR为9.28%，收入端增长较为稳健。2020年公司营业总收入34.11亿元，同比+3.46%，归母净利润4.36亿元，同比+6.76%；扣非归母净利润3.59亿元，同比+5.15%。未来随着中药主力品种持续放量，创新品种渐入收获期，公司盈利能力有望进一步提升。

图 1：2016-2020 年公司营业总收入与增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：2016-2020 年公司归母净利及扣非归母净利与增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

中药制剂构筑公司业务基石，布局中药材打通产业链上下游。作为一家以中药起家的药企，公司深耕中药领域二十余年，相关研发和生产、销售经验丰富，中药制剂业务稳健。2020年，中药制剂收入19.80亿元，占公司主营收入的58.43%。公司中药产品主要适用于治疗心

脑血管疾病（注射用血塞通冻干粉针、舒血宁注射液、血栓通胶囊）和呼吸系统疾病（复方芩兰口服液和小儿热速清），均为国家医保目录药物，其中注射用血塞通冻干粉针和血栓通胶囊进入国家基药目录。公司自 2014 年起开始延展至中药材上游产业链，2020 年公司外购商品及药材收入 11.95 亿元，占公司营业总收入的 35.04%，其中中药材贸易收入 7.91 亿元，占比药物贸易总收入的 66.19%。2016-2020 年，公司中药、中药材贸易 CAGR 分别为 6.11% 和 26.23%，打通中药产业链上下游有助于公司进一步扩大主业。

图 3：2016-2020 年公司分业务营收占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：2016-2020 年中药材贸易情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2016-2020 年，化药、生物药 CAGR 分别为 11.19% 和 -20.03%。其中，化药方面，抗病毒产品注射用炎琥宁 2020 年 80mg 中标价格区间为 0.74~1.5 元，医疗机构合计实际采购量为 1697 万支；200mg 中标价格区间为 1.5~15.8 元，医疗机构合计实际采购量为 4695 万支。2019 年，盐酸克林霉素胶囊通过了一致性评价并获批上市，现已进入集采，未来有望放量增加公司营收。生物制剂在 2018 年以前维持双位数增长，核心产品为注射用骨肽。2019 年，注射用骨肽纳入《第一批国家重点监控合理用药药品目录》，同年注射用骨肽被移出医保目录，对产品销量产生一定负面影响。但公司通过投资对生物药进行深度布局，未来有望迎来新的利润增长点。

表 2：公司在售主要品种情况

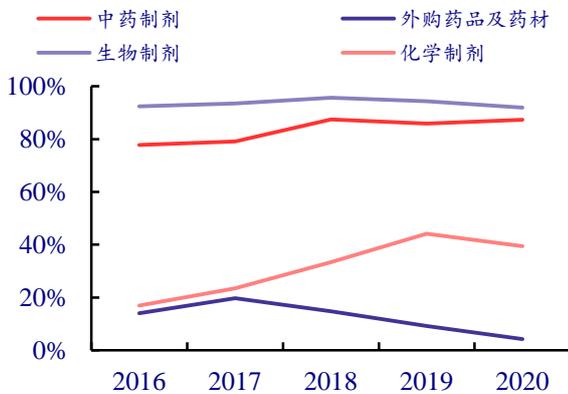
细分行业	治疗领域	名称	适应症或功能主治	是否处方药	是否纳入国家基药目录	是否纳入国家医保目录
中成药	心脑血管疾病用药	注射用血塞通冻干粉针(冻干)	活血祛瘀，通脉活络。用于中风偏瘫、瘀血阻络及脑血管疾病后遗症、胸痹心痛、视网膜中央静脉阻塞属瘀血阻滞证者。	是	是	是
	心脑血管疾病用药	舒血宁注射液	扩张血管，改善微循环。用于缺血性心脑血管疾病，冠心病，心绞痛，脑栓塞，脑血管痉挛等。	是	否	是
	心脑血管疾病用药	血栓通胶囊	活血祛瘀，通脉活络。用于脑络瘀阻引起的中风偏瘫，心脉瘀阻引起的胸痹心痛，脑栓塞，冠心病心绞痛见上述症候者。	是	是	是
	呼吸系统疾病用药	复方芩兰口服液	辛凉解表，清热解毒。用于外感风热引起的发热，咳嗽，咽痛	否	否	是

	儿科呼吸系 统疾病用药	小儿热速清 糖浆	清热解毒，泻火利咽。用于小儿外感风热所致的感冒，症见高热，头痛，咽喉肿痛，鼻塞流涕，咳嗽，大便干结。	否	否	是
生物药	骨骼肌肉系 统疾病用药	注射用骨肽 (冻干)	用于促进骨折愈合，也可用于增生性骨关节疾病及风湿、类风湿关节炎等症状改善。	是	否	否
化学药	抗生素类药 物	盐酸克林霉 素胶囊	本品适用于由链球菌属、葡萄球菌属及厌氧菌等敏感菌株所致的下述感染：中耳炎、鼻窦炎、化脓性扁桃体炎、肺炎；皮肤软组织感染；在治疗骨和关节感染、腹腔感染、盆腔感染、脓胸、肺脓肿、骨髓炎、败血症等疾病时，可根据情况单用或与其他抗菌药联合应用。	是	是	是
	抗病毒类药 物	注射用炎琥 宁	适用于病毒性肺炎和病毒性上呼吸道感染。	是	否	否

资料来源：公司官网，公司公告，中国银河证券研究院

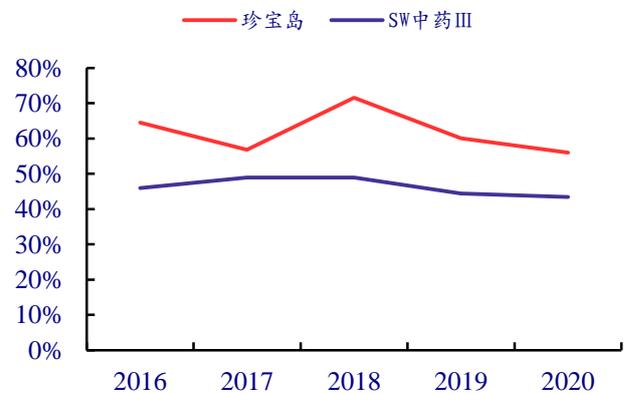
公司盈利能力位于行业上游水平，中药制剂、生物制剂毛利表现突出。分业务看，公司生物制剂和中药制剂毛利水平表现亮眼，2020年生物制剂毛利率为91.92%，中药制剂毛利率为87.38%。化学制剂受仿制药因素影响，毛利略低，2020年毛利率为39.38%，但高于外购产品及药材毛利率4.27%。总体来看，公司销售毛利率相较行业水平优势明显，盈利能力较为突出。

图 5：2016-2020 年公司分业务毛利率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：2016-2020 年公司销售毛利率与行业比较

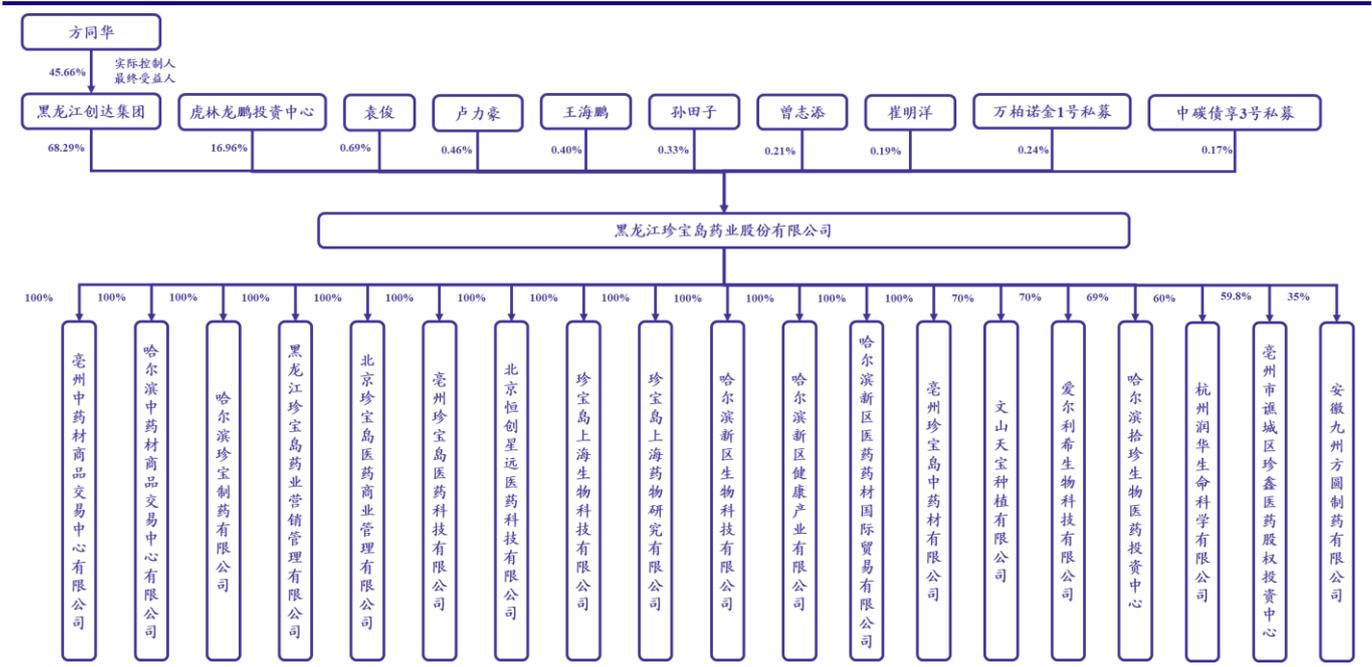


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(三) 股权结构稳定，实际控制人方同华先生与公司深度绑定

公司股权结构稳定，实际控制人与公司利益高度一致。黑龙江创达集团持有珍宝岛药业 68.29% 股份，公司实际控制人、最终受益人方同华自 1996 年创办有限公司起担任公司董事长，具有多年药材、制药从业经验，通过创达集团间接持有上市公司 31.18% 股份，与公司利益深度绑定，助力公司长远发展。公司管理层具备医药、管理、财务和法律多元背景，助力公司经营发展。

图 7：公司股权结构图（截至 2021Q1）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

(四) 投资特瑞思，加快布局生物药领域

联合股东共同投资特瑞思，加快布局生物药领域。2021 年 6 月，公司拟与龙鹏投资共同投资浙江特瑞思药业股份有限公司，其中珍宝岛投资 4 亿元，占特瑞思增资扩股后总股本的 16.67%；龙鹏投资将其对特瑞思享有的 6.20 亿元债权转换为股权，占特瑞思增资扩股后总股本的 25.84%。另有 5 名新股东和 2 名原股东分别通过现金认增和债权转股权方式参与本轮增发，标的公司本次共计增发新股 6.08 亿股。本次对特瑞思的战略投资，进一步彰显公司加快进入生物药研发、生产和销售的决心，有助于公司在生物药研发赛道上实现弯道超车。

