

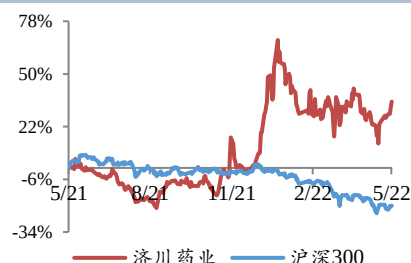
特色品种快速增长，生产激素合作打开成长空间

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-05-14

收盘价（元）	25.03
近 12 个月最高/最低（元）	31.10/14.53
总股本（百万股）	888
流通股本（百万股）	888
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	222
流通市值（亿元）	222

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：李昌幸

执业证书号：S0010121080070

邮箱：licx@hazq.com

主要观点：

● 产品梯队清晰，逐步摆脱疫情影响

公司的药品产品线主要围绕儿科、妇科、呼吸科、消化科及老年病领域，主要产品为蒲地蓝消炎口服液、小儿鼓翘清热颗粒、雷贝拉唑钠肠溶胶囊；并有蛋白琥珀酸铁口服液、健胃消食口服液、黄龙咳喘颗粒等二线品种。2021 年，随疫情的有效控制，隔离措施逐步解除，医疗机构逐步恢复正常运行，疫情对公司经营带来的不利影响逐渐消除，公司实现营业收入 76.31 亿元，同比增长 23.77%；归母净利润 17.19 亿元，同比增长 34.60%。

● 主力产品逐步恢复，二线品种储备充足，推动公司业绩稳定增长

1) 小儿鼓翘清热颗粒：凭借产品优势和品牌优势，2020 年小儿鼓翘清热颗粒在中国城市公立医院、零售药店儿科感冒中成药市场占有率分别为 60.43% 和 28.01%，获多项荣誉，入选多个用药指南，深受医患认可，成长为儿科用药龙头品种。在行业利好政策背景下，公司通过调整核心产品结构，通过产品升级提价和推出桔子味新品种，有望带来儿科药品营收突破。

2) 蒲地蓝消炎口服液：凭借产品优势和品牌优势，在 2020 中国城市公立医院、零售药店清热解毒类中成药市场占有率分别为 16.74% 和 4.09%，荣获多项荣誉，入选多个用药指南。2021 年，公司通过调整产品销售渠道的结构，逐步消化退出医保目录的影响，营收出现拐点，实现营收 24.22 亿元，同比增长 13.18%。未来，蒲地蓝通过零售端持续发力，有望抵消退出医保的负面影响，为公司发展提供稳定的现金流。

3) 雷贝拉唑钠肠溶胶囊：拥有坚实的消费者口碑，荣膺江苏省高新技术产品、健康中国胃病用药品牌、中国化学制药行业消化系统类优秀产品品牌等殊荣。2021 年，公司逐步消化疫情不利影响，营收增速提升，逐步恢复。

4) 二线品种：公司采用专业化学术推广为主、渠道分销为辅的销售模式，不断深化学术平台的搭建。公司成立了专业化的学术推广部门，营销办事机构覆盖全国 30 个省、市、自治区，拥有超过 3,000 人的推广团队，营销渠道覆盖医院、OTC 药店、基层医疗机构等。经过蒲地蓝、小儿鼓翘和雷贝拉唑钠一线核心大品种积累了覆盖广、专业性强的销售网络有望推动公司蛋白琥珀酸铁口服液、健胃消食口服液、黄龙止咳颗粒等二线品种的快速放量，为公司业绩增长提供新增量。

● 不断丰富产品管线，为公司业绩增长寻找新增量

近年来公司研发费用持续上升，2021 年研发费用创历史新高，达 5.23 亿元，同比增长 114.74%。截至 2021 年年底，公司药品一致性评价研究阶段项目 5 项，进入预 BE 或 BE 项目 8 项，II 期临床 2 项，III 期临床 4 项，申报生产 9 项。可以看出，公司不断寻求创新突破，为公司未来的业绩增长寻求新增量，推动公司进一步向好发展。2021 年

11 月，公司与天境生物签署长效生长激素 TJ101 独家合作协议，进入生长激素领域。目前，伊坦生长激素正处在临床试验 III 期，进展顺利。未来，伊坦生长激素在巨大市场潜在空间+竞争格局好的背景下，可依靠公司覆盖广、专业性强的销售网络推动产品的迅速成长。

● 投资建议

我们预计，公司 2022~2024 年收入分别 84.0/91.6/101.6 亿元，分别同比增长 10.0%/9.1%/10.9%，归母净利润分别为 19.5/21.4/23.8 亿元，分别同比增长 13.4%/9.5%/11.7%，对应 EPS 为 2.19/2.40/2.68 元，对应估值为 11X/10X/9X。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

● 风险提示

产品销售不及预期风险，核心品种价格波动风险，生长激素研发不及预期风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7631	8397	9161	10164
收入同比（%）	23.8%	10.0%	9.1%	10.9%
归属母公司净利润	1719	1950	2135	2384
净利润同比（%）	34.6%	13.4%	9.5%	11.7%
毛利率（%）	83.3%	83.9%	83.7%	83.6%
ROE（%）	18.9%	16.9%	15.6%	14.9%
每股收益（元）	1.94	2.19	2.40	2.68
P/E	14.61	11.40	10.41	9.32
P/B	1.36	1.93	1.63	1.39
EV/EBITDA	4.62	4.71	3.49	2.34

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1.特色品种快速增长，生产激素合作打开成长空间	5
2.产品机构调整+疫情有效控制，推动公司业绩稳定增长	9
2.1. 小儿豉翘清热颗粒：政策利好+产品结构调整，公司业绩增长新重力	9
2.2. 蒲地蓝消炎口服液：零售端持续发力，逐步消化退出医保影响	11
2.3 雷贝拉唑钠肠溶胶囊：市场占有率第一，逐步摆脱疫情影响	13
3.依托强大的销售网络，二线品种有望为公司业绩增长提供新增量	14
4. 不断丰富产品管线，为公司业绩增长寻找新增量	15
4.1 加大研发投入，寻求创新突破	15
4.2 生长激素：前瞻性布局生长激素，拓展儿科用药	17
5.推荐逻辑及盈利预测	19
5.1.盈利预测	19
5.2.推荐逻辑	21
风险提示：	22
财务报表与盈利预测	23

图表目录

图表 1 济川药业主要品种	5
图表 2 济川药业的发展历程	6
图表 3 公司股权结构合理	6
图表 4 经验丰富的管理团队	7
图表 5 公司营业收入（亿元）及增速	7
图表 6 公司归母净利润（亿元）及增速	7
图表 7 公司毛利率与净利率	8
图表 8 公司各项费用率	8
图表 9 2017 年-2020 年公司主营业务收入占比	8
图表 10 2021 年公司主营业务收入占比	8
图表 11 小儿豉翘清热颗粒医保情况	9
图表 12 小儿豉翘清热颗粒所获荣誉	10
图表 13 儿童用药行业相关法规政策（部分）	10
图表 14 小儿豉翘清热颗粒新旧版对比	11
图表 15 蒲地蓝口服液所获荣誉	12
图表 16 蒲地蓝口服液退出医保进度	12
图表 17 清热解毒类产品营收及增速	13
图表 18 消化类产品营收及增速	13
图表 19 2020 年中国城市公立化学药雷贝拉唑品牌格局	14
图表 20 2020 年中国城市零售药店化学药雷贝拉唑品牌格局	14
图表 21 公司研发费用情况	15
图表 22 公司主要研发项目基本情况	15
图表 23 中国儿童生长激素缺乏症治疗市场规模（十亿美元）	17
图表 24 全球临床在研的长效生长激素药物	18
图表 25 上市公司估值对比	20

