

# 男性健康先锋，国内首仿达泊西汀未来可期

2022年09月05日

➤ **把握市场机遇，消费医疗领域彰显独家实力。** 历经二十余年，泰恩康逐渐发展成为“研产销”一体化的创新综合型医药企业，公司由代理起家逐步转向自研自产。业务领域也由技术壁垒高的眼科用药与市场持续扩容的胃肠用药，逐渐内延外拓，业务新增长极转变为成长率高、市场容量大的两性健康药物。

➤ **达泊西汀先发优势，两性健康市场表现亮眼。** 达泊西汀为“国内首仿”，市场竞争较小、利润空间较大。依托前期成熟的 OTC 渠道优势，该产品于 2020 年下半年上市后迅速完成市场铺货、大规模推广放量，推广过程中更加针对年轻群体，在终端和消费者群体中筑起品牌在两性健康市场的知名度。2021 全年实现销售收入 1.52 亿元，同比增长 167.34%。为公司创造了可观收益，预计将逐步蚕食金戈等同类产品的市场份额。

➤ **三大技术平台赋能，上市在研产品形成合力。** 泰恩康三大关键技术研发平台赋能，引领企业未来高速发展。1) 功能性辅料和纳米给药关键技术平台：多西他赛聚合物胶束项目开展临床 I (b) 期，进展领先。2) 生物大分子药物关键技术平台：在研雷珠单抗，将协同沃丽汀，在眼科事业部运营下主要活跃于院内市场。3) 仿制药开发及一致性评价技术平台：今年又一仿制新药“他达拉非片”成功获批，协同“达泊西汀”驰骋两性健康蓝海市场；其它多个储备项目，共同形成了治疗“早泄+勃起功能障碍+生殖健康”的全产品管线。

➤ **营销推广体系完备，不断外拓渗透国内市场。** 泰恩康多年深耕 OTC 渠道推广，截至 2021 年底，运营网络已经覆盖全国 28 个省级区域，拥有近 300 人的 OTC 专业销售队伍，并逐步形成了产品筛选-市场策划-持续维护的成熟市场推广体系，是达泊西汀等新产品能实现销售收入快速增长的重要保障。未来，公司将由主要分布于东南沿海地区的网点向全国范围进一步扩建，新设多个运营网点，加大终端推广力度。

➤ **投资建议：** 公司核心产品销量的稳步提升，产品线不断丰富，预计 2022-2024 年公司业务营业收入达到 8.6/11.4/14.7 亿元。公司业务触角广，代理产品与自产两性健康药物对利润贡献较大且持续性好，预期公司未来毛利率保持向好态势，2022-2024 年毛利率分别为 58%/60%/63%。我们选取 3 家中医药企业太极集团、以岭药业、云南白药作为可比公司，2022/2023/2024 年 PE 均值分别为 30/22/17 倍。考虑到公司产品结构优化升级，以及自研能力的不断提升，未来业绩具有成长性，2022/2023/2024 年 PE 分别为 34/23/17 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：** 研发进展的不确定性；代理业务的经营风险；政策性风险

**推荐**

首次评级

当前价格：

31.15 元

**分析师 周超泽**

执业证书：S0100521110005

邮箱：zhouchaoze@mszq.com

**分析师 许睿**

执业证书：S0100521110007

电话：021-80508867

邮箱：xurui@mszq.com

**研究助理 宋丽莹**

执业证书：S0100121120015

邮箱：songliying@mszq.com

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	654	862	1,144	1,469
增长率 (%)	-7.8	31.9	32.7	28.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	120	217	322	435
增长率 (%)	-25.3	80.8	48.4	35.2
每股收益 (元)	0.51	0.92	1.36	1.84
PE	61	34	23	17
PB	10.4	3.9	3.5	3.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 09 月 02 日收盘价）

# 目录

<b>1 把握市场机遇，消费医疗领域彰显独家实力 .....</b>	<b>3</b>
1.1 主营业务外延内拓，二十余载鼎力攀登 .....	3
1.2 公司业绩稳步向好，盈利能力逐年增强 .....	4
1.3 公司经营状况稳健，营销推广不断优化 .....	7
<b>2 业务触角广，研产销一体化多方位发展 .....</b>	<b>9</b>
2.1 全球医药消费需求大，中国新兴市场潜力足 .....	9
2.2 公司业务布局多领域，自产与代理齐头并进 .....	10
<b>3 多年 OTC 渠道积累，上市及在研产品协同发力 .....</b>	<b>13</b>
3.1 产品优势：达泊西汀先发优势，两性健康市场表现亮眼 .....	13
3.2 技术优势：三大技术平台赋能，雷珠单抗与沃丽汀合力 .....	14
3.3 渠道优势：营销推广体系完备，不断外拓渗透国内市场 .....	16
<b>4 盈利预测与投资建议 .....</b>	<b>17</b>
4.1 盈利预测假设与业务拆分 .....	17
4.2 估值分析 .....	18
<b>5 风险提示 .....</b>	<b>19</b>
<b>插图目录 .....</b>	<b>21</b>
<b>表格目录 .....</b>	<b>21</b>

# 1 把握市场机遇，消费医疗领域彰显独家实力

## 1.1 主营业务外延内拓，二十余载鼎力攀登

历经二十余年，发展成为综合型医药企业。泰恩康的前身是汕头市泰康药品有限公司，成立于1999年，并于2011年12月整体变更设立股份公司。2014年，公司挂牌新三板。于2020年6月完成山东华铂凯盛与武汉威康全部股份收购，至此两者成为泰恩康全资子公司。2022年3月，泰恩康登陆深交所创业板上市。

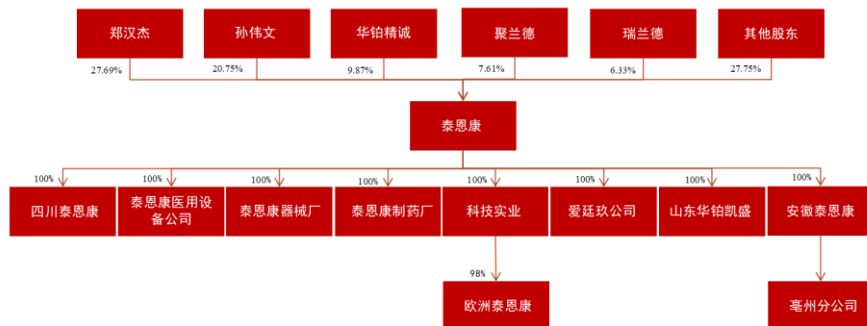
图1：公司发展历程



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

公司股权结构合理，利于长期稳定发展。郑汉杰、孙伟文是公司的实际控制人，系夫妻关系，二人合计持有公司48.44%股份。其他持有发行人5%以上股份的主要股东为华铂精诚、聚兰德和瑞兰德，股权结构较为稳定。