特瑞思是一家集研发、商业化生产和销售为一体的创新生物制药企业。该企业由国际知名企业的归国精英联合浙江民营企业创立，核心团队具备抗体研发、工艺、质量到商业化大规模生产的丰富经验，且与国际化水平充分接轨。除面向中国市场外，特瑞思还面向包括欧美主流市场在内的全球市场，致力于研发和生产质量优越、患者能承担的癌症治疗单抗药物。特瑞思专注于单抗类药物的研发和生产，拥有符合国际 cGMP 标准的大规模商业化生产基地，商业化规模达 20000L（4×5000L），具有成本优势。公司拥有一支国际一流水平的 CMC 团队，

采用杂交设计、高效 CIP/SIP 等国际前沿新设计，不锈钢反应器产能提高 60%，实现细胞株高表达、高收率，在低成本同时保证药物质量。

图 8: 特瑞思符合国际 cGMP 标准的单抗药物生产基地



资料来源: 公开资料, 中国银河证券研究院整理

图 9: 特瑞思 5000L 大规模生物反应器



资料来源: 公开资料, 中国银河证券研究院整理

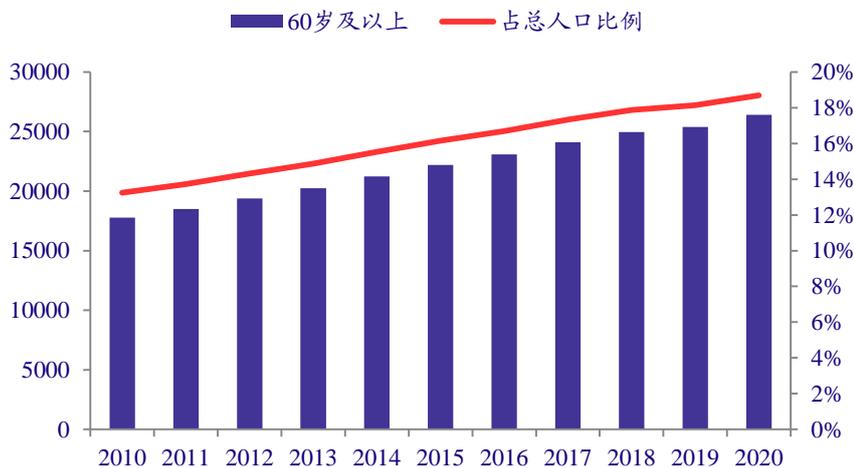
二、行业分析：人口老龄化+政策扶持，创新转型探索发展之路

（一）人口老龄化程度加深，带来大量未满足的医疗健康需求

根据全国第七次人口普查数据显示，2020年全国人口14.12亿人，与2010年（第六次人口普查）的13.40亿人相比，增长5.4%。人口结构方面，0-14岁、15-59岁、60岁以上、65岁以上人口占比分别为18%、63.4%、18.7%和13.5%，与2010年相比，60岁以上人口占比提升5.4个百分点，15-59岁人口占比下降6.8个百分点，显示出我国人口老龄化程度加深。

根据卫生部数据，60岁以上老年人慢性病患病率是全部人口患病率的3.2倍，伤残率是全部人口伤残率的3.6倍，老年人消耗的卫生资源是全部人口平均消耗卫生资源的1.9倍。人口老龄化程度加深带来的医疗健康需求是巨大的。

图 10：我国 65 岁及以上人口数量（万人）与总人口比例



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

（二）国家层面政策持续扶持

中医药产业是国家重点保护产业之一，国家相关政策积极鼓励中医药行业健康发展。比如，国务院近期印发《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》（以下简称《措施》），指出中医药仍然一定程度存在高质量供给不够、人才总量不足、创新体系不完善、发展特色不突出等问题，提出要遵循中医药发展规律，认真总结中医药防治新冠肺炎经验做法，破解存在的问题，更好发挥中医药特色和比较优势，推动中医药和西医药相互补充、协调发展。

近期，国家卫健委等部门联合发布《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》。该意见要求进一步完善综合医院中西医协同相关制度。卫生健康行政部门要将中西医结合工作纳入医院评审和公立医院绩效考核，推动综合医院中医药发展。结合此次新冠肺炎治疗中中西医联合疗法“1+1>2”的疗效，未来中西医联合疗法在诊疗中使用优先级有望得以明确，例如在诊疗指南的一线用药方案采用中西医联合疗法。诊疗指南一旦能够

明确中医药应用优先级，医务人员在治疗疾病时将有据可依，更多采用中西医结合疗法。疗效明确且药物多被纳入诊疗指南、基药目录和医保目录里的中药企业有望受益。

表 3: 近两年中医药受国家层面政策持续扶持

政策名称	颁布日期	颁布主体	主要内容及影响
《关于加快中医药特色发展若干政策措施的通知》	2021	国务院	从鼓励政府加大对中医药领域中小企业贷款力度、支持中医药企业上市融资和发行债券等方面支持中医药企业发展。鼓励实施名中医工程，创办连锁经营的名中医堂。
《关于进一步加强综合医院中药工作推动中西医协同发展的意见》	2021	卫健委	进一步完善综合医院中西医协同相关制度。
《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》	2021	国家药监局	所有中药企业都可以生产中药配方颗粒，除备案外不需申请批准文件，规范了中药配方颗粒的生产，更好地满足中医临床需求。
《关于促进中药传承创新发展的实施意见》	2020	国家药监局	促进中药守正创新，明确要健全中药特点的审评审批体系，提出要强化中药质量安全监管和推进监管体系现代化。
《关于促进中医药传承创新发展的意见》	2019	国务院	从鼓励中医优势专科建设和互联网服务建设，加强中药质量监管和质量提升工作，支持企业进行中医药科研和创新等方面提出了 20 条意见。是新时代我国中医药发展的纲领性文件。
《关于在医疗联合体建设中切实加强中医药工作的通知》	2019	中医药管理局	通过医联体建设，切实提升中医药服务能力，提高基层中医药服务可及性和水平，促进中医药和西医药协同发展。
《关于开展中医药服务出口基地建设工作的通知》	2019	中医药管理局	提出建设一批以出口为导向、具有辐射带动作用的基地，以 2025 年完成全国出口基地布局为目标，加强中医药服务出口和商品化进程。基地名单已于 2019 年 9 月公示。

资料来源：公司官网，公司公告，中国银河证券研究院

（三）创新转型是中医药长期发展的重要方向之一

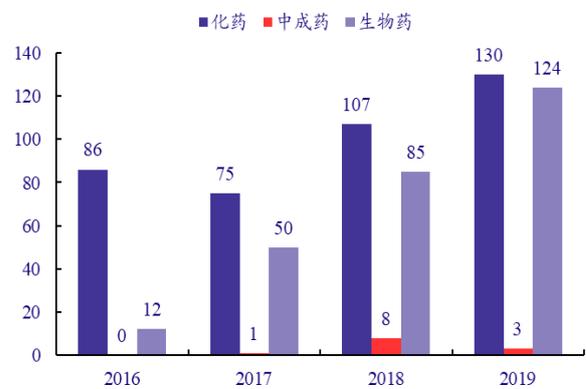
中医药创新力量薄弱，需要建立适应中医药体系的创新机制。中医药研发长期以来面临作用机理不明、有效成分不清的困难。相比于成分清晰、作用机制明确的化药和生物药，中药创新难度更大。近年来，国内新药注册受理中成药数量远少于化药和生物制品，中药创新研发周期长，审核不确定性大制约了中药创新热情。因此，加快中药注册审批流程，建立适合中医药理论体系的评价标准，成为促进中药创新发展必不可少的配套措施。

图 11: 国内各类药物 IND 申请受理情况



资料来源: 药监局, 中国银河证券研究院整理

图 12: 国内各类药物 NDA 申请受理情况



资料来源: 药监局, 中国银河证券研究院整理

优化中药审评审批管理, 有望加快中药新药审批速度。《措施》中指出, 要提升中药注册申请技术指导水平和注册服务能力, 建立科技、医疗、中医药等部门推荐符合条件的中药新药进入快速审评审批通道的有效机制, 探索授予第三方中医药研究平台专业资质、承担国家级中医药技术评估工作, 增加第三方中药新药注册检验机构数量。上述措施有望加速中药新药审批, 创新型中药获批数量有望增加。

完善中药分类注册管理, 有望减轻中药新药研发难度。《措施》指出, 要优化具有人用经验的中药新药审评审批, 对符合条件的中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方、同名同方药等, 研究依法依规实施豁免非临床安全性研究及部分临床试验的管理机制, 建立中医药理论、人用经验、临床试验“三结合”的中药注册审评证据体系, 积极探索建立中药真实世界研究证据体系。上述措施旨在建立适合中医药理论体系的试验评价标准, 有望减轻中药新药过评难度。

创新转型将是中医药长期发展的重要方向之一。长期以来, 许多中药品种疗效缺乏现代医学证据支撑, 也未经现代医学试验验证, 即存在疗效不明确而仓促投入使用的风险, 也存在具有疗效但由于缺乏实验证据支撑而使用受限的可能。缺乏规范的实验验证导致中医药行业药品疗效宣传和应用时常出现乱象, 例如部分疗效未经实验论证且有副作用的中药注射剂已逐步退出市场。未来创新研发将成为中医药长期发展的重要方向之一。

三、创新研发为核心，三驾马车助力公司长期发展

(一) 拳头产品稳健增长，中药板块提供业绩保障

1. 心脑血管用药需求持续提升，公司核心产品有望延续高增长

人口老龄化加剧背景下，心脑血管疾病患病率逐年增加，心脑血管用药市场需求提升。如上文所述，根据第七次全国人口普查数据，我国人口老龄化加速趋势明显。心脑血管疾病作为老年人常见疾病之一，近年来患病率持续增加，根据国家心血管病中心发布的《中国心血管健康与疾病报告 2019》推算，当前我国心血管病患者高达 3.30 亿人。从城市零售药店终端数据看，心脑血管用中成药市场需求持续提升，米内网预测 2020 年市场规模将超百亿，同比增长 3.78%，占中成药总体市场规模超过 10%。

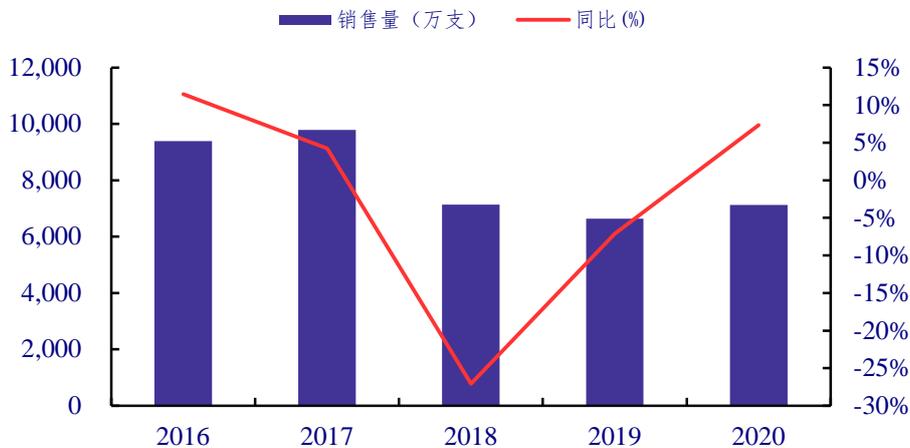
图 13：中国城市零售药店终端心脑血管中成药销售情况



资料来源：米内网，中国银河证券研究院整理

注射用血塞通冻干粉针和血栓通胶囊作为公司拳头产品，未来有望延续高增长。在持续提升的市场需求背景下，2020 年，公司注射用血塞通冻干粉针销量 7119.54 万支，同比增长 7.35%，其中 100mg 品规增速高达 190%，实现翻倍增长。我们认为 2019-2024 年，注射用血塞通冻干粉针 CAGR 有望达 15% 以上。口服用血栓通胶囊作为独家产品，销售表现同样亮眼。在用药原则中，口服优于肌注优于输液，口服依从性较高，未来口服剂型需求会持续放量。

