



Research and
Development Center

升级打造中药全产业链平台，创新药发力卓有成效

—珍 宝 岛(603567)公司深度报告

2022 年 08 月 04 日

周平 医药行业首席分析师
S1500521040001
15310622991
zhouping@cindasc.com

证券研究报告

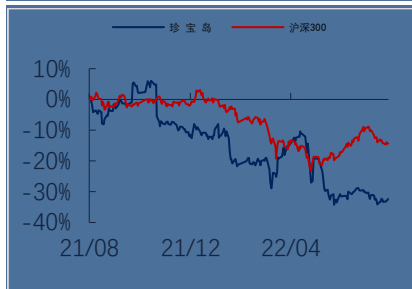
公司研究

公司深度报告

珍宝岛(603567)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	11.20
52 周内股价波动区间(元)	10.86-15.80
最近一月涨跌幅(%)	-5.33
总股本(亿股)	9.42
流通 A 股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	105.50

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

升级打造中药全产业链平台，创新药发力卓有成效

2022 年 08 月 04 日

本期内容提要：

- **政策频出，促进医药创新发展。**在**中药**领域，近年来国家及地方出台了多个促进中医药和传统医学创新发展的政策文件，其中包括对部分中药品种使用限制的放缓、加大对中药产品的医保报销等关键政策；2021 年，中医药政策迎来了落地爆发期，国家对中医药支持政策已由顶层设计逐步过渡到落地执行阶段。近年来生物技术处于蓬勃发展期，国家也在多份重要文件中强调**生物医药**产业的战略地位，将生物医药产业纳入战略性新兴产业，引导并推进我国生物医药产业高速、高质量发展。
- **中药领域：二次开发推动产品提质增价，上下游整合打造全产业链平台。**近年来，公司在传统优势的中药领域动作频频，在中药制剂业务上，公司以心脑血管为核心领域，深挖现有品种潜力，加大创新力度，推进中药制剂二次开发，丰富产品管线，拓宽市场空间；同时，公司以子公司亳州交易中心、哈尔滨中药材商品交易中心为主体，升级中药供应链布局，形成“N+50”中药材产业布局，联合打造原材料至中药制剂的全产业链平台。
- **化药、生物药领域：增厚化药管线，参股特瑞思介入生物药领域。**公司积极拓展化学及生物药领域，目前形成中药、化药、生物药、仿制药、创新药的全产品线布局。在化药领域，公司持续性地储备特色原料药及高端仿制药，同时通过引进、合作等方式增厚化学创新药产品管线，截止至 2021 年底，4 项在研化药创新药，聚焦于抗病毒和抗肿瘤领域；在生物药领域，通过参股特瑞思药业，全面介入生物类似药、双抗、ADC 等前沿领域，目前特瑞思拥有 9 个在研创新药和类似药产品，治疗领域涵盖多种恶性肿瘤，其中 5 个产品为国家 1 类新药产品，4 个药物已获得国家“重大新药创制”专项资金支持，3 个产品获批临床。
- **盈利预测与投资评级：**预计 2022-2024 年公司营业收入为 48.81、58.01、69.28 亿元，增速分别为 18.2%、18.8%、19.4%，归母净利润分别为 4.28、5.69、7.02 亿元，增速分别为 28.8%、33.1%、23.4%，当前股价对应 2022E-2024E PE 分别为 25x、19x、15x，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险因素：**新冠疫情风险、医药政策及药品集采风险、研发风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	3,411	4,130	4,881	5,801	6,928
增长率 YoY %	3.5%	21.1%	18.2%	18.8%	19.4%
归属母公司净利润(百万元)	436	332	428	569	702
增长率 YoY %	6.8%	-23.9%	28.8%	33.1%	23.4%
毛利率%	56.1%	33.1%	33.0%	33.2%	32.6%
净资产收益率 ROE%	7.9%	4.7%	5.8%	7.1%	7.9%
EPS(摊薄)(元)	0.51	0.38	0.45	0.60	0.75
市盈率 P/E(倍)	21.72	39.83	24.67	18.52	14.99
市净率 P/B(倍)	1.72	2.05	1.43	1.31	1.18

资料来源：万得，信达证券研发中心预测，股价为 2022 年 08 月 04 日收盘价

目录

1. 投资聚焦	5
2. 深耕中药全产业链，积极布局创新药，珍宝岛进入发展新阶段	6
3. 政策加码，驱动中医药及创新药发展	9
3.1. 从顶层设计到落地执行，中医药政策迎来爆发期	9
3.2. 政策持续导向创新，生物技术乘风而起	12
4. 传统领域频频发力，上下游整合打造中药全产业链平台	13
4.1. 中药注射剂：二次开发打开市场，差异策略增加优势	13
4.2. 中药口服剂：政策限制逐步放松，谋求集采放量增长	17
4.3. 中药创新药：乘政策之风，焕名方新生	18
4.4. 持续升级上游中药材交易平台，联动覆盖中药全产业链	19
5. 持续推进创新药布局，参股特瑞思介入生物药领域	19
5.1. 化学创新药：合作+引进搭建管线，人才转型谋求独立	19
5.2. 特瑞思：极具技术实力前沿生物制药公司	20
6. 盈利预测	24
6.1. 盈利预测及核心假设	24
6.2. 估值与投资评级	24
7. 风险提示	25

表目录

表 1：部分城市关于促进中医药传承创新发展的响应举措	10
表 2：2020 年中医药政策梳理	10
表 3：2021 年中医药政策梳理	11
表 4：近年生物医药/技术政策梳理	12
表 5：血塞通/血栓通注射剂型集采情况	15
表 6：舒血宁注射液集采情况	16
表 7：血塞通/血栓通胶囊剂型集采情况	18
表 8：中药创新药项目一览	18
表 9：化学创新药项目一览	20
表 10：杭州特瑞思药业产品管线	20
表 11：全球贝伐珠单抗生物类似物进度	22
表 12：公司盈利预测（百万元）	24
表 13：可比公司情况	25

图目录

图 1：公司发展阶段及大事件	6
图 2：公司股权结构（截止至 2022 年 6 月 29 日）	6
图 3：公司业务领域及子公司情况	7
图 4：公司主要产品介绍	8
图 5：公司主要业务营收占比变化	8
图 6：公司营业收入情况（百万元）	9
图 7：公司归母净利润情况（百万元）	9
图 8：公司各业务毛利率情况	9
图 9：公司费用率情况	9
图 10：珍宝岛历年中药制剂销售情况（百万元）	13
图 11：珍宝岛历年中药制剂毛利率情况	13
图 12：珍宝岛历年注射用血塞通（冻干）销量（万支）	14
图 13：珍宝岛注射用血塞通（冻干）样本医院销售额（百万元）	14
图 14：血塞通/血栓通注射剂型在样本医院总销售额及增速（百万元）	14
图 15：珍宝岛注射用血塞通（冻干）样本医院市场份额	14
图 16：珍宝岛历年舒血宁注射液销量（万支）	16
图 17：珍宝岛舒血宁注射液在样本医院销售额（百万元）	16
图 18：舒血宁注射液在样本医院历年总销量及增速（百万元）	16
图 19：珍宝岛舒血宁注射液在样本医院的竞争格局	16
图 20：血栓通/血塞通胶囊剂型产品在样本医院历年总销量及增速（百万元）	17
图 21：珍宝岛血栓通胶囊样本医院销售额（百万元）	18
图 22：珍宝岛血栓通胶囊在样本医院的产品份额	18
图 23：中国中药材市场规模预测（亿元）	19
图 24：中药材价格指数·综合 200	19

图 25: 利妥昔单抗样本医院销售数量 (万瓶)	21
图 26: 各企业利妥昔单抗销售额 (百万元)	21
图 27: 贝伐珠单抗样本医院销售数量 (万瓶)	22
图 28: 各企业贝伐珠单抗样本医院销售额 (百万元)	22

1. 投资聚焦

珍宝岛是中国知名药企，拥有全国驰名商标“珍宝岛”系列产品，核心产品中注射用血塞通、舒血宁注射液、血栓通胶囊、复方芩兰口服液等均经过市场长期检验，其中注射用血塞通、舒血宁注射液的市场占有率居行业前列。

公司目前积极投入研发创新，搭建“一心四院”研发体系，陆续布局中药材领域、生物创新药领域，打造**以中药为主、生物药化药协同高质量发展**的业务布局。

在**中药领域**，公司近年来动作频频：1) 在**中药制剂**业务上，公司以心脑血管为核心领域，深挖现有品种潜力，推进中药制剂二次开发，陆续新增注射用血塞通（冻干）100mg 新品规、舒血宁注射液 10ml 新品规，丰富产品管线，拓宽市场空间；2) 在**中药材**业务上，公司以子公司亳州交易中心、哈尔滨中药材商品交易中心为主体，升级中药供应链布局，形成“N+50”中药材产业布局，联合打造原材料至中药制剂的全产业链平台。

在**化药、生物药领域**，公司持续增厚化药管线，并通过参股特瑞思介入生物药领域：1) 在**化药**领域，公司持续性地储备特色原料药及高端仿制药，同时通过引进、合作等方式增厚化学创新药产品管线，截止至 2021 年底，4 项在研化药创新药，聚焦于抗病毒和抗肿瘤领域；2) 在**生物药**领域，通过参股特瑞思药业，全面介入生物类似药、双抗、ADC 等前沿领域，目前特瑞思拥有 9 个在研创新药和类似药产品，治疗领域涵盖多种恶性肿瘤，其中 5 个产品为国家 1 类新药产品，4 个药物已获得国家“重大新药创制”专项资金支持，3 个产品获批临床。

2. 深耕中药全产业链，积极布局创新药，珍宝岛进入发展新阶段

黑龙江珍宝岛药业股份有限公司是一家以高端中药制剂为主、拥有多剂型多品种的中药研发、生产和销售的医药企业，公司成立于1996年，并于2015年4月24日在上海证券交易所上市，登陆A股主板市场。

公司拥有全国驰名商标“珍宝岛”系列产品，核心产品如注射用血塞通、舒血宁注射液、血栓通胶囊、复方芩兰口服液等均经过市场长期检验，其中注射用血塞通、舒血宁注射液的市场占有率居行业前列。公司目前积极投入研发创新，搭建“一心四院”研发体系，陆续布局中药材领域、生物创新药领域，打造以中药为主、生物药化药协同高质量发展的业务布局。

