

核心品种构筑现有优势，CKBA 打开未来空间

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-02-23

主要观点：

● 代理起家，拓展研发外延成为综合性医药企业

泰恩康成立于 1999 年，经过 20 余年的发展，公司已经发展为一家以代理业务为基础，自产产品快速发展的综合性医药公司。公司发展历程分为三个阶段：（1）代理运营阶段（1999-2002）；（2）拓展医疗设备领域阶段（2002-2009）；（3）切入医药生产阶段（2009 至今）。公司实际控制人为郑汉杰、孙伟文夫妇，两人合计直接持有公司 36.33% 股份。公司产品品类丰富，公司代理产品主要为和胃整肠丸、沃丽汀和强生的吻合器。其中，和胃整肠丸、沃丽汀是公司在国内的独家代理产品；公司自产产品分为化学药、外用药及中药、医疗器材及卫生材料，其中“爱廷玖”盐酸达泊西汀片用于治疗 18-64 岁男性早泄（PE）患者，为国内“首仿”，其质量、疗效与原研药相同。该产品自 2020 年上市以来快速放量。2023 年前三季度，公司营业收入达 5.81 亿元，同比增长 1.34%，公司归母净利润达 1.42 亿元，同比增长 11.53%。公司销售模式以经销为主，2022 年，公司经销收入约 5.83 亿元，占公司营业收入比例为 74.38%。

● 代理自产齐发力，三大核心品种构筑核心竞争力

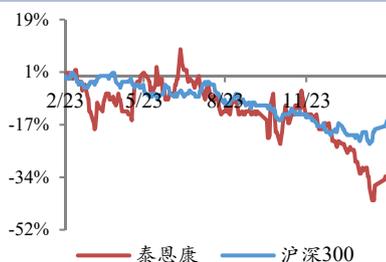
和胃整肠丸：竞争格局优，提价策略带来新增长。和胃整肠丸属于肠胃用药中的止泻通便类药物，公司自成立之初便开始代理销售，和胃整肠丸的销售收入从代理第一年的 128.28 万元，增长至 2022 年的 1.58 亿元。2023 年上半年，和胃整肠丸贡献销售收入 0.96 亿元，同比增加 55.80%。2023 年 7 月，公司与泰国李万山签署《技术转让合同》，公司受让取得泰国李万山拥有的“和胃整肠丸”全套生产技术，并进行生产线改造，提升其整体产能。本次交易完后，“和胃整肠丸”将成为公司自有 OTC 药品，进一步扩大公司在品牌中成药领域的生产销售优势。和胃整肠丸有望量价齐升，为公司带来持续增量。

沃丽汀：治疗眼底疾病原研药，知名度和渠道优势助力稳定增长。沃丽汀为日本第一药品产业株式会社生产的原研药，公司为沃丽汀中国总代理，沃丽汀与竞品相比，竞争优势明显。

爱廷玖+爱廷威：爱廷玖 PE 市场表现亮眼，爱廷威在抗 ED 市场有望快速放量。抗 ED 市场成熟，竞争激烈，最初进入中国抗 ED 药物市场的药企都是外国企业，借助价格和渠道优势，爱廷玖快速放量，2021 年销售额达到 1.54 亿元，同比增长约 115%，占公司营业收入比例为 23.55%，收入超过和胃整肠丸，成为公司销售额第二大产品。公司自主研发的“爱廷威”他达拉非片于 2022 年 6 月获批，并于 2022 年 8 月上市销售，其质量、疗效与原研药品等同。“爱廷威”他达拉非片与“爱廷玖”盐酸达泊西汀片形成联动效应，协同打开两性健康市场，增加公司盈利水平。2022 年公司两性健康用药实现销售收入 2.29 亿元，同比增长 48.48%；2023 年上半年，公司两性健康用药实现销

收盘价（元）	13.93
近 12 个月最高/最低（元）	21.54/12.10
总股本（百万股）	425
流通股本（百万股）	268
流通股比例（%）	62.98
总市值（亿元）	59
流通市值（亿元）	37

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

分析师：李昌幸

执业证书号：S0010522070002

邮箱：licx@hazq.com

相关报告

售收入 1.44 亿元，同比增长 36.15%。

● **三大研发平台，赋能自研药品核心技术**

公司以成为创新驱动型综合性医药企业为目标，已建立三大医药研发技术平台：功能性辅料和纳米给药关键技术平台、生物大分子药物关键技术平台以及仿制药开发及一致性评价技术平台。截至 2023 年 6 月 30 日，公司主要的医药自主研发项目 34 项，其中 7 项已经提交药品注册批件申请，1 项提交了临床试验申请，1 项获批开展 II 期临床试验，形成了良好的梯队。在加强公司自主创新的同时，泰恩康还通过控股子公司博创园切入白癜风创新药赛道。CKBA（赛克乳香酸）软膏将是公司挺进创新药赛道的第一步，白癜风缺乏对症药物治疗，国内现有化药均未获批白癜风适应症，市场存在空白。目前国内白癜风的研发格局良好，赛道拥挤度低。目前公司 CKBA 白癜风 II 期临床试验正式启动，研发上市有望打开公司未来成长的天花板。此外 CKBA 不仅可用于白癜风创新药的研发，还能够拓展至阿尔茨海默症适应症，目前，CKBA 通过靶向 MFE-2 治疗阿尔茨海默症动物，效果显著，潜力无穷。

● **投资建议**

我们预计，公司 2023-2025 年收入分别为 8.15/10.62/13.74 亿元，同比增长 4.0%/30.3%/29.4%，归母净利润分别 1.79/2.67/3.59 亿元，同比增长 2.5%/49.3%/34.2%，对应 2023-2025 年 EPS 分别为 0.42/0.63/0.84 元，对应估值分别为 43X/29X/21X。首次覆盖，给予“买入”投资评级。

● **风险提示**

研发风险；代理运营业务的经营风险；进口药品注册证到期再注册风险。

● **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	783	815	1062	1374
收入同比 (%)	19.9%	4.0%	30.3%	29.4%
归属母公司净利润	175	179	267	359
净利润同比 (%)	45.4%	2.5%	49.3%	34.2%
毛利率 (%)	58.2%	60.4%	67.6%	69.2%
ROE (%)	9.4%	9.6%	12.5%	14.4%
每股收益 (元)	0.79	0.42	0.63	0.84
P/E	41.14	42.99	28.79	21.46
P/B	4.14	4.13	3.61	3.09
EV/EBITDA	29.92	30.58	20.50	14.98

资料来源：iFinD，华安证券研究所

正文目录

1 代理起家，拓展研发外延成为综合性医药企业.....	6
1.1 成立 20 余载，“研产销”一体的创新综合型医药企业.....	6
1.2 产品种类丰富，两性健康用药成为第二增长曲线.....	8
2 代理自产齐发力，三大核心品种构筑核心竞争力.....	11
2.1 和胃整肠丸：竞争格局优，提价策略带来新增长.....	11
2.2 沃丽汀：治疗眼底疾病原研药，知名度和渠道优势助力稳定增长.....	14
2.3 爱廷玖 PE 市场表现亮眼，爱廷威在抗 ED 市场有望快速放量.....	16
2.3.1 爱廷玖：国内首仿先发优势，打破外资垄断，OTC 渠道放量迅速.....	17
2.3.2 爱廷威：PE+ED，充分发挥渠道协同效应.....	19
3 三大研发平台，赋能自研药品核心技术.....	19
3.1 平台赋能，纳米聚合物胶束研发行业领先.....	20
3.2 雷珠单抗注射液在研，协同公司眼科产品.....	21
3.3 仿制药研发梯队良好，积极配置两性健康及老年慢性病领域.....	22
3.4 挺进创新药赛道，CKBA 白癜风 II 期临床试验启动.....	22
4 公司盈利预测与估值.....	27
4.1 推荐逻辑.....	27
4.2 公司业绩拆分与估值对比.....	29
风险提示：.....	30
财务报表与盈利预测.....	32

图表目录

图表 1 公司发展历程	7
图表 2 公司股权结构 (截至 2023 年三季报)	8
图表 3 公司核心管理层概况	8
图表 4 公司主要产品	9
图表 5 公司各产品收入情况 (单位: 亿元)	10
图表 6 公司地区收入结构 (单位: 亿元)	10
图表 7 公司主要产品销售模式	10
图表 8 公司销售模式收入情况 (单位: 亿元)	10
图表 9 公司营业收入情况 (单位: 亿元, %)	11
图表 10 公司归母净利润情况 (单位: 亿元, %)	11
图表 11 公司毛利率及主要产品毛利率情况 (单位: %)	11
图表 12 公司期间费用情况 (单位: 亿元, %)	11
图表 13 城市主要疾病发病率状况 (单位: %)	12
图表 14 中国胃肠道疾病用药零售终端市场 (单位: 亿元)	12
图表 15 和胃整肠丸产品图	13
图表 16 和胃整肠丸销售收入及毛利率	13
图表 17 和胃整肠丸与其竞品比较情况	13
图表 18 和胃整肠丸产品单价变化 (单位: 元/瓶)	14
图表 19 和胃整肠丸 (50 粒/瓶) 销量 (单位: 万瓶)	14
图表 20 眼科常用药	15
图表 21 中国眼科药物市场规模情况	15
图表 22 沃丽汀产品图	15
图表 23 2018-2021H1 沃丽汀销售量及销售额情况	15
图表 24 沃丽汀与竞品比较情况	16
图表 25 中国抗 ED 药物行业市场规模 (单位: 亿元, %)	16
图表 26 白云山医药金戈产品销售额及增速 (单位: 亿元, %)	16
图表 27 中国 PE 药物行业市场规模	17
图表 28 2021 年实体药店 PE 药物品牌销售格局	17
图表 29 2021 年公立医院 PE 药物品牌销售格局	17
图表 30 爱廷玖产品图	18
图表 31 爱廷玖销售额	18
图表 32 盐酸达泊西片集采情况	18
图表 33 爱廷威产品图	19
图表 34 公司三大医药研发技术平台部分在研产品	20
图表 35 多西他赛胶束与紫杉醇胶束对比	21
图表 36 雷珠单抗全球销售额情况	22
图表 37 2022Q1 眼科用药院内销售 TOP10 品种	22
图表 38 白癜风发病机制	22
图表 39 白癜风的自身免疫疾病的发病机理	23

图表 40 白癜风分型及治疗原则	23
图表 41 2020-2030E 中国白癜风患者及用药患者人数	24
图表 42 2020-2030E 中国白癜风药物市场规模	24
图表 43 白癜风治疗方案	25
图表 44 全球白癜风药物研发格局	26
图表 45 赛克乳香酸(CKBA)是乳香酸 (AKBK) 结构修饰后的化合物	27
图表 46 CKBA 市场空间规模测算	27
图表 47 收入拆分预测 (单位: 百万元)	29
图表 48 可比公司估值情况	30

1 代理起家，拓展研发外延成为综合性医药企业

1.1 成立 20 余载，“研产销”一体的创新综合型医药企业

泰恩康成立于 1999 年，经过 20 余年的发展，公司已经发展为一家以代理业务为基础，自产产品快速发展的综合性医药公司。公司主营业务为代理运营及研发、生产、销售医药产品、医疗器械、卫生材料并提供医药技术服务与技术转让等，主要产品为和胃整肠丸、“沃丽汀”卵磷脂络合碘片及“爱廷玖”盐酸达泊西汀片。自成立开始，泰恩康作为和胃整肠丸和沃丽汀的中国唯一总代理，全权负责其中国市场，并分别将其运营推广成为我国肠胃用药与眼科用药领域的知名产品。公司于 2015 年搭建了三大医药研发技术平台，储备了较多具有竞争力的自主药品研发项目。其中，2020 年上市的自研产品“爱廷玖”盐酸达泊西汀片为国内首仿，产品上市快速放量，成为公司收入和利润的新增长点。未来，公司将坚持内生式增长，外延式扩张和整合发展的战略，通过自主研发并生产制造符合市场需求的医药产品、丰富产品结构，努力成为“研产销”一体化的创新综合型医药企业。

历史沿革：公司发展历程分为三个阶段：

(1) 代理运营阶段 (1999-2002)：公司成立于 1999 年，并在同年成为泰国和胃整肠丸及日本卵磷脂络合碘片(沃丽汀)中国总代理商，开始搭建全国营销网络。通过 20 多年 OTC 领域的深耕和积累，公司已在全国区域设立了运营网点，构筑营销网络优势。

(2) 拓展医疗设备领域阶段 (2002-2009)：2002 年 3 月，公司成立汕头市泰恩康医用设备有限公司涉足医疗设备经营领域，现已成长为年销售数千万的医疗设备专业销售公司，合作伙伴有强生、雅培等国际知名公司。2002 年 7 月，成立汕头市泰恩康医用器材厂有限公司，开始日用品及医疗耗材生产。

