

医药主业持续发力，金融赋能，老牌药企迎来新发展

——吉林敖东(000623.SZ)首次覆盖报告

增持|首次推荐

报告要点:

● “医药+金融+大健康”多轮驱动的老牌制药企业

公司深耕医药行业多年，公司以制药为核心主业，积极布局大健康领域，同时持有大量优质金融资产并广泛进行投资，逐渐形成以“医药+金融+大健康”多轮驱动模式快速发展的大型企业。

● 中药稳步增长，依托核心产品发展梯度产品群

中药产品近年来稳中有进，2022年中药营业收入16.92亿元，占营业收入比重为59.01%。中药逐渐形成以安神补脑液、小儿柴桂退热口服液以及血府逐瘀口服液三大核心产品为主，同时积极培育相关梯度产品的架构，其中安神补脑液2022年销售收入突破6亿元，是公司目前最核心的产品，在同类产品中处于领先地位。中药配方颗粒未来前景广阔，公司积极布局扩大相关产能，有望抢占行业高地。

● 化药触底回升，大健康业务蓬勃发展

化药主要品种核糖核酸II和小牛脾提取物注射液近年来受国家相关政策等影响，销售收入下滑。其中核糖核酸II已于2023年调出重点监控目录，小牛脾提取物注射液目前占化药份额较小，且公司积极培育其他潜力品种，化药业务有望实现触底反弹。公司大健康业务近年来发展迅速，2023年上半年收入为2.04亿元，同比增长303.76%。公司结合传统电商与新型数字电商直播模式助推大健康业务快速发展。

● 广发证券提供安全边际，优质资产反哺医药

广发证券多年来为公司提供稳定收益，截至2023年上半年，公司及子公司持有广发总股本的19.72%，2023年上半年，公司对广发证券的投资收益为8.43亿元，同比增长11.78%。同时公司成立医药基金，着重投资相关医药新兴企业，寻求未来合作，反哺医药主业。

● 投资建议与盈利预测

我们预计中药业务稳步增长，化药业务企稳回升，中药配方颗粒和大健康业务有望为公司带来业绩增量。我们预测2023-2025年医药业务的净利润为2.76/3.26/3.79亿元。医药业务2024年对应市值48.9亿元，公司持有广发证券股权对应市值174.8亿元，公司目标总市值223.7亿元，目前市值181亿元，当前价值低估。首次覆盖，给予“增持”评级。

● 风险提示

医药行业政策风险、中药原材料价格波动风险、产品销售不及预期风险

附表：盈利预测

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2303.76	2868.21	3451.00	4080.00	4735.00
收入同比(%)	2.31	24.50	20.32	18.23	16.05
归母净利润(百万元)	1780.50	1780.64	1862.31	2114.11	2199.61
归母净利润同比(%)	4.19	0.01	4.59	13.52	4.04
ROE(%)	7.16	6.84	6.72	7.18	7.04
每股收益(元)	1.53	1.53	1.60	1.82	1.89
市盈率(P/E)	9.79	9.78	9.36	8.24	7.92

资料来源: wind, 国元证券研究所

当前价: 14.60元

基本数据

52周最高/最低价(元): 17.75 / 13.55

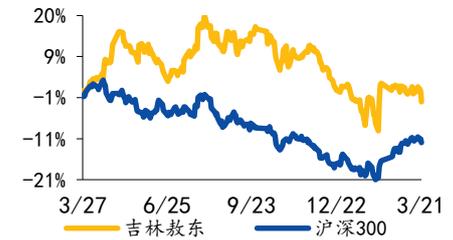
A股流通股(百万股): 1236.76

A股总股本(百万股): 1241.07

流通市值(百万元): 18056.64

总市值(百万元): 18119.61

过去一年股价走势



资料来源: Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 马云涛

执业证书编号 S0020522080001

电话 021-51097188

邮箱 mayuntao@gyzq.com.cn

目 录

1. 吉林敖东：金融赋能，医药+大健康协同发展	4
1.1 历史底蕴深厚，深耕医药多年	4
1.2 股权结构稳定，高管持续增持	4
1.3 业绩逐渐回暖，医药迎来契机	6
2. 聚焦中药核心，谋求产品突破	8
2.1 安神补脑液前景广阔，细分领域行业领先	8
2.2 儿科产品需求上升，小儿柴桂持续放量	10
2.3 心脑血管领域发力，血府逐瘀应用广泛	12
2.4 核心产品二次开发，配方颗粒扩大产能	13
3. 化药逐步修复，部分产品增量显著	15
4. 积极布局大健康行业，商业板块稳步发展	17
5. 广发证券提供稳定收益，着重医药领域投资	19
6. 盈利预测	21
6.1 公司收入拆分	21
6.2 可比公司估值比较	23
7. 风险提示	24

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：公司股权结构（截至 2023.12.12）	5
图 3：公司近年营收及增长率（亿元，%）	6
图 4：公司近年扣非净利润及增长率（亿元，%）	6
图 5：按主要产品分收入结构（%）	7
图 6：按主要产品分收入结构（亿元）	7
图 7：公司主要产品近年毛利率（%）	7
图 8：可比公司毛利率变化情况（%）	7
图 9：公司近年销售、管理、研发费用率（%）	8
图 10：公司近年公司人员结构图（按专业分）（人）	8
图 11：公司中成药核心产品	8
图 12：医院安神补脑类药物销售情况（亿元，%）	9
图 13：医院安神补脑液公司销售额占比（%）	9
图 14：公司安神补脑液销售情况（亿元，%）	10
图 15：安神补脑液在公司中成药业务营收占比（%）	10
图 16：公司小儿柴桂退热口服液销售情况（百万元，%）	11
图 17：医院小儿柴桂退热类药物公司销售额占比（%）	11
图 18：公司血府逐瘀口服液销售情况（百万元，%）	13
图 19：吉林敖东中药物种基因鉴定数据库系统页面	15
图 20：公司核糖核酸 II 销售情况（亿元，%）	16