1.产品梯队清晰，特色产品突出，公司逐步摆脱疫情影响

儿科等优势市场保持较强品牌影响力。济川药业是集中医药、中药日化、中药保健产品研发、生产制造、商贸流通为一体的国家级高新技术企业集团。公司的药品产品线主要围绕儿科、妇科、呼吸科、消化科及老年病领域，主要产品为蒲地蓝消炎口服液、小儿鼓翘清热颗粒、雷贝拉唑钠肠溶胶囊。并有蛋白琥珀酸铁口服液、健胃消食口服液、黄龙咳喘颗粒、三拗片、妇炎舒胶囊等二线品种。其中，蒲地蓝消炎口服液为独家剂型，临床上主要用于腮腺炎、咽炎、扁桃体炎、疖肿等；雷贝拉唑钠肠溶胶囊是新一代质子泵抑制剂，主治十二指肠溃疡、胃溃疡、反流性食管炎；小儿鼓翘清热颗粒为独家品种，主治小儿风热感冒。

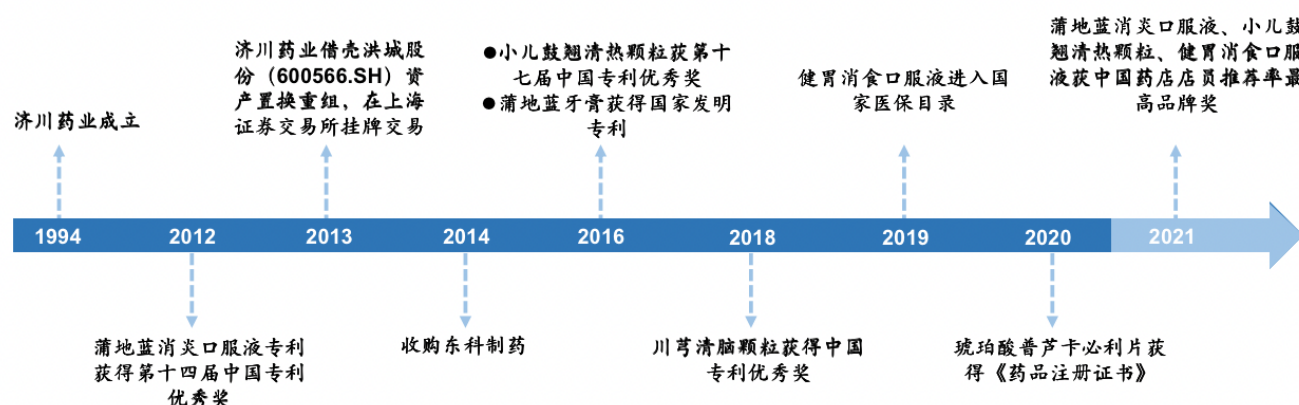
图表 1 济川药业主要品种



资料来源：公司官网，华安证券研究所

用药领域持续开拓。1994年济川药业成立，2013年济川药业借壳洪城股份资产置换，在上海证券交易所挂牌交易，2014年12月，分两期收购陕西东科制药有限责任公司100%股权。公司围绕“儿科、呼吸、消化、妇科、口腔”五大领域，持续优化研发体系，不断扩充技术研发队伍，加强高端、特色仿制药的项目立项及推进。同时，公司继续推进现有中药品种的二次开发，大力推进品种引进，不断丰富公司产品群。2021年11月，公司与天境生物签署长效生长激素TJ101独家合作协议，有望拓展儿科用药。

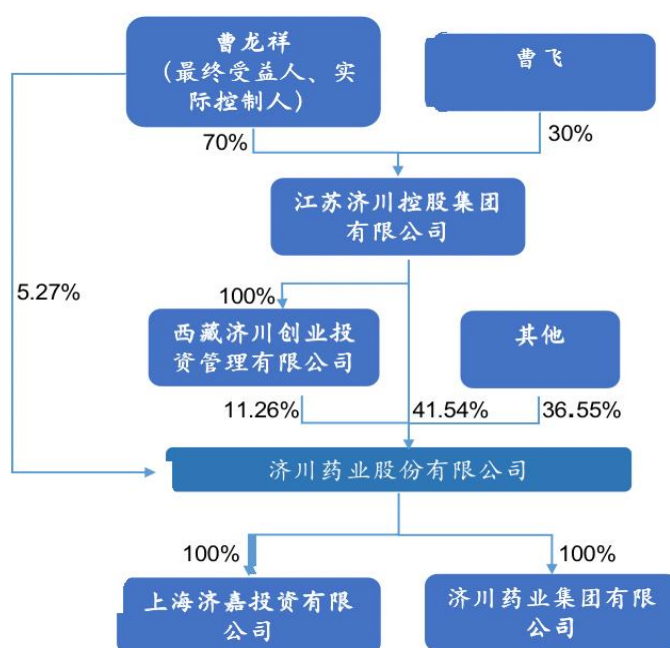
图表 2 济川药业的发展历程



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

公司股权结构合理。公司控股股东及实际控制人为曹龙祥。截止 2022 年 1 月, 曹龙祥直接持有公司 5.27% 的股份, 并通过江苏济川控股集团有限公司、西藏济川创业投资管理有限公司间接持有公司 58.18%, 合计持股比例为 63.45%。

图表 3 公司股权结构合理



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

核心管理层深耕医药领域多年。公司大多数的管理人员拥有在国内外制药公司的丰富经验, 包括开发、生产和商业化。1998 年公司董事长曹龙祥先生接手地方国营泰兴市制药厂, 将其重组为江苏济川制药有限公司经过逾二十载努力, 将原本濒临倒闭的乡镇企业发展成为中国医药工业百强企业, 促使企业步入规模化、资本化、

国际化发展之路。公司总经理曹飞（父亲：曹龙祥）硕士学历，曾就职于上海复星医药，具有多年的从业经验，有能力推动济川药业进一步的向好发展。

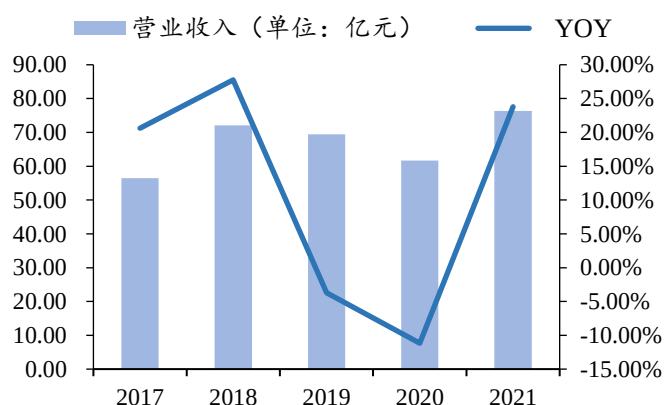
图表 4 经验丰富的管理团队

姓名	职务	主要履历
曹龙祥	董事长	EMBA, 高级经济师, 江苏省第十二届人大代表. 曾任江苏泰兴农村商业银行股份有限公司董事, 现任公司董事长兼总经理
曹飞	总经理	硕士. 曾就职于上海复星医药(集团)股份有限公司, 现任公司总经理
刘俊	副总经理	博士. 曾任江苏省人民政府研究室综合处主任科员, 现任公司副总经理
曹伟	董事会秘书	硕士. 曾任国金证券股份有限公司投资银行部项目经理, 百川能源股份有限公司董事. 现任公司董事长秘书
严宏泉	财务总监	会计师, 曾任江苏济川制药有限公司副总经理, 现任公司财务总监
史文正	人力资源总监	硕士. 曾任青岛华狮化工有限公司总经理助理, 上海联合纵横管理咨询有限公司项目经理, 现任公司人力资源总监