(3) 切入医药生产阶段 (2009 至今)：2009 年公司收购汕头市五环制药厂，切入医药生产领域。2015 年，公司通过收购马鞍山天福康药业、投资设立山东华铂凯盛生物科技有限公司，完成“研、产、销”全链条闭环，成为医药综合型企业。2018 年 4 月，“注射用多西他赛聚合物胶束”项目与复星医药达成战略合作。2020 年，盐酸达泊西汀片——“爱廷玖”正式获批并上市，成为国产首款用于治疗早泄的药物。2022 年，用于治疗男性 ED (勃起功能障碍) 类药物——爱廷威他达拉非片获得国家药监局药品注册批件，成为公司又一男科重点品种。2023 年，公司与江苏博创园生物医药科技有限公司进行股权战略合作，开始布局皮肤科白癜风创新药领域。

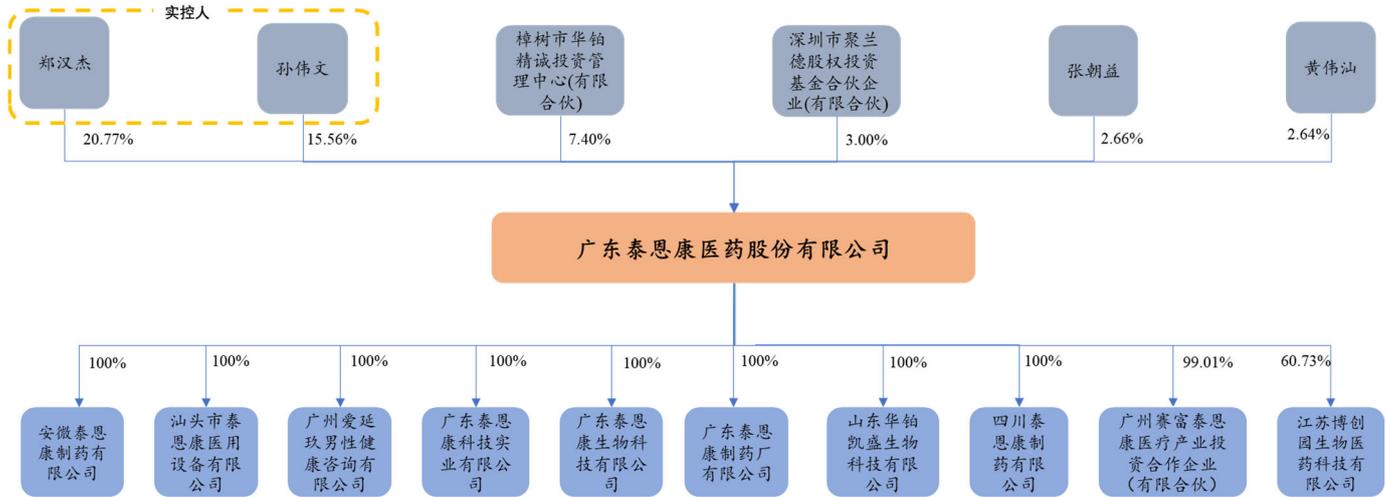
图表 1 公司发展历程

时间	事件
1999	1999 年 1 月 22 日，成立汕头市泰康药品有限公司，成为泰国和胃整肠丸及日本卵磷脂络合碘片中国总代理商，开始搭建全国营销网络
2002	2002 年 3 月，成立汕头市泰恩康医用设备有限公司涉足医疗设备经营领域，现合作伙伴有强生、雅培等国际知名公司 2002 年 7 月，成立汕头市泰恩康医用器材厂有限公司，开始日用品及医疗耗材生产
2009	公司收购“汕头市五环制药厂”并更名为“广东泰恩康制药厂有限公司”，切入医药生产领域
2011	2011 年 3 月，揭开公司股份改制的序幕，9 月广东泰恩康制药厂等四家公司成为全资子公司，11 月公司举行“广东泰恩康医药股份有限公司”创立大会暨第一次股东大会，12 月完成上市重组和股份制改造工作
2014	2014 年 10 月 8 日，泰恩康成功登陆新三板
2015	2015 年 2 月，成功收购安徽优质医药生产企业——马鞍山天福康药业，实现在药品生产方面业务延伸 2015 年 10 月，公司投资设立山东华铂凯盛生物科技有限公司，标志着泰恩康完成“研、产、销”全链条闭环，成为医药综合型企业
2018	2018 年 4 月，华铂凯盛“功能性辅料与纳米给药关键技术平台”首个产品——“注射用多西他赛聚合物胶束”项目与复星医药达成战略合作 2018 年 7 月，泰恩康总部乔迁新址——汕头市龙湖区万吉工业园泰恩康生命科学园区
2020	2020 年 4 月，山东华铂凯盛研发的盐酸达泊西汀片——“爱廷玖”正式获批，成为国产首个用于治疗早泄的药物。7 月 8 日爱廷玖上市发布。
2022	2022 年 3 月 29 日，泰恩康在深圳证券交易所创业板首次发行 A 股
	2022 年 6 月，泰恩康研发的用于治疗男性 ED（勃起功能障碍）类药物——爱廷威他达拉非片获得国家药监局药品注册批件，成为公司又一男科重点品种。
2023	2023 年 2 月，泰恩康与国家杰出青年基金获得者、上海交通大学特聘教授、上海市第一人民医院临床转化研究中心负责人——王宏林教授及其团队创立的江苏博创园生物医药科技有限公司进行股权战略合作，该公司正式成为泰恩康的控股子公司，标志着泰恩康开始布局皮肤科白癜风创新药领域，瞄准百亿黄金赛道。

资料来源：公司官网，华安证券研究所

股权结构:公司实际控制人为郑汉杰、孙伟文夫妇,两人分别直接持有公司 20.77% 和 15.56% 的股份,合计持有公司 36.33% 股份,公司股权结构集中,实际控制人对公司掌控力强。公司目前拥有 8 个全资控股子公司,2 个控股子公司,形成“研、产、销”全链条闭环。

图表 2 公司股权结构 (截至 2023 年三季度)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

公司管理层: 公司高管具有丰富的产业经验, 公司创始人郑汉杰, 现为公司董事长兼总经理, 曾任汕头市郊区卫生局业务股主办股员和汕头经济特区金安贸易发展公司经理。

图表 3 公司核心管理层概况

姓名	职务	履历
郑汉杰	总经理	1983 年 9 月至 1985 年 5 月, 任汕头市郊区下蓬卫生院医生; 1985 年 5 月至 1992 年 3 月, 任汕头市郊区卫生局业务股主办股员; 1992 年至 1999 年, 任汕头经济特区金安贸易发展公司经理; 1999 年至今, 任公司董事长 (或执行董事)、总经理。
陈淳	副总经理	1987 年 10 月至 1999 年 12 月, 历任汕头经济特区贸易总公司财务经理、副总经理; 2000 年 1 月至今, 在本公司任职, 现任董事、副总经理
李挺	副总经理兼董事会秘书	2007 年 6 月至 2010 年 5 月, 任华泰证券股份有限公司投资银行部项目经理; 2010 年 6 月至 2013 年 5 月, 任宏源证券股份有限公司投资银行部高级经理; 2013 年 6 月至 2019 年 10 月, 任东北证券股份有限公司投资银行部业务董事; 2019 年 12 月至今, 在公司任职, 现任董事、副总经理、董事会秘书。
孙涛	副总经理	2000 年至今, 担任广东泰恩康医药股份有限公司营销部区域经理、营销部经理、营销中心总监等职务。
张震	副总经理	药学博士, 副主任药师。2002 年 7 月至 2005 年 7 月任山东大学药学院药物化学教研室讲师; 2005 年 7 月至 2015 年 6 月在国家食品药品监督管理总局药品审评中心工作, 任主审审评员, 高级审评员; 2015 年 10 月至今任山东华铂凯盛总经理。
周桂惜	财务总监	本科会计学, 工商管理硕士, 高级会计师、注册会计师、税务师。2011 年 11 月至 2015 年 2 月, 历任大华会计师事务所特殊普通合伙 (广州分所) 审计专员、项目经理、部门经理; 2015 年 9 月至今, 在本公司历任财务经理、财务副总监。

资料来源: iFinD, 公司招股书, 华安证券研究所

1.2 产品种类丰富, 两性健康用药成为第二增长曲线

公司销售的产品种类多达数十种，按照运营模式分类，公司产品可分为代理产品和自产产品。公司代理产品主要为和胃整肠丸、沃丽汀和强生的吻合器。其中，和胃整肠丸、沃丽汀是公司在国内的独家代理产品，经过公司二十余年的经营，此两种产品已分别成为肠胃领域和眼科领域中的知名产品，其盈利能力为公司带来了稳定的现金流。

公司自产产品分为化学药、外用药及中成药、医疗器械及卫生材料。公司自产的“爱廷玖”盐酸达泊西汀片用于治疗 18-64 岁男性早泄 (PE) 患者，为国内首仿，其质量、疗效与原研药相同。该产品自 2020 年上市以来快速放量，为公司业务带来新增长动力。2022 年下半年上市的“爱廷威”他达拉非片用于治疗男性勃起功能障碍 (ED)，EDPE 均为常见的男性性功能障碍性疾病，公司布局“PE+ED”组合，协同打开两性健康市场，助力企业业绩稳健增长。

图表 4 公司主要产品



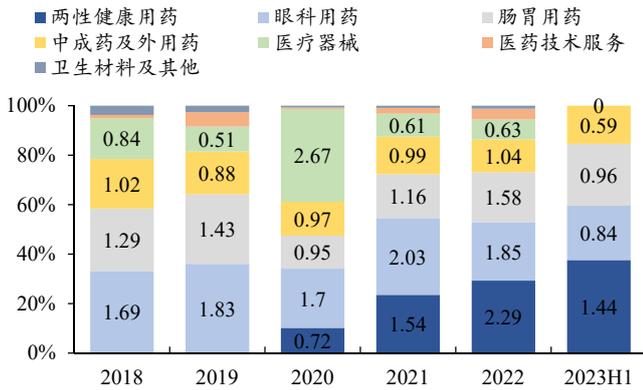
资料来源：公司官网，公司招股书，华安证券研究所

注：2023 年 7 月，公司与泰国李万山签署《技术转让合同》，“和胃整肠丸”将成为公司自有 OTC 药品。

营收结构：两性健康用药、眼科用药、肠胃用药在公司营收结构占比最大。公司 2023 年上半年公司营收 4.05 亿元，其中两性健康用药收入 1.44 亿元，收入占比为 35.46%；肠胃用药收入 9636 万元，收入占比为 23.79%；眼科用药收入 8369 万元，收入占比为 20.66%。

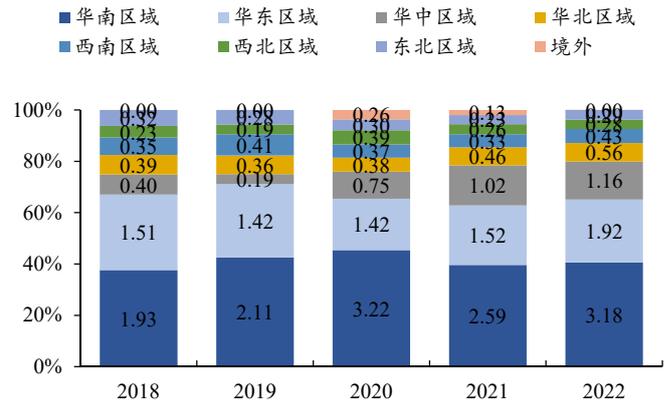
地区收入结构：公司主要销售市场为境内。公司境内收入主要来源于华南地区、华东地区和华中地区，2018 年至 2022 年，三者合计占营业收入比例分别为 74.86%、75.09%、75.94%、78.41%和 79.95%。公司位于广东汕头，在华南地区建立了完善的销售网络，公司华南地区销售收入占比位列第一，比重均在 37% 以上。

图表 5 公司各产品收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司招股书, 公司年报, iFinD, 华安证券研究所

图表 6 公司地区收入结构 (单位: 亿元)



资料来源: 公司招股书, 公司年报, iFinD, 华安证券研究所

销售模式: 公司销售模式以经销为主。2022 年, 公司经销收入约 5.83 亿元, 占比 74.38%, 直销收入约 2.01 亿元, 占比 25.62%。公司产品种类丰富, 不同产品进入终端客户途径、对终端客户服务主体各异。公司主要产品爱廷玖、沃丽汀、和胃整肠丸主要销售模式均为经销。

图表 7 公司主要产品销售模式

主要产品	主要销售模式	主要销售对象	主要终端客户
爱廷玖	经销	医药商业企业	药店、医院
沃丽汀	经销	医药商业企业	医院、药店
和胃整肠丸	经销	医药商业企业	药店
强生医疗器械	直销	医院	医院
口罩、棉签等	直销、经销并重; 医疗器械类: 贴牌客户、经销商、连锁药店; 卫生材料类: 贴牌客户、商业超市	贴牌客户、经销商、连锁药店	医疗器械类: 医院、药店、贴牌客户; 卫生材料: 贴牌客户、商业超市
中成药系列产品	经销	医药商业企业	药店
外用药品系列	直销、经销并重	连锁药店、医药商业企业	药店