图 21: 医院小牛脾提取物注射液销售情况 (亿元, %)	16
图 22: 公司注射用赖氨匹林销售情况 (万元, %)	17
图 23: 公司赖氨匹林原料销售情况 (万元, %)	17
图 24: 中国居民人均医疗保健支出情况 (元, %)	18
图 25: 公司大健康业务收入情况 (亿元, %)	18
图 26: 公司连锁店批发和零售业务销售情况 (亿元, %)	18
图 27: 公司连锁药房门店数量 (家)	18
图 28: 公司对广发证券投资收益情况 (亿元)	19
表 1: 公司核心管理层增持情况	5
表 2: 2020 年中国实体药店终端安神补脑药 TOP10	9
表 3: 国家发布的儿科药相关政策法规 (2022.02-2024.02)	10
表 4: 2023H1 中国城市端实体药店终端儿科中成药品牌 TOP20	11
表 5: 公司主要二次开发项目	13
表 6: 公司主要化学药品	15
表 7: 截至 2023 年上半年末公司主要的交易性金融资产情况 (元)	19
表 8: 截至 2023 年上半年末公司产业基金投资项目上市情况	20
表 9: 吉林敖东收入拆分 (亿元, %)	21
表 10: 医药业务可比公司估值对比	23
表 11: 广发证券可比公司估值对比	24

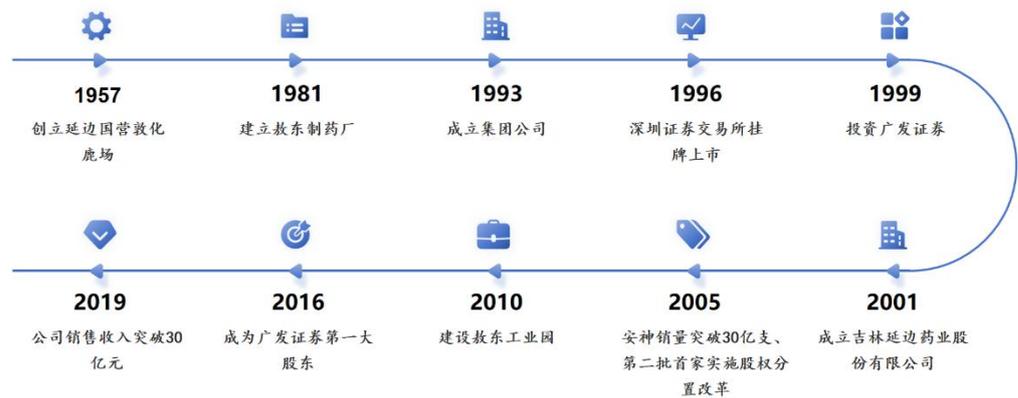
1. 吉林敖东：金融赋能，医药+大健康协同发展

1.1 历史底蕴深厚，深耕医药多年

吉林敖东(股票代码:000623.SZ)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,正式成立延边敖东药业(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,公司建立母子公司体制,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。

公司经过了数十年的发展,打造了企业独特竞争优势。以金融优势助推实体产业的发展,公司现有药品生产批准文号616个,其中中药生产批准文号311个,化学药品生产批准文号305个,包含47个独家品种、独家剂型产品。2014年8月被吉林省商务厅认定为“吉林老字号”,2024年2月,根据中国商务部等5部门《关于公布第三批中华老字号名单的通知》,公司被评为“中华老字号”,且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: 公司发展历程



资料来源: 公司官网, 国元证券研究所

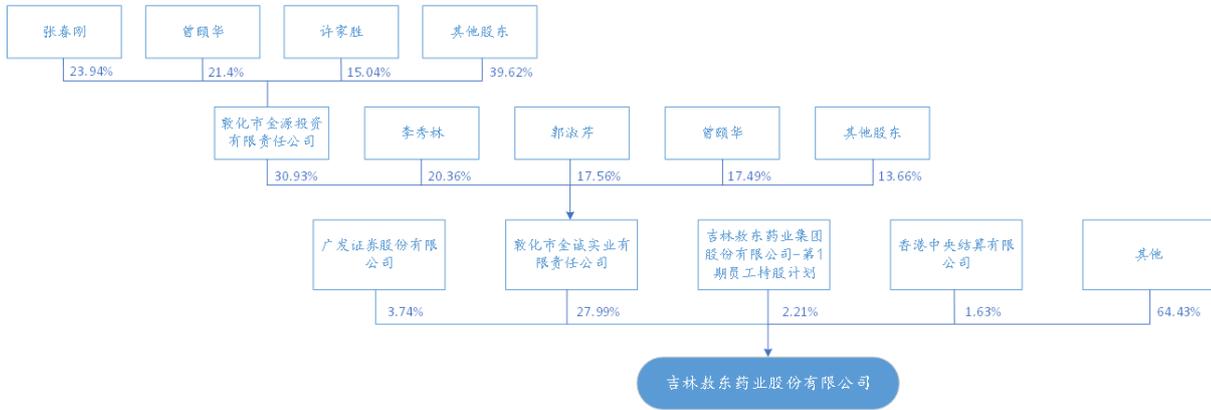
1.2 股权结构稳定，高管持续增持

股权结构稳定, 为企业的长期发展夯实基础。截至2024年2月5日, 公司第一大股东为敦化市金诚实业有限责任公司, 持股比例为27.99%。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, 多方已签署《一致行动人协议》, 存在一致行动关系。截至2023年12月12日, 李秀林先生、敦化市金源投资有限责任公司及5名金诚公司股东共持有金诚公司4,971.61万元出资额, 合计占金诚公司注册资本的92.20%。

