

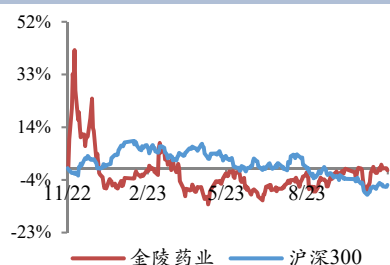
二十年砥砺前行，“医药+医康养护”双轮驱动

投资评级：买入（首次）

报告日期：2023-11-16

收盘价（元）	8.20
近 12 个月最高/最低（元）	11.70/7.21
总股本（百万股）	511
流通股本（百万股）	503
流通股比例（%）	98.46
总市值（亿元）	42
流通市值（亿元）	41

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：谭国超

执业证书号：S0010521120002

邮箱：tangc@hazq.com

联系人：陈珈蔚

执业证书号：S0010122030002

邮箱：chenjw@hazq.com

主要观点：

● 金陵药业：打造医药和医康养护一体化服务模式

金陵药业是产、学、研相结合，科、工、贸一体化的国有控股上市公司，经过二十余年发展，公司打造了集药品、医疗器械制造和医康养护服务为一体的服务模式，具备差异化竞争优势。2023 年前三季度公司实现营收 21.04 亿元，同比增长 2.45%，归母净利润 9761.00 万元，同比增长 5.02%。院内诊疗需求恢复与医药工业产销共振，营收稳定，归母净利润企稳回升。

● 医康养护板块：布局康复养老领域，力争做精做强

公司下辖三家医院和一家社会福利中心提供医康养业务，其中宿迁医院为三甲综合医院，安庆医院为三级综合医院，仪征医院为二级甲等综合医院；湖州市社会福利中心为五星级养老机构。宿迁医院专注于卒中、胸痛领域，近几年医院营收基本维持稳定，2023 年 H1 宿迁医院实现营收 6.87 亿元，实现利润 1751.83 万元。仪征医院内含 16 个扬州市市级临床重点专科，受大环境影响，医院 2023 年 H1 实现营收 2.19 亿元，实现利润 419.21 万元。安庆医院历史悠久，烧伤科为重点优势学科，2023 年 H1 医院实现营收 1.37 亿元，净利润-15.21 万元，亏损大幅收窄。2023 年上半年，福利中心实现营收 0.40 亿元，实现净利润 251.12 万元。

● 医药板块：“生产能力+产品优势”缔造公司市场竞争力

医药板块拥有以脉络宁注射液、速力菲等知名产品在外的近百个品规的中西药品的生产能力，产品覆盖心脑血管、补铁剂、胃药、肿瘤辅助用药等治疗领域，细分市场中，重点产品琥珀酸亚铁片（速力菲）、香菇多糖注射液竞争优势明显。2022 年，公司脉络宁注射液、速力菲系列产品、香菇多糖注射液收入分别为 2.00、2.20、0.84 亿元。

● 投资建议

我们预计公司 2023~2025 年营收分别为 28.25/31.53/35.61 亿元，同比增速为 5.8%/11.6%/12.9%；归母净利润分别为 1.32/1.63/2.09 亿元，同比增速为 25.1%/23.6%/28.2%；对应 2023~2025 年 EPS 为 0.26/0.32/0.41 元/股；对应 PE 为 32x/26x/20x。考虑到公司医药板和医康养护板块持续发力，基本面持续向好，首次覆盖，我们给予“买入”评级。

● 风险提示

药品带量采购风险；香菇多糖注射液退出省级医保目录和区域集采未中标的风险；原材料价格波动风险；市场竞争风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2671	2825	3153	3561
收入同比 (%)	-4.9%	5.8%	11.6%	12.9%
归属母公司净利润	105	132	163	209
净利润同比 (%)	-12.7%	25.1%	23.6%	28.2%
毛利率 (%)	19.8%	21.4%	21.6%	22.5%
ROE (%)	3.5%	4.3%	5.0%	6.0%
每股收益 (元)	0.21	0.26	0.32	0.41
P/E	37.19	32.02	25.91	20.22
P/B	1.32	1.37	1.30	1.22
EV/EBITDA	12.98	9.81	8.54	6.56

资料来源: wind, 华安证券研究所

注: P/E=当前市值/归母净利润

正文目录

1 金陵药业：打造医药和医康养护一体化服务模式	6
2 医康养护板块：布局康复养老领域，力争做精做强	9
2.1 关乎国计民生，医疗健康行业规模稳健增长	9
2.2 主攻医康养护领域，争做行业佼佼者	12
2.3 公司医院板块运营稳健，控股医院表现亮眼	13
2.3.1 宿迁医院：三甲综合，心脑血管领域为重点发展领域	14
2.3.2 仪征医院：营收稳健增长，利润端受环境因素影响较大	14
2.3.3 安庆医院：净利润亏损大幅收窄，未来表现可期	15
2.4 公司养老板块：已经打造出标杆	15
3 医药板块：“研发生产能力+核心产品优势”缔造公司市场竞争力	17
3.1 夯实研发基础，打造多元化药品矩阵	17
3.2 医药产业平台：药品生产能力完备，新增原料药及中间体业务	19
3.3 医药核心产品：产品独家，优势显著	20
3.3.1 脉络宁：独家产品，两种制剂，注射液列入《基药目录》和《医保目录》	21
3.3.2 速力菲：补铁制剂，知名品牌，首家通过一致性评价	21
3.3.3 香菇多糖注射液：肿瘤辅助治疗药物，退出省级医保目录，业绩影响有限	23
4. 盈利预测与投资建议	24
4.1 盈利预测	24
4.2 投资逻辑与建议	26
风险提示：	27
财务报表与盈利预测	28

图表目录

图表 1 公司发展历程	6
图表 2 公司管理层	7
图表 3 公司股权结构	8
图表 4 2018-2023 (Q1-Q3) 公司营收情况	8
图表 5 2018-2023 (Q1-Q3) 公司归母净利润情况	8
图表 6 2018-2023 (Q1-Q3) 公司利润率情况	9
图表 7 2018-2023H1 公司两大业务板块毛利率情况	9
图表 8 我国医疗健康产业规模及增速	10
图表 9 我国数字医疗领域投资情况 (单位: 人民币亿元)	10
图表 10 我国 2013-2022 年 65 岁及以上人口及比重	10
图表 11 康复医疗行业的市场规模 (单位: 亿元)	11
图表 12 2011-2021 年我国医疗卫生机构康复服务收入规模	12
图表 13 同行业主要竞争对手情况	12
图表 14 2017-2022 年行业内企业营收情况 (单位: 亿元)	13
图表 15 2017-2022 年行业内企业净利润情况 (单位: 亿元)	13
图表 16 三家控股医院情况概览	13
图表 17 2017-2023H1 宿迁医院营收情况 (单位: 亿元)	14
图表 18 2017-2023H1 宿迁医院净利润情况 (单位: 万元)	14
图表 19 2017-2023H1 仪征医院营收情况 (单位: 亿元)	15
图表 20 2017-2023H1 仪征医院净利润情况 (单位: 万元)	15
图表 21 2017-2023H1 安庆医院营收情况 (单位: 亿元)	15
图表 22 2017-2023H1 安庆医院净利润情况 (单位: 万元)	15
图表 23 2017-2022 年福利中心营收情况 (单位: 亿元)	16
图表 24 2017-2022 年福利中心净利润情况 (单位: 万元)	16
图表 25 项目建成后 5 年内的收益和盈利能力情况 (单位: 万元)	17
图表 26 项目建成后新增固定资产所增加的折旧及其影响 (单位: 万元)	17
图表 27 2018-2023 (Q1-Q3) 公司研发费用情况	18
图表 28 2018-2022 年公司研发人员数量情况	18
图表 29 公司重要技术平台概况	18
图表 30 公司进入注册程序及在研科研项目	19
图表 31 公司医药板块内核心公司概况	20
图表 32 公司核心产品概况	20
图表 33 脉络宁口服液及注射液	21
图表 34 公司脉络宁产品全国医院 (全终端) 销售情况	21
图表 35 公司速力菲琥珀酸亚铁片	22
图表 36 公司速力菲琥珀酸亚铁片全国医院 (全终端) 销售情况	22
图表 37 琥珀酸亚铁片市场销售竞争格局	22
图表 38 公司速力菲琥珀酸亚铁缓释片	23
图表 39 公司速力菲琥珀酸亚铁缓释片全国医院 (全终端) 销售情况	23

图表 40 2020-2023H1 公司香菇多糖注射液营收情况	23
图表 41 公司香菇多糖注射液全国医院（全终端）销售情况	23
图表 42 公司收入拆分与盈利预测(RMB MN)	25
图表 43 可比公司估值对比	26

1 金陵药业：打造医药和医养养护一体化服务模式

历史悠久，业务扎实，已成规模。金陵药业股份有限公司位于南京，是一家产、学、研相结合，科、工、贸一体化的大型国有控股公司。公司秉承“创新中求发展，发展中求稳健”的经营理念，以科技为内涵，以市场为导向，以高附加值的中药品牌产品为重点，经过二十余年发展，公司专业技术人员团队持续壮大，品牌影响和服务口碑双双提高，客户资源持续快速深厚积累，实现了业务规模的快速增长；同时公司努力拓展产业链，持续创新业务模式，打造了集药品、医疗器械制造和医养养护服务为一体的服务模式，差异化竞争能力强。

图表 1 公司发展历程

时间	事件
1998 年	9 月 28 日，公司正式成立，同年 11 月，金陵药业由南京军区移交南京市，隶属于南京市国资委
1999 年	公司在深交所上市（股票代码为 000919）
2002 年	金陵药业收购南京第三制药厂，在推动原有品牌“桂冠牌”和“永宁牌”发展的基础上，拓展产品品种，推进新药研发
2003 年	公司收购宿迁医院，上市公司收购公立医院的第一例；主营业务由医药制造调整为医药制造和医疗服务；在云南思茅组建种植公司
2005 年	在老挝及在国内建立 5 家种植公司，以促进中药材种植推广、中药材种植检测和质量标准制订与控制
2010 年	公司控股股东南京医药产业（集团）有限责任公司持有公司的全部股份无偿划转至南京新型工业化投资（集团）有限公司（现已更名为“南京新工投资集团有限责任公司”）
2012 年	收购鼓楼仪征医院 68.33% 股权，成功复制了“资本+技术”的“宿迁模式”
2014 年	取得安庆石化医院的控制权
2018 年	收购福利公司，主营业务在医药制造、医疗服务的基础上增加了康养服务
2022 年	通过股权收购和增资的方式，以人民币 5,850 万元的价格（其中股权转让款 2,250 万元，增资款 3,600 万元）取得增资后的池州东升药业有限公司 65% 的股权，公司新增原料药及医药中间体业务

资料来源:公司官网, 东方财富网, 《医药公司并购医院的绩效评价研究》, 华安证券研究所

公司管理层多年深耕医药行业，资质经验保障公司发展行稳致远。公司现任董事长陈胜、总裁兼董事会秘书陈海、副总裁王健等在医药行业具备多年的工作管理经验。董监高团队中，多位高管具备执业药师资格、高级经济师资格以及政工师资格等，各司其职，助力公司发展。