图 14: 2016-2020 年公司注射用血塞通冻干粉针销售量与同比



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究院整理

2. 核心品类二次开发, 积极探索院内制剂和配方颗粒

探索中药研发创新, 巩固中药优势地位。目前公司已对注射用血塞通冻干粉针、血栓通胶囊、复方芩兰等优势品种进行二次开发, 通过开展临床循证、改变剂型和增加适应症和适应人群方式, 推动核心产品升级。2020 年, 公司参与首都医科大学附属北京儿童医院牵头的“重大新药创制”科技重大项目, 独家品种复方芩兰口服液已完成儿童急性上呼吸道感染(风热感冒证)的临床研究, 证实该品种对 6-12 岁儿童感冒疗效确切, 安全性好。2020 年公司复方芩兰单品种贡献营收 0.46 亿元, 同比增长 53%。未来随着适应人群拓展, 品类创收规模有望进一步打开。新药领域也将同步发力, 选择具有临床价值与市场价值的中医优势病种, 秉承“名院名医名方”新药创新理念, 多款中药新品正在开发的不同阶段。除通过自主研发方式, 公司还将充分发挥资本力量, 通过中药并购或合作开发, 加快中药创新布局, 巩固公司强势业务稳健增长。

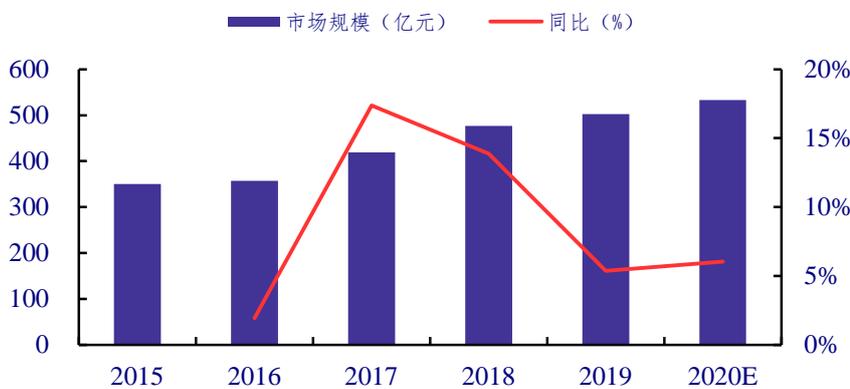
表 4: 公司中药研发布局

项目规划	要点
二次开发	注射用血塞通冻干粉针、血栓通、复方芩兰、儿童热速清等优势品种, 开展临床循证加强、剂型和适应人群增加等。
中药新药	多个中药新药。
院内制剂	围绕中药优势领域, 医院销量前 100 品种和经典名方, 合作申报 49 个品种备案, 计划 2 年内完成备案 300 个。
配方颗粒	2020 年完成了 129 个配方颗粒备案, 配方颗粒备案品种合计已达到 550 种以上。
中药并购	并购/合作开发医保、基药或独家产品进行二次开发。

资料来源: 公司公开资料整理, 中国银河证券研究院

中药配方颗粒市场规模持续增长，院内制剂备案具有时效优势。中药配方颗粒以中药饮片为原料，经过工业提取、浓缩、干燥、制粒等工序形成颗粒剂型，供中药临床配方使用。中药配方颗粒发展至今，在国内已有二十多年历史，由于其保存方便、安全卫生、成份完全等优点，市场规模也在持续扩大。根据工信部数据，2019 年我国中药配方颗粒市场规模达 502.59 亿元，约占中药饮片收入的 26.01%。预计在新冠疫情影响下，中药配方颗粒市场增速将加快，2020 年销售额达 533 亿元。目前，公司围绕配方颗粒已完成 550+ 个品种备案，提前布局有助于把握市场机会，抢占市场份额。除配方颗粒外，院内制剂也将是未来研发创新重点布局之一。围绕中药优势领域、经典名方和医院销量前 100 品种，公司已合作申报 49 个院内制剂备案，计划 2 年内完成 300 个品种的备案。备案制有助于降低研发风险，发挥时效优势，尽快形成确定性的营收规模。

图 15: 2015-2020 年中药配方颗粒市场规模 (亿元)



资料来源: 工信部, 米内网, 中国银河证券研究院整理

3. 产业链向上游延伸，中药材贸易贡献业绩

布局中药材种植和产地加工，确保优质优价产品可追溯。公司自 2014 年开始探索中药上游，致力于覆盖标准中药材种植、加工、仓储、销售等全环节，延长中药产品价值链。2021 年 2 月，公司非公开募资获证监会批准，其中 3.57 亿元将用于中药材产地加工，占本次非公开募资的 20%。根据公司公告，本次中药材产地加工项目包括亳州皖药产地加工项目（一期）和甘肃（岷县）陇药产地加工项目，两地均具有优质中药材资源，有助公司加快规模化道地药材种植、加工转型。

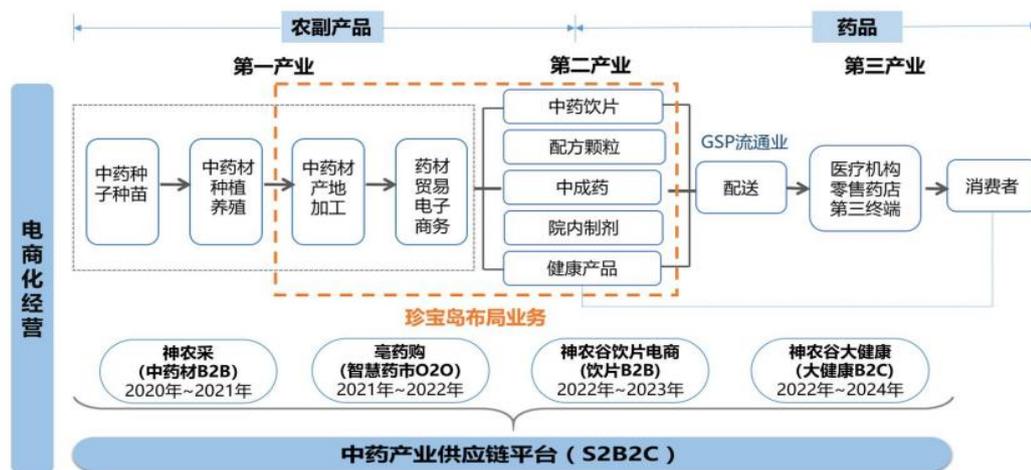
表 5: 公司非公开募资用于中药材产地加工项目

	亳州皖药产地加工项目（一期）	甘肃（岷县）陇药产地加工项目
项目定位	依托亳州的优质中药材上下游资源，开展道地药材产地加工。	依托甘肃省的优质中药材种植资源，开展道地药材产地加工。
药材加工年产能	5 万吨	2 万吨
项目规模	占地 150 亩，总建筑面积 10.3 万平方米。	占地 142.1 亩，总建筑面积 9.3 万平方米。
投资规模 (亿元)	2.51	1.87

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

“平台+实体”双轮驱动，开创智慧药市运营先河。2019年，由安徽省人民政府批准设立、公司斥资21.88亿元投建运营的亳州中药材商品交易中心正式开业，公司布局中药材产业生态圈初见成效。“现货市场+电子交易平台”双线交易，旨在为药农、药商、药企提供标准化服务，节约交易成本，提高交易效率。同时，交易中心紧随互联网发展，已建成多个电商平台。中药材B2B第三方电商平台“神农采”已于2021年3月上线，目前入驻B端客户约2000家；亳药购中药材市场服务平台以“药商”需求为核心，实现药材新零售O2O线上线下一体化；“神农谷”中药饮片B2B电商平台桥接产业链上下游，为平台入驻近200家饮片生产企业提供优质药材原料供应同时，以品种多、规格全等优势向下游终端供货；“神农谷”大健康F2B2C电商平台，以中医药健康产品为主，满足人们对健康生活品质追求。

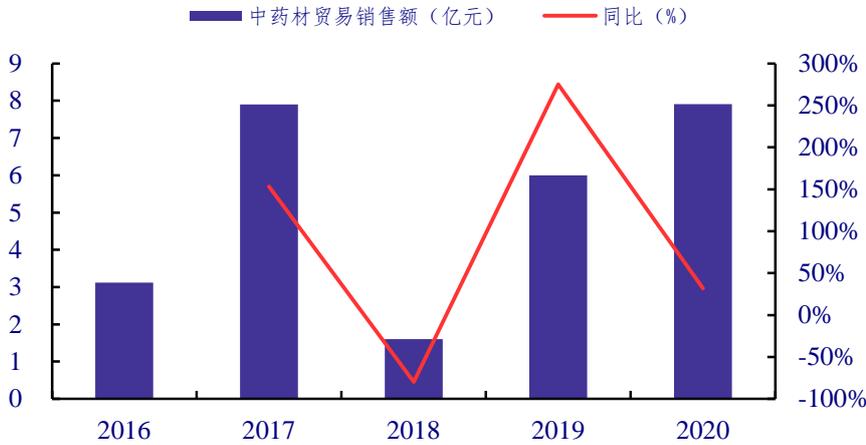
图 16: 公司中药全产业链布局



资料来源：公司官方资料，中国银河证券研究院整理

公司以“中药材+互联网+仓储物流+质检溯源+金融服务+信息服务”为商业模式，通过公司统一质检提供产品背书克服中药材缺乏统一规格的流通障碍，以多样化的信息服务提高交易效率，以双平台交易数据为基础的中药材大数据为行业提供权威、准确的资讯服务，方便中药材生产和流通，从而推动中药产业转型升级。中药材交易中心前瞻性布局也为公司开启新增长逻辑，2019年公司中药材贸易销售额6.00亿元，同比增长275%，实现爆发式增长，2020年公司中药材贸易销售额增长31.83%至7.91亿元，贡献当年营收的23.19%，进入收获期的药材交易中心将进一步推动公司未来中药板块业绩稳定增长。

图 17: 2016-2020 年公司中药材贸易销售额及同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 长线布局生物药领域，加速公司战略转型与国际化接轨