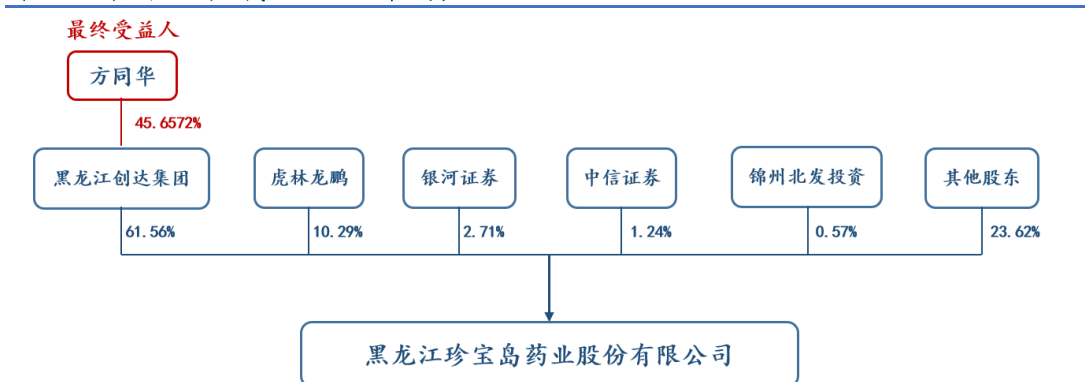
图 1：公司发展阶段及大事件

时间	发展期	经营特点	大事件
1996-2000年	创业发展期	以中药制剂为主	1996年，方同华先生在黑龙江省虎林市创立珍宝岛药业 1999年，确立以开发“脑血管类”药物为主，各类中药、化药产品为辅的战略 2000年，血塞通注射液进入国家中药保护品种目录
2001-2005年	稳步提升期	经营规模扩大，开启集团化运营，成立营销中心，全面升级质量及营销管理	2001年，成立哈尔滨珍宝制药有限公司 2003年，成立营销管理中心，经营模式升级，为企业带来发展新动力 2004年，分公司纷纷成立就位，公司经营规模进一步扩大，完成了“多点一线”的制药产业体系，企业内部开启集团化运营模式。
2006-2010年	高速发展期	构建了完善、严密的营销管理服务体系，并开始布局医药全产业链	2006年，建立了遍布全国32个省、自治区、直辖市，科学严密的营销网络体系 2007年，被科技部首次认定为“国家火炬计划重点高新技术企业” 2010年，先后完成在虎林、哈尔滨、鸡西、亳州等地建立公司的规划设计，由“多点一线”生产布局转变为医药全产业链发展布局
2011-2015年	跨越腾飞期	开始打造中药上下游一体化产业链服务体系	2011年，成立黑龙江珍宝岛药业股份有限公司，跻身中国医药工业第15强 2013年，安徽亳州药材公司及云南三七种植基地等项目的相继投入使用，确立健康产业链发展格局 2015年，在上海证券交易所上市，登陆A股主板市场，股票代码“603567” 2016年，舒血宁注射液获得中国专利金奖和黑龙江省科技进步二等奖；小儿热速清糖浆、复方芩兰口服液进入国家新的医保目录 2017年，新增4项化药项目，伊布替尼胶囊获得临床试验批件，持续加码化药 2019年，亳州中药材商品交易中心正式开业，整合中药材交易上下游产业，形成“互联网+”中药产业创新生态体系
2016-至今	创新布局期	持续布局化药创新药领域，通过参股特瑞思深度布局生物创新药领域	2020年，完成“一心三院”布局，聚焦抗病毒和抗肿瘤领域，引进抗流感一类创新药ZBD1042（HNC042）项目 2021年，与持股5%以上的股东龙鹏投资共同投资特瑞思药业，深度布局生物创新药领域 2022年，完成“一心四院”布局

资料来源：公司官网，公司公告，国家药品监督管理局，信达证券研发中心

公司控股股东为黑龙江创达集团有限公司，实际控制人为法人、董事长方同华先生，方同华先生通过黑龙江创达持有公司61.56%的股权，股权结构稳定清晰。

图 2：公司股权结构（截止至2022年6月29日）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

公司经营范围现已覆盖**中药制剂、化学药、生物药、中药材**四大领域，业务分为**医药工业和医药商业**两大类，其中医药商业包含**中药材贸易和药品贸易**两个部分，医药工业包含**中药制剂、化学制剂、生物制剂及医疗器械**四个板块。中药制剂为公司传统优势领域，拥有 45 个中药制剂品种，涉及心血管、脑血管、呼吸、儿科、骨科等疾病领域，包含 12 个基本药物、25 个医保产品；在化学制剂方面，公司持续进行化学仿制药研发，并于 2020 年引进抗流感一类创新药 ZBD1042 项目，开启化学创新药研发布局；在生物制剂方面，公司于 2021 年参股特瑞思，聚焦乳腺癌、肺癌等重大肿瘤疾病领域，正式布局生物药产业新赛道；在中药材领域，2021 年，哈尔滨中药材商品交易中心正式投入运营，与亳州中药材交易中心南北联动，深化上游中药材一体化布局。

图 3：公司业务领域及子公司情况

经营领域	子公司名称	直接持股比例(%)
中药/化药	哈尔滨珍宝制药有限公司	100
	北京恒创星远医药科技有限公司	100
	珍宝岛（上海）药物研究有限公司	100
	亳州珍宝岛医药科技有限公司	100
	上海亿嘉撷英医药科技有限公司	100
生物药	浙江特瑞思药业股份有限公司	16.6665
	杭州迪索生命科学有限公司	100
	浙江索奥生物科技有限公司	100
	珍宝岛（上海）生物科技有限公司	100
	杭州润华生命科学有限公司	60
	爱尔利希生物科技有限公司	70
	哈尔滨新区生物科技有限公司	100
	亳州中药材商品交易中心有限公司	100
	亳州珍宝岛中药材有限公司	100
中药材	文山天宝种植有限公司	70
	哈尔滨中药材商品交易中心有限公司	100
	哈尔滨新区医药药材国际贸易有限公司	100
其他	北京珍宝岛医药商业管理有限公司	100
	黑龙江珍宝岛药业营销管理有限公司	100
	亳州市谯城区珍鑫医药股权投资中心（有限合伙）	59.8
	哈尔滨拾珍生物医药投资中心（有限合伙）	69
	哈尔滨新区健康产业有限公司	100

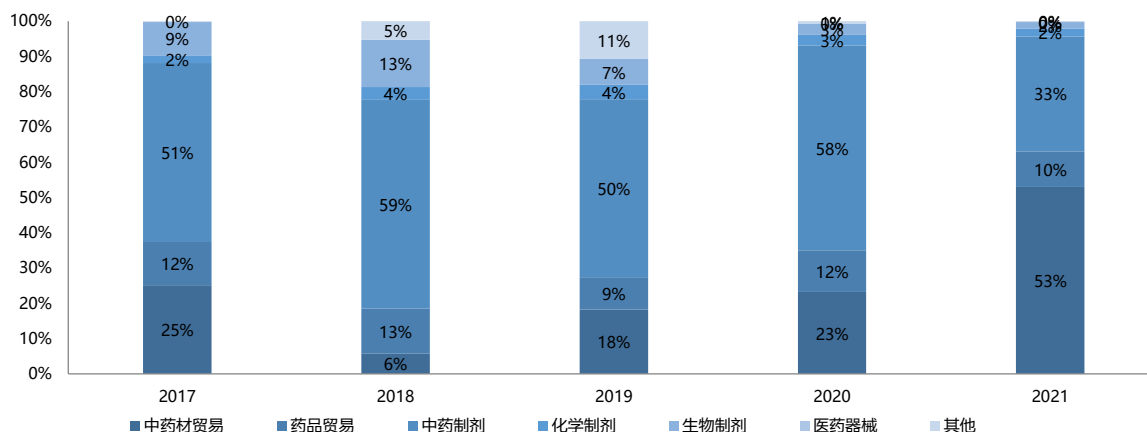
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 4：公司主要产品介绍

细分类型	药品名称	适应症	医保类型
中成药	注射用血栓通（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。	国家医保目录、国家基药目录
	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。	国家医保目录
	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，脑梗塞，冠心病心绞痛见上述症候者。	国家医保目录、国家基药目录
	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	国家医保目录
	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。	国家医保目录
生物药	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。	/
化学药	注射用炎琥宁	适用于病毒性肺炎和病毒性上呼吸道感染。	/
	盐酸氨溴索注射液	适用于伴有痰液分泌不正常及排痰功能不良的急性、慢性肺部疾病。例如慢性支气管炎急性加重、喘息型支气管炎及支气管哮喘的祛痰治疗。	/

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

多业务布局驱动收入保持增长趋势，受业务结构影响利润波动较大。通过对公司业务营收占比分析可知，长期以来，中药制剂业务销售额占比较高，2020 年及之前营收占比均保持 50%以上，中药材贸易业务销售额占比则长期保持第二，由于中药制剂业务毛利率较高（80%以上），中药材贸易业务毛利率较低（5%左右），所以销售结构的变化对收入影响较小，但对公司利润表现影响较大。

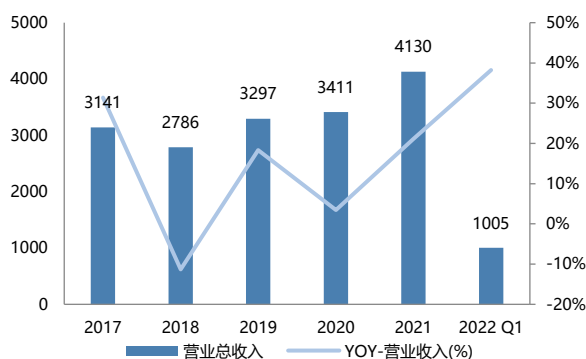
图 5：公司主要业务营收占比变化


资料来源：Wind，信达证券研发中心

2018 年，因医保控费、监管加强、不良反应频出等影响，公司主要收入来源的中药制剂业务收入同比仅增长 3.39%，同时中药材贸易业务因品种转换销量较小，综合导致公司收入及归母净利润均同比下降 11%左右。2019 年，政策对于中药制剂销售影响持续，全年仅实现 0.94%的增长；因亳州中药材商品交易中心开业，中药材贸易业务销售额同比增长 277%，综合驱动收入同比增长 18.37%，但归母净利润同比下降 11.63%，无太大改善。2020 年虽然受疫情影响，但中药制剂平稳度过政策影响，进入销售回暖期，收入同比增长 19.14%；中药材贸易业务平稳增长，收入同比增长 31.81%，综合驱动收入及利润共同高增长。2021 年，因全国疫情多点散发，心脑血管类大品种产品销售下降、回款

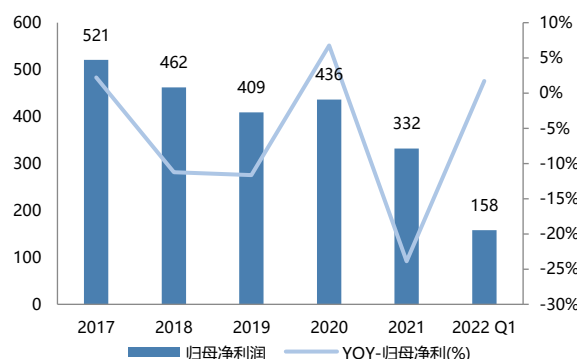
放缓，同时湖北 19 省市联盟集采在公布拟中选企业后，一直未正式发布执行时间，综合导致中药制剂业务销售和回款放缓，收入同比降低 32.05%；中药材贸易收入则因营销规模扩大和营销方式改善同比增长 176.77%，公司整体销售结构发生较大变化，中药材贸易收入占比增长至 53%，导致公司整体收入同比增长 21.08%，归母净利润同比降低 23.88%。

图 6：公司营业收入情况（百万元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

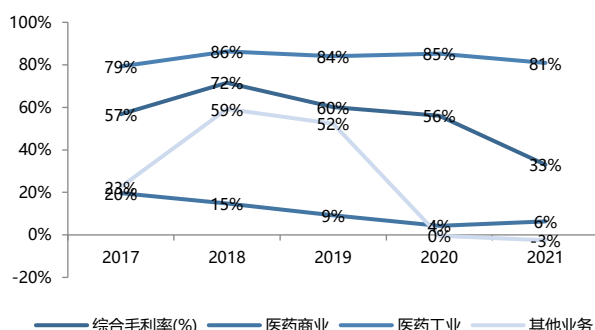
图 7：公司归母净利润情况（百万元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

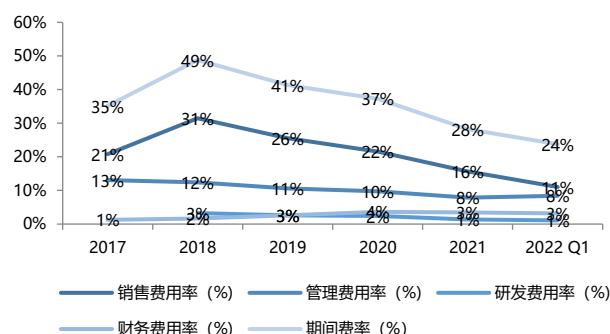
2021 年，公司整体毛利率为 33.03%，中药材贸易毛利率为 5.54%，中药制剂毛利率为 84.15%，随着公司中药材贸易营收占比逐年提升，并在 2021 大幅提升，公司整体毛利率呈下降趋势，符合行业趋势。公司中药材贸易业务占比提升，其销售费用较低，拉低公司整体销售费用率，期间费用率呈逐年下降状态，2021 年为 28.26%，较 2018 年的 48.81% 有大幅下降。

图 8：公司各业务毛利率情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 9：公司费用率情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

3. 政策加码，驱动中医药及创新药发展

医药行业关系国计民生，受到政策的严格管控以及引导，近年来，国家出台了多项政策，推进各类型药物创新发展，公司传统的中药业务和大力拓展的创新药业务均受到政策利好影响。