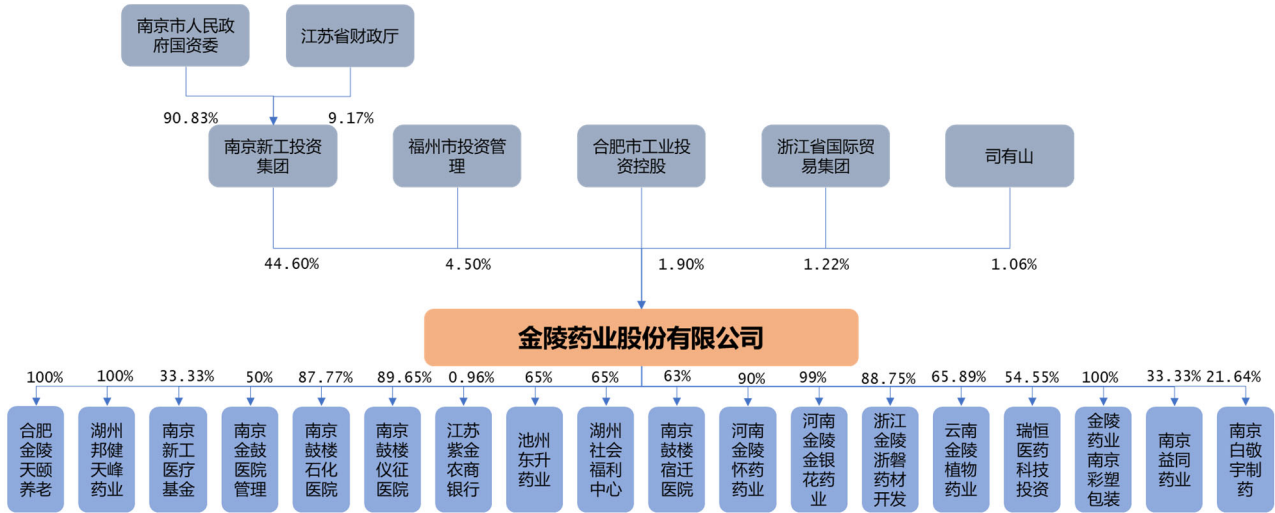
图表 2 公司管理层

姓名	职务	履历
陈胜	董事长	研究生学历，政工师，中共党员。现任公司董事长，兼任南京鼓楼医院集团宿迁医院有限公司、南京鼓楼医院集团安庆市石化医院有限公司董事长。曾担任南京医药产业（集团）有限公司政工部副主任，南京医药产业（集团）有限公司经济运行部经理，2012 年起历任公司纪委书记、副总裁、董事、副董事长、党委书记等。
陈海	总裁、董事会秘书	硕士，高级经济师，中共党员。现任公司董事、总裁、董事会秘书。历任扬子江药业集团有限公司人力资源部长，北京汉典集团运营总监，黑龙江珍宝岛药业股份有限公司总经理助理，珍宝岛集团有限公司常务副总经理，黑龙江珍宝岛药业股份有限公司总经理。
王健	副总裁	大学本科，工程师，中共党员。现任公司副总裁，兼任南京益同药业有限公司、南京白敬宇制药有限责任公司董事。历任南京同仁堂药业有限责任公司总经理助理，南京医药同乐药业有限公司副总经理兼营销部经理，南京中山制药有限公司总经理助理、副总经理、总经理，南京中山制药有限公司监事会主席。
汪洋	副总裁，总会计师	硕士，正高级会计师，中国注册会计师，国际注册内部审计师，中共党员。2020 年 6 月至今担任公司副总裁、总会计师（财务负责人），兼任云南公司董事，宿迁医院、仪征医院、安庆医院监事会主席，福利中心、金陵天颐监事。
李剑	副总裁	硕士，执业药师，专利代理人，注册安全工程师，安全评价师（二级），高级工程师，中共党员。现任公司副总裁，兼任技术中心负责人，河南金陵金银花药业有限公司、河南金陵怀药药业有限公司、浙江金陵浙馨药材开发有限公司、池州东升药业有限公司董事长。历任公司生产质量部经理、运营管理部经理、药材资源开发部经理、安全总监、首席质量官、总裁助理等。
贾明怡	总工程师	硕士，主管药师，中共党员。2020 年 8 月至今担任公司总工程师，兼任南京白敬宇制药有限责任公司董事。历任金陵制药厂生产总监、浙江天峰制药厂厂长等。
李泉	总经济师	大学本科，注册税务师，会计师，中共党员。现任公司总经济师，兼任南京梅山医院有限责任公司董事长、云南金陵植物药业股份有限公司监事会主席。历任公司审计室主任、审计部经理、总裁助理等。
朱馨宁	总裁助理	大学本科，中共党员。2002 年 4 月至 2023 年 6 月担任公司证券事务代表兼董事会秘书处副处长、处长；2018 年 1 月至今担任公司投资者关系管理部经理；2018 年 1 月至 2020 年 8 月担任公司法务合规部经理；2020 年 6 月至今担任公司总裁助理，兼任湖州社会福利中心发展有限公司董事、南京鼓楼医院集团宿迁医院有限公司监事。
奚震新	总裁助理	大学本科，药师。现任公司总裁助理，兼任合肥金陵天颐智慧养老服务服务有限公司董事长。历任南京华东医药有限责任公司总经理助理，南京华东医药有限责任公司副总经理，南京华东医药有限责任公司总经理，公司总监。

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

国资委绝对控股，旗下子公司分工明确。公司实控人为南京市人民政府国有资产监督管理委员会，南京市人民政府国资委通过控股南京新工投资集团持有金陵药业 40.51% 的股权。控股子公司围绕公司医药生产与销售和医疗服务两大核心业务板块。

图表 3 公司股权结构



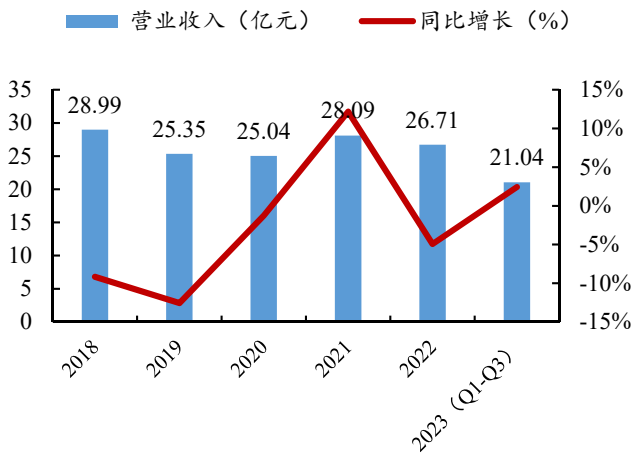
资料来源：iFinD，华安证券研究所

主营业务收入稳定，归母净利润有望企稳回升。

2018-2022 年，由于国内两票制、仿制药一致性评价、“4+7”药品国家集采、医保控费、药品零加成、DRGs 和国家重点监控合理用药药品目录等政策陆续实施，叠加新冠疫情扰动，公司以“稳”字求发展。综合来看，公司近年来营收基本保持稳定，2018-2022 年营收复合增长率为-2.03%，归母净利润自 2019 年开始呈现波动中下滑趋势，2018-2022 年归母净利润复合增长率为-18.84%，主要原因系公司医疗服务板块利润率持续下降。

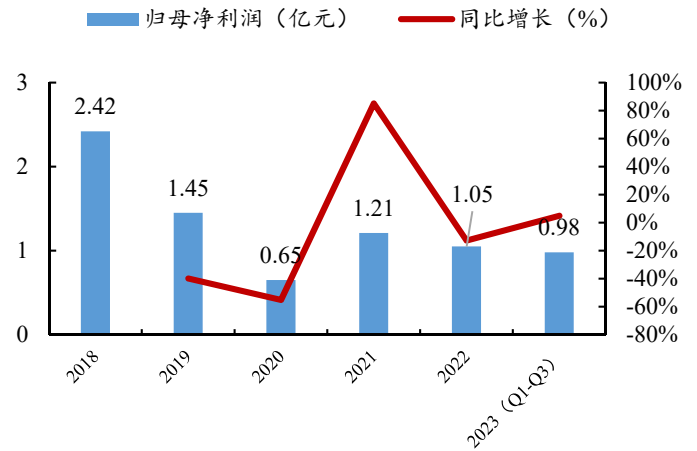
2023 年前三季度公司实现营业收入 21.04 亿元，同比增长 2.45%，归母净利润 9761.00 万元，同比增长 5.02%，目前国内医疗服务和医药产品下游需求已逐步恢复，公司的医疗服务业务已在正常开展，相关不利因素已不再持续，营收和归母净利润有望保持增长趋势。

图表 4 2018-2023 (Q1-Q3) 公司营收情况



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 5 2018-2023 (Q1-Q3) 公司归母净利润情况



资料来源：iFinD，华安证券研究所

利润率基本保持稳定,盈利能力稳健。

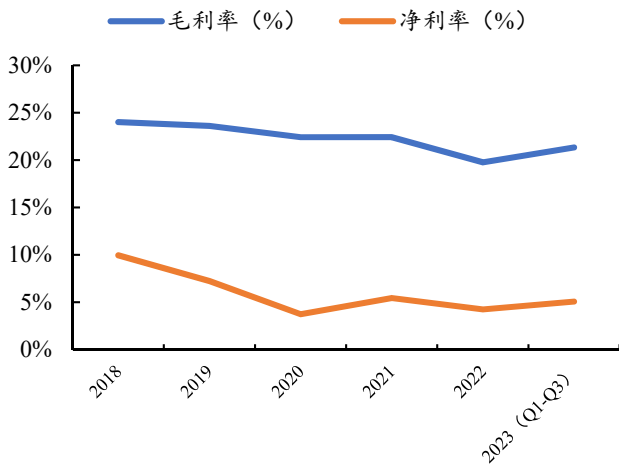
2018-2022 年公司毛利率均值为 22.45%，净利率均值为 6.13%。2023 年前三季度，公司毛利率达 21.35%，净利率达 5.08%，继续保持稳定态势。

两大业务板块毛利率近年来反向变动，医疗服务板块毛利率有望继续反弹。

拆分公司两大核心业务板块：药品板块和医疗服务板块，2018 年开始，两大业务板块毛利率逐年反向变动，2018 年，药品板块毛利率达 24.04%，医疗服务板块毛利率达 23.52%，2018-2022 年，药品板块毛利率稳健增长至 34.37%，医疗服务板块毛利率降至 2.66%，主要原因是受宏观环境因素影响，病人出行受阻、医院接诊及治疗受限，导致前往医院的就诊人数同比下滑，住院收入和体检收入等减少，但成本端占比较大的人工成本因公司上调员工薪酬水平而有所增加，导致盈利能力下降。

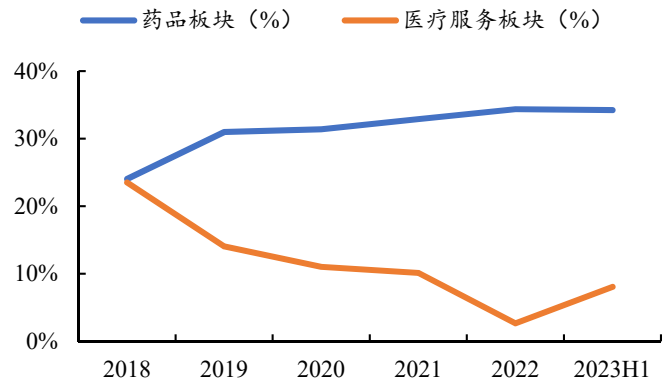
2023 年上半年，药品板块毛利率达 34.23%，同比下滑 1.08pct，医疗服务板块毛利率达 8.07%，同比上升 3.63pc，主要原因是医院所在地区的宏观环境已逐步好转，相关不利影响已逐步消除。