公司长线布局生物药，投资特瑞思，在研管线丰富。单抗方面，TRS003 适用于非小细胞肺癌、结直肠癌等多种癌症治疗，目前已进入美国 III 期临床；TRS004 适用于乳腺癌、胃癌治疗，当前已进入美国 I 期临床。ADC 方面，TRS005 和 TRS006 为自主研发(全球权益)项目。TRS005 适用于复发及耐药型非霍奇金淋巴瘤治疗，目前已进入 Ib 期临床，预计于 2021 年 10 月进入 II 期，II 期后附条件上市。TRS006 适用于三阴性乳腺癌、白血病、胃癌、肺癌疾病治疗，当前正在积极开展临床前研究。另外，特瑞思也积极采用合作引进方式布局 ADC 市场。TRS012 引进全球权益，适用于肝癌及肺癌两大癌种治疗。TRS013 引进大中国权益，适用于黑色素瘤、侵入性乳腺癌和胰腺癌治疗。免疫治疗方面，TRS007 将于 2022 年与生物类似药 TRS003、TRS004 和 ADC 新药联用进行 III 期临床。

表 6: 特瑞思部分产品管线

在研项目	适应症	研发进展			
		临床前	Ia/Ib 期临床	II 期临床	III 期临床
单抗 (生物类似药)	非小细胞肺癌	美国 III 期临床/中美双报			
	结直肠癌				
	母细胞胶质瘤				
	TRIS003				
	脑癌				
	头颈癌				
TRIS004	卵巢癌				
	肾癌				
	乳腺癌、胃癌	美国 I 期临床/中美双报			
ADC	TRIS005	自主研发(全球权益) 中国 Ib 期临床		2021 年扩 II 期, II 期后附条件上市 中国完成 II 期, 美国直接进入 III 期	
	TRIS006	自主研发(全球权益)			
	白血病				
	胃癌				
	肺癌				

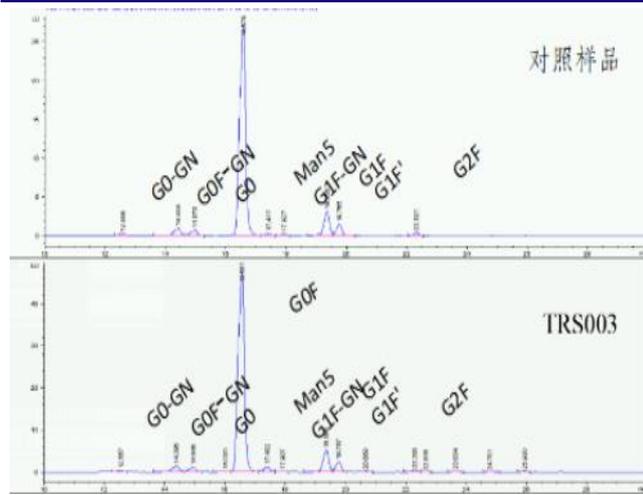
TRS012	肝癌、肺癌 黑色素瘤	引进全球权益 引进大中国权益	
TRS013	侵入性乳腺癌 胰腺癌		
癌症	联合治疗肺癌		2022 年在美国和生物类似药联用 III 期
免疫	TRS007 联合治疗胃癌		2022 年在美国和生物类似药联用 III 期
治疗	联合治疗淋巴瘤		2022 年在美国和 ADC 新药联用 III 期

资料来源：公开资料整理，中国银河证券研究院

1. 生物类似药面向全球市场，中美双报市场空间广阔

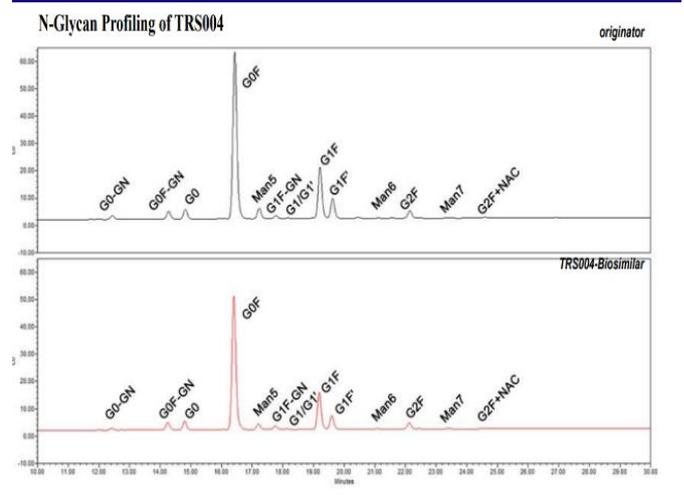
特瑞思高质量、国际标准的生物类似药，被 FDA 批准进入可互换生物类似药临床研究。TRS003 为贝伐珠单抗生物类似药，目前已进入国际多中心 III 期临床试验。由于精细结构和糖基化与原研药高度相似，TRS003 成为全球首个被 FDA 批准进行可互换临床试验的生物类似药，并且同意 III 期临床试验 70% 患者来自中国（全球首例）。TRS004 为曲妥珠单抗生物类似药，目前项目已在美国获批临床并准备启动 I 期临床，完成 I 期临床后，将按照可互换生物类似药开展 III 期临床试验。从实验数据来看，TRS004 糖基化和原研药同样高度相似。

图 18: TRS003 糖基化和原研药高度相似



资料来源：公开资料，中国银河证券研究院整理

图 19: TRS004 糖基化和原研药高度相似



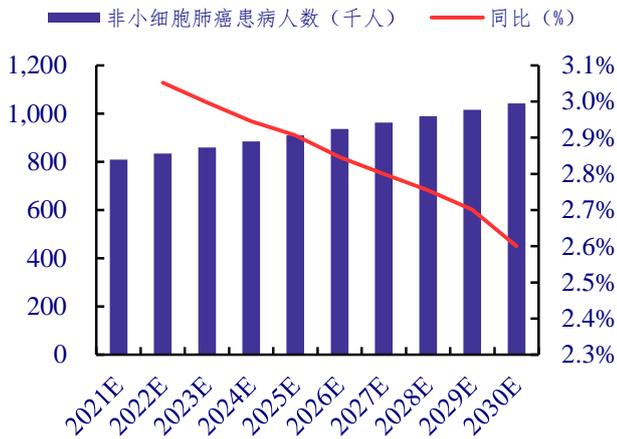
资料来源：公开资料，中国银河证券研究院整理

重磅级生物类似药中美双报，市场空间广阔。贝伐珠单抗主要适用于非小细胞肺癌、转移性结直肠癌等高发癌种，根据 Frost & Sullivan 预测数据，2030 年我国非小细胞肺癌患者将达 104.2 万人，转移性结直肠癌达到 17.01 万人。随着人口老龄化加剧，癌症患者增加将推动贝伐珠单抗市场规模进一步发展。弗利沙文报告指出，2030 年中国贝伐珠单抗市场将增长至 99 亿元。截止目前，除罗氏原研药安维汀，仅有齐鲁、信达生物和绿叶制药子公司博安生物的贝伐珠单抗生物类似药上市。较早进入贝伐珠单抗生物类似药市场，有助于企业抢占市场份额，构建竞争壁垒。同时，中美双报将进一步提升公司产品竞争力。

作为国内市场的另一大药品，曲妥珠单抗广泛应用于各期 HER2 阳性乳腺癌治疗和胃癌治疗，弗利沙文预测 2030 年我国晚期 HER2 阳性乳腺癌患病人数将增长至 1.96 万人，患者需求

将驱动曲妥珠单抗市场不断增长。曲妥珠单抗生物类似药市场规模有望在 2030 年增长至 136 亿元。目前，国内已获批并销售的曲妥珠单抗生物类似药除罗氏原研药赫赛汀，仅有复宏汉霖研发的汉曲优，未来竞争格局可期。

图 20: 2021E-2030E 中国非小细胞肺癌患病人数预测



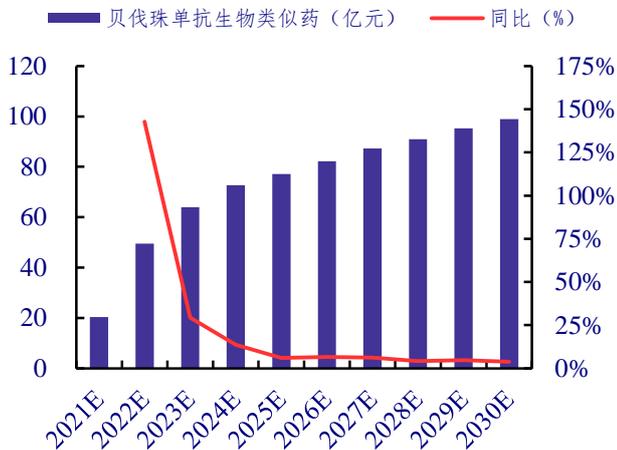
资料来源: Frost & Sullivan, 中国银河证券研究院整理

图 21: 2021E-2030E 中国晚期 HER2 阳性乳腺癌患病人数预测



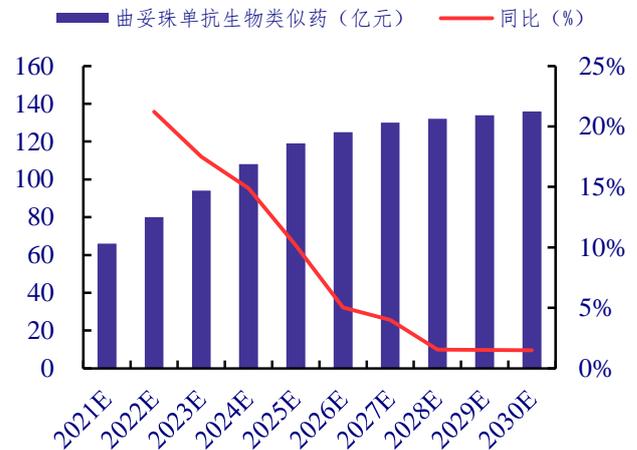
资料来源: Frost & Sullivan, 中国银河证券研究院整理

图 22: 2021E-2030E 中国贝伐珠单抗生物类似药市场规模



资料来源: Frost & Sullivan, 中国银河证券研究院整理

图 23: 2021E-2030E 中国曲妥珠单抗生物类似药市场规模



资料来源: Frost & Sullivan, 中国银河证券研究院整理

2. 单抗偶联产品占主导，创新型 ADC 有望获批有条件上市

自主开发+合作引进加快 ADC 产品布局，相比裸抗疗效更佳。特瑞思目前共有 4 款 ADC 在研产品，2 个自主研发项目+1 个引进全球权益项目+1 个引进大中国权益项目。其中，自主研发项目 TRS005 属于国家 1 类创新药 ADC，可用于治疗复发及耐药型非霍奇金淋巴瘤，该项目已获国家科技部重大新药创制专项支持，纳入特殊审评通道。I 期临床数据已展示出较好