李秀林先生1953年3月出生, 大学本科学历、研究员、正高级经济师, 中共党员。自1972年任公司前身吉林省延边敦化鹿场医生, 1982年开始担任延边敖东制药厂厂长、工程师, 后又担任延边州敦化鹿场场长。1993年2月至2000年2月任延边敖东药业(集团)股份有限公司(1998年10月更名为吉林敖东药业集团股份有限

公司)董事长兼总经理,自2000年2月至今任吉林敖东药业集团股份有限公司董事长。

图 2: 公司股权结构 (截至 2023.12.12)



资料来源: iFind, 国元证券研究所

管理层持续增持, 助力公司长期发展。基于对公司未来持续稳定发展的信心和长期投资价值的认可, 公司核心管理层多次在二级市场增持公司股票, 有利于增强投资者信心, 带动公司的长远发展。

表 1: 公司核心管理层增持情况

增持时间	姓名	职位	增持金额 (万元)	增持股数 (股)
2020年6月4日	郭淑芹	副董事长、总经理	507.70	330,000
	李秀林	董事长	803.98	571,800
	郭淑芹	副董事长、总经理	552.50	392,000
	陈永丰	监事长	42.28	30,000
	杨凯	董事、副总经理	42.20	30,000
	张淑媛	董事、副总经理、财务总监	42.29	30,000
2022年5月9日	王振宇	董事、副总经理、董事会秘书	42.30	30,000
	赵大龙	董事	42.33	30,000
	张明晶	监事	8.45	6,000
	李安宁	监事	28.20	20,000
	林晓林	副总经理	14.09	10,000
	李秀林	董事长	421.68	300,000
	郭淑芹	副董事长、总经理	281.98	200,000

增持时间	姓名	职位	增持金额 (万元)	增持股数 (股)
2024年1月18日	陈永丰	监事长	42.67	30,047
	杨凯	董事、副总经理	42.44	30,000
	张淑媛	董事、副总经理、财务总监	42.12	30,000
	王振宇	董事、副总经理、董事会秘书	42.92	30,100
	赵大龙	董事	31.79	22,500
	张明晶	监事	14.02	10,000
	李安宁	监事	42.21	30,000
	林晓林	副总经理	14.13	10,010

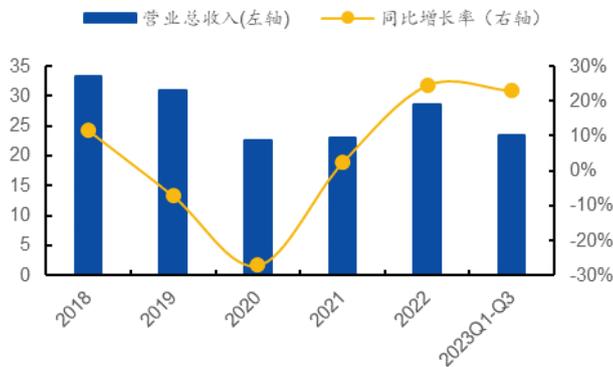
资料来源：公司公告，国元证券研究所

1.3 业绩逐渐回暖，医药迎来契机

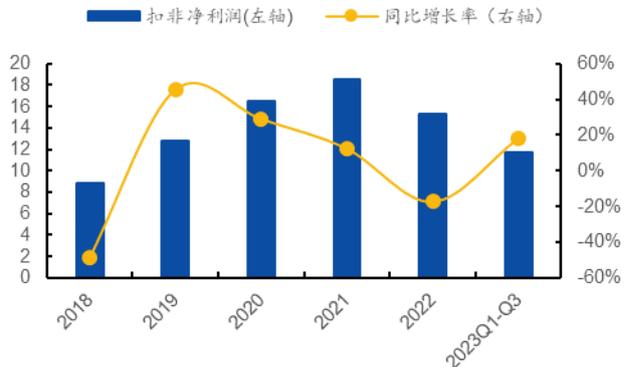
公司业绩度过低点，净利润增长可观。2018年起受到政策影响，公司化学药物营收承压，叠加新冠疫情冲击，公司2019年和2020年营业收入持续下降。2021年开始营业收入逐渐回暖，2022年继续增长，2023年前三季度公司实现营收23.54亿元，同比增长23.06%；实现归母净利润12.74亿元，同比增长44.72%；实现扣非净利润11.72亿元，同比增长18.19%。