图表 6 2018-2023 (Q1-Q3) 公司利润率情况



资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 7 2018-2023H1 公司两大业务板块毛利率情况



资料来源：iFinD，华安证券研究所

2 医养养护板块：布局康复养老领域，力争做精做强

2.1 关乎国计民生，医疗健康行业规模稳健增长

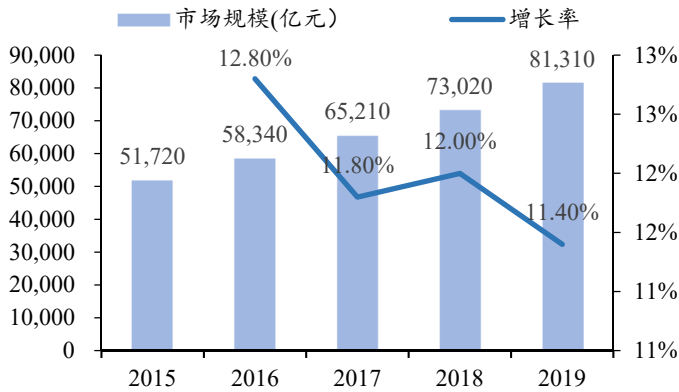
政策持续支持，医疗健康行业前景广阔

我国高度重视医疗健康行业的发展，近年来陆续出台了《“十四五”全民医疗保障规划》、《“十四五”国民健康规划》等多项产业政策，为医疗行业的发展不断带来政策红利。

“十四五”时期，我国医疗健康行业开始迈入数字化与智能化时代，据普华永道数据显示，2020 年我国数字医疗赛道的投资金额高达 431 亿元，交易金额高达 581 亿元，在医疗大健康产业整体交易金额中占比 68%。金陵药业紧跟市场趋势，把握时兴热点，早在 2021 年着手开始合肥智慧养老项目的布局与招商引资准备工作，将养老业务向数字化转型，使用现代科技切实提升客户体验。

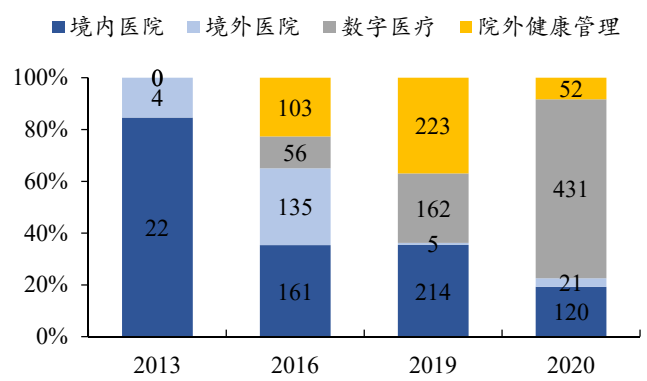
数字驱动下, 医疗健康生态业务边界不断延展。在此背景下, 未来医药市场将不断扩容, 向数字医疗领域进军, 加上居民健康保健意识与可支配收入的提升, 在供需双升的拉动作用下, 医疗健康行业进入发展的重要机遇期。

图表 8 我国医疗健康产业规模及增速



资料来源: 前瞻产业研究院, 华安证券研究所

图表 9 我国数字医疗领域投资情况 (单位: 人民币亿元)



资料来源: 普华永道, 华安证券研究所

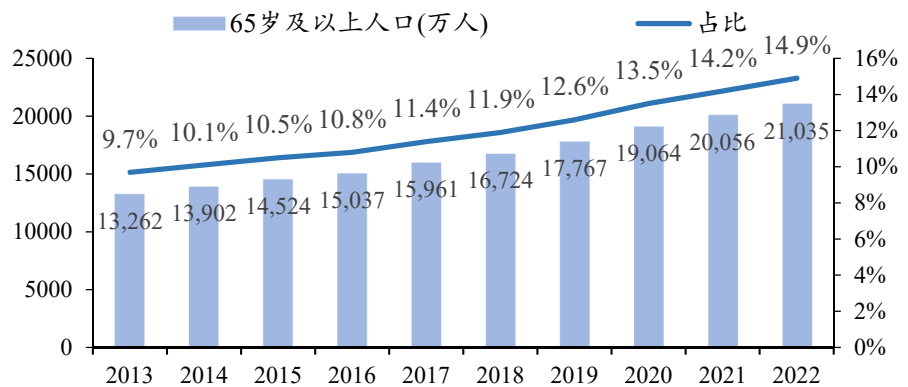
人口老龄化趋势加快, 相应政策重点关注

我国老龄化呈现出数量多、速度快、差异大、任务重的形势和特点。国家卫健委预测, 到 2035 年左右, 60 岁及以上老年人口将突破 4 亿, 在总人口中的占比将超过 30%, 进入重度老龄化阶段。

根据国家统计局的报道, 2019 年我国 65 岁及以上老年人口达到 1.78 亿, 占世界 65 岁及以上人口的比例超过五分之一, 这意味着世界上每五个老年人中至少有一个是中国人。如此庞大和快速发展的老年人口, 将带来医疗健康行业的进一步增长潜力。

国家积极推动完善老年健康政策, 老年健康服务体系建设纳入深化医药卫生体制改革年度重点工作任务统筹推进。国家卫生健康委(全国老龄办)、国家中医药局联合印发《关于全面加强老年健康服务工作的通知》, 指导各地持续增加老年健康服务供给, 提高老年健康服务质量。

图表 10 我国 2013-2022 年 65 岁及以上人口及比重

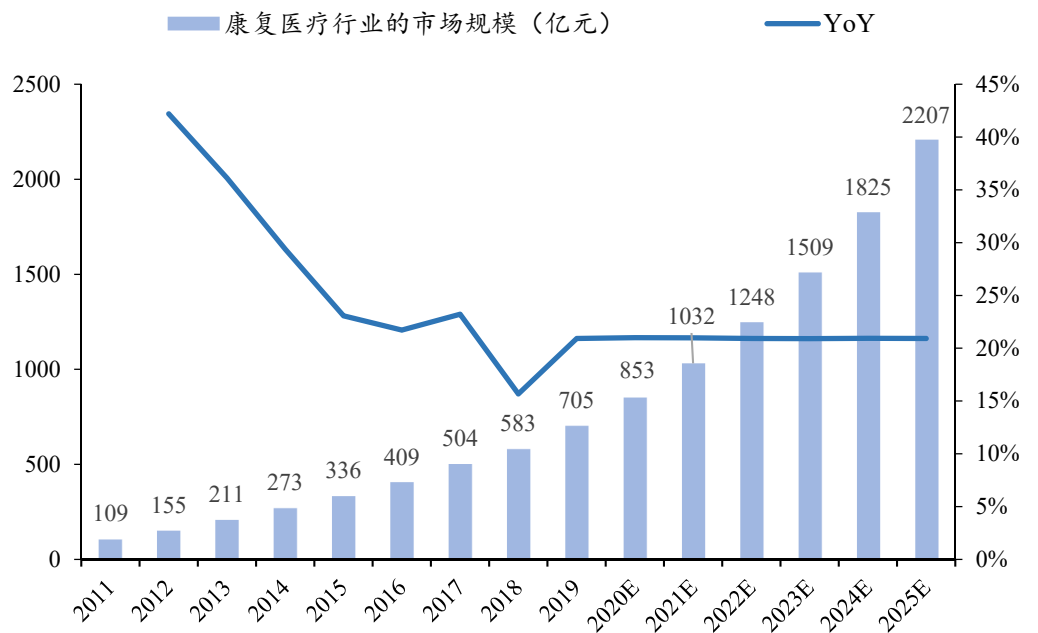


资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

康复医疗: 蓝海市场极具潜力

我国康复医疗市场虽起步较晚，但随着人口老龄化趋势的不可逆进程与民众健康意识的逐步提高等原因，康复医疗体系已形成规模化、体系化的发展态势。由于康复专科医院具有单床投入相对较低、对医生的依赖程度较低、医疗风险较小、更容易实现预期投资回报等的优势，受到社会资本青睐。目前，康复医疗行业规模优势已初步显现，据前瞻产业研究院整理的数据，2019年康复医疗行业的市场规模达到了705亿元，预计此后将保持20.9%的增速稳步增长，整个行业的市场规模预计将在2025年达到2207亿元，市场前景十分广阔。

图11 康复医疗行业的市场规模（单位：亿元）

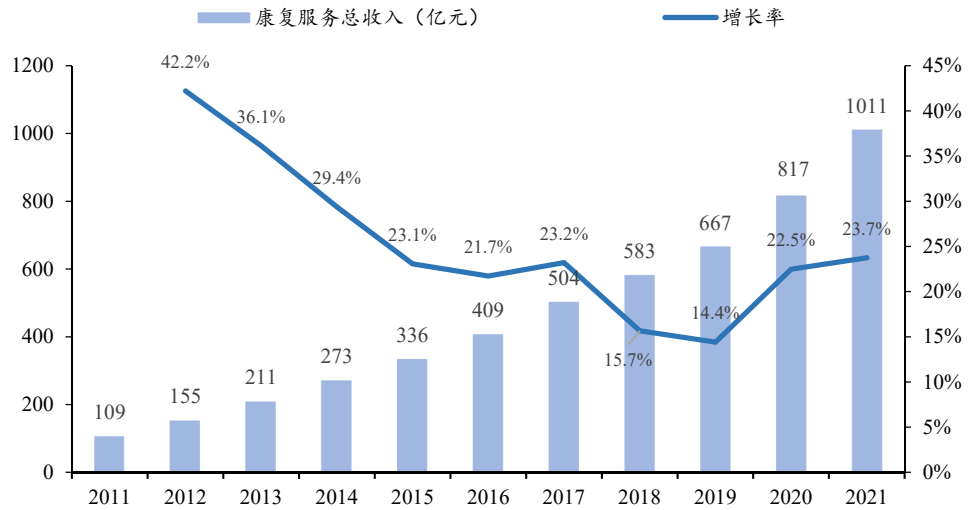


资料来源：毕马威，KPMG，前瞻产业研究院，华安证券研究所

2011年至2018年中国康复专科医院数量以11.4%的年复合增长率新增，由301家增加至637家。而康复医疗体系规模的高速增长仍难以满足我国市场上现有的需求。《中国卫生健康统计年鉴》显示，2021年我国康复专科医院数810家，仅占专科医院总数的8.35%；近80%的康复医院仅拥有不到200张床位。毕马威报告中指出，截至2018年底，中国每千人口康复床位仅0.18张，而北京市在《北京市医疗卫生服务体系规划（2016—2020年）》中对康复床位配置设定了较高目标，即2020年实现常住人口每千人0.5张康复护理床位。

未来，人口老龄化的加速、慢性病人口数量的增加、居民康复意识的增强以及国家对残疾人康复需求的重视等都是推动康复医疗行业稳健增长的因素。康复医疗市场拥有极大的升值潜力。根据毕马威数据，2012至2018年间康复医疗行业收入规模以26.9%的年复合增长率稳步提升，至2021年，收入规模破千亿。此外，康复医疗服务诊疗人次整体呈增长态势，门急诊人次和出院人数年复合增长率分别达到10.2%和22.5%。