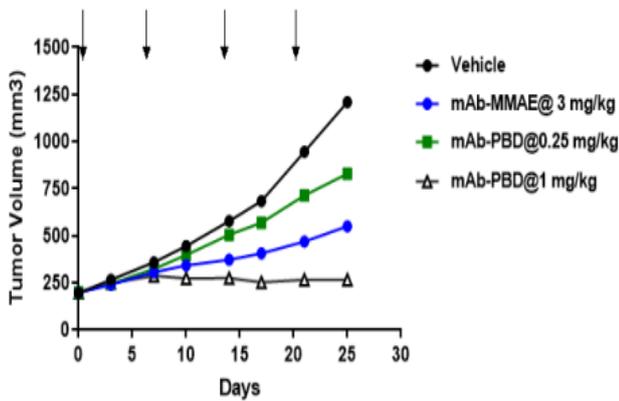
疗效, II 期临床完成后可申报有条件上市, 该产品有望成为第一个上市的抗 CD20-ADC 产品。动物实验数据表明, 0.75mg/kg 的 TRS005 抑瘤率达 81.23%, 优于 6mg/kg 利妥昔单抗 79.02% 的抑瘤率, TRS005 疗效是美罗华单抗的 8 倍, 且毒性较小, 疗效更佳。自主研发项目 TRS006 同样已获国家科技部重大新药创制专项支持, 目前三阴性乳腺癌和胰腺癌都缺少有效的治疗方案, 该 ROR1 ADC 提供了相关肿瘤的解决方案。实验数据表明, TRS006 在乳腺癌、肺癌等癌种抑制中均表现出较强的抗肿瘤活性。

表 7: TRS005 对比不同治疗方案疗效最佳

样品名称	DAR	批号	剂量	抑瘤率
阴性对照	N/A	H0150	N/A	0.00%
利妥昔单抗	N/A	H0150	3mg/kg	58.04%
利妥昔单抗+MMAE	N/A	H0150	3mg/kg	55.15%
利妥昔单抗	N/A	H0150	6mg/kg	79.02%
TRS005	4.2	C16205-201606001	0.75mg/kg	81.23%
TRS005	4.2	C16205-201606001	1.5mg/kg	93.06%
TRS005	4.2	C16205-201606001	3mg/kg	99.74%

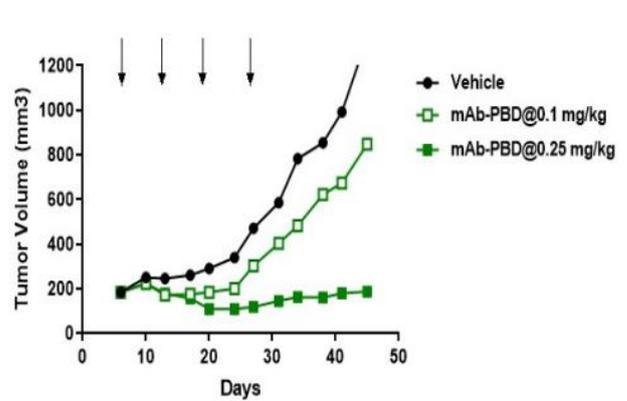
资料来源: 公司公开资料整理, 中国银河证券研究院

图 24: TRS006 乳腺癌治疗方案对比



资料来源: 中国银河证券研究院整理

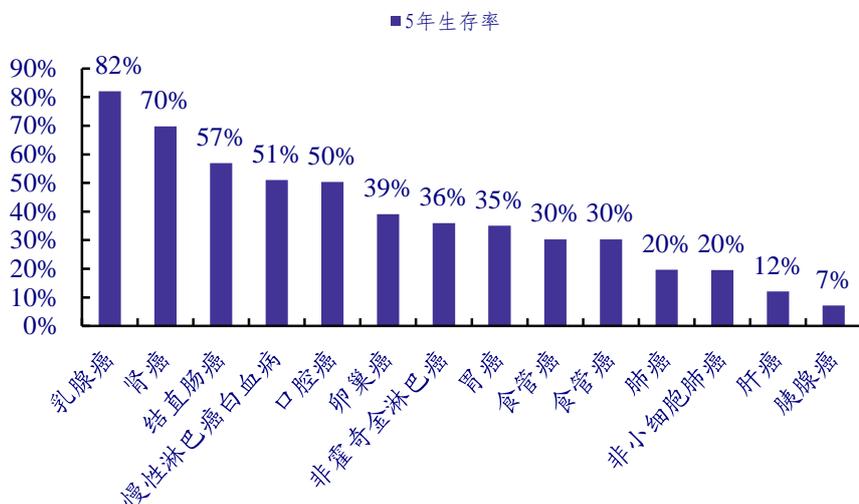
图 25: TRS006 肺癌治疗方案对比



资料来源: 中国银河证券研究院整理

泛肿瘤或难治型肿瘤仍为蓝海市场, 市场空间较为广阔。特瑞思自主研发和合作引进 ADC 均具有新靶点和适用多肿瘤特点。根据产业信息网数据, 在各类高发病率癌种中, 肺癌、肝癌、胃癌、结直肠癌和乳腺癌为我国发病率前五的癌种。其中, 肺癌患者人数最多, 超过 80 万人/年; 胃癌、结直肠癌和肝癌每年患病人数超过 40 万; 乳腺癌约达 30 万人/年。产业信息网数据表明, 非小细胞肺癌 5 年生存率仅为 20%, 胰腺癌 5 年生存率更是低至 7%。针对泛肿瘤或难治型肿瘤 ADC 药物市场空间仍然较为广阔, 公司较早布局蓝海市场有利于生物药领域后发优势凸显。

图 26: 中国各癌种 5 年生存率



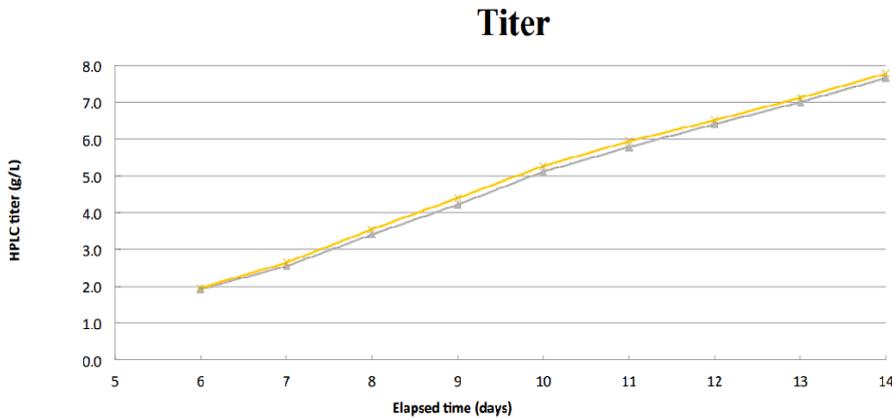
资料来源: 产业信息网, 中国银河证券研究院整理

3. 强大 CMC 生产工艺, 保障产品质量+成本双占优

强大 CMC 生产工艺, 实现商业化规模生产保障低成本。 CMC 和工艺放大作为规模化生产的关键瓶颈, 制约着中国生物制药企业参与国际市场竞争。特瑞思核心团队均来自国际知名生物制药企业, 具有多年单抗工艺开发经验, 技术实践经验丰富。研发团队先进的蛋白分析及鉴定技术平台和 PAT 保证了工艺开发建立在 QbD 的基础之上, 建成符合国际 cGMP 标准的商业化生产基地, 有效降低生产成本。目前, 特瑞思生物类似药成本在 75-85 美元/克, 对比国内企业 350-1500 美金/克的生产成本极具性价比优势; PD-1 单抗成本在 50 美元/克, 国内企业成本在 500-1300 美元/克, 成本优势明显。目前, 该生产基地已完成美国 FDA 三期临床样品的商业化生产, 未来产量扩大有助于保证企业高利润空间。

自主产权细胞构建技术平台, 高通量筛选高表达、高收率、高纯度细胞株。 特瑞思拥有自主产权创新型宿主细胞 (trs-GS-CHOK1) 及细胞构建技术平台, 同时拥有高活率、高稳定性的细胞培养平台, 滴度达 3-8 克/升, 实验数据显示, TRS007 研发过程中, 蛋白质表达高达 7.8 克/升。借助研发优势, 研发团队具有国际先进水准的高灵敏度蛋白分析及质量控制, 蛋白纯化平台能实现超过 80% 的高回收率和超过 98% 的高纯度。同时, 特瑞思还进行国际前沿的纳米抗体平台研发, 关键技术平台优势为特瑞思在低成本基础上保障。

图 27: TRS007 蛋白质表达高达 7.8 克/升



资料来源: 公开资料整理, 中国银河证券研究院整理

(三) 化学创新药+高端仿制药研发储备有序进行

1. 围绕抗病毒、抗肿瘤等领域进行化学创新药研发, 核心品种市场广阔

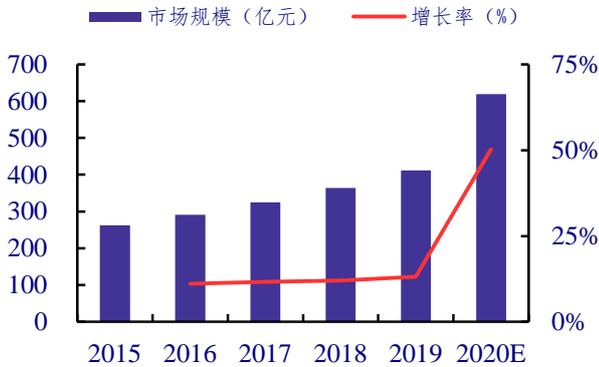
公司聚焦抗病毒和抗肿瘤领域, 以引进合作+自主研发模式, 围绕心脑血管、肿瘤、呼吸系统等多领域开展产品创新研发, 目前共有多个 I 类创新药储备项目。预计抗病毒和抗肿瘤药物市场 2020 年分别可达 619 亿元和 1341 亿元, 2015-2020 年年均复合增速分别为 18.76% 和 16.73%, 市场需求增速较为强劲。目前进展较快项目包括抗流感新药 HNC042、抗肿瘤新药 HZB1006 和 HZB0071, 市场空间较为广阔。

1) 抗流感新药 HNC042: 截止 2020 年末, 该项目已先后于美国和中国完成 I 期临床桥接试验, 药代动力学、安全性及耐受性均较好。该药物具有**广谱抗病毒药效**, 对流感病株 H1N1 (PR8)、H1N1 (H274Y)、H3N2、H6N6、H7N8 和 B 型流感病毒有较好的抗病毒作用; 对敏感型 R-PR8、WSN 及耐药型 (H274Y) 都表现出**高抑制活性**; 对耐药型 H274Y 病毒感染小鼠具有较强抗病毒药效, **对耐药毒株的抑制活性显著优于帕拉米韦和奥司他韦**。产品对标南新制药的帕拉米韦氯化钠注射液, 2020 年全国销售额达 8 亿元, 同比增长 54%。

2) 抗肿瘤药物 HZB1006: 该药物适用于肝癌等多种癌症, 作为全球肝癌发病率和死亡率最高的国家, 中国有 92 万肝癌患者, 占世界肝癌患者总数的 58.97%, 每年新增肝癌患者人数占全球约一半。该项目已获黑龙江省化学药与生物药科技重大专项资助, 目前正启动 I 期临床试验。该药物具有良好的药物靶向性, 较高的肝脏靶组织药物分布。体外微血管抑制作用实验表明, 抗血管生成作用优于仑伐替尼。产品对标索拉非尼, 疗效及耐受性优于索拉非尼, 具有冲刺肝癌一线治疗药物潜力。