图3：公司近年营收及增长率（亿元，%）

图4：公司近年扣非净利润及增长率（亿元，%）



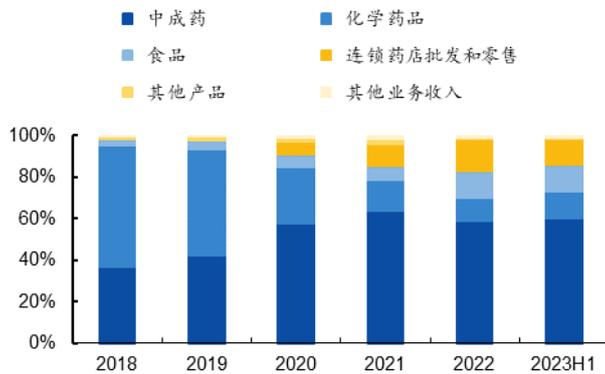
资料来源：iFind，国元证券研究所



资料来源：iFind，国元证券研究所

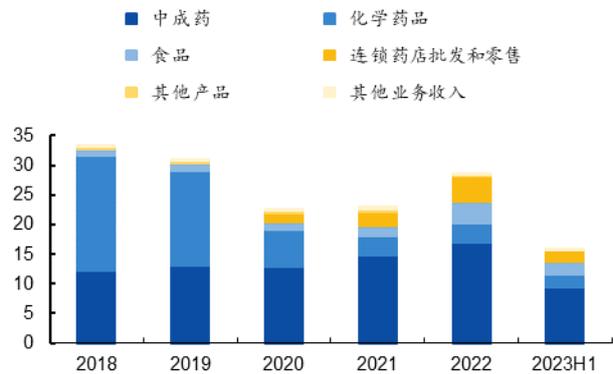
从收入结构来看，中成药是目前公司的主要业务。依托公司部分明星产品的带动作用，中成药的收入实现稳步提升，中成药的收入占比从2018年的36.53%上升到2023H1中的59.89%。化学药品近年来的占比有所下降，从2018年的58.84%下降至2023年年中的13.36%，主要是由于公司化学药品中的主要产品“注射用核糖核酸II”于2019年6月被列入《第一批国家重点监控合理用药药品目录》，2023年注射用核糖核酸II已经被调整出重点监控目录，后续公司化学药品营收有望迎来修复。

图 5：按主要产品分收入结构（%）



资料来源：iFind，国元证券研究所

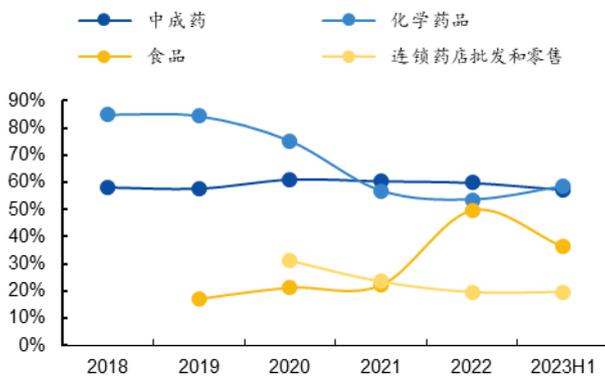
图 6：按主要产品分收入结构（亿元）



资料来源：iFind，国元证券研究所

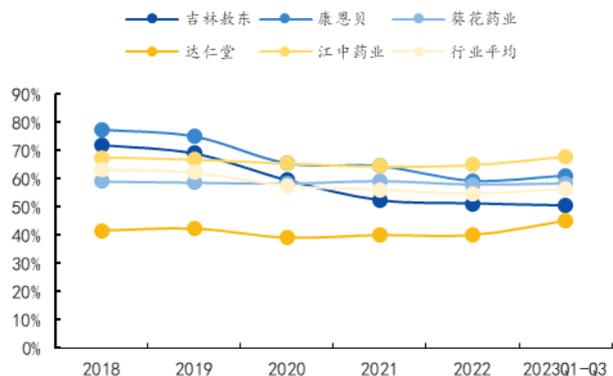
公司中药涵盖安神补脑、心脑血管、儿科、妇科、代谢及消化系统、血液循环系统、清热解毒、感冒发烧等多个治疗领域的产品。在安神补脑、心脑血管等中医优势领域，公司通过多年发展，形成了以明星产品带动相关梯度产品群的发展战略，公司中药板块毛利率维持在 60% 以上，近几年一直保持平稳。化学药品受相关政策影响，2019 年和 2020 年毛利率持续下降，随着产品结构调整逐步结束，2021 年开始化药业务毛利率也已经基本平稳。