资料来源: 公司招股书, 华安证券研究所

图表 8 公司销售模式收入情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司招股书, 公司年报, 华安证券研究所

营收及归母净利润总体保持稳健增长。2021 年公司营业收入和归母净利润均下滑, 主要系 2021 年疫情得到有效控制, 口罩收入急剧下降。2021 年口罩业务收入约 0.4 亿元, 较 2020 年下降 83.37%。

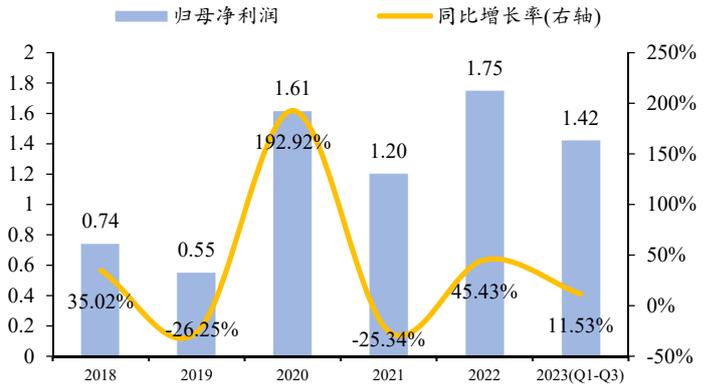
2022 年, 公司营业收入为 7.83 亿元, 同比增长 19.86%, 归母净利润为 1.75 亿元, 同比增长 45.43%。2023 年前三季度, 公司营业收入 5.81 亿元, 同比增长 1.34%; 公司归母净利润为 1.42 亿元, 同比增长 11.53%。

图表 9 公司营业收入情况 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

图表 10 公司归母净利润情况 (单位: 亿元, %)

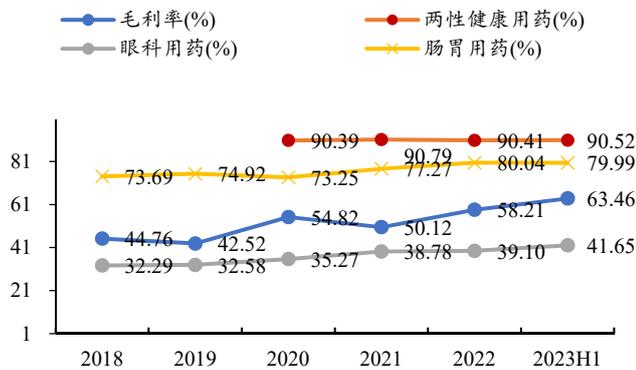


资料来源: iFinD, 华安证券研究所

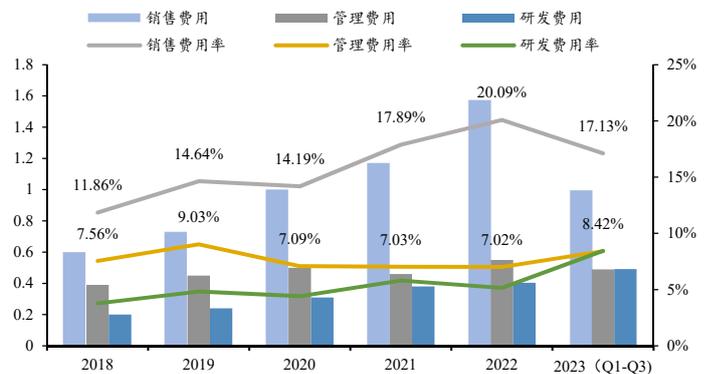
公司总体毛利率稳中有升, 各产品毛利率维持在较高水平。2018 年至 2023 年上半年, 公司毛利率整体呈上升趋势。公司两性健康用药毛利率保持在 90% 左右, 主要系该产品生产成本低。肠胃用药毛利率整体呈稳定上升趋势, 从 2018 年的 73.69% 上升至 2023 年上半年的 79.99%, 主要系和胃整肠丸的销售单价提升。眼科用药毛利率整体呈上升趋势, 主要系关税、汇率、采购价格变动等因素对单位采购成本的影响。

公司管理费用率较为稳定。销售费用率整体呈上升趋势, 与公司业务规模的扩大相匹配。公司研发费用随着公司研发项目的推进和增加而变动, 因此整体研发费用率呈增长趋势。

图表 11 公司毛利率及主要产品毛利率情况 (单位: %) 图表 12 公司期间费用情况 (单位: 亿元, %)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

2 代理自产齐发力, 三大核心品种构筑核心竞争力

2.1 和胃整肠丸: 竞争格局优, 提价策略带来新增长

胃肠疾病为常见病、多发病, 年龄越大, 发病率越高。据前瞻调查显示, 由于城

市市民生活工作节奏较快，压力较大，城市主要疾病发病率状况排名前三位的疾病分别是肠胃消化系统疾病、内分泌紊乱疾病、妇科疾病。肠胃消化系统疾病成为北上广深排名第一的高发性疾病。

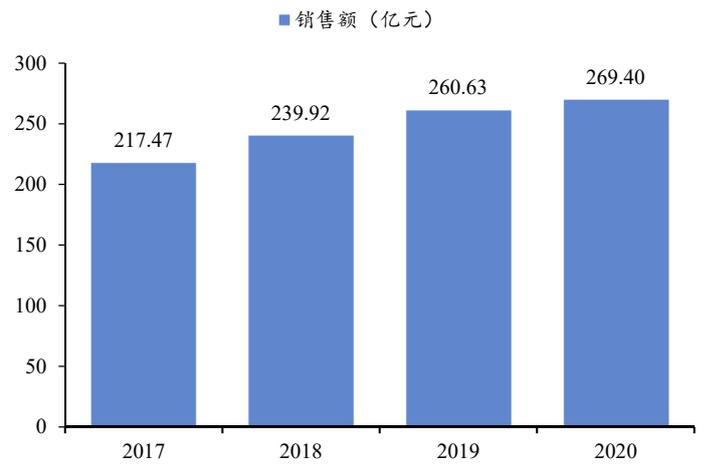
据南方医药经济研究所发布的《2016 年中国医药市场发展蓝皮书》的数据显示，城市公立医院和县级公立医院化学药销售中消化系统及代谢药均排名第二，占比分别为 16.36%、18.24%。中国肠胃用药市场空间广阔，据中康资讯胃肠道疾病用药零售终端市场概览数据的统计，2020 年我国胃肠药零售终端市场约为 269.40 亿元，2017 年至 2020 年的年复合增长率为 7.40%。

图表 13 城市主要疾病发病率状况 (单位: %)

疾病	北上广深	其他城市
肠胃消化系统疾病	49.43%	38.17%
内分泌紊乱	41.46%	38.43%
妇科疾病	39.43%	42.16%
脂肪肝、乙肝等肝脏疾病	36.75%	33.57%
颈椎、腰椎及骨质增生	34.76%	24.70%
睡眠问题	31.76%	19.84%
前列腺增生、尿路感染等泌尿系统疾病	24.21%	26.75%
心脏方面	18.75%	17.45%
肺部呼吸系统问题	18.43%	24.10%

资料来源：前瞻经济学人，华安证券研究所

图表 14 中国胃肠道疾病用药零售终端市场 (单位: 亿元)



资料来源：中康资讯，华安证券研究所

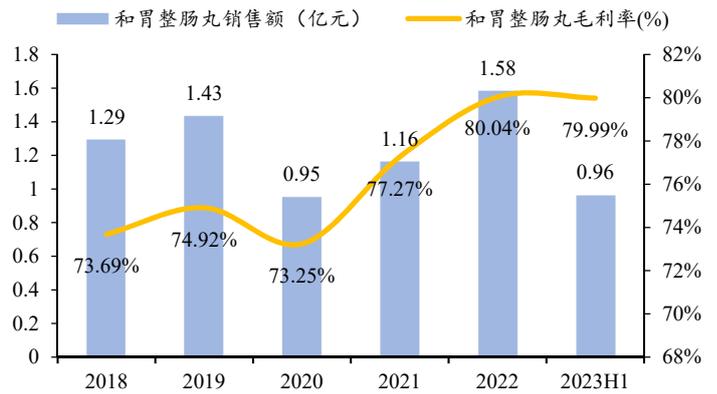
和胃整肠丸属于肠胃用药中的止泻通便类药物，主要作用为温中和胃，理气止痛，适用于邪滞中焦所致的恶心、呕吐、纳差、胃痛、腹痛、胃胀、腹胀、泄泻，生产厂商为泰国李万山药厂（钓鱼商标）两合公司。和胃整肠丸在我国尤其是东南沿海地区享有较高知名度，安全性与疗效得到了广大患者与专家的认可。2008 年，经首都医科大学附属北京中医医院临床验证其在治疗急性腹泻邪（寒邪）滞中焦证方面疗效总有效率为 96.66%。

公司自成立之初便开始代理销售和胃整肠丸，20 余年的市场推广和宣传，构建了和胃整肠丸在国内完善的销售网络，销售数量大幅度提升，使和胃整肠丸成为肠胃用药里的知名品牌。和胃整肠丸的销售收入从代理第一年的 128.28 万元，增长至 2022 年的 1.58 亿元。2023 年上半年，和胃整肠丸贡献销售收入 0.96 亿元，同比增长 55.80%。

图表 15 和胃整肠丸产品图



图表 16 和胃整肠丸销售收入及毛利率



资料来源：公司官网，华安证券研究所

资料来源：iFinD，华安证券研究所

和胃整肠丸竞争格局占优。在止泻通便类药物中，大幸药品株式会社（日本）生产的喇叭牌正露丸和香港李万山药厂有限公司生产的肚痛健胃整肠丸与和胃整肠丸的功效具有相似性，为其主要竞品。由于香港地区药品生产质量管理规范等药品监管政策的变化，香港李万山药厂无法正常生产和供货，目前市场上仅有少量的肚痛健胃整肠丸在售。因此，目前和胃整肠丸主要的竞品为喇叭牌正露丸。喇叭牌正露丸在中国的代理商为金活医药集团，据其披露的年报显示，2018年至2021年，喇叭牌正露丸销售收入分别为0.66亿元、0.94亿元、0.53亿元和0.51亿元，远低于公司和胃整肠丸的销售收入，竞争能力较弱。因此，和胃整肠丸在中国拥有良好的市场竞争格局。

图表 17 和胃整肠丸与其竞品比较情况

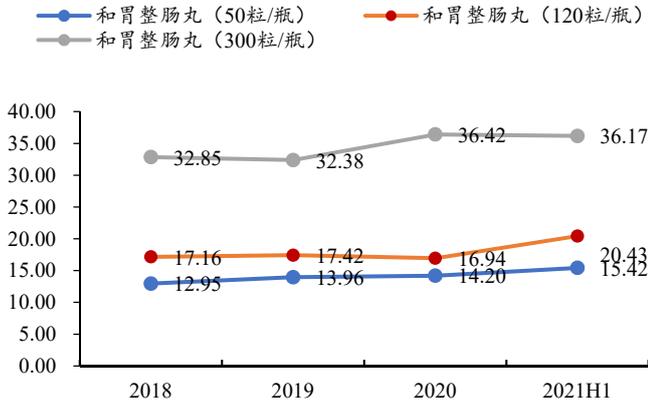
产品名称	生产厂家/竞争对手	单价情况	功能	副作用/不良反应	是否进入医保名录	是否进入集采名单
和胃整肠丸	李万山药厂 (钓鱼商标) 两合公司	29.8元/瓶 (0.2g*50丸) 68元/瓶 (0.2g*120丸) 138元/瓶 (0.2g*300丸)	温中和胃，理气止痛。适用于邪滞中焦所致的恶心、呕吐、纳差、胃痛、腹痛、胃胀、腹胀、泄泻。	口干、便秘、出汗减少、口鼻咽喉及皮肤干燥、视力模糊、排尿困难 (老人)	否	否
喇叭牌正露丸	大幸药品株式会社 (日本)	28.5元/瓶 (0.22g*50丸) 46.5元/瓶 (0.22g*100丸) 68元/瓶 (0.22g*200丸)	化滞止泻，用于饮食不节或水土不服引起的成人及小儿腹泻，属于湿热、食滞证者。症见：食欲不振，恶心呕吐，腹胀腹泻，消化不良	皮肤：发疹、发红、发痒、浮肿； 消化器官：恶心、呕吐、便秘、食欲不振、胃部不适； 神经系统：头晕、头痛	否	否
肚痛健胃整肠丸	香港李万山药厂有限公司		用于消化不良、水土不服和食物不洁所致肠胃不适、腹胀肚痛、泄泻。	尚不明确	否	否