3.1. 从顶层设计到落地执行，中医药政策迎来爆发期

2019 年 10 月国务院出台了《促进中医药传承与创新发展的意见》，其中包括健全中医药服务体系、发挥中医药在维护和促进人民健康中的独特作用、大力推动中药质量提升和产业高质量发展、加强中医药人才队伍建设、改革完善中医药管理体制机制等，明确了中医药传承创新发展的目标方向和具体举措。同时云南、广东、四川、广西壮族自治区

等地方政府也积极响应，结合各地方特色出台相应的措施推动当地中医药产业发展。

表 1：部分城市关于促进中医药传承创新发展的响应举措

促进中医药传承与开放创新发展		改革完善中医药管理体制机制
国务院	挖掘和传承中医药宝库中的精华精髓，加强典籍研究利用，加快推进活态传承，建立合作开发和利益分享机制加快推进中医药科研和创新，建立多学科融合的科研平台，研究实施科技创新工程，推动中医药开放发展，将中医药纳入构建人类命运共同体和“一带一路”国际合作重要内容，实施中医药国际合作专项	完善中医药价格和医保政策，研究取消中药饮片加成相关工作完善投入保障机制，健全中医药管理体制，加强组织实施
四川省	持续推进“中医药国际合作基地（四川）”，构建四川中医药“健康丝绸之路”，推进川、滇、黔、桂等区域中医药融合发展设立四川省中医药研发风险分担基金，加大对中医药科技的投入，承接中医药关键技术装备重大专项	中药制剂按规定纳入医保支付范围统筹推进中医药全行业管理，完善支持保障机制，强化中医药监督管理
广东省	收集民间药房，实行岭南名医影像工程，推进中医药文化进校园，加大岭南中医药文化遗产保护力度，支持企业、高等学校、医院和科研机构中医药产学研体化，探索粤港澳三地中药标准融合互认	将符合条件的中药制剂按规定纳入医保支付范围，将“治未病”项目纳入医保个人账户的支付范围
云南省	编制云南少数民族医药典籍、技术和方药目录，编纂滇南中医药学术系列丛书，制定傣、藏、彝等民族医优势病种诊疗方案，开展中医药优势病种相关研究、中药及其产业化技术研究，力争形成一批自主知识产权把中医药文化贯穿国民教育始终，深化大湄公河次区域传统医药交流机制，并推进中医药海外中心建设	适当提高中医药诊疗项目的报销比例，选择部分病种，试点推进中西医“同病同价”，积极将适宜的中医医疗服务项目和中药饮片、民族药、医疗机构制剂按规定纳入医保支付范围
广西壮族自治区	建立中医药壮瑶医药古籍和传统知识数字图书馆，建立多学科融合的科研平台，完善中医药壮瑶医药产学研一体化创新模式，推动中医药壮瑶医药开放发展，打造特色鲜明、面向全国、辐射东盟的壮瑶医高地对接粤港澳大湾区，推动健全中医药壮瑶医药领域的合作机制	按规定将中药壮瑶药配方颗粒纳入医保药品支付范围，并积极将适宜的中医壮瑶医医疗服务项目和中药壮瑶药按规定纳入医保范围

资料来源：国务院，各省市公告，信达证券研发中心整理

2020 年初，在抗击新冠肺炎疫情的战斗中，中西医发挥所长，协同救治。其中，中药在早期预防、防止轻症到重症、危重症转变和治愈后恢复期都有很明显的效果，国务院应对新冠肺炎联防联控机制科研攻关组筛选出的“三方三药”，在没有特效药的初期成为抗击疫情的中流砥柱。疫情下中医药做出的突出贡献推动了传承创新发展的步伐。2020 年 9 月 27 日，《中药注册分类及申报资料要求》进行重大更新，更新后的 2020 版中药注册分类中，中药创新药被单列作为第一大类。

新注册分类充分体现出了中药研发规律，将产品特性、创新程度和审评管理作为分类的重要考量；新增“古代经典名方中药复方制剂”注册分类，挖掘古典医籍，细化古代经典名方中药复方制剂的范围；规定中药审评程序；中药改良与其临床价值相结合；鼓励二次开发：“增加功能主治”的申报路径改为纳入新药申报范畴；提高已上市中药的质量：对已上市中药生产工艺等变更引起药用物质基础或药物吸收、利用明显改变的申报路径改为纳入新药申报范畴；强调同名同方药与仿制药区分，指明同名同方药上市要求。

表 2：2020 年中医药政策梳理

文件	发布时间	发布部门	主要内容
习近平：构建起强大的公共卫生体系为守护人民健康提供有力保障	2020.06.02	新华网	习近平指出，中西医结合、中西药并用，是这次疫情防控的一大特点，也是中医药传承精华、守正创新的生动实践。要加强古典医籍精华的梳理和挖掘，建设一批科研支撑平台，改革完善中药审评审批机制，促进中药新药研发和产业发展
《国务院深化医药卫生体制改革领导小组简报（第 122 期）深化医药卫生体制改革 2019 年工作总结》	2020.09.09	国家卫健委	实施中医药传承创新工程，鼓励中医医院牵头组建多种形式的医疗联合体。探索符合中医药特点的医保支付方式。构建道地药材质量保障体系，实施中药材质量保障项目和中药标准化项目。推动古代经典名方中药复方制剂简化审批，推进制定第二批古代经典名方目录。开设“便民就医导航”平台，让群众“方便看中医”。
《中医药传承创新工	2020.09.22	国家中医药管理	《指南》指出了建设目标。具体指标方面，主攻病种中医参与治疗率

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>10

程重点中医医院中医经典病房建设与管理指南》		局	应达 100%，主攻病种中医为主的治疗率应达 90%。中医特色治疗技术应达到 5 个以上。《指南》明确了建设内容。包括加强基础设施设备配置、加强人才队伍建设、提升急危疑难病救治能力、加强临床科研一体化建设等。《指南》同时指出了运行机制与保障措施。包括加强组织领导和部门协调、加强住院管理和风险评估、加强医疗质量和安全管理、加强对优秀中医药人才的培育、加强对中医诊疗模式创新工作的保障和扶持等。
《中药注册分类及申报资料要求》	2020.09.27	国家药监局	《注册分类》更新如下：1 类：中药创新药；2 类：中药改良新药；3 类：经典名方；4 类：同名同方。注册分类充分体现中药研发规律，将产品特性、创新程度和审评管理作为分类的重要考量；新增“古代经典名方中药复方制剂”注册分类，挖掘古典医籍，细化古代经典名方中药复方制剂的范围；规定中药审评程序；中药改良与其临床价值相结合；鼓励二次开发：“增加功能主治”的申报路径改为纳入新药申报范畴；提高已上市中药的质量：对已上市中药生产工艺等变更引起药用物质基础或药物吸收、利用明显改变的申报路径改为纳入新药申报范畴；强调同名同方药与原仿制药区分，指明同名同方药上市要求。
《中医药康复服务能力提升工程实施方案（2021-2025 年）》	2020.12.25	国务院	探索有利于发挥中医药优势的康复服务模式，开展康复领域的中西医协作，促进中医药、中华传统体育与现代康复技术融合。在中医药理论指导下开展中医药技术方法、现代康复技术和康复设备的应用。到 2025 年，依托现有资源建设一批中医康复中心，三级中医医院和二级中医医院设置康复(医学)科的比例分别达到 85%、70%，康复医院全部设置传统康复治疗室，鼓励其他提供康复服务的医疗机构普遍能够提供中医药康复服务。
《国家药监局关于促进中药传承创新发展的实施意见》	2020.12.25	国家药监局	《实施意见》： 1.“指导思想”和“促进中药守正创新”（推动古代经典名方中药复方制剂研制，鼓励二次开发，在中药疗效评价种引入新工具、新方法、新技术、新标准，加强中药安全性研究） 2.“健全符合中药特点的审评审批体系（中药注册分类依据产品特性、创新程度和研制实践情况。不再仅以物质基础作为依据，重视人用经验，改革完善中药审评审批制度，在某些危急情形下可以附条件批准）” 3.“强化中药质量安全监管（从源头、生产到上市后的全过程进行监管，促进中药品种保护和专利保护的衔接）” 4.“注重多方协调联动”“推进中药监管体系和监管能力现代化”

资料来源：新华网，各政府官网，信达证券研发中心整理

2021 年，中医药政策迎来了落地爆发期，国家对中医药支持政策已由顶层设计逐步过渡到落地执行阶段，具有较强的连贯性，符合《“十四五”国家药品安全及促进高质量发展规划》中提到的“中药传承创新发展迈出新步”的主要发展目标，释放出强烈的积极信号。其中包括对部分中药品种使用限制的放缓、中药配方颗粒试点落地等较为关键的政策。

表 3：2021 年中医药政策梳理

文件	发布时间	发布部门	主要内容
《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	2021.02.09	国务院	《措施》指出：1.夯实中医药人才基础；2.提高中药产业发展活力；3.增强中医药发展动力；4.完善中西医结合制度；5.实施中医药发展重大工程；6.提高中医药发展效益；7.营造中医药发展良好环境
《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》	2021.02.10	国家药监局；国家中医药局；国家卫生健康委；国家医保局	中药配方颗粒的质量监管纳入中药饮片管理范畴。据此及“放管服”的要求，中药配方颗粒不实施批准文号管理，实施标准管理、备案管理，产品需向省级药品监督管理部门备案后方可上市
《国家药监局批准颁布第一批中药配方颗粒国家药品标准》	2021.04.29	国家药监局	批准颁布了第一批中药配方颗粒国家药品标准（160 个）
《关于支持国家中医药服务出口基地高质量发展若干措施的通	2021.05.13	商务部；国家中医药管理局等 7 部门	从完善体制机制、创新支持政策、提升便利化水平、拓展国际合作空间、加强人才培养和激励五个方面提出 18 条具体政策措施，着力完善发展环境，形成部门政策合力，支持国家中医药服务出口基地大力

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>11

知》			发展中医药服务贸易，推动中医药服务走向世界
《按古代经典名方目录管理的中药复方制剂药学研究技术指导原则（试行）》	2021.08.27	国家药监局药审中心	《指导原则（试行）》主要围绕中药 3.1 类的特点阐述相关要求，明确中药 3.1 类药学研究的四项基本原则，即“明确关键信息”“重视基准样品研究”“加强源头质量控制，保障制剂质量”“关注相关性研究，建立全过程质量控制体系”
国务院办公厅关于印发“十四五”全民医疗保障规划的通知	2021.09.23	国务院办公厅	将符合条件的中药按规定纳入医保支付范围
《关于规范医疗机构中药配方颗粒临床使用的通知》	2021.11.12	国家卫生健康委办公厅；国家中医药管理局办公室	1.按照“属地化”管理原则，加强管理和监督。进一步细化中药配方颗粒临床合理规范使用措施，确保中药饮片的主体地位。2.规范医疗机构中药配方颗粒使用；3.医生在开具中药配方颗粒处方前应当告知患者。医生开具中药处方时，原则上不得混用中药饮片与中药配方颗粒；4.医疗机构应当按照中药药事管理有关规定开展中药配方颗粒的采购、验收、保管、调剂等工作，保障临床疗效和用药安全；5.建立中药配方颗粒临床应用常规监测和预警体系，定期或不定期对中药配方颗粒临床应用情况进行监测
《国家医疗保障局国家中医药管理局关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	2021.12.30	国家医疗保障局；国家中医药管理局	《意见》指出：（1）充分认识医保支持中医药传承创新发展的重要意义；（2）将符合条件的中医医疗机构纳入医保定点；（3）加强中医药服务价格管理；（4）将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围；（5）完善适合中医药特点的支付政策；（6）强化医保基金监管

资料来源：各政府官网，信达证券研发中心整理

3.2. 政策持续导向创新，生物技术乘风而起

20 世纪 80 年代以来，随着遗传学、分子生物学、生物化学等技术的应用，生物药逐渐发展，全球首款全人源抗体-阿达木单抗（修美乐）于 2002 年上市，2013 年起连续 9 年占据全球药物销量榜首，生物药迎来蓬勃发展期。近十年来，国家在多份重要文件中强调生物医药产业的战略地位，将生物医药产业纳入战略性新兴产业，引导并推进我国生物医药产业高速、高质量发展。