图表 12 2011-2021 年我国医疗卫生机构康复服务收入规模



资料来源：毕马威，健康界，华安证券研究所

2.2 主攻医康养护领域，争做行业佼佼者

根据《中国卫生健康统计年鉴》和《我国卫生健康事业发展统计公报》，2019 年我国医疗卫生机构诊疗总人次高达 87.2 亿人次，较 2015 年增长 13.3%，其中医院就诊人次达到 38.4 亿次，占比达 44.0%。2020 年和 2021 年，受宏观环境影响，医疗卫生机构诊疗总人次有所下滑，分别为 77.4 亿次和 84.7 亿次。持续增长的医疗需求促进了我国医疗服务市场的快速发展，2013 年至 2021 年，我国卫生总费用从 31,669 亿元增长至 2021 年的 75,594 亿元，年复合增长率为 11.49%。

经过二十余年发展，金陵药业通过不断加强自身技术、资质和专业人员储备，突出品牌影响和服务口碑，广泛积累客户资源，实现了业务规模的快速增长，与同行业企业形成了具备一定差异化的市场竞争能力。金陵药业在医康养护行业整体处于领先地位。与行业内其他企业比较，金陵药业过去五年间的营收和利润水平比较稳定，没有剧烈的波动。

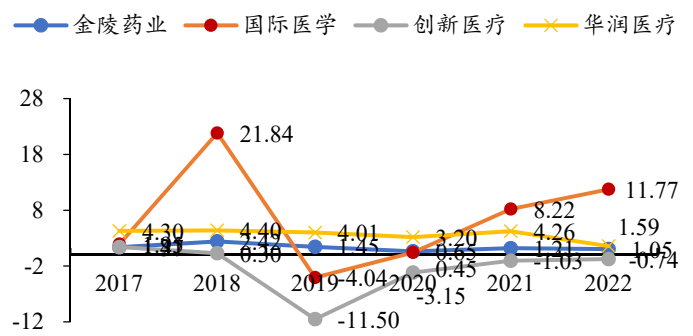
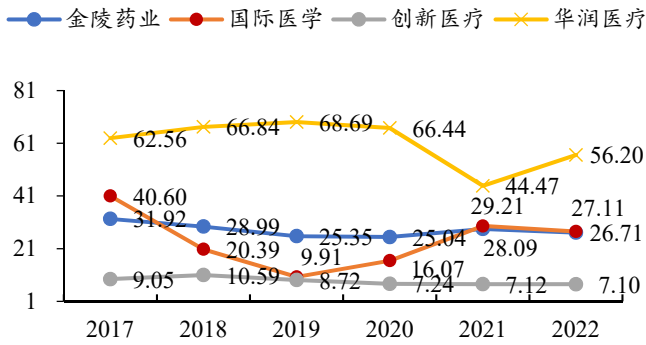
图表 13 同行业主要竞争对手情况

企业名称	企业简介
国际医学	成立于 1996 年，是一家以大健康医疗服务和现代医学技术转化应用为主业的上市公司，现已成为国内最大的上市医疗产业集团之一。目前正在运营的医院包括西安高新医院、西安国际医学中心医院。其中，西安高新医院为中国第一家社会办医三级甲等医院，西安国际医学中心医院为国内建成的超大单体医院。
创新医疗	成立于 2003 年，于 2016 年顺利完成重大资产重组，现为一家以提供医疗服务为主营业务的上市公司。目前，公司下属有建华医院、康华医院、福恬医院和明珠医院 4 家医疗机构。其中，建华医院是三级甲等综合性医院，康华医院是二级甲等综合性医院，福恬医院是二级康复医院，明珠医院是二级甲等综合性医院。
华润医疗	成立于 2013 年，是华润集团在医疗健康领域的主平台，华润医疗旗下拥有 123 家医疗机构，分布于北京、华北、华东、华中、华南等主要区域，提供临床诊疗、健康管理、公共卫生等全方位、多层次的医疗健康服务，其中三级医院 5 家、二级医院 19 家、一级医院及社区中心 33 家、诊所及其他医疗机构 66 家，总床位数超过 1 万张，年门急诊总量超过 770 万人次。

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 14 2017-2022 年行业内企业营收情况 (单位: 亿元)

图表 15 2017-2022 年行业内企业净利润情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

2.3 公司医院板块运营稳健, 控股医院表现亮眼

公司医院板块控股了三家重点医院, 其中宿迁医院为三甲综合医院, 安庆医院为三级综合医院, 仪征医院为二级甲等综合医院。

图表 16 三家控股医院情况概览

	宿迁医院	仪征医院	安庆医院
类型	综合医院	综合医院	综合医院
级别	三甲	二甲	三级
建筑面积	15.7 万平方米	8 万平方米	-
床位数	2000 张	530 张	600 张
科室数	现有 48 个临床病区, 17 个医技科室, 其中江苏省临床重点专科及建设单位 3 个, 宿迁市临床重点专科及建设单位 29 个, 宿迁市医学重点学科及建设单位 13 个, 医院先后创建成为国家胸痛中心、国家脑防委高级卒中中心及中国创伤联盟创伤中心建设单位等	设临床、医技科室 31 个。医院先后成立了“DSA 介入诊疗中心”“消化内镜诊疗中心”“南京鼓楼医院脑病中心仪征分中心”“肿瘤中心仪征分中心”“肿瘤多学科远程会诊中心仪征医院分中心”、“心血管病中心”“高压氧脑复苏中心”等	临床科室 25 个, 医技科室 9 个, 是安庆市高等医药专科学校附属医院, 皖南医学院、蚌埠医学院和安徽中医药大学教学医院, 安庆市首批“诚信医院”, 安徽省工伤康复定点医疗机构
设备	3.0 核磁共振、256 排螺旋 CT、DSA 等大型医疗设备	Olympus 内镜主机、电子气管镜、纤维支气管镜、1.5T 核磁共振、64 排 CT 等	1.5T 磁共振、64 排 CT 诊断、四维彩超、大型生化仪、蔡氏 S88 显微镜、高清电子喉镜+窄带成像内镜+频闪喉镜、高清摄像系统等设备
优势学科	神经内科、神经外科、心内科、普外科、消化科等	儿科、呼吸内科、神经内科、消化内科、普外科、妇产科等	神经内科、耳鼻喉科、烧伤整形科、肾脏内科 (血液透析)、呼吸内科、内分泌科、心血管内科等

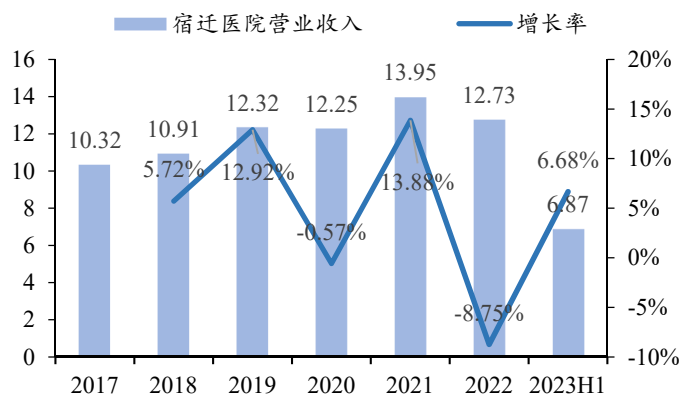
资料来源: 公司官网, 公司公告, 华安证券研究所

2.3.1 宿迁医院：三甲综合，心脑血管领域为重点发展领域

宿迁医院是一所三级甲等综合性医院，拥有国家级胸痛中心、国家脑防委高级卒中中心，以及江苏省区域胸痛、卒中、创伤救治中心等，在卒中和胸痛领域具有明显竞争力。目前，医院共有床位 2000 张，48 个临床病区，17 个医技科室，同时拥有 27 个市级医学重点专科，2 个市级医学建设单位；11 个市级医学重点学科，1 个市级医学建设单位，其中肿瘤科/放化疗科既是市级医学重点专科也是市级医学建设单位，神经外科、心内科、骨科等 11 个科室既是市级医学重点专科也是市级医学重点学科。此外，医院的神经内科为省级临床重点专科，普外科为省级临床建设单位，乳腺病学为省级妇幼健康建设单位，学科优势突出。2023 年上半年，宿迁医院实现营收 6.87 亿元，同比增长 6.68%，实现净利润 1751.83 万元，同比下降 19.17%。

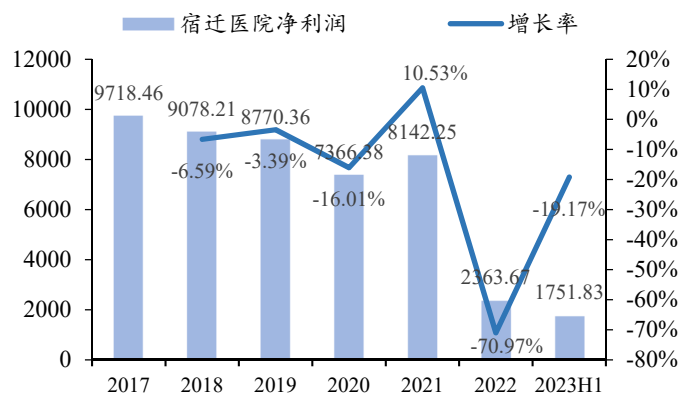
医院注重对外进行医学技术和医院管理的交流，与美国、德国、加拿大、日本等国家的医疗机构建立了互派专家、学者访问、考察和进修等学术交流机制。此外，医院先后荣获了“全国百姓放心示范医院”、“江苏省卫生系统先进单位”、“江苏省医保管理 AAA 级诚信服务单位”、“全国百姓放心医院百佳示范医院”等荣誉称号。

图表 17 2017-2023H1 宿迁医院营收情况 (单位：亿元)



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 18 2017-2023H1 宿迁医院净利润情况 (单位：万元)



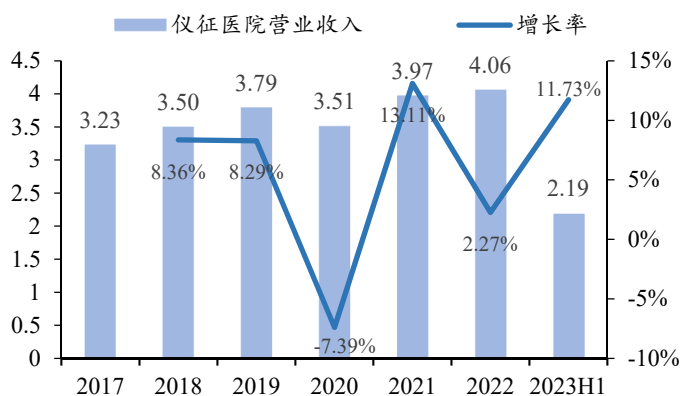
资料来源：公司年报，华安证券研究所

2.3.2 仪征医院：营收稳健增长，利润端受环境因素影响较大

仪征医院成立于 2012 年 6 月，是国家级 PCCM 科规范化建设二级医院优秀单位以及省级老年友善医疗机构优秀单位。医院拥有 16 个市级医学重点专科，包括 2023 年 5 月新获批的泌尿外科和肾内科，以及早期获批的儿科、神经内科、呼吸内科、妇产科、普外科等。此外，医院先后成立了“DSA 介入诊疗中心”、“肿瘤中心仪征分中心”、“高压氧脑复苏中心”、“江苏省防治卒中中心”等，具有鲜明的专科优势。

