

# 吉林敖东 (000623)

证券研究报告

2023年10月25日

## 安神补脑领导品牌，医药、金融、健康多轮驱动发展

### 报告摘要

吉林敖东是以“医药+金融+大健康”多轮驱动模式快速发展的控股型集团上市公司，连续十余年位列中国制药工业百强和“中国500最具价值品牌”。公司中成药业务、化学药业务、大健康业务等板块稳健增长，推动公司持续协调发展。

### 投资要点

#### ● 公司安神补脑液品牌优秀，销量稳步增长

公司安神补脑液自1983年上市至今40多年销售保持持续稳步增长，市场积淀形成了良好的口碑和品牌效应。2022年安神补脑液已经发展成为年销售收入过6亿元的核心品种，同比增长9.43%，由于安神补脑市场的特性与公司优秀的品牌力，我们认为该品种具备保持销量增长的潜质。

#### ● 小儿柴桂退热口服液潜力突出，有望持续放量

公司小儿柴桂退热口服液为全国独家专利产品，医保非处方药。依靠治愈率高、复发率低、治疗周期短、退热平稳不反弹的优势，迅速成为儿科呼吸道感染疾病的一线用药，荣获过3.15健康中国消费者信赖的优质品牌称号。2020-2022年小儿柴桂退热口服液年均复合增长率为73.34%，2022年销售额1.62亿，同比增速53.73%。考虑到儿科用药市场的紧缺，与政策对儿科药物的鼓励，我们认为该品种有望保持良好的增长前景。

#### ● 参股广发证券，持续获得稳健投资受益

广发证券为公司核心的优质资产，公司从1999年开始投资广发证券，2016年成为广发证券的第一大股东。截至2023年6月30日，公司及全资子公司合计持有广发证券总股本比例为19.72%。广发证券为公司提供了稳定的投资收益，2020-2022年广发投资收益分别为17.78亿元、19.58亿元和14.48亿元。

### 盈利预测与估值

我们预计公司2023-2025年总体收入分别为34.49/40.46/46.90亿元，同比增长分别为20.26%/17.31%/15.91%；归属于上市公司股东的净利润分别为20.18/22.54/26.59亿元，EPS分别为1.73/1.94/2.29元。考虑到公司作为知名的品牌OTC企业，中成药业务增长稳健，且化药与大健康业务持续拓展带来较好的成长性，我们看好公司医药业务未来发展；同时公司通过股权投资每年获取稳健的投资收益，整体基本面优秀。首次覆盖，给予“买入”评级，目标价22.67元/股。

**风险提示：**医药行业政策风险、原材料价格波动风险、环境保护风险、药品研发风险、投资风险、募投项目风险、测算具有主观性风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,303.76	2,868.21	3,449.22	4,046.37	4,690.28
增长率(%)	2.31	24.50	20.26	17.31	15.91
EBITDA(百万元)	2,029.88	1,461.18	2,315.43	2,527.58	2,902.75
归属母公司净利润(百万元)	1,780.50	1,780.64	2,017.94	2,254.39	2,658.82
增长率(%)	4.19	0.01	13.33	11.72	17.94
EPS(元/股)	1.53	1.53	1.73	1.94	2.29
市盈率(P/E)	10.48	10.48	9.25	8.28	7.02
市净率(P/B)	0.75	0.72	0.67	0.63	0.59
市销率(P/S)	8.10	6.50	5.41	4.61	3.98
EV/EBITDA	9.58	11.49	7.20	5.72	4.44

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	医药生物/中药 II
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	16.04元
目标价格	22.67元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	1,163.17
流通A股股本(百万股)	1,159.37
A股总市值(百万元)	18,657.19
流通A股市值(百万元)	18,596.33
每股净资产(元)	22.66
资产负债率(%)	15.89
一年内最高/最低(元)	18.17/13.30

### 作者

杨松	分析师
SAC执业证书编号：S1110521020001	yangsong@tfzq.com
杜鹏辉	分析师
SAC执业证书编号：S1110523100001	dupenghui@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 吉林敖东：医药+金融+大健康多轮驱动的现代化企业.....	4
1.1. 传承历史底蕴，高管增持彰显公司发展信心.....	4
1.2. 公司营收恢复，业务板块稳中向好.....	5
2. 产品矩阵丰富，安神补脑液占据核心地位.....	7
2.1. 公司产品矩阵多元化，覆盖多个疾病领域.....	7
2.2. 安神市场庞大，安神补脑类中成药格局良好.....	8
2.3. 公司安神补脑液疗效突出，具备广阔的发展空间和潜力.....	10
3. 小儿柴桂退热口服液潜力突出，有望持续放量.....	11
3.1. 儿科政策注入发展动力，儿科中成药市场再创新高.....	11
3.2. 小儿柴桂传承千年古方，全国独家专利产品增长快速.....	12
4. 新型销售模式引入，大健康业务不断发力.....	13
5. 多样化股权投资，获取稳健投资收益.....	14
6. 盈利预测与估值.....	16
6.1. 收入拆分与盈利预测.....	16
6.2. 估值与投资评级.....	17
7. 风险因素.....	18

## 图表目录

图 1：吉林敖东发展历程.....	4
图 2：吉林敖东股权结构（截至 20230630）.....	4
图 3：2018-2023H1 公司营业收入（亿元）及同比（%）.....	5
图 4：2018-2023H1 公司归母净利润（亿元）及同比（%）.....	5
图 5：2018-2023H1 公司投资收益与广发投资收益对比（亿元）.....	6
图 6：2018-2023H1 医药板块收入（亿元）及毛利率（%）.....	6
图 7：2018-2023H1 公司主营业务收入构成.....	6
图 8：2018-2023H1 公司分业务板块毛利率（%）.....	6
图 9：2018-2023H1 公司管理、销售、研发费用率情况（%）.....	7
图 10：2020-2023H1 公司分销售模式营收占比情况（%）.....	7
图 11：2018-2022 年销售人员（人）数量变动情况.....	7
图 12：2016-2022 年我国公立医疗机构终端安神补脑类中成药销售趋势（亿元，%）.....	9
图 13：2020-2023H1 公司安神补脑液销售趋势（亿元，%）.....	10
图 14：我国公立医疗机构终端中成药儿科用药销售情况（亿元，%）.....	12
图 15：我国城市实体药店终端儿科中成药销售情况（亿元，%）.....	12
图 16：2020-2023H1 公司小儿柴桂退热口服液销售趋势（亿元，%）.....	13
图 17：2018-2023H1 公司大健康业务销售趋势（亿元，%）.....	14
图 18：2018-2023H1 公司投资收益情况（亿元）.....	14

表 1: 2022 年吉林敖东管理层增持情况 .....	5
表 2: 吉林敖东部分主要产品表 .....	8
表 3: 中国公立医疗机构终端安神补脑类中成药产品 TOP20 格局 .....	9
表 4: 安神补脑液部分相关论文 .....	11
表 5: 近两年国家发布的部分鼓励儿科药研发和生产的相关政策 .....	11
表 6: 吉林敖东产业基金投资项目上市情况 (截至 2022 年末) .....	15
表 7: 公司收入拆分 .....	16
表 8: 可比公司估值 .....	17

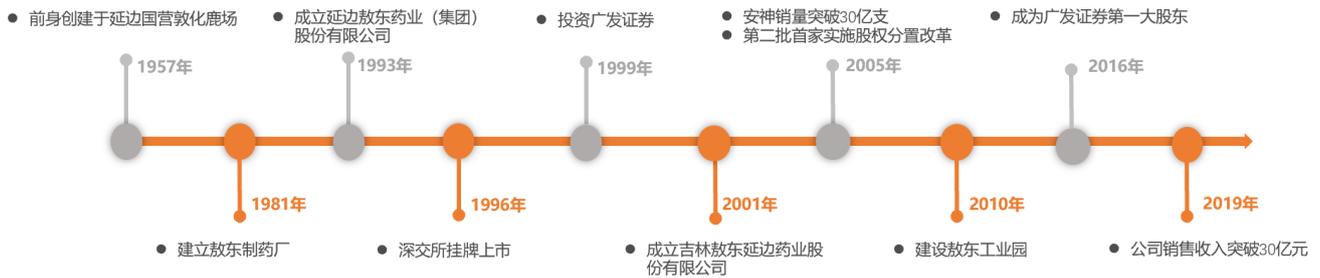
# 1. 吉林敖东：医药+金融+大健康多轮驱动的现代企业

## 1.1. 传承历史底蕴，高管增持彰显公司发展信心

### 历史悠久，蜕故孳新

公司前身为 1957 年成立的国营延边敦化鹿场，于 1981 年建立敖东制药厂，1993 年经吉林省经济体制改革委员会批准，成立延边敖东药业（集团）股份有限公司，1998 年更名为吉林敖东药业集团股份有限公司，1996 年 10 月 28 日在深交所挂牌上市。2001 年，吉林敖东建立母子公司体制，逐步发展成为以医药产业为基础，以“医药+金融+大健康”多轮驱动模式快速发展的控股型集团上市公司，连续十余年位列中国制药工业百强和“中国 500 最具价值品牌”。

图 1：吉林敖东发展历程



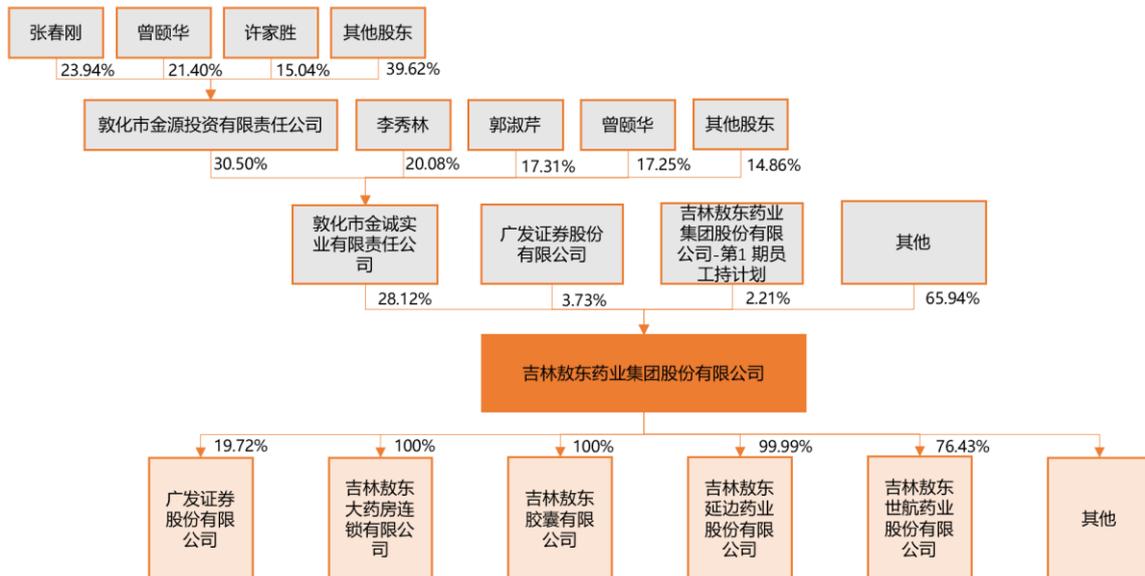
资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 股权结构稳定，高管增持凸显公司发展底气

截至 2023 年 8 月 2 日，公司实际控制人为李秀林先生、敦化市金源投资有限责任公司及 5 名金诚公司股东，多方已续签《一致行动人协议》，存在一致行动关系。敦化市金诚实业有限公司为公司第一大股东，持股比例为 28.12%，李秀林先生现任公司董事长。

公司拥有多家全资和控股子公司，业务范围涵盖中成药、中药配方颗粒、中药饮片、化学药品等，同时积极布局保健食品、食品、养殖、种植等领域。其中吉林敖东延边药业股份有限公司是敖东集团核心层企业，延续集团原医药生产经营、科研开发以及国家级企业技术中心和博士后科研工作站职能。

图 2：吉林敖东股权结构（截至 20230630）



资料来源：Choice，公司公告，天风证券研究所（注：19.72%为吉林敖东及全资子公司合计持有广发证券的持股比例）

基于对公司未来持续稳定发展的信心以及对公司价值的高度认可,2022 年公司董事长李秀林先生、副董事长、总经理郭淑芹女士等 10 名董事、监事、高级管理人员进行增持。

表 1: 2022 年吉林敖东管理层增持情况

增持时间	主体	增持金额 (万元)	增持股数 (股)
2022 年 5 月 9 日	李秀林	803.95	571800
	郭淑芹	552.33	392000
	杨凯	42.21	30000
	陈永丰	42.27	30000
	赵大龙	42.33	30000
	张淑媛	42.30	30000
	王振宇	42.30	30000
	李安宁	28.20	20000
	林晓林	14.09	10000
	张明晶	8.45	6000

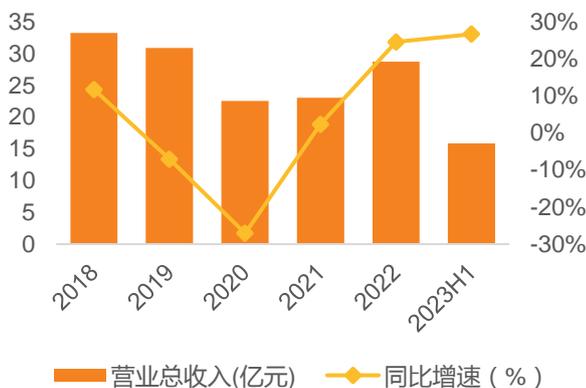
资料来源: Choice, 天风证券研究所

## 1.2. 公司营收恢复, 业务板块稳中向好

### 公司营业收入回暖, 归母净利润基本盘稳定

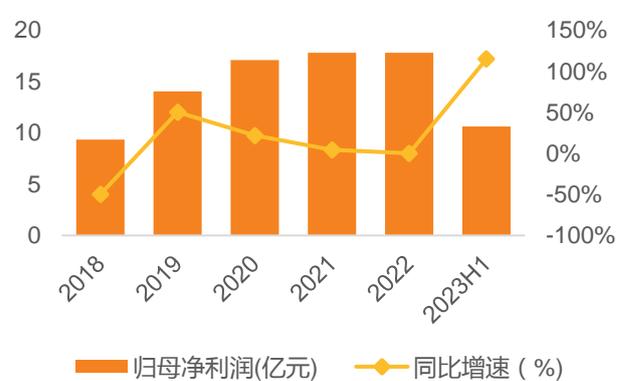
受疫情、政策、市场等因素的影响,公司 2020 年营收降幅较大,随后重回增长通道。2022 全年实现营业收入 28.68 亿元,同比增长 24.50%;实现归母净利润 17.81 亿元,同比增加 14.22 万元。2023H1 营业收入 15.83 亿元 (yoy+26.62%), 归母净利润 10.63 亿元 (yoy+114.94%), 保持良好增长势头,有望实现 2023 全年增长。

图 3: 2018-2023H1 公司营业收入 (亿元) 及同比 (%)



资料来源: Choice, 天风证券研究所

图 4: 2018-2023H1 公司归母净利润 (亿元) 及同比 (%)

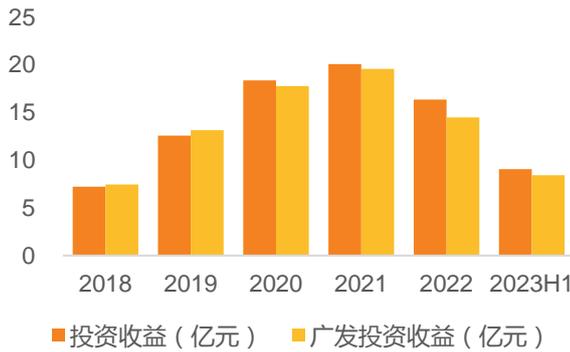


资料来源: Choice, 天风证券研究所

### 投资收益来源稳定、医药板块重拾增长势头

公司投资收益主要系对广发证券股份有限公司的投资收益 (公司是广发的第一大股东,截止 2023 年 6 月 30 日,公司及全资子公司合计持股比例为 19.72%), 2023H1 公司投资收益为 9.05 亿元,其中对广发投资收益为 8.43 亿元,占比 93.18%。而公司医药板块 (中药+化药+连锁药店批发和零售) 在经历 2019-2021 年的业绩承压后,2022 年重拾增长势头,实现营业收入 24.66 亿元 (yoy+19.65%), 2023H1 实现营收 13.57 亿元,较去年同期增长 15.32%。

图 5：2018-2023H1 公司投资收益与广发投资收益对比（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：2018-2023H1 医药板块收入（亿元）及毛利率（%）



资料来源：Choice，天风证券研究所

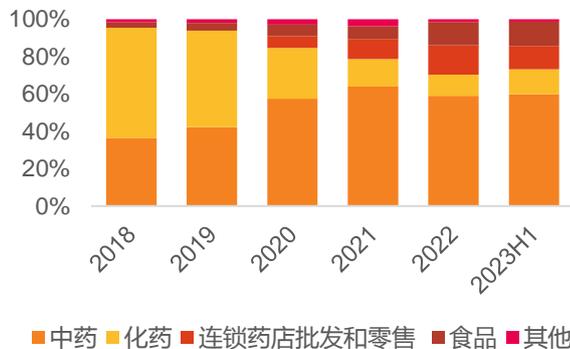
### 医药板块提质增效，发展潜力可期

中药板块，2018-2022 年中药营业收入逐年攀升，营收占比从 36.53% 升至 59.01%，2023H1 营收 9.48 亿元，较去年同期增长 20.47%，中药板块有望实现 2023 全年增长。

化药板块，2018-2022 年化药营业收入和毛利率持续下降，营收占比从 58.84% 降至 11.35%，毛利率从 85.10% 降至 53.47%。2023H1 化药板块回暖，实现营业收入 2.12 亿元，同比增长 39.41%，主要是公司化学药品重点培育品种销量增加所致，且随着原公司主要品种“注射用核糖核酸 II”已于 2023 年不再纳入《第二批国家重点监控合理用药药品目录》，我们认为公司化药业务将会出现向好转变，有望实现盈利修复。

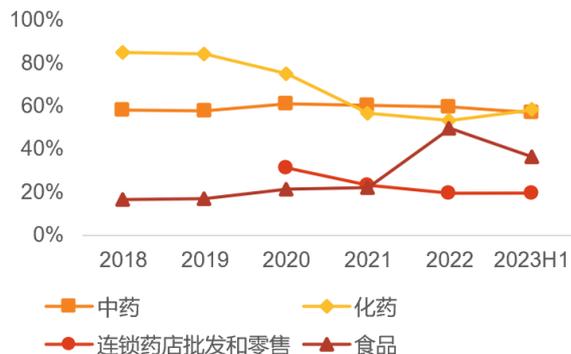
连锁药店批发和零售营业板块，2023H1 营业收入 1.98 亿元，同比下降 17.03%，主要是公司连锁药店子公司 2023 上半年不再提供相关物资采购服务的任务所致。

图 7：2018-2023H1 公司主营业务收入构成



资料来源：Choice，天风证券研究所

图 8：2018-2023H1 公司分业务板块毛利率（%）

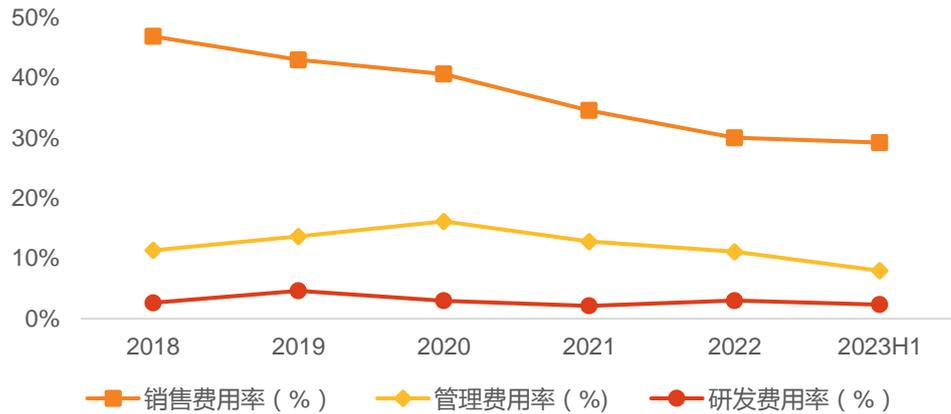


资料来源：Choice，天风证券研究所

### 销售费用率持续下降，研发费用率保持稳定

公司销售、管理、研发费用率之和从 2018 年的 60.88% 降至 2023H1 的 39.52%。销售费用率持续下降，从 2018 年的 46.87% 下降到 2023H1 的 29.25%。2018-2022 年管理费用率维持在 11%-17% 区间，2023H1 下降到 7.94%。研发费用率基本位于 2%-5% 区间，总体保持稳定。

图 9：2018-2023H1 公司管理、销售、研发费用率情况（%）



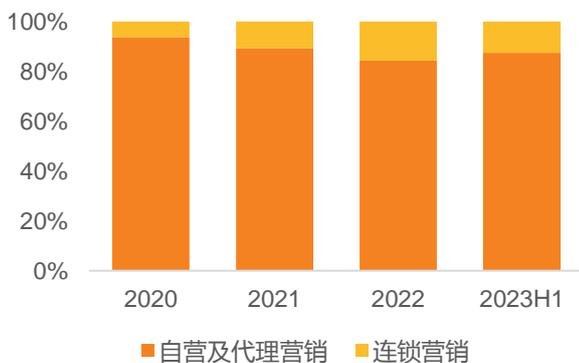
资料来源：Choice，天风证券研究所

### 构建大品种营销战略，销售队伍持续扩充

公司聚焦中药战略，坚持大品种群多品种群营销战略。在中药产品营销方面，以“三司三部”专业营销队伍经营为核心，构建重点品种、发展品种和潜力品种梯队发展的品种群，保持营销持续稳步发展。在化学药品营销方面，采用自营与招商代理并存的销售模式，构建了遍布全国的销售网络。同时，各医药商业公司积极探索搭建网络营销平台，尝试和探索电商、直播带货等现代销售模式，融合线上线下业务，不断拓宽销售渠道，快速发展医药连锁大药房终端批发和零售业务。目前已形成自营及代理营销为主，连锁经营为辅的销售模式。

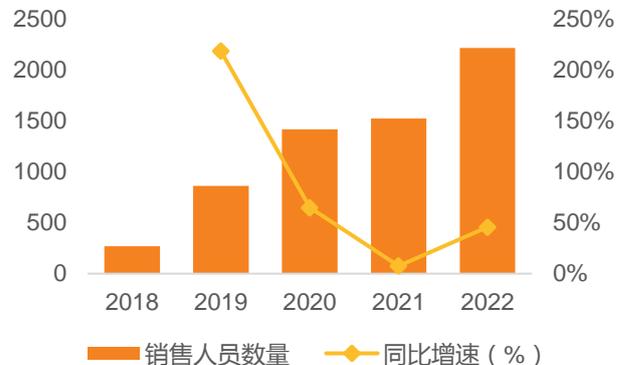
2018-2022 年公司销售人员持续攀升，从 270 人增长到 2212 人，4 年期间翻至 8 倍左右，完善了公司的营销网络。

图 10：2020-2023H1 公司分销售模式营收占比情况（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：2018-2022 年销售人员（人）数量变动情况



资料来源：Choice，天风证券研究所

## 2. 产品矩阵丰富，安神补脑液占据核心地位

### 2.1. 公司产品矩阵多元化，覆盖多个疾病领域

2023 年半年报显示，公司现有药品生产批准文号 606 个，其中中药生产批准文号 309 个，化学药品生产批准文号 297 个，包含 45 个独家品种、独家剂型产品。公司共有 201 个产品被列入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2022 年）》，其中甲类 98 个，乙类 102 个，丙类 1 个；共有 90 个产品进入《国家基本药物目录》。

公司主要产品包括“安神补脑液”、“小儿柴桂退热口服液”、“脑心舒口服液”、“血府逐瘀口服液”、“注射用核糖核酸 II”、“注射用盐酸平阳霉素”、“养血饮口服液”、“肾复康片”、

“少腹逐瘀颗粒”、“伸筋片”、“维生素 C 泡腾片”、“感冒清热胶囊”、“注射用赖氨匹林”、“羚贝止咳糖浆”、“生脉饮”等。

表 2：吉林敖东部分主要产品表

大类	治疗领域	产品名称	产品适应症	是否处方药	是否为独家品种、独家剂型	是否纳入基药	是否纳入国家医保
中药	安神补脑用药	安神补脑液	生精补髓，益气养血，强脑安神。用于肾精不足、气血两亏所致的头晕、乏力、健忘、失眠；神经衰弱症见上述证候者。	是	否	否	是
中药	儿科	小儿柴桂退热口服液	发汗解表，清里退热。用于小儿外感发热。症见：发热，头身痛，流涕，口渴，咽红，溲黄，便干。	否	否	是	是
中药	心脑血管用药	血府逐瘀口服液	活血祛瘀，行气止痛。用于气滞血瘀所致的胸痹、头痛日久、痛如针刺而有定处、内热烦闷、心悸失眠、易燥易怒。	是	否	是	是
化药	针剂注射用药	注射用核糖核酸 II	免疫调节药。适用于胰腺癌、肝癌、胃癌、肺癌、乳腺癌、软组织肉瘤及其他癌症的辅助治疗，对乙型肝炎的辅助治疗有较好的效果。本品亦可用于其他免疫功能低下引起的各种疾病。	是	是	否	否
中药	退热止咳用药	羚贝止咳糖浆	宣肺化痰，止咳平喘。用于小儿肺热咳嗽及痰湿咳嗽。	是	否	否	否
中药	补益用药	养血饮口服液	补气养血，益肾助脾。用于气血两亏，崩漏下血，体虚羸弱，血小板减少及贫血，对放疗和化疗后引起的白细胞减少症有一定的治疗作用。	是	是	否	是
化药	针剂注射用药	注射用盐酸平阳霉素	主治唇癌、舌癌、齿龈癌、鼻咽癌等头颈部鳞癌。亦可用于治疗皮肤癌、乳腺癌、宫颈癌、食管癌、阴茎癌、外阴癌、恶性淋巴瘤和坏死性肉芽肿等。对肝癌也有一定的疗效。对翼状赘肉有显著疗效。	是	否	否	否
中药	妇科	少腹逐瘀颗粒	活血逐瘀，祛寒止痛。用于血瘀有寒引起的月经不调，小腹胀痛，腰痛，白带。	是	否	是	是
中药	泌尿用药	肾复康片	清热利尿，益肾化浊。用于热淋涩痛，急性肾炎水肿，慢性肾炎急性发作。	是	是	否	是
中药	风湿骨病用药	伸筋片	舒筋通络，活血祛瘀，消肿止痛。用于寒湿瘀血阻络所致的痹症，症见：关节肌肉疼痛肿胀，遇寒遇劳加重，甚至麻木，活动屈伸不利等；肩周炎、坐骨神经痛、关节炎见上述证候者。	是	否	否	否
中药	补益用药	脑心舒口服液	滋补强壮，镇静安神。用于身体虚弱，心神不安，失眠多梦，神经衰弱，头痛眩晕，属上述证候者。	否	否	否	否

资料来源：公司公告，公司官网，湖南药事服务网，丁香园用药助手，药智数据，国务院客户端，基药目录，天风证券研究所

## 2.2. 安神市场庞大，安神补脑类中成药格局良好

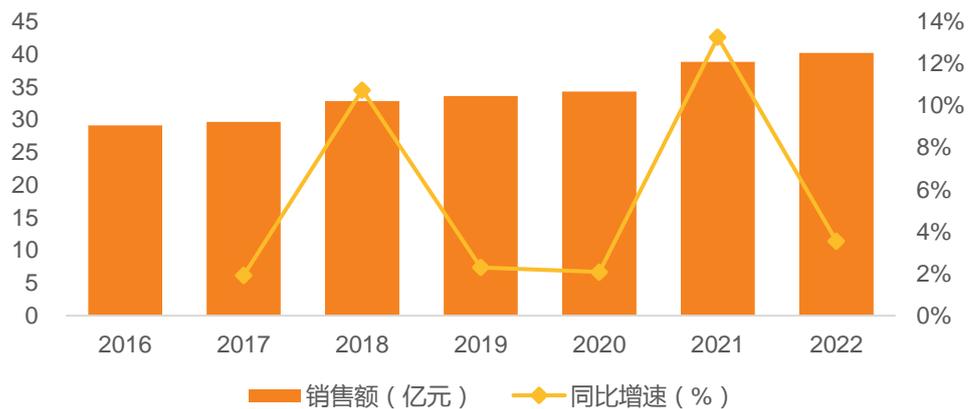
安神类药物治疗的症状包括头晕、失眠、健忘、乏力等，以及与神经衰弱有关的其他相关症状。如今，人们的生活节奏越来越快，工作和生活压力越来越大，安神补脑药市场潜力无限。尚普咨询行业分析师指出：目前，市场上主要有两大类人群服用安神类药物。一类是中老年人，他们的身体机能不断衰退、新陈代谢减弱，极易出现失眠、健忘等症状，并伴有乏力、头晕目眩、心悸气短和注意力不集中等症状，另一类则是长期处于亚健康状态

的众多年轻人。

### 安神市场潜力较大，中成药发挥重要作用

随着人们生活节奏加快、工作压力增大，睡眠障碍的发病率呈现出逐年增高的趋势，目前超过3亿中国人存在睡眠障碍，且发病群体呈现出年轻化的趋势。《中国睡眠研究报告2023》显示，2022年，受访者的每晚平均睡眠时长为7.40小时，近半数受访者的每晚平均睡眠时长不足8小时(47.55%)，16.79%的受访者的每晚平均睡眠时长不足7小时，反映出民众睡眠时长有待增加、睡眠质量自评有待提升。而中成药具有副作用较小、药性更温和等特点，在安神补脑领域发挥着重要作用。根据米内网数据显示，2022年中国公立医疗机构终端安神补脑类中成药销售额超40亿元。

图 12：2016-2022 年我国公立医疗机构终端安神补脑类中成药销售趋势（亿元，%）



资料来源：国家药监局南方所米内网数据库，珍医学术中心微信公众号，天风证券研究所

### 安神补脑类中成药市场竞争格局良好，公立医疗机构终端市场集中度较高

安神补脑类中成药在公立医疗机构终端市场集中度较高。从2022年安神补脑类中成药排名看，乌灵胶囊份额为23.21%，为市场绝对领导品牌；前四品种市场集中度为46.41%，属于中等集中度市场，除最大品牌以外，其它品种竞争激烈程度较高，份额相对接近。

在公立医疗机构终端上，2020-2021年安神补脑液市场份额位居第二，仅次于乌灵胶囊，2022年市场份额略有下降，占比6.62%，位于市场第四。

表 3：中国公立医疗机构终端安神补脑类中成药产品 TOP20 格局

排名	产品名称	销售额 (万元)			增长率 (%)		市场份额 (%)		
		2020年	2021年	2022年	2021年	2022年	2020年	2021年	2022年
1	乌灵胶囊	62329	80779	93348	29.60%	15.56%	18.17%	20.79%	23.21%
2	百乐眠胶囊	20028	27078	39519	35.20%	45.95%	5.84%	6.97%	9.82%
3	甜梦口服液	19437	23305	27201	19.90%	16.72%	5.67%	6.00%	6.76%
4	安神补脑液	25991	27837	26623	7.10%	-4.36%	7.58%	7.17%	6.62%
5	珍宝丸	18784	19936	18144	6.13%	-8.99%	5.48%	5.13%	4.51%
6	清脑复神液	21577	19542	18075	-9.43%	-7.51%	6.29%	5.03%	4.49%
7	枣仁安神胶囊	17050	17885	17627	4.90%	-1.44%	4.97%	4.60%	4.38%
8	九味镇心颗粒	14126	17870	15852	26.50%	-11.29%	4.12%	4.60%	3.94%
9	枣仁安神液	8302	16070	15114	93.57%	-5.95%	2.42%	4.14%	3.76%
10	舒眠胶囊	15954	13577	15106	-14.90%	11.26%	4.65%	3.49%	3.76%
11	枣仁安神颗粒	4846	6481	8918	33.74%	37.60%	1.41%	1.67%	2.22%
12	安神补心六味丸	3075	7024	8842	128.42%	25.88%	0.90%	1.81%	2.20%
13	参芪五味子片	8822	9571	8031	8.49%	-16.09%	2.57%	2.46%	2.00%
14	刺五加脑灵合剂	2383	5531	6758	132.10%	22.18%	0.69%	1.42%	1.68%

15	心神宁片	6840	6605	5870	-3.44%	-11.13%	1.99%	1.70%	1.46%
16	益脑胶囊	4539	5238	5784	15.40%	10.42%	1.32%	1.35%	1.44%
17	甜梦胶囊	6806	6084	5503	-10.61%	-9.55%	1.98%	1.57%	1.37%
18	七叶神安分散片	5901	6097	5441	3.32%	10.76%	1.72%	1.57%	1.35%
19	消痰灵颗粒	7444	6884	5398	-7.52%	-21.59%	2.17%	1.77%	1.34%
20	益脑片	3369	3676	3821	9.11%	3.94%	0.98%	0.95%	0.95%

资料来源：国家药监局南方所米内网数据库，珍医学术中心微信公众号，天风证券研究所

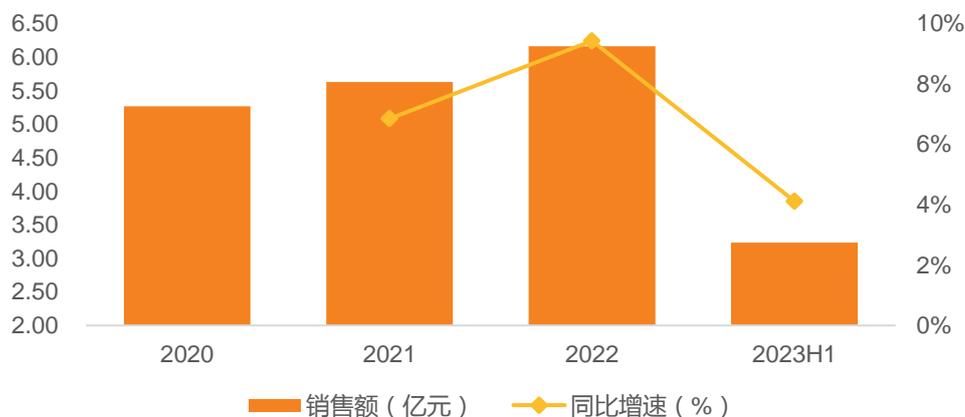
### 2.3. 公司安神补脑液疗效突出，具备广阔的发展空间和潜力

#### 公司安神补脑液品牌优秀，销量稳步增长

公司的核心产品安神补脑液为双跨品种，主要成分为鹿茸、制何首乌、淫羊藿、干姜、甘草、大枣等，功能主治为：生精补髓，益气养血，强脑安神。用于肾精不足、气血两亏所致的头晕、乏力、健忘、失眠；神经衰弱症见上述证候者。

米内网数据显示（作者白羽），近年中国网上药店安神补脑液销售规模持续扩容，2022 年突破 1 亿元，同比增长 117.23%。该产品有 5 家企业拥有生产批文，其中，敖东延边药业的市场份额最大，鲁南厚普制药和北京同仁堂科技制药位居第二、三位。公司安神补脑液自 1983 年上市至今 40 多年销售保持持续稳步增长，市场积淀形成了良好的口碑和品牌效应。2022 年安神补脑液已经发展成为年销售收入过 6 亿元的核心品种，同比增长 9.43%，具备保持销量增长的潜质。

图 13：2020-2023H1 公司安神补脑液销售趋势（亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 安神补脑液科研成果突出，二次开发有序推进

2005 年 12 月 17 日，在“安神补脑液”产品自主创新论证会上，来自清华大学生命科学与医学研究院、北京大学药学院、中国医学科学院等多家科研院所 19 位国内知名医药专家认定“安神补脑液”不仅可以“明显改善睡眠质量”，而且“对记忆再现障碍有明显改善作用”，并能“提高学习记忆能力”。2009 年，“安神补脑液”二次开发取得科研成果，质量标准被收录 2010 版中国药典增补本。

同时安神补脑液具有相关学术论文 25 篇。目前安神补脑液正在进行二次开发，通过开展安神补脑液对环磷酸腺苷诱导免疫力低下模型小鼠免疫功能的影响的研究，与模型对照组比较，探讨安神补脑液对试验动物免疫功能的作用。现已完成试验总结报告，正撰写发表文章，预计将为公司提供学术支持，有利于提升公司核心竞争力。

表 4：安神补脑液部分相关论文

论文题目	研究结论
安神补脑液联合帕罗西汀治疗冠心病经皮冠状动脉介入术后抑郁的效果及对生活质量的影响（作者：李文、王军）	安神补脑液联合帕罗西汀治疗冠心病 PCI 术后抑郁的效果较好，可明显改善患者的抑郁症状，显著提高患者的生活质量，值得临床应用推广。
安神补脑液联合谷维素治疗神经衰弱疗效及对患者生活质量影响（作者：秦峰、李发志、王娅）	安神补脑液联合谷维素治疗神经衰弱患者较单纯谷维素治疗临床疗效高，可有效缓解患者临床症状，提升患者生活质量，且不增加药物不良反应，二者联合应用是适合神经衰弱患者的一种治疗方案。
安神补脑液配合针灸治疗脾胃虚寒型胃脘痛患者的临床研究（作者：何劲松 朱迎春）	对脾胃虚寒型胃脘痛的患者，采用安神补脑液和针灸联合治疗，可改善疼痛，提高生活质量。
安神补脑液对改善初产妇睡眠与分娩质量的作用（作者：李莉）	安神补脑液能显著改善初产妇的睡眠状态，减少不良分娩结局，值得推广。

资料来源：中国知网，天风证券研究所

### 3. 小儿柴桂退热口服液潜力突出，有望持续放量

#### 3.1. 儿科政策注入发展动力，儿科中成药市场再创新高

##### 儿科用药难，政策推出促进儿科市场发展

根据人民网报道，第七次全国人口普查显示，我国 0-14 岁人口为 25338 万人，占总人口比例达 17.95%，比 2010 年上升 1.35 个百分点。而儿童处于生长发育期，免疫系统尚未完善，患病率、就诊率、用药率比成人高，相关用药问题越来越受社会关注。

近年来，我国重视儿童用药供应保障工作，采取一系列措施鼓励儿童用药研发生产，缓解儿童药品短缺问题，保障儿童用药安全。米内网数据显示（作者未晞），2018 版基药目录专门整理出了儿科用药这个大类，新增产品 7 个儿科中成药，目录共有 22 个儿童药可供选择。2023 年 1 月《国家卫生健康委办公厅关于进一步加强儿童临床用药管理工作的通知》要求，医疗机构要建立完善儿童用药遴选制度，做好儿童用药的配备管理，并且开展儿科医疗服务的二级以上医疗机构要在本机构药事管理与药物治疗学委员会下成立儿童用药工作组，定期对本机构药品供应目录中儿童用药进行评估和调整。同时《通知》指出，遴选儿童用药（仅限于药品说明书中有明确儿童适应证和儿童用法用量的药品）时，可不受“一品两规”和药品总品种数限制，进一步拓宽儿童用药范围。我们认为儿童用药指导原则，研发鼓励政策，创新药品审评审批制度等相继出台，将有效促进儿科市场的发展。

表 5：近两年国家发布的部分鼓励儿科药研发和生产的相关政策

发布时间	法规政策	主要内容
2021.5	CDE 关于开通“儿童用药专栏”的通知	将儿童用药相关政策法规、指导原则、培训资料等予以集中公开，进一步鼓励开发儿童用药
2021.7	CDE 关于规范申请儿童用药申报信息备注的通知	优化儿童用药沟通交流和受理审评效率，完善儿童用药品种信息的记录与统计
2021.11	国务院印发《中国儿童发展纲要（2021-2030 年）》	探索制定国家儿童基本药物目录，及时更新儿童禁用药品目录
2022.4	CDE 关于公开征求《已上市药品说明书增补儿童用药信息工作程序》及《药审中心关于已上市药品说明书增补儿童用药信息的工作流程》意见的通知	推动解决我国儿科临床普遍存在的说明书儿童用药信息增补或修订滞后的问题，确保说明书修订的质量和效率
2022.5	国家药监局发布《中华人民共和国药品管理法实施条例（修订草案征求意见稿）》	鼓励儿童用药品的研制和创新，支持药品上市许可持有人开发符合儿童生理特征的儿童用药品新品

		种、新剂型、新规格，对儿童用药品予以优先审评审批
2022.6	CDE 关于公开征求《儿童用药口感设计与评价的技术指导原则（公开征求意见稿）》的通知	满足儿童用药需求，保障儿童用药安全，提高儿童用药口感评价
2022.6	CDE 关于公开征求《儿童用药沟通交流申请及管理工作程序（征求意见稿）》的通知	进一步细化儿童用药沟通交流管理，提高儿童用药沟通交流质量与效率的可行策略
2022.7	国家卫健委、国家中医药管理局就曾发布《关于进一步加强用药安全管理提升合理用药水平的通知》	遴选儿童用药（仅限于药品说明书中有明确儿童适应证和儿童用法用量的药品）时，可不受“一品两规”和药品总品种数限制，增加用药范围，促进精准用药
2023.1	国家卫健委发布《关于进一步加强儿童临床用药管理工作的通知》	要求医疗机构要建立完善儿童用药遴选制度，做好儿童用药的配备管理
2023.3	国家药监局发布《药审中心加快创新药上市许可申请审评工作规范（试行）》	鼓励研究和创制新药、儿童用药、罕见病用药创新研发进程，加快创新药品审评审批制度
2023.3	国家药监局发布《儿童抗肿瘤药物临床研发技术指导原则》	为儿童抗肿瘤新药的临床研发提供思路和技术建议
2023.4	国家药监局发布《儿童用药沟通交流中 1 类会议申请及管理工作细则（试行）》	细化儿童用药沟通交流申请及管理流程，加强儿童用药沟通交流管理，提高沟通交流效率，切实推动我国儿童用药创新研发进程

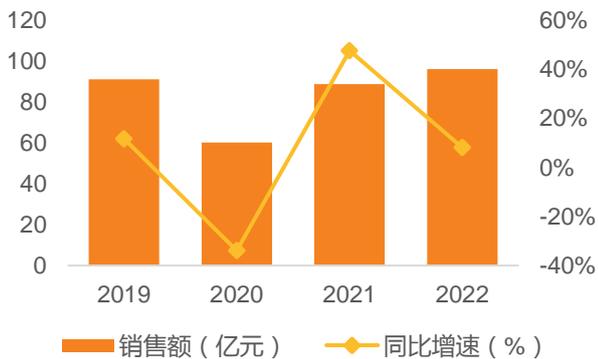
资料来源：国家药监局，国家医保局，米内网公众号（作者苍穹），天风证券研究所

### 儿科中成药市场有序复苏，重回增长车道

中成药具有副作用较小、药性更温和等特点，在儿童群体中应用广泛。在中国城市公立医院、县级公立医院、城市社区中心及乡镇卫生院终端中成药市场，儿科用药在 2019 年的销售规模已涨至 91 亿元，2020 年受疫情影响大幅下滑，2021 年起恢复正增长，2022 年升至 96 亿元，同比增速 8.05%，是 2013 年以来的销售峰值。

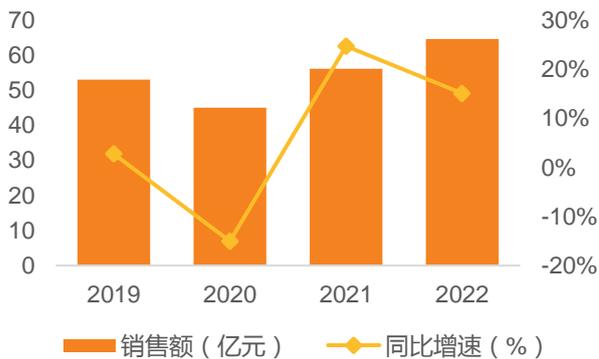
实体药店也是儿科中成药零售市场主渠道之一。此前，儿科中成药在中国城市实体药店销售额 2019 年约为 53 亿元，2020 年受疫情影响大幅下滑 15.04%，2021 年大幅增长 24.69% 并超越疫前水平，2022 年销售额再创新高达到 64.59 亿元，同比增长 15.07%。

图 14：我国公立医疗机构终端中成药儿科用药销售情况（亿元，%）



资料来源：米内网公众号（作者未晞），天风证券研究所

图 15：我国城市实体药店终端儿科中成药销售情况（亿元，%）



资料来源：米内网公众号（作者桂枝），天风证券研究所

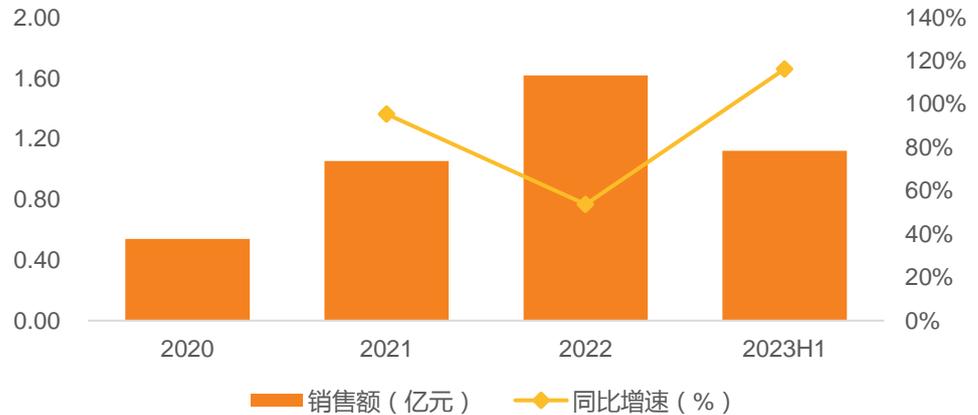
### 3.2 小儿柴桂传承千年古方，全国独家专利产品增长快速

小儿柴桂退热口服液出自汉代著名医学家张仲景《伤寒论》，是由经典名方桂枝汤与小柴胡汤加减而成的千年古方。小儿柴桂退热口服液一直被全国数百家医院广泛应用，并被纳入《中成药治疗小儿急性上呼吸道感染临床应用指南》2020 版、《中成药临床应用指南：

儿科疾病分册》、《中医药单用/联合抗生素治疗常见感染性疾病临床实践指南—小儿急性上呼吸道感染》等多部临床指南推荐。

公司小儿柴桂退热口服液为全国独家专利产品，医保非处方药。依靠治愈率高、复发率低、治疗周期短、退热平稳不反弹的优势，迅速成为儿科呼吸道疾病的一线用药，荣获过 3.15 健康中国消费者信赖的优质品牌称号。2020-2022 年小儿柴桂退热口服液年均复合增长率为 73.34%，2023H1 销售额 1.12 亿元，同比增速 116.26%，保持良好的增长前景。

图 16：2020-2023H1 公司小儿柴桂退热口服液销售趋势（亿元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 4. 新型销售模式引入，大健康业务不断发力

##### 大健康业务产业链完整，产品种类丰富

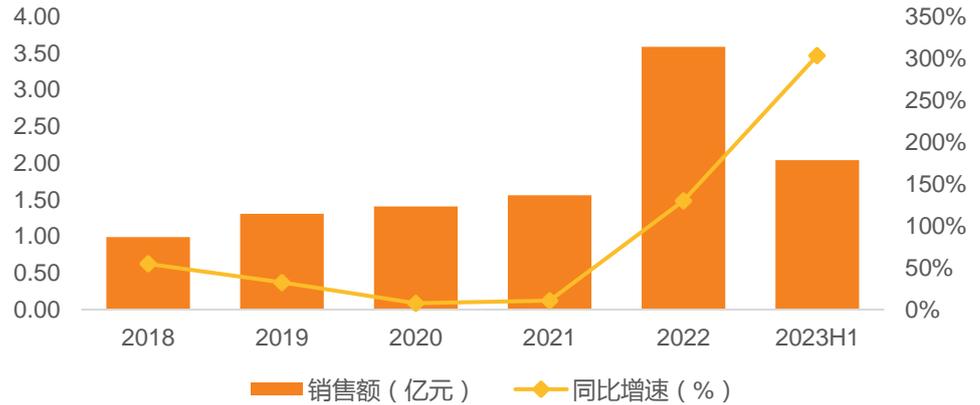
公司投资设立健康科技和酵素科技两家子公司，专业从事保健食品、保健用品、食品、功能饮料等大健康产品的研发、生产及销售。公司依托雄厚的科研、技术、经济实力，形成了大健康产业上游种植、中游加工、下游销售服务的完整产业链。截止 2022 年末公司共生产销售保健功能性食品、膳食营养补充剂等大健康产品 200 多种，其中保健食品注册批准证书 22 个、保健食品备案凭证 68 个。2022 年公司大健康单品年销售收入过千万元产品 11 个，年销售收入过百万元产品 30 余种。

##### 新型数字电商直播模式引入，大健康业务发展前景良好

2022 年，子公司健康科技增资扩股引进战略投资者，在优化健康科技资本结构的同时，利用战略投资者资源开展大健康板块业务，充分发挥和整合各自资源优势，提高公司在大健康领域的竞争能力和持续盈利能力。2022 年 9 月 15 日，公司与辛选集团正式签订深度合作协议，引入新型数字电商直播模式。公司积极开展大健康产品线上业务，同时加快布局天猫、京东、快手等多家电商平台，实现参茸类、增强免疫力类、缓解视疲劳、调节三高类、骨骼健康类、减脂代餐类、肠道益生菌及维生素矿物质类等品种销售快速增长。

目前公司大健康业务销售模式有传统电商、线下销售以及 2022 年引入的新型数字电商直播多种销售模式。2023H1 大健康业务实现营业收入 2.04 亿元，占比 12.89%，较上年度增长 303.76%，随着公司现有营销渠道规模的提升和新型营销渠道的扩展，公司大健康板块有望实现快速发展。

图 17：2018-2023H1 公司大健康业务销售趋势（亿元，%）



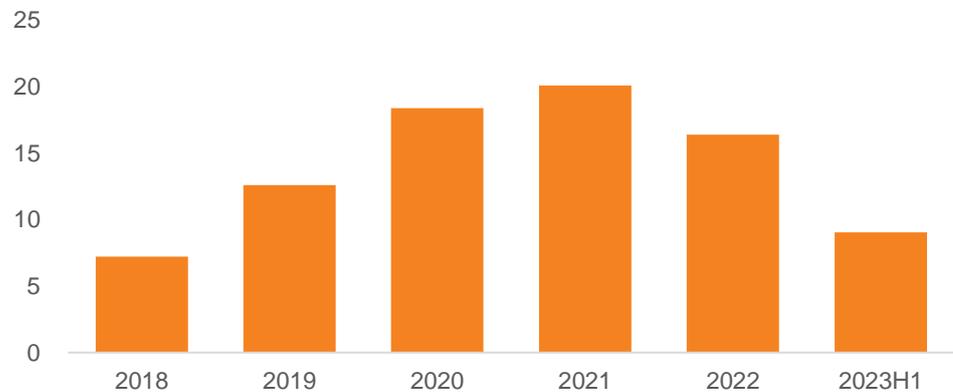
资料来源：Choice，公司公告，天风证券研究所

## 5. 多样化股权投资，获取稳健投资收益

### 公司不断增持广发证券，贡献稳健投资收益

广发证券为公司核心的优质资产，公司从 1999 年开始投资广发证券，2016 年成为广发证券的第一大股东，之后的几个年度根据市场情况进行多次增持，增加核心优质资产持股比例。截至 2023 年 6 月 30 日，公司及全资子公司合计持有广发证券总股本比例为 19.72%。广发证券为公司提供了稳定的投资收益，2020-2022 年广发投资收益分别为 17.78 亿元、19.58 亿元和 14.48 亿元。

图 18：2018-2023H1 公司投资收益情况（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 公司立足医药产业，布局基金投资

公司以金融优势助力实体产业发展，始终立足于医药产业。为加强公司医药产业的快速升级，进一步加强公司自身的科研攻关能力，以“医药+金融+大健康”多轮驱动的企业运营模式，公司先后对一批特色鲜明、优势突出竞争力强的医药、生物上市公司进行投资，谋求对医药、生物产业项目进一步合作，促成产研同步，践行成长性和收益性同步增长。截止 2022 年末，公司通过股权投资成为第一医药第二股东、南京医药第四股东、辽宁成大第四股东，同时公司还是绿叶制药等上市公司的股东。

同时公司与广发信德合作成立 4 支基金（敖东医药基金、创新产业基金、广发信德中恒汇金和健康创业基金）优选医药企业进行投资，所投项目涉及生物制药、医药研发、医药销售、互联网医疗等领域，截止 2022 年末，部分投资项目已通过并购或其他方式退出。通过基金间接投资这样一批特色鲜明、优势突出、竞争力强的生物产业项目，有利于加强企

业自身的科研攻关能力。

表 6：吉林敖东产业基金投资项目上市情况（截至 2022 年末）

公司	主营业务/经营范围	投资机构	上市后持股比例
北京阳光诺和药物研究股份有限公司	药学研究与试验发展；医药中间体化学品试制技术开发、技术转让；技术检测；信息咨询（不含中介服务）；技术咨询、技术服务；检验检测服务。	吉林敖东	0.80%
澳斯康生物（南通）股份有限公司	一家生物制药/品规模化合规生产(ChemistryManufacturingandControls, CMC)整体解决方案提供商, 细胞培养基的开发、生产及销售(细胞培养基业务), 以及生物制药/品工艺开发及生产服务(生物制药/品CDMO业务)。	吉林敖东	0.54%
江苏诺泰澳赛诺生物制药股份有限公司	冻干粉针剂、小容量注射剂(含非最终灭菌)、原料药、片剂、硬胶囊剂、保健品、医疗器械的生产(均按许可证核定内容经营); 制药技术、生物技术的研发; 医药中间体、多肽中间体的生产(药品、保健品、食品、饲料等涉及专项审批的产品除外); 精细化工产品(危险化学品除外)的生产与销售; 自营和代理各类商品及技术的进出口业务, 但国家限定公司经营或禁止进口的商品和技术除外。	创新产业基金	2.4758%
汤臣倍健股份有限公司	研发、生产和销售(保健食品、饮料、糖果制品、特殊膳食食品、特殊医学用途配方食品、方便食品、饼干、茶叶及相关制品、糕点、蜂产品、其他食品); 进出口食品; 批发兼零售: 预包装食品、乳制品(不含婴幼儿配方乳粉)、化妆品及卫生用品、医疗用品及医疗器械; 糕点、面包零售; 研发和销售包装材料; 研发生物技术; 商务服务(不含许可经营项目); 中药材种植(不含许可经营项目); 食品添加剂生产、经营。动产和不动产租赁; 营养咨询; 正餐、快餐、饮料及冷饮服务; 咖啡馆服务; 商业批发零售; 广告业; 生物技术推广服务; 科技中介服务; 农业科学研究和试验发展; 医学研究和试验发展; 自然科学研究和试验发展; 工程和技术研究和试验发展; 游览景区管理; 化妆品、卫生材料及医药用品的制造。	创新产业基金	0.257%
成都欧林生物科技股份有限公司	预防用生物制品的生产(凭药品生产许可证在有效期内经营); 生物技术与生物制品的研究、开发、咨询并提供技术转让; 生物制药市场的开发、咨询(不含危险化学品); 货物及技术进出口。	敖东医药基金	2.74%
南京诺唯赞生物科技有限公司	是一家围绕酶、抗原、抗体等功能性蛋白及高分子有机材料进行技术研发和产品开发的生物科技企业, 依托于自主建立的关键共性技术平台, 先后进入了生物试剂、体外诊断业务领域, 并正在进行抗体药物的研发, 是国内少数同时具有自主可控上游技术开发能力和终端产品生产能力的研发创新型企业。	敖东医药基金	2.5432%
合肥立方制药股份有限公司	集药品制剂及原料药的研发、生产、销售, 药品与医疗器械的批发、零售于一体的创新型医药企业, 对医药工业及医药商业形成全产业链覆盖, 主要工业产品涉及心血管类用药、消化系统用药、皮肤外用药、内分泌系统用药等领域。	广发信德中恒汇金	3.57%
上海联影医疗科技有限公司	专业从事高端医疗影像设备(PET、MR、CT、DR、US 和 RT)及其相关技术的研发、生产、销售, 是目前国内唯一一家产品线覆盖全线高端医疗影像设备, 并同时拥有全球领先核心技术、雄厚资本实力及顶尖人才优势的高新技术企业。	广发信德中恒汇金	0.31%
成都海创药业有限公司	一家基于氘代技术和 PROTAC 靶向蛋白降解等技术平台, 以开发具有重大临床需求的 Best-in-class(同类最佳)、First-inclass(国际首创)药物为目标的国际化创新药企业。	广发信德中恒汇金 吉林敖东	0.94% 0.94%
深圳华大智造科技有限公司	仪器设备、试剂耗材等相关产品的研发、生产和销售。	广发信德中恒汇金	0.29%
三博脑科医院管理集团股份有限公司	一所以医疗投资、医院管理、品牌运营为主导, 集“医疗、教学、科研”于一体的医疗集团。	广发信德中恒汇金	2.31%

资料来源：公司年报，天风证券研究所

## 6. 盈利预测与估值

### 6.1. 收入拆分与盈利预测

#### 收入拆分与关键假设：

公司主要业务包括中成药板块、化学药物板块、大健康业务、连锁药店业务与其他业务等五个部分，因此对各板块的收入进行分别预测。

中成药板块，公司目前形成了安神补脑液、小儿柴桂退热口服液，血府逐淤口服液 3 大核心品种，前两者销售过亿，后者接近 1 亿，另有重点培育的多个销售过千万元的产品，如羚贝止咳糖浆、养血饮口服液、脑心舒口服液等，板块收入增加潜力较大，因此我们合理预计公司中成药板块 2023-2025 年收入增速分别为 21%、16%、14%；同时中成药板块 2023-2025 年毛利率分别为 60%、61%、62%。

化学药物板块，公司注射用核糖核酸 II 于 2023 年初被调出重点监控合理用药药品目录，我们预计会有恢复性增长；同时，注射用赖氨匹林及其原料药等产品高速增长，因此我们合理预计公司化学药物板块 2023-2025 年收入增速分别为 33%、23%、16%；同时化学药物板块 2023-2025 年毛利率分别为 55%、55%、55%。

大健康板块，公司引入新型数字电商渠道，于 2022 年下半年与辛选集团签订协议合作推广大健康产品，收效明显。因此我们预计大健康板块 2023-2025 年收入增速分别为 45%、30%、30%；同时化学药物板块 2023-2025 年毛利率分别为 50%、50%、50%。

连锁药店业务，截至 2023 年上半年底，公司拥有连锁药店 188 家，较 2022 年底净增加 1 家，我们预计该部分业务 2023-2025 年收入增速分别为-9%、5%、5%；同时连锁药店板块 2023-2025 年毛利率分别为 25%、25%、25%。

其他业务，此项并非公司业务重点，占收入比重有限，公司整体经营持续向好，我们合理预计其他业务 2023-2025 年收入增速分别为 10%、10%、10%；同时该项业务 2023-2025 年毛利率分别为 30%、30%、30%。

表 7：公司收入拆分

单位：百万元	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2251.65	2303.76	2868.21	3449.22	4046.37	4690.28
yoy	-27.09%	2.31%	24.50%	20.26%	17.31%	15.91%
毛利率	59.44%	52.31%	51.16%	53.33%	54.17%	54.90%
归属母公司股东的净利润	1708.88	1780.50	1780.64	2017.94	2254.39	2658.82
中成药收入	1293.48	1472.71	1692.48	2043.49	2360.44	2689.51
yoy	-1.03%	13.86%	14.92%	20.74%	15.51%	13.94%
化药收入	612.50	340.11	325.48	431.32	529.14	614.24
yoy	-61.48%	-44.47%	-4.30%	32.52%	22.68%	16.08%
大健康收入	140.75	155.58	359.32	521.01	677.32	880.51
yoy	7.40%	10.54%	130.96%	45.00%	30.00%	30.00%
连锁药店批发和零售收入	141.50	248.49	448.39	406.60	428.00	449.40
yoy		75.61%	80.45%	-9.32%	5.26%	5.00%
其他收入	63.43	86.86	42.54	46.79	51.47	56.62
yoy	5.21%	36.94%	-51.02%	10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

#### 盈利预测：

我们预计公司 2023-2025 年总体收入分别为 34.49/40.46/46.90 亿元，同比增长分别为 20.26%/17.31%/15.91%；归属于上市公司股东的净利润分别为 20.18/22.54/26.59 亿元，EPS 分别为 1.73/1.94/2.29 元。

## 6.2. 估值与投资评级

公司利润来源主要分为两部分，医药相关业务与投资收益，投资收益中来自广发证券贡献的投资收益为主。因此，我们采用可比公司估值法对公司两部分业务分别进行估值。

对于医药主业，根据我们预计，2023-2025 年公司医药板块业务（包括中成药、化药、大健康、连锁药店及其他）的归母净利润分别为 1.67 亿元、2.77 亿元、3.97 亿元。我们根据公司所处行业及自身性质的角度选择可比公司，包括华润三九、康恩贝、同仁堂和太极集团等 4 家企业。对公司业务采用 PE 法进行估值，可比公司 2023、2024 年 PE 估值均值分别为 23.13X、18.83X，由于公司医药主业利润增速较快，因此给予公司医药主业 2024 年 23 倍 PE，对应公司医药主业部分市值约为 63.71 亿元。

对于投资收益部分，我们主要预测公司持有的广发证券权益价值。截至 2023 年 6 月末，公司及全资子公司合计持有广发证券 19.72% 股权。按照 2023 年 10 月 20 日收盘价计算，公司所持有广发证券股权对应的市值约为 200 亿元。

综合来看，我们考虑到公司作为知名的品牌 OTC 企业，中成药业务增长稳健，且化药与大健康业务持续拓展带来较好的成长性，我们看好公司医药业务未来发展；同时公司通过股权投资每年获取稳健的投资收益，整体基本面优秀。首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 22.67 元/股，目标总市值 263.71 亿元。

表 8：可比公司估值

公司简称	公司代码	归母净利润（亿元）				PE(X)			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
华润三九	000999.SZ	24.49	30.21	35.03	40.38	18.89	13.47	11.61	10.07
康恩贝	600572.SH	3.58	7.07	8.80	10.39	33.95	17.63	14.17	12.00
同仁堂	600085.SH	14.26	17.55	20.70	24.39	42.98	38.18	32.37	27.47
太极集团	600129.SH	3.50	8.85	11.98	15.66	47.87	23.24	17.17	13.13
可比公司平均		11.46	15.92	19.13	22.71	35.92	23.13	18.83	15.67

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：预测数据来源为万得一致预期，截至 20231020 收盘后。

## 7. 风险因素

### 医药行业政策风险

医药行业产业政策以及国家、地方性法律法规的变化，将直接影响医药行业发展。药品集中带量采购、医保政策调整等措施，药品、医疗和医保领域相关改革的持续深化，促使行业内的产业整合、商业模式转型，影响医药行业的各个领域。近年来，医药行业深化改革，快速发展，带来了发展的机遇同时也伴随着较大的风险。

### 原材料价格波动风险

中药材种植环节受到自然因素影响较大，主要受到土地价格、自然灾害、生态条件等因素的影响，导致原材料价格浮动较大。部分珍贵药材生长周期、生长习惯、生长环境等因素导致种植难度越来越大，药材价格具有持续升高趋势。药用动物药材受到养殖环境，动物保护环节，饲养科学等多种因素影响，药材供应及药材价格也出现不稳定因素。这些因素加大了企业产品价格不确定的风险。

### 环境保护风险

医药制造企业在生产过程中面临安全与环保风险，生产过程中产生的废渣、废气、废液及其他污染物，若处理不当可能会对周边环境造成不利影响，并可能影响公司正常生产经营。

### 药品研发风险

新药研发开发周期长，投资大，风险性高。药品从实验研究、临床研究、获得注册批件到正式生产需要经过多个环节，研发过程复杂，情况多变，研发速度受多环节影响，研发进展稍有拖延就会陷入众多同类产品的激烈竞争中。同时随着国家注册监管法规的日益严格，药品研发投入可能会大幅提高，公司每年投入大量的研发经费用于产品开发和技术创新，可能面临研发投入增大、药品注册周期延长、药品研发失败的风险。

### 投资风险

目前公司通过投资取得的上市公司股权和参与投资的基金投资项目退出的主要渠道为国内证券市场。注册制的推出以及国内外经济形势的复杂性，期间若证券市场发生较大波动，公司所投资的上市公司股权带来的公允价值变动及基金投资项目退出节奏和收益的高低将受到影响。

### 募投项目风险

尽管公司对募投项目的市场前景进行了详细的调研和审慎的论证，在技术、人员、销售渠道等方面均做了相应的准备，但能否按照预期实施募投项目，能否以合理的成本生产出符合市场要求的产品，能否顺利销售募投项目产品，募投产品价格是否出现大幅波动，募投产品市场需求是否发生重大变化，募投产品市场竞争是否发生重大变化，存在募投项目投产后达不到预期效益的风险。

### 测算具有主观性风险

由于在研究测算过程中，不可避免存在部分主观判断过程，因此测算具有一定的主观性风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,742.73	1,438.41	2,867.59	5,192.09	6,897.05
应收票据及应收账款	614.60	776.64	1,574.81	1,183.74	2,013.79
预付账款	32.50	110.72	2.36	136.93	37.66
存货	591.88	874.57	885.59	1,078.94	1,219.73
其他	3,344.14	2,781.65	2,885.77	2,881.42	3,009.66
<b>流动资产合计</b>	<b>6,325.85</b>	<b>5,981.98</b>	<b>8,216.12</b>	<b>10,473.11</b>	<b>13,177.89</b>
长期股权投资	19,108.38	21,504.62	21,516.62	21,526.62	21,531.62
固定资产	2,047.41	2,107.50	1,987.90	1,852.16	1,709.60
在建工程	179.32	177.36	146.53	121.22	100.98
无形资产	531.41	561.22	570.75	559.27	537.30
其他	875.02	839.90	782.34	804.34	782.58
<b>非流动资产合计</b>	<b>22,741.55</b>	<b>25,190.60</b>	<b>25,004.13</b>	<b>24,863.62</b>	<b>24,662.08</b>
<b>资产总计</b>	<b>29,067.40</b>	<b>31,172.58</b>	<b>33,220.25</b>	<b>35,336.73</b>	<b>37,839.97</b>
短期借款	355.52	651.27	800.00	900.00	1,000.00
应付票据及应付账款	238.22	450.97	339.18	550.09	483.49
其他	843.62	1,030.87	1,255.81	1,225.66	1,556.04
<b>流动负债合计</b>	<b>1,437.36</b>	<b>2,133.11</b>	<b>2,394.99</b>	<b>2,675.75</b>	<b>3,039.54</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	2,211.48	2,303.35	2,207.75	2,240.86	2,250.66
其他	361.45	313.73	335.63	336.94	328.76
<b>非流动负债合计</b>	<b>2,572.93</b>	<b>2,617.08</b>	<b>2,543.38</b>	<b>2,577.80</b>	<b>2,579.42</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,028.65</b>	<b>4,832.45</b>	<b>4,938.37</b>	<b>5,253.55</b>	<b>5,618.96</b>
少数股东权益	179.26	303.55	396.50	417.22	441.66
股本	1,163.05	1,163.10	1,163.11	1,163.11	1,163.11
资本公积	3,980.14	3,946.54	3,947.14	3,947.14	3,947.14
留存收益	19,243.22	20,743.31	22,378.11	24,204.47	26,358.48
其他	473.08	183.64	397.03	351.25	310.64
<b>股东权益合计</b>	<b>25,038.75</b>	<b>26,340.13</b>	<b>28,281.88</b>	<b>30,083.18</b>	<b>32,221.02</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>29,067.40</b>	<b>31,172.58</b>	<b>33,220.25</b>	<b>35,336.73</b>	<b>37,839.97</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,770.86	1,800.85	2,017.94	2,254.39	2,658.82
折旧摊销	198.56	201.43	204.50	207.52	209.78
财务费用	136.73	145.31	92.10	65.80	34.70
投资损失	(2,007.47)	(1,637.49)	(1,750.85)	(1,956.86)	(2,241.33)
营运资金变动	(470.90)	(11.19)	(599.42)	233.83	(707.29)
其它	697.06	(75.06)	123.06	45.58	50.17
<b>经营活动现金流</b>	<b>324.85</b>	<b>423.86</b>	<b>87.34</b>	<b>850.26</b>	<b>4.86</b>
资本支出	1,553.11	2,728.48	41.70	33.69	33.17
长期投资	1,304.31	2,396.24	12.00	10.00	5.00
其他	(3,567.82)	(5,677.93)	1,429.89	1,837.05	2,140.01
<b>投资活动现金流</b>	<b>(710.40)</b>	<b>(553.21)</b>	<b>1,483.59</b>	<b>1,880.75</b>	<b>2,178.18</b>
债权融资	38.16	292.19	(42.65)	72.16	73.09
股权融资	(387.36)	(661.08)	(99.09)	(478.67)	(551.16)
其他	(13.20)	197.81	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(362.40)</b>	<b>(171.07)</b>	<b>(141.75)</b>	<b>(406.51)</b>	<b>(478.07)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(747.96)</b>	<b>(300.43)</b>	<b>1,429.18</b>	<b>2,324.50</b>	<b>1,704.97</b>

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>2,303.76</b>	<b>2,868.21</b>	<b>3,449.22</b>	<b>4,046.37</b>	<b>4,690.28</b>
营业成本	1,098.71	1,400.81	1,609.70	1,854.38	2,115.36
营业税金及附加	39.30	42.77	58.72	68.89	79.85
销售费用	797.46	862.14	1,034.76	1,213.91	1,407.09
管理费用	295.32	319.01	383.63	445.10	515.93
研发费用	49.42	85.68	103.48	121.39	140.71
财务费用	72.45	88.25	92.10	65.80	34.70
资产/信用减值损失	(23.09)	(34.41)	(1.00)	(0.50)	(0.30)
公允价值变动收益	(259.53)	(632.66)	100.16	20.00	20.00
投资净收益	2,007.47	1,637.49	1,750.85	1,956.86	2,241.33
其他	(3,537.76)	(2,026.56)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>1,764.00</b>	<b>1,125.70</b>	<b>2,016.83</b>	<b>2,253.26</b>	<b>2,657.67</b>
营业外收入	5.38	614.38	5.00	5.00	5.00
营业外支出	2.71	19.23	4.00	4.00	4.00
<b>利润总额</b>	<b>1,766.67</b>	<b>1,720.84</b>	<b>2,017.83</b>	<b>2,254.26</b>	<b>2,658.67</b>
所得税	(4.19)	(80.00)	(23.01)	(25.71)	(30.32)
<b>净利润</b>	<b>1,770.86</b>	<b>1,800.85</b>	<b>2,040.84</b>	<b>2,279.97</b>	<b>2,688.99</b>
少数股东损益	(9.64)	20.20	22.90	25.58	30.17
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,780.50</b>	<b>1,780.64</b>	<b>2,017.94</b>	<b>2,254.39</b>	<b>2,658.82</b>
每股收益(元)	1.53	1.53	1.73	1.94	2.29

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	2.31%	24.50%	20.26%	17.31%	15.91%
营业利润	2.53%	-36.19%	79.16%	11.72%	17.95%
归属于母公司净利润	4.19%	0.01%	13.33%	11.72%	17.94%
<b>获利能力</b>					
毛利率	52.31%	51.16%	53.33%	54.17%	54.90%
净利率	77.29%	62.08%	58.50%	55.71%	56.69%
ROE	7.16%	6.84%	7.24%	7.60%	8.37%
ROIC	8.56%	5.57%	8.40%	9.06%	10.70%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	13.86%	15.50%	14.87%	14.87%	14.85%
净负债率	3.39%	5.83%	0.55%	-6.75%	-11.26%
流动比率	4.35	2.70	3.43	3.91	4.34
速动比率	3.94	2.31	3.06	3.51	3.93
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.94	4.12	2.93	2.93	2.93
存货周转率	4.04	3.91	3.92	4.12	4.08
总资产周转率	0.08	0.10	0.11	0.12	0.13
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.53	1.53	1.73	1.94	2.29
每股经营现金流	0.28	0.36	0.08	0.73	0.00
每股净资产	21.37	22.38	23.97	25.51	27.32
<b>估值比率</b>					
市盈率	10.48	10.48	9.25	8.28	7.02
市净率	0.75	0.72	0.67	0.63	0.59
EV/EBITDA	9.58	11.49	7.20	5.72	4.44
EV/EBIT	10.59	13.28	7.90	6.23	4.78

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com