3) 抗肿瘤药物 HZB0071: 我国乳腺癌新发病率约 30 万例/年。临床前研究表明, HZB0071 在乳腺癌、前列腺癌等癌种表现较优, 目前准备启动中国 I 期临床。全球尚无同靶点药物上市, 对标产品进展最快的是 Ipatasertib, 目前已进入三期临床。该产品联合紫杉醇疗效明显优于单用紫杉醇, 如上市有望成为二线或三线用药。

图 28: 2015-2020 年中国抗病毒药物市场规模及增速



资料来源: 智研咨询, 中国银河证券研究院整理

图 29: 2015-2020 年中国抗肿瘤药物市场规模及增速



资料来源: 中商产业研究院, 中国银河证券研究院整理

表 8: 公司化学创新药产品管线

在研项目	适应症	类型	靶点	亮点	研发进展						
					先导化合物优化	临床前开发	获批临床	I 期临床	II 期临床	III 期临床	NDA
HNC042	中重度流感	I 类新药	神经氨酸酶	对标南新制药帕拉米韦, 抗达菲耐药	█	█	█	█	█	█	█
HZB1006	肝癌等多种肿瘤	I 类新药	FGFR/VEGFR	对标拜耳索拉菲尼, 肝癌一线用药	█	█	█	█	█	█	█
HZB0071	腺癌、胃癌等	I 类新药	AKT	全球无同靶点药物上市	█	█	█	█	█	█	█
HZB1043	流感	I 类新药	神经氨酸酶 (吸入溶液)	HNC042 吸入溶液新剂型, 口服 (包括儿童), 改变给药途径, 增加适用人群	█	█	█	█	█	█	█

资料来源: 公开资料整理, 中国银河证券研究院

2. 募投项目落地, 高端制剂和仿制药研发提速

积极布局高端制剂和仿制药研发, 增强公司竞争力。根据公司公告, 本次非公开募投项目除投资 4.09 亿元于化学创新药, 还将投资 2.62 亿元用于 31 个仿制药项目研究。根据公司 2020 年年报, 目前公司在研化药原料药及仿制药制剂项目共 42 项, 各仿制药项目已有序落地。其中, 羟乙基淀粉 130/0.4 电解质注射液进入报产审评阶段; 盐酸二甲双胍片已通过一致性评价; 盐酸氨溴索注射液申报资料已送达 CDE; 完成国际仿制药注射用达托霉素项目申报资料整理、审核和定稿。围绕市场较大领域进行仿制药研发, 力争为市场提供新产品, 有利于增强公司新的核心竞争力。

表 9: 公司募投项目拟投向化药创新药及仿制药

研发领域	募投子项目	募投金额 (亿元)
创新药研发	HNC042 研发投入	4.09
	HZB1006 研发投入	
	HZB0071 研发投入	
	HZB0276 研发投入	
仿制药研发	31 个仿制药研究	2.62

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

依托原料药生产基地, 有效发挥全产业链优势。公司依托原料药平台优势, 扩建鸡西三期工程项目, 计划总投资规模 4.89 亿元, 募投资金投入 3.73 亿元。整个三期建设内容用地面积约 83760 平方米, 新建建筑面积约 49917 平方米。三期工程完工后, 预计鸡西生产基地能实现化学原料药年产 4745 千克的产能, 从而保证公司化药自制的原料供应, 使下游制剂生产有所保障。打通原料制剂一体化, 有利于充分发挥公司全产业链的优势, 相较行业产品更具成本优势。

表 10: 公司鸡西三期项目化药原料药产品方案

序号	化学原料药名称	年产量 (公斤)	国内制剂年销售额	治疗领域
1	盐酸莫西沙星	1200	941.4 万支	抗感染
2	盐酸帕罗西汀	75	1133 万粒	抗抑郁药
3	硫酸氢氯吡格雷	150	3.4 亿片	抗血栓形成药
4	左乙拉西坦	450	47.1 万支	新型的抗癫痫药物
5	丙酚替诺福韦	50	101.3 万片	乙肝用药
6	帕瑞昔布钠	120	11 亿支	抗炎药和抗风湿药
7	利奈唑胺	2000	845.3 万支	全身用抗菌药
8	舒更葡糖钠	700	4.8 万支	肌肉松弛药
—	合计	4745	—	—

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

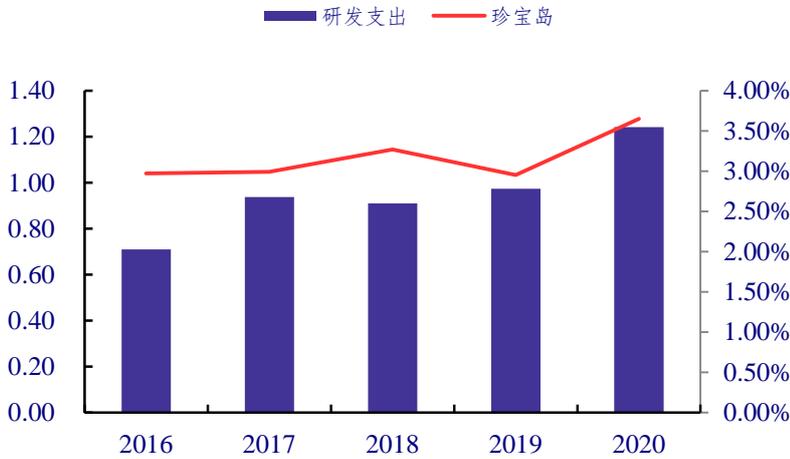
(四) 以科技研发为核心, 聚焦高质量发展打造珍宝岛品牌

1. 注重研发投入, 研发体系分工明确

公司目前具有完备的现代化研发体系, 各研究院之前分工明确, 术业有专攻。其中, 北京研究院主要负责化学创新药和高端仿制药研发, 哈尔滨研究院负责化药原料药及仿制药研发, 中药二次开发与配方颗粒研发, 杭州研究院则负责生物药研发。

公司持续加大研发投入, 2020 年公司研发支出投入总计 1.24 亿元, 占营业收入比重从 2016 年的 2.97% 增长至 3.65%。注重研发支出背景下, 公司研究成果显著。截至 2020 年 12 月 31 日, 有效专利国内共 140 项, 其中发明专利 82 项, 实用新型专利 2 项, 外观设计专利 56 项; 国外共有 4 项发明专利在欧洲或美国获得授权。

图 30: 2016-2020 年珍宝岛研发支出居行业中上游水平



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2. 核心研发团队专业化水平高，与国际化标准充分接轨

研发团队专业背景扎实，与国际标准充分接轨。 中药团队方面，研发团队具有多年中药新药研发从业经验以及相关临床试验申请、注册申请的工作经验。孟杰博士为中药研究院院长，担任中国中药协会经典名方副主任委员、世界中医药联合会中药分会常务理事，具有 30 多年中药新药研发工作经验。姚仲青博士担任中药研发中心总经理，具有多年中药新药研发经验，曾任扬子江中药研究院院长。化药团队同样具备丰富的研发和申报经验，科技研发中心首席医学官聂朝宏博士曾任天士力集团临床平台负责人，张同波博士曾任华夏生生药业合成部负责人，成功主持或参与十余个药品研发项目。生物药方面，多名团队成员具有国际顶尖生物制药企业开发和管理经验。特瑞思创始人、董事长兼 CEO 吴幼玲博士曾就职于施贵宝、强生、西雅图基因及赛诺菲等全球知名企业，积累了丰富的蛋白融合和糖基化生物药开发经验。首席技术顾问 Morris 博士是单抗偶联药物开发和产业化的创始人之一，领导了 2 个重磅级 ADC 药物 Adcetris 和 Trodelvy 研发上市。曾在 ADC 国际领军企业西雅图基因从事数十年制药工作，现为 Ardeagen 创始人。与国际标准充分接轨的专家研发团队，为公司产品高品质基因奠定基础。

表 11: 公司研发团队和专家团队简介

团队成员	职位/职称	简介
中 药 研 发 团 队	姚仲青博士 中药研发中 心总经理	<ul style="list-style-type: none"> •南京中医药大学中药学博士 •曾任扬子江中药研究院院长 •世界中医药联合会中药分会常务理事
	孟杰博士 中药研究院 院长	<ul style="list-style-type: none"> •北京中医药大学中药学博士 •上海交通大学生物药理学博士后 •世界中医药联合会中药分会常务理事
	相婷博士 中药研发中 心总监	<ul style="list-style-type: none"> •沈阳药科大学天然药物化学博士 •日本学术振兴会（东京大学药学部）博士后
	刘璐 研发资深顾 问	<ul style="list-style-type: none"> •CDE 原评审专家
化 药 研 发 团 队	滕宝博士 北京研究院 院长	<ul style="list-style-type: none"> •北京协和医院博士 •清华大学化学系博士后
	聂朝宏博士 科技研发中 心首席医学 官	<ul style="list-style-type: none"> •天津中医药大学药理学博士 •曾任四环制药临床研发中心副总裁 •曾任天士力集团临床平台负责人
	张同波博士 资深合成研 究员	<ul style="list-style-type: none"> •北京大学化学生物学专业博士 •曾任华夏生生药业合成部负责人
	东楠博士 战略信息总 监	<ul style="list-style-type: none"> •南开大学生化与分子生物学博士 •曾任上海艾力斯战略总监
生 物 药 研 发 团 队	吴幼玲博士 特瑞思创始 人、董事长兼 CEO	<ul style="list-style-type: none"> •新泽西州立大学博士 •从事单抗及 ADC 产品的研发和管理长达 30 年，擅长分析方法开发、CMC 法规等 •单抗偶联药物开发和产业化的创始人之一
	Morris 博士 首席技术顾 问	<ul style="list-style-type: none"> •领导了 2 个重磅级 ADC 药物 Adcetris 和 Trodelvy 研发上市
	谢岩生博士 生产和运营	<ul style="list-style-type: none"> •国际一流生物药工艺开发专家 •蛋白纯化和生化工程研发和管理经验
	王蕙文 生产科技	<ul style="list-style-type: none"> •工艺开发、放大转移和工业生产专家，超过 32 年单抗产品的开发和管理经验
	钟山博士 临床前及早 期研发	<ul style="list-style-type: none"> •美国哈佛大学，蛋白质工程博士后研究员
	Dr. Terence Rugg 临床研究顾 问	<ul style="list-style-type: none"> •30 年美国医药行业创新药的临床研究经验 •美国临床研究组织的理事和临床医生（具有美国临床医生执照）
	李文莉 质量	<ul style="list-style-type: none"> •原基因泰克(罗氏)的 QC 科学家、艾伯维(雅培) QC head
	魏子全博士 独立董事	<ul style="list-style-type: none"> •中国科学院院士 •中国肿瘤生物治疗的基础研究、应用开发与临床医疗实践杰出科学家
	Richard C. Siegel 独立董事	<ul style="list-style-type: none"> •曾在 Johnson&Johnson, Centocor, Janssen 等国际著名公司任副总裁，负责研发和全球产品系列规划