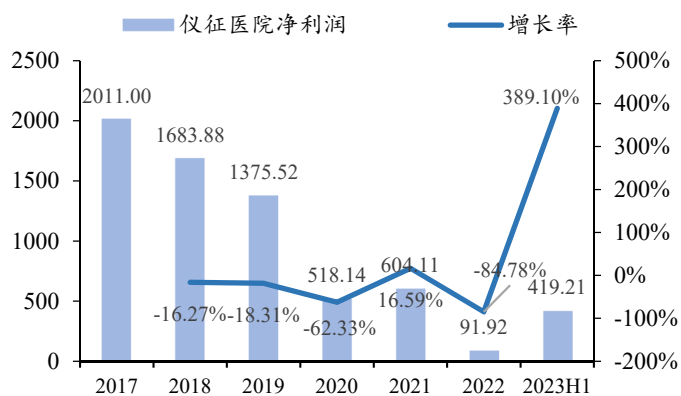
仪征医院营收近年来持续小幅增长，2023 年上半年，仪征医院实现营收 2.19 亿元，同比增长 11.73%，实现净利润 419.21 万元，同比增长 389.10%。经营业绩波动主要是受医疗环境、医保政策等多重因素的影响，未来医院发展有望保持稳定增速。

图表 19 2017-2023H1 仪征医院营收情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

图表 20 2017-2023H1 仪征医院净利润情况 (单位: 万元)



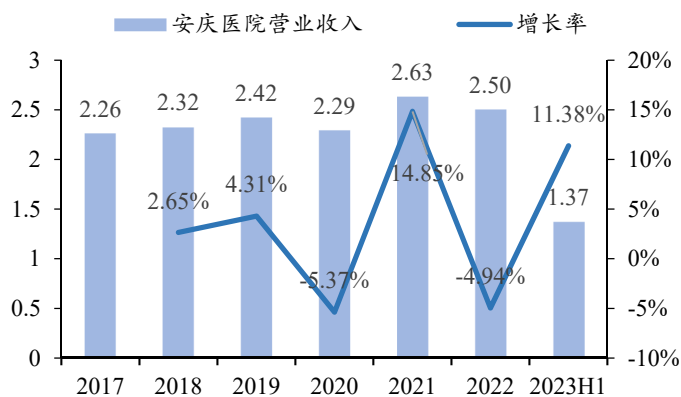
资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

2.3.3 安庆医院: 净利润亏损大幅收窄, 未来表现可期

安庆医院是一家三级综合医院, 拥有 7 个市级医学重点学科, 分别为神经内科、呼吸科、心内科、内分泌科、泌尿外科、烧伤整形科、肾内科, 其中烧伤科为医院的重点优势科室。医院的大面积烧伤治疗技术、低温等离子耳鼻咽喉头颈外科应用技术、血液净化及造瘘技术等享有较高声誉。此外, 医院设备齐全, 拥有 1.5T 磁共振、64 排 CT 诊断、蔡氏 S88 显微镜等高级设备, 医院的年门诊量达 30 余万人次, 手术近 8000 台次, 其中出院人数累计 2 万人次。

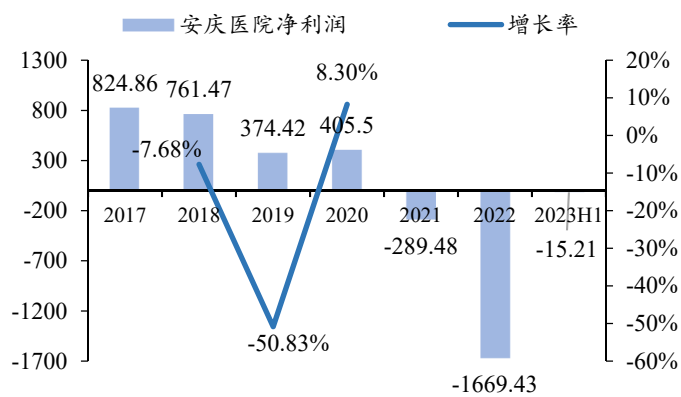
2023 年上半年, 安庆医院实现营收 1.37 亿元, 同比增长 11.38%, 实现净利润 -15.21 万元, 净利润亏损大幅收窄, 全年有望扭亏为盈。

图表 21 2017-2023H1 安庆医院营收情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

图表 22 2017-2023H1 安庆医院净利润情况 (单位: 万元)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

2.4 公司养老板块: 已经打造出标杆

湖州市社会福利中心: 四星级养老机构, 主要提供高性价比的养老服务

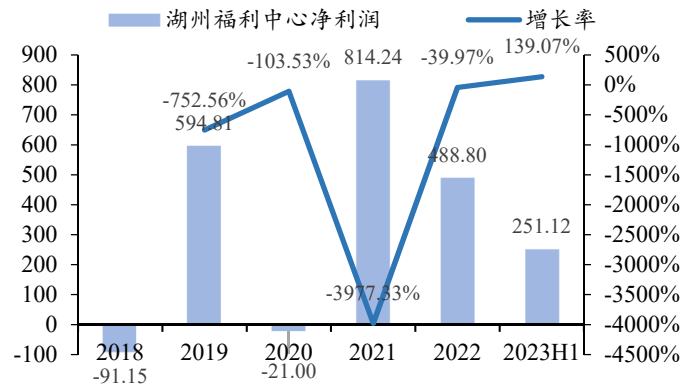
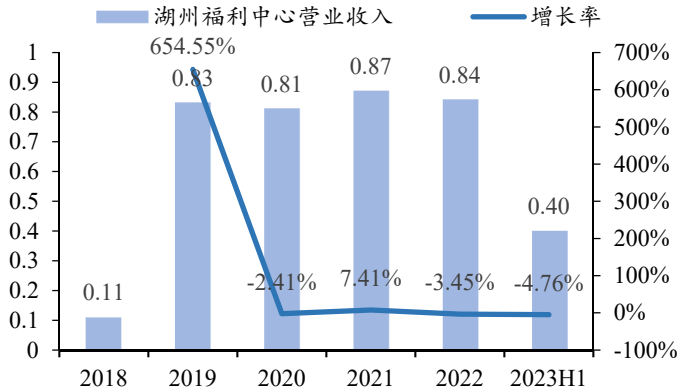
湖州市社会福利中心发展有限公司为金陵药业的一级控股子公司, 金陵药业持股比例 65%。通过该子公司, 金陵药业间接全资控股其二级子公司湖州市社会福利中心以及一家二级康复医院。湖州福利中心是四星级养老机构, 主要提供康养护服务。该福利中心立足医养结合, 实现老年人门诊、急诊、住院病历、日常巡查记录、

养老服务记录等资料的信息化管理及信息共享、服务协同和综合管理等功能，满足发展智慧医养的要求，全面提高福利中心医养结合服务质量。

湖州福利中心营收在 2019 年实现巨大突破，而后几年内保持该水平，2023 年上半年，福利中心实现营收 0.40 亿元，同比下降 4.76%，实现净利润 251.12 万元，同比增长 139.07%。

图表 23 2017-2022 年福利中心营收情况 (单位: 亿元)

图表 24 2017-2022 年福利中心净利润情况 (单位: 万元)



资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

合肥金陵天颐智慧养老项目: 打造中高端智慧养老平台

根据定增公告, 公司拟投资 6.7 亿元于金陵天颐智慧养老项目, 该项目将建设养老生活照料中心、医养护理中心和康复专科治疗中心, 合计床位 1,349 张, 计划采用智慧健康养老模式为客户提供智能化适老居住、智能健康管理、智能化休闲体验等养老和康复服务。项目借鉴了湖州福利中心的经营模式, 提供的养老照料、医养护理和康复治疗服务模式与湖州福利中心基本一致。湖州福利中心可为本募投项目提供便利, 包括管理经验的借鉴、专业人才的培养和输送。

打造中高端养老康复平台, 满足中高端收入人群的社会养老需求。区别于湖州福利中心主要提供高性价比的养老服务的定位, 金陵天颐智慧养老项目目前定位为中高端养老康复项目, 主要是因为项目位于合肥市蜀山区中心, 靠近合肥市西一环, 地理位置优越、交通便利、周边医疗资源丰富, 政府机构、事业单位及高端住宅分布较多。合肥市作为省会城市, 人口较多, 高收入退休人群基数较大, 对中高端养老存在较大需求。根据调研, 蜀山区目前养老机构以中低端养老机构为主, 中高端养老机构床位不能满足需求。因此, 该项目的建成恰恰可以弥补中高端养老领域的空缺, 满足中高端收入人群的社会养老需求, 改善当地医院康复床位紧张现状。

据测算, 项目将在建成第 5 年销售收入达 2.66 亿元, 净利润达 4434 万元。据公司 2023 年 10 月 6 日发布的募集说明书显示, 合肥金陵天颐智慧养老项目落地后将在 5 年内产生正向现金流, 预计项目建成第 5 年的年销售收入达 2.66 亿元, 净利润达 4434 万元, 毛利率达 33.90%, 税后内部收益率 (IRR) 达 7.53%, 项目建成后 10 年预计合计产生收入 25.44 亿元。项目收入主要来自床位费、护工费、诊疗费、药费和居家养老服务等项目, 我们持续看好该项目的发展, 预计未来会成为公司新的发力点。

合肥金陵天颐智慧养老项目建设期为 3 年, 根据测算, 项目建成后 5 年内的收益和盈利能力情况如下:

图表 25 项目建成后 5 年内的收益和盈利能力情况 (单位: 万元)

项目	T+4	T+5	T+6	T+7	T+8
营业收入	14,007.06	19,080.66	22,486.41	25,374.32	26,632.05
营业成本	10,301.37	12,967.53	15,085.32	16,722.04	17,604.65
税金及附加	-	-	-	442.8	442.8
销售费用	840.42	954.03	1,124.32	1,268.72	1,331.60
管理费用	977.63	1,296.98	1,512.78	1,738.99	1,834.56
研发费用	-	-	-	-	-
补贴收入	-	1,058.63	439.01	493.88	493.88
利润总额	1,887.64	4,920.75	5,202.99	5,695.66	5,912.32
所得税费用	471.91	1,230.19	1,300.75	1,423.91	1,478.08
净利润	1,415.73	3,690.57	3,902.25	4,271.74	4,434.24
毛利率	26.46%	32.04%	32.91%	34.10%	33.90%
净利率	10.11%	19.34%	17.35%	16.83%	16.65%

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所; 注: T 代表募集资金到账时点, 下同

在此次募集资金到位实施后, 新增固定资产所增加的折旧及对该项目的具体影响如下表所示:

图表 26 项目建成后新增固定资产所增加的折旧及其影响 (单位: 万元)

项目	T+4 年	T+5 年-T+9 年	T+10 年-T+14 年	T+15 年-T+19 年	T+20 年-T+24 年	T+25 年
新增营业收入	14,007.06	121,899.39	149,405.93	160,389.76	173,202.42	35,882.50
新增折旧	2,458.52	12,292.60	11,590.17	9,448.16	12,032.18	2,336.98
新增净利润	1,415.73	21,133.93	26,376.17	28,630.10	28,984.48	6,126.20
新增折旧占新增收入比例	17.55%	10.08%	7.76%	5.89%	6.95%	6.51%
新增折旧占新增净利润比例	173.66%	58.17%	43.94%	33.00%	41.51%	38.15%