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

未来，和胃整肠丸有望量价齐升，为公司带来持续增量。公司之前是和胃整肠丸在中国的唯一总代理商，拥有和胃整肠丸完整的市场定价权。和胃整肠丸产品共有三个规格，分别为 50 粒/瓶，120 粒/瓶以及 300 粒/瓶，其中 50 粒/瓶最畅销且收入占比最高。和胃整肠丸三个规格产品的价格均呈整体上升趋势。和胃整肠丸 (50 粒/瓶) 由 2018 年的 32.85 元/瓶上升至 2021 年上半年的 36.17 元/瓶，整体增长约 10%。2018 年至 2019 年，和胃整肠丸 (50 粒/瓶) 销售量从 820.15 万瓶增长到 855.67 万瓶。2020 年，因新冠疫情导致泰国药厂受供货和物流影响，和胃整肠丸在市场上供不应求，其销售受

到影响较大，2021 年及 2022 年上半年呈恢复趋势，在短时间内恢复疫情前水平并再创新高。2023 年 7 月，公司与泰国李万山签署《技术转让合同》，公司受让取得泰国李万山拥有的“和胃整肠丸”全套生产技术，并进行生产线改造，提升其整体产能。本次交易完后，“和胃整肠丸”将成为公司自有 OTC 药品，进一步扩大公司在品牌中成药领域的生产销售优势。综上，和胃整肠丸的量价齐升会给公司带来更多的收入和利润增长。

图表 18 和胃整肠丸产品单价变化 (单位: 元/瓶)



图表 19 和胃整肠丸 (50 粒/瓶) 销量 (单位: 万瓶)



资料来源: 公司招股书, 华安证券研究所

资料来源: 公司招股书, 华安证券研究所

2.2 沃丽汀: 治疗眼底疾病原研药, 知名度和渠道优势助力稳增长

随着电子产品的普及、用眼习惯的改变, 眼科医疗市场的整体规模不断扩张。中国卫生健康统计年鉴数据显示, 2019 年我国眼科医院诊疗人次达到 3,433.41 万人, 同时眼科专科医院数量达到 945 家。基于庞大的眼科患者, 眼科用药市场增长迅速。根据欧康维视招股书, 中国眼科药物市场规模预计于 2021 年达到 247 亿元。

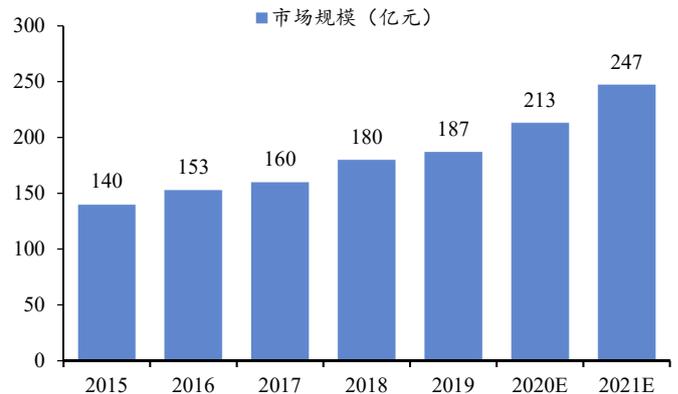
眼科用药主要包括抗感染、抗炎抗过敏、白内障、青光眼、视疲劳干眼症和眼底病变六大用药。其中, 眼底病变是指包括视网膜、眼底血管、视神经乳头、视神经纤维、视网膜上的黄斑部、玻璃体以及视网膜后的脉络膜等这些眼底部位的各类病变, 如炎症、肿瘤、各类血管病变及许多系统性疾病引起的眼部病变等。眼底病变的病种繁多, 对视力危害极大, 严重可致盲, 治疗难度较大。近年来, 由于不良用眼习惯及高血压、糖尿病、心脑血管疾患的发病率的增加, 眼底病发病率有所提高, 眼底病的基本医疗服务需求迅速增加。

图表 20 眼科常用药

青光眼用药	噻吗洛尔滴眼液、可乐定、乙酰唑胺、双氯非那胺等
抗感染用药	磺胺醋酰钠滴眼液、金霉素滴眼液、利福平滴眼液等
白内障用药	白内停、障眼宁滴眼液、卡林-U滴眼液、障眼明片等
散瞳用药	硫酸阿托品滴眼液、西马利星、东莨菪碱、托品酰胺等
降眼压药	硫酸胍啶滴眼液、硝酸毛果芸香碱滴眼液等
干眼症用药	潇莱威、泪然滴眼液、羟甲纤维素钠滴眼液等
消炎眼药	艾氟龙、醋酸泼尼松眼膏、黄氧化汞眼膏、硼酸洗眼液、特灵眼药等
其他眼病用药	沃丽汀片剂、泮库溴铵、氯化氨基汞眼膏、优乐沛凝胶、氯化钠洗眼液、盐酸地卡因滴眼液等。
眼科辅助用药	鱼肝油酸钠、熊去氧胆酸、去氧胆酸、乳果糖、核糖核酸、百力特、百达克、利多卡因等

资料来源：美柏医健，华安证券研究所

图表 21 中国眼科药物市场规模情况



资料来源：欧康维视招股说明书，华安证券研究所

沃丽汀为日本第一药品产业株式会社生产的原研药，是一种卵磷脂络合碘制剂，主要用于治疗中心性浆液性脉络膜视网膜病变，中心性渗出性脉络膜视网膜病变，玻璃体出血，玻璃体混浊，视网膜中央静脉阻塞等。沃丽汀为固体口服制剂，主要优点是可以口服并能准确地释放微量的碘，安全性好。它既能发挥碘制剂的作用，又克服了传统碘制剂产生的不良反应，作用缓和而持久。在各种眼底出血和渗出性疾病中，无论是发病早期的应用或是慢性病例的长期应用，均疗效确切、安全可靠，无明显副作用的临床记录。

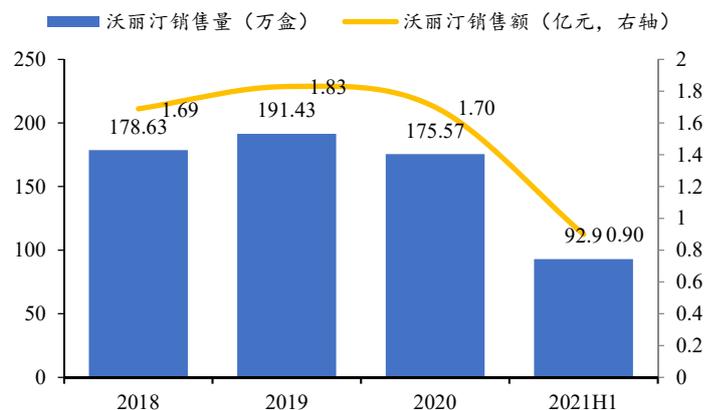
公司为沃丽汀中国总代理，自 1999 年开始代理销售，20 年的专业市场推广加之完善的销售网络，沃丽汀成为中国眼科用药中的知名产品。沃丽汀的销售收入和销售量从第一年的 193.54 万元和 2.66 万盒，增长至 2019 年的 1.83 亿元和 191.43 万盒，2020 年受新冠疫情影响有所下降，分别为 1.70 亿元和 175.57 万盒。

图表 22 沃丽汀产品图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 23 2018-2021H1 沃丽汀销售量及销售额情况



资料来源：iFinD，华安证券研究所

沃丽汀与竞品相比，竞争优势明显。目前，我国市场销售的卵磷脂络合碘制剂仅沃丽汀与适丽顺两种，适丽顺是由西安汉丰药业有限责任公司生产的胶囊剂。

亿胜生物科技为适丽顺代理公司，根据其 2018 年的年报披露，亿胜生物科技代理的全部眼科产品销售收入约为人民币 9143.56 万元，2018 年沃丽汀的销售收入金额为 1.69 亿元，因此，沃丽汀的销售收入规模远大于适丽顺的销售收入规模。

图表 24 沃丽汀与竞品比较情况

产品名称	生产厂家/竞争对手	单价情况	功能	副作用/不良反应	是否进入医保名录	是否进入集采名单
沃丽汀	日本第一药品产业株式会社	126元/盒 (1.5mg*60片)	治疗中心性浆液性脉络膜视网膜病变、中心性渗出性脉络膜视网膜病变、玻璃体出血、玻璃体混浊、视网膜中央静脉阻塞等。	(1) 过敏反应：偶发皮疹 (2) 消化道反应：偶尔发生胃肠不适	否	否
适丽顺	西安汉丰药业有限责任公司	118元/盒 (0.1mg*15粒*4板)	用于中心性浆液性脉络膜视网膜病变，中心性渗出性脉络膜视网膜病变，玻璃体出血，玻璃体混浊，视网膜中央静脉阻塞等。	(1) 过敏反应：偶发皮疹。 (2) 消化道反应：偶尔发生胃肠不适。	否	否

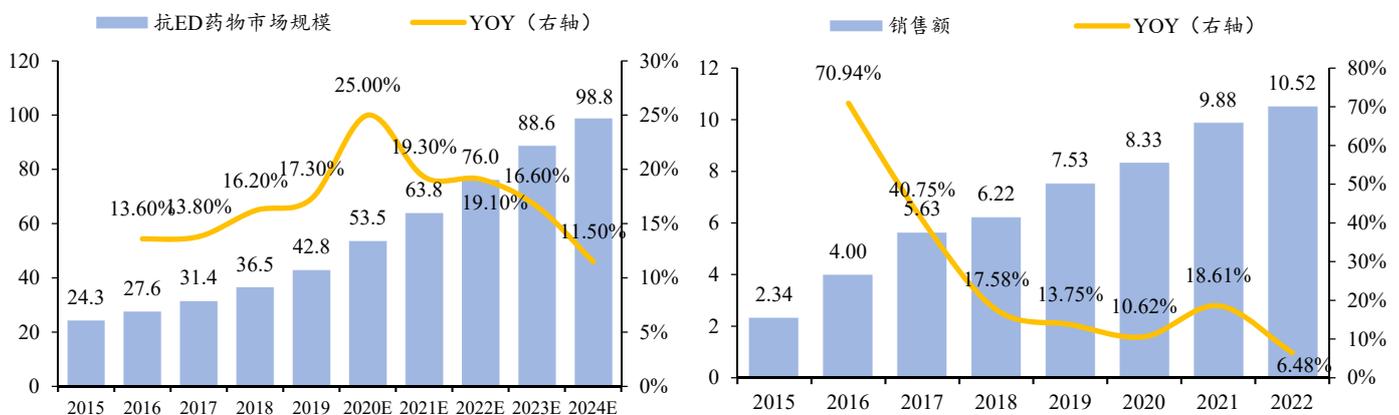
资料来源：公司招股书，华安证券研究所

2.3 爱廷玖 PE 市场表现亮眼，爱廷威在抗 ED 市场有望快速放量

抗 ED 市场成熟，竞争激烈。勃起功能障碍是常见男科疾病，根据晖致医药联合中国初级卫生保健基金会、中康科技共同发布的《健康中国·幸福时代蓝皮书》，中国男性勃起功能障碍总体患病率达 49.69%。ED（勃起功能障碍）药物市场主要包括西地那非、伐地那非、他达拉非等磷酸二酯酶 5（PED-5）抑制剂，西地那非已获批的产品有枸橼酸西地那非片和枸橼酸西地那非口崩片，这两个产品占西地那非药物的 80% 以上市场，占抗 ED 药物 70% 左右市场。

最初进入中国抗 ED 药物市场的药企都是外国企业，分别为辉瑞公司的万艾可、礼来公司的希爱力、拜耳公司的艾力达。在 2013 年，这三类产品的市场占有率分别为 58.8%、34.6% 和 6.6%，完全呈现“三分天下”的格局。广州白云山医药集团股份有限公司的枸橼酸西地那非片（“金戈”）则是国内首个枸橼酸西地那非仿制药，于 2014 年 10 月上市。金戈上市后第二年，即 2015 年营业收入达到 2.34 亿元，并于 2022 年增长至 10.52 亿元，复合增长率达 23.95%。

图表 25 中国抗 ED 药物行业市场规模(单位: 亿元, %) 图表 26 白云山医药金戈产品销售额及增速(单位: 亿元, %)



资料来源：头豹研究院，华安证券研究所

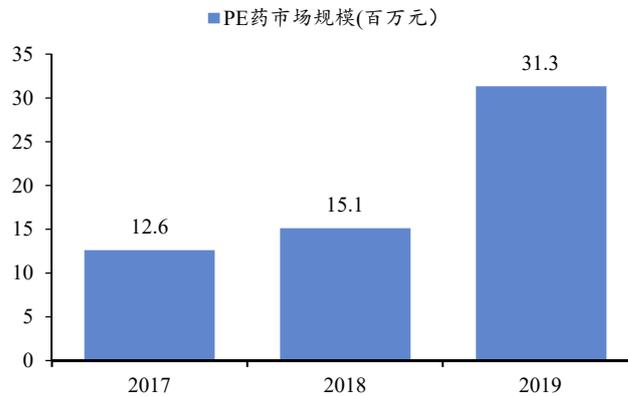
资料来源：白云山历年年报，华安证券研究所

抗 PE（早泄）药物处于蓝海市场。2013 年，德国药厂 Berlin-ChemieAG 盐

酸达泊西汀片“必利劲”在中国获批上市，填补了早泄处方药的市场空白。2020年4月，泰恩康全资子公司华铂凯盛拿下盐酸达泊西汀片国内首仿，商品名“爱廷玖”。PE市场规模在两性健康用药中虽占比不大，但增长迅速，从2017年的12.6百万元增长至2019年的31.3百万元，三年复合增速为57.4%，市场潜力巨大。