图 7：公司主要产品近年毛利率（%）



资料来源：iFind，国元证券研究所

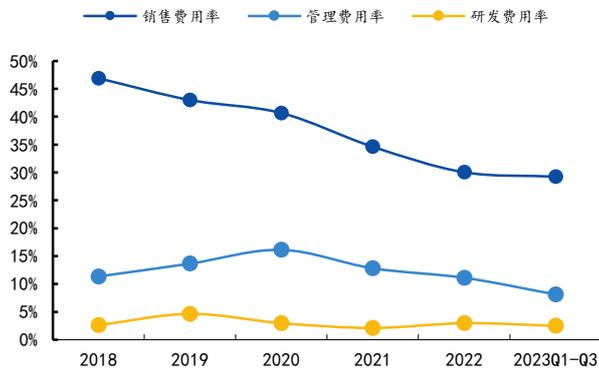
图 8：可比公司毛利率变化情况（%）



资料来源：iFind，国元证券研究所

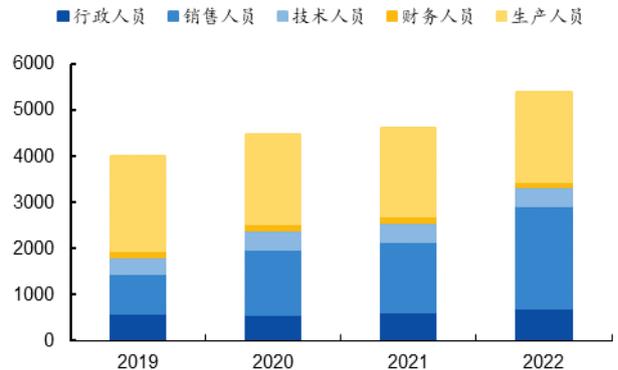
公司销售费用率和管理费用率呈现下降趋势，降本增效初具雏形。管理方面：公司创新现代企业管理制度，优化法人治理结构，实施母子公司管理体制。以契约的形式明确责权利，充分发挥现代企业制度的管理优势。销售方面：在中药营销方面，以“三司三部”专业营销队伍经营为核心，构建重点品种和潜力品种梯队发展的品种群，保持营销稳步发展。在化药营销方面，采用自营与招商代理并存的营销模式，构建了遍布全国的销售网络。同时，公司与辛选集团达成战略合作，尝试电商、直播带货等销售模式。最后，近年来公司加强了销售管理，母公司对子公司进行定期的业绩考核，实行绩效激励。2019-2022 年间，公司销售人员数量复合增速达到 37%，2022 年公司销售人员数量达到 2212 人。

图 9：公司近年销售、管理、研发费用率（%）



资料来源：iFind，国元证券研究所

图 10：公司近年公司人员结构图（按专业分）（人）

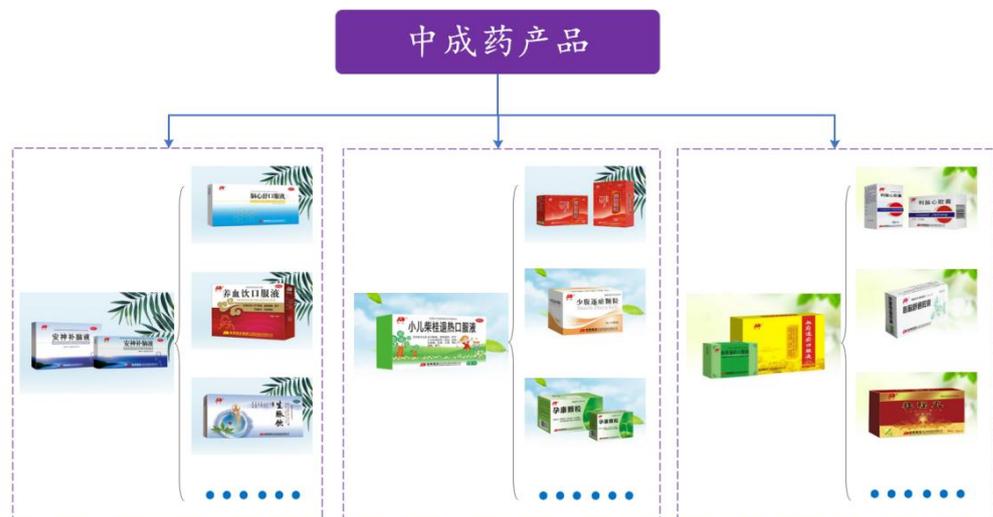


资料来源：iFind，国元证券研究所

2. 聚焦中药核心，谋求产品突破

明星产品为核心，培育相关产品群。中药为公司主要收入来源，2022 年中药营业收入 16.92 亿元，占营业收入比重为 59.01%。公司中药涵盖安神补脑、心脑血管、儿科、妇科、代谢及消化系统、血液循环系统、清热解毒、感冒发烧等多个治疗领域的产品。公司通过多年发展，形成了安神补脑液、小儿柴桂退热口服液、血府逐瘀口服液 3 个核心大品种，并以此为基础，逐步培育重点品种和潜力品种，形成梯队发展的品种群。

图 11：公司中成药核心产品



资料来源：公司官网，国元证券研究所

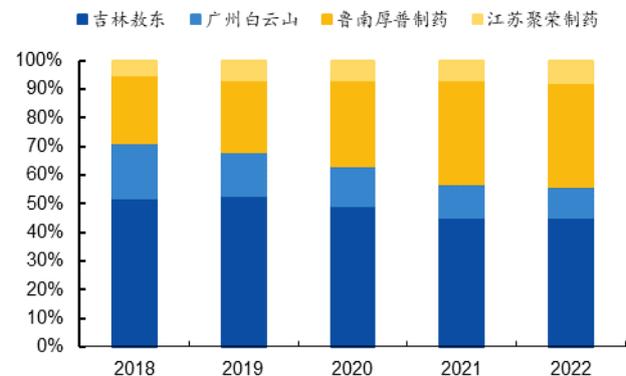
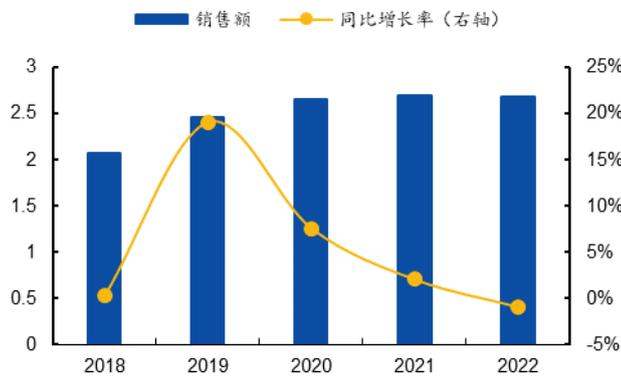
2.1 安神补脑液前景广阔，细分领域行业领先