图2：公司股权结构（截至2022年3月24日）

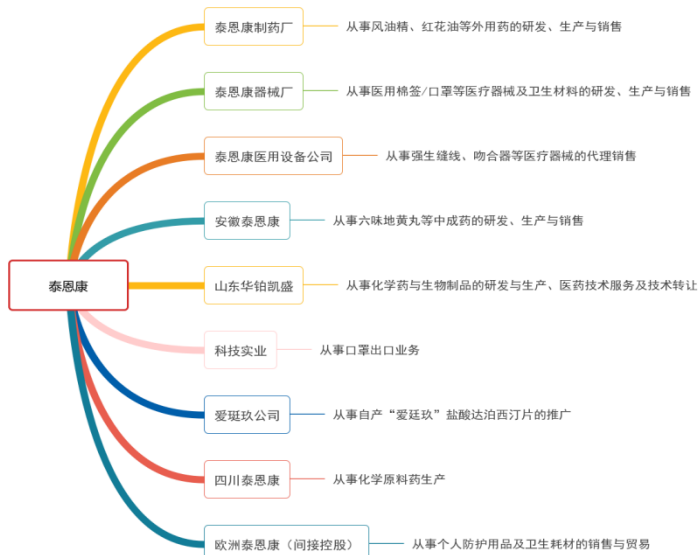


资料来源：招股说明书，民生证券研究院

公司子公司众多，业务覆盖范围广。公司拥有8家全资子公司，1家间接控股公司。主营业务覆盖代理运营及研发、生产、销售医药产品、医疗器械、卫生材

料并提供医药技术服务与技术转让等。

图3：公司子公司情况（截至 2022 年 8 月 31 日）



资料来源：wind，民生证券研究院

## 1.2 公司业绩稳步向好，盈利能力逐年增强

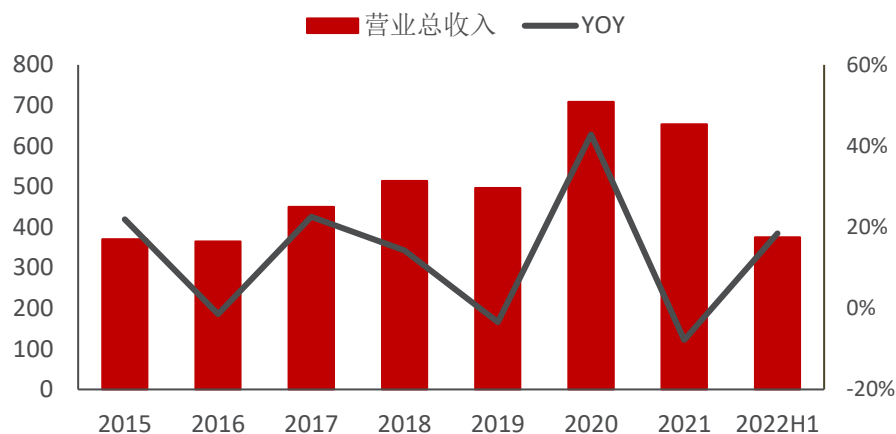
**代理自营齐发，独家优势凸显。**公司主要产品分为代理与自产两大类型。在代理产品方面，自 1999 年即开始运营和胃整肠丸、沃丽汀等产品在中国市场的报关、报检、市场推广、经销商选择、销售定价等工作，目前已取得在中国的独家代理权。除此以外，公司还代理运营强生等品牌的医疗器械。在自产产品方面，有化学药、外用药及中成药、医疗器械及卫生材料三个品类，其中化学药“爱廷玖”的质量、疗效与原研药品等同，为国内首仿。

**表1：公司主营产品**

类型	品种	产品名称	功能	图示	处方/非处方	独家情况
代理产品	授权经营药品	和胃整肠丸	胃肠用药		非处方药	中国唯一总代理
		沃丽汀	眼科用药		处方药	中国唯一总代理
自产产品	授权经营医疗器械	缝线、外科吻合器、血管夹及施夹器等				
	化学药	盐酸达泊西汀片	两性健康		处方药	国内“首仿”
	外用药	风油精	-		非处方药	-
		其他产品	红花油、驱风油、薄荷通吸入剂等			
	中成药	六味地黄丸	-		非处方药	-
		藿香正气丸	-		非处方药	-
		一次性使用医用口罩	-		-	-
其他产品	明目地黄丸、知柏地黄丸、杞菊地黄丸、逍遥丸、补中益气丸等					

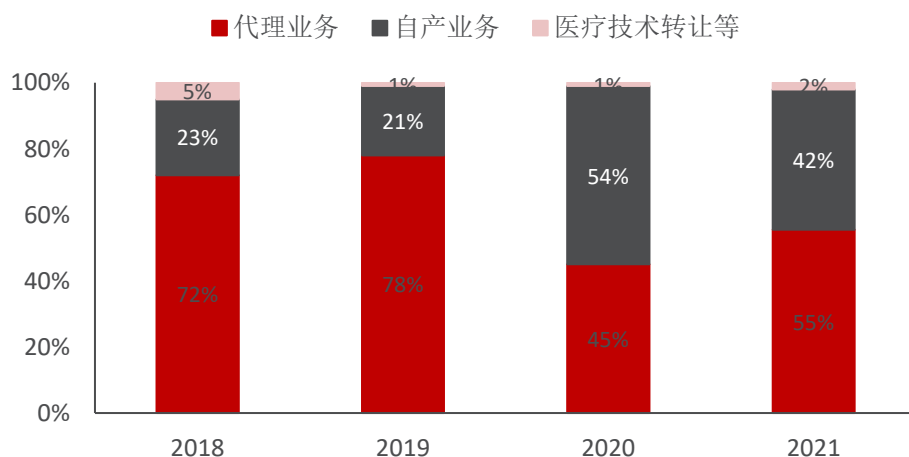
资料来源：招股说明书，民生证券研究院

**营业收入整体平稳，增速快未来可观。**公司营业收入从 2019 年 4.96 亿元增长到 2021 年的 6.54 亿元，年复合增速为 15%。近年营收出现略微波动，是由于 2020 年度新冠肺炎疫情带来口罩销售收入大幅增加，而 2021 年随着疫情控制与市场供应增加，口罩业务收入降幅较大；2020 年下半年以后则持续获益于“爱廷玖”产品的上市；2022H1 由于“爱廷玖”和胃整肠丸销售收入的较大幅度增长，公司实现 3.74 亿元营收，同比增长 18.42%。

**图4：泰恩康营业总收入（百万元）及增长率**


资料来源：Wind，民生证券研究院

**收入结构不断调整，自产业务逐渐壮大。**公司自创始初期即持续从事代理业务，代理产品是公司收入的主要来源，2020年综合口罩业务扩张与“爱廷玖”良好销售两个催化因素，公司自产产品业务收入占比逐步扩大。未来随着公司后续自主研发药品注册批件的陆续获批上市，医用口罩生产销售业务的稳定发展，公司自产产品业务收入还将保持稳定增长。

**图5：泰恩康各业务收入占比情况**


资料来源：Wind，招股说明书，民生证券研究院

**公司主营业务跨度大，毛利率处于行业中位。**公司主营业务为代理运营及研发、生产、销售医药产品、医疗器械、卫生材料并提供医药技术服务与技术转让等。与从事药物代理等业务的金活医药、康哲药业、中国先锋医药、泛谷药业、一品红以及康芝药业相似，具有可比性。其中，金活医药、康芝药业的代理产品以 OTC 药