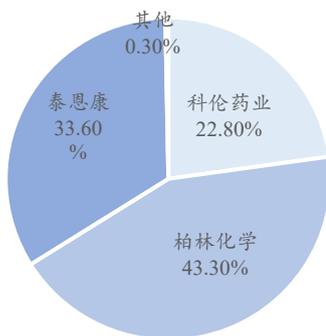
目前国内PE市场呈三分天下格局，泰恩康、科伦药业和德国柏林化学为市场主要参与者。2021年实体店PE药物销售柏林化学占43.3%，泰恩康占比33.6%，科伦药业占比22.8%；公立医院端科伦药业占比69%，泰恩康占比22%，柏林化学仅占9%。

图表 27 中国 PE 药物行业市场规模



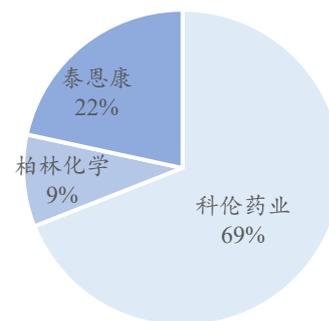
资料来源：中康 CMH-全国零售药店数据，华安证券研究所

图表 28 2021 年实体药店 PE 药物品牌销售格局



资料来源：米内网，华安证券研究所

图表 29 2021 年公立医院 PE 药物品牌销售格局



资料来源：米内网，华安证券研究所

2.3.1 爱廷玖：国内首仿先发优势，打破外资垄断，OTC 渠道放量迅速

盐酸达泊西汀是一种短效选择性 5-羟色胺再摄取抑制剂 (SSRIs)，主要适用于治疗 18-64 岁男性早泄患者，是获得国家药监局批准治疗早泄的药物。“爱廷玖”盐酸达泊西汀片 2020 年 4 月取得药品注册批件，同年 8 月上市。2020 年，该产品销售额达 0.57 亿元，2021 年销售额达到 1.52 亿元，同比增长约 167%，占公

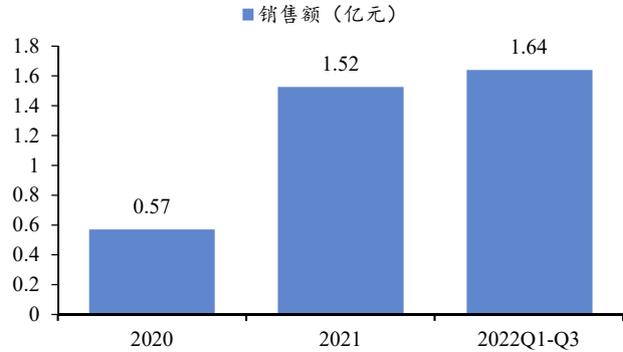
司营业收入比例超过 23%，收入超过和胃整肠丸，成为公司销售额第二大产品。2022 年 1-9 月，爱廷玖依旧保持迅猛放量趋势，销售额达到 1.64 亿元，同比增长 65.87%。

图表 30 爱廷玖产品图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 31 爱廷玖销售额



资料来源：公司公告，华安证券研究所

借助价格和渠道优势，爱廷玖快速放量。“爱廷玖”盐酸达泊西汀片的主要终端客户与和胃整肠丸类似，主要为各类连锁或单体药店、电商平台、诊所等，借助销售渠道优势，公司在“爱廷玖”上市后迅速实现了该产品终端客户的广泛覆盖，由此形成了“爱廷玖”销售收入快速增长的保障。同时，与原研药相比，在质量和疗效与原研药一致的前提下，公司产品价格降幅较大，具有一定的价格优势。

爱廷玖参与盐酸达泊西汀片集采，以 67.38 元/盒 (30mg*2 片) 的价格中标，与公司零售价相似。且爱廷玖的主要销售渠道为非采渠道，2020 年和 2021 年 1-6 月集采渠道的销量占比仅为 2.79% 和 1.87%。因此，集采中标的约定采购量对爱廷玖的销售影响较小。

2014 年 10 月，国产抗 ED 药“金戈”上市，率先打破外资药垄断的局面，之后凭着价格优势、渠道优势，市场份额迅速扩张，2021 年，金戈销售额达 7.53 亿元，市场份额占据半壁江山。在 PE 领域，同样可复制“金戈模式”。爱廷玖打破 PE 领域由进口原研药“一统天下”的竞争格局，在 PE 领域的主要战场 OTC 渠道快速放量，瓜分原研药市场份额。随着市场的培育和品牌知名度的提升，爱廷玖有望在未来持续快速放量，成为公司新增长的源动力。

图表 32 盐酸达泊西片集采情况

药品通用名	剂型	规格包装	计价单位	中选企业	中选价格 (元/盒)	供应省 (区)
盐酸达泊西汀片	片剂	30mg*3 片	盒	四川科伦药业股份有限公司	89.50	北京、天津、山西、吉林黑龙江、浙江、安徽、福建、河南、湖北、广东、广西、重庆、四川、贵州、青海
盐酸达泊西汀片	片剂	30mg*2 片	盒	山东华铂凯盛生物科技有限公司	67.38	河北、内蒙古、辽宁、上海、江苏、江西、山东、湖南、海南、云南、西藏、陕西、甘肃、宁夏、新疆 (含兵团)

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

2.3.2 爱廷威：PE+ED，充分发挥渠道协同效应

他达拉非片主要用于治疗男性勃起功能障碍(ED)，具有起效快，安全性高，药效持续时间长的特点，且不受高脂饮食和酒精摄入的影响。公司自主研发的“爱廷威”他达拉非片于2022年6月获批，并于2022年8月上市销售，其质量、疗效与原研药品等同。“爱廷威”他达拉非片与“爱廷玖”盐酸达泊西汀片形成联动效应，协同打开两性健康市场，增加公司盈利水平。

图表 33 爱廷威产品图



资料来源：公司官网，华安证券研究所

3 三大研发平台，赋能自研药品核心技术

公司以成为创新驱动型综合性医药企业为目标，依托代理运营业务产生的稳定现金流，将药品自主研发作为提升核心竞争力的关键举措。公司组建了包含化学原料药、化学制剂、生物药等领域技术人员组成的核心研发团队，具备一定的医药研发能力。公司已建立三大医药研发技术平台：功能性辅料和纳米给药关键技术平台、生物大分子药物关键技术平台及仿制药开发及一致性评价技术平台。

(1) 功能性辅料和纳米给药关键技术平台，以功能性辅料的开发和纳米给药技术研究为主要研究方向，开发不同的纳米辅料，采用纳米包合技术，对化合物进行修饰，从而达到提高药物利用水平、降低毒副作用、提高疗效等作用，主要研发项目为注射用多西他赛聚合物胶束及辅料，注射用顺铂聚合物胶束及辅料，注射用紫杉醇聚合物胶束及辅料；

(2) 生物大分子药物关键技术平台，以发酵工程、细胞工程、蛋白质工程等生物技术获得的微生物、细胞及各种动物和人源组织和液体等生物材料制备成大分子药物，主要在研项目为雷珠单抗原液及注射液、罗普司亭及冻干制剂；

(3) 仿制药开发及一致性评价技术平台，针对有市场价值的药品进行仿制药研发，已完成盐酸达泊西汀片、他达拉非片、枸橼酸西地那非口崩片、奥硝唑注射液与阿加曲班注射液等药品的研发并获取药品注册批件，公司的“爱廷玖”盐酸达泊西汀片是国内首家按照化药4类申报，并按照与原研质量一致性评价要求获批的同类品种，为国内“首仿”，其质量、疗效与原研药品等同。主要在研药物有盐酸普拉克索缓释片等。

图表 34 公司三大医药研发技术平台部分在研产品

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到目标	预计对公司未来发展影响
HK041 (甲磺酸雷沙吉兰片)	适用于原发性帕金森病患者的单一治疗(不用左旋多巴), 以及作为左旋多巴的辅助用药用于有剂末波动现象的帕金森患者。	已完成小试研究、预放大研究、中试研究; BE 研究, 2022 年 4 月完成申报受理。	获得药品生产批件	丰富帕金森与老年痴呆等老年病领域品种, 提升公司核心竞争力
HK051	成人和 12 岁及以上儿童癫痫部分发作患者(伴有或不伴有继发性全面发作)的加用治疗	已完成中试、生产验证, 2022 年 4 月完成 BE 备案, 准备启动正式 BE。	获得药品生产批件	开拓公司癫痫药物领域, 尤其儿童癫痫药物领域
HK046	用于轻到中度特发性肺纤维化	已完成中试、生产验证, BE 研究, 已完成申报受理。	获得药品生产批件	开拓公司肺纤维化药物领域

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

截至 2023 年 6 月 30 日, 公司主要的医药自主研发项目 34 项, 其中 7 项已经提交药品注册批件申请, 1 项提交了临床试验申请, 1 项获批开展 II 期临床试验, 形成了良好的梯队, 预计公司未来陆续有自主研发的药品取得药品注册批件。未来在研产品的持续推出, 将丰富公司产品结构, 增加收入、利润来源。

3.1 平台赋能, 纳米聚合物胶束研发行业领先

功能性辅料和纳米给药关键技术平台成立于 2015 年, 即致力于打造功能性辅料和纳米给药关键技术平台, 并通过该技术平台掌握纳米聚合物胶束开发相关的技术, 以开发系列高端改良型新药。特殊药物递送系统主要用于改善药物的溶解度、体内吸收剂分布情况, 包括脂质微球、脂质体、纳米聚合物胶束等特殊剂型。在特殊药物递送系统中, 由于纳米聚合物胶束进入体内可产生实体瘤的高通透性和滞留效应, 提高疗效, 降低药物毒副作用。目前在研项目有注射用多西他赛聚合物胶束及辅料、注射用紫杉醇聚合物胶束及辅料、注射用顺铂聚合物胶束及辅料。

抗肿瘤改良型新药注射用多西他赛聚合物胶束项目合作转让, 市场影响力大, 将形成持续现金流。多西他赛注射液是一种抗肿瘤和免疫调节剂, 适应症为肺癌、乳腺癌、胃癌、胰腺癌、前列腺癌等实体瘤。根据南方医药经济研究所出具的《2016 年度中国医药市场发展蓝皮书》, 多西他赛注射液在城市公立医院化学药用药市场抗肿瘤和免疫调节剂的市场份额为 4.42%, 排名第二。注射用多西他赛聚合物胶束属于多西他赛注射液的改良型新药(化药 2.2 类), 与多西他赛注射液相比具有组织被动靶向性及增效减毒作用, 同时具有更好的临床使用安全性。

2018 年, 公司自主研发的注射用多西他赛聚合物胶束(化药 2.2 类)取得了临床试验批件, 为我国第一家取得注射用多西他赛聚合物胶束临床试验批件的企业。同年, 公司与复星医药控股子公司上海凯茂签署了《注射用多西他赛聚合物胶束项目转让合同书》, 公司将其拥有的“注射用多西他赛聚合物胶束”于中国境内的临床批件及相关知识产权等独家转让给上海凯茂, 上海凯茂负责产品后续临床开发、生产批文的申报、产品生产及销售, 并承担相关环节的费用, 公司将获取“首期付款+里程碑付款+未来销售提成”的回报。

注射用紫杉醇聚合物胶束:紫杉醇是从红豆杉中提取的一种天然抗肿瘤药物, 属于经典的微管蛋白抑制剂, 目前获批的适应症主要包括卵巢癌和乳腺癌及非小细胞肺癌。紫杉醇具备疗效确切、适应症广、活性高的特点, 同时也存在水溶性差

的缺陷。公司研发的注射用紫杉醇聚合物胶束是由纳米粒子包裹的紫杉醇胶束构成的新型给药系统，能够有效解决紫杉醇的水溶性问题，减少毒副作用，而且还能够更好的增强药物治疗效果。

目前全球已经上市的紫杉醇剂型包括紫杉醇注射液、紫杉醇脂质体、白蛋白紫杉醇、紫杉醇纳米粒、紫杉醇胶束。据药智网数据库统计，2018年，仅白蛋白紫杉醇原研药的全球销售额就突破10亿美元，同比增长7%，因此紫杉醇制剂的市场前景广阔，公司的注射用紫杉醇聚合物胶束项目目前正在进行稳定性考察及安评工作。