安神类药物需求上升，市场前景广阔。目前，市场上主要有两大类人群服用安神补脑

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。伴随生活与工作节奏的加快，当下青壮年人群压力上升，失眠人群也逐步攀升。根据《2023 年中国睡眠健康洞察报告》显示，国人睡眠时长低于世界均值，近半数人不满睡眠现状，情绪性失眠成为影响睡眠的主因。据调研，全国有七成以上的受访者存在失眠问题。从性别比例来看，男性的“平均睡眠时长”短于女性，女性受到“失眠困扰”的比例更高。但无论处在哪个年龄段，均受到不同程度的情绪性失眠影响。安神补脑液的相应市场销售前景广阔，且公司该单品在中成药该类产品细分领域占有绝对优势，在目前市场份额中的占比为 60%-70%。

图 12：医院安神补脑类药物销售情况（亿元，%）

图 13：医院安神补脑液公司销售额占比（%）



资料来源：药智数据，国元证券研究所

资料来源：药智数据，国元证券研究所

安神补脑液长期发展，积累一定竞争优势。安神补脑液作为公司“明星产品”已有 40 年的发展历史，长期的沉淀使产品具有良好的口碑与认可度。产品主要成分为鹿茸、制何首乌、淫羊藿、干姜、大枣、维生素 B1，主要用于肾精不足、气血两亏所致的头晕、乏力、健忘、失眠。从安神补脑液的原材料构成上看，主要原材料鹿茸、淫羊藿等名贵药材都是具备长白山地理环境优势的中药材资源，其独特的地域环境，保障了安神补脑液的产品品质和疗效。且公司依托中药口服制剂工程研究中心和中药中试检测科技创新中心 2 个研发平台，不断提升产品科技含量，安神补脑液具有发明专利 2 项，相关学术论文 25 篇。

表 2：2020 年中国实体药店终端安神补脑药 TOP10

排名	产品名称	市场份额
1	安神补脑液	22.85%
2	百乐眠胶囊	9.44%
3	参芪五味子胶囊	7.53%
4	乌灵胶囊	5.91%
5	脑心舒口服液	4.37%
6	柏子养心丸	3.23%

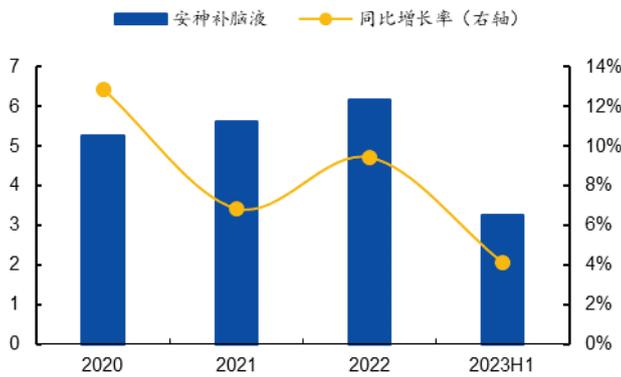
排名	产品名称	市场份额
7	抗衰老片	2.41%
8	复方枣仁胶囊	2.20%
9	枣仁安神胶囊	2.15%
10	灵芝胶囊	1.96%

资料来源：米内网公众号，国元证券研究所

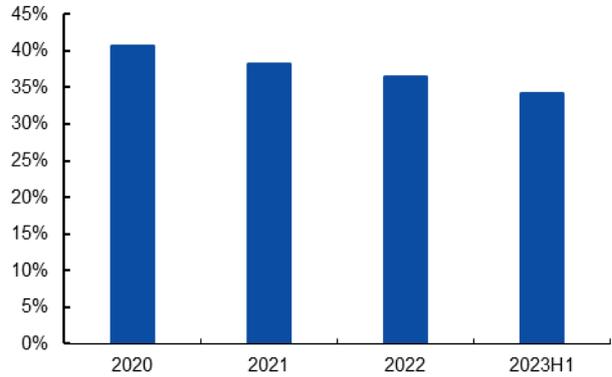
依托安神补脑液优势，发展相关梯度品种群。2018-2022 年间，安神补脑液销售收入复合增速达 10.8%，且 2022 年公司安神补脑液销售额首次突破 6 亿元。安神补脑液在同类产品中占据领先地位，且具备品牌效应。公司依靠安神补脑液作为大品种的品牌优势、渠道优势，实施“安神+”组合，打造以安神补脑液为主的产品组合营销策略，带动脑心舒口服液、养血饮口服液、生脉饮口服液、参芪王浆养血口服液等多品种群快速发展。脑心舒口服液 2023 年上半年的销售额为 4824 万元，同比增长 367.88%。养血饮口服液 2023 年上半年的销售额为 2365 万，同比增长 44.75%。“安神+”组合战略效果显著。