品为主，康哲药业、中国先锋医药和泛谷药业均以处方药为主。公司的毛利率处于同行业可比公司的毛利率区间范围内，处于行业平均水平。

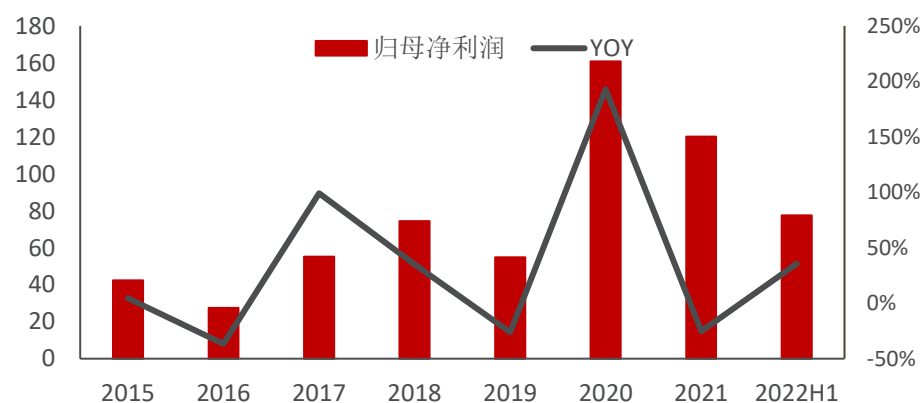
**表2：公司与可比公司毛利率对比情况（%）**

公司名称	2018	2019	2020	2021	2022H1
金活医药	28.87	27.34	37.59	31.11	31.86
康哲药业	72.09	74.85	73.92	74.93	77.26
中国先锋医药	38.94	51.66	45.64	53.81	54.04
泛谷药业	76.97	78.09	66.83	66.11	71.29
一品红	72.13	77.29	82.14	85.31	87.10
康芝药业	43.85	47.71	50.80	49.77	44.32
可比公司平均值	55.47	59.49	59.48	60.17	60.98
泰恩康	44.15	41.85	54.32	50.73	57.13

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

**产品收入结构变动，归母净利润增长强劲。**公司归母净利润从 2019 年 0.55 亿元增长到 2021 年的 1.2 亿元，年复合增速为 47.7%。2020 年归母净利润达到 1.6 亿元的历史最高值，而 2021 年出现略微下降，这是由疫情控制带来的口罩业务收入大幅下滑以及新增产品“爱廷玖”的销售费用增加所致。随着公司经营情况持续改善以及产品收入结构变动，盈利能力提升的势头愈发强劲。2022H1 的归母净利润达 0.78 亿元，同比增长 36%。

**图6：泰恩康归母净利润（百万元）及增长率**



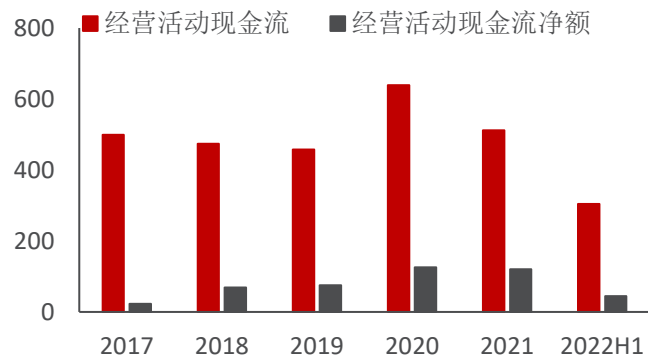
资料来源：Wind，民生证券研究院

### 1.3 公司经营状况稳健，营销推广不断优化

**经营性现金流稳定，负债水平健康。**公司经营性现金流量与营收规模相匹配，2020 年经营性现金流量净额为 1.3 亿元，创下新高，2021 年为 1.2 亿元，保持该良好态势。公司净资产收益率保持相对稳定，2020 年加权净资产收益率为 28.79%，资产负债率近三年稳定在 23%左右，2020 年最低为 22.40%，总体来

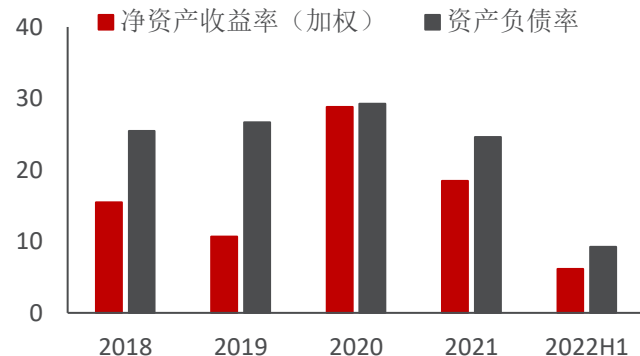
看公司的负债水平健康。

图7：公司经营性现金流与现金流量净额变动（百万元）



资料来源：wind，民生证券研究院

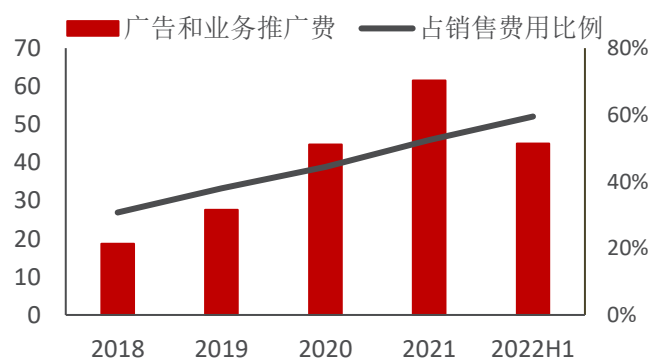
图8：公司净资产收益率与资产负债率变动情况（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

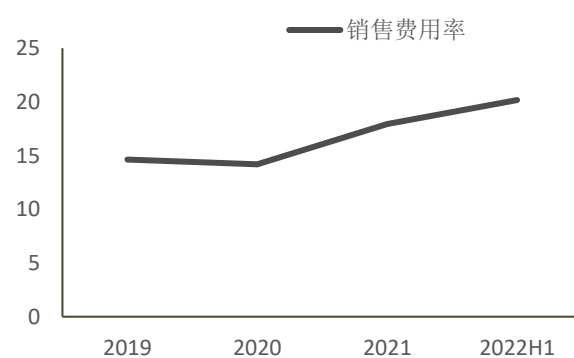
**销售费用占比上升，重视提升品牌知名度。**2019年初起，公司营销重心转变为和胃整肠丸的电视广告与网络推广，在国内城市高铁站、电视传媒、电梯传媒等进行品牌广告投放。仅2019年，和胃整肠丸这一产品的广告费达0.1亿元，同比增长3834.76%；当年即开始显著放量，其销售额增长至143.40万元。受疫情影响，2021年销售增速短暂下滑，打断其持续放量节奏。除此以外，2020年下半年开始，爱廷玖上市，公司开始布局“药店人毅行者活动”等多渠道营销推广方案以抢占市场，也为公司陆续跟进的“他达拉非”等两性健康产品铺垫了广阔市场通道，销售费用及广告、推广费用呈现增长态势，但总体销售费用率稳定在14-21%之间。