资料来源：公司官网，华安证券研究所

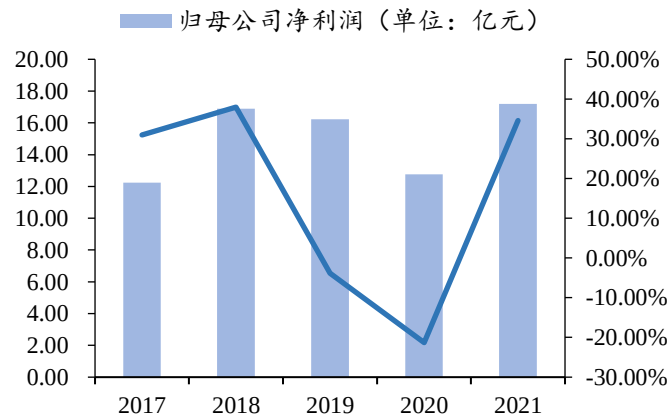
逐步摆脱疫情影响，业绩恢复增长。2020 年受新型冠状病毒肺炎疫情影响隔离措施影响，部分医院常规门诊未能正常接诊，儿科等科室门诊量下降幅度较大，同时药店端的销售也受到不利影响，业绩有所下滑，营业收入为 61.65 亿元，同比 11.17%；归母净利润为 12.77 亿元，同比减少 21.30%。2021 年，随疫情的有效控制，隔离措施逐步解除，医疗机构逐步恢复正常运行，疫情对公司经营带来的不利影响逐渐消除，实现营业收入 76.31 亿元，同比增长 23.77%；归母净利润 17.19 亿元，同比增长 34.60%。

图表 5 公司营业收入（亿元）及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

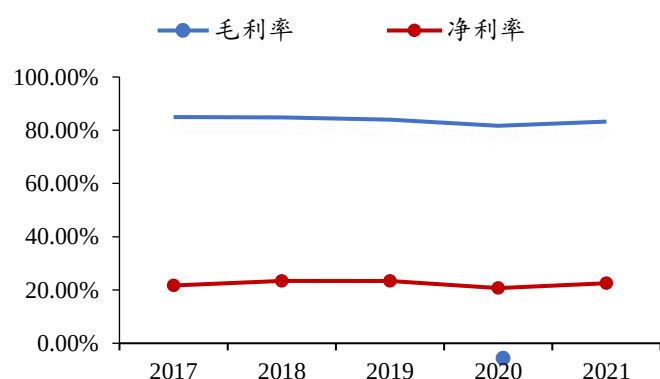
图表 6 公司归母净利润（亿元）及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

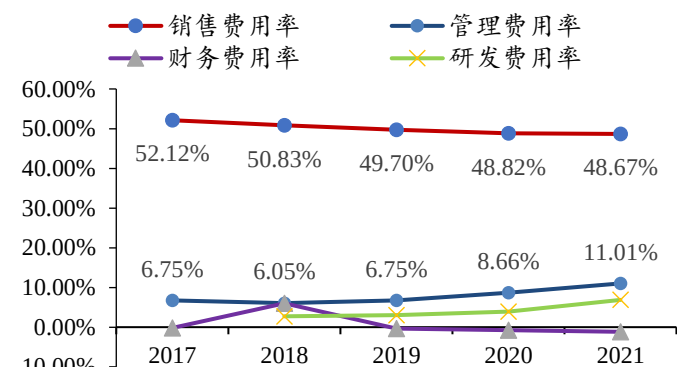
毛利率和净利率保持稳定。近五年毛利率保持在 80%以上,净利率也保持在 20%以上。由于公司持续深化营销管理,优化销售渠道,销售费用率持续下降,由 2017 年的 52.12%下降至 2021 年的 48.67%。公司不断加大在研发方面的投入,研发费用率由 2018 年的 2.73%提升至 2021 年的 6.86%。

图表 7 公司毛利率与净利率



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

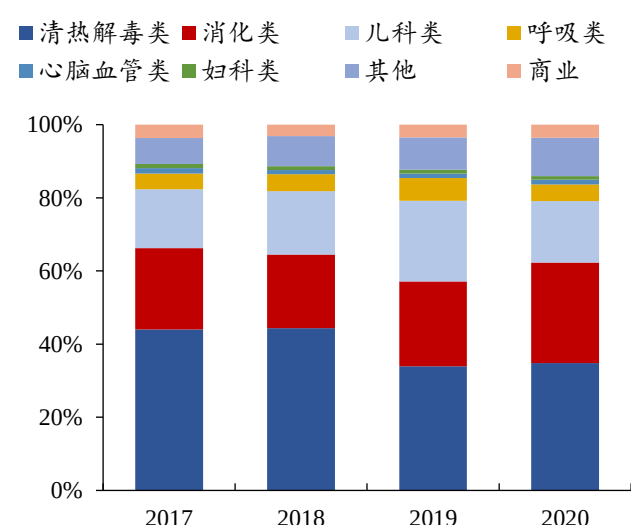
图表 8 公司各项费用率



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

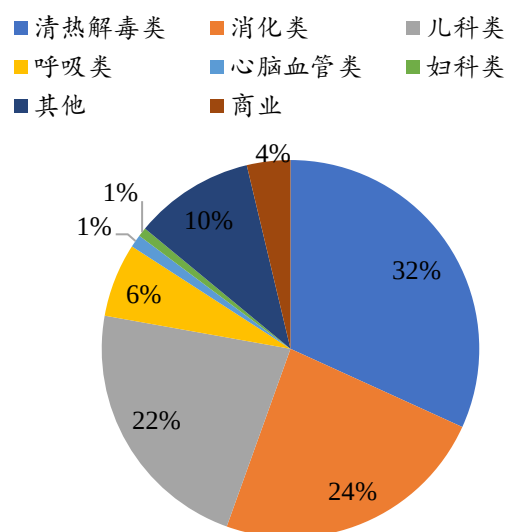
收入结构持续优化。公司清热解毒类产品(主要为蒲地蓝消炎口服液)、消化类产品(主要为雷贝拉唑钠肠溶胶囊、健胃消食口服液)呼吸系统类产品(主要为三拗片、黄龙止咳颗粒)和儿科类产品(主要为小儿豉翘清热颗粒)是公司主要的营收来源。清热解毒类产品营收占比由 2017 年的 43.98%下降至 2021 年的 31.74%; 儿科类产品营收占比由 2017 年的 16.03%提升至 2021 年的 22.29%; 呼吸类产品营收占比由 2017 年的 4.31%提升至 2021 年的 6.31%, 可见公司的产品收入结构进一步优化, 更为稳健。

图表 9 2017 年-2020 年公司主营业务收入占比



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

图表 10 2021 年公司主营业务收入占比



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

2.产品机构调整+疫情有效控制，推动公司业绩稳定增长

2.1.小儿豉翘清热颗粒：政策利好+产品结构调整，公司业绩增长新动力

小儿豉翘清热颗粒（同贝）是公司的独家品种，一款儿童专用药，组方源自著名儿科专家、名老中医李少川教授行医 50 余年总结出的经典验方，具有疏风解表、清热导滞功效，用于小儿风热感冒挟滞证。小儿豉翘清热颗粒是国家医保乙类用药。

图表 11 小儿豉翘清热颗粒医保情况

医保地区	国家医保(2021 版)
编号	41
医保上市剂型	小儿豉翘清热颗粒
药品名称	小儿豉翘清热颗粒
药品类别	内科用药>解表剂>表里双解剂 (ZA>ZA01>ZA01C)
医保类别	乙类
执行状态	执行中