图 14：公司安神补脑液销售情况（亿元，%）

图 15：安神补脑液在公司中成药业务营收占比（%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所



资料来源：ifind，国元证券研究所

2.2 儿科产品需求上升，小儿柴桂持续放量

儿童用药困难，相关政策松绑。儿童用药的合理性以及安全性问题一直是我国儿科领域的一大问题，儿童部分用药的剂量难以准确量化，且儿童新药研发相对困难面临临床困难等困境，部分罕见病适用人群有限，利润相对薄弱。而儿童免疫系统尚未发育完善，患病率又相对较高。儿童用药相关问题亟需解决。近年来，我国政府出台了一系列政策来解决儿童用药困难等问题。2024 年出台的《关于推进儿童医疗卫生服务高质量发展的意见》中再次强调“进一步补齐儿科短板”等内容，儿科领域迎来机遇。

表 3：国家发布的儿科药相关政策法规（2022.02-2024.02）

发布时间	政策文件
2022.04	国家药监局关于公开征求《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

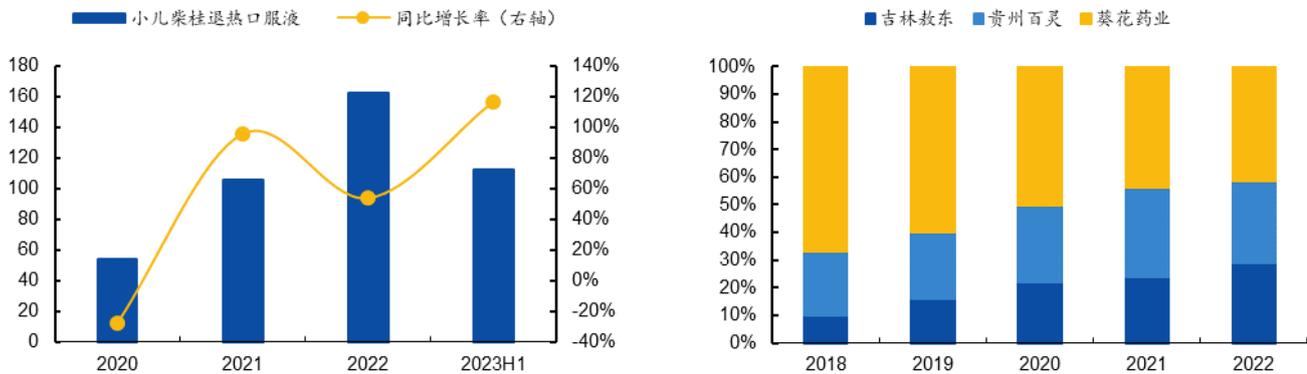
儿童用药信息的工作流程》意见的通知

2022.06	国家药监局关于公开征求《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）》意见的通知
2022.06	国家药监局关于公开征求《儿童用药沟通交流申请及管理程序（征求意见稿）》意见的通知
2022.11	国家药监局关于公开征求《儿童抗肿瘤药物临床研发技术指导原则》意见的通知
2023.01	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
2023.05	国家药监局关于发布《已上市药品说明书增加儿童用药信息工作程序（试行）》的公告
2024.01	国家卫健委及有关部门发布《关于推进儿童医疗卫生服务高质量发展的意见》

资料来源：政府官网，国家药品监督管理局，国元证券研究所

儿科中成药市场恢复，小儿柴桂重拾增速。中成药相对西药来说，药性温和且副作用较小，在儿童群体中应用广泛。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。公司小儿柴桂退热口服液为全国独家专利产品，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。同时公司近年来加大对 OTC 渠道的开拓，加强了营销力度与绩效管理。小儿柴桂退热口服液销量增速显著，2023 年上半年销售额为 1.12 亿元，同比增长率 116.26%。

图 16：公司小儿柴桂退热口服液销售情况（百万元，%） 图 17：医院小儿柴桂退热类药物公司销售额占比（%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

资料来源：药智数据，国元证券研究所

院内销售方面，公司小儿柴桂退热类药物中的公司占比份额从 2018 的 10% 上升到了 2022 年的 29%，复合增长率 30.5%。OTC 销售方面，2023 年上半年，公司小儿柴桂退热口服液在国内城市端实体药店终端儿科中成药中销售额为 0.29 亿元，同比去年上半年增长 253.37%，公司小儿柴桂退热口服液销量增速显著。

表 4：2023H1 中国城市端实体药店终端儿科中成药品牌 TOP20

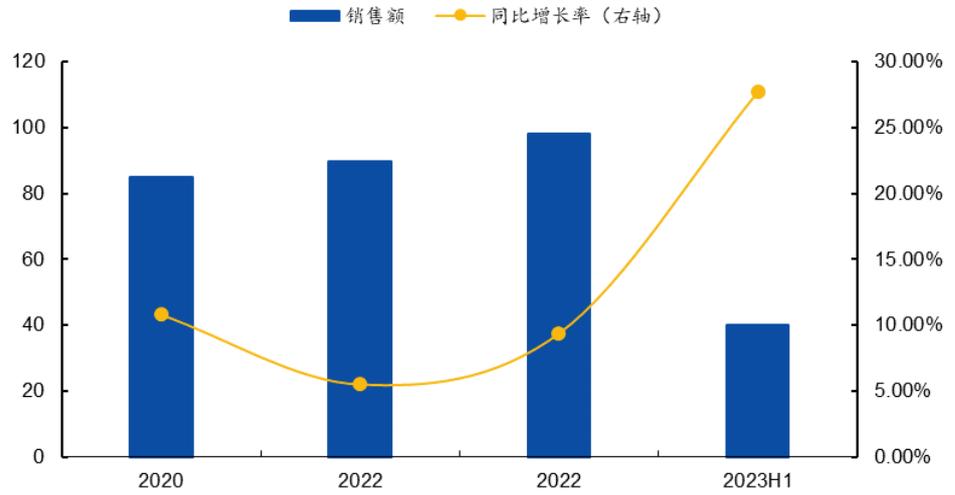
排名	产品名称	企业简称	销售额 (亿元)	增长率
1	龙牡壮骨颗粒	健民药业集团	3.77	16.38%
2	小儿豉翘清热颗粒	济川药业集团	2.97	55.73%