图表 35 多西他赛胶束与紫杉醇胶束对比

项目	多西他赛胶束	紫杉醇胶束
功能差异及作用机制	多西他赛的作用机制是通过与构成细胞骨架主要成分的β微管蛋白N末端的31个氨基酸残基及中段的217~231氨基酸残基结合，增加微管微丝间的相互作用，显著稳定微管蛋白构象，致使细胞不能通过有丝分裂检查点，停止在有丝分裂G2/M期结合点，形成稳定的非功能性微管束，达到破坏肿瘤细胞的有丝分裂和增殖的目的。	紫杉醇的作用机制是作用于细胞分裂过程中组成的纺锤体微蛋白，与癌细胞微蛋白特定部位结合，从而防止其解聚作用，抑制微管蛋白合成纺锤体微管，使细胞的分裂停留在G2和M期，导致其无法复制，最终导致癌细胞的死亡
制备工艺	(1) 两亲嵌段共聚物甲氧基聚乙二醇-聚乳酸 (2) 将紫杉烷和所述两亲嵌段共聚物溶解在有机溶剂中，而后快速除掉有机溶剂，得到物料A (3) 将物料A加注射用水，水化成束，然后加入冻干赋型剂溶液混合，再通过滤膜积压过滤，滤液分装、冻干。	(1) 两亲嵌段共聚物甲氧基聚乙二醇-聚乳酸， (2) 将紫杉烷和所述两亲嵌段共聚物溶解在有机溶剂中，而后快速除掉有机溶剂，得到物料A；(3) 将物料A加注射用水，水化成束，然后加入冻干赋型剂溶液混合，再通过滤膜积压过滤，滤液分装、冻干。

资料来源：公司招股书，华安证券研究所

注射用顺铂聚合物胶束：顺铂，是一种含铂的抗癌药物，临床上对卵巢癌、前列腺癌、睾丸癌、肺癌、鼻咽癌、食道癌、恶性淋巴瘤、头颈部鳞癌、甲状腺癌及成骨肉瘤等多种实体肿瘤均能显示疗效，但有严重的副作用，如对肾功能损害，神经毒性，耳毒性（平衡/听力损失），长期或大剂量顺铂治疗可能引起严重的贫血等。

公司研发的注射用顺铂聚合物胶束，可以降低毒副作用，实现被动靶向性，进一步满足临床需求。据米内网的数据显示，抗肿瘤药在国内公立医疗机构终端的销售规模近些年实现快速上涨，2016-2019年增速分别为12.44%、16.36%、19.10%、21.30%，2019年抗肿瘤药在国内公立医疗机构终端的销售规模已经达到961亿元，其中注射市场占比达64.74%，口服占35.26%。目前尚未有企业的注射用顺铂聚合物胶束正在申请临床试验或获批上市。公司的注射用顺铂聚合物胶束研发目前已经完成制剂中试研究，正在开展安评研究。

3.2 雷珠单抗注射液在研，协同公司眼科产品

雷珠单抗是一种单克隆抗体片段（FAB），其与贝伐单抗（bevacizumab）是从相同亲本鼠抗体获得，是一种血管生成抑制剂，主要用于治疗湿性（新生血管性）年龄相关性黄斑变性（AMD）。目前在FDA已获批适应症为湿性年龄相关性黄斑变性（AMD）、视网膜静脉阻塞性（RVO）黄斑水肿、糖尿病性黄斑水肿（DME）、糖尿病性视网膜病变（DR）、近视性脉络膜新生血管（mCNV）。根据药智网统计，雷珠单抗全球销售额呈稳步增长的态势，2020年，雷珠单抗全球销售额约为33.77亿美元。

雷珠单抗是基因泰克开发的产品，诺华制药获得了美国以外市场的销售开发

权。2012年4月，诺华制药的雷珠单抗获国家食品药品监督管理总局批准注册上市，商品名为诺适得。诺华制药已于2018年4月完成雷珠单抗注射液的《进口药品注册证》的再注册，暂无其他企业取得药品注册批件。国内研制相同产品的其他公司主要有罗氏中国投资有限公司、上海艾迈医疗科技有限公司、杭州中美华东制药有限公司、上海联合赛尔生物工程有限公司。

图表 36 雷珠单抗全球销售额情况



资料来源：药智网，华安证券研究所

图表 37 2022Q1 眼科用药院内销售 TOP10 品种

药品名称	销售额(亿元)	同比增长率
雷珠单抗注射液	3.6	26%
康柏西普眼用注射液	3.1	15%
阿柏西普眼内注射溶液	1.8	60%
玻璃酸钠滴眼液	1.3	-44%
注射用糜蛋白酶	1.2	19%
普拉洛芬滴眼液	0.87	-3%
七叶洋黄双苜滴眼液	0.58	27%
左氧氟沙星滴眼液	0.57	-2%
妥布霉素地塞米滴眼液	0.48	10%
盐酸奥布卡因凝胶	0.47	29%

资料来源：药融云全国医院销售数据库，华安证券研究所

3.3 仿制药研发梯队良好，积极配置两性健康及老年慢性病领域

目前公司在研仿制药 30 项，其中，两性健康仿制药 5 项，涵盖良性前列腺增生、男性阴茎勃起功能障碍、成年男性的原发性早泄、成年膀胱过度活动导致的尿急尿频、脱发等常见男科疾病，上市后能与“爱廷玖”、“爱廷威”产生协同效应；老年慢性病 12 项，适应症主要包括慢性动脉闭塞、特发性帕金森、阿尔茨海默症、骨质疏松症、类风湿性关节炎、静脉曲张、高尿酸、高血压、老花眼等典型慢性疾病。

3.4 挺进创新药赛道，CKBA 白癜风 II 期临床试验启动

在加强公司自主创新的同时，泰恩康还通过 2023 年 2 月收购的控股子公司博创园切入白癜风创新药赛道，CKBA（赛克乳香酸）软膏将是公司挺进创新药赛道的第一步。白癜风是一种由黑素细胞破坏引起的后天局限性或泛发性色素脱失症，是一种复杂的疾病，其与遗传、环境、代谢和免疫因素有关，该病大部分患者皮损出现在暴露部位，尤其面部，其发病机制复杂，主要有自身免疫学说、遗传学说等。

图表 38 白癜风发病机制

发病机制	主要内容
自身免疫学说	研究表明 50%~80% 的患者体内存在抗黑素细胞的抗体，且白癜风患者常会伴发风湿性疾病、甲状腺疾病等其他自身免疫性疾病
遗传学说	研究表明 25%~30% 的患者有家族聚集现象，但是遗传方式还未明确。目前认为可能是在环境因素和遗传因素的共同作用下发病，被认为属于多基因疾病的范畴

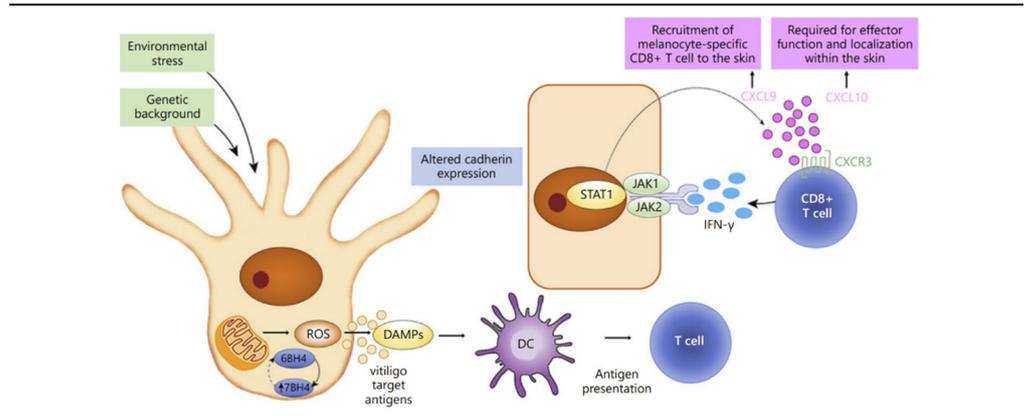
黑色素细胞自毁学说	研究表明白癜风好发于色素加深及暴露的部位，表皮黑色素细胞功能亢进，使黑色素损耗衰退，即表皮黑色素细胞部分或者完全失去功能，从而诱发白癜风
-----------	--

资料来源：武汉大学中南医院公众号，华安证券研究所

除上述机制外，还有创伤学说、自由基损伤学说、微量元素缺乏、微循环障碍等，以上几种因素可协同或独立地破坏皮肤中的黑色素细胞，使黑色素出现生成障碍或黑化过程障碍，最终导致黑色素脱失形成白癜风。

从自身免疫的角度理解，白癜风是一种自身免疫系统异常攻击皮肤表面的黑色素细胞，导致皮表黑色素缺乏而表现为皮肤白斑的自身免疫性皮肤病。具有易感基因的白癜风患者环境的刺激下使其氧化系统发生改变，导致黑色素细胞分泌抗原，并递送至树突状细胞，诱导其成熟为高效的抗原递呈细胞，导致辅助性 T 细胞的活化。白癜风患处的 CD8+T 细胞产生 IFN-γ 等多种细胞因子。IFN-γ 与其受体结合，激活 JAK-STAT 通路，促进黑色素细胞特异性 CD8+T 细胞向皮肤的大量募集，通过正反馈加重病情。

图表 39 白癜风的自身免疫疾病的发病机理



资料来源：Vitiligo: A Review, 华安证券研究所

白癜风病期分为进展期和稳定期，根据 2012 年白癜风全球问题共识大会及专家讨论，将白癜风分为节段型、寻常型、混合型及未定类型，针对白癜风病期和分型，治疗原则进行相应调整。

图表 40 白癜风分型及治疗原则

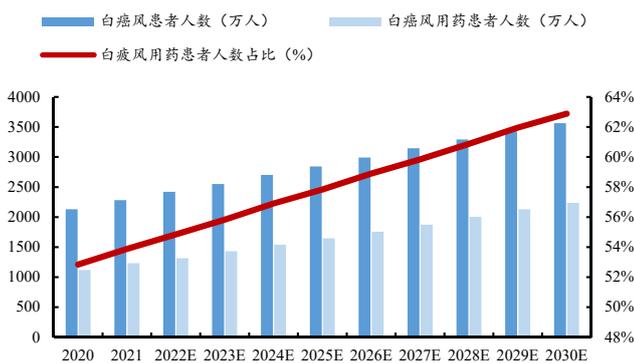
白癜风分型		治疗原则	
		进展期白癜风	稳定期白癜风
节段型	沿某一皮神经节段分布（完全或部分匹配皮肤节段）的单侧不对称白癜风。少数可双侧多节段分布	参考进展期末定类型治疗	自体表皮移植或黑色素细胞移植（至少稳定 6 个月以上），包括自体表皮片移植、微小皮片移植、刃厚皮片移植、自体非培养表皮细胞悬液移植、自体培养黑色素细胞移植等。其他参考稳定期末定类型白癜风治疗
非节段（寻常型）	包括散发型、泛发型、面颈型、	VIDA 积分>3 分系统用激素早期	光疗如 NB-UVB、308nm 准分

常)型	肢端型和黏膜型。散发型指白斑 ≥ 2 片, 面积 1-3 级; 泛发型指白斑面积 4 级 ($>50\%$); 面颈型、肢端型、黏膜型均有发展为泛发型的可能	干预, 此外中医中药、NB-UVB、308nm 准分子激光和准分子光也可选用。快速进展期采用光疗时宜用正常起始量的 1/2-1/3, 可联合系统用激素或抗氧化剂, 避免光疗引起氧化应激而导致皮损扩大。局部外用药物治疗参考进展期末定类型	子激光和准分子光等, 中医中药、自体表皮移植或黑素细胞移植 (暴露部位或患者要求治疗的部位)。局部外用药物治疗参考稳定期末定类型白癜风
混合型	节段型与非节段型并存	可外用糖皮质激素 (简称激素) 或钙调神经磷酸酶抑制剂 (他克莫司软膏、吡美莫司乳膏) 等, 也可外用低浓度光敏药 (如浓度 $<0.1\%$ 的甲氧沙林及含补骨脂的制剂) 或维生素 D3 衍生物; 可选 308nm 准分子激光、准分子光或局部窄谱中波紫外线 (NB-UVB)。快速进展期可考虑系统使用激素早期干预	外用光敏剂、激素、钙调神经磷酸酶抑制剂、维生素 D3 衍生物等; 自体表皮移植及黑素细胞移植; 局部光疗参考进展期末定类型白癜风
未定类型	指单片皮损, 面积为 1 级, 就诊时尚不能确定为节段或非节段型		

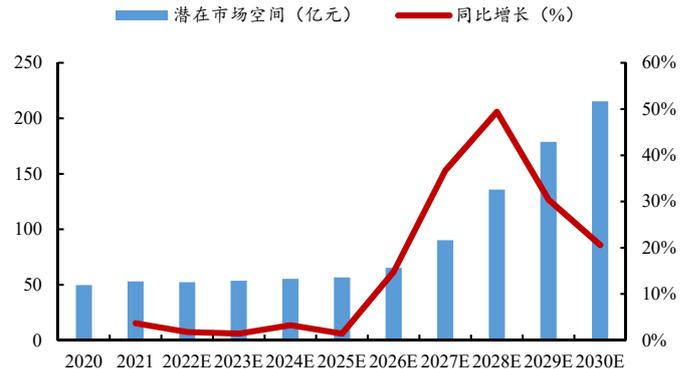
资料来源:《白癜风诊疗共识 (2021 版)》, 华安证券研究所

据共研网统计, 2021 年我国白癜风患者人数共计 2283 万人, 其中用药患者人数 1233 万人, 占白癜风患者总人数的 54.01%, 共研网认为该比例将持续保持增长趋势, 预计 2030 年我国白癜风用药患者人数占比将超过 60%。白癜风病因复杂、靶点模糊、治疗困难, 需要进行长期甚至终身用药, 2021 年我国白癜风药物市场规模 53 亿元, 预计 2030 年中国白癜风潜在市场将超过 200 亿元。