资料来源：药智网；华安证券研究所

凭借产品优势和品牌优势，成长为儿科用药龙头品种。公司产品以其临床应用较好的有效性和安全性，被国家卫健委、国家中医药管理局发布的《流行性感冒诊疗方案》、《手足口病诊疗指南》、《中成药治疗小儿急性上呼吸道感染指南》等收录，列为 9 省市新冠肺炎防治药物，荣登“2021 中成药循证评价证据指数流感 TOP 榜”。此外，2020 年小儿豉翘清热颗粒在中国城市公立医院、零售药店儿科感冒中成药市场占有率分别为 60.43%和 28.01%，荣登 2020“呼吸类”与“儿科类”的临床价值中成药品牌榜，入选“2021 中国医药·品牌榜”零售终端榜，获得“中国药店店员推荐率最高品牌”“基层医生最认可的儿科药品牌”“健康中国·最受家长推荐儿童药品牌”等荣誉，得到了专业机构和社会大众的广泛认可。

图表 12 小儿豉翘清热颗粒所获荣誉



资料来源：公司官网；华安证券研究所

国家不断出台利好政策，加快儿童专用药市场的发展。随着我国“三胎时代”的到来，我国儿童数量将不断增加，对儿童药的需求也会日益增长，儿童专用药市场将迎来新的发展机遇。国家自 2011 年起不断出台相关支持政策，鼓励和规范儿童用药研发和生产。2021 年 9 月国务院发布的《中国儿童发展纲要（2021-2030）》鼓励儿童用药研发生产，加快儿童用药申报审批工作；探索制定国家儿童基本药物目录，及时更新儿童禁用药品目录。一系列的政策都为公司儿科药品的发展提供了一定政策性的支持。

图表 13 儿童用药行业相关法规政策（部分）

政策法规	颁布时间	颁布主体	政策内容
《中国儿童发展纲要（2011—2020 年）》	2011 年 8 月	国务院	明确鼓励儿童专用药品研发生产，扩大国家基药目录中儿科用药品种和剂型范围，完善儿童用药目录。
《药品注册管理办法》	2020 年 3 月	国家市场监督管理总局	明确指出符合儿童生理特征的儿童用药品新品种、剂型和规格可以申请优先审评审批程序。
《真实世界研究支持儿童药物研发与审评的技术指导原则（试行）》	2020 年 8 月	国家药审中心	完善儿童药在临床审批规范，加速审批速度
《中国儿童发展纲要（2021-2030）》	2021 年 9 月	国务院	鼓励儿童用药研发生产，加快儿童用药申报审批工作；探索制定国家儿童基本药物目录，及时更新儿童禁用药品目录
《健康儿童行动提升计划（2021-2025 年）》	2021 年 11 月	国家卫生健康委	鼓励医疗卫生机构运用中医药技术方法开展儿童基本医疗和预防

保健，加强儿童中医药服务，推进儿童中医保健进社区进家庭

《国家基本药物目录管理办法(修订草案)》 2021 年 11 月 国家卫健委 基药范围中首次新增了“儿童药品”
药政司

资料来源：中国政府网，国家卫健委，药政司，华安证券研究所

核心产品结构调整，带来儿科药品营收突破。

公司从 2021 年开始对小儿豉翘清热颗粒进行了结构调整，将原先有蔗糖的剂型替换为无蔗糖的剂型，调整后，新版价格有所提升。根据药智网的数据，2g*6 袋/盒规格中，有蔗糖的中标价为 24.33 元，无蔗糖的中标价为 43.89 元；4g*6 袋/盒的规格中，有蔗糖的中标价为 36.5 元，无蔗糖的中标价为 65.83 元。

2022 年年初，桔子味的小儿豉翘清热颗粒上市销售，新品种对原料中的辅料进行了变更，即在甜菊糖苷、枸橼酸、桔子香精和糊精基础上，新增了三氯蔗糖和羟丙甲纤维素。经过改良后，该药品有效降低药味对儿童味觉系统的刺激，有助于提高患儿服药依从性。预计，核心品种的产品结构调整，有望带来未来儿科类产品的营收突破。

图表 14 小儿豉翘清热颗粒新旧版对比



资料来源：药智网；华安证券研究所

2.2. 蒲地蓝消炎口服液：零售端持续发力，逐步消化退出医保影响

深受医患认可，零售端持续发力。蒲地蓝消炎口服液是清热解毒类业务的主要产品，是公司独家剂型。2003 年上市，是累计销售额过百亿元的中成药大品种，蒲地蓝具有清热解毒、抗炎消肿的作用，临床上主要用于疖肿、腮腺炎、咽炎、扁桃体炎等。

蒲地蓝消炎口服液凭借产品优势和品牌优势，在 2020 中国城市公立医院、零售药店清热解毒类中成药市场占有率分别为 16.74%和 4.09%，连续 5 年获得中国药店

店员推荐率最高品牌奖，荣登健康中国·品牌榜、中国药品价值品牌榜、临床价值中成药品牌榜，成为“最受药店欢迎的明星单品”和“家庭用药推荐产品”，深受医院、医生、消费者的广泛认可，零售端销量持续上升。

图表 15 蒲地蓝口服液所获荣誉



资料来源：米内网；华安证券研究所

逐步消化退出医保目录影响，营收拐点出现。由于各省市陆续执行国家医保局对于 3 年内逐步消化原省级药品目录调增药品政策，2019 年蒲地蓝消炎口服液逐步退出省医保目录。截止 2021 年年底，已覆盖尚未退出的医保省份还剩 7 个，2021 年和 2022 年退出 6 个省份。如未来仍未进入国家医保目录，则可能面临 3 年内（2022 年 12 月 31 日前）退出各省级医保目录的风险。

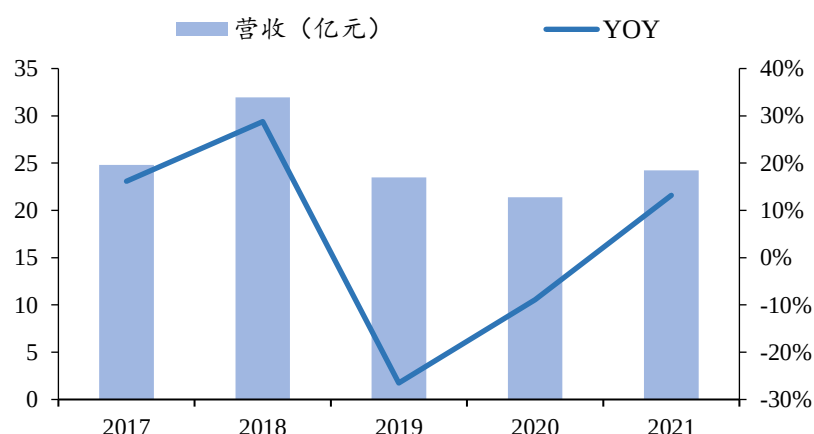
图表 16 蒲地蓝口服液退出医保进度

时间	具体省份
2021 年 6 月	河南省
2021 年 11 月	山东省
2021 年 12 月	黑龙江省
2022 年 1 月	新疆省

资料来源：公司年报；华安证券研究所

2019 年-2020 年受疫情和蒲地蓝消炎口服液退出省级医保目录的负面影响，公司清热解毒类产品业绩连续两年出现下滑，2021 年，公司调整产品销售渠道的结构，逐步消化退出医保目录的影响，营收拐点出现，实现营收 24.22 亿元，同比增长 13.18%。预计未来，清热解毒类产品的零售端营收占比将持续提升，以抵消退出医保目录的负面影响，为公司发展提供稳定的现金流。