图9：公司广告和业务推广费（百万元）、销售费用占比（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图10：公司销售费用率（%）



资料来源：wind，民生证券研究院



## 2 业务触角广，研产销一体化多方位发展

### 2.1 全球医药消费需求大，中国新兴市场潜力足

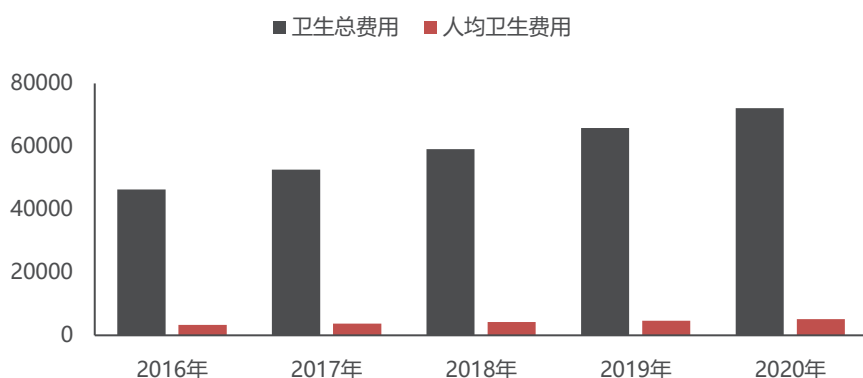
全球医药市场规模不断扩大，中国重要性日益凸显。随着世界经济的发展，人民生活水平提高，世界人口总量的增加以及老龄化进程加快，全球医药市场需求旺盛，有力促进了制药工业的发展。同时药品市场规模及增速地区差异较为明显，据 IQVIA 报告，2022-2026 年期间，全球药品市场将以 3%-6% 的复合年增长率增长，到 2026 年全球药品支出预计将达到近 1.8 万亿美元。其中，美国、日本等主要发达市场增速持平或略降，而中国未来 5 年将以 3.8% 的 CAGR 增长引领新兴市场，我国医药市场的国际重要性将日益增强。

图11：全球药品市场规模（十亿美元）和增长率（%）（2011-2026）



资料来源：IQVIA Market Prognosis，民生证券研究院

我国卫生费用逐年增长，医疗保健需求上升。随着人们生活水平的提高和对健康的日益重视、社会医疗保险的推广及政府投入的增加，我国卫生费用逐年增长，带动我国医药行业持续健康发展。根据国家统计局数据显示，2016 至 2020 年我国卫生总费用由 4.6 万亿元上升至 7.2 万亿元，人均卫生费用由 2980 元增长至 5146 元。2021 年我国居民人均消费支出达到 2.4 万元，较上年增长 13.6%。其中，人均医疗保健消费支出为 2115 元，同比增长 14.8%。

**图13：2016-2020 年人均卫生费用、卫生总费用情况（亿元）**


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

**医药制造业总体平稳运行，盈利能力持续提升。**我国是世界第一人口大国，庞大的人口规模带来不可小觑的药品消费需求，基于巨大的人口基数以及近年来国民经济的稳定增长，中国已发展成仅次于美国的全球第二大药品消费市场，医药制造业成为中国国民经济的重要组成部分。“十二五”以来，我国医药制造业迎来快速发展，国家统计局及工信部的数据显示，2020 年我国医药工业全行业实现主营业务收入 2.8 万亿元，同比增长 7.0%，实现利润总额 4122 亿元，同比增长 19.3%。未来，随着居民医疗服务需求的不断扩大，我国医药工业将处于稳定较快的发展阶段。

## 2.2 公司业务布局多领域，自产与代理齐头并进

公司主营业务为代理运营及研发、生产、销售医药产品、医疗器械、卫生材料并提供医药技术服务与技术转让等，产品种类已达数十种。目前，公司三大主力产品分别为眼科用药沃丽汀、胃肠用药和胃整肠丸以及两性健康用药达泊西汀。2022H1 年沃丽汀、和胃整肠丸、达泊西汀三大产品的销售收入分别占公司营收的 23%、17%、28%。

图14: 核心产品营收及占比情况 (%)

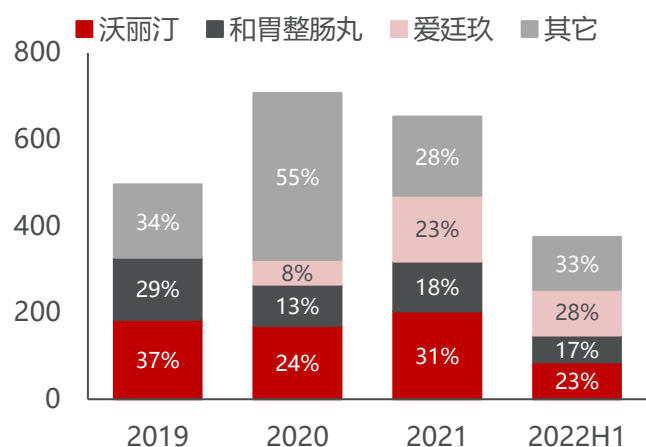
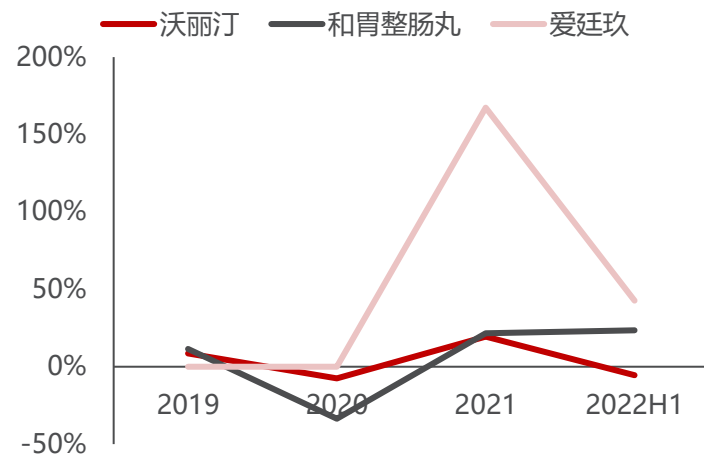


图15: 核心产品营收增速情况 (%)



资料来源: 招股说明书, wind, 民生证券研究院

资料来源: 招股说明书, wind, 民生证券研究院

**1) 技术壁垒高、市场规模持续扩张的眼科用药市场。**工作学习压力加大、生活不规律、不良生活习惯导致的用眼过度情形加重, 眼底病发病率有所提高, 相应的眼底病的基本医疗服务需求迅速增加。中国卫生健康统计年鉴数据显示, 2019年我国眼科医院诊疗人次达到 3433 万人, 2011-2019 年复合年均增长率达到 11.66%, 同时眼科专科医院数量达到 945 家, 2011-2019 年复合增长 14.25%; 叠加眼疾病发病率的持续提升, 行业整体景气度还将持续向上。

图16: 全国眼科医院诊疗人数 (百万人次)