资料来源：公开资料整理，中国银河证券研究院

四、财务指标分析

(一) 成长能力稳健

中药业务拉动营收快速增长，归母净利润增速稳健。在中药业务和药品及药材销售业务带动下，公司营业收入增长高于行业平均水平。2019年，受益亳州中药材商品交易中心开业，基于丰富的中药材经营品种和经营范围，公司中药材贸易业务增长274.14%，为公司未来营收成长空间提供发动机。2020年，药品及药材销售增速继续拉动公司主营增长，主要系开展产品分销模式、疫情期间下游客户提前储备中药材原料及成立中药材采购联盟等因素影响。公司经营业绩较为稳定，归母净利润波动较小，2020年SW中药III级行业分类归母净利润下滑102.38%，公司归母净利润增长6.76%，领先行业平均水平，实现逆势增长。

图 31: 2016-2020 年公司营业收入增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 32: 2016-2020 年公司归母净利润增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 现金流充足

现金净额稳健增加，现金流量充足。公司经营活动现金流净额始终为正，现金流量较为充足，筹资活动现金净流量逐年减少。近年来投资持续较大，用于购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金以及投资支付的现金增加，尤其是2018年和2020年投资活动产生的现金净流出额分别同比增长1322.75%和456.41%，大量的投资支出为公司未来业绩增长保驾护航。

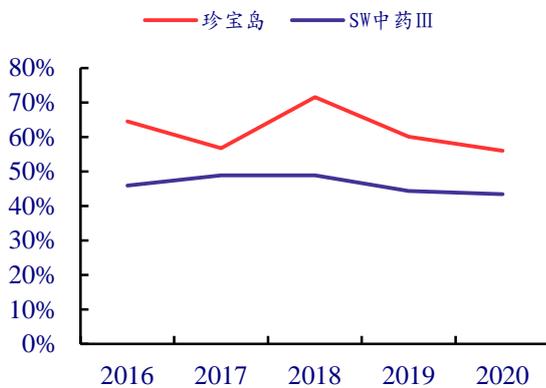
表 12: 公司现金流量表部分科目

	2016	2017	2018	2019	2020
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	0.16	8.53	3.67	2.21	1.55
同比 (%)		5291.23%	-56.94%	-39.87%	-29.76%
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-3.05	-0.30	-4.34	-2.61	-14.51
同比 (%)		89.99%	-1322.75%	39.88%	-456.41%
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	1.42	-2.30	5.18	3.29	2.92
同比 (%)		-261.46%	325.53%	-36.51%	-11.17%
现金净增加额	-1.47	5.93	4.52	2.89	-10.04

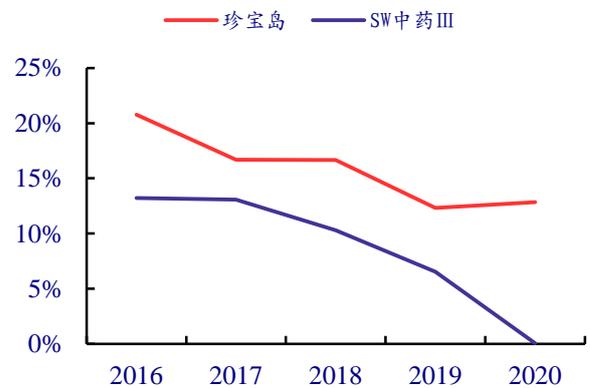
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 盈利能力较为突出

盈利能力较为突出, 优于行业均值水平。公司成本控制较好, 2020 年, 公司销售毛利率为 56.02%, 优于行业平均水平。基于良好的期间费用控制, 公司销售净利率行业领先。2020 年, 公司销售净利率为 12.85% (+0.52%), 而同期 SW 中药 III 级行业分类销售净利率为 0.07%, 领先行业平均水平。

图 33: 2016-2020 年公司销售毛利率情况


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 34: 2016-2020 年公司销售净利率情况


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

期间费用控制良好。2016-2020 年, 公司期间费用率控制较好, 呈逐年下降趋势, 2020 年, 公司期间费用率为 37.38%, 相较 2016 年期间费用率下降 5.98%。其中, 管理费用率下降明显, 2020 年管理费用率为 12.14%, 相较 2016 年下降 4.11pcts。销售费用控制较好, 2020 年销售费用率为 21.53%, 相比 2016 年下降 3.67pcts。公司注重药品品类创新和独家研发, 在品质保障下, 相对节约市场推广费用。同时, 公司积极布局和拓展药品分销及中药材商品交易中心在增厚收入同时也节约销售费用。由于近年来持续较大的投资支出, 公司财务费用保持为正, 但该项占比营收比重较小。

(四) 运营能力提升

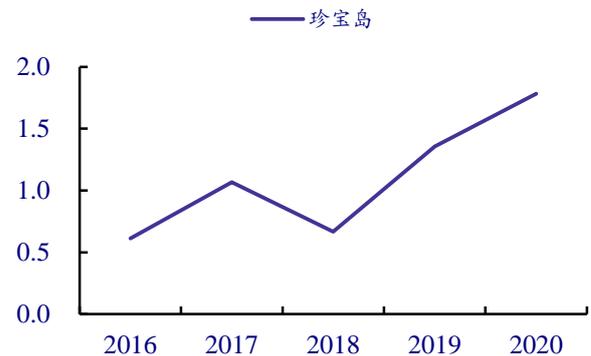
总资产周转率稳健，存货周转率提升。公司总资产周转率较为稳定，运营能力整体稳健，2020 年公司总资产周转率为 0.35。基于积极布局创新产品研发投入和核心产品二次开发，公司存货周转率近年来提升明显，2020 年，公司存货周转率为 1.78 次（相较 2018 年 0.67 次提升 1.11 次），存货周转天数减少 335 天，运营能力提升明显。

图 35: 2016-2020 年总资产周转率较为稳定



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 36: 2016-2020 年存货周转率持续提升

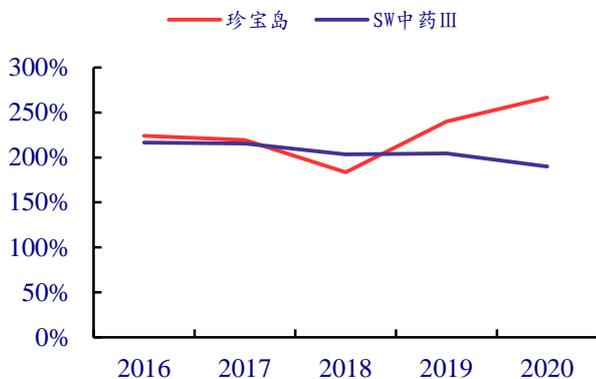


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(五) 偿债能力提升，财务杠杆适中

短期偿债能力提升。近年来，公司短期偿债能力状况改善明显，流动比率从 2018 年的 1.83 提升至 2020 年的 2.66，偿付日常到期债务能力强，同期 SW 中药 III 级行业分类流动比率为 1.90，公司相较行业平均短期偿债能力具有一定优势。速动比率从 2018 年的 1.41 提升至 2020 年的 2.24，企业用于偿还流动负债的可立即变现资产充足，同期 SW 中药 III 级行业分类速动比率为 1.43，优于行业平均水平。

图 37: 2016-2020 年公司流动比率情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 38: 2016-2020 年公司速动比率情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资产负债率持续提升，财务杠杆位于行业中游。基于业务板块需求，公司持续加大投资，资金需求量大，资产负债率持续提升，2020年公司资产负债率为46.23%，低于50%，整体杠杆风险较为可控。2020年，公司权益乘数为1.79，对比可比公司财务杠杆比例适中。同期SW中药III级行业分类权益乘数为3.01，相比行业公司杠杆风险较为可控。

图 39: 2016-2020 年公司资产负债率情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 40: 2016-2020 年公司权益乘数情况

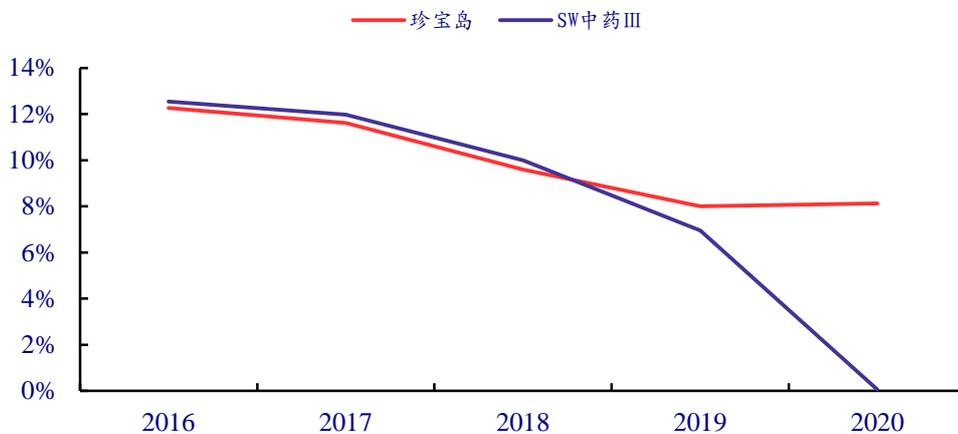


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(六) 杜邦分析

净资产收益率处于行业平均水平。杜邦分析核心公式为净资产收益率=销售净利率×总资产周转率×权益乘数，其中股东权益报酬率取决于盈利能力（销售净利率）、运营能力（总资产周转率）和财务杠杆（权益乘数）大小。公司2020年ROE为7.94%，相比SW中药III级行业分类具有优势。主要取决于公司盈利能力突出，领先行业平均水平。与此同时，适中的财务杠杆将收获杠杆利益，运营能力持续改善将提升股权权益回报水平。

图 41: 2016-2020 年公司净资产收益率情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

五、盈利预测与估值分析

(一) 盈利预测

关键假设与预测:

(1) 中药板块: 主打产品注射用血塞通冻干粉针 100mg 品种逐渐替代 200mg、400mg 品种, 预计 21-22 年 100mg 品种销售额占比 30%, 血栓通胶囊快速增长。舒血宁注射液保持稳定, 复方荜茇口服液与小儿热速清糖浆口服液快速增长, 配方颗粒 21 年进入市场, 随后保持较快稳定增长。预计 2021-2023 年中药板块增速分别为 15%、14%、13%。

(2) 生物药板块: 注射用骨肽因从医保目录剔除, 销量有所下滑, 但公司逐步加大二级以下医院开发布局, 预计 21-23 年销售额保持稳定。假设 2023 年贝伐珠单抗获批上市。

(3) 化药板块: 公司布局多个市场较大的仿制药品种, 具备一定研发技术壁垒和生产难度, 假设 22 年盐酸氨溴索口服溶液、艾司奥美拉唑镁肠溶片、孟鲁司特钠等相继获批上市, 预计 2021-2023 年化药板块增速分别为 6.8%、9.1%、16.7%。

(4) 中药材板块: 21 年依托交易中心业务收入快速增长, 22 年保持稳定增长。预计 2021-2023 年增速分别为 40%、30%、20%。

基于上述, 我们预计 2021-2023 年公司营业收入分别为 41.96/50.31/59.14 亿元, 归母净利润分别为 5.81/7.39/9.41 亿元, 对应 EPS 分别为 0.68/0.87/1.11 元。