表 4：近年生物医药/技术政策梳理

文件	发布时间	发布部门	主要内容
《“十四五”生物经济发展规划》	2022.5	国家发改委	发展生物经济是顺应全球生物技术加速演进趋势、实现高水平科技自立自强的重要方向，是前瞻布局培育壮大生物产业、推动经济高质量发展的重要举措，是满足生命健康需求快速增长、满足人民对美好生活向往的重要内容，是加强国家生物安全风险防控、推进国家治理体系和治理能力现代化的重要保障
中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要（草案）	2021.3	全国人民代表大会	加强原创性引领性科技攻关：将生物药技术创新、抗体药物研发列为科技前沿公共领域；整合优化科技资源配置：聚焦生物医药等重大创新领域组建一批国家实验室，重组国家重点实验室，形成结构合理、运行高效的实验室体系。构筑产业体系新支柱：包括推动生物技术和信息技术融合创新，加快发展生物医药、生物育种、生物材料、生物能源等产业，做大做强生物经济
《“十三五”生物产业发展规划》	2018.12	国家发改委	提出加速生物产业在生产、生活、生态各领域的广泛应用，推动生物产业开展全球合作，促进产业迈向中高端，加速形成经济新支柱。规划提出要构建生物医药新体系，立足基因技术和细胞工程等先进技术带来的革命性转变，加快新药研发速度，提升药物品质，更好满足临床用药和产业向中高端发展的需求
《战略性新兴产业分类（2018）》	2018.11	国家统计局	根据该产业分类，生物医药产业下的生物药品制造属于战略性新兴产业
《“十三五”生物技术创新专项规划》	2017.4	科技部	生物医药为重点支持领域之一，提出紧紧围绕民生健康和新兴产业培育的战略需求，突出创新药物、医疗器械等重大产品研制和精准化、个体化、可替代或可再生为代表的未来医学发展，重点突破新型疫苗、抗体制备、免疫治疗等关键技术，抢占生物医药产业战略制高点，力争到 2020 年实现我国生物医药整体由“跟跑”到“并跑”、部分领域“领跑”的转变
《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	2016.12	国务院	提出加快生物产业创新发展步伐，培育生物经济新动力，到 2020 年，生物产业规模达到 8-10 万亿元，形成一批具有较强国际竞争力的新型生物技术和生物经济集群。规划提出构建生物医药新体系，加快开发具有重大临床

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>12

			需求的创新药物和生物制品，加快推广绿色化、智能化制药生产技术，强化科学高效监管和政策支持，推动产业国际化发展，加快建设生物医药强国
《中国制造2025》	2015.5	国务院	作为我国实施制造强国战略第一个十年的行动纲领：提出瞄准新一代信息技术、高端装备、新材料、生物医药等战略重点，引导社会各类资源集聚，推动优势和战略产业快速发展。针对生物医药及高性能医疗器械领域，要求发展针对重大疾病的化学药、中药、生物技术药物新产品
《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	2010.10	国务院	明确将生物医药产业纳入我国战略性新兴产业范畴，要求大力发展用于重大疾病防治的生物技术药物、新型疫苗和诊断试剂、化学药物、现代中药等创新药物大品种，提升生物医药产业水平。加快先进医疗设备、医用材料等生物医学工程产品的研发和产业化，促进规模化发展
《关于印发促进生物产业加快发展若干政策的通知》	2009.6	国务院办公厅	加快培育生物产业作为我国在新世纪把握新科技革命战略机遇、全面建设创新型国家的重大举措，要加快把生物产业培育成为高技术领域的支柱产业和国家的战略性新兴产业，在生物制药方面要积极研发对治疗常见病和重大疾病具有显著疗效的生物技术药物、小分子药物和现代中药

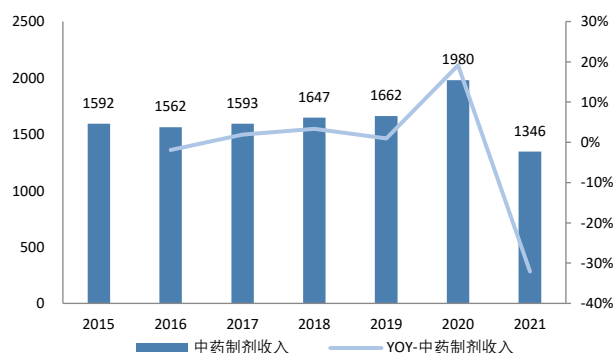
资料来源：荣昌生物A股招股书，国家发改委，信达证券研发中心

4. 传统领域频频发力，上下游整合打造中药全产业链平台

近年来，公司在传统优势的中药领域动作频频，在中药制剂业务上，公司以心脑血管为核心领域，深挖现有品种潜力，加大创新力度，推进中药制剂二次开发，丰富产品管线，拓宽市场空间；同时，以子公司亳州交易中心为主体，升级中药供应链布局，打造原材料至中药制剂的全产业链平台。

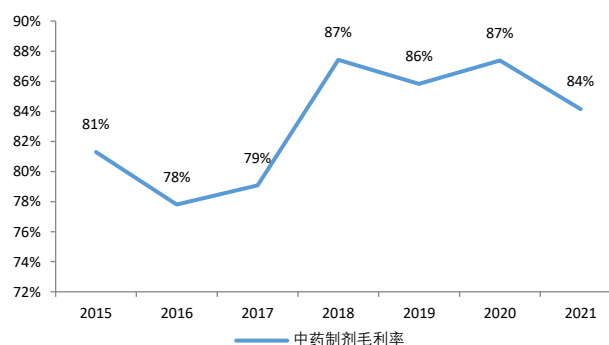
中药制剂业务作为公司的支撑业务，拥有多个核心品种，涉及心血管、脑血管、呼吸、儿科等多个疾病领域，其中血栓通胶囊及小儿热速清糖浆在2021年均获得中药二级保护品种证书。中药制剂长期保持50%以上的营收占比以及小幅增长趋势，2021年，由于疫情导致回款放缓、湖北19省市联盟“带量采购”一直未正式发布执行时间等多方面因素影响，中药制剂营业收入实现13.46亿元，增速同比下降32.05%，我们预计，随着疫情好转及公司中药创新药产品陆续上市，中药制剂营收增速有望回正。毛利率方面，2018年起，中药制剂毛利率即保持在80%以上，呈现小幅波动趋势，2021年，中药制剂毛利率为84.2%。

图 10：珍宝岛历年中药制剂销售情况（百万元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 11：珍宝岛历年中药制剂毛利率情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

4.1. 中药注射剂：二次开发打开市场，差异策略增加优势

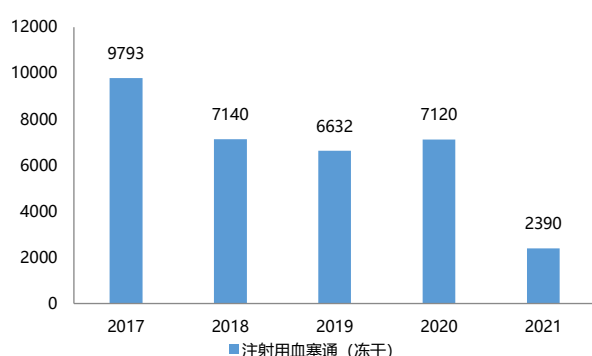
公司中药制剂注射剂拥有注射用血塞通（冻干）、舒血宁注射液两大核心产品，均为心脑血管类中药注射剂，先后被认定为国家火炬计划重点项目（2005年5月）、国家火炬计划项目（2007年12月）。近年来，公司通过提升制剂工艺，完善循证证据，提高产品临床质量，推出具有更高质量的新品规，丰富产品矩阵，打开销售空间。

注射用血塞通（冻干）：新品规驱动新增长

注射用血塞通（冻干）属于三七皂苷类药品，主要成分为三七提取物（三七总皂苷、人参皂苷等），产品外观为淡黄色无定形粉末或疏松固体状物质，在使用前需要加专用溶剂溶解，再以静脉滴注方式使用。多项临床研究证实，注射用血塞通具有改善微循环、保护靶器官的双通道作用机制，在临床应用中，可有效治疗冠心病、脑卒中、糖尿病视网膜病变等疾病。

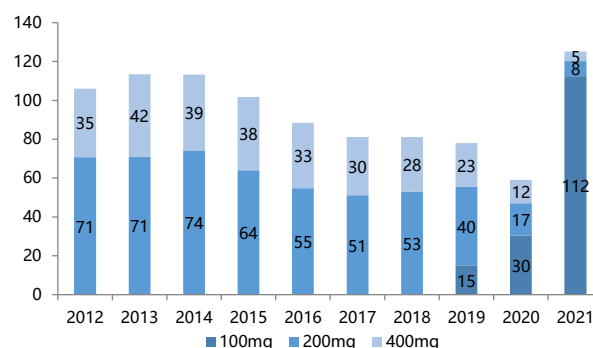
2018 年，公司推出 100mg 规格的注射用血塞通（冻干）产品，并逐渐打开市场，由于 100mg 规格产品中药物有效成分含量及纯度更高，质量、安全性、制备难度更高，该规格产品价格更高，2021 年 100mg 规格中标价为 48.2 元，200mg 中标价中值为 25.86 元，400mg 中标价中值为 45.67 元。质量优势带来价格优势，驱动该产品在 2021 年总销量下滑的情况下，销售额大幅上升。

图 12：珍宝岛历年注射用血塞通（冻干）销量（万支）



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

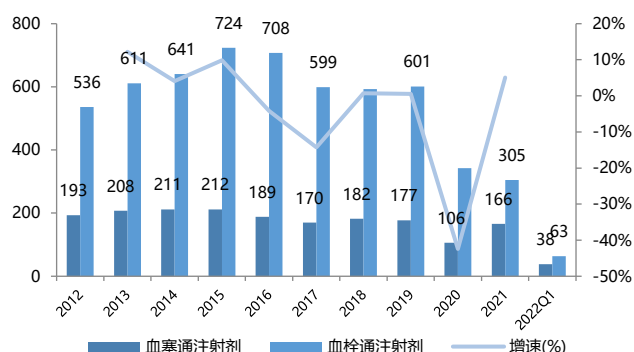
图 13：珍宝岛注射用血塞通（冻干）样本医院销售额（百万元）



资料来源：PDB 数据库，信达证券研发中心

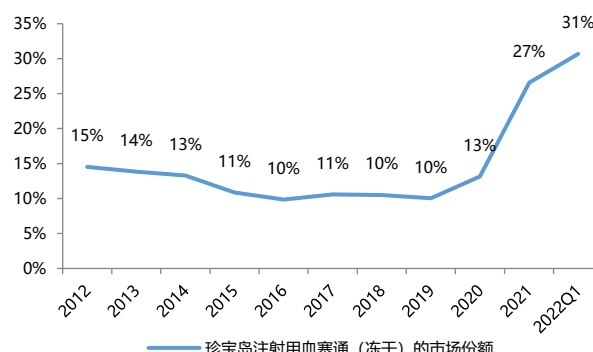
血塞通/血栓通注射剂型是心脑血管药物治疗的大品种，PDB 数据库显示，2021 年样本医院销售总额为 4.71 亿元，同比增长 5%。从市场份额来看，自 2018 年推出 100mg 新规格后，珍宝岛注射用血塞通（冻干）产品份额逐年提升，从 2018 年的 10% 提升至 2021 年的 31%。产品二次开发提升质量、降低安全性风险，为医生和患者提供了更好的选择，也为公司带来新的增长驱动力。

图 14：血塞通/血栓通注射剂型在样本医院总销售额及增速（百万元）



资料来源：PDB 数据库，信达证券研发中心

图 15：珍宝岛注射用血塞通（冻干）样本医院市场份额



资料来源：PDB 数据库，信达证券研发中心

注射用血塞通/血栓通（冻干）制剂作为中成药心脑血管类大品种药物，已经开始面临集采，2021 年湖北 19 省联盟集采中，珍宝岛未中选；2022 年 4 月广东联盟清开灵等中成药集采中，珍宝岛拟备选（200mg*10 支规格，171.19 元）。公司通过产品二次开发驱动

销售额增长，以降低集采降价压力。

表 5：血塞通/血栓通注射剂型集采情况

集采	厂家	药品名称	规格	价 格 (元)	每日用法用量	日均费用 (元)
湖 北 19 省 联 盟 集 采	梧州制药	注射用血栓通 (冻干)	150mg*10 支	135.00	150mg*1~2 次 (NaCl 注射液稀释) /静脉 250~500mg*1 次 (葡萄糖注射液) /静脉 150mg*1~2 次/肌注	13.5~54
	昆药集团	注射用血塞通 (冻干)	200mg*10 支	92.23	200~400mg*1 次/静脉滴注 200mg*1 次/静脉注射	92.23~18 4.46
	朗致集团	血塞通注射液	20ml:400mg*1 支	5.50	100mg*1~2 次/肌注 200~400mg*1 次/静脉	5.5
	康宝生物	血塞通注射液	2ml:0.1g*1 支	5.40	100mg*1~2 次/肌注 200~400mg*1 次/静脉	5.4~21.6
	康缘药业	血塞通注射液	2ml:100mg*10 支	6.68	100mg*1~2 次/肌注 200~400mg*1 次/静脉	6.68~26.7 2
	天圣药业	血塞通注射液	2ml:200mg*1 支	15.90	100mg*1~2 次/肌注 200~400mg*1 次/静脉	15.9~31.8
	丽珠集团	血栓通注射液	5ml:175mg (三 七总皂苷)*4 支	17.52	2~5ml*1~2 次/肌注 2~5ml*1 次/静脉	17.52~35. 04
	云南植物	血塞通注射液	2ml:100mg*10 支	7.80	100mg*1~2 次/肌注 200~400mg*1 次/静脉	7.8~31.2
广 东 联 盟 清 开 灵 中 药 集 采	珍宝岛 (拟 备选)	注射用血塞通(冻 干)	0.2g	17.119	200~400mg*1 次/静脉滴注 200mg*1 次/静脉注射	17.119~34 .238
	昆药集团	注射用血塞通(冻 干)	0.2g	9.22	200~400mg*1 次/静脉滴注 200mg*1 次/静脉注射	9.22~18.4 4
	昆药集团	注射用血塞通(冻 干)	0.4g	30.5523	200~400mg*1 次/静脉滴注 200mg*1 次/静脉注射	30.5523
	丽珠集团	血栓通注射液	2ml:70mg	1.6	2~5ml*1~2 次/肌注 2~5ml*1~2 次/静脉	1.6~9.6
	神龙药业	血塞通注射液	2ml:0.1g	1.152	100mg*1~2 次/肌注 200~400mg*1 次/静脉	1.152~4.6 08
	神龙药业	血塞通注射液	5ml:0.25g	2.88	100mg*1~2 次/肌注 200~400mg*1 次/静脉	2.88~5.76
	神龙药业	血塞通注射液	10ml:0.25g	2.88	100mg*1~2 次/肌注 200~400mg*1 次/静脉	2.88~5.76
	云南植物	血塞通注射液	2ml:0.1g	0.78	100mg*1~2 次/肌注 200~400mg*1 次/静脉	0.78~3.12
	云南植物	血塞通注射液	10ml:0.25g	2.17	100mg*1~2 次/肌注 200~400mg*1 次/静脉	2.17~4.34

资料来源：湖北省集采公告，广东省集采公告，药智网，信达证券研发中心

舒血宁注射液：政策负面影响渐退，有望通过集采放量增长

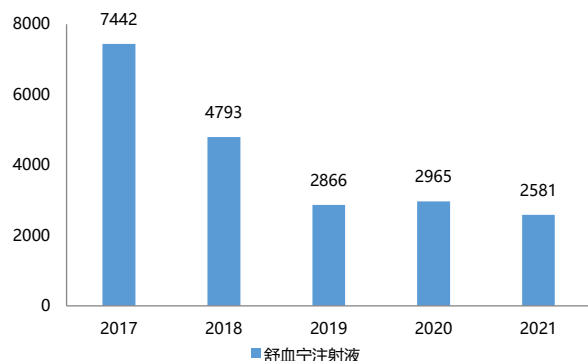
舒血宁注射液属于银杏叶类药品，主要成分为银杏叶提取物（总黄酮醇苷、银杏内酯等），是以银杏叶为原料精制而成的中药注射剂，产品外观为黄色的澄明液体，可直接进行肌肉注射，也可用 5%葡萄糖注射液稀释后使用。舒血宁注射液具有扩张血管，改善微循环的功效，可用于治疗缺血性心脑血管疾病、冠心病、心绞痛、脑栓塞、脑血管痉挛等。

与注射用血塞通（冻干）类似，公司也持续推进舒血宁注射液二次开发，2021 年 11 月，公司获批 10ml 规格的舒血宁注射液，提升了药物有效成分的纯度，进而提升药物质量，降低因纯度较低产生不良事件的风险，同时增加了临床使用便利性及患者依从性，且能够一定程度上减少安瓿使用产生的职业伤害（保护医护），2ml、5ml、10ml 三种剂量规格也可灵活满足临床需求，提升市场空间。

自 2014 年起，受市场竞争影响，公司舒血宁产品销售额持续下降；2019 年，由于 2019

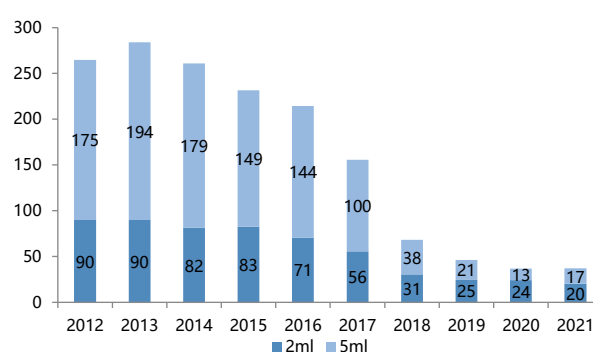
版医保规定舒血宁注射液只能在二级以上医院使用，同时全国价格联动导致产品中标价格下降，公司舒血宁产品销量及销售额均大幅下降，并呈现长期下降趋势；2020 年，通过调整销售策略，销量和销售额逐渐企稳；2021 年，公司舒血宁产品（规格：2ml/10 支）进入湖北 19 省市联盟“带量采购”拟中选名单，降价 41.1%，幅度中等，后期有望通过集采放量增加销售额，提升市场竞争力。

图 16: 珍宝岛历年舒血宁注射液销量（万支）



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

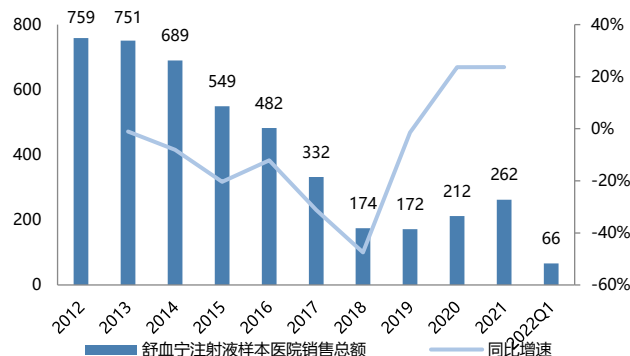
图 17: 珍宝岛舒血宁注射液在样本医院销售额（百万元）



资料来源：PDB 数据库，信达证券研发中心

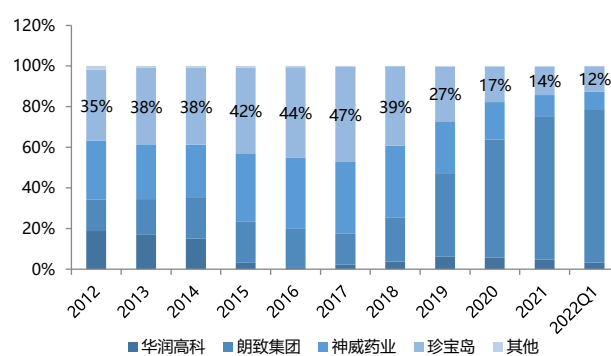
PDB 数据库显示，2021 年舒血宁注射液在样本医院销售总额为 2.62 亿元，同比增长 24%。该产品的生产及销售厂家较多，公司在市场上有华润高科、朗致集团、神威药业等多个竞品公司，其中朗致集团产品市场份额最高，从 PDB 数据库显示的样本医院销售数据看，2021 年，珍宝岛产品销售额占比为 14%，为全市场第二。我们预计随着 10ml 新品规的持续销售，公司舒血宁注射液的销售有望与注射用血栓通（冻干）制剂类似，呈加速上涨的趋势。

图 18: 舒血宁注射液在样本医院历年总销量及增速（百万元）



资料来源：公司年报，信达证券研发中心

图 19: 珍宝岛舒血宁注射液在样本医院的竞争格局



资料来源：PDB 数据库，信达证券研发中心

舒血宁注射液也面临集采，2021 年湖北 19 省联盟集采中，该产品共有神威药业、朗致集团、珍宝岛、泰盛制药四家企业入选；2022 年 4 月广东联盟清开灵等中成药集采中，朗致集团拟备选、神威药业、泰盛制药中选。

表 6: 舒血宁注射液集采情况

集采	厂家	药品名称	规格	价格 (元)	每日用法用量	日均费用 (元)
湖北 19 省联盟集采	神威药业	舒血宁注射液	5ml*5 支	46.75	10ml*1~2 次/肌注 20ml/静脉	18.7~37.4
	朗致集团	舒血宁注射液	每支装 10ml (含黄酮醇苷 8.4mg、银杏内酯 1.4mg) *1 支	99.80	20ml/静脉	199.6
	珍宝岛	舒血宁注射液	每支装 2ml (含黄酮醇苷 1.68mg、银杏内酯 0.28mg) *10 支	45.00	2~4ml*1~2 次/肌注 20ml/静脉	45~450

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>16

	泰盛制药	舒血宁注射液	5ml*5 支	16.80	2~4ml*1~2 次/肌注 5ml/静脉	3.36
广东联盟 清开灵等 中成药集 采	朗致集团 (拟备选)	舒血宁注射液	每支装 10mg (含黄酮醇苷 8.4mg、 银杏内酯 1.4mg)	99.8	20ml/静脉	199.6
	神威药业	舒血宁注射液	5ml	9.35	10ml*1~2 次/肌注 20ml/静脉	18.7~37.4
	泰盛制药	舒血宁注射液	每支装 5mg (含黄酮醇苷 4.2mg、 银杏内酯 0.7mg)	3.36	2~4ml*1~2 次/肌注 5ml/静脉	3.36

资料来源：湖北省集采公告，广东省集采公告，药智网，信达证券研发中心

面对集采降价压力和激烈竞争局面，公司在推出 10ml 新品规提升价格外，还积极参加集采，以谋求放量销售增加销售额，在医保放开舒血宁注射液在基层医院的使用限制的大环境下，舒血宁注射液有望通过新品规新价格、集采放量、基层医院拓展等策略实现增长。

4.2. 中药口服剂：政策限制逐步放松，谋求集采放量增长

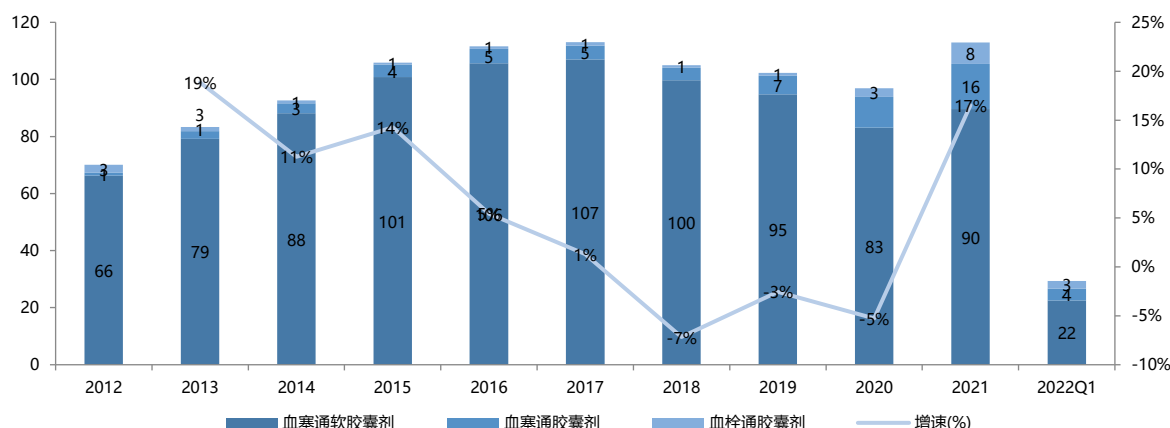
公司中药制剂口服剂拥有血栓通胶囊、复方芩兰口服液、小儿热速清糖浆、蛇胆川贝液等多个产品，血栓通胶囊是口服制剂的大品种，于 2021 年与注射用血塞通（冻干）一同纳入《三七总皂苷制剂应用中国专家共识》，公司同时积极开展血栓通胶囊、复方芩兰口服液、小儿热速清糖浆的药物经济学评价工作，不断丰富产品的循证医学证据，逐步将学术优势转变为市场优势，驱动销售增长。

血栓通胶囊：医保支付限制解除，有望迎来销售放量

血栓通胶囊主要成分为三七提取物，属于口服类心脑血管疾病药品，心脑血管疾病中的大部分病种是在多种致病因素的长期积累下形成的，这些疾病的治疗和预后时间很长，相比化学药，中药具有全身系统性功效，适宜病后调理、长期服用。同为三七皂苷类药物，注射用血塞通适用于住院患者，血栓通胶囊则适用于长期服药患者。

血塞通/血栓通胶囊剂型是心脑血管药物治疗的大品种，PDB 数据库显示，2021 年样本医院销售总额为 1.13 亿元，同比增长 17%，主要由于 2021 年医保目录放开对血栓通胶囊仅能在门诊和定点药店使用医保支付的限制，驱动同年销售额大幅上涨。

图 20：血栓通/血塞通胶囊剂型产品在样本医院历年总销量及增速（百万元）

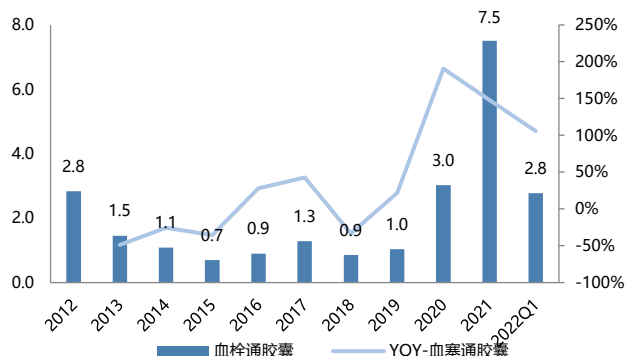


资料来源：PDB 数据库，信达证券研发中心

从市场份额来看，珍宝岛血栓通胶囊产品份额逐年提升，从 2019 年的 1% 提升至 2021 年的 7%，随着医保支付限制放开，血栓通胶囊有望和注射用血塞通（冻干）在院内渠道联

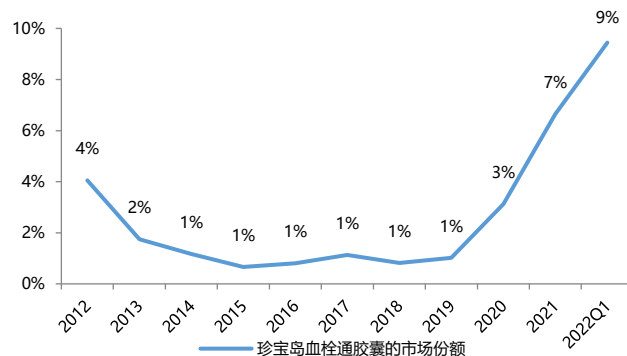
动销售，并且可以通过集采放量，多因素驱动下公司产品销售额有望迎来显著增长。

图 21：珍宝岛血栓通胶囊样本医院销售额（百万元）



资料来源：PDB 数据库，信达证券研发中心

图 22：珍宝岛血栓通胶囊在样本医院的产品份额



资料来源：PDB 数据库，信达证券研发中心

与注射用血塞通（冻干）制剂一样，血栓通/血塞通胶囊剂也被纳入集采，在 2021 年湖北 19 省联盟集采中，血塞通胶囊仅有云南维和药业一家企业中选；2022 年 4 月广东联盟清开灵等中成药集采中，珍宝岛拟备选血栓通胶囊、圣火药业拟备选血塞通软胶囊、云南维和药业拟中选血塞通胶囊。

表 7：血塞通/血栓通胶囊剂型集采情况

集采	厂家	药品名称	规格	价格 (元)	每日用法用量	日均费用 (元)
湖北 19 省联盟集采	云南维和药业	血塞通胶囊	50mg*40 粒	17.58	2 粒*3 次	2.637
广东联盟清开灵等中成药集采	圣火药业 (拟备选)	血塞通软胶囊	每粒装 0.33g(含三七总皂苷 60mg)	1.0792	2 粒*2 次	4.3168
	珍宝岛 (拟备选)	血栓通胶囊	每粒装 0.18g(含三七总皂苷 100mg)	1.4089	1 粒*3 次	4.2267
	云南维和药业	血塞通胶囊	0.1g	0.8223	1 粒*3 次	2.4669

资料来源：湖北省集采公告，广东省集采公告，药智网，信达证券研发中心

综合来看，针对中药制剂产品，公司的策略主要是持续进行二次开发，通过高品质维持市场竞争力和高价格，部分不占据市场竞争优势的产品，则通过集采谋求放量增长。

4.3. 中药创新药：乘政策之风，焕名方新生

在近年来多个利好政策的推动下，公司结合中药研发特点，以“名院、名医、名方”为中药创新源泉，积极推进中药创新药、院内制剂研发及经典名方开发布局。

公司分别与天津中医药大学合作开展经典方研究；与多家科研院所开展合作，深入开展循证医学研究、独家品种引进；对原研发体系进行整合、完善，引进多位博硕士人才，建立了中药创新药研发体系，并持续推进中药创新药项目开发。

截止至 2021 年底，公司拥有在研中药创新药项目 3 个，院内制剂项目 49 项，在中药配方颗粒方面，有 348 个品种获得全国备案。

表 8：中药创新药项目一览

项目代码	注册分类	适应症	研发进度
ZY-ZXM002	中药 1.1 类创新药	用于治疗非糜烂性食管返流病寒热错杂、胃气上逆证	临床 II 期，预计 2023 年进入临床 III 期
ZY-ZXM004	中药 1.1 类创新药	治疗女性卵巢早衰	临床 II 期
ZY-ZXM006	中药 1.1 类创	治疗食道癌、胃癌等消化系	临床 II 期，预计 2023 年进入临床

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>18

新药	抗肿瘤	III 期
----	-----	-------

资料来源：证券市场红周刊，信达证券研发中心

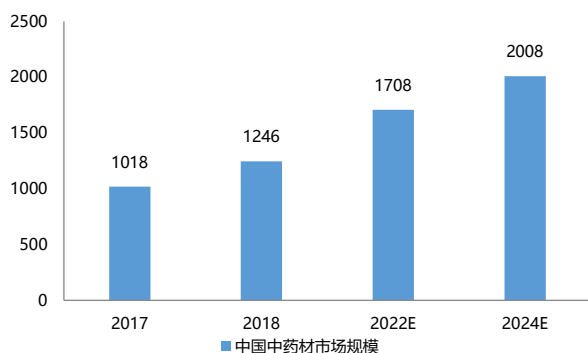
4.4. 持续升级上游中药材交易平台，联动覆盖中药全产业链

在升级中药制剂产品的同时，公司持续向上游中药材原料药板块拓展，于 2014 年注册成立亳州中药材商品交易中心，在安徽省政府的批准和支持下，打造全国首家大宗中药材现货交易平台；2021 年，哈尔滨中药材商品交易中心、第三方中药材电商平台-神农采正式投入运营，与亳州交易中心形成一南一北、“平台+实体”联动发展局面。

目前，在中药材领域，公司已经形成了“N+50”的中药材产业布局（“N”指公司在全国的多个交易中心，以亳州、哈尔滨为集中交易、数据结算、线下体验中心，以其他交易中心作为集中仓储、物流配送中心；“50”指公司以 50 个产地加工点、办事处作为交易中心交割仓、生产加工点、仓储物流中转仓），覆盖全国约 95% 的中药产区，打通了我国中药材从种植到流通的全流程。在公司业务布局上，“N+50”的中药材布局与中药制剂业务形成中药全产业链上下游一体化格局，保障了终端制剂的原材料来源、产品质量。

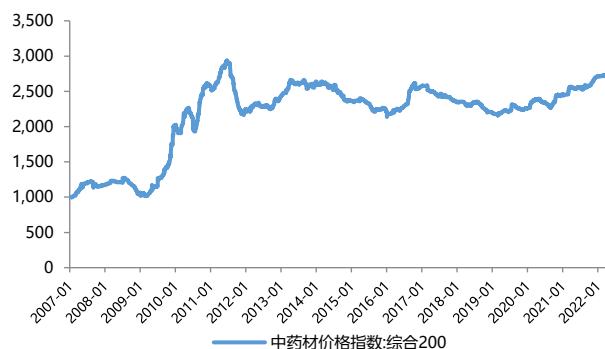
中药材的下游行业有中药饮片、中药配方颗粒、中成药等多个领域，随着近期中药行业多个利好政策的推进，我们预计未来下游行业规模将进一步扩大，并带动上游中药材行业规模增长，据艾媒咨询的预测，2024 年我国中药材市场规模将达到 2008 亿元，2018-2024 年的复合增长率将达到 200% 以上。

图 23：中国中药材市场规模预测（亿元）



资料来源：艾媒咨询，中国医药报，信达证券研发中心

图 24：中药材价格指数·综合 200



资料来源：Wind，信达证券研发中心

5. 持续推进创新药布局，参股特瑞思介入生物药领域

在传统的中药领域外，公司积极拓展化学及生物药领域，不断完善产品线，最终形成中药、化药、生物药、仿制药、创新药的全产品线布局。

公司在化药及生物药领域的布局策略各有差异，在化药领域，通过持续性的进行特色原料药及高端仿制药品种储备，形成梯次补充的产品管线，同时通过引进、合作等方式增厚化学创新药产品管线；在生物药领域，通过参股浙江特瑞思药业，成立杭州生物药研究院进行拓展。

5.1. 化学创新药：合作+引进搭建管线，人才转型谋求独立

截止至 2021 年底，公司有 4 项在研化药创新药，聚焦于抗病毒和抗肿瘤领域，引进的抗流感一类创新药 ZBD1042 项目，处于临床 I 期阶段，正准备启动 II 期临床试验；其余 3 项均为委托药明康德开发所得。目前，公司逐步布局具有自主研发能力的创新药人才团

队，努力推进化药创新药研发自主化。

表 9：化学创新药项目一览

项目代码	药品名称	注册分类	药物类型	适应症	研发进度	项目来源
创新药 ZBD1042	注射用 HNC042	化药 1 类 创新药	神经氨酸酶抑制剂 类抗流感病毒药物	于预防和治疗流感，针对达菲耐药患者二线治疗，或者中重度流感患者	II 期临床试验	由广州市恒诺康医药科技有限公司引进并共同合作开发，费用包括里程碑付款 1.5 亿元+每年度 6%净销售额
创新药 HZB1043	/	化药 1 类 创新药	神经氨酸酶抑制剂 类抗流感病毒药物	中重度流感	临床前阶段	ZBD1042 产品的吸入溶液新剂型，口服（包括儿童），改变给药途径，增加适用人群
创新药 HZB1044	/	化药 1 类 创新药	核酸内切酶抑制剂	中重度流感	临床前阶段	/
创新药 ZBD1006	HZB1006 胶囊	化药 1 类 创新药	小分子靶向抗肿瘤药，以 FGFR 和 VEGFR 为主的多激酶抑制剂	肿瘤，如肝癌	I 期临床试验	委托上海药明康德新药开发有限开发
创新药 HZB0071	HZB0071 片	化药 1 类 创新药	AKT 靶点药物	肿瘤，如胃癌、乳腺癌、前列腺癌	临床批件	委托上海药明康德新药开发有限开发
创新药 ZBD0276	ZBD0276 片	化药 1 类 创新药	抗特发性肺纤维化 (IPF) 药物	特发性肺纤维化	临床批件	委托上海药明康德新药开发有限开发

资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心

5.2. 特瑞思：极具技术实力前沿生物制药公司

浙江特瑞思药业股份有限公司是由海外归国专家吴幼玲博士牵头创立的生物制药企业，致力于研发和生产质量优越，价格符合患者购买能力的癌症治疗单抗药物，具有研发、中试放大、商业化生产和销售的全方位能力。公司团队核心成员均来自于世界 500 强制药公司，平均拥有 25-30 年的生物医药从业经历，经验涵盖了单克隆抗体产品的研发和商业化生产的全套流程。

目前，公司拥有 9 个在研创新药和类似药产品，治疗领域涵盖多种恶性肿瘤（淋巴瘤，肺癌，结直肠癌，肾癌，胰腺癌，肝癌和乳腺癌等），技术领域涉及靶向治疗、生物导弹-单抗偶联（ADC）、癌症的免疫治疗、双特异性抗体、纳米抗体等。其中 5 个产品为国家 1 类新药产品，4 个药物已获得国家“重大新药创制”专项资金支持，3 个产品获批临床。

表 10：杭州特瑞思药业产品管线

药品领域	项目代码	药品类型	适应症	项目阶段
生物类似物 (单抗)	TRS001	重组人鼠嵌合抗 CD20 单克隆抗体注射液	B 细胞性非霍奇金淋巴瘤	已进入临床研究阶段
	TRS003	重组人源化抗 VEGF 单克隆抗体注射液	大肠癌、非小细胞肺癌等肿瘤疾病	三期全球多中心临床
	TRS004	注射用重组抗 HER2 人源化单克隆抗体	HER2 高表达的复发性、转移性乳腺癌等	即将中美同步申报 IND
ADC	TRS005	注射用单抗偶联药物	复发或难治的 B 细胞非霍奇金淋巴瘤	一期临床试验
	TRS006	新靶点单抗偶联药物	三阴性乳腺癌、胰腺癌、肝癌、慢性淋巴细胞白血病、急性淋巴细胞白血病等多种恶性肿瘤疾病	/
单抗或双抗	TRS007	纳米抗体	黑色素瘤、肾细胞癌、非小细胞肺癌、尿路上皮癌等肿瘤疾病	/
	TRS008	双特异性抗体	非小细胞肺癌、尿路上皮癌等	/
	TRS009	双特异性抗体	肺癌、黑色素瘤、膀胱癌、消化道肿瘤等	/
	TRS010	治疗性单克隆抗体药物	高胆固醇血症	/

资料来源：特瑞思官网，特瑞思官方微信，信达证券研发中心

公司 TRS001、TRS003、TRS004 三款产品分别为利妥昔单抗（美罗华）、贝伐珠单抗（安维汀）、曲妥珠单抗（赫赛汀）的生物类似药，三款原研药物均为罗氏研制、生产，是各自治疗领域的重磅药物。

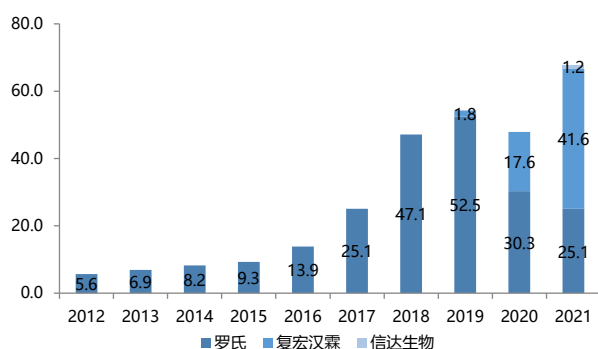
生物类似药- TRS001

TRS001（利妥昔单抗生物类似药）的适应症为 B 细胞性非霍奇金淋巴瘤，已进入临床研究阶段，从目前的研究结果看，该药物可全面提高患者总生存率。

利妥昔单抗是全球首个上市销售的抗肿瘤单克隆抗体药物，靶点为 CD20，可以特异性结合 B 细胞表面跨膜蛋白 CD20，通过抗体依赖细胞介导的细胞毒作用（ADCC）和补体依赖的细胞毒作用（CDC）两种途径杀伤 CD20 阳性的 B 淋巴细胞。

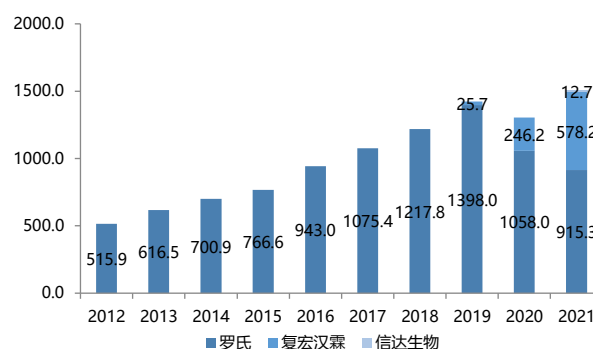
原研药物美罗华 1997 年获 FDA 批准在美国上市，2000 年在中国上市。美罗华的中国专利在 2013 年到期，美国专利在 2018 年到期，目前国内有两款已上市的生物类似药，分别为 2019 年 2 月上市的汉利康（复宏汉霖）、2020 年 9 月上市的达伯华（信达生物），另有正大天晴的生物类似药处于上市审批中，多家产品处于临床研究阶段。

图 25：利妥昔单抗样本医院销售数量（万瓶）



资料来源：PHT 制药业，信达证券研发中心

图 26：各企业利妥昔单抗销售额（百万元）



资料来源：PHT 制药业，信达证券研发中心

生物类似药- TRS003

TRS003 是贝伐珠单抗可互换生物类似药，贝伐珠单抗针对 VEGF/VEGFR 靶点，VEGF 是细胞内刺激血管生成的信号蛋白，具备促进血管新生和再生的功能，通过结合并激活血管内皮生长因子受体（VEGFR，又称酪氨酸激酶受体），可以促使血管的生成。VEGF 单抗药物通过特异性结合 VEGFR，可以抑制下游信号通路，从而实现抑制血管生成的作用，参与许多血管生成依赖性疾病的发病及其进展，包括癌症、某些炎症性疾病以及糖尿病视网膜病变等。

罗氏的贝伐珠单抗（安维汀）2004 年通过 FDA 批准在美国上市，2010 年通过审批在中国上市，该药是美国第一个获批的抑制肿瘤血管生成的药物，随后又陆续批准用于非小细胞肺癌、肾癌、脑胶质瘤、卵巢癌、宫颈癌等中国常见的癌种。

海外竞争较为缓和，中国类似药大量上市、竞争激烈。在 2019 年美国专利到期后，美国共有两款贝伐珠单抗生物类似药上市，分别来自安进和辉瑞，两款药物均于 2019 年开始产生销售收入，2021 年，安进在全球实现 30.56 亿法郎的销售额，安进的 Mvasi 实现 11.66 亿美元的销售额，辉瑞的 Zirabev 实现 4.44 亿美元的销售额，原研安维汀在海外依旧保持较高的销售占比，竞争者较少，海外竞争较为缓和。安维汀的中国专利在 2018 年到期，目前国内有 10 款生物类似药上市，13 款产品处于申报上市或 III 期临床阶段，国

内竞争较为激烈。

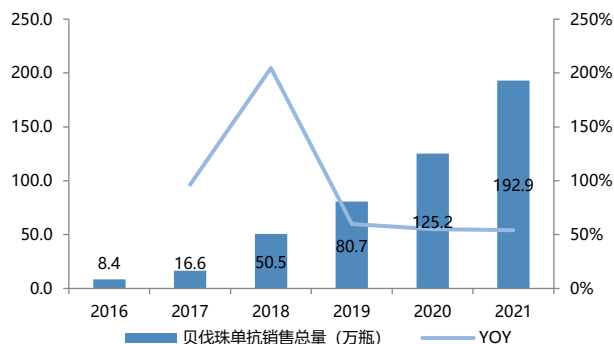
表 11：全球贝伐珠单抗生物类似物进度

商品名	研发企业	项目阶段
Mvasi	安进	已上市（美国）
Zirabev	辉瑞	已上市（美国），中国处于临床 III 期
安可达	齐鲁制药	已上市（中国）
普贝希	百奥泰	已上市（中国、美国），2020.8 将普贝希相关知识产权及其在中国地区的产品权益授权给百济神州；2021.9.9, 将美国、欧洲、加拿大和大部分其它普贝希合作未覆盖的国际市场的排他的产品商业化权益授权给 Sandoz
汉贝泰	复宏汉霖	已上市（中国），并于 2022.5.4 将 16 个拉美地区国家的开发、生产和商业化权益授权给 Eurofarm
贝安汀	海正生物及贝达生物	已上市（中国）
达攸同	信达生物	已上市（中国），2020.1 将美国、加拿大商业化权益授权给 Coherus BioSciences；2021.1.19, 将印度尼西亚的研发和商业化权益授权给 PT Etana Biotechnologies Indonesia (Etana)
博优诺	博安生物	已上市（中国）
扑欣汀	东耀药业	已上市（中国）
艾瑞妥	盛迪亚生物（恒瑞）	已上市（中国）
/	鼎康	申请上市
/	桂林三金	申请上市
/	三生国健	申请上市
/	正大天晴	申请上市
/	神州细胞	申请上市
/	特瑞思	临床三期（全球多中心）
/	华奥泰及君实生物	临床三期
/	上海生物制品研究所及复旦张江	临床三期
/	晟明生物及华兰生物	临床三期
/	嘉和生物	临床三期
/	安进（中国）	临床三期
/	安科生物	临床三期
/	GE 医疗及药明生物	临床三期

资料来源：医药魔方，复宏汉霖、信达生物、百奥泰公告，信达证券研发中心

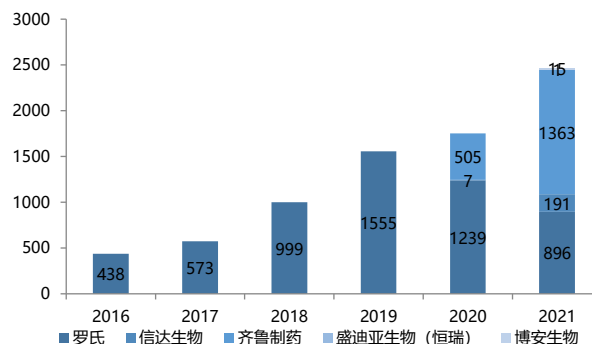
齐鲁制药后来居上，原研药物销售额位居中国第二。据 PDB 数据库显示，贝伐珠单抗产品在样本医院的销售数量以较高增速上升，2017 年安维汀被纳入医保目录，虽然价格降幅明显，但是当年的销售数量和销售额都获得了较高的增长；2020 年起，随着生物类似药逐渐上市，安维汀销售额逐渐下滑，从 PDB 数据库显示的 2021 年销售额看，齐鲁制药的安可达以 13.63 亿元的销售额位居市场第一，安维汀销售额为 8.96 亿元，位居第二。

图 27：贝伐珠单抗样本医院销售数量（万瓶）



资料来源：PDB 数据库，信达证券研发中心

图 28：各企业贝伐珠单抗样本医院销售额（百万元）



资料来源：PDB 数据库，信达证券研发中心

特瑞斯的 TRS003 产品在申报之初，以详实、严谨、完整的试验数据顺利通过美国 FDA 审批，并被特别允许跳过常规的生物类似物初期专家咨询会，直接进入 2 阶临床前会议，与会专家对产品质量予以高度评价，一致认为 TRS003 和原研产品（安维汀）高度类似（highly similar），免去了临床前的动物实验，直接进入简略临床研究，目前该产品已进入国际多中心 III 期临床，有望成为全球首款上市的贝伐珠单抗可互换生物类似药。

可互换生物类似药是与原研生物制剂高度相似的替代品，需要经过严格的评估以及转换研究来确保产品的疗效和安全性，即：可互换生物类似药必须在任何患者身上产生与原研生物制剂相同的临床效果，且患者在可互换生物类似药和原研生物制剂之间来回切换时没有安全风险或降低有效性。

原研药物的疗效和安全性受到广泛认可，但其昂贵的定价可能让患者难以承受，而普通生物类似药则在安全性和疗效上与原研有部分差距，可互换生物类似药则为患者提供了安全、有效、高质量、低价格的“平替”选择，在提高患者用药可及性的同时，降低社会层面的医疗成本，据 RAND 公司预测，从 2017 年到 2026 年，在美国通过使用生物类似药将使生物制剂的直接支出减少 540 亿美元。目前，FDA 批准了两款可互换生物类似药，Viartis 和 Biocon Biologics 的 Semglee（长效甘精胰岛素）（2021.11.16 在美国上市），可与赛诺菲的 Lantus 互换；勃林格殷格翰的 Cyltezo（2021.10 被 FDA 审批通过）则是艾伯维 Humira（阿达木单抗）的可互换生物类似药。

作为贝伐珠单抗的可互换生物类似药，TRS003 在上市销售后，无需医生重新开具处方即可替代原研产品使用，我们预计会对原研安维汀的销售额造成冲击；在与国内其他同类的生物类似药竞争时，其与原研“可互换”的质量优势有助于打开市场、提升患者信任度及选择倾向，拉升销售额；长期来看，TRS003 上市后销售额有望超越同类产品。

生物类似药- TRS004

曲妥珠单抗是靶点为 HER2 的单抗药物，HER2 可抑制细胞凋亡、促进细胞增殖，HER2 蛋白过度表达在多种恶性肿瘤，常见于胃癌、乳腺癌、CA、胆囊癌、卵巢癌等。

罗氏的赫赛汀是全球首个 HER2 单抗药物，1998 年获 FDA 批准，2002 年进入中国，该药物的美国专利于 2019 年到期，目前国内有一款由复宏汉霖研发、生产的生物类似物（汉曲优），于 2020 年 8 月在国内上市销售。公司的 TRS004 产品处于临床前研究阶段，即将中美同步申报 IND。

生物创新药（ADC）- TRS005

TRS005 是公司自主研发的 ADC 药物，靶点为 CD20，适应症为复发或难治的 CD20 阳性 B 细胞非霍奇金淋巴瘤，CD20 抗原是一种 B 细胞分化抗原，仅位于前 B 细胞和成熟 B 细胞，它在 95% 以上的 B 细胞性淋巴瘤中表达，而在造血干细胞、血浆细胞和其他正常组织中不表达，CD20 在 B 细胞增殖和分化中起重要的调节作用，针对 CD20 靶点的利妥昔单抗（罗氏）于 1997 年上市，是全球第一个上市的抗肿瘤单抗。

单抗药物的长期使用容易使肿瘤细胞产生耐药性，而在此基础上携带了毒素的 ADC 药物则仅利用 CD20 靶点的靶向性，避开耐药性这一缺陷，拓展了药物的治疗手段和治疗人群。

该产品目前处于国内临床试验一期阶段，正在招募受试者参加试验。现有研究表明 TRS005 的药物疗效是已上市重磅裸抗药物的 8 倍，由于其突出的疗效，项目获“十二五”

和“十三五”国家“重大新药创制”资金滚动支持，其偶联工艺已申请三项中国专利和一项 PCT 国际专利。目前全球尚无 CD20-ADC 药物上市，除 TRS005 外，国内还有美雅珂（乐普生物）的 MRG001 已经完成 I 期临床试验。

6. 盈利预测

6.1. 盈利预测及核心假设

1. 考虑疫情对于线下中药材交易以及线上物流影响，假设医药商业中的中药材贸易业务在 2022-2024 年收入增速为 18%、20%、22%，毛利率长期维持 5%；假设药品贸易业务在 2022-2024 年收入增速为 10%、15%、20%，毛利率长期维持 10%。
2. 考虑疫情导致住院患者人次降低，进而导致注射剂销售数量降低以及感冒类药物销售数量降低，同时考虑产品提价及部分产品集采放量影响，假设医药工业中的中药制剂业务在 2022-2024 年收入增速为 20%、15%、15%，假设毛利率为 82%、83%、84%。

表 12：公司盈利预测（百万元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
合计					
收入	3,411	4,130	4,881	5801.11	6927.53
增速/%	3%	21%	18.19%	18.84%	19.42%
成本	1,497	2764	3269.33	3876.86	4670.63
毛利率/%	56.11%	33.09%	33.02%	33.17%	32.58%
医药商业					
收入	1195.0	2606.7	3042.5	3628.0	4415.6
增速/%	32.19%	118.13%	16.72%	19.25%	21.71%
成本	1144.0	2439.4	2867.4	3420.2	4163.1
毛利率/%	4.3%	6.4%	5.75%	5.73%	5.72%
医药工业					
收入	2194.5	1513.6	1829.2	2163.4	2502.3
增速/%	7.59%	-31%	20.85%	18.27%	15.66%
成本	322.2	290.1	392.3	447.0	497.9
毛利率/%	85.3%	80.8%	78.55%	79.34%	80.10%
其他					
收入	21.3	9.6	9.6	9.6	9.6
增速/%	-94.0%	-54.8%	0.00%	0.00%	0.00%
成本	30.7	34.0	9.6	9.6	9.6
毛利率/%	-44%	-253%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：Wind，信达证券研发中心

6.2. 估值与投资评级

预计 2022-2024 年公司营业收入为 48.81、58.01、69.28 亿元，增速分别为 18.2%、18.8%、19.4%，归母净利润分别为 4.28、5.69、7.02 亿元，增速分别为 28.8%、33.1%、23.4%，当前

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>24

股价对应 2022E-2024E PE 分别为 25x、19x、15x，首次覆盖给予“买入”评级。

表 13：可比公司情况

代码	公司	市值（亿元）	净利润（亿元）			PE		
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002603.SZ	以岭药业	359.03	16.42	19.66	23.31	21.9	18.3	15.4
002287.SZ	奇正藏药	123.01	4.94	5.51	6.47	24.9	22.3	19.0
002390.SZ	信邦制药	106.43	3.44	4.38	5.66	31.0	24.3	18.8
603896.SH	寿仙谷	69.69	2.60	3.37	4.34	26.8	20.7	16.0
600085.SH	同仁堂	676.82	14.92	17.44	20.34	45.4	38.8	33.3
002317.SZ	众生制药	120.29	3.72	4.19	4.58	32.4	28.7	26.3
平均值						30.4	25.5	21.5
603567.SH	珍宝岛	105.50	4.28	5.69	7.02	24.7	18.5	15.0

资料来源：Wind，信达证券研发中心（对应 2022.08.04 收盘价）。

备注：可比公司的预测数据来源为 Wind 一致预期，珍宝岛为信达证券研发中心预测

7.风险提示

新冠疫情风险。由于核心产品注射用血塞通（冻干）多为住院患者使用，新冠疫情会导致住院人数及频次下降，进而导致产品销售额下降，目前新冠疫情呈现多点散发的局面，公司业绩存在受疫情影响的风险。

医药政策、药品集采风险。国家正在积极推进中成药集采政策，公司核心产品舒血宁注射液已经进入集采拟中选名单，其他核心产品如注射用血塞通（冻干）、血栓通胶囊等也有很多可能进入集采，虽然集采是以量换价，降低了企业的销售费用，但仍旧存在降价幅度超预期、利润不及预期风险。

研发风险。医药研发投入高、周期长、风险高，仿制药研发上市需要 3-4 年时间，创新药则需要 10 年甚至更多的时间，这其中的每一环节都会对最终结果产生影响。公司拥有较为风险的仿制药、创新药研发管线，故存在研发失败或研发进展不及预期风险。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6,001	6,676	7,508	8,258	9,404
货币资金	1,539	1,551	1,783	1,295	1,100
应收票据	283	85	134	191	285
应收账款	2,371	3,237	3,333	4,164	4,969
预付账款	41	14	49	53	59
存货	960	733	1,421	1,596	1,845
其他	807	1,056	788	959	1,146
非流动资产	4,233	4,830	5,111	5,348	5,580
长期股权投资	450	645	745	795	845
固定资产(合计)	1,394	1,311	1,317	1,412	1,547
无形资产	205	209	201	198	193
其他	2,185	2,665	2,847	2,943	2,995
资产总计	10,234	11,506	12,619	13,606	14,984
流动负债	2,252	2,812	3,445	3,666	4,155
短期借款	500	601	800	700	852
应付票据	14	143	134	152	196
应付账款	567	654	717	976	1,113
其他	1,171	1,414	1,794	1,838	1,995
非流动负债	2,479	1,643	1,793	1,883	1,913
长期借款	2,134	1,290	1,390	1,430	1,410
其他	345	353	403	453	503
负债合计	4,731	4,455	5,238	5,549	6,068
少数股东权益	9	8	9	9	10
归属母公司股东权益	5,494	7,043	7,373	8,048	8,906
负债和股东权益	10,234	11,506	12,619	13,606	14,984

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,411	4,130	4,881	5,801	6,928
同比(%)	3.5%	21.1%	18.2%	18.8%	19.4%
归属母公司净利润	436	332	428	569	702
同比(%)	6.8%	-23.9%	28.8%	33.1%	23.4%
毛利率(%)	56.1%	33.1%	33.0%	33.2%	32.6%
ROE%	7.9%	4.7%	5.8%	7.1%	7.9%
EPS(摊薄)(元)	0.51	0.38	0.45	0.60	0.75
P/E	21.72	39.83	24.67	18.52	14.99
P/B	1.72	2.05	1.43	1.31	1.18
EV/EBITDA	13.39	30.88	23.79	20.69	19.32

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	3,411	4,130	4,881	5,801	6,928
营业成本	1,497	2,764	3,269	3,877	4,671
营业税金及附加	132	65	76	90	107
销售费用	734	645	771	899	1,060
管理费用	333	325	366	435	520
研发费用	81	55	66	78	94
财务费用	124	143	128	127	125
减值损失合计	-5	-48	-12	-12	-12
投资净收益	-20	243	146	174	208
其他	26	128	195	237	289
营业利润	511	456	534	694	836
营业外收支	27	-1	1	1	1
利润总额	537	455	535	695	837
所得税	100	122	107	125	134
净利润	438	333	428	570	703
少数股东损益	1	1	0	1	1
归属母公司净利润	436	332	428	569	702
EBITDA	832	512	507	605	667
EPS(当年)(元)	0.51	0.38	0.45	0.60	0.75

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	155	-434	398	-221	-199
净利润	438	333	428	570	703
折旧摊销	178	155	174	184	191
财务费用	150	144	93	100	103
投资损失	72	-20	-243	-146	-174
营运资金变动	-595	-928	-192	-941	-1,029
其它	6	105	41	41	41
投资活动现金流	-1,451	-421	-317	-156	-74
资本支出	-868	-445	-219	-173	-121
长期投资	-587	-384	-250	-160	-160
其他	4	408	151	177	208
筹资活动现金流	292	797	151	-111	77
吸收投资	101	1,228	0	0	0
借款	2,140	860	299	-60	132
支付利息或股息	-332	-144	-198	-100	-103
现金净增加额	-1,004	-58	232	-487	-195

研究团队简介

周平，医药行业首席分析师。北京大学本科、清华大学硕士，5年证券从业经验。曾入职西南证券、华西证券，2021年4月加入信达证券担任医药首席分析师。作为团队核心成员获得2015/2016/2017年新财富医药行业最佳分析师第六名/五名/四名。

史慧颖，团队成员，上海交通大学大学药学硕士，曾在PPC佳生和Parexel从事临床CRO工作，2021年加入信达证券，负责CXO行业研究。

王桥天，团队成员，中国科学院化学研究所有机化学博士，北京大学博士后。2021年12月加入信达证券，负责科研服务与小分子创新药行业研究。

阮帅，团队成员，暨南大学经济学硕士，2年证券从业经验。曾在明亚基金从事研究工作，2022年加入信达证券，负责医药消费、原料药行业研究。

吴欣，团队成员，上海交通大学生物医学工程本科及硕士，2022年4月加入信达证券，负责医疗器械和中药板块研究工作，曾在长城证券研究所医药团队工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券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并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。