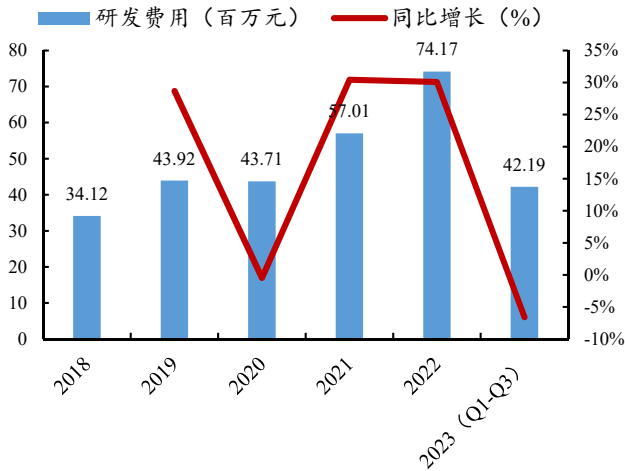
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

3 医药板块: “研发生产能力+核心产品优势” 缔造公司市场竞争力

3.1 夯实研发基础, 打造多元化药品矩阵

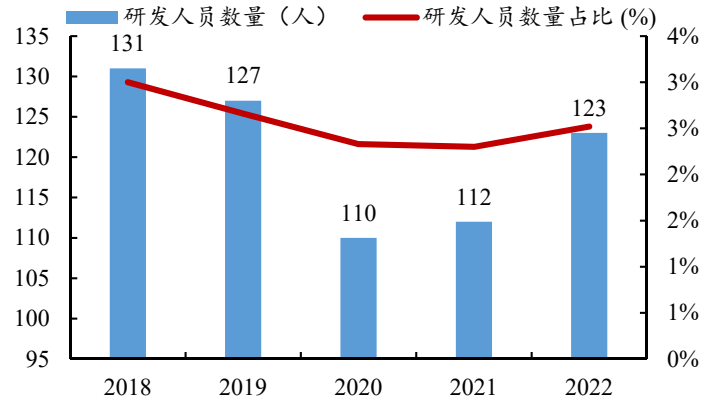
研发费用持续扩增, 研发团队规模基本保持稳定。研发费用持续增长, 2022 年达 7417.01 万元, 2018-2022 年复合增长率为 21.42%。2023 年前三季度公司研发费用达 4219.41 万元, 同比减少 6.58%。研发人员数量基本保持在 120 人左右, 占比公司员工的 2.5% 左右。在技术研发团队建设方面, 公司中、高级职称科研人员占 60%, 建有博士后科研工作站、江苏省企业研究生工作站。在产学研合作方面, 公司与中国药科大学联合组建“新型药物制剂联合实验室”, 与院所高校合作建设了“联合培养研究生基地”。

图表 27 2018-2023 (Q1-Q3) 公司研发费用情况



资料来源：公司年报，华安证券研究所

图表 28 2018-2022 年公司研发人员数量情况



资料来源：公司年报，华安证券研究所

在技术平台建设方面，公司技术中心 2003 年被认定为江苏省企业技术中心，建有南京市中药材质量控制关键技术工程研究中心，南京市抗贫血药物工程技术研究中心（已申报升级为“江苏省抗贫血药物工程技术研究中心”）等。

图表 29 公司重要技术平台概况

技术平台	概况	备注
南京市中药材质量控制关键技术工程研究中心	<ul style="list-style-type: none"> 该研究中心以脉络宁的主要五味药材种源基地、示范基地为基础，以药典标准为依据，利用现代科学技术和理念，通过研究中药材质量控制的关键技术，制定种植标准、加工标准、产品质量标准等，2021 年成功获批市级指导中药材生产流通全过程的质量控制，进而建立中药材的质量控制标准体系，生产出高质量的中药材，实现中药材资源的可持续利用和可持续发展 	
江苏省抗贫血药物工程技术研究中心	<ul style="list-style-type: none"> 目前拥有 4000 平方米的研发场所与中试车间，配备各类先进的研发仪器与设备，充分满足中心研发的需要。该中心始终注重科研队伍建设，中、高级职称科研人员占 60%。年投入研究经费占企业工业销售收入的 3% 以上，研发经费年增长率达 30% 近年来，中心共申请专利 36 项，获得专利授权 18 项，并与中科院、中国药科大学、江苏省中医药研究院等知名高校院所广泛开展“江苏省抗贫血药物技术创新工作，充分利用现有抗贫血药物研究技术基础及企业完备的生产设备、能力，开展基础研究和前瞻性研究，加速产品研发，提升企业科技创新能力，逐步形成中药、化学药多品种的产品群 	2022 年，原“南京市抗贫血药物工程技术研究中心”成功申报升级为“江苏省抗贫血药物工程技术研究中心”

资料来源：新工集团官网，南京经开区科技人才局微信公众号，公司公告，华安证券研究所

在研项目丰富，打造多元化药品矩阵。公司聚焦“抗贫血、抗肿瘤、心血管、器械”四大领域，广泛开展项目筛选及研发。公司进入注册程序及在研项目包括米力农原料、多西他赛注射用浓溶液、盐酸沙格雷酯原料、片剂等，其中米力农原料等处于 CDE 审评阶段；蝉蛻止咳颗粒已完成临床研究，待报生产；术苓健脾胶囊 IV 期临床试验总结报告已经于 2023 年 9 月发布，报告显示术苓健脾胶囊在大样本人群临

床广泛使用的情况下，安全性及耐受性较好。

此外，公司主打产品之一琥珀酸亚铁片，顺利通过仿制药质量和疗效一致性评价。金陵药业成为国内该品种通过仿制药一致性评价的首家单位。

图表 30 公司进入注册程序及在研科研项目

药品名称	注册分类	功能主治或治疗领域	所处的阶段及进展情况
米力农原料	化学药品 4 类 (原化学药品 6 类)	适用于对洋地黄、利尿剂、血管扩张剂治疗无效或效果欠佳的各种原因引起的急、慢性顽固性充血性心力衰竭	在 CDE 审评
多西他赛注射用浓溶液	化学药品 2.2 类 (原化学药品 5 类)	用于先期化疗失败的晚期或转移性乳腺癌的治疗。除非属于临床禁忌，先期治疗应包括蒽环类抗癌药。也适用于以顺铂为主的化疗失败的局部晚期或转移性非小细胞肺癌的治疗	在 CDE 补充研究资料
盐酸沙格雷酯原料、片剂	化学药品 4 类 (原化学药品 6 类)	改善慢性动脉闭塞症所引起的溃疡、疼痛以及冷感等缺血性诸症状	已获临床批件。因国家政策调整，需按药品的质量和疗效一致性评价要求开展研究
复方磺胺甲噁唑注射液	一致性评价	对治疗成人和 6 周以上的儿童：耶氏肺孢子菌肺炎或免疫缺陷患者中敏感菌株所致的机会性感染安全有效	在 CDE 审评
硫酸镁注射液	化学药品 3 类	用于妊娠高血压，用以降低血压，治疗先兆子痫和子痫	在 CDE 审评
蝉蜕止咳颗粒	-	具有疏风清肺，宣肃止咳之功能。主治急性气管-支气管炎（咳嗽，风热犯肺证），症见咳嗽、咳痰、气急、恶风、发热等	已完成临床研究，待报生产
木苓健脾胶囊	-	健脾益肾，理气，化湿清热。用于肠易激综合征（腹泻型），中医辨证属于脾胃气虚兼气滞湿热证，症见腹痛、腹泻、腹胀，神疲乏力，腰膝酸软，肛门灼热，口粘苦，情绪不安等	四期临床研究
JLYYHX0001	化学药品 4 类	抗贫血药	完成原料中试研究
JLYYHX0002	化学药品 3 类	妇产科用药	完成药学研究
脉络宁	-	增加肝病领域新适应症	基础研究阶段

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2 医药产业平台：药品生产能力完备，新增原料药及中间体业务

公司医药平台药品生产完备，旗下多家公司保障药品供应能力。公司拥有医药和医康养两个产业平台，医药产业平台拥有以脉络宁注射液、速力菲等知名产品在内的近百个品规的中西药品的生产能力。公司医药板块当前拥有 2 个核心生产企业（南京金陵制药厂、福州梅峰制药厂）保障公司核心产品的产出，多个控股子公司（浙江金陵浙磐药材开发、河南金陵怀药药业、河南金陵金银花药业、云南金陵植物药业等）从事玄参等多类中药材的采购、加工、种植和销售业务。2022 年，公司通过股权收购和增资的方式取得增资后的池州东升药业有限公司 65% 的股权，公司新增原料药及中间体业务。

图表 31 公司医药板块内核心公司概况

公司	业务范围	重点品种	
核心生产企业	南京金陵制药厂	中药提取、小容量注射剂（含激素类）、片剂、硬胶囊剂（含头孢菌素类）、颗粒剂（含头孢菌素类）、口服溶液剂、海绵剂、原料药（琥珀酸亚铁），均已全部通过国家及省 GMP 现场认证，质量体系正常运转。	脉络宁注射液、脉络宁口服液；速力菲片、速力菲缓释片；吸收性明胶海绵等
	福州梅峰制药厂	小容量注射剂、大容量注射剂（玻瓶、腹膜透析液用聚氯乙烯软袋）、片剂、硬胶囊剂、颗粒剂（含中药提取）、原料药（香菇多糖）等剂型	胃得安、香菇多糖针、木苳健脾胶囊等
控股子公司	浙江金陵浙警药材开发	中药材玄参的采购、加工、种植和销售业务	中药材玄参
	河南金陵怀药药业	中药材怀牛膝的采购、加工、种植和销售业务	中药材怀牛膝
	河南金陵金银花药业	金银花、山银花的采购、加工、种植和销售业务。与中国科学院南京土壤研究所、封丘县工业和信息化局合作，共同建设“金陵药业封丘金银花研究中心”	金银花、山银花
	云南金陵植物药业	规范化、规模化开展人工石斛种植	流苏（叠鞘）石斛、鼓槌石斛、球花（密花）石斛、束花石斛、金钗石斛等
	池州东升药业	化工原料、医药中间体、原料药的加工、制造及销售	甘草酸二铵和琥珀酸亚铁原料药等

资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

3.3 医药核心产品：产品独家，优势显著

品牌知名度高，核心产品具有独家优势。公司“桂冠”商标为中国驰名商标，公司产品覆盖心脑血管、补铁剂、胃药、肿瘤辅助用药等治疗领域，重点产品“脉络宁注射液”、“琥珀酸亚铁片”再次被列入《国家基本药物目录》（2018年版）和《国家医保目录（2019年版）》。“速力菲”系列产品荣获“2021江苏省医药行业优秀产品品牌”，“速力菲”蝉联中国化学制药行业优秀产品品牌榜。

图表 32 公司核心产品概况

产品名称	主要用途	国内生产厂家数	国内生产市场份额	公司市场份额排名	纳入集采情况
脉络宁注射液	主要用于血栓闭塞性脉管炎、动脉硬化性闭塞症、脑血栓形成及后遗症、多发性大动脉炎、四肢急性动脉栓塞症、糖尿病坏疽、静脉血栓形成及血栓性静脉炎等的治疗	独家	100%	1	未开展集采
脉络宁口服液		独家	100%	1	未开展集采
琥珀酸亚铁片	主要用于缺铁性贫血的预防及治疗	4家	63%	1	2021年被纳入深圳区域集采
琥珀酸亚铁缓释片		独家	100%	1	未开展集采
香菇多糖注射液	主要用于恶性肿瘤的辅助治疗	5家	41%	1	2022年被纳入“八省二区”第四批集中带量采购药品清单

吸收性明胶海绵	化药文号	对创面渗血有止血作用	独家	100%	1	未开展集采
	器械文号		2家	无公开数据	-	未开展集采

资料来源：公司公告，药智网，中国医学会，华安证券研究所

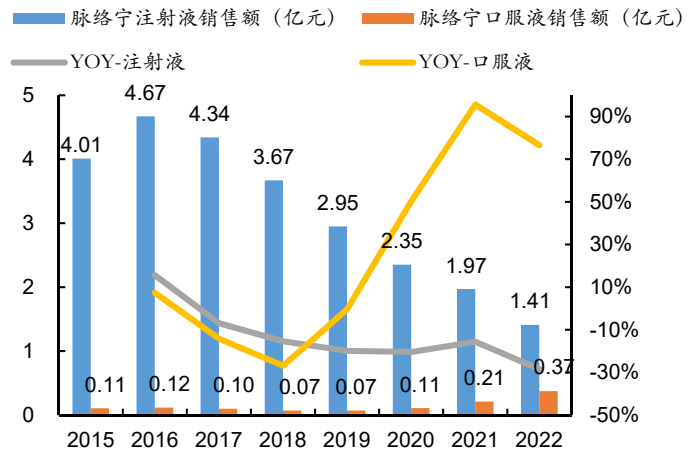
3.3.1 脉络宁：独家产品，两种制剂，注射液列入《基药目录》和《医保目录》

公司脉络宁产品具有注射液/口服液两种制剂，皆为独家产品，其中注射液进入《国家基本药物目录》(2018年版)和《国家医保目录(2019年版)》，具有市场竞争力。脉络宁产品用于血栓闭塞性脉管炎、动脉硬化性闭塞症、脑血栓形成及后遗症、多发性大动脉炎、四肢急性动脉栓塞症、糖尿病坏疽、静脉血栓形成及血栓性静脉炎等的治疗。根据公司历年年报，公司脉络宁注射液销售额基本保持平稳，2022年脉络宁注射液营收达2.00亿元，同比增长3.18%。根据药融云统计，脉络宁口服液的全国医院(全终端)销售额呈现逐年增长趋势，从2019年的722万元增长至2022年的3750万元，复合增长率为73.19%。公司在已有优势基础上不断谋求创新，“脉络宁口服液二次创新关键技术研发及产业化”成功申报2022年江苏省科技成果转化项目。

图表 33 脉络宁口服液及注射液



图表 34 公司脉络宁产品全国医院(全终端)销售情况



资料来源：阿里健康大药房，公司官网，华安证券研究所

资料来源：药融云，华安证券研究所

3.3.2 速力菲：补铁制剂，知名品牌，首家通过一致性评价

速力菲琥珀酸亚铁片作为抗贫血类药品被列入《国家医保目录》和《国家基药目录》，为知名补铁制剂。该系列产品多次荣获“江苏省医药行业优秀产品品牌”，蝉联中国化学制药行业优秀产品品牌榜。

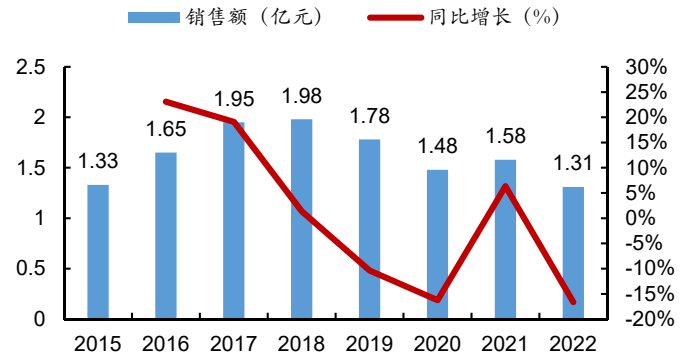
参与区域集采，中标价格下降对公司业绩有限，首家通过一致性评价，短期纳入国采可能性较低。2020-2022年，速力菲琥珀酸亚铁片受医院终端中标价下降影响，单价逐年小幅下降，2022年公司速力菲营收达2.20亿元，同比降低1.76%。2023年上半年，公司加大自主开发客户力度，传统经销模式占比下降，单价有所上升。此外，公司琥珀酸亚铁片为国内首家通过一致性评价，截至目前全国仅有3家

通过一致性评价，通过企业较少，短期被纳入国家集采的可能性较低。

图表 35 公司速力菲琥珀酸亚铁片



图表 36 公司速力菲琥珀酸亚铁片全国医院（全终端）销售情况

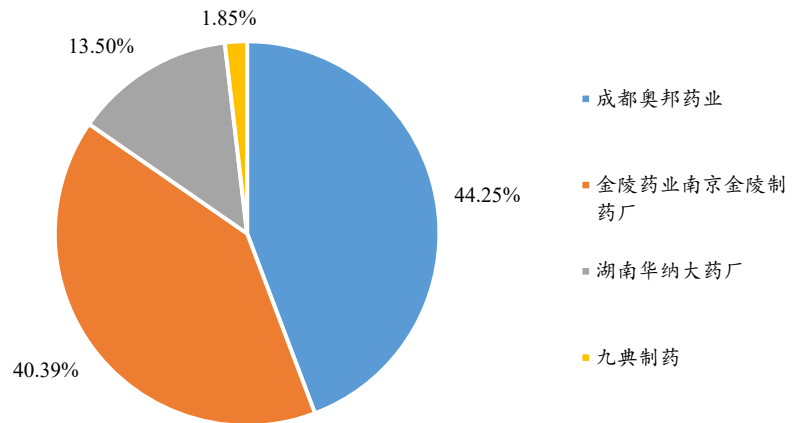


资料来源：公司官网，华安证券研究所

资料来源：药融云，华安证券研究所

国内琥珀酸亚铁片生产企业有限，公司占据一定的竞争优势，市场份额占比超过 40%。目前国内生产琥珀酸亚铁片的企业主要有 4 家，按照近年来全国医院（全终端）销售额为口径统计，金陵药业市场份额占比超过 40%，具有一定的竞争优势。

图表 37 琥珀酸亚铁片市场销售竞争格局



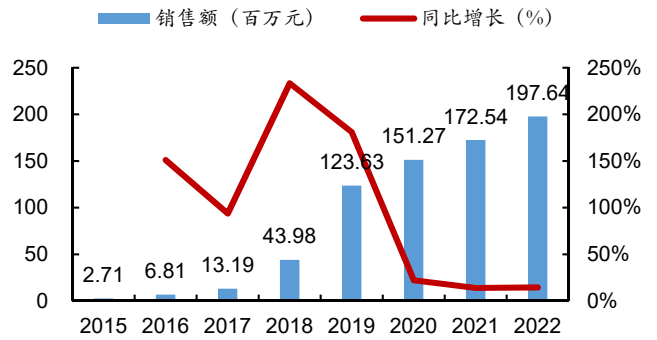
资料来源：药融云，华安证券研究所

注：市场销售格局根据药融云数据库琥珀酸亚铁片 2015~2022 年全国医院（全终端）销售额占比计算，由于统计口径差异，金陵药业琥珀酸亚片市场份额数据与图表 32 略有差异。

图表 38 公司速力菲琥珀酸亚铁缓释片



图表 39 公司速力菲琥珀酸亚铁缓释片全国医院（全终端）销售情况



资料来源：淘宝网，华安证券研究所

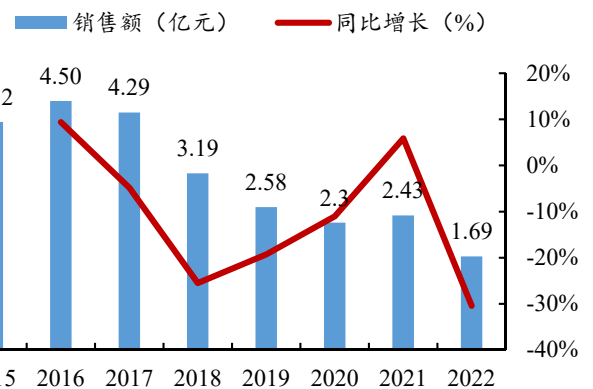
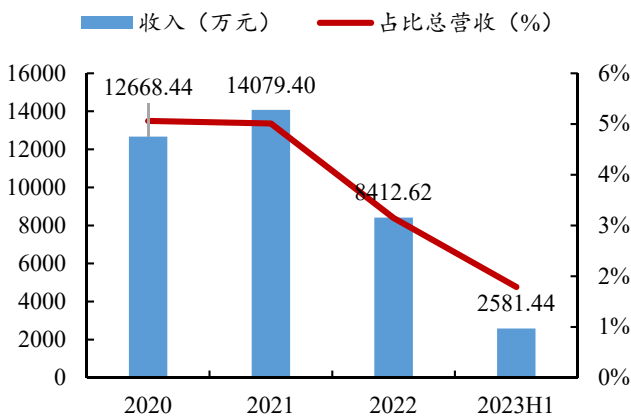
资料来源：药融云，华安证券研究所

3.3.3 香菇多糖注射液：肿瘤辅助治疗药物，退出省级医保目录，业绩影响有限

香菇多糖通过调节免疫抑制肿瘤细胞，2022 年末已经退出各地医保目录，未来收入继续下降空间有限。香菇多糖系从担子菌纲伞菌香菇属香菇菌的子实体中分离得到的一种多糖蛋白，具有抗病毒、抗肿瘤、调节免疫功能。多项临床研究发现，香菇多糖与其他治疗手段联合应用，可减轻手术、放化疗对免疫功能的抑制，增加化疗耐受性，提高生存率，改善生活质量。2022 年末香菇多糖注射液已经完全退出各地医保。2023 年上半年，公司香菇多糖注射液产品的收入达 2581.44 万元，占比已从 2020 年的 5.06% 下降至 1.79%，收入占比较低，香菇多糖注射液退出医保目录的影响已经充分体现，未来继续下降的空间有限。同时，退出医保目录后该品种预计仍将以自费形式持续产生收入，预计香菇多糖注射液退出医保目录不会对公司业绩构成重大不利影响。

图表 40 2020-2023H1 公司香菇多糖注射液营收情况

图表 41 公司香菇多糖注射液全国医院（全终端）销售情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：药融云，华安证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