(二) 估值分析

(1) 绝对估值分析

我们采用三阶段 DCF (FCFF, WACC) 模型进行估值分析, 第一阶段 (预测期), 21-23 年收入复合增速 19%, 第二阶段 (过渡期), 24-30 年收入复合增速 5%, 永续增长率 0.3%。 β 权益计算范围选取 2020/8/11-2021/8/10 计算得到值 0.40, 无风险收益率 R_f 选取十年期国债收益率 2.87%, 市场收益率选取 5 年沪深 300 指数平均收益 9.69%, 计算得到股票贴现率 K_e 为 5.60%。所得税率 18%, 债务利率 K_d 为 6.07%, 计算所得加权平均资本成本 WACC 为 5.69% (注: 计算数据均来源于 wind, 日期 2021/8/10)。

基于以上假设, 我们预计公司每股价值约为 24.94 元。

表 13: DCF (FCFF, WACC) 模型估值参数调整

β 系数	0.40	T_v	0.3%
Rf	2.87%	预测期现值	763.61
市场收益率	9.69%	过渡期现值	3830.06
Ke	5.60%	永续期现值	16947.20
税率	18%	企业价值 (百万元)	24392.63
Kd	6.07%	股票价值 (百万元)	21174.31
WACC	5.69%	总股本 (百万股)	849.16
		每股价值 (元)	24.94

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(2) 相对估值分析

公司历史 PE 最大值为 94 (2015-5), 历史 PE 最小值为 17 (2018-10), 历史 PE 平均值为 28。公司持续进行中药核心品类二次开发, 积极探索院内制剂和配方颗粒领域, 将拉动公司主业稳中向好。同时, 公司投资特瑞思长线布局生物药领域, 为公司未来业绩增加新利润增长点。贝伐珠单抗生物类似药中美双报面向全球市场。公司 ADC 产品优势明显, 自主研发项目 TRS005 属于国家 1 类创新药, 进入特殊审评通道, 有望成为第一个上市的抗 CD20-ADC 产品。强大 CMC 生产工艺, 保障产品质量+成本双占优。我们预计未来随着生物药研发项目上市, 公司估值有望显著提升。参考行业同类可比公司, 我们认为公司 2021 年合理 PE 区间 35-40。根据对公司 2021 年盈利预测的结果, 认为公司股价合理区间为 23.8-27.2 元。

表 14: 可比公司相关指标 (2021-8-11)

代码	公司	总市值 (亿元)	PE (TTM)	PE (21E)	PE (22E)	PB (MRQ)
600422.SH	昆药集团	70	12.42	12.16	10.49	1.50
002603.SZ	以岭药业	316	21.73	18.94	15.67	3.30
600329.SH	中新药业	176	30.56	26.15	21.42	3.58
002390.SZ	信邦制药	193	74.44	68.74	54.88	3.86
600129.SH	太极集团	99	81.60	44.10	19.36	3.05
均值		171	44.15	34.02	24.36	3.05

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

六、风险提示

中药集采压力超预期的风险，新品研发进展不及预期的风险。

七、附录

表 15: 公司主要财务数据

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)									
2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E			
流动资产	6000.92	7057.75	8227.21	9560.92	营业收入	3410.85	4195.59	5031.36	5913.89	营业成本	1496.87	1964.01	2352.95	2676.29
现金	1539.00	1992.11	2289.79	2761.36	营业税金及附加	132.34	162.79	195.22	229.46	营业费用	734.19	903.11	1083.01	1272.97
应收账款	2370.78	2916.23	3497.14	4110.56	管理费用	332.85	409.43	490.99	577.11	财务费用	123.80	0.00	0.00	0.00
其它应收款	125.62	154.52	185.31	217.81	资产减值损失	-4.98	0.19	0.19	0.19	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	41.40	54.32	65.08	74.03	投资净收益	-20.32	50.35	60.38	70.97	营业利润	510.55	714.95	909.95	1158.90
存货	959.54	1259.00	1508.32	1715.59	营业外收入	35.13	0.00	0.00	0.00	营业外支出	8.43	0.00	0.00	0.00
其他	964.57	681.57	681.57	681.57	利润总额	537.25	714.95	909.95	1158.90	所得税	99.75	132.74	168.94	215.16
非流动资产	4233.39	4094.49	3955.58	3816.67	净利润	437.50	582.21	741.00	943.74	少数股东损益	1.22	1.62	2.06	2.63
长期投资	449.65	449.65	449.65	449.65	归属母公司净利润	436.29	580.59	738.94	941.11	EBITDA	810.79	724.69	894.52	1116.90
固定资产	1393.93	1370.97	1348.00	1325.04	EPS (元)	0.51	0.68	0.87	1.11					
无形资产	205.05	172.83	140.62	108.40										
其他	2184.76	2101.04	2017.31	1933.58										
资产总计	10234.31	11152.23	12182.79	13377.59	主要财务比率	2020	2021E	2022E	2023E					
流动负债	2252.18	2587.89	2877.44	3128.50	营业收入	3.46%	23.01%	19.92%	17.54%					
短期借款	500.00	500.00	500.00	500.00	营业利润	-6.72%	40.04%	27.27%	27.36%					
应付账款	567.41	744.49	891.92	1014.49	归属母公司净利润	6.76%	33.08%	27.27%	27.36%					
其他	1184.77	1343.40	1485.52	1614.01	毛利率	56.11%	53.19%	53.23%	54.75%					
非流动负债	2479.00	2479.00	2479.00	2479.00	净利率	12.79%	13.84%	14.69%	15.91%					
长期借款	2134.00	2134.00	2134.00	2134.00	ROE	7.94%	9.56%	10.84%	12.14%					
其他	345.00	345.00	345.00	345.00	ROIC	5.92%	5.16%	6.15%	7.27%					
负债合计	4731.18	5066.88	5356.44	5607.50	资产负债率	46.23%	45.43%	43.97%	41.92%					
少数股东权益	8.69	10.31	12.37	15.00	净负债比率	85.97%	83.26%	78.47%	72.17%					
归属母公司股东权益	5494.45	6075.04	6813.98	7755.09	流动比率	2.66	2.73	2.86	3.06					
负债和股东权益	10234.31	11152.23	12182.79	13377.59	速动比率	1.98	2.01	2.12	2.31					
					总资产周转率	0.33	0.38	0.41	0.44					
					应收帐款周转率	1.44	1.44	1.44	1.44					
					应付帐款周转率	6.01	5.64	5.64	5.83					
					每股收益	0.51	0.68	0.87	1.11					
					每股经营现金	0.18	0.47	0.28	0.47					
					每股净资产	6.47	7.15	8.02	9.13					
					P/E	21.72	23.91	18.79	14.75					
					P/B	1.72	2.29	2.04	1.79					
					EV/EBITDA	13.75	20.84	16.55	12.83					
					P/S	4.07	3.31	2.76	2.35					

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

插图目录

图 1: 2016-2020 年公司营业总收入与增速	3
图 2: 2016-2020 年公司归母净利润及扣非归母净利润与增速	3
图 3: 2016-2020 年公司分业务营收占比	4
图 4: 2016-2020 年中药材贸易情况	4
图 5: 2016-2020 年公司分业务毛利率	5
图 6: 2016-2020 年公司销售毛利率与行业比较	5
图 7: 公司股权结构图 (截至 2021Q1)	6
图 8: 特瑞思符合国际 cGMP 标准的单抗药物生产基地	7
图 9: 特瑞思 5000L 大规模生物反应器	7
图 10: 我国 65 岁及以上人口数量 (万人) 与占总人口比例	8
图 11: 国内各类药物 IND 申请受理情况	10
图 12: 国内各类药物 NDA 申请受理情况	10
图 13: 中国城市零售药店终端心脑血管中成药销售情况	11
图 14: 2016-2020 年公司注射用血塞通冻干粉针销售量与同比	12
图 15: 2015-2020 年中药配方颗粒市场规模 (亿元)	13
图 16: 公司中药全产业链布局	14
图 17: 2016-2020 年公司中药材贸易销售额及同比	15
图 18: TRS003 糖基化和原研药高度相似	16
图 19: TRS004 糖基化和原研药高度相似	16
图 20: 2021E-2030E 中国非小细胞肺癌患病人数预测	17
图 21: 2021E-2030E 中国晚期 HER2 阳性乳腺癌患病人数预测	17
图 22: 2021E-2030E 中国贝伐珠单抗生物类似药市场规模	17
图 23: 2021E-2030E 中国曲妥珠单抗生物类似药市场规模	17
图 24: TRS006 乳腺癌治疗方案对比	18
图 25: TRS006 肺癌治疗方案对比	18
图 26: 中国各癌种 5 年生存率	19
图 27: TRS007 蛋白质表达高达 7.8 克/升	20
图 28: 2015-2020 年中国抗病毒药物市场规模及增速	21
图 29: 2015-2020 年中国抗肿瘤药物市场规模及增速	21
图 30: 2016-2020 年珍宝岛研发支出居行业中上游水平	23
图 31: 2016-2020 年公司营业收入增速	25
图 32: 2016-2020 年公司归母净利润增速	25
图 33: 2016-2020 年公司销售毛利率情况	26
图 34: 2016-2020 年公司销售净利率情况	26
图 35: 2016-2020 年总资产周转率较为稳定	27
图 36: 2016-2020 年存货周转率持续提升	27
图 37: 2016-2020 年公司流动比率情况	27
图 38: 2016-2020 年公司速动比率情况	27
图 39: 2016-2020 年公司资产负债率情况	28

图 40: 2016-2020 年公司权益乘数情况.....28

图 41: 2016-2020 年公司净资产收益率情况.....28

表格目录

表 1: 公司发展历程.....	2
表 2: 公司在售主要品种情况.....	4
表 3: 近两年中医药受国家层面政策持续扶持.....	9
表 4: 公司中药研发布局.....	12
表 5: 公司非公开募资用于中药材产地加工项目.....	13
表 6: 特瑞思部分产品管线.....	15
表 7: TRS005 对比不同治疗方案疗效最佳.....	18
表 8: 公司化学创新药产品管线.....	21
表 9: 公司募投项目拟投向化药创新药及仿制药.....	22
表 10: 公司鸡西三期项目化药原料药产品方案.....	22
表 11: 公司研发团队和专家团队简介.....	24
表 12: 公司现金流量表部分科目.....	26
表 13: DCF (FCFF, WACC) 模型估值参数调整.....	30
表 14: 可比公司相关指标 (2021-8-11).....	30
表 15: 公司主要财务数据.....	32

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

孟令伟：北京大学生物医药专业博士。专业能力突出，博士期间从事创新药研发工作，深度参与创新药临床前研究与临床申报，熟悉创新药研发与创新服务产业链，对医药行业景气度及产业链变化理解深入。

刘晖：北京大学汇丰商学院西方经济学硕士，生命科学学院学士。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10% 及以上。

公司评级体系

推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性：指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海市浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦 15 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn