

# 济川药业 (600566)

## 小儿豉翘引领二线放量, BD 项目未来可期 买入 (首次)

2022 年 11 月 01 日

证券分析师 朱国广

执业证书: S0600520070004

zhugg@dwzq.com.cn

证券分析师 周新明

执业证书: S0600520090002

Zhouxm@dwzq.com.cn

证券分析师 徐梓煜

执业证书: S0600522080001

xuzy@dwzq.com.cn

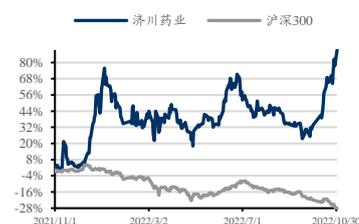
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	7,631	8,534	9,672	10,771
同比	24%	12%	13%	11%
归属母公司净利润 (百万元)	1,719	2,088	2,334	2,597
同比	35%	21%	12%	11%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.90	2.31	2.59	2.88
P/E (现价&最新股本摊薄)	16.90	13.91	12.45	11.19

#比同类公司便宜

### 投资要点

- 收入结构持续优化, 业绩稳定释放:** 公司专注于儿科、口腔、呼吸、消化等多领域药品生产和销售, 其中核心产品蒲地蓝系列和小儿豉翘清热颗粒依托强大销售能力, 市占比靠前。公司收入结构不断优化, 摆脱此前依靠单一大品种的局面, 形成良好产品梯队; 蒲地蓝、雷贝拉唑等老品种占比下降, 以小儿豉翘为代表的二线产品加速放量, 管线中有川穹清脑颗粒、蛋白琥珀酸铁口服溶液等多个极具潜力的品种; 未来业绩有望进一步增加, 2021-2024 年净利润 CAGR15%。
- 顶层政策支持中医, 公司强销售直接受益:** “十四五”规划提出新要求, 15 项指标体现新时期中医药高质量发展目标, 10 个重点任务明确具体措施, 其中明确指出到 2025 年中医医疗结构达 9.5 万家 (对比 2020+31%), 二级以上公立综合医院设置中医临床科室的比例 90% 等要求将持续提升中医市场规模。公司依托优秀销售渠道能力, 有望在中医行业扩容中争取更多市场份额。
- 小儿豉翘领衔增长, 二线多产品开始放量:** 小儿豉翘清热颗粒是未来业绩核心之一, 儿科感冒药市占率第一, 随着渠道的拓展, 且 2023 年有望纳入儿科基药目录, 进一步打开销售空间, 未来 3 年收入增速有望保持 35% 左右。蛋白琥珀酸铁、三拗片、川穹清脑颗粒等二线品种持续放量, 摆脱对单一品种依赖, 业绩稳定性和成长性大幅增加。
- 销售渠道是公司核心能力之一, BD 带动第二成长曲线:** 公司拥有全国领先的销售能力, 尤其在儿科、消化科等优势科室。公司近年不断加强 BD 团队建设, 优质 BD 项目不断增加。公司和天境合作的伊坦长效生长激素处于 III 期临床, 公司拥有中国大陆地区开发、生产和商业化独家许可, 上市后配合公司销售能力将快速放量。此外, 公司在股权激励中加入 BD 项目量的考核, 2022-2024 每年将增加不少于 4 个 BD 项目, 支撑公司长期成长。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计 2022-2024 年总营收分别为 85/97/108 亿元, 同比增速分别 12%、13%、11%; 归母净利润分别为 20.9/23.3/26.0 亿元, 同比增速分别 21%、12%、11%, 2022-2024 年 P/E 估值分别为 14/12/11X; 基于公司 1) 蒲地蓝保持稳定; 2) 小儿豉翘有望进入儿科基药, 加速放量; 3) BD 和销售能力强, 有望形成大品种代销; 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 集采风险, BD 品种存在不确定性, 产品销售不及预期, 研发不及预期等。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	32.53
一年最低/最高价	17.48/33.00
市净率(倍)	2.91
流通 A 股市值(百万元)	29,170.32
总市值(百万元)	29,367.90

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	11.19
资产负债率(% ,LF)	23.86
总股本(百万股)	902.79
流通 A 股(百万股)	896.72

### 相关研究

《济川药业(600566): 流感过后, 公司收入与利润持续保持高速增长, Q2 业绩同比提升 29.1%, 符合预期》

2018-07-30

《济川药业(600566): 【东吴医药】济川药业核心品种增长稳健, 流感因素驱动 2018 年 Q1 业绩爆发》

2018-04-24

## 内容目录

<b>1. 六大方向多元发展，儿科是未来重要主线</b>	<b>5</b>
1.1. 公司发力产品引进，加强产品线的丰富程度	6
1.2. 疫情控制+开发潜力市场，公司业绩快速恢复	6
<b>2. 政策利好频发，十四五规划顶层政策助力中药行业快速发展</b>	<b>8</b>
2.1. 十三五、十四五规划等顶层政策明确鼓励中药发展	8
2.2. 中药市场规模保持稳健增长	10
2.3. 儿童用药稀缺性凸显，行业发展潜力大	13
<b>3. 产品结构升级，二线品种加速成长</b>	<b>15</b>
3.1. 老品种维稳增长，收入占比逐渐减小	15
3.2. 儿科用药为公司下阶段重点产品，小儿豉翘清热颗粒是龙头品种	17
3.3. 二线品种迅速放量，获得市场广泛认可	19
<b>4. 通过自主研发和BD，发挥销售优势</b>	<b>21</b>
4.1. 注重研发创新，在研品种储备丰富	21
4.2. 合作开发伊坦长效生长激素，持续投入优质创新儿科产品	22
4.3. 新一轮股权激励发布，BD项目为考核目标之一	25
4.4. 从蒲地蓝牙膏切入日化市场，加速布局大众健康美容领域	25
<b>5. 盈利预测与投资评级</b>	<b>27</b>
5.1. 关键假设和收入拆分	27
5.2. 盈利预测与估值	29
<b>6. 风险提示</b>	<b>29</b>

## 图表目录

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司股权结构 (截至 2022 三季报)	5
图 3: 公司 2017-2022Q1-3 营业总收入情况	7
图 4: 公司 2017-2022 Q1-3 归母净利润情况	7
图 5: 公司 2017-2022Q1-3 销售毛利率和净利率情况	7
图 6: 公司 2017-2022Q1-3 费用率情况	7
图 7: 公司 2017-2021 年收入拆分情况	8
图 8: 公司 2017-2021 年毛利拆分情况	8
图 9: 中国药物市场拆分 (2015-2030E)	11
图 10: 2019 年中国城乡居民死因构成	12
图 11: 2015-2020 年全国卫生总费用支出情况	12
图 12: 近年中药 IND 及 NDA 受理量	13
图 13: 近年中药 IND 及 NDA 批准量	13
图 14: 国内上市儿童化药剂型分布	13
图 15: 国内上市儿童化药适应症分布	13
图 16: 2006-2020 年综合医院儿科门诊人次 (万人次)	15
图 17: 儿童用药医疗保障情况	15
图 18: 公司清热解毒产品 (主要为蒲地蓝消炎口服液) 营收情况	16
图 19: 公司清热解毒产品 (主要为蒲地蓝消炎口服液) 产销量情况	16
图 20: 公司消化类产品营收情况	17
图 21: 全国雷贝拉唑钠肠溶胶囊样本医院销售情况	17
图 22: 公司儿科类药品收入情况 (亿元)	18
图 23: 小儿豉翘清热颗粒升级为无蔗糖型	18
图 24: 我国抗贫血用药医院销售额 (亿元)	19
图 25: 公司其他类药品收入情况 (亿元)	19
图 26: 2019 年公立医院健胃消食类中成药品牌格局	20
图 27: 健胃消食口服液入选多份诊疗指南和意见	20
图 28: 黄龙止咳颗粒能够有效控制 CVA 症状	21
图 29: 黄龙止咳颗粒改善了哮喘小鼠气道功能与炎症	21
图 30: 公司研发费用与增长情况 (亿元)	21
图 31: 公司研发人员数量与占比情况 (人)	21
图 32: 全球 PGHD 疗法市场规模 (2014-2030E)	23
图 33: 中国 PGHD 疗法市场规模 (2014-2030E)	23
图 34: 伊坦生长激素 (TJ101) 分子结构	23
表 1: 公司主要产品	6
表 2: “十三五”中医药规划中医疗资源指标完成情况	9
表 3: “十四五”中医药规划主要发展指标	9
表 4: “十四五”中医药规划 10 个重点任务	10
表 5: 近年中医药行业利好政策	11

表 6: 2020 年国内儿童药 Top 10 品种 .....	14
表 7: 2020 年国内儿童药 Top 10 厂家 .....	14
表 8: 公司蒲地蓝消炎口服液被社会认可情况 .....	16
表 9: 公司主要研发项目基本情况 .....	22
表 10: 全球临床在研的长效生长激素药物情况 .....	24
表 11: 公司 2022 年股权激励计划公司层面业绩考核要求 .....	25
表 12: 蒲地蓝日化产品管线 .....	26
表 13: 公司收入拆分 .....	27
表 14: 可比公司估值对比 .....	29

## 1. 六大方向多元发展，儿科是未来重要主线

济川药业是集中西医药、中药日化、中药保健三大产业为一体的国家级高新技术企业集团，专注于儿科、口腔、呼吸、消化、妇产及其它领域药品的生产和销售。公司拥有 10 多个剂型、210 多个规格品种的国药准字号产品群，有小儿鼓翘清热颗粒(同贝)、健胃消食口服液、三拗片等 110 多个品规列入国家医保目录，68 个品规进入国家基药目录。济川药业覆盖健康产业链的多个重要环节，涉及医药制造、产品研发、医药分销及零售、中药药妆、及医药投资平台，为民众健康做出贡献。以蒲地蓝可炎宁牙膏、蒲地蓝可炎宁抑菌含漱液、蒲地蓝可炎宁抑菌口喷领衔的中药日化产品，不断增强市场核心竞争力，推进大健康事业迅猛发展。

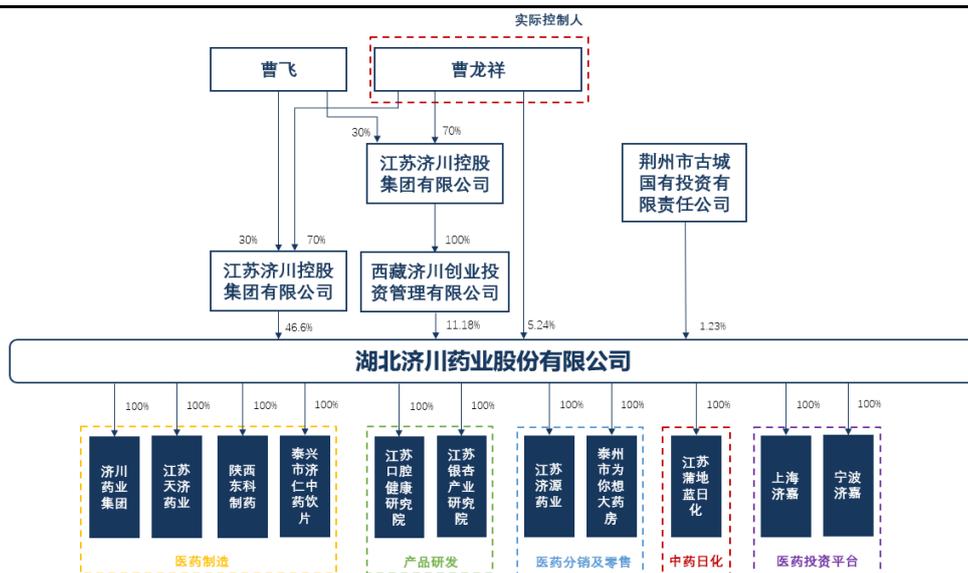
图 1: 公司发展历程



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

**股权结构合理，公司长期稳健发展**公司股权结构合理。截至 2022 三季报，公司第一大股东为江苏济川控股集团有限公司，直接/间接持股比例 57.8%。公司董事长曹龙祥直接持有公司 5.2% 的股份，通过江苏济川控股集团有限公司间接持有公司 40.44% 的股权，合计持有公司 45.68% 的股权，为公司实际控制人。

图 2: 公司股权结构 (截至 2022 三季报)



数据来源：wind、公司官网、东吴证券研究所

## 1.1. 公司发力产品引进，加强产品线的丰富程度

济川药业拥有清热解毒类、儿科类、消化类、呼吸类、口腔类、神经类、抗感染类、镇痛麻醉类、妇产科类等多个品类产品，形成了儿科、口腔、呼吸、消化和妇产五大优势领域，企业市场竞争力日益增强。其中小儿豉翘清热颗粒（同贝）入选“2020年度临床价值中成药品牌”，成为“中国药店店员推荐率最高品牌”；蒲地蓝消炎口服液获得“家庭用药推荐产品”，荣登2020年“健康中国品牌榜·咽喉口腔用药类”榜首，成为“最受药店欢迎的明星单品”。2021年，天境生物许可济川药业在中国大陆地区进行长效重组人生长激素“伊坦生长激素”的开发、生产及商业化。

表 1: 公司主要产品

产品分类	主要产品名称	产品图片
清热解毒类产品	蒲地蓝消炎口服液	
消化类产品	雷贝拉唑钠肠溶胶囊、健胃消食口服液	
儿科类产品	小儿豉翘清热颗粒	
呼吸类产品	三拗片、黄龙止咳颗粒	
心脑血管类产品	川穹清脑颗粒	
妇科类产品	妇炎舒胶囊	
其他类产品	蛋白琥珀酸铁口服溶液（盛雪元）	

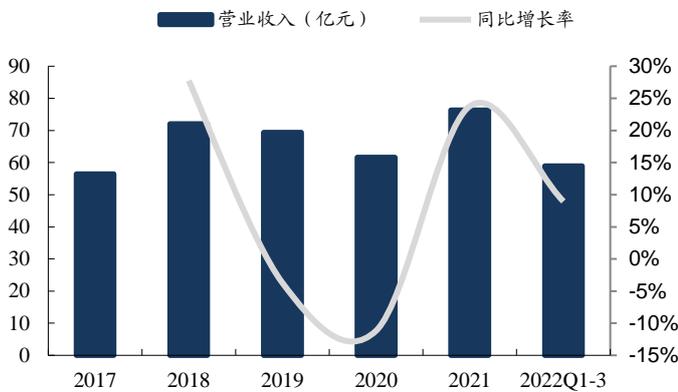
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

## 1.2. 疫情控制+开发潜力市场，公司业绩快速恢复

业务受疫情影响后疫情时代业绩恢复高增速。随着疫情的有效控制，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；公司同时积极拓展销售渠道、推进潜力市场开发，主要品种蒲地蓝消炎口服液、小儿豉翘清热颗粒等均实现了较好的收入增长。公司 2022 前三季度实现总营收 58.9 亿元，同比增长 9.0%；实现归母净利润 15.9 亿元，同比增长 25.2%；随着国内疫情控制，业绩恢复动能强劲。拉长来看，2017

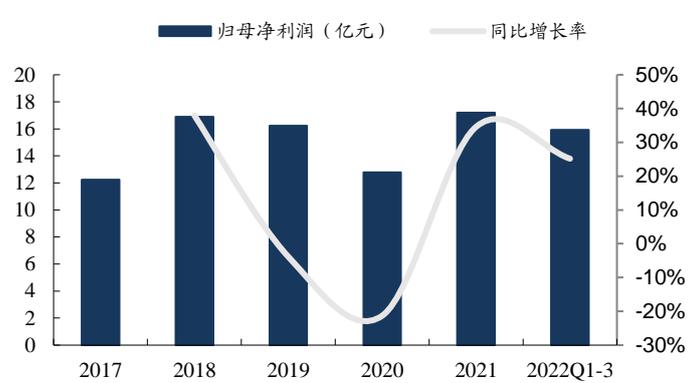
至 2021 年公司总营收、归母净利润的 CAGR 分别为 7.8%和 8.9%，业务保持稳定增长。未来随着公司小儿豉翘等产品的加速放量，收入有望加速增长。

图 3: 公司 2017-2022Q1-3 营业总收入情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 4: 公司 2017-2022 Q1-3 归母净利润情况

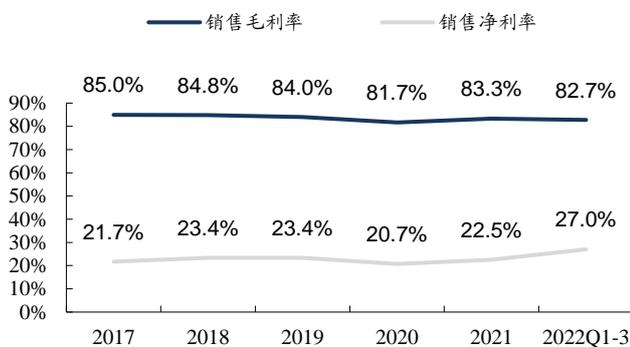


数据来源: wind, 东吴证券研究所

**公司保持稳定高毛利，盈利能力逐步修复。**公司 2017 年至 2021 年毛利率均维持在 80%以上，2022 前三季度毛利率为 82.7%。公司净利率水平逐年上升，从 2017 年的 21.7% 提升至 2022Q1-3 的 27.0%。随着公司主力产品小儿豉翘清热颗粒改良升级、患儿服药依从性的提高；黄龙止咳颗粒、健胃消食口服液和蛋白琥珀酸铁口服药等二线产品逐步放量，未来有望进一步提升公司盈利能力。

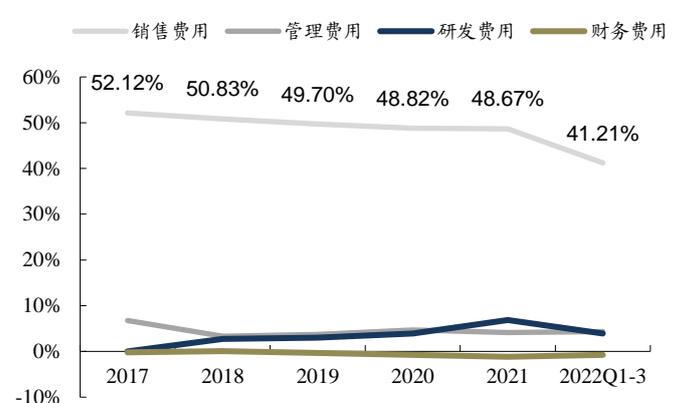
**公司深化营销管理，积极加强销售渠道的拓展。**中药企业销售费用率普遍较高，公司持续优化销售渠道；2021 年下半年公司成立零售事业部，组建专业化的团队来运作 OTC 端渠道，取得较好的成果，销售费用率由 2017 年的 52.1%下降至 2022 前三季度的 41.2%。公司对研发重视程度高，持续改良型创新药产品的立项研发和已上市品种的二次开发，强化中药创新药的研发推进和立项，研发费用率由 2018 年的 2.73%持续上升至 2021 年的 6.86%。

图 5: 公司 2017-2022Q1-3 销售毛利率和净利率情况



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 6: 公司 2017-2022Q1-3 费用率情况

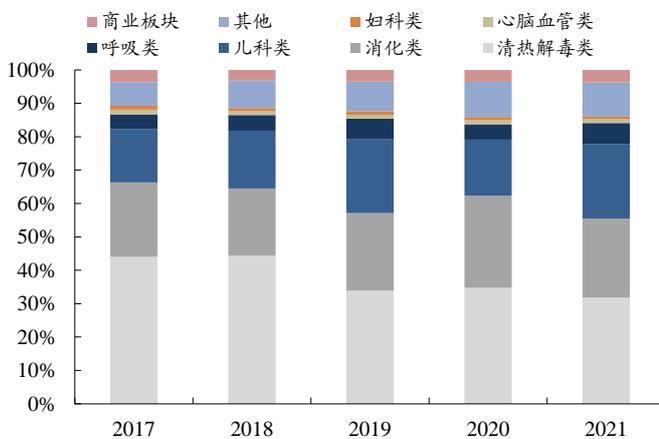


数据来源: wind, 东吴证券研究所

公司产品收入结构进一步优化提升，梯队产品的销售实现高速增长。公司主营业务包括清热解毒类、消化类、儿科类、呼吸类四类产品，2021年营收占比分别为32%、24%、22%、6%。受益于儿童专用药市场鼓励儿童用药研发生产等政策利好因素，公司主力产品小儿豉翘清热颗粒的销售收入保持上升趋势，儿科类板块实现稳定较快增长。2021年儿科类产品实现收入24.2亿元，同比增长63.9%。

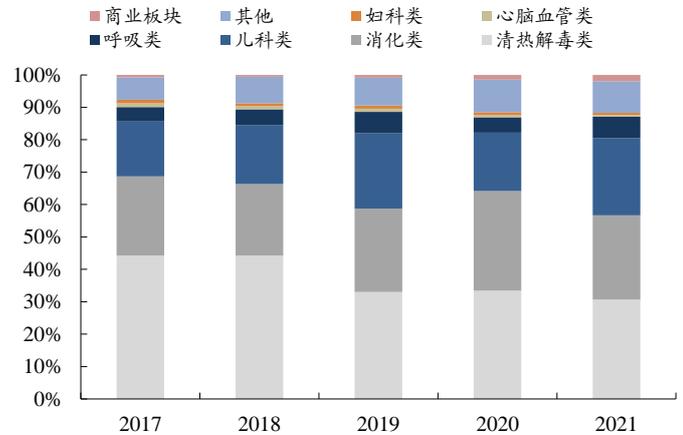
公司蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊等较老的品种占销售收入的比例明显降低；中小儿豉翘清热颗粒、蛋白琥珀酸铁口服溶液、健胃消食口服液、黄龙止咳颗粒等二线产品对公司销售额贡献逐步增加，具有很大的发展潜力。公司2020年底国谈品种甘海胃康胶囊、川芎清脑颗粒销量也实现了快速增长。

图 7：公司 2017-2021 年收入拆分情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 8：公司 2017-2021 年毛利拆分情况



数据来源：wind，东吴证券研究所

## 2. 政策利好频发，十四五规划顶层政策助力中药行业快速发展

### 2.1. 十三五、十四五规划等顶层政策明确鼓励中药发展

“十三五”规划期间成果颇丰，中医药资源可及性显著提升。中医药是我国独有优势资源，为振兴中医药发展，国家在2016年制定了《中医药发展“十三五”规划》，提出了一系列具体目标。2016-2020年期间取得积极成效，多个指标超额完成：**1) 中医药服务资源**：截至2020年，全国中医类医院5482家，中医医院4426家，中医类床位数1,432,900张，每千人卫生机构中医类别职业（助理）医师0.48人，中医药资源可及性显著提升。**2) 中医药法治化建设**：2017年国家施行中医药第一部基础性、综合性法律《中华人民共和国中医药法》，而后《中医诊所备案管理暂行办法》、《中医医术确有专长人员医师资格考核注册管理暂行办法》等配套政策陆续出台，相关法治建设工作取得积极进展。**3) 中医药参与传染病防治和公共卫生事件能力**：新冠肺炎疫情防控救治中，国家中医药团队筛选出了“三药三方”等有效方药，参与制定了3-8版诊疗方案，全国中医药参与救治确诊病例达到92%，湖北省中医药使用率和总有效率超过90%。中医药在应对紧急卫生事件过程中发挥了重要作用，彰显了独特优势。**4) 中医药传承与创新**：

“十三五”期间，全国建成 1482 家名老中医专家传承工作室，有 127 个传统医药类项目入选国家非物质文化遗产代表性目录，同时，国家布局建设了 40 个国家中医临床研究基地，相关工作持续加快推进。

表 2：“十三五”中医药规划中医疗资源指标完成情况

	2015 年	2020 年目标	2020 年实际	是否达成
中医医院	3966	4867	5482	是
中医医院床位数（万张）	82	113.6	143.29	是
每千常住人口公立中医医院床位数（张）	0.53	0.55	0.68	是
每千人口卫生机构中医执业类（助理）医师数（人）	0.33	0.4	0.48	是

数据来源：国家中医药管理局，东吴证券研究所

“十四五”规划提出新要求，15 项指标体现新时期中医药高质量发展目标，10 个重点任务明确具体措施，中医药支持力度再加码。2022 年 3 月国务院办公厅公布《“十四五”中医药发展规划》，提出了包含中医药医疗资源、中医药服务、中医药人力资源等 1 项约束性指标和 14 项预期性指标，在保留《中医药发展“十三五”规划》核心指标的基础上，更显科学性、合理性和可行性。同时，《规划》统筹考虑医疗、科研、产业、教育、文化、国际合作等中医药发展重点领域，提出了 10 个方面的重点任务，为全面推进健康中国建设、更好保障人民健康提供了有力支撑。

表 3：“十四五”中医药规划主要发展指标

主要指标	2020 年	2025 年目标	指标性质	提升
中医医疗机构数（万个）	7.23	9.5	预期性	31%
中医医院数（个）	5482	6300	预期性	15%
每千人口公立中医医院床位数（张）	0.68	0.85	预期性	25%
每千人口中医类别执业（助理）医师数（人）	0.48	0.62	预期性	29%
每万人口中医类别全科医生数（人）	0.66	0.79	预期性	20%
二级以上公立中医医院中医类别执业（助理）医师比例（%）	51.58	60	预期性	8.4pct
二级以上中医医院设置康复（医学）科的比例（%）	59.43	70	预期性	10.6pct
三级公立中医医院和中西医结合医院（不含中医专科医院）设置发热门诊的比例（%）	-	100	约束性	
二级以上公立中医医院设置老年病科的比例（%）	36.57	60	预期性	
县办中医医疗机构（医院、门诊部、诊所）覆盖率（%）	85.86	100	预期性	14.1pct
公立综合医院中医床位数（万张）	6.75	8.43	预期性	25%
二级以上公立综合医院设置中医临床科室的比例（%）	86.75	90	预期性	3.3pct
二级妇幼保健院设置中医临床科室的比例（%）	43.56	70	预期性	26.4pct
社区卫生服务中心和乡镇卫生院设置中医馆的比例（%）	81.29	力争到 2022 年全部设置	预期性	18.7pct

公民中医药健康文化素养水平（%） 20.69 25 预期性 4.3pct

数据来源：国家中医药管理局，东吴证券研究所

注：1、中医医疗机构包括中医医院（含中西医结合医院、少数民族医院）、中医门诊部（含中西医结合门诊部、少数民族医门诊部）、中医诊所（含中西医结合诊所、少数民族医诊所）。2、二级以上公立中医医院中医类别执业（助理）医师比例统计范围不含中西医结合医院和少数民族医院。

**表 4：“十四五”中医药规划 10 个重点任务**

任务	具体措施
一 建设优质高效中医药服务体系	做强龙头中医医院、做优骨干中医医院、做实基层中医药服务网络、健全其他医疗机构中医药科室 4 个方面具体措施
二 提升中医药健康服务能力	彰显中医药在健康服务中的特色优势、提升中医药参与新发突发传染病防治和公共卫生事件应急处置能力、发展少数民族医药、提高中西医结合水平、优化中医医疗服务模式 5 个方面的具体措施
三 建设高素质中医药人才队伍	深化中医药院校教育改革、强化中医药特色人才队伍建设、完善西医学习中医制度 3 个方面的具体措施
四 建设高水平中医药传承保护与科技创新体系	加强中医药传承保护、加强重点领域攻关、建设高层次科技平台、促进科技成果转化 4 个方面的具体措施
五 推动中药产业高质量发展	加强中药资源保护与利用、加强道地药材生产管理、提升中药产业发展水平、加强中药安全监管 4 个方面的具体措施
六 发展中医药健康服务业	促进和规范中医药养生保健服务发展、发展中医药老年健康服务、拓展中医药健康旅游市场、丰富中医药健康产品供给 4 个方面的具体措施
七 推动中医药文化繁荣发展	加强中医药文化研究和传播、发展中医药博物馆事业、做大中医药文化产业 3 个方面的具体措施
八 加快中医药开放发展	助力构建人类卫生健康共同体、深化中医药交流合作、扩大中医药国际贸易 3 个方面的具体措施
九 深化中医药领域改革	建立符合中医药特点的评价体系、健全现代医院管理制度、完善中医药价格和医保政策、改革完善中药注册管理、推进中医药领域综合改革 5 个方面的具体措施
十 强化中医药发展支撑保障	提升中医药信息化水平、建立国家中医药综合统计制度、加强中医药法治建设、深化中医药军民融合发展 4 个方面的具体措施

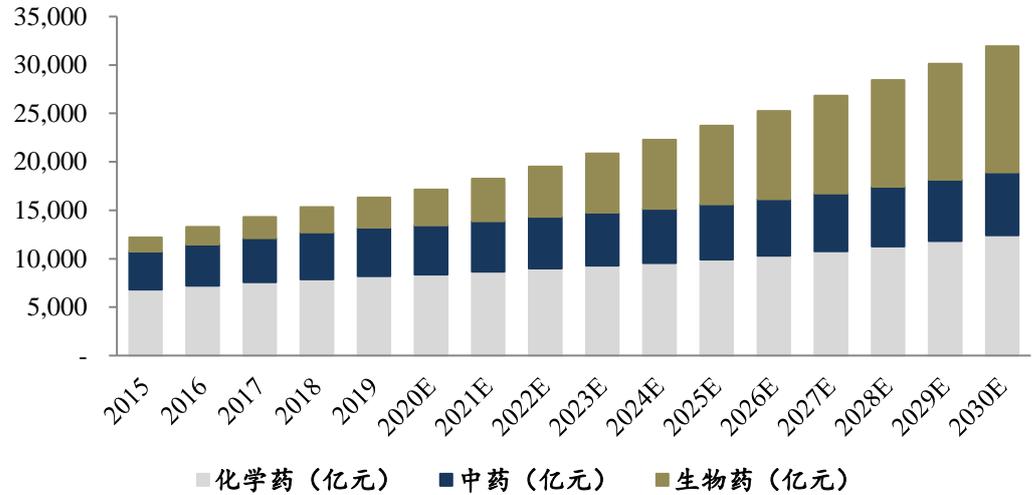
数据来源：国家中医药管理局，东吴证券研究所

## 2.2. 中药市场规模保持稳健增长

跟随整个医药市场扩容趋势，我国中药市场稳定扩大。中医药是中华传统瑰宝，我国医药市场主要由化学药、生物药以及中药组成。据 Frost & Sullivan 统计，2015-2019 年中国医药市场规模的年复合增长率为 7.5%，中药市场跟随扩容趋势，年复合增长率为 6.4%，增速高于化药。同时 Frost & Sullivan 预计我国中药市场规模在 2019-2024 年的年复合增长率为 2.2%，2025-2030 年的年复合增长率为 2.6%，速度将有所放缓，但整体仍

保持稳步增长的态势。

图 9: 中国药物市场拆分 (2015-2030E)



数据来源: Frost & Sullivan, 东吴证券研究所

**中药市场扩容主要由以下因素推动:** 1) 国家高度重视中医药发展, 多项政策利好。除中医药“十三五”、“十四五”规划外, 2016年起国家还陆续颁布了多个中医药行业利好政策。其中,《中医药发展战略规划纲要(2016-2030年)》明确了2020年、2030年等需要完成的阶段性目标和工作方向与重点;《中共中央、国务院关于促进中医药传承创新发展的意见》对于中医药传承创新不足、作用发挥不充分等问题提出了具体解决措施等。国家高度重视中医药发展, 把相关工作摆在了突出位置, 中医药行业受到政府大力支持。

表 5: 近年中医药行业利好政策

政策名称	发布时间	主要内容
《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	2021年2月	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。
《关于促进中医药传承创新发展的意见》	2019年10月	1、健全中医药服务体系。2、发挥中医药在维护和促进人民健康中的独特作用。3、大力推动中药质量提升和产业高质量发展。4、加强中医药人才队伍建设。5、促进中医药传承与开放创新发展。6、改革完善中医药管理体制机制:
《中国的中医药》白皮书	2016年12月	1、中医药历史发展。2、提出中国发展中医药的基本原则和主要措施: 坚持以人为本, 实现中医药成果人民共享; 坚持中西医并重, 把中医药与西医药摆在同等重要的位置; 坚持中医与西医相互取长补短、发挥各自优势; 坚持继承与创新的辩证统一, 既保持特色优势又积极利用现代科学技术; 坚持统筹兼顾, 推进中医药全面协调可持续发展; 坚持政府扶持、各方参与, 共同促进中医药事业发展。3、中医药传承与发展工作相关举措。4、中医药国际交流与合作。

《“健康中国 2030”规划纲要》

2016 年 10 月

充分发挥中医药独特优势：1、提高中医药服务能力，实施中医临床优势培育工程。2、发展中医养生保健治未病服务，实施中医治未病健康工程。3、推进中医药继承创新，实施中医药传承创新工程。

《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）》

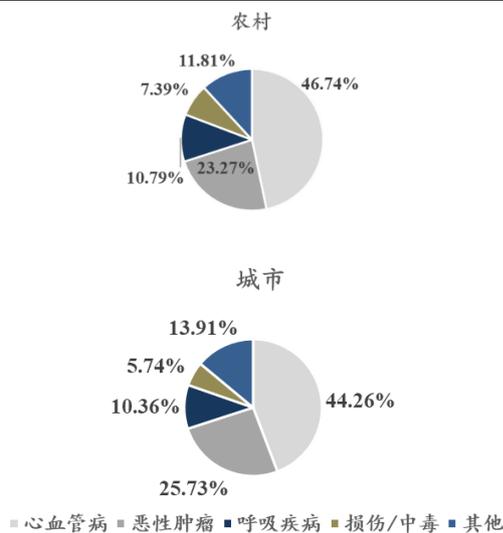
2016 年 2 月

1、明确了未来十五年我国中医药发展方向和工作重点：到 2020 年，实现人人基本享有中医药服务，中医药产业成为国民经济重要支柱之一；到 2030 年，中医药服务领域实现全覆盖，中医药健康服务能力显著增强，对经济社会发展作出更大贡献。2、明确了今后一个时期中医药发展的重点任务：一要切实提高中医医疗服务能力，二要大力发展中医养生保健服务，三要全面做好中医药理论方法继承，四要着力推进中医药创新，五要全面提升中药产业发展水平，六要大力弘扬中医药文化，七要积极推动中医药海外发展。

数据来源：政府官网，东吴证券研究所

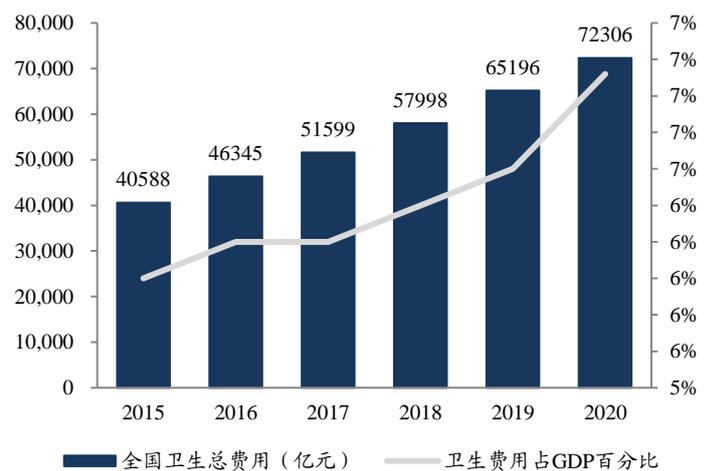
**2) 慢性非传染性疾病已经成为影响居民健康的主要因素，中药终端需求旺盛。**一方面，目前人口老龄化问题突出，慢性疾病发病率逐年增高，按死因构成排序，心血管疾病（CVD）、恶性肿瘤、呼吸疾病位列前三。而中药对于慢性病的防控效果显著。以心血管病为例，丹参等具有活血化瘀功效，所制成的中成药是常见的心血管病治疗药物。2021 年全国现患 CVD 人数已经高达 3.3 亿，随着患病率的逐年上升，中药需求量也将不断增长。另一方面，近年新冠疫情爆发，中药在相关疾病的救治中发挥了不可或缺的作用，应对紧急公共卫生事件也将成为中药的另一个增长点。同时，据国家规划发展与信息化司数据，近年我国卫生总费用支出高速增长，2015-2020 年的年复合增长率为 12.24%，在整体医疗费用提高的基础上，中药规模也将随之扩张。

图 10: 2019 年中国城乡居民死因构成



数据来源：国家心血管病中心，东吴证券研究所

图 11: 2015-2020 年全国卫生总费用支出情况

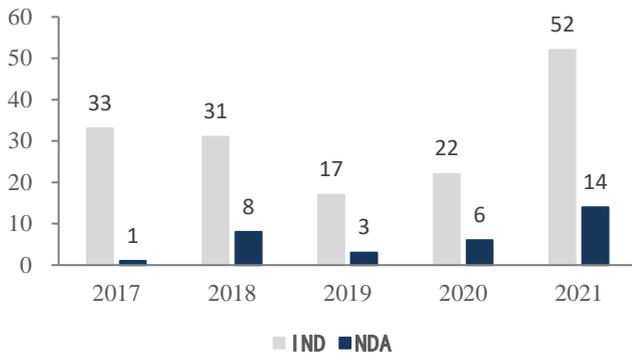


数据来源：中国规划发展与信息化司，东吴证券研究所

**3) 企业积极进行中药注册申请，国家审评审批速度提升，2021 年批准中药 NDA 数创新高。**2021 年国家药监局受理需技术审评的中药注册申请 444 件，IND 52 件（包含创新中药 IND 44 件），NDA 14 件（包含创新中药 NDA 10 件），较 2020 年均均有大幅增

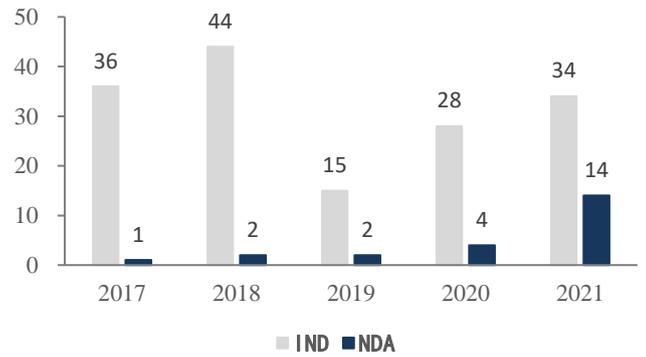
长，企业申报积极性提高。同时，药审中心审评审批速度加快，2021 年审结中药注册申请 456 件，同比增长 22.25%，其中批准中药 IND 34 件（包含创新中药 IND 28 件），建议批准中药 NDA 14 件（包含创新中药 NDA 11 件），创 5 年来新高。国家持续推动中药传承创新发展，药企研发热情增强，药审中心也做出了优化注册分类等一系列举措，中药审评审批机制逐步完善。

图 12: 近年中药 IND 及 NDA 受理量



数据来源：国家药品监督管理局，东吴证券研究所

图 13: 近年中药 IND 及 NDA 批准量

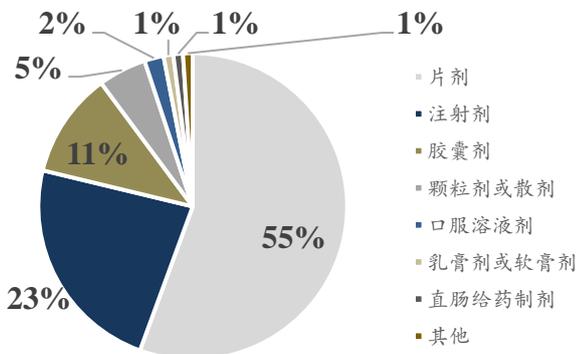


数据来源：国家药品监督管理局，东吴证券研究所

### 2.3. 儿童用药稀缺性凸显，行业发展潜力大

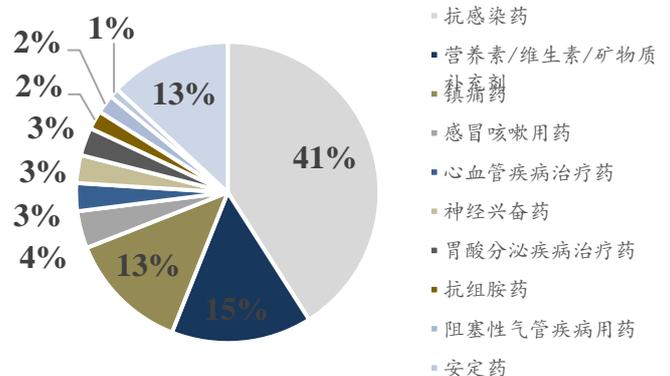
儿童用药与成人用药差异大，目前市场缺乏儿童适用的剂型和规格，现有药物适应症覆盖不够全面。儿童药是指 14 岁以下未成年人所使用的药品，目前儿童用药可分为儿童专用药和儿童适用药。从身体发育角度来看，儿童多器官发育不完全，药物的吸收、代谢以及排泄过程都和成人有所不同，比如儿童血脑屏障不成熟、代谢酶不稳定、胃肠动力小、肾功能不稳定等，导致药物研发有难度；从依从性来看，儿童对药品适宜性要求高，而市面上仍多以普通片剂、注射剂、胶囊剂为主，缺乏儿童适用的咀嚼剂、散剂等；从适应症来看，我国儿童用药仍以抗感染药、营养素/维生素等为主，缺乏治疗神经、心血管、内分泌、血液等多个系统的药品，同时缺乏儿童专用特药。据药智网统计，目前中国上市的儿童化药按批文计有约 4000 个，按品种计有约 1300 个，按活性组分有约 1300 个，且主要以处方药为主，占比 86%，儿童用药的稀缺问题亟待解决。

图 14: 国内上市儿童化药剂型分布



数据来源：药智网，东吴证券研究所

图 15: 国内上市儿童化药适应症分布



数据来源：药智网，东吴证券研究所

儿童化药市场相比儿童中成药市场同质化严重，中成药独家产品具有优势。整体市场集中度低，Top10企业占比不超过30%。据米内网统计，我国儿童药品市场中，化学药销售额占比超过六成，其中非独家药品占比接近80%，对乙酰氨基酚、马来酸氯苯那敏等活性成分涉及品种数高达20种以上，产品同质化程度高；而中成药市场中独家药品份额接近50%，且在儿童药Top10品种中，仅上榜的两个中成药均为独家药品（肠炎宁片、小儿豉翘清热颗粒），单品种竞争程度不及化药。同时，儿童用药市场集中度较低，国内儿童药厂家没有寡头，且每家制药企业覆盖的儿童药品不够丰富，市场份额占比前十的企业总市占率不超过30%。

表 6: 2020 年国内儿童药 Top 10 品种

排名	品名	类别	医保	独家	市场份额 (%)
1	重组人生长激素注射液	【化】全身用激素类制剂	乙类	-	5.74
2	维生素 D 滴剂	【化】营养补充剂	-	-	5.27
3	葡萄糖酸钙锌口服溶液	【化】营养补充剂	-	-	2.9
4	小儿氨酚黄那敏颗粒	【化】呼吸系统疾病用药	-	-	2.81
5	磷酸奥司他韦颗粒	【化】抗感染用药	乙类	宜昌东阳光长江药业	2.72
6	头孢克肟颗粒	【化】抗感染用药	乙类	-	2.23
7	注射用重组人生长激素	【化】全身用激素类制剂	乙类	-	2.14
8	维生素 AD 滴剂	【化】营养补充剂	乙类	-	2.09
9	肠炎宁片	【中】消化系统疾病用药	乙类	江西康恩贝中药	1.93
10	小儿豉翘颗粒	【中】消化系统疾病用药	乙类	济川药业	1.88

数据来源：米内网，东吴证券研究所

表 7: 2020 年国内儿童药 Top 10 厂家

排名	厂家	主要品种	市场份额 (%)
1	长春金赛药业	重组人生长激素注射液、注射用重组人生长激素	6.82
2	葵花药业集团	金银花露、小儿柴桂退热颗粒、小儿氨酚黄那敏颗粒、小儿肺儿咳喘口服液/颗粒、阿莫西林等 9 个过亿品种	3.82
3	青岛双鲸药业	维生素 D 滴剂、维生素 AD 滴剂	3.42
4	宜昌东阳光长江药业	磷酸奥司他韦颗粒	2.72
5	济川药业	小儿豉翘颗粒、健胃消食口服液	2.61
6	国药控股星鲨制药	维生素 D 滴剂、维生素 AD 滴剂	2.35
7	澳诺（中国）制药	葡萄糖酸钙锌口服溶液	2.25
8	江中药业股份	健胃消食片、乳酸菌素片	1.94
9	江西康恩贝中药	肠炎宁片	1.93
10	贵州健兴药业	肺力咳合剂、醒牌养儿颗粒	1.79

数据来源：米内网，东吴证券研究所

**多因素驱动儿童用药市场持续扩容:**

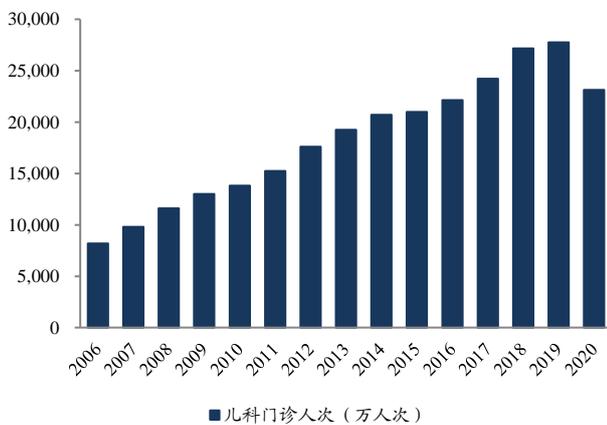
**1) 需求增加:** 继我国 2016 年开放“二胎政策”后, 2021 年我国又开放“三胎政策”, 在一定程度上缓解了出生率低的问题, 0-14 岁人口数从 2010 年的 22,259 万人增长到了 2021 年的 24,721 万人。并且, 据《中国卫生健康统计年鉴》数据显示, 我国综合医院儿科门诊人次整体上涨趋势明显, 儿童用药需求持续增加。

**2) 政策利好:** 2016 年 6 月 1 日, 国家为提高企业研发动力以及解决儿童药品适宜剂型和规格少的问题, 印发了《首批鼓励研发申报儿童药品清单》, 截至目前已经完成了第三批名单的公布。并且, 截至 2021 年底, 国家共发布了《儿童用药(化学药品)药学开发指导原则(试行)》、《儿科用药临床药理学研究技术指导原则》等 12 项儿童用药专项指导原则, 企业研发热情被持续激发。

**3) 审评增速:** 2021 年药审中心借鉴新冠治疗药物等应急经验, 设立“儿童用药“特殊标识”, 加快了审评审批速度。相比 2020 年获批的 26 个儿童专用药和增加儿童应用的药品, 2021 年审批速度显著提升, 共有 47 个儿童用药获批, 其中 14 个产品纳入优先审评审批序列。2022 年 1-4 月, 药审中心审评速度进一步加快, 期间完成了 30 件儿童用药基数审评任务, 涉及 21 个品种, 包含 8 个优先审评审批品种和 3 个《鼓励研发申报儿童药品清单》品种。

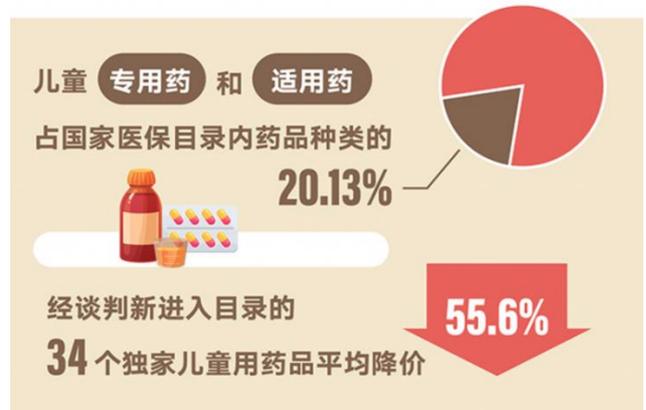
**4) 保障加强:** 据《国务院关于儿童促进工作情况的报告》显示, 目前我国儿童专用药和适用药占国家医保目录内药品种类的 20.13%, 并且经谈判新进入目录 34 个独家儿童用药平均降价 55.6%, 保障力度加大。同时, 2021 年基药目录征求意见首次提出儿童基药目录, 彼时儿童用药可及性将会进一步提高。

图 16: 2006-2020 年综合医院儿科门诊人次(万人次)



数据来源: 中国卫生健康统计年鉴, 东吴证券研究所

图 17: 儿童用药医疗保障情况



数据来源: 中国政府网, 东吴证券研究所

### 3. 产品结构升级, 二线品种加速成长

#### 3.1. 老品种维稳增长, 收入占比逐渐减小

公司独家品种蒲地蓝消炎口服液市占率位居细分领域前列, 营收占比稳步下降。蒲地蓝消炎口服液是公司的独家品种, 适用于疔肿、腮腺炎、咽炎、扁桃体炎等疾病, 在清热解毒中成药市场的市占率始终居于前列。2018 年 10 月国家药监局对蒲地蓝消炎制

剂增加不良反应以及慎用人群说明，公司蒲地蓝产品销售承压，营收出现下滑，但在“调整、整合、开发、优化”的方针下，公司对医院、OTC 药店、基层医疗机构等渠道的开发力度增强，目前销售情况已出现缓和。2021 年公司清热解毒类产品（主要为蒲地蓝消炎口服液）营收达到 24.22 亿元，占总营收 31.7%，基于公司产品结构升级的整体策略，近五年蒲地蓝消炎口服液收入对总营收的贡献比例稳步下降。

图 18: 公司清热解毒产品（主要为蒲地蓝消炎口服液）营收情况

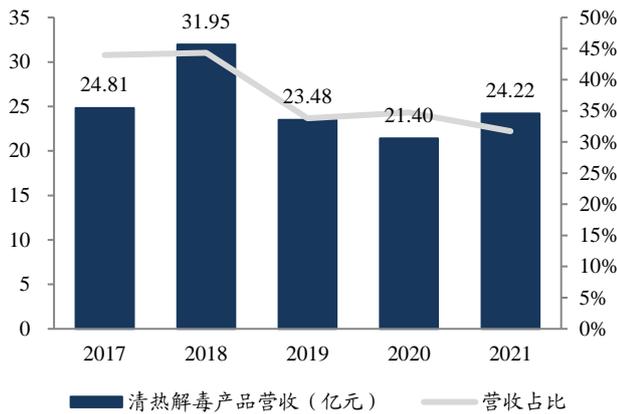
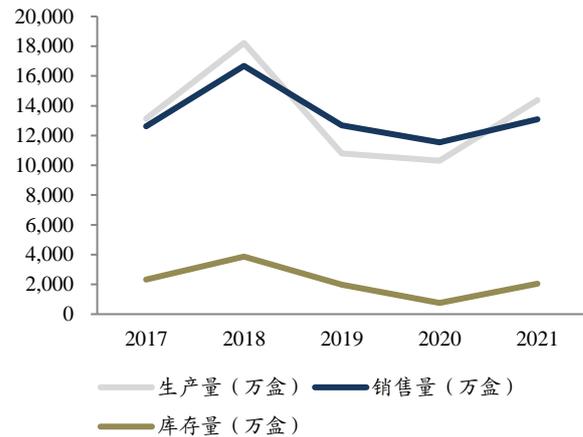


图 19: 公司清热解毒产品（主要为蒲地蓝消炎口服液）产销量情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

蒲地蓝消炎口服液逐步退出省级医保目录，但公司品牌社会认可度高，且消费人群对价格敏感程度不强，影响将得到减弱。2019 年 8 月，国家发布《关于印发〈国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录〉的通知》，要求对于原省级药品目录内按规定调增的乙类药品，应在 3 年内逐步消化。公司的蒲地蓝消炎口服液没有进入国家医保目录，所以从 2021 年开始陆续退出河北省、山东省、黑龙江省等省级医保目录。但公司蒲地蓝消炎口服液循证医学证据丰富，社会的高度认可将减弱药品未进入医保目录所带来的影响。同时，蒲地蓝消炎口服液不是慢性病治疗药物，不需要长期使用，消费人群对药品的价格敏感度不高，影响将进一步减小。

表 8: 公司蒲地蓝消炎口服液被社会认可情况

年份	所获荣誉	被指南、专家共识等推荐情况
2017 年	“2016-2017 年度中国药店店员推荐率最高品牌”	被列入《流行性感冒与人感染禽流感诊疗及防控技术指南》；被《河南省成人流行性感冒中医药防治方案（2018 版）》、《河南省儿童流行性感冒中医药防治方（2018 年版）》推荐；入选“儿童肺炎支原体肺炎中西医结合诊治专家共识”
2018 年	“2017-2018 年度中国药店店员推荐率最高品牌”	被《江苏省流行性感冒中医诊疗方案（2018 版）》、《广东省中医药防治手足口病专家共识》推荐
2019 年	“2018-2019 年度中国药店店员推荐率最高品牌”	被列入《河南省成人流行性感冒中医药防治方案（2019 年版）》、《河南省儿童流行性感冒中医药防治方案（2019 年版）》

**2020 年** 入选《中药大品种科技竞争力报告（2019）》；2020 年度江苏省医药行业优秀产品品牌；“2019-2020 年度中国药店店员推荐率最高品牌”

**2021 年** 荣登“2021 中国医药·品牌榜”零售终端榜、2020-2021 年健康产业“品牌发展指数·TOP 品牌”和“药品品牌价值·TOP50”；“2021 江苏省医药行业优秀产品品牌”

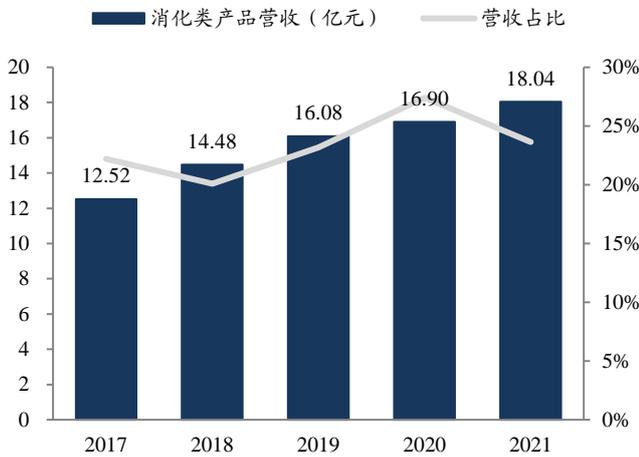
入选《中医儿科临床诊疗指南-小儿口疮》、《中医儿科临床诊疗指南-水痘》、《中医儿科临床诊疗指南-手足口病》、《临床常用方剂与中成药》、《中成药治疗优势病种临床应用指南——中成药治疗小儿急性上呼吸道感染临床应用指南》、多省新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案、防控手册

入选《中成药治疗优势病种临床应用指南——中成药治疗小儿急性上呼吸道感染临床应用指南》、《中医儿科学》、多省新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案、防控手册

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

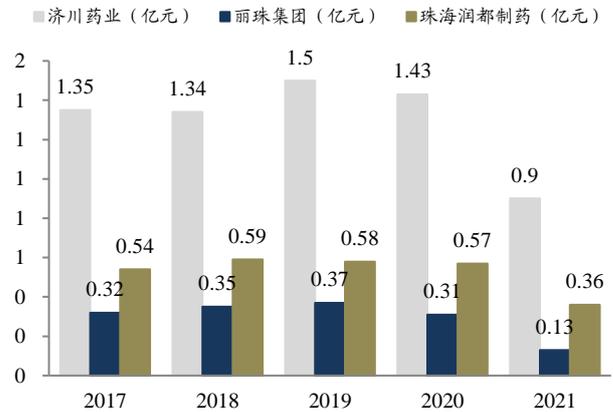
**消化类产品营收规模持续扩大，雷贝拉唑钠肠溶胶囊销量稳居第一。**公司的消化类产品主要包含雷贝拉唑钠肠溶胶囊和健胃消食口服液。雷贝拉唑钠肠溶胶囊是第三代质子泵抑制剂，主治十二指肠溃疡、胃溃疡、反流性食管炎，相比前两代质子泵抑制剂，雷贝拉唑抑制胃酸分泌的效果更优，副作用更小，是更具优势的品种。2021 年公司消化类产品营收达到 18.04 亿元，占总营收的 23.6%，规模持续扩大。其中，公司的雷贝拉唑钠肠溶胶囊品牌效应强大，销售区域覆盖范围广，销量在现有厂商中排名第一，是受社会高度认可的品种，始终保持领先的规模优势。此外，雷贝拉唑钠肠溶胶囊已经进入国家医保目录乙类，未来将持续为公司带来可观贡献。

图 20：公司消化类产品营收情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 21：全国雷贝拉唑钠肠溶胶囊样本医院销售情况



数据来源：药融云，东吴证券研究所

### 3.2. 儿科用药为公司下阶段重点产品，小儿豉翘清热颗粒是龙头品种

小儿豉翘清热颗粒（同贝）是济川药业独家品种，处方来源于名老中医李少川教授的经典验方，主治小儿风热感冒。同贝以连翘和淡豆豉为君药，辅以薄荷、荆芥、栀子等 14 味中药材，经长期临床使用证明能够有效缓解鼻塞流涕、咳嗽等感冒症状，具有快速退烧、不易反复的特点，此外同贝联用蒲地蓝消炎口服液，能够协同增效，有效防

治流感、手足口病。

小儿豉翘清热颗粒是院内和零售端儿科感冒中成药的龙头品种。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%，位居行业榜首。总体上产品收入保持快速增长，2020 年新冠疫情影响业绩短暂下滑，2021 年儿科类收入达到 17.01 亿元，同比增速 64%，儿科类产品主要为小儿豉翘清热颗粒。同贝凭借高质量循证证据和良好品牌形象，入选“临床价值中成药品牌榜”“2021 中成药治疗流感循证评价证据 TOP 榜”“中国医药品牌榜”，成为医生、店员、家长放心的儿童药代表。

图 22：公司儿科类药品收入情况（亿元）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

开发无蔗糖型同贝，更加合理高效安全。为更好地方便儿童服用，济川药业在同贝原方基础上进行工艺改进，以甜菊糖苷替代蔗糖作为调味剂。甜菊糖苷是从菊科草本植物甜叶菊中精提的新型天然甜味剂，具有高甜度、低热能、纯天然的特点，甜度是蔗糖的 250-450 倍，大幅度提升口感，更适合儿童服用。

图 23：小儿豉翘清热颗粒升级为无蔗糖型



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

目前儿童糖尿病发病率呈现逐年上升趋势，采用甜菊糖苷作为调味剂的无糖型同贝，不但有益于儿童的牙齿保护和生长发育，而且对于糖尿病患者、肥胖儿童的临床安全性更高。2022 年改进后的小儿豉翘清热颗粒正式上市销售，对药物的气味、苦味、粘稠度、异味等指标进行了全面优化，产品口感显著提升，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，龋齿患儿、糖尿病患者、肥胖儿童也可以放心使用。产品

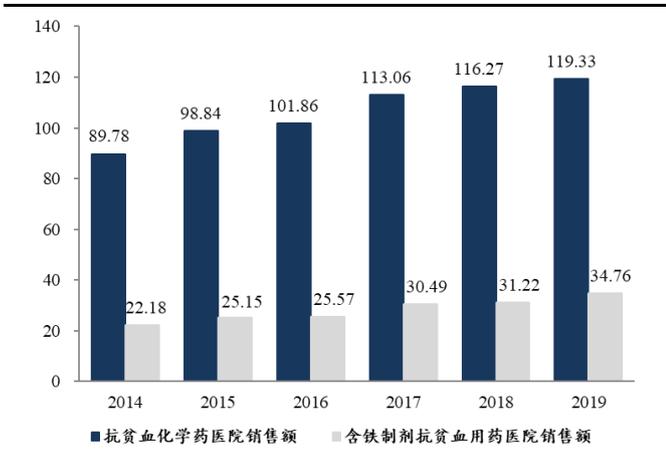
价格端也有了明显提升，以甘肃省中标挂网药品数据的通知为例，规模为 2g\*6 袋/盒的小儿致翘清热颗粒，有蔗糖的中标价为 23.82 元，无蔗糖的中标价为 43.89 元，提价有利于拉动产品未来收入规模的上升。

### 3.3. 二线品种迅速放量，获得市场广泛认可

**蛋白琥珀酸铁口服溶液（盛雪元）**是济川药业独家首仿的新一代补铁剂，适应症为由于铁的摄入量不足或吸收障碍、急性或慢性失血以及感染所引起的隐性或显性缺铁性贫血，妊娠及哺乳期贫血等绝对和相对缺铁性贫血。盛雪元通过三价铁离子与琥珀酸蛋白络合，使其在胃酸环节中稳定，不伤害胃黏膜，减少铁腥味以改善口感；在肠道碱性环境中蛋白膜被胰蛋白酶消化，三价铁离子游离并转化为二价铁离子，在小肠内被充分吸收而达到补铁效果。盛雪元凭借其确切的疗效、良好的口碑和优秀的品牌，荣获最受药店欢迎的明星单品。

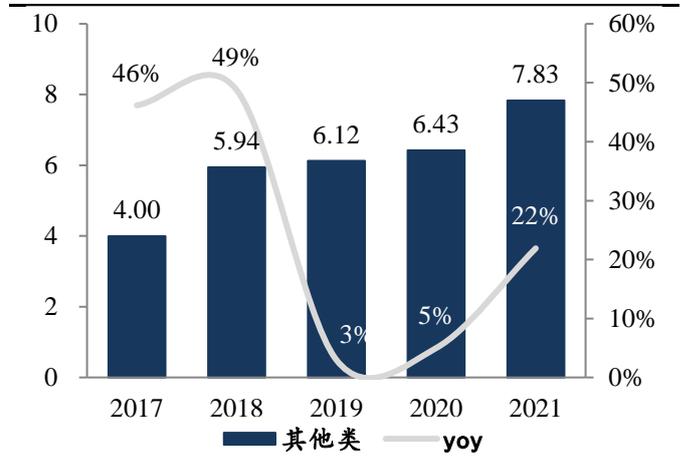
**含铁制剂抗贫血用药市场稳定成长，公司产品收入持续上升。**我国抗贫血用药市场可根据药物类型分为化学药市场和中成药市场，两个市场份额较为均衡，其中抗贫血化学药医院销售额保持增长态势，2014-2019 年 CAGR 为 5.86%，市场稳定成长。用于治疗缺铁性贫血的含铁制剂抗贫血用药在抗贫血化学药医院市场的份额较为稳定，近年来含铁制剂抗贫血用药医院市场总体规模持续增长，销售额由 2014 年的 22.18 亿元增长至 2019 年的 34.76 亿元，年均复合增长率为 9.40%，成长性较好。公司其他类产品主要为蛋白琥珀酸铁口服溶液，2021 年其他类收入达到 7.83 亿元，同比增长 22%。

图 24: 我国抗贫血用药医院销售额（亿元）



数据来源：西点药业招股说明书，东吴证券研究所

图 25: 公司其他类药品收入情况（亿元）



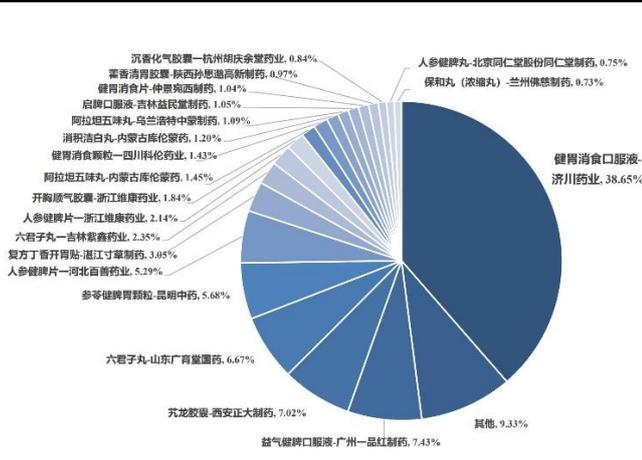
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

**健胃消食口服液**是济川药业独家剂型品种，由山药、陈皮、麦芽、山楂、太子参五味药食同源的药材组成，兼补兼消、补消结合，适用于食欲不振、食后腹胀、消化不良等症状。健胃消食口服液由片剂改良而来，提高有效成分含量，口味好、吸收好、更好促进胃动力，尤其适用于咀嚼片剂不便的老年人和幼龄儿童。根据米内网数据，健胃消食口服液在 2019、2020 年城市公立医院健胃消食类中成药的市场占有率达到 38.65%、47.06%，排在第一位。健胃消食口服液具有剂型优、口感好、效果佳等特点，获得“中

国药店店员推荐率最高品牌·胃药类”“药食同源推荐产品”等荣誉，受到广大医生、家长的信赖和认可。

济川药业长期坚持对健胃消食口服液进行循证医学研究，深化学术研究成果，已经发表近百篇儿科、消化领域的临床文献，开展临床再评价项目数 10 个，使得健胃消食口服液能更好的服务患者。目前健胃消食口服液入选了《慢性胃炎中医诊疗专家共识意见》《功能性消化不良中西医结合诊疗共识意见》《消化系统常见病中医诊疗指南》等多份诊疗指南和意见，获得众多学者的关注与肯定。

图 26：2019 年公立医院健胃消食类中成药品牌格局



数据来源：公司官网，米内网，东吴证券研究所

图 27：健胃消食口服液入选多份诊疗指南和意见



数据来源：中国知网，东吴证券研究所

黄龙止咳颗粒是纯中药制剂的止咳化痰药，脾肺肾三脏同治，止咳更治咳，有效应对反复性咳喘痰，长期使用安全性高。在“十三五”全国高等中医药院校《中医儿科学》教材中，该品被列入“小儿慢性咳嗽”“哮喘”推荐用药。2021 年 3 月《黄龙止咳颗粒治疗儿童咳嗽变异性哮喘 (CVA) 多中心随机对照临床研究》发布，结果表明黄龙止咳颗粒能够有效控制 CVA 症状，减轻咳嗽症状，提升肺功能，填补了中成药治疗 CVA 的空白。2021 年 4 月黄龙止咳颗粒治疗哮喘最新研究成果被国际知名 SCI 期刊收录，研究显示黄龙止咳颗粒通过调控肺脂质紊乱治疗哮喘，可应用于临床，作为替代或者补充疗法。黄龙止咳颗粒基础研究和临床研究成果的陆续发布，为其应用于哮喘治疗提供了强有力的基础研究支撑，为儿童哮喘患者带来福音。

图 28: 黄龙止咳颗粒能够有效控制 CVA 症状

黄龙止咳颗粒治疗儿童咳嗽变异性哮喘  
多中心随机对照临床研究

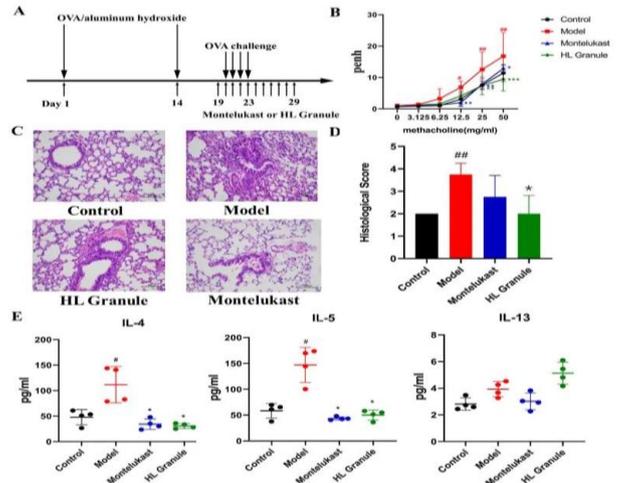
姜姝婷<sup>1</sup>, 胡思源<sup>1</sup>, 李新民<sup>1</sup>, 钟成梁<sup>1</sup>, 王凯<sup>2</sup>, 吴力群<sup>3</sup>,  
蔡树树<sup>4</sup>, 丁樱<sup>5</sup>, 徐勇胜<sup>6</sup>, 薛征<sup>7</sup>, 万力生<sup>8</sup>

1.天津中医药大学第一附属医院/国家中医针灸临床医学研究中心, 天津 300381;  
2.山东省千佛山医院, 山东 济南 250014; 3.北京中医药大学东方医院, 北京 100078;  
4.中国医科大学附属盛京医院, 辽宁 沈阳 117004; 5.河南中医药大学第一附属医院, 河南 郑州 450000;  
6.天津市儿童医院, 天津 300134; 7.上海市中医医院, 上海 200000; 8.深圳市儿童医院, 广东 深圳 518038

**摘要:** 目的 评价黄龙止咳颗粒治疗儿童咳嗽变异性哮喘 (CVA) 肺肾气虚、痰热郁肺证的临床疗效及安全性。方法 计划纳入 160 例患儿, 采用分层区组随机、双盲双模拟、平行对照、多中心临床研究方法, 按随机分配表 1:1 比例分为试验组和对照组各 80 例。试验组予黄龙止咳颗粒 (3 岁 3 g/次, 4~7 岁 6 g/次, 8~13 岁 9 g/次, 3 次/d, 开水冲服) 及孟鲁司特钠咀嚼片模拟剂 (1 次/d, 睡前口服); 对照组予孟鲁司特钠咀嚼片 (3~5 岁 4 mg/次, 6~13 岁 5 mg/次) 及黄龙止咳颗粒模拟剂, 用法用量同试验组。2 组均连续治疗 4 周。观察 2 组疾病控制情况及中医疗效, 比较 2 组咳嗽症状严重程度评分、中医证候评分、肺功能及安全性指标。**结果** 160 例进入全分析集 (FAS)、安全性数据集 (SS)、147 例进入符合方案数据集 (PPS)。试验组治疗 4 周疾病总控制率为 100.00% (72/72), 对照组为 98.67% (74/75), 2 组率差及可信区间为 3.50% (-7.82%, 14.82%)。考虑基线因素的 Logistic 回归分析结果显示, 2 组疾病总控制率比较差异无统计学意义 ( $P > 0.05$ ); 以 -0.10 为非劣界值, 试验组非劣于对照组, PPS、EAS 分析结论一致。治疗 2、4 周, 2 组中医疗效总有效率比较差异无统计学意义 ( $P > 0.05$ )。PPS、FAS 分析结论一致。2 组治疗后咳嗽症状严重程度评分、中医证候评分、第 1 秒用力呼气量 (FEV1)、用力肺活量 (FVC) 及 FEV1/FVC 比较, 差异均无统计学意义 ( $P > 0.05$ )。对照组不良事件 2 例, 无严重不良事件, 1 例判断为不良事件。2 组不良事件及不良反应发生率比较差异无统计学意义 ( $P > 0.05$ )。**结论** 黄龙止咳颗粒治疗儿童 CVA 肺肾气虚、痰热郁肺证疾病控制率非劣于孟鲁司特钠咀嚼片, 并可减轻患儿咳嗽症状严重程度, 改善相关症状, 安全性较好。  
**关键词:** 黄龙止咳颗粒; 咳嗽变异性哮喘; 儿童; 随机对照试验

数据来源: 中国中医药信息杂志, 东吴证券研究所

图 29: 黄龙止咳颗粒改善了哮喘小鼠气道功能与炎症



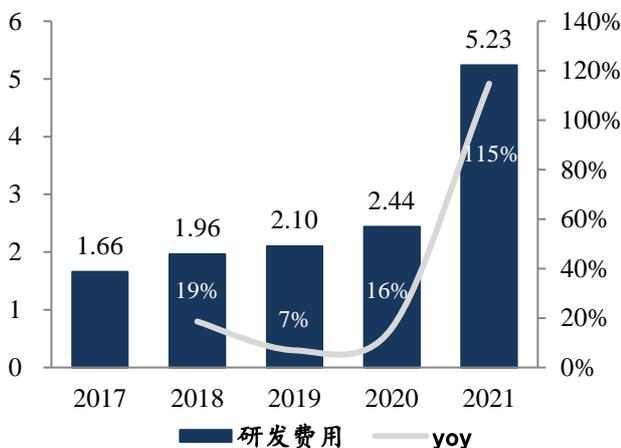
数据来源: 《Huanglong Antitussive Granule Relieves Acute Asthma Through Regulating Pulmonary Lipid Homeostasis》, 东吴证券研究所

## 4. 通过自主研发和 BD, 发挥销售优势

### 4.1. 注重研发创新, 在研品种储备丰富

公司坚持中西药并举, 以中药新药研发为重点, 打造核心竞争力。公司成立药物研究院专注儿科、口腔、呼吸、消化及妇科等优势领域的产品研发, 确立了抗感染、消化、心脑血管、抗肿瘤等八大研发领域。化药方面加快仿制药项目的推进速度, 突破高难度仿制药技术; 此外以临床未满足需求和市场价值为导向, 持续立项一些改良型的创新药品种, 按照合适节奏去拓展新产品领域。中药方面强化对上市品种的二次开发和中药配方颗粒的品种拓展, 持续推进中药创新药的研发和立项。公司研发费用持续增长, 2021 年达到 5.23 亿元, 处于可比公司前列。

图 30: 公司研发费用与增长情况 (亿元)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

图 31: 公司研发人员数量与占比情况 (人)



数据来源: 公司年报, 东吴证券研究所

公司研发管线丰富，主要研发项目进展顺利。公司药物研究院均衡布局中药、仿制药和改良新药，注册申报、技术转移数量创历史新高，在多个高难度项目上取得技术突破，启动了多个创新研发项目，并且获得宫瘤清片的药品生产批件。2021年公司具有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。

表 9: 公司主要研发项目基本情况

研发项目（含一致性评价项目）	药（产）品名称	注册分类	适应症或功能主治	研发（注册）所处阶段
LBLZ Tab	LBLZ Tab	化药 4 类	用于胃溃疡、十二指肠溃疡等综合征	已申报，等待核查
J010S 原料药项目			用于慢性肾病患者贫血	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	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	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冒引起的发热	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	等待工艺验证中
J022	J022	化药 4 类	用于治疗癫痫和狂躁症	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	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	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	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	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	已完成工艺验证，等待申报

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

#### 4.2. 合作开发伊坦长效生长激素，持续投入优质创新儿科产品

人生长激素（hGH）是由脑垂体合成和分泌的一种肽类激素，是人体内最重要的促进生长的激素。儿童生长激素缺乏症（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。根据 Frost & Sullivan 报告，预计 2018-2030 年全球和中国儿童生长激素缺乏症的治疗药市场规模将按照 6.4%、15.7% 的 CAGR 增长，2030 年全球和中国市场规模将达到 60、32 亿美元。据统计大中华地区约有三百四十万儿童生长激素缺乏症患者，但仅有 3.7% 的患者接受生长激素治疗，主要是使用每日注射的产品。

图 32: 全球 PGHD 疗法市场规模 (2014-2030E)



数据来源: 天境生物招股说明书, 东吴证券研究所

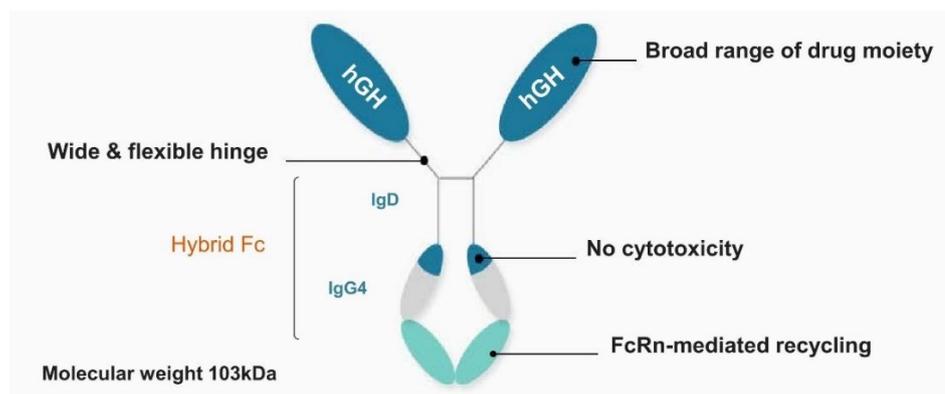
图 33: 中国 PGHD 疗法市场规模 (2014-2030E)



数据来源: 天境生物招股说明书, 东吴证券研究所

**伊坦生长激素 (TJ101) 是一种具有高度差异化的长效重组人生长激素, 具有新颖的分子形式和更长的半衰期。**短效重组人生长激素需要每日注射给药, 这种方案给儿童患者及其家人带来了巨大的负担, 通常导致患者依从性较差。伊坦长效生长激素能刺激胰岛素样促生长因子 1 (IGF-1) 在肝脏中的合成, 并且激发骨细胞和软骨细胞等多种组织生长, 以促进骨骼的生长。伊坦生长激素采用韩国 Genexine 公司的创新杂合 Fc 融合蛋白技术平台开发, 是杂合 Fc (HyFc) 和人生长激素 (hGH) 融合蛋白, 分子量达到 103kD。HyFc 与 hGH 融合增加了分子量, 减少了肾脏清除率从而增加了药物的半衰期; HyFc 由人免疫球蛋白 IgD 和 IgG4 构成, IgG4 可通过新生儿 Fc 受体 (FcRn) 介导的代谢调控进一步延长 TJ101 半衰期。

图 34: 伊坦生长激素 (TJ101) 分子结构



数据来源: 《A hybrid Fc-fused human growth hormone, GX-H9, shows a potential for weekly and semi-monthly administration in clinical studies》, 东吴证券研究所

**伊坦生长激素具有便捷性、高依从性和强安全性等特点。**目前中国唯一上市的长效生长激素是金赛药业开发的聚乙二醇重组人生长激素注射液, 而全球范围内有 10 款在研产品, TJ101 临床进度处于第一梯队。TJ101 相比于其他产品具有以下优势, 有望在产品推出时迅速获得可观的市场份额: 1、给药频率降低到每周一次或每月两次给药, 在保持疗效的同时提高依从性, 为患者带来更佳的治疗体验和效果; 2、作为一款纯蛋白产

品，长期使用与聚乙二醇化重组人生长激素药物相比在安全上具有潜在优势，长效化修饰的安全性更强。

表 10: 全球临床在研的长效生长激素药物情况

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/维异药业	通过 TransCon 技术延长半衰期	BLA(2020 年)	临床 III 期-进行中 (CTR20200399)
2	Somavaratan (VRS-317)	Amunix 公司研发, 授予 Versartis	通过 XTEN 融合蛋白延长半衰期	临床 III 期-已完成(2017 年)	
3	Somatrogon (MOD-4023)	Prolor Biotech(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 III 期-已完成(2020 年 10 月)	
4	GX-H9/TJ-101	Genexine/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 PEG 化重组人生长激素	厦门特宝	长效 PEG 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	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)

数据来源: 药智网, 东吴证券研究所

天境生物与济川药业于 2021 年 11 月就伊坦长效生长激素达成战略合作协议, 加速该药物在中国的研发、生产和商业化进程。济川药业已支付 2.24 亿元人民币作为首付款, 首付款和里程碑付款总金额达 20.16 亿人民币。天境生物作为上市许可持有人 MAH 向 NMPA 提交伊坦长效生长激素的上市许可注册申请, 并且向济川药业供药。济川药业负责合作拓展 TJ101 新适应症, 并且在药物获批后在中国市场负责商业化推广, 天境生物也将提供学术、临床和生产等多方面支持, 按照 50: 50 的原则共享该产品在中国大陆市场的商业化收益。

伊坦长效生长激素 3 期临床试验已完成患者入组。TALLER 研究是一项多中心、随机、开放标签、阳性对照的 3 期临床试验, 对患者采取以每周给药一次的方法, 主要研究终点为年化生长速率, 旨在评估 TJ101 在治疗儿童生长激素缺乏症患者的有效性、安

全性、药代动力学等重要指标。2022年5月31日，天境生物宣布伊坦生长激素的中国3期临床试验已经完成全部患者入组。随着患者顺利入组和项目快速推进，TALLER研究预计在2023年完成后提交伊坦长效生长激素的生物制品上市申请。

#### 4.3. 新一轮股权激励发布，BD项目为考核目标之一

**BD指标及扣非净利润作为股权激励考核要求，彰显公司发展信心。**2022年8月，公司发布2022年股权激励计划，激励对象为公司董事、高级管理人员以及其他管理和技术（业务）骨干人员，共计118人，占公司2021年底全部职工数的1.78%。其中公司层面的考核指标为BD引进产品数及扣非净利润，要求2022-2024年公司净利润不低于20/22/25亿元，且BD引进产品不少于4个。2021年公司发力产品引进，达成了4项产品引进或合作的协议，进一步丰富了产品管线，培育了新的业绩增长点，此次激励考核目标进一步确定了公司引进+自研的策略，彰显了公司对未来发展的充足信心。

表 11：公司 2022 年股权激励计划公司层面业绩考核要求

解除限售期/行权期	业绩考核目标	公司层面解除限售/行权系数
第一个解除限售/行权期	公司 2022 年度净利润不低于 20 亿元；且 BD 引进产品不少于 4 个	100%
	公司 2022 年度净利润高于 18 亿元但低于 20 亿元；且 BD 引进产品不少于 4 个	按照业绩考核目标的实际完成比例解除限售/行权
首次授予的限制性股票/股票期权	第二个解除限售/行权期	100%
	公司 2023 年度净利润不低于 22 亿元；且 BD 引进产品不少于 4 个	按照业绩考核目标的实际完成比例解除限售/行权
第三个解除限售/行权期	公司 2023 年度净利润高于 19.8 亿元但低于 22 亿元；且 BD 引进产品不少于 4 个	按照业绩考核目标的实际完成比例解除限售/行权
	公司 2024 年度净利润不低于 25 亿元；且 BD 引进产品不少于 4 个	100%
	公司 2024 年度净利润高于 22.5 亿元但低于 25 亿元；且 BD 引进产品不少于 4 个	按照业绩考核目标的实际完成比例解除限售/行权

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 4.4. 从蒲地蓝牙膏切入日化市场，加速布局大众健康美容领域

**蒲地蓝日化围绕口腔、头面部、皮肤“三大类别”，针对常见多发健康问题，研发出多种高端功效型日化产品。**济川药业子公司蒲地蓝日化成立于2014年，是一家集高端功效型中药日化产品研发、生产、销售于一体的高科技日化企业。公司围绕“健康美容”与“美容健康”品牌定位，将“蒲地蓝”功效从药品延伸到日化品领域，以牙膏切入市场，成功开发蒲地蓝可炎宁牙膏、蒲地蓝可炎宁抑菌口喷、蒲地蓝可炎宁抑菌含漱液、蒲地蓝可炎宁抑菌口腔膏、可炎宁高端专护牙刷等高端日化产品，逐渐成长为中药

口腔护理高端功效品牌。

公司日化业务仍处于前期孵化阶段,产品的销售规模不大,市场占有率也较低。2021年蒲地蓝日化营业收入为 9304 万元,其中牙膏为主要销售产品。未来公司将继续推出洗面奶等头面部洗护产品和面膜等药妆产品,致力于成为健康洗护和中药美肤的代表性品牌。

表 12: 蒲地蓝日化产品管线

类型	产品名称	图示
口腔护理类	蒲地蓝可炎宁牙膏(口腔特护)	
	蒲地蓝可炎宁牙膏(强健口腔)	
	蒲地蓝儿童护理牙膏(6-12岁换牙期护理)	
	蒲地蓝儿童护理牙膏(6岁以下乳牙期护理)	
	蒲地蓝可炎宁抑菌口腔膏	
	蒲地蓝可炎宁抑菌含漱液	
	蒲地蓝可炎宁抑菌口喷	
	可炎宁高端专护牙刷	
	小同笑儿童专护牙刷	
	头面部护理类	蒲地蓝蒲必康抑菌喷剂
身体皮肤护理类	蒲地蓝抑菌洗手液	
	蒲地蓝健康理肤沐浴露	

数据来源: 蒲地蓝日化官网, 东吴证券研究所

## 5. 盈利预测与投资评级

### 5.1. 关键假设和收入拆分

**清热解毒类：**主要品种为蒲地蓝；该品种陆续退出省级医保，预计在 2022 年完成。公司在医保外大力开发 OTC 等渠道的销售；我们预计 2022-2024 年销售额同比增速为 9%、-2%、-2%。

**消化类：**主要产品为雷贝拉唑和健胃消食片，短期看雷贝拉唑受到疫情导致的诊疗量下降影响，长期看雷贝拉唑预计在 2023 年进入集采，2024 年执标，可能对业绩造成一定影响。我们预计 2022-2024 年销售额同比增速为-7%、-10%、-20%。

**儿科类：**主要产品为小儿豉翘清热颗粒，目前处于快速放量期，且 2023 年有望入选儿科基药，从而进一步放大收入体量。我们预计 2022-2024 年销售额同比增速为 30%、45%、30%。

**呼吸类：**主要产品为三拗片、黄龙止咳颗粒，均为快速放量期的产品；我们预计 2022-2024 年销售额同比增速为 25%、22%、22%。

**心脑血管类：**主要产品为川芎清脑颗粒等，产品平稳增长；我们预计 2022-2024 年销售额同比增速均为 15%。

**妇科类：**主要产品为妇炎舒胶囊和宫瘤清片，由于妇科领域竞争激烈，该品类总体保持下滑；我们预计 2022-2024 年销售额同比增速均为-5%。

**其他：**目前主要为蛋白琥珀铁，正处于快速放量期。未来公司预计每年 BD 项目不少于 4 个，且生长激素项目已进入 III 期，有望在近年产生效益。我们预计 2022-2024 年销售额同比增速为 20%、20%、25%。

表 13: 公司收入拆分

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总收入（百万元）	7197	6922	6151	7618	8534	9672	10771
yoy	28%	-4%	-11%	24%	12%	13%	11%
毛利率	85%	84%	82%	83%	84%	84%	82%
毛利（百万元）	6105	5819	5028	6350	7188	8136	8793
<b>一、工业收入</b>	<b>6973</b>	<b>6681</b>	<b>5930</b>	<b>7334</b>	<b>8222</b>	<b>9328</b>	<b>10394</b>
yoy	28%	-4%	-11%	24%	12%	13%	11%
毛利率	87%	86%	84%	85%	84%	84%	82%
毛利（百万元）	6069	5768	4958	6227	6938	7861	8491
<b>1.1 清热解毒类</b>							
收入（百万元）	3195	2348	2140	2422	2640	2587	2536

yoy	29%	-27%	-9%	13%	9%	-2%	-2%
毛利率	85%	82%	79%	80%	80%	80%	80%
毛利（百万元）	2701	1924	1681	1945	2,119	2,062	2,031

### 1.2 消化类

收入（百万元）	1448	1608	1690	1804	1678	1510	1208
yoy	16%	11%	5%	7%	-7%	-10%	-20%
毛利率	93%	93%	91%	92%	90%	90%	65%
毛利（百万元）	1348	1493	1545	1655	1,510	1,359	785

### 1.3 儿科类

收入（百万元）	1246	1525	1038	1701	2211	3206	4167
yoy	38%	22%	-32%	64%	30%	45%	30%
毛利率	89%	89%	87%	89%	88%	88%	88%
毛利（百万元）	1111	1358	905	1512	1,954	2,826	3,687

### 1.4 呼吸类

收入（百万元）	336	430	280	481	601	734	895
yoy	38%	28%	-35%	72%	25%	22%	22%
毛利率	89%	89%	85%	87%	87%	86%	87%
毛利（百万元）	299	384	238	419	524	634	778

### 1.5 心脑血管类

收入（百万元）	80	84	78	83	96	110	126
yoy	-1%	5%	-7%	7%	15%	15%	15%
毛利率	72%	64%	49%	43%	45%	45%	45%
毛利（百万元）	57	54	38	36	43	49	57

### 1.6 妇科类

收入（百万元）	74	73	62	59	56	53	51
yoy	12%	-1%	-15%	-5%	-5%	-5%	-5%
毛利率	77%	80%	73%	69%	69%	70%	70%
毛利（百万元）	57	58	46	41	39	37	35

### 1.7 其他

	594	612	643	783	940	1128	1410
yoy	49%	3%	5%	22%	20%	20%	25%
毛利率	83%	81%	79%	79%	80%	79%	79%
毛利（百万元）	495	497	505	620	749	893	1,118

## 二、商业收入

收入（百万元）	224.09	241.07	220.55	283.66	312	343	378
yoy	9%	8%	-9%	29%	10%	10%	10%
毛利率	16%	21%	32%	43%	80%	80%	80%
毛利（百万元）	35.55	50.69	70.06	122.74	250	275	302

数据来源：wind，东吴证券研究所

## 5.2. 盈利预测与估值

我们选取了华润三九、以岭药业、云南白药、康缘药业 4 家均处于中药领域且业务模式类似的中药企业作为可比公司；公司 2022 年 PE 估值预计为 14 倍，明显低于行业平均水平。

表 14：可比公司估值对比

股票代码	公司	股价（元）	净利润（亿元）			PE			市值（亿元）
			2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
000999.SZ	华润三九	52.15	23.64	27.31	31.32	22	19	16	515
002603.SZ	以岭药业	33.05	16.26	19.19	22.71	34	29	24	552
000538.SZ	云南白药	55.00	38.91	47.05	53.69	25	21	18	988
600557.SH	康缘药业	18.64	4.11	5.21	6.32	27	21	17	109
<b>可比公司平均</b>						24	20	18	
600566.SH	济川药业	32.18	20.88	23.34	25.97	14	12	11	291

数据来源：wind，东吴证券研究所 注：股价截至 2022 年 11 月 1 日，除济川药业为东吴预测数据外，均为 wind 一致预期数据

我们预计 2022-2024 年总营收分别为 85/97/108 亿元，同比增速分别 12%、13%、11%；归母净利润分别为 20.9/23.3/26.0 亿元，同比增速分别 21%、12%、11%，2022-2024 年 P/E 估值分别为 14/12/11X；基于公司 1）蒲地蓝保持稳定；2）小儿豉翘有望进入儿科基药，加速放量；3）BD 和销售能力强，有望形成大品种代销；首次覆盖，给予“买入”评级。

## 6. 风险提示

**集采风险：**公司雷贝拉唑等成熟品种，存在被集采的风险；集采后品种收入可能大幅下降。

**BD 品种存在不确定性：**BD 品种存在推进和获取不及预期的风险。

**产品销售不及预期：**公司产品销售存在不及预期的风险。

**研发不及预期：**公司生长激素等创新药品种，临床试验存在不及预期和研发失败的可能。

## 济川药业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>8,123</b>	<b>10,275</b>	<b>13,037</b>	<b>16,443</b>	<b>营业总收入</b>	<b>7,631</b>	<b>8,534</b>	<b>9,672</b>	<b>10,771</b>
货币资金及交易性金融资产	5,494	7,240	9,579	12,573	营业成本(含金融类)	1,277	1,347	1,536	1,978
经营性应收款项	2,230	2,631	3,010	3,281	税金及附加	121	136	155	172
存货	376	380	421	560	销售费用	3,714	4,054	4,575	4,933
合同资产	0	0	0	0	管理费用	317	350	397	420
其他流动资产	23	25	27	28	研发费用	523	342	445	452
<b>非流动资产</b>	<b>4,008</b>	<b>4,074</b>	<b>3,992</b>	<b>3,888</b>	财务费用	-89	-38	-56	-79
长期股权投资	13	13	14	14	加:其他收益	11	13	15	16
固定资产及使用权资产	2,712	2,805	2,897	2,882	投资净收益	47	35	34	49
在建工程	322	307	167	101	公允价值变动	115	0	0	0
无形资产	280	266	243	230	减值损失	8	1	1	0
商誉	167	167	167	167	资产处置收益	1	2	3	2
长期待摊费用	13	13	13	13	<b>营业利润</b>	<b>1,933</b>	<b>2,394</b>	<b>2,673</b>	<b>2,963</b>
其他非流动资产	501	502	491	481	营业外净收支	18	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>12,131</b>	<b>14,349</b>	<b>17,029</b>	<b>20,331</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,950</b>	<b>2,394</b>	<b>2,673</b>	<b>2,963</b>
<b>流动负债</b>	<b>2,801</b>	<b>2,931</b>	<b>3,278</b>	<b>3,984</b>	减:所得税	233	307	340	368
短期借款及一年内到期的非流动负债	629	629	629	629	<b>净利润</b>	<b>1,717</b>	<b>2,088</b>	<b>2,333</b>	<b>2,596</b>
经营性应付款项	946	926	1,076	1,403	减:少数股东损益	-2	-1	-1	-2
合同负债	19	10	15	21	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,719</b>	<b>2,088</b>	<b>2,334</b>	<b>2,597</b>
其他流动负债	1,206	1,367	1,558	1,931	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.90	2.31	2.59	2.88
非流动负债	199	199	199	199	EBIT	1,682	2,306	2,565	2,816
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	1,986	2,631	2,934	3,201
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	83.27	84.22	84.12	81.64
租赁负债	1	1	1	1	归母净利率(%)	22.53	24.47	24.13	24.11
其他非流动负债	198	198	198	198	收入增长率(%)	23.77	11.84	13.33	11.37
<b>负债合计</b>	<b>3,000</b>	<b>3,131</b>	<b>3,478</b>	<b>4,184</b>	归母净利润增长率(%)	34.60	21.48	11.77	11.28
归属母公司股东权益	9,117	11,205	13,539	16,137					
少数股东权益	14	13	12	10					
<b>所有者权益合计</b>	<b>9,131</b>	<b>11,219</b>	<b>13,552</b>	<b>16,147</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>12,131</b>	<b>14,349</b>	<b>17,029</b>	<b>20,331</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,894	2,100	2,588	3,223	每股净资产(元)	10.15	12.50	15.13	18.05
投资活动现金流	-673	-354	-249	-229	最新发行在外股份(百万股)	903	903	903	903
筹资活动现金流	-361	0	0	0	ROIC(%)	16.33	18.60	17.20	15.94
现金净增加额	860	1,746	2,339	2,994	ROE-摊薄(%)	18.86	18.64	17.24	16.10
折旧和摊销	304	326	369	385	资产负债率(%)	24.73	21.82	20.42	20.58
资本开支	-248	-373	-278	-271	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.90	13.91	12.45	11.19
营运资本变动	-9	-434	-266	-77	P/B(现价)	3.17	2.57	2.13	1.78

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：(0512) 62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