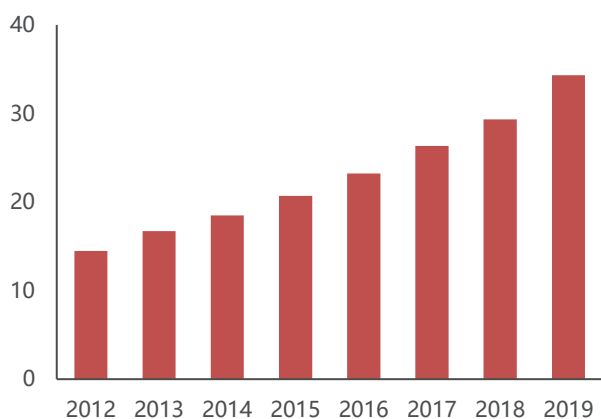
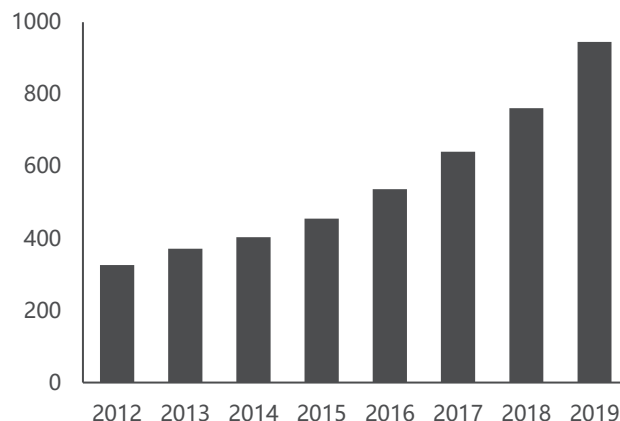


图17: 全国眼科专科医院数量变化情况 (个)



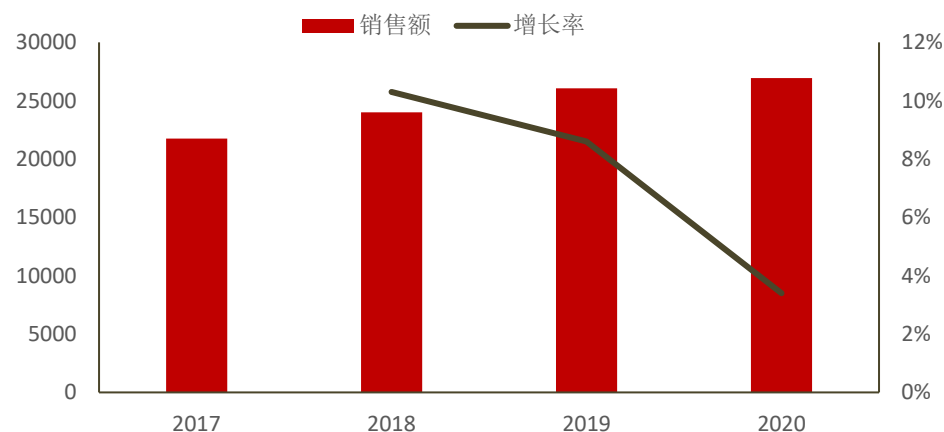
资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 民生证券研究院

资料来源: 中国卫生健康统计年鉴, 民生证券研究院

**2) 竞争激烈, 持续扩容的胃肠用药细分市场。**肠胃病具有常见性、多发性的特点, 多年来一直是我国医药销售中的重要大类。生活节奏的加快、饮食不规律导致的胃痛、消化不良越来越多, 有肠胃调理需求的人群也逐渐扩大, 肠胃用药市场仍广阔。据中康资讯胃肠道疾病用药零售终端市场概览数据的统计, 2020 年我国

胃肠药零售终端市场约为 269 亿元, 2017 年至 2020 年的年复合增长率为 7.40%。

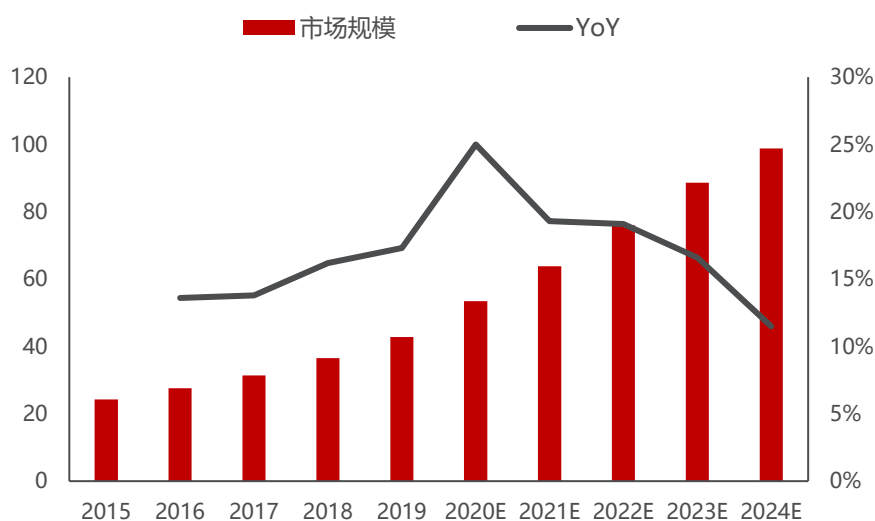
图18: 中国胃肠道疾病用药零售终端市场规模 (百万元) 及增长率 (%)



资料来源: 中康资讯, 民生证券研究院

3) 成长率高, 用户需求潜力大的两性健康用药细分市场。据 WHO 报告, 男科疾病是继心脑血管疾病、癌症之外, 威胁男性健康的第三大杀手。随着国民思想观念开放和健康需求水平提高, 有关性安全的重视、性观念的正常化以及对于性的开放化, 都会推动整个社会乃至影响政府以及相关机构对于两性健康产业的正视。PE (早泄) 与 ED (男性勃起功能障碍) 为最常见的几类男子性功能障碍之一, 目前抗 ED 药物市场发展较抗 PE 更早, 正在发展中的 PE 治疗药物市场也存在较大的潜力。

图19: 中国抗 ED 药物行业市场规模 (亿元)



资料来源: 中康资讯, 民生证券研究院

## 3 多年 OTC 渠道积累，上市及在研产品协同发力

### 3.1 产品优势：达泊西汀先发优势，两性健康市场表现亮眼

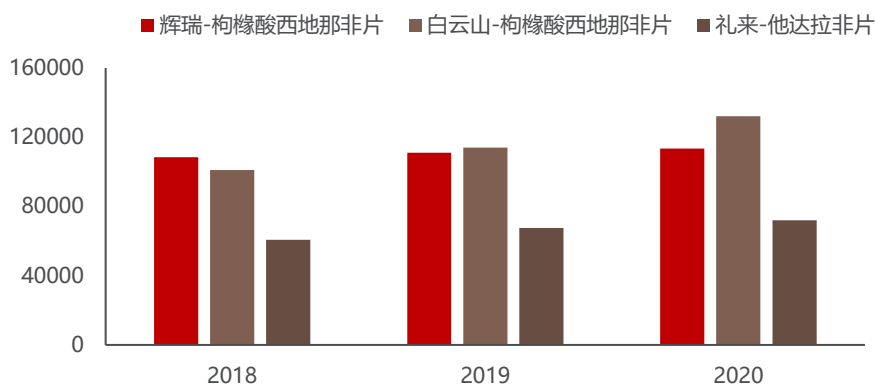
**国内“首仿”，短期内竞争小。**盐酸达泊西汀是一种短效选择性 5-羟色胺再摄取抑制剂 (SSRIs)，主要适用于治疗 18-64 岁男性早泄患者，是国家药品监督管理局目前批准的用于治疗早泄的药物，暂不存在其他替代性竞品或升级迭代竞品。公司于 2020 年取得药品注册批件，是国内首家按照化药 4 类申报，并按照与原研质量一致性评价要求获批的同类品种，为国内“首仿”，其质量、疗效与原研药品等同。