图表 17 清热解毒类产品营收及增速



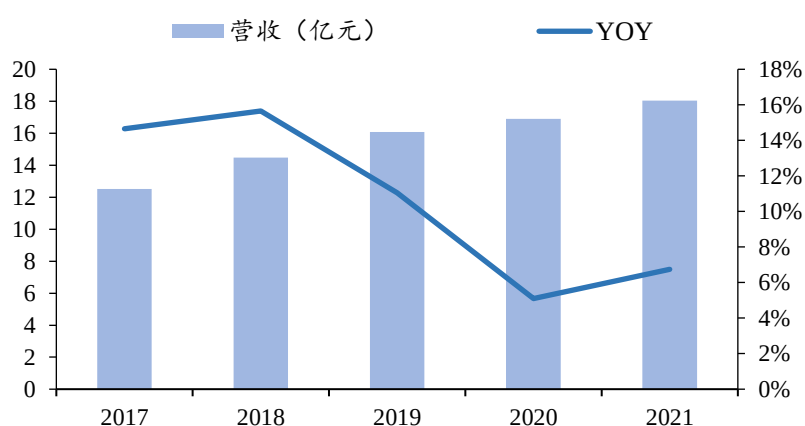
资料来源: wind; 华安证券研究所

2.3.雷贝拉唑钠肠溶胶囊: 市场占有率第一, 逐步摆脱疫情影响

保持市占率第一。雷贝拉唑钠肠溶胶囊(济诺)是公司消化类产品的核心品种,是新一代质子泵抑制剂,主治十二指肠溃疡、胃溃疡、反流性食管炎。雷贝拉唑钠肠溶胶囊为PPI代表药物,在2020年全国公立医院雷贝拉唑市场占有率排名第一,在2020中国城市公立医院、零售药店占有率分别为21.1%和24.45%,拥有坚实的消费者口碑,荣膺江苏省高新技术产品、健康中国·胃病用药品牌、中国化学制药行业消化系统类优秀产品品牌等殊荣。

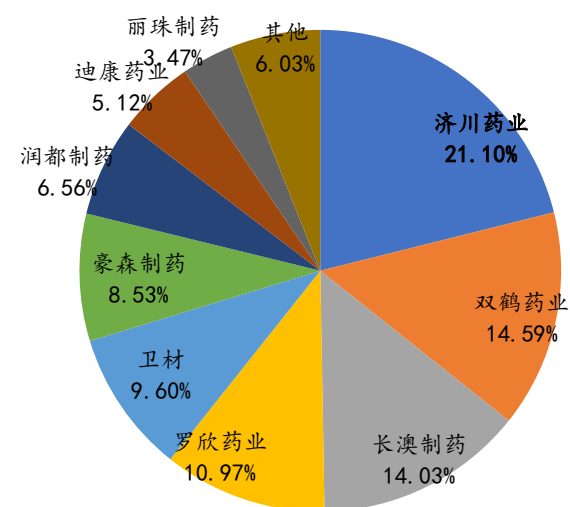
2017年-2019年,公司消化类产品营收平均复合增速达13.78%;2020年受疫情的不利影响,营收增速放缓;2021年,公司逐步消化疫情不利影响,营收增速提升。

图表 18 消化类类产品营收及增速

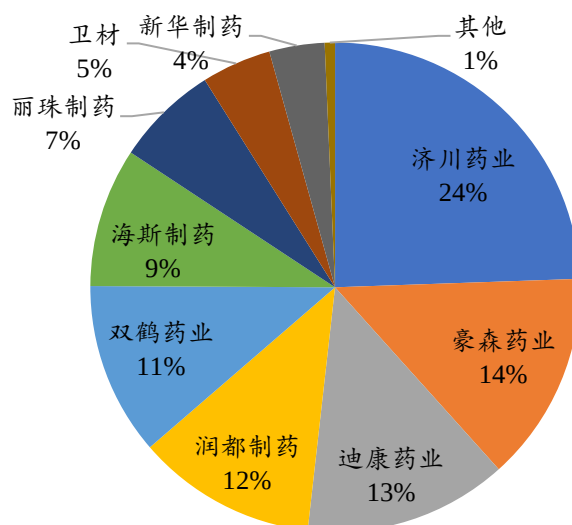


资料来源: wind; 华安证券研究所

图表 19 2020 年中国城市公立化学药雷贝拉唑品牌格局



图表 20 2020 年中国城市零售药店化学药雷贝拉唑品牌格局



资料来源：米内网；华安证券研究所

3. 依托强大的销售网络，二线品种有望为公司业绩增长提供新增量

公司采用专业化学术推广为主、渠道分销为辅的销售模式，不断深化学术平台的搭建。公司成立了专业化的学术推广部门，营销办事机构覆盖全国 30 个省、市、自治区，拥有超过 3,000 人的推广团队，营销渠道覆盖医院、OTC 药店、基层医疗机构等。经过蒲地蓝、小儿豉翘和雷贝拉唑钠一线核心大品种积累了覆盖广、专业性强的销售网络有望推动公司蛋白琥珀酸铁口服液、健胃消食口服液、黄龙止咳颗粒等二线品种的快速放量，为公司业绩增长提供新增量。

蛋白琥珀酸铁口服液：盛雪元·蛋白琥珀酸铁口服液是新一代补铁剂，含铁量高达 35%，2015 年 2 月上市，是全国独家首仿品种，广泛用于绝对和相对缺铁性贫血的治疗。作为第三代补铁补血优品，盛雪元被收录于《妊娠期铁缺乏和缺铁性贫血诊治指南》和全国高等学校《儿科学》教材第八版并荣获 2021 年中国大健康产业（西湖）论坛“最受药店欢迎的明星单品”。蛋白琥珀酸铁口服液已纳入辽宁，安徽，江苏，河北，湖南五省省级医保目录乙类用药。

健胃消食口服液：健胃消食口服液是公司独家剂型品种，健胃消食口服液由麦芽、陈皮、太子参、山药、山楂五味中药材组成，具有健脾胃、促消化、增强胃动力的功效，适用于食欲不振、食后腹胀、消化不良等症状，是一款药食同源的中成药。根据米内网统计数据，健胃消食口服液在 2020 中国城市公立医院健胃消食类中成药占有率为 47.06%，位居榜首。荣获“2019-2020 年中国药店店员推荐率最高品牌·胃药类”“药食同源推荐产品”“大健康新零售品牌”等荣誉，广受医生、家长的信赖与认可。健胃消食口服液是国家医保乙类用药。

黄龙止咳颗粒：黄龙止咳颗粒是公司独家剂型，具有益气补肾，清肺止咳的功效，用于肺肾气虚，痰热郁肺之咳嗽。2021 年 4 月，由南京中医药大学第一临床医学院赵霞教授、单进军教授等联合开展的《Huanglong Antitussive

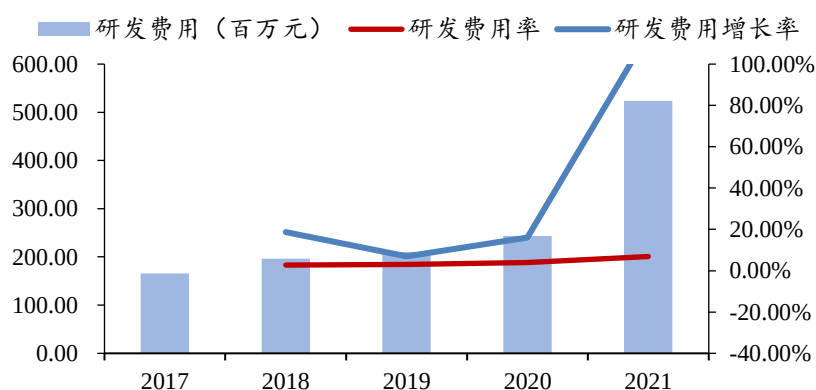
GranuleRelieves Acute Asthma Through Regulating Pulmonary LipidHomeostasis》(黄龙止咳颗粒治疗哮喘的作用机制研究)被国际知名的 SCI 期刊《Frontiers in Pharmacology》收录。研究显示,黄龙止咳颗粒通过调控肺脂质谱紊乱治疗哮喘,可应用于临床,作为替代或者补充疗法,未来,黄龙止咳颗粒有望拓展其适应症。

4.不断丰富产品管线,为公司业绩增长寻找新增量

4.1.加大研发投入,寻求创新突破

公司药物研究院立足中药、仿制药、改良新药均衡布局,注册申报、技术转移数量创历史新高,多个高难度项目取得技术突破,启动多个创新研发项目,并获得了宫瘤清片的药品生产批件。2021 年 11 月,在 2020 年度国家科学技术奖励大会上,济川有限参与的科研项目《基于“物质-药代-功效”的中药创新研发理论与关键技术及其应用》荣获国家科学技术进步奖二等奖。2021 年 11 月,公司与天境生物签署长效生长激素 TJ101 独家合作协议,进入生长激素领域。截至 2021 年年底,公司药品一致性评价研究阶段项目 5 项,进入预 BE 或 BE 项目 8 项,II 期临床 2 项,III 期临床 4 项,申报生产 9 项。可以看出,公司不断寻求创新突破,为公司未来的业绩增长寻求新增量,推动公司进一步向好发展。因此,近年来公司研发费用持续上升,2021 年研发费用创历史新高,达 5.23 亿元,同比增长 114.74%。

图表 21 公司研发费用情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 22 公司主要研发项目基本情况

研发项目 (含一致性评价目)	药 (产) 品名称	注册分类	适应症或功能主治	是否处方药	是否属于中药保护	研发 (注册) 所处阶段
----------------	-----------	------	----------	-------	----------	--------------

品种						
LBLZ Tab.	LBLZ Tab.	化药 4 类	用于胃溃疡、十二指肠溃疡等综合征。	是	否	已申报, 等待核查
J010S 原料药项目			用于慢性肾病患者贫血	是	否	目前在工艺验证中
J007	J007	化药 4 类	用于敏感细菌所引起的感染	是	否	已申报
QFKL	QFKL	中药注册分类第 6 类 (原中药第 3 类)	益气固表, 祛风除湿, 消疹止痒。	是	否	场地变更审评
J013	J013	化药 4 类	用于儿童普通感冒或流行性感引起的发热。	是	否	已完成工艺验证, 等待申报
J011	J011	化药 3 类	用于支气管哮喘、鼻炎等	是	否	等待工艺验证中
J022	J022	化药 4 类	用于治疗癫痫和狂躁症	是	否	已完成工艺验证, 等待申报
J020	J020	化药 3 类	用于季节性过敏性鼻炎和慢性特发性荨麻疹	是	否	已完成工艺验证, 等待申报
XTSX 原料药项目			用于敏感菌引起的感染	是	否	已完成工艺验证, 等待申报
J021	J021	化药 3 类	用于部分发作和原发性全身性强直性阵挛性癫痫发作	是	否	已完成预中试, 等待中试
J015S 原料药项目			用于治疗痔疮、肛裂等	是	否	已完成中试, 等待工艺验证中
J017 一致性评价项目			适用于补充肠外营养	是	否	已完成工艺验证, 等待申报

资料来源: 公司年报; 华安证券研究所

4.2.生长激素：前瞻性布局生长激素，拓展儿科用药

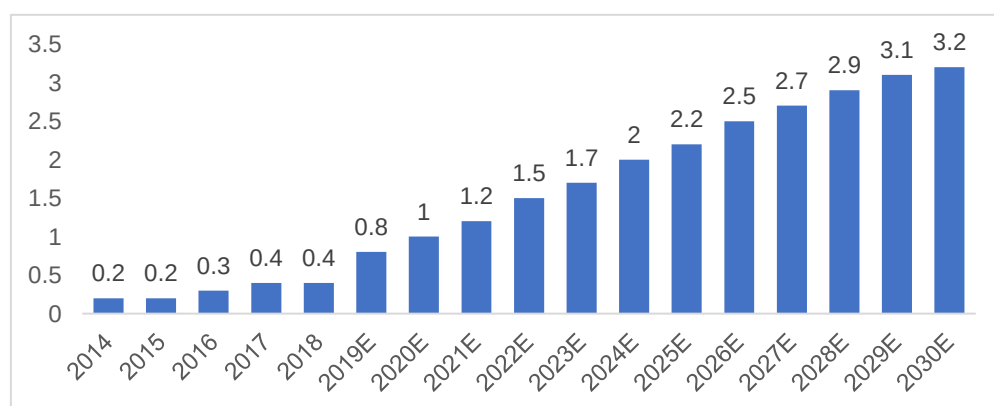
儿童生长激素缺乏症（以下简称“PGHD”）是由垂体分泌的生长激素不足而引起的特殊疾病，患儿的临床表现为身材矮小、代谢异常，甚至可能引发社会心理障碍、认知缺陷和生活质量差等问题。生长激素按照注射频次分为长效和短效两类，目前市场上多数重组人生长激素（以下简称“rhGH”）为短效生长激素，需要每日注射、治疗不便，导致患儿依从性较差、影响治疗效果。长效 rhGH 市场因其安全性和便利性预计将得到更快速的发展。

伊坦生长激素是一种具有高度差异化的长效重组人生长激素，有望成为一种更安全便捷有效的生长激素缺乏症替代疗法。与内源性生长激素一致，伊坦生长激素可刺激胰岛素样促生长因子 1（IGF-1）在肝脏中的合成，并激发包括成骨细胞和软骨细胞在内的多种组织的生长刺激作用，以促进骨骼的生长。IGF-1 是可靠的药效学标志物，也是伊坦生长激素促生长活性的关键介质。伊坦生长激素 Genexine 的专利 hyFc® 技术开发，hyFc 部分由人免疫球蛋白 D（IgD）和 G4（IgG4）的一部分组成。前者包含一个柔性铰链，后者可通过新生儿 Fc 受体（FcRn）介导的代谢调控延长半衰期。

与天境生物达成战略合作，共同开发长效生长激素市场。公司与天境生物于 2021 年 11 月 10 日在上海浦东新区签署《独家开发、生产及销售合作协议》。天境生物将向公司授予 TJ101 在中国大陆地区进行开发、生产、商业化的独家许可。公司向天境生物支付人民币 2.24 亿元（不含税）的首付款以及不超过人民币 17.92 亿元（不含税）的开发及销售里程碑付款以及一定比例的 IP 授权提成。目前，伊坦生长激素正处在临床试验 III 期，进展顺利。未来，可依靠公司覆盖广、专业性强的销售网络推动产品的迅速成长。

生长激素临床需求尚未被满足，国内市场具备巨大的潜在空间。根据 Frost & Sullivan 的市场研究报告，目前预计只有 5.7% 的中国 PGHD 患者接受生长激素注射治疗，临床需求很大程度上尚未得到满足；中国儿童生长激素缺乏症的治疗的市场规模在 2014-2018 年按照年复合增长率为 33.5%，预计 2030 年中国儿童生长激素缺乏症的治疗的市场规模也将达到 32 亿美元，约合人民币 221 亿元人民币。

图表 23 中国儿童生长激素缺乏症治疗市场规模（十亿美元）



资料来源：Frost&Sullivan；华安证券研究所

国内获批企业数量少，长效生长激素竞争格局好。目前，获得重组人生长激素中国上市许可的企业有 7 家，国内企业 5 家，进口企业 2 家。其中长效生长激素制

剂仅有 1 家，为金赛药业生产的聚乙二醇重组人生长激素注射液，另有天境生物、安科生物等企业在临床过程中。其中，天境生物的伊坦生长激素（TJ-101）、安科生物的 PEG 化重组人生长激素注射液和维昇药业的 TransCon 生长激素（ACP-011），目前均处于临床 III 期，厦门特宝的 Y 型 PEC 化重组人生长激素处于临床 II/III 期。

图表 24 全球临床在研的长效生长激素药物

序号	药物名称	研发公司	技术	最高研发状态	中国最高研发状态
1	ACP-011	Ascendis/维昇药业	通过 TransCon 技术延长半衰期	BLA	临床 III 期-进行中
2	Somavaratan (VRS-317) -	Anunix 公司研发, 授权于 versartis	通过 XTEN 融合蛋白延长半衰期	临床 II 期-已完成(2017 年)	
3	Somatrogon (MOD-4023)	ProlorBiotech (被 OPKO 收购)研发之后授权给辉瑞	通过 CTP 融合蛋白延长半衰期	临床 I 期-已完成(2020 年 10 月)	
4	GX-H9/TJ-101	Cenexine/天境生物	长效 Fc 片段融合蛋白	临床 III 期-进行中	临床 III 期-进行中 (CTR20202305)
5	PEG 化重组人生长激素	安科生物	长效 PEG 化延长半衰期	临床 III 期-进行中	临床 III 期-进行中 (CTR20170043)
6	HM-10560A/ Efpegsomatropin	韩美	通过 Fc 片段融合蛋白延长半衰期	临床 II 期-已完成	
7	Y 型 PEC 化重组人生长激素	厦门特宝	长效 PEC 化延长半衰期	临床 II/III 期-进行中	临床 II/III 期-进行中(CTR20190901)
8	CJ-40002/hGH-NexP	CJ HealthCare	通过 NexP 技术延长半衰期	临床 I 期-已完成	
9	JR-142	JCR Pharmaceuticals	长效缓释	临床 I 期	

10	人血白蛋白-生长激素融合蛋白	优诺金生物工程	人血白蛋白融合蛋白延长半衰期	临床 I 期-进行中	临床 I 期-进行中 (CTR20201721)
----	----------------	---------	----------------	------------	--------------------------

资料来源：药智网；华安证券研究所

5.推荐逻辑及盈利预测

5.1.盈利预测

根据各项拆分，我们预计，公司整体 2022~2024 年收入分别 84.0/91.6/101.6 亿元，分别同比增长 10.0%/9.1%/10.9%。

图表 25 公司预测汇总（百万元）

		2021A	2022E	2023E	2024E
	营业收入	7,631	8,397	9,161	10,164
	yoy	23.8%	10.0%	9.1%	10.9%
	营业成本	1,277	1,352	1,490	1,671
	毛利率	83.3%	83.9%	83.7%	83.6%
一、	清热解毒类	2,422	2,301	2,163	1,990
	YOY	13.2%	-5.0%	-6.0%	-8.0%
	占公司收入百分比	31.7%	27.4%	23.6%	19.6%
	成本	477	460	443	418
	毛利	1,945	1,840.8	1,719.5	1,572.0
	YOY	15.7%	-5.4%	-6.6%	-8.6%
	毛利率	80.3%	80.0%	79.5%	79.0%
二、	消化类	1,804	1,985	1,826	1,552
	YOY	6.8%	10.0%	-8.0%	-15.0%
	占公司收入百分比	23.6%	23.6%	19.9%	15.3%
	成本	149.0	178.6	164.3	139.7
	毛利	1,655.4	1,806.3	1,661.8	1,412.5
	YOY	7.2%	9.1%	-8.0%	-15.0%
	毛利率	91.7%	91.0%	91.0%	91.0%
三、	儿科类	1,701	2,211	2,985	4,029
	YOY	63.9%	30.0%	35.0%	35.0%
	占公司收入百分比	22.3%	26.3%	32.6%	39.6%
	成本	189.1	221.1	328.3	483.5
	毛利	1,511.5	1,989.7	2,656.3	3,545.7
	YOY	67.0%	31.6%	33.5%	33.5%
	毛利率	88.9%	90.0%	89.0%	88.0%
四、	呼吸类	481	577	722	938
	YOY	72.0%	20.0%	25.0%	30.0%
	占公司收入百分比	6.3%	6.9%	7.9%	9.2%
	成本	62.5	63.5	86.6	112.6
	毛利	418.7	513.9	635.1	825.6
	YOY	75.7%	22.7%	23.6%	30.0%

	毛利率	87.0%	89.0%	88.0%	88.0%
五、	心脑血管类	83	96	110	126
	YOY	7.1%	15.0%	15.0%	15.0%
	占公司收入百分比	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%
	成本	47.6	57.3	65.9	75.8
	毛利	35.5	38.2	43.9	50.5
	YOY	-6.2%	7.7%	15.0%	15.0%
	毛利率	42.7%	40.0%	40.0%	40.0%
六、	妇科类	59	68	78	90
	YOY	-5.2%	15.0%	15.0%	15.0%
	占公司收入百分比	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%
	成本	18.2	20.4	21.1	22.4
	毛利	40.8	47.5	57.0	67.3
	YOY	-10.8%	16.4%	19.9%	18.2%
	毛利率	69.1%	70.0%	73.0%	75.0%
七、	其他	783	862	965	1,110
	YOY	21.9%	10.0%	12.0%	15.0%
	占公司收入百分比	10.3%	10.3%	10.5%	10.9%
	成本	163.4	172.4	193.0	222.0
	毛利	620.1	689.5	772.2	888.0
	YOY	22.8%	11.2%	12.0%	15.0%
	毛利率	79.2%	80.0%	80.0%	80.0%
八、	商业类	284	298	313	328
	YOY	28.6%	5.0%	5.0%	5.0%
	占公司收入百分比	3.7%	3.5%	3.4%	3.2%
	成本	160.9	178.7	187.6	197.0
	毛利	122.7	119.1	125.1	131.3
	YOY	75.2%	-2.9%	5.0%	5.0%
	毛利率	43.3%	40.0%	40.0%	40.0%

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 25 上市公司估值对比

	股票	股票	总市值	净利润（亿元）				PE			
	代码	名称	（亿元）	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
可比公司	000538.SZ	云南白药	1,087	28.04	42.83	48.97	54.43	24	25	22	20
	600085.SH	同仁堂	575	12.27	14.92	17.44	20.34	60	39	33	28
	000999.SZ	华润三九	394	20.47	24.14	27.77	31.79	21	16	14	12
	平均值							35	27	23	20
公司	600566.SH	济川药业	222	17.19	19.50	21.35	23.84	20	11	10	9

资料来源：wind（一致预期），华安证券研究所

5.2. 推荐逻辑

► 特色品种快速增长，生产激素合作打开成长空间

公司的药品产品线主要围绕儿科、妇科、呼吸科、消化科及老年病领域，主要产品为蒲地蓝消炎口服液、小儿鼓翘清热颗粒、雷贝拉唑钠肠溶胶囊；并有蛋白琥珀酸铁口服液、健胃消食口服液、黄龙咳喘颗粒等二线品种。2021 年 11 月，公司与天境生物签署长效生长激素 TJ101 独家合作协议，进军生长激素领域，有望拓展儿科用药。2021 年，随疫情的有效控制，隔离措施逐步解除，医疗机构逐步恢复正常运行，疫情对公司经营带来的不利影响逐渐消除，实现营业收入 76.31 亿元，同比增长 23.77%；归母净利润 17.19 亿元，同比增长 34.60%。

► 主力产品逐步恢复，二线品种储备充足，推动公司业绩稳定增长

1) 小儿鼓翘清热颗粒：凭借产品优势和品牌优势，2020 年小儿鼓翘清热颗粒在中国城市公立医院、零售药店儿科感冒中成药市场占有率分别为 60.43% 和 28.01%，获多项荣誉，入选多个用药指南，深受医患认可，成长为儿科用药龙头品种。在行业利好政策背景下，公司通过调整核心产品结构，通过产品升级提价和推出桔子味新品种，有望带来儿科药品营收突破。

2) 蒲地蓝消炎口服液：凭借产品优势和品牌优势，在 2020 中国城市公立医院、零售药店清热解毒类中成药市场占有率分别为 16.74% 和 4.09%，荣获多项荣誉，入选多个用药指南。2021 年，公司通过调整产品销售渠道的结构，逐步消化退出医保目录的影响，营收出现拐点，实现营收 24.22 亿元，同比增长 13.18%。未来，蒲地蓝通过零售端持续发力，有望抵消退出医保的负面影响，为公司发展提供稳定的现金流。

3) 雷贝拉唑钠肠溶胶囊：拥有坚实的消费者口碑，荣膺江苏省高新技术产品、健康中国·胃病用药品牌、中国化学制药行业消化系统类优秀产品品牌等殊荣。2021 年，公司逐步消化疫情不利影响，营收增速提升，逐步恢复。

4) 二线品种：公司采用专业化学术推广为主、渠道分销为辅的销售模式，不断深化学术平台的搭建。公司成立了专业化的学术推广部门，营销办事机构覆盖全国 30 个省、市、自治区，拥有超过 3,000 人的推广团队，营销渠道覆盖医院、OTC 药店、基层医疗机构等。经过蒲地蓝、小儿鼓翘和雷贝拉唑钠一线核心大品种积累了覆盖广、专业性强的销售网络有望推动公司蛋白琥珀酸铁口服液、健胃消食口服液、黄龙止咳颗粒等二线品种的快速放量，为公司业绩增长提供新增量。

► 不断丰富产品管线，为公司业绩增长寻找新增量

近年来公司研发费用持续上升，2021 年研发费用创历史新高，达 5.23 亿元，同比增长 114.74%。截至 2021 年年底，公司药品一致性评价研究阶段项目 5 项，进入预 BE 或 BE 项目 8 项，II 期临床 2 项，III 期临床 4 项，申报生产 9 项。可以看出，公司不断寻求创新突破，为公司未来的业绩增长寻求新增量，推动公司进一步向好发展。2021 年 11 月，公司与天境生物签署长效生长激素 TJ101 独家合作协议，进入生长激素领域。目前，伊坦生长激素正处在临床试验 III 期，进展顺利。未来，伊坦生长激素在巨大市场潜在空间+竞争格局好的背景下，可依靠公司覆盖广、专业性强的销售网络推动产品的迅速成长。

我们预计，公司 2022~2024 年收入分别 84.0/91.6/101.6 亿元，分别同比增长 10.0%/9.1%/10.9%，归母净利润分别为 19.5/21.4/23.8 亿元，分别同比增长

13.4%/9.5%/11.7%，对应 EPS 为 2.19/2.40/2.68 元，对应估值为 11X/10X/9X。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

风险提示：

- **产品销售不及预期：**若疫情反复，影响公司的销售推广工作，对产品销量造成不利影响，影响公司业绩；
- **核心品种价格波动风险：**核心品种若纳入集采，价格出现大幅波动，会压缩公司利润空间，影响公司业绩；
- **生长激素研发不及预期：**药品的研发具有不确定性，生长激素研发不及预期，影响公司业绩增长

资产负债表		单位:百万元		
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	8123	11812	15281	19159
现金	3819	7120	10389	13867
应收账款	2111	2481	2621	2956
其他应收款	12	14	15	16
预付账款	47	42	51	54
存货	376	365	421	462
其他流动资产	1758	1790	1786	1804
非流动资产	4008	2905	1762	598
长期投资	13	13	14	14
固定资产	2708	1689	633	-447
无形资产	280	255	228	202
其他非流动资产	1007	948	888	829
资产总计	12131	14717	17044	19757
流动负债	2801	2987	3181	3513
短期借款	0	0	0	0
应付账款	744	787	868	973
其他流动负债	2057	2199	2313	2540
非流动负债	199	199	199	199
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	199	199	199	199
负债合计	3000	3186	3380	3712
少数股东权益	14	12	10	7
股本	436	888	888	888
资本公积	3148	3148	3148	3148
留存收益	5532	7482	9617	12001
归属母公司股东权	9117	11518	13654	16038
负债和股东权益	12131	14717	17044	19757

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	1894	2855	3272	3476	
净利润	1719	1950	2135	2384	
折旧摊销	304	1152	1192	1213	
财务费用	35	0	0	0	
投资损失	-47	-42	-46	-51	
营运资金变动	-15	-202	-6	-68	
其他经营现金流	1633	2149	2138	2448	
投资活动现金流	-673	-6	-3	3	
资本支出	-248	-48	-49	-49	
长期投资	-475	1	0	0	
其他投资现金流	49	42	46	51	
筹资活动现金流	-361	452	0	0	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	452	0	0	
资本公积增加	34	0	0	0	
其他筹资现金流	-395	0	0	0	
现金净增加额	860	3301	3269	3478	

利润表	单位:百万元			
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	7631	8397	9161	10164
营业成本	1277	1352	1490	1671
营业税金及附加	121	126	137	152
销售费用	3714	4031	4407	4909
管理费用	317	336	366	407
财务费用	-89	-38	-71	-104
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	115	0	0	0
投资净收益	47	42	46	51
营业利润	1933	2226	2452	2738
营业外收入	20	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	1950	2226	2452	2738
所得税	233	278	319	356
净利润	1717	1947	2133	2382
少数股东损益	-2	-2	-2	-3
归属母公司净利润	1719	1950	2135	2384
EBITDA	1986	3342	3575	3850
EPS（元）	1.94	2.19	2.40	2.68

会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	23.8%	10.0%	9.1%	10.9%
营业利润	31.6%	15.1%	10.2%	11.7%
归属于母公司净利	34.6%	13.4%	9.5%	11.7%
获利能力				
毛利率（%）	83.3%	83.9%	83.7%	83.6%
净利率（%）	22.5%	23.2%	23.3%	23.5%
ROE（%）	18.9%	16.9%	15.6%	14.9%
ROIC（%）	15.2%	15.8%	14.5%	13.8%
偿债能力				
资产负债率（%）	24.7%	21.7%	19.8%	18.8%
净负债比率（%）	32.9%	27.6%	24.7%	23.1%
流动比率	2.90	3.95	4.80	5.45
速动比率	2.75	3.82	4.66	5.31
营运能力				
总资产周转率	0.63	0.57	0.54	0.51
应收账款周转率	3.61	3.38	3.50	3.44
应付账款周转率	1.72	1.72	1.72	1.72
每股指标（元）				
每股收益	1.94	2.19	2.40	2.68
每股经营现金流薄）	4.34	3.21	3.68	3.91
每股净资产	20.90	12.97	15.37	18.06
估值比率				
P/E	14.61	11.40	10.41	9.32
P/B	1.36	1.93	1.63	1.39
EV/EBITDA	4.62	4.71	3.49	2.34

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，医药行业首席分析师，医药行业全覆盖。中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生医疗（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所。

联系人：李昌幸，研究助理，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于华西证券研究所。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。