图表 41 2020-2030E 中国白癜风患者及用药患者人数 图表 42 2020-2030E 中国白癜风药物市场规模



资料来源: 共研网, 华安证券研究所



资料来源: 共研网, 华安证券研究所

由于白癜风发病机制尚未完全明确, 所以并无针对性治疗方案, 现有的治疗手段主要有三类: 药物治疗、非药物治疗和辅助治疗。根据中国中西医结合学会皮肤性病专业委员会色素病学组于 2021 年发表的《白癜风诊疗共识》, 目前国内对于白癜风的治疗主要使用糖皮质激素 (TCS)、钙调神经磷酸酶抑制剂 (TCI)、维生

素 D3 衍生物、泼尼松等标签外药物联合激光的治疗方式，疗效有限且长期用药可能出现不良反应，如骨质疏松、消化道出血、头晕头痛等。

图表 43 白癜风治疗方案

治疗方式	治疗手段	具体内容	治疗缺陷
药物治疗	激素治疗	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 局部外用激素，适用于白斑累及面积<3%体表面积的进行期皮损 ▶ 系统用激素 	用药周期长，可能导致全身不良反应
	免疫抑制剂	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 外用钙调神经磷酸酶抑制剂包括他克莫司软膏及吡美莫司乳膏。治疗时间为 3~6 个月，间歇应用可更长。面部和颈部复色效果最好 	引起或加重感染如毛囊炎等
	维生素 D3 衍生物	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 外用卡泊三醇软膏及他卡西醇软膏可用于治疗白癜风，维生素 D3 衍生物可与 NB-UVB、308nm 准分子激光等联合治疗。 ▶ 与外用激素和钙调神经磷酸酶抑制剂联合治疗 	需要与 NB-UVB、308 nm 准分子激光、外用激素和钙调神经磷酸酶抑制剂等联合治疗
	中医中药	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 治疗上进展期以驱邪为主，疏风清热利湿，疏肝解郁；稳定期以滋补肝肾、活血化瘀为主，根据部位选择相应引经药 	注意观察随访如对肝脏的保护
非药物治疗	脱色治疗	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 脱色剂治疗，可外用莫诺苯胺（氢醌单苯醚）或 20%4-甲氧基苯酚乳膏（对苯二酚单甲醚） ▶ 激光治疗，可选 Q755nm、Q694nm、Q532nm 激光 	脱色后需严格防晒，以避免日光损伤及复色
	移植治疗	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 适用于稳定期白癜风（稳定 1 年以上），尤其适用于节段型及未定类型白癜风，其他型别白癜风的暴露部位皮损也可以采用 	治疗需考虑白斑的部位和面积，进展期白癜风及瘢痕体质患者禁用移植治疗
其他疗法	遮盖疗法	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 用于暴露部位皮损，采用含染料的物理或者化学遮盖剂涂搽白斑，使颜色接近周围正常肤色 	无实质治疗作用
	辅助治疗	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 重视健康教育，避免不良的心理应激，避免疲劳熬夜，避免局部压迫和摩擦等 	仅为辅助作用
	维持治疗	<ul style="list-style-type: none"> ▶ 白斑完全恢复正常或者达到患者预期目标后，仍需维持治疗 3~6 个月。局部外用钙调神经磷酸酶抑制剂，每周 2 次，持续使用 3~6 个月，可有效预防复发或脱色现象。光疗达到最大程度复色后改为维持治疗 	

资料来源：《白癜风诊疗共识（2021 版）》，华安证券研究所

目前针对白癜风的靶向药物仅有 Incyte Corp 研发的芦可替尼乳膏获批在美国及欧洲上市，国内尚未有经 CDE 批准治疗白癜风适应症的药物上市。目前国内白癜风的研发格局良好，赛道拥挤度低，白癜风国内尚无有效治疗药物上市，辉瑞的利

特昔替尼进入 III 期临床，泰恩康及博创园生物合作开发的 CKBA 处于 II 期临床，其余药物均处于临床前或 IND 阶段。

图表 44 全球白癜风药物研发格局

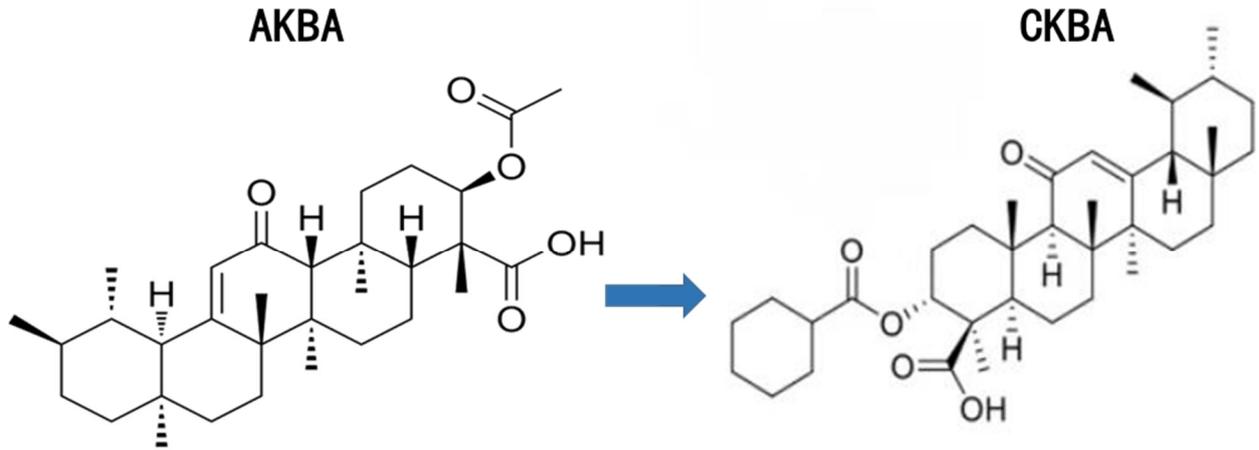
药品名称	中国最高进度	全球最高进度	全球最高进度国家	机构	靶点
芦可替尼	申报临床	批准上市	欧盟/美国	Incyte Corp	JAK1/JAK2
卤米松	-	批准上市	全球其他国家	诺华	-
fibroblast growth factor	-	批准上市	全球其他国家	Issar Pharmaceuticals Pvt Ltd	-
利特昔替尼	III 期临床	III 期临床	中国/日本/美国/欧洲	辉瑞	JAK3/TEC
硫酸艾玛昔替尼	III 期临床	III 期临床	中国	恒瑞医药	JAK1
乌帕替尼	-	II 期临床	日本/美国	雅培制药	JAK1/JAK2/JAK3
Povorcitinib	-	II 期临床	美国	Incyte Corp	JAK1
afamelanotide	-	II 期临床	欧洲/美国	Glinuvel Pharmaceuticals Ltd	MSH
ordesekimab	-	II 期临床	美国	Immunex Corp	IL-15/IL-15R
CKBA	II 期临床	II 期临床	中国	江苏博创园/泰恩康	-
cerdulatinib	-	II 期临床	美国	波托拉制药	JAK/SYK
AS-012	-	II 期临床	美国	太阳制药	-
cannabigerol	-	II 期临床	全球其他国家	Axim Biotechnologies Inc	5-HT1A/ADRA2/CB1
阿巴西普	-	I 期临床	美国	百时美施贵宝	CD28/CTLA4
VYN-201	-	I 期临床	美国	Tay Therapeutics Ltd	BRD
LNK-01001	I 期临床	I 期临床	中国	凌科药业	JAK1
HDM-3010	I 期临床	I 期临床	中国	华东医药	-
EB-06	-	I 期临床	全球其他国家	Light Chain Bioscience	CXCL10
QY-211	I 期临床	I 期临床	中国/美国	启元生物	JAK1/TYK2
EI-001	I 期临床	I 期临床	中国	安立玺荣生	IFNGR/IFNG
枸橼酸托法替布	-	I 期临床	全球其他国家	TWi Biotechnology Inc	JAK1/JAK3

资料来源：药融云，华安证券研究所整理，注：仅考虑白癜风适应症

CKBA 是博创园王宏林教授团队基于乳香中天然产物乙酰基-11-酮- β -乳香酸 (AKBA) 的结构改造，设计筛选出具有靶点新颖、作用机制明确、有效性好、安全性高的 FIC 药物分子。CKBA 通过靶向 ACC1 和 MFE2 调控细胞脂代谢，抑制 CD8+T 细胞产生会杀伤黑色素细胞的效应分子 (IFN- γ) 与发挥效应来治疗白癜风，这种作用机制可解释 CKBA 外用治疗银屑病的显著疗效，同时也支持 CKBA 治疗包括白癜风

在内的其他 CD8+T 细胞介导的自免皮肤病，这意味着 CKBA 可覆盖白癜风、银屑病、特应性皮炎多个适应症。

图表 45 赛克乳香酸(CKBA)是乳香酸 (AKBK) 结构修饰后的化合物



资料来源：MCE，上海交通大学新闻学术网，华安证券研究所

芦可替尼乳膏是唯一一款 FDA 获批用于治疗白癜风进行皮损复色的药物，康哲药业取得芦可替尼乳膏中国独家商业化许可，目前芦可替尼乳膏 (Opzelurra, 100g) 在中国的市场单价约为 6800 元。对 CKBA 远期市场空间规模进行测算，预测 2030 年可达 201.23 亿元。

图表 46 CKBA 市场空间规模测算

	2025	2030
白癜风患者人数 (万人)	2844.41	3563.58
用药患者比例 (%)	57.84	62.89
白癜风用药患者人数 (万人)	1645.79	2235.88
创新药市占率	/	15%
患者年化费用 (万元)	/	0.60
CKBA 市场空间测算	/	201.23

资料来源：共研网，华安证券研究所测算

目前公司 CKBA 白癜风 II 期临床试验正式启动，研发上市有望打开公司未来成长的天花板。此外，据王宏林教授介绍，CKBA 不仅可用于白癜风创新药的研发，还能够拓展至阿尔茨海默症适应症，目前，CKBA 通过靶向 MFE-2 治疗阿尔茨海默症动物，效果显著，潜力无穷。

4 公司盈利预测与估值

4.1 推荐逻辑

代理起家，拓展研发外延成为综合性医药企业

泰恩康成立于1999年，经过20余年的发展，公司已经发展为一家以代理业务为基础，自产产品快速发展的综合性医药公司。公司发展历程分为三个阶段：

(1) 代理运营阶段（1999-2002）；(2) 拓展医疗设备领域阶段（2002-2009）；(3) 切入医药生产阶段（2009至今）。公司实际控制人为郑汉杰、孙伟文夫妇，两人合计直接持有公司36.33%股份。公司产品品类丰富，公司代理产品主要为和胃整肠丸、沃丽汀和强生的吻合器。其中，和胃整肠丸、沃丽汀是公司在国内的独家代理产品；公司自产产品分为化学药、外用药及中药、医疗器材及卫生材料，其中“爱廷玖”盐酸达泊西汀片用于治疗18-64岁男性早泄（PE）患者，为国内“首仿”，其质量、疗效与原研药相同。该产品自2020年上市以来快速放量。2023年前三季度，公司营业收入达5.81亿元，同比增长1.34%，公司归母净利润达1.42亿元，同比增长11.53%。公司销售模式以经销为主，2022年，公司经销收入约5.83亿元，占公司营业收入比例为74.38%。

代理自产齐发力，三大核心品种构筑核心竞争力

和胃整肠丸：竞争格局优，提价策略带来新增长。和胃整肠丸属于肠胃用药中的止泻通便类药物，公司自成立之初便开始代理销售，和胃整肠丸的销售收入从代理第一年的128.28万元，增长至2022年的1.58亿元。2023年上半年，和胃整肠丸贡献销售收入0.96亿元，同比增加55.80%。2023年7月，公司与泰国李万山签署《技术转让合同》，公司受让取得泰国李万山拥有的“和胃整肠丸”全套生产技术，并进行生产线改造，提升其整体产能。本次交易完后，“和胃整肠丸”将成为公司自有OTC药品，进一步扩大公司在品牌中成药领域的生产销售优势。和胃整肠丸有望量价齐升，为公司带来持续增量。