**表3：国内抗 PE 主要上市药物**

品种	公司	上市时间
盐酸达泊西汀片	德国柏林化学	2010
	泰恩康（首仿）、信立泰、四川科伦药业	2020
	力品药业、扬子江、江苏联环药业、海南红祥旗荣医药	2021

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

**又一在研产品获批，他达拉非片协同发展。**他达拉非是一种环磷酸鸟苷特异性磷酸二酯酶 5 的选择性可逆抑制剂，主要用于治疗男性勃起功能障碍 (ED)。目前市场上 ED 类药物主要有枸橼酸西地那非、他达拉非、盐酸伐地那非等药品。据米内网数据显示，零售终端是 ED 类药物的主要销售渠道，2019 年他达拉非片在我国城市、县级及乡镇三大终端公立医院的销售额约为 1.35 亿元，在城市药店的销售额约为 6.8 亿元。在城市实体终端，目前辉瑞、白云山与礼来的西地那非片销售额稳步增长。公司将借助“达泊西汀”前期在两性健康药物市场所打下的基础与公司已有的成熟销售体系，其自研药他达拉非片的研发、生产、销售业务有望成为公司未来业绩增长的主要动力之一。

**图20：中国城市实体药店终端 ED 药物 TOP3 品牌的销售情况（单位：万元）**


资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

### 3.2 技术优势：三大技术平台赋能，雷珠单抗与沃丽汀合力

**三大研发平台落地，引领企业发展。**公司以成为创新驱动型综合性医药企业为目标，依托代理运营业务产生的稳定现金流，将药品自主研发作为提升核心竞争力的关键举措。目前已建成功能性辅料和纳米给药关键技术平台、生物大分子药物关键技术平台和仿制药开发及一致性评价技术平台三大医药研发技术平台。

**表4：公司三大技术平台**

平台	研究方向	核心技术	主要在研项目
功能性辅料和纳米给药关键技术平台	开发不同的纳米辅料，采用纳米包合技术，对化合物进行修饰，从而达到提高药物利用水平、降低毒副作用、提高疗效等作用	通过该技术平台掌握纳米聚合物胶束开发相关的技术，以开发系列高端改良型新药	注射用多西他赛聚合物胶束及辅料 注射用顺铂聚合物胶束及辅料 注射用紫杉醇聚合物胶束及辅料
生物大分子药物关键技术平台	以发酵工程、细胞工程、蛋白质工程等生物技术获得的微生物、细胞及各种动物和人源组织和液体等生物材料制备成大分子药物	大肠杆菌高效表达技术平台，糖基工程毕赤酵母技术平台和噬菌体展示技术平台	雷珠单抗原液及注射液
仿制药开发及一致性评价技术平台	针对有市场价值的药品进行仿制药研发	使用技术为行业通用技术，平台的核心在于研发药品品种的选取	盐酸普拉克索缓释片、他达拉非片等

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

**纳米胶束平台搭建，多西他赛聚合物胶束进展领先。**根据南方医药经济研究所出具的《2016 年度中国医药市场发展蓝皮书》，多西他赛注射液在城市公立医院化学药用药市场抗肿瘤和免疫调节剂的市场份额为 4.42%，排名第二。2018 年，公司自主研发的注射用多西他赛聚合物胶束取得国内首个注射用多西他赛聚合物胶束临床试验批件。同年，与复星医药控股子公司上海凯茂签署了《注射用多西他赛聚合物胶束项目转让合同书》，由上海凯茂负责产品后续临床开发、生产批文的申报、产品生产及销售，并承担相关环节的费用，公司将获取“首期付款+里程碑付款+未来销售提成”的回报，临床试验目前受疫情短暂影响，目前 Ib 期临床研

究即将完成。除此以外，该平台的顺铂聚合物胶束项目目前处于中试研究阶段，在境内暂未有竞争对手申请临床试验。另一紫杉醇聚合物胶束项目处于稳定性考察阶段，准备做安评和处于长期放样过程中。

**表5：“注射用多西他赛聚合物胶束”技术转让合同条款**

阶段	条款
首期付款	上海凯茂应在本合同签订并生效后向山东华铂凯盛支付首付款 1,500 万元。
里程碑款项	A.乙方指导甲方完成车间改造，并指导甲方在其车间完成三批 5,000 瓶/批样品放大生产验证，全检合格、且影响因素（高温、高湿、光照 10 天）的试验结果与乙方临床申报数据具有良好的一致性后，甲方在 15 个工作日内付款 500 万元给乙方；
	B.完成 I 期临床试验，甲方在取得 I 期临床试验研究报告，并确认达到预期的 I 期临床研究结果后的 15 个工作日内，向乙方付款 500 万元；若无法达到预期的 I 期临床研究结果，则甲方不支付该笔费用。预期 I 期临床研究结果包括但不限于：本合同约定的产品在人体内的最大耐受剂量要明显高于泰素帝（原剂型原研产品）、产品在人体内的安全性总体要好于泰素帝；
	C.完成 II 期、III 期临床试验并达到预期的 II、III 期临床研究结果，在提交产品上市申请并受理后的 15 个工作日内，甲方向乙方付款 500 万元；若无法达到 II 期、III 期临床研究预期的临床研究结果，则甲方不支付该笔费用。II 期、III 期临床研究预期研究结果包括但不限于：本产品与泰素帝同剂量非劣效研究时，本产品的疗效与对照品一致、本产品的人体内的最大耐受剂量要明显高于泰素帝、人体内的安全性总体要好于泰素帝；
	D.产品 NDA 获批后，在取得新药证书及生产批件后 20 个工作日内，甲方向乙方付款 2,000 万元；
	E.当本品的当年销售额（甲方无税出厂销售额）达到 3 亿人民币时，甲方应在下一年度的第 2 季度内一次性支付乙方 2,500 万元；
	F.当本品的当年销售额（甲方无税出厂销售额）达到 6 亿人民币时，甲方应在下一年度的第 2 季度内再一次性支付乙方 2,500 万元。
销售提成	上海凯茂应在协议约定期间根据产品年销售额的达成情况，结合产品于中国境内上市时的市场情况，按照 4%至 8%的比例区间向山东华铂凯盛支付销售提成，具体如下：产品上市后年销售额 0-1 亿人民币，按照无税出厂销售额 4%的比例提成；年销售额 1-3 亿人民币，按照无税出厂销售额 6%的比例提成；年销售额 3 亿人民币以上，按照无税出厂销售额的 8%提成。当里程碑金和提成总额达 10 亿人民币后结束提成。提成时间自产品上市之日起不超过 12 年，12 年后即便里程碑金和销售提成总额未达 10 亿人民币也停止销售提成。如果项目在工艺交接过程或后续生产过程中，由于山东华铂凯盛提供的工艺无法进行工艺放大和重复，以及在获得临床批文后无法按照 CFDA 的要求在相关时限内完成发补内容的研究，上海凯茂有权终止协议，协议终止后，自动停止支付当期及后续里程碑款、以及后续的销售提成。

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

**生物大分子平台发展，雷珠单抗协同沃丽汀。**生物大分子药物作用具有高度专属性，多用于治疗肿瘤、神经退行性疾病等重大疾病。根据 Chemical & Engineering News 统计，从 1870 年至今，全球最重要的 46 种药物中，生物大分子药物占据了 7 种。公司目前已启动雷珠单抗注射液临床试验注册申报，该药物主要用于治疗湿性（新生血管性）年龄相关性黄斑变性（AMD），该药物将作为沃丽汀的协同产品推出，沿袭前期眼科事业部打下的牢固渠道基础。在国内，诺华制药已于 2018 年 4 月完成雷珠单抗注射液的《进口药品注册证》的再注册，暂无其他企业取得药品注册批件。

**表6：国内雷珠单抗注射液研发公司**

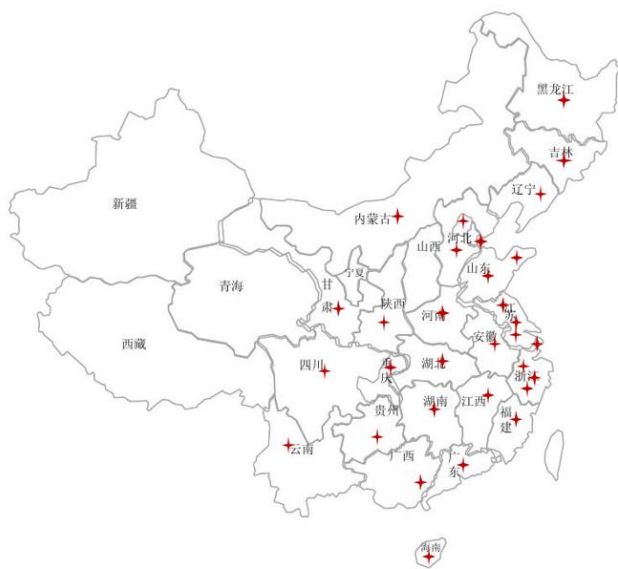
品种	公司名称	进展
雷珠单抗注射液	罗氏中国投资有限公司	已获临床试验默示许可，尚未开展临床试验
	上海艾迈医疗科技有限公司	正在申请进口药品临床试验批件
	杭州中美华东制药有限公司	已获临床试验默示许可，正在开展临床试验
	上海联合赛尔生物工程有限公司	已获临床试验默示许可，正在开展临床试验

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

### 3.3 渠道优势：营销推广体系完备，不断外拓渗透国内市场

**终端资源丰富、营销网络覆盖。**公司的运营网络已经覆盖全国 28 个省级区域，经过二十多年的积累，已经形成了具备规模的成熟销售渠道网络和销售队伍，客户群体涵盖医药流通配送企业、医院、药店、商业超市等。与九州通、大参林等大型医药流通企业和连锁药店达成了长期稳定的友好合作；公司设眼科事业部，覆盖国内知名的眼科医院。同时，利用物联网、大数据等新一代的电子信息技术、推动线上线下渠道的一体化，加强与京东、阿里、拼多多等大型电子商务平台的合作。

**OTC 推广体系完善，营销经验丰富。**公司自 1999 年起代理运营和胃整肠丸和沃丽汀，并分别将其推广成为我国肠胃用药与眼科用药的知名产品。公司以代理运营业务为基础，公司积累了丰富的医药产品运营推广经验。截至 2021 年底，公司 OTC 渠道在全国拥有近 30 个办事处，拥有近 300 人的 OTC 专业销售队伍，并逐步形成了从产品筛选到市场策划再到持续维护的完善市场推广体系，是盐酸达泊西汀片等新产品能实现销售收入快速增长的重要保障。公司从销售网络分布来看，公司运营网点分布于东南沿海地区较多，2022 年，公司将进一步扩建销售网络，考虑新设部分运营网点，加大终端推广力度。

**图21：公司销售网络（2021 年）**


资料来源：招股说明书，民生证券研究院



## 4 盈利预测与投资建议

### 4.1 盈利预测假设与业务拆分

我们对公司业务的未来预测如下：随着核心产品销量的稳步提升，以及产品线的不断丰富，预计 2022-2024 年公司业务营业收入达到 8.6/11.4/14.7 亿元，同比增速分别为 32%/33%/28%，由于高毛利产品比例逐步提升，预期公司毛利率逐年提升。代理产品多年来建立了稳定渠道与品牌影响力，预计 2022-2024 年营业收入达到 4.6/5.7/6.8 亿元，由于高毛利品种比例逐步提升，预期毛利率有所提升。自产产品方面，口罩业务受疫情形势、防控政策影响较大；其它自产产品梯队成型，公司继续加强爱廷玖、他达拉非等产品的营销推广，即高毛利自产药物借助 OTC 渠道优势迅速成长，预计 2022-2024 年营业收入达到 3.9/5.5/7.7 亿元，毛利率逐步提升。医药技术服务业务相对稳定，预期维持现有体量和毛利率水平，预计 2022-2024 年营业收入为 0.2/0.2/0.2 亿元。

**表7：泰恩康业绩拆分及盈利预测**

年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营收 (百万元)</b>	<b>496.39</b>	<b>708.98</b>	<b>653.65</b>	<b>862.08</b>	<b>1,144.04</b>	<b>1,469.06</b>
YOY		43%	-8%	32%	33%	28%
毛利率	43%	55%	50%	58%	60%	63%
<b>代理产品 (百万元)</b>	<b>388.73</b>	<b>319.13</b>	<b>361.71</b>	<b>460.80</b>	<b>573.71</b>	<b>682.19</b>
YOY		-18%	13%	27%	25%	19%
毛利率	48%	46%	49%	59%	58%	58%
<b>自产产品 (百万元)</b>	<b>104.84</b>	<b>385.69</b>	<b>276.53</b>	<b>386.00</b>	<b>554.91</b>	<b>771.45</b>
YOY		268%	-28%	40%	44%	39%
毛利率	19%	62%	53%	58%	64%	67%
<b>医药技术服务 (百万元)</b>	<b>2.78</b>	<b>4.16</b>	<b>15.42</b>	<b>15.42</b>	<b>15.42</b>	<b>15.42</b>
YOY		50%	271%	0%	0%	0%
毛利率	5%	29%	17%	17%	17%	17%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

预期公司费用率总体保持平稳。销售体系基本已经进入成熟阶段，预期未来销售费用率保持稳定；公司管理架构已经日渐完善，管理费用率波动较小；公司持续注重研发，研发费用率预计保持相应水平。

**表8：泰恩康费用情况预测**

年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用(百万元)	72.69	100.60	117.29	146.55	204.86	265.94
销售费用率	15%	14%	18%	17%	18%	18%
管理费用(百万元)	44.80	50.27	46.45	61.21	83.54	107.26
管理费用率	9%	7%	7%	7%	7%	7%
研发费用(百万元)	24.04	31.34	26.46	36.21	48.07	61.71
研发费用率	5%	4%	4%	4%	4%	4%

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

## 4.2 估值分析

我们选取3家中医药企业太极集团、以岭药业、云南白药作为可比公司，可比公司均拥有多种特色药品，且部分头部产品依赖OTC渠道销售，公司与可比公司在产品结构和产品销售渠道上具有相似性，2022/2023/2024年可比公司PE均值分别为30/22/17倍。考虑到公司产品结构优化升级，以及自研能力的不断提升，未来业绩具有成长性，2022/2023/2024年PE分别为34/23/17倍。

**表9：泰恩康与可比公司盈利预测**

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
600129.SH	太极集团	26.51	-0.94	0.60	0.94	1.39	/	44	28	19
002603.SZ	以岭药业	21.80	0.80	0.98	1.15	1.36	27	22	19	16
000538.SZ	云南白药	51.69	1.56	2.29	2.72	3.03	33	23	19	17
	均值						30	30	22	17
301263.SZ	泰恩康	31.15	0.51	0.92	1.36	1.84	61	34	23	17

资料来源：Wind，民生证券研究院预测

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 9 月 2 日

## 5 风险提示

**1) 研发进展的不确定性。**公司自研平台的药物研发具有不确定性、复杂性和长周期性，仿制药研发需要历经小试、稳定性研究等多环节，若最终未能通过注册则会影响公司效益实现；多西他赛聚合物胶束项目若研究进度落后则会影响提成款获取，影响公司业绩。

**2) 代理业务的经营风险。**公司代理产品包括和胃整肠丸、沃丽汀等核心产品，其代理权的稳定对于公司经营业绩具有重大影响。不排除在后续合作过程中就供应量、价格等方面协商不一致带来公司的经营风险。

**3) 政策性风险。**药品研发、注册、上市流程均受到严格的审批和监管制约。近年来“两票制”等医药政策变动对于沃丽汀等产品的销售渠道、产品销量和产品价格带来一定程度的不确定性，进而增加业绩变动风险。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	654	862	1,144	1,469
营业成本	326	364	454	551
营业税金及附加	7	10	13	16
销售费用	117	147	205	266
管理费用	46	61	84	107
研发费用	26	36	48	62
EBIT	142	264	366	499
财务费用	4	-2	-26	-29
资产减值损失	-0	-0	-0	-0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	139	261	388	524
营业外收支	-1	-1	-1	-1
利润总额	138	260	386	522
所得税	18	45	67	91
净利润	120	215	319	431
归属于母公司净利润	120	217	322	435
EBITDA	172	294	399	535

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	138	1,246	1,347	1,540
应收账款及票据	240	285	372	473
预付款项	6	8	12	12
存货	77	105	142	134
其他流动资产	83	132	219	306
流动资产合计	543	1,777	2,091	2,464
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	252	276	296	313
无形资产	44	43	43	42
非流动资产合计	398	424	448	469
资产合计	942	2,201	2,539	2,933
短期借款	108	98	88	78
应付账款及票据	47	40	73	64
其他流动负债	50	142	237	339
流动负债合计	204	280	398	481
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	27	28	28	28
非流动负债合计	27	28	28	28
负债合计	232	307	426	509
股本	177	236	236	236
少数股东权益	-0	-2	-5	-10
股东权益合计	710	1,894	2,113	2,424
负债和股东权益合计	942	2,201	2,539	2,933

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-7.80	31.91	32.69	28.41
EBIT 增长率	-29.63	85.25	38.81	36.30
净利润增长率	-25.34	80.77	48.45	35.16
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	50.12	57.76	60.31	62.52
净利润率	18.37	25.17	28.16	29.64
总资产收益率 ROA	12.75	9.86	12.69	14.85
净资产收益率 ROE	16.91	11.45	15.21	17.89
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.66	6.35	5.25	5.12
速动比率	2.21	5.74	4.60	4.49
现金比率	0.67	4.45	3.38	3.20
资产负债率 (%)	24.61	13.96	16.77	17.36
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	120.01	110.00	104.00	104.00
存货周转天数	97.38	90.00	98.00	90.00
总资产周转率	0.74	0.55	0.48	0.54
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.51	0.92	1.36	1.84
每股净资产	3.00	8.02	8.96	10.30
每股经营现金流	0.51	0.88	1.15	1.62
每股股利	0.35	0.35	0.42	0.51
<b>估值分析</b>				
PE	61	34	23	17
PB	10.4	3.9	3.5	3.0
EV/EBITDA	42.74	21.17	15.31	11.04
股息收益率 (%)	1.12	1.12	1.36	1.63

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	120	215	319	431
折旧和摊销	29	30	33	36
营运资金变动	-31	-43	-87	-90
经营活动现金流	120	209	272	383
资本开支	-45	-57	-58	-59
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	-44	-57	-58	-58
股权募资	0	1,052	0	0
债务募资	-19	-10	-10	-10
筹资活动现金流	-32	956	-113	-133
现金净流量	44	1,108	101	193

## 插图目录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 公司股权结构 (截至 2022 年 3 月 24 日)	3
图 3: 公司子公司情况 (截至 2022 年 8 月 31 日)	4
图 4: 泰恩康营业总收入 (百万元) 及增长率	6
图 5: 泰恩康各业务收入占比情况	6
图 6: 泰恩康归母净利润 (百万元) 及增长率	7
图 7: 公司经营性现金流与现金流量净额变动 (百万元)	8
图 8: 公司净资产收益率与资产负债率变动情况 (%)	8
图 9: 公司广告和业务推广费 (百万元)、销售费用占比 (%)	8
图 10: 公司销售费用率 (%)	8
图 11: 全球药品市场规模 (十亿美元) 和增长率 (%) (2011-2026)	9
图 12:	9
图 13: 2016-2020 年人均卫生费用、卫生总费用情况 (亿元)	10
图 14: 核心产品营收及占比情况 (%)	11
图 15: 核心产品营收增速情况 (%)	11
图 16: 全国眼科医院诊疗人数 (百万人次)	11
图 17: 全国眼科专科医院数量变化情况 (个)	11
图 18: 中国胃肠道疾病用药零售终端市场规模 (百万元) 及增长率 (%)	12
图 19: 中国抗 ED 药物行业市场规模 (亿元)	12
图 20: 中国城市实体药店终端 ED 药物 TOP3 品牌的销售情况 (单位: 万元)	14
图 21: 公司销售网络 (2021 年)	16

## 表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司主营产品	5
表 2: 公司与可比公司毛利率对比情况 (%)	7
表 3: 国内抗 PE 主要上市药物	13
表 4: 公司三大技术平台	14
表 5: “注射用多西他赛聚合物胶束”技术转让合同条款	15
表 6: 国内雷珠单抗注射液研发公司	16
表 7: 泰恩康业绩拆分及盈利预测	17
表 8: 泰恩康费用情况预测	17
表 9: 泰恩康与可比公司盈利预测	18
公司财务报表数据预测汇总	20

## 分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026