关键假设：

- (1) **医药业务板块：**当前仍为公司最重要的核心业务板块，2022 年营收达 14.10 亿元，占比 52.78%；该板块可以细分为自产药品业务、医院药品业务和原料药及中间体业务。考虑到公司核心自产产品速力菲、脉络宁口服液/注射液、香菇多糖注射液等多为独家产品，纳入医保以及国家基药目录，稳定放量稳定，我们预计 2023E-2025E 收入增速为 1.29%、9.68%、12.55%，毛利率为 33.00%、33.00%、33.00%。
- (2) **医疗服务业务板块：**该业务板块主要包括门诊业务、住院业务和体检业务，近年受宏观经济环境影响，该业务板块收入受到影响，2022 年营收达 12.14 亿元，同比降低 5.73%。2023 年上半年公司医院所在地区的宏观环境已逐步好转，相关不利影响已逐步消除。我们预计 2023E-2025E 收入增速为 10.83%、13.72%、13.42%，毛利率为 9.00%、10.00%、12.00%。
- (3) **其他板块：**占营收的比例较小，2022 年该板块营收达 4695.43 万元，占比 1.76%，我们预计 2023E-2025E 收入增速为 10.00%、10.00%、10.00%，毛利率为 23.00%、20.00%、20.00%。

图表 42 公司收入拆分与盈利预测(rmb mn)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,503.73	2,808.75	2,670.97	2,825.34	3,153.25	3,560.91
YOY	-1.23%	12.18%	-4.91%	5.78%	11.61%	12.93%
毛利率	22.42%	22.43%	19.77%	21.39%	21.60%	22.54%
医药板块	1,345.38	1,478.42	1,409.82	1,428.01	1,566.19	1,762.78
YOY	-1.89%	9.89%	-4.64%	1.29%	9.68%	12.55%
毛利率	31.37%	32.90%	34.37%	33.00%	33.00%	33.00%
自产药品	-	655.11	612.90	591.24	645.74	702.99
YOY	-	-	-6.44%	-3.53%	9.22%	8.86%
医院药品	-	823.30	774.83	813.57	894.93	1029.17
YOY	-	-	-5.89%	5.00%	10.00%	15.00%
原料药及中间体	0.00	0.00	22.10	23.20	25.52	30.63
YOY	-	-	-	5.00%	10.00%	20.00%
医疗服务板块	1,123.08	1,287.96	1,214.19	1,345.68	1,530.25	1,735.64
YOY	-1.28%	14.68%	-5.73%	10.83%	13.72%	13.42%
毛利率	11.03%	10.13%	2.66%	9.00%	10.00%	12.00%
其他	35.27	42.38	46.95	51.65	56.81	62.49
YOY	35.76%	20.16%	10.78%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	43.80%	31.21%	23.92%	23.00%	20.00%	20.00%

资料来源：公司公告，华安证券研究所测算

可比估值：

公司作为国有控股药企，主要涉及医药制造销售+医疗服务业务，医药制造销售业务选取申万Ⅲ级行业中药Ⅲ中与公司医药业务相近且市值在 30~60 亿元之间的嘉应制药、特一药业、汉森药业为可比公司，医疗服务业务选取申万Ⅲ级行业医疗服务Ⅲ中与公司医康养业务相近且市值在 50~70 亿元之间的盈康生命为可比公司，参照参照 iFinD 一致预测 2023 年行业平均 PE 为 47x。

图表 43 可比公司估值对比

代码	公司简称	最新收盘价 (元)	净利润 (百万元)				PE		
			22A	23E	24E	25E	23E	24E	25E
002198.SZ	嘉应制药	6.80	43.93	38.32	41.78	47.83	89.65	82.24	71.84
002728.SZ	特一药业	17.20	178.2	320.32	347.22	344.02	18.47	17.04	17.20
002412.SZ	汉森制药	6.90	167.62	134.84	146.47	167.23	25.41	23.40	20.49
300143.SZ	盈康生命	10.45	-595.92	122.82	187.58	120.28	53.75	35.19	54.88
	平均		/				46.82	39.47	41.10
000919.SZ	金陵药业	8.20	105.28	131.71	162.73	208.58	32.02	25.91	20.22

资料来源: iFinD 一致预测 (数据时间为 2023 年 11 月 16 日), 华安证券研究所

4.2 投资逻辑与建议

金陵药业: 打造医药和医康养一体化服务模式

金陵药业是产、学、研相结合, 科、工、贸一体化的国有控股上市公司, 经过二十余年发展, 公司打造了集药品、医疗器械制造和医康养服务为一体的服务模式, 具备差异化竞争优势。2023 年前三季度公司实现营收 21.04 亿元, 同比增长 2.45%, 归母净利润 9761.00 万元, 同比增长 5.02%。院内诊疗需求恢复与医药工业产销共振, 营收稳定, 归母净利润企稳回升。

医康养板块: 布局康复养老领域, 力争做精做强

公司下辖三家医院和一家社会福利中心提供医康养业务, 其中宿迁医院为三甲综合医院, 安庆医院为三级综合医院, 仪征医院为二级甲等综合医院; 湖州市社会福利中心为四星级养老机构。宿迁医院专注于卒中、胸痛领域, 近几年医院营收基本维持稳定, 2023 年 H1 宿迁医院实现营收 6.87 亿元, 实现利润 1751.83 万元。仪征医院内含 16 个扬州市市级临床重点专科, 受大环境影响, 医院 2023 年 H1 实现营收 2.19 亿元, 实现利润 419.21 万元。安庆医院历史悠久, 烧伤科为重点优势学科, 2023 年 H1 医院实现营收 1.37 亿元, 净利润-15.21 万元, 亏损大幅收窄。2023 年上半年, 福利中心实现营收 0.40 亿元, 实现净利润 251.12 万元。

医药板块: “生产能力+产品优势”缔造公司市场竞争力

医药板块拥有以脉络宁注射液、速力菲等知名产品在内的近百个品规的中西药品的生产能力, 产品覆盖心脑血管、补铁剂、胃药、肿瘤辅助用药等治疗领域, 细分市场中, 重点产品琥珀酸亚铁片 (速力菲)、香菇多糖注射液竞争优势明显。2022 年, 公司脉络宁注射液、速力菲系列产品、香菇多糖注射液收入分别为 2.00、2.20、0.84 亿元。

投资建议

我们预计公司 2023~2025 年营收分别为 28.25/31.53/35.61 亿元, 同比增速为 5.8%/11.6%/12.9%; 归母净利润分别为 1.32/1.63/2.09 亿元, 同比增速为 25.1%/23.6%/28.2%; 对应 2023~2025 年 EPS 为 0.26/0.32/0.41 元/股; 对应 PE 为 32x/26x/20x。考虑到公司医药板和医康养板块持续发力, 基本面持续向好, 首次覆盖, 我们给予“买入”评级。

风险提示：

- **药品带量采购风险：**国家药品集中带量采购是近年来对医药企业影响较为深远的政策之一，目前已经完成八批集采，呈常态化趋势。截至目前，金陵药业核心品种暂不涉及国家集采，未来如果随着国家药品集采政策的不断推行，公司核心产品被纳入国家集采，且相关药品制剂价中标价格远低于市场预期，可能会对公司相关产品的价格、收入和利润水平产生不利影响。
- **香菇多糖注射液退出省级医保目录和区域集采未中标的风险：**香菇多糖注射液产品受行业政策变动影响，逐步被各省调出省级医保目录，至 2022 年末已完全退出各地医保，收入下滑，同时，退出医保目录后该品种预计仍将以自费形式持续产生收入。如果未来客户对自费形式使用该产品的接受程度低于预期，可能导致香菇多糖注射液的收入进一步下降，对公司业绩产生不利影响。此外，香菇多糖注射液 2022 年被纳入辽宁省医疗保障局牵头开展的“八省二区”第四批药品集中带量采购清单，公司未中标上述集采，预计 2023 年香菇多糖注射液在集采区域的收入将会相应减少。
- **原材料价格波动风险：**国家新版药典质量标准的提高，造成优质货源量价齐升，若原材料价格大幅上涨，将造成采购成本的攀升，可能挤压公司的盈利空间，从而对公司的经营业绩产生较大影响。
- **市场竞争风险：**随着行业集中度的提升，医药市场的竞争异常激烈，导致市场竞争变化的不确定性，公司可能在市场竞争中无法保持自身的竞争优势，从而对公司的效益产生影响。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2633	2350	2588	2863	营业收入	2671	2825	3153	3561
现金	1495	1450	1597	1760	营业成本	2143	2221	2472	2758
应收账款	265	306	335	377	营业税金及附加	19	20	24	27
其他应收款	29	22	27	31	销售费用	86	71	79	89
预付账款	19	16	18	21	管理费用	297	325	363	410
存货	250	254	284	318	财务费用	-19	-22	-22	-24
其他流动资产	574	301	326	357	资产减值损失	0	1	2	2
非流动资产	1910	2323	2378	2465	公允价值变动收益	-27	0	0	0
长期投资	264	265	264	265	投资净收益	15	28	26	28
固定资产	1259	1338	1346	1365	营业利润	130	203	240	302
无形资产	258	292	341	407	营业外收入	2	2	2	2
其他非流动资产	129	428	428	428	营业外支出	4	3	3	3
资产总计	4543	4673	4966	5328	利润总额	128	203	240	301
流动负债	865	886	985	1103	所得税	14	38	46	57
短期借款	1	0	0	0	净利润	114	164	194	244
应付账款	380	421	460	512	少数股东损益	9	32	31	35
其他流动负债	484	465	525	591	归属母公司净利润	105	132	163	209
非流动负债	51	45	45	45	EBITDA	191	282	307	375
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.21	0.26	0.32	0.41
其他非流动负债	51	45	45	45					
负债合计	916	931	1029	1148					
少数股东权益	633	665	696	732	主要财务比率				
股本	510	511	511	511	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	478	481	481	481	成长能力				
留存收益	2005	2085	2248	2457	营业收入	-4.9%	5.8%	11.6%	12.9%
归属母公司股东权	2994	3077	3240	3449	营业利润	-34.1%	56.5%	18.2%	25.6%
负债和股东权益	4543	4673	4966	5328	归属于母公司净利	-12.7%	25.1%	23.6%	28.2%
					获利能力				
					毛利率 (%)	19.8%	21.4%	21.6%	22.5%
					净利率 (%)	3.9%	4.7%	5.2%	5.9%
					ROE (%)	3.5%	4.3%	5.0%	6.0%
					ROIC (%)	1.5%	3.9%	4.5%	5.4%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	20.2%	19.9%	20.7%	21.5%
					净负债比率 (%)	25.3%	24.9%	26.1%	27.4%
					流动比率	3.04	2.65	2.63	2.60
					速动比率	2.41	2.34	2.31	2.28
					营运能力				
					总资产周转率	0.59	0.61	0.65	0.69
					应收账款周转率	9.12	9.88	9.83	10.00
					应付账款周转率	5.36	5.55	5.61	5.68
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.21	0.26	0.32	0.41
					每股经营现金流	0.51	0.35	0.40	0.49
					每股净资产	5.87	6.02	6.34	6.75
					估值比率				
					P/E	37.19	32.02	25.91	20.22
					P/B	1.32	1.37	1.30	1.22
					EV/EBITDA	12.98	9.81	8.54	6.56

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：谭国超，华安证券研究所所长助理，医药首席分析师，中山大学本科、香港中文大学硕士，曾任职于强生（上海）医疗器械有限公司、和君集团与华西证券研究所，主导投资多个早期医疗项目以及上市公司 PIPE 项目，有丰富的医疗产业、一级市场投资和二级市场研究经验。

联系人：陈珈蔚，研究助理，主要负责医疗服务行业研究。南开大学本科、波士顿学院金融硕士。

重要声明

分析师声明

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

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

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

行业评级体系

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

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。