沃丽汀：治疗眼底疾病原研药，知名度和渠道优势助力稳定增长。沃丽汀为日本第一药品产业株式会社生产的原研药，公司为沃丽汀中国总代理，沃丽汀与竞品相比，竞争优势明显。

爱廷玖+爱廷威：爱廷玖PE市场表现亮眼，爱廷威在抗ED市场有望快速放量。抗ED市场成熟，竞争激烈，最初进入中国抗ED药物市场的药企都是外国企业，借助价格和渠道优势，爱廷玖快速放量，2021年销售额达到1.54亿元，同比增长约115%，占公司营业收入比例为23.55%，收入超过和胃整肠丸，成为公司销售额第二大产品。公司自主研发的“爱廷威”他达拉非片于2022年6月获批，并于2022年8月上市销售，其质量、疗效与原研药品等同。“爱廷威”他达拉非片与“爱廷玖”盐酸达泊西汀片形成联动效应，协同打开两性健康市场，增加公司盈利水平。2022年公司两性健康用药实现销售收入2.29亿元，同比增长48.48%；2023年上半年，公司两性健康用药实现销售收入1.44亿元，同比增长36.15%。

三大研发平台，赋能自研药品核心技术

公司以成为创新驱动型综合性医药企业为目标，已建立三大医药研发技术平台：功能性辅料和纳米给药关键技术平台、生物大分子药物关键技术平台以及仿制药开发及一致性评价技术平台。截至2023年6月30日，公司主要的医药自主研发项目34项，其中7项已经提交药品注册批件申请，1项提交了临床试验申请，1项获批开展II期临床试验，形成了良好的梯队。在加强公司自主创新的同时，泰恩康还通过2023年2月收购的控股子公司博创园切入白癜风创新药赛道，CKBA（赛克乳香酸）软膏将是公司挺进创新药赛道的第一步，白癜风缺乏对症药物治疗，国内现有化药均未获批白癜风适应症，市场存在空白。目前国内白癜风的研发格局良好，赛道拥挤度低。目前公司CKBA白癜风II期临床试验正式启动，研发上市有望

打开公司未来成长的天花板。此外 CKBA 不仅可用于白癜风创新药的研发，还能够拓展至阿尔茨海默症适应症，目前，CKBA 通过靶向 MFE-2 治疗阿尔茨海默症动物，效果显著，潜力无穷。

4.2 公司业绩拆分与估值对比

收入预测：

(1) 两性健康用药：爱廷玖 2020 年上市，依靠公司 20 余年积累的 OTC 渠道优势和公司有效的宣传手段，2021 年实现了快速放量，成为公司收入第二高的核心产品。2022 年 8 月，“爱廷威”他达拉非片上市，与爱廷玖具有渠道协同效应，会为公司业绩提供新增量。随着 PE 领域产品品类愈加丰富，市场竞争愈加激烈，相较于 2022 年之前超过 100% 的高增速，结合考虑 2023 年前三季度公司业绩情况，公司两性健康用药收入增速会进一步放缓然后回升一定幅度，预测两性健康用药 2023-2025 年收入增长率分别为 2.00%/30.00%/32.00%；两性健康用药毛利率连续多年维持 90%，预测两性健康用药 2023-2025 年毛利率分别为 90.00%/91.00%/91.00%。

(2) 肠胃用药：公司肠胃用药主要为和胃整肠丸。2019 年，和胃整肠丸销售收入达到 1.43 亿元，2020 年受新冠疫情影响，销售收入下滑 33.57%，2021 年产品销售收入有所回升。目前，和胃整肠丸在市面上处于供不应求状态，公司也密切跟进生产排期，供货情况将有所缓解，销售收入将进一步放量，预测肠胃用药 2023-2025 年收入增长率分别为 35.00%/73.50%/32.00%。2023 年 7 月，公司与泰国李万山签署《技术转让合同》，“和胃整肠丸”将成为公司自有 OTC 药品，毛利率进一步提升，预测肠胃用药 2023-2025 年毛利率分别为 90.00%/92.00%/92.00%。

(3) 眼科用药：公司眼科用药主要为沃丽汀，为处方药。2018 年至 2021 年，沃丽汀收入增长较为稳定。公司设有专门的眼科事业部，主要针对沃丽汀的市场推广和销售，后续该产品的增长保持稳中有升态势，故预测眼科用药 2023-2025 年眼科用药收入增长率分别为 2.00%/10.00%/10.00%；眼科用药毛利率连续多年维持 35% 左右，预测眼科用药 2023-2025 年毛利率分别为 35.00%/35.00%/35.00%。

图表 47 收入拆分预测（单位：百万元）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
总收入	496.39	708.98	653.65	783.48	815.06	1061.97	1374.34
YOY	-3.40%	42.83%	-7.80%	19.86%	4.03%	30.29%	29.41%
毛利	211.07	388.68	327.62	456.09	492.13	717.51	951.08
综合毛利率	42.52%	54.82%	50.12%	58.21%	60.38%	67.56%	69.20%
两性健康用药	13.30	71.54	153.93	228.55	233.12	303.06	400.04
YOY	-29.93%	437.89%	115.17%	48.48%	2.00%	30.00%	32.00%
毛利率	49.70%	81.30%	90.79%	90.41%	90.00%	91.00%	91.00%
占比	2.68%	10.09%	23.55%	29.17%	28.60%	28.54%	29.11%
肠胃用药	143.4	95.24	115.79	158.01	213.31	370.10	488.53
YOY	11.53%	-33.58%	21.58%	36.46%	35.00%	73.50%	32.00%
毛利率	74.92%	73.25%	77.28%	80.04%	90.00%	92.00%	92.00%
占比	28.89%	13.43%	17.71%	20.17%	26.17%	34.85%	35.55%
眼科用药	183.47	169.65	202.66	185.42	189.13	208.04	228.85
YOY	8.61%	-7.53%	19.46%	-8.51%	2.00%	10.00%	10.00%
毛利率	32.58%	35.27%	38.78%	39.10%	35.00%	35.00%	35.00%

占比	36.96%	23.93%	31.00%	23.67%	23.20%	19.59%	16.65%
中成药及外用药	88.17	96.28	98.61	104.14	117.58	123.46	141.98
YOY	-13.14%	9.20%	2.42%	5.61%	12.91%	5.00%	15.00%
毛利率	18.71%	19.84%	15.31%	10.80%	10.00%	10.00%	10.00%
占比	17.76%	13.58%	15.09%	13.29%	14.43%	11.63%	10.33%
卫生材料及其他	14.35	5.48	6.12	9.65	10.62	11.15	13.37
YOY	-9.92%	-61.81%	11.68%	57.68%	10.00%	5.00%	20.00%
毛利率	21.60%	24.82%	-	-	20.00%	20.00%	20.00%
占比	2.89%	0.77%	0.94%	1.23%	1.30%	1.05%	0.97%
医药技术服务	2.78	4.16	15.42	34.20	51.30	46.17	101.57
YOY	-89.53%	49.64%	270.67%	121.79%	50.00%	-10.00%	120.00%
毛利率	5.04%	28.61%	17.12%	73.86%	20.00%	30.00%	40.00%
占比	0.56%	0.59%	2.36%	4.37%	6.29%	4.35%	7.39%

资料来源: iFinD, 华安证券研究所测算

可比估值:

基于泰恩康的业务结构是代理+自产, 为保证可比公司业务类型和发展规模更具可比性, 我们选取申万行业Ⅲ级化学制剂板块中与泰恩康业务模式相近且当前总市值在 70~80 亿元区间内的可比公司: 千红制药、鲁抗医药、复旦张江。参照 iFinD 一致预测, 截至 2024 年 2 月 21 日收盘价, 可比公司对应 2023 年的预期 PE 平均水平为 35x, 我们预测泰恩康 2023 年预期 PE 为 43x。

图表 48 可比公司估值情况

公司名称	代码	最新收盘价 (元)	归母净利润 (百万元)				PE (倍)		
			22A	23E	24E	25E	23E	24E	25E
千红制药	002550.SZ	5.01	323.41	246.94	347.13	433.57	26.22	18.66	14.94
鲁抗医药	600789.SH	6.01	138.01	263.99	293.38	344.54	19.89	17.90	15.24
复旦张江	688505.SH	7.69	138.00	133.08	94.84	110.85	57.64	80.88	69.20
平均							34.58	39.15	33.13
泰恩康	301263.SZ	13.82	174.61	178.96	267.17	358.51	42.99	28.79	21.46

资料来源: iFinD, 华安证券研究所

我们预计, 公司 2023-2025 年收入分别为 8.15/10.62/13.74 亿元, 同比增长 4.0%/30.3%/29.4%, 归母净利润分别 1.79/2.67/3.59 亿元, 同比增长 2.5%/49.3%/34.2%, 对应 2023-2025 年 EPS 分别为 0.42/0.63/0.84 元, 对应估值分别为 43X/29X/21X。首次覆盖, 给予“买入”投资评级。

风险提示:

研发风险: 公司保持了较大的研发投入, 若相关研发项目最终未能通过药品注册审批, 则可能导致药品研发失败, 进而影响到公司前期投入的回收和公司效益的实现。

代理运营业务的经营风险: 代理运营业务是公司重要的收入和利润来源, 代理权的稳定性对公司经营业绩有重大影响。

进口药品注册证到期再注册风险: 公司主要代理产品沃丽汀、保心安油均系进口药品, 若在相关进口注册证书有效期届满时, 再注册申请未能通过审核或审核耗

时过长，将可能导致公司不能继续进口有关产品，对公司的正常生产经营造成不利影响。

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	1533	1425	1733	2149	营业收入	783	815	1062	1374
现金	807	718	886	1133	营业成本	327	323	344	423
应收账款	269	268	368	467	营业税金及附加	8	8	11	14
其他应收款	4	4	4	6	销售费用	157	171	234	302
预付账款	17	11	12	17	管理费用	55	61	85	110
存货	81	85	86	107	财务费用	-3	-12	-11	-13
其他流动资产	356	339	378	419	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	506	595	581	566	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	9	0	0	0
固定资产	240	272	260	246	营业利润	209	211	314	422
无形资产	66	66	66	66	营业外收入	2	0	0	0
其他非流动资产	199	257	256	254	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	2039	2020	2314	2716	利润总额	207	211	314	422
流动负债	156	117	143	187	所得税	33	32	47	63
短期借款	20	0	0	0	净利润	175	179	267	359
应付账款	57	45	52	65	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	80	72	91	121	归属母公司净利润	175	179	267	359
非流动负债	29	41	41	41	EBITDA	231	228	332	438
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.79	0.42	0.63	0.84
其他非流动负债	29	41	41	41					
负债合计	185	158	185	228					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	236	425	425	425					
资本公积	1109	920	920	920					
留存收益	509	517	784	1142					
归属母公司股东权益	1854	1862	2130	2488					
负债和股东权益	2039	2020	2314	2716					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	149	229	183	262
净利润	175	179	267	359
折旧摊销	34	29	29	30
财务费用	5	0	0	0
投资损失	-9	0	0	0
营运资金变动	-54	-4	-113	-126
其他经营现金流	228	208	380	484
投资活动现金流	-353	-128	-15	-15
资本支出	-90	-73	-15	-15
长期投资	-272	0	0	0
其他投资现金流	9	-55	0	0
筹资活动现金流	873	-190	0	0
短期借款	-88	-20	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	59	189	0	0
资本公积增加	993	-189	0	0
其他筹资现金流	-91	-170	0	0
现金净增加额	669	-89	168	248

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	19.9%	4.0%	30.3%	29.4%
营业利润	51.0%	0.6%	49.3%	34.2%
归属于母公司净利	45.4%	2.5%	49.3%	34.2%
获利能力				
毛利率 (%)	58.2%	60.4%	67.6%	69.2%
净利率 (%)	22.3%	22.0%	25.2%	26.1%
ROE (%)	9.4%	9.6%	12.5%	14.4%
ROIC (%)	8.8%	9.0%	12.1%	13.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	9.1%	7.8%	8.0%	8.4%
净负债比率 (%)	10.0%	8.5%	8.7%	9.2%
流动比率	9.81	12.22	12.10	11.52
速动比率	9.08	11.29	11.31	10.76
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.40	0.49	0.55
应收账款周转率	3.08	3.03	3.34	3.29
应付账款周转率	6.33	6.36	7.08	7.18
每股指标 (元)				
每股收益	0.79	0.42	0.63	0.84
每股经营现金流	0.35	0.54	0.43	0.62
每股净资产	7.84	4.38	5.00	5.85
估值比率				
P/E	41.14	42.99	28.79	21.46
P/B	4.14	4.13	3.61	3.09
EV/EBITDA	29.92	30.58	20.50	14.98

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，研究所副所长、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、诚通证券和华西证券研究所，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。受邀产业投资机构、产业峰会、上市公司、主流财经媒体等交流演讲。曾获得 Wind 金牌分析师、2023 中经医药大健康产业深具影响力分析师等。

分析师：李昌幸，主要负责消费医疗（药店+品牌中药+OTC）、生命科学上游、智慧医疗领域行业研究。山东大学药学本科、中南财经政法大学金融硕士，曾任职于某国产科学仪器公司、华西证券研究所。

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述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。