排名	产品名称	企业简称	销售额（亿元）	增长率
3	丁桂儿脐贴	亚宝药业集团	2.03	41.00%
4	小儿肺热咳喘颗粒	海南葫芦娃药业集团	1.59	11.13%
5	小儿感冒颗粒	华润三九（枣庄）药业	1.15	-7.27%
6	小儿肺热咳喘口服液	黑龙江葵花药业	1.13	36.65%
7	开喉剑喷雾剂（儿童型）	贵州三力制药	1.09	37.42%
8	小儿柴桂退热颗粒	葵花药业（襄阳）隆中	0.94	46.59%
9	金振口服液	江苏康缘药业	0.76	3.14%
10	小儿消积止咳口服液	鲁南厚普制药	0.59	-15.49%
11	小儿七星茶颗粒	广州王老吉药业	0.58	-18.38%
12	四磨汤口服液	湖南汉森制药	0.53	6.96%
13	小儿肺热咳喘颗粒	黑龙江葵花药业	0.42	-20%
14	小儿止咳糖浆	华润三九（雅安）药业	0.39	103.77%
15	芪斛楂颗粒	葵花药业（贵州）宏奇	0.36	63.00%
16	醒脾养儿颗粒	贵州健兴药业	0.31	23.79%
17	薏芽健脾凝胶	亚宝药业贵阳制药	0.30	29.03%
18	小儿柴桂退热口服液	教东延边药业	0.29	253.37%
19	小儿清肺化痰口服液	葵花药业（冀州）	0.29	22.40%
20	小儿清肺化痰颗粒	神威药业集团	0.29	-9.19%

资料来源：米内网公众号，国元证券研究所

2.3 心脑血管领域发力，血府逐瘀应用广泛

血府逐瘀来源已久，积极探寻未来价值。血府逐瘀口服液源自清代名医王清任著《医林改错》记载的百年经典名方“血府逐瘀汤”。血府逐瘀口服液以桃仁、红花、当归、川芎、地黄、赤芍、牛膝、柴胡、枳壳、桔梗、甘草为主要原料，活血化瘀，行气止痛。公司在心脑血管领域，打造了以血府逐瘀口服液为核心的大品种群，重点培育利脑心胶囊、心脑血管疏通胶囊、杜蛭丸等相关产品，形成了从心脑血管疾病预防、治疗、康复的全疗程大产品群。血府逐瘀口服液广泛应用于临床各科血瘀证的治疗，公司加大产品二次开发投入，将其定位于“消除血瘀体征的全科用药”，并通过科室会、发表专业论文、征集典型病例等活动进行宣传推广。积极开展学术活动，确立以血府逐瘀口服液为核心的药物在治疗心脑血管疾病方面具有辨证施治、标准兼顾的独特优势，推动血府逐瘀口服液大品种群业务收入实现稳步增长。

图 18：公司血府逐瘀口服液销售情况（百万元，%）


资料来源：公司公告，国元证券研究所

2.4 核心产品二次开发，配方颗粒扩大产能

积极进行二次开发，与相关单位共同合作。公司围绕新产品和大品种二次开发稳步推进各研发项目。在中医药传承创新方面，积极探索并优选中药经典名方、配方颗粒标准及药材资源等进行研究。在癌症、肾病、糖尿病、心脑血管等多个治疗领域开展药物研究。积极与上海中医药大学、南京中医药大学、北京中医药大学等单位进行合作，共同二次开发药物潜在可能性。

表 5：公司主要二次开发项目

研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标
血府逐瘀口服液二次开发	开展制剂的上市后安全性和卫生经济学评价，为该药品基于证候模式下的精准用药人群筛选提供高水平证据，为临床用药提供参考。	已验收	获得总结报告、发表论文
安神补脑液二次开发	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，已形成总结报告，论文投稿中		获得总结报告、发表论文
安神补脑液二次开发	通过建立诱导衰老或自然衰老大鼠模型，观察不同剂量安神补脑液的抗衰老功效。借助多组学等技术发现安神补脑液抗衰老的生物标志物，提出安神补脑液抗衰老作用机制假说并进行验证。	实验开展中	获得总结报告、发表论文
安神补脑液二次开发	通过建立东莨菪碱致 AD 模型，观察不同剂量安神补脑液的抗 AD 功效。借助多组学等技术发现安神补脑液抗 AD 的生物标志物，提出安神补脑液抗 AD 作用机制假说并进行验证。	方案确认中	获得总结报告、发表论文

研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标
杜蛭丸二次开发	观察杜蛭丸对脑缺血模型动物可能的神经保护作用，对正常大鼠 d 血液流变学和凝 d 血指标的影响。发表论文，部分试验论文投稿通过药效学试验确认杜蛭丸治疗缺血性中风。	已完成药效学研究总结报告并 中	获得总结报告、发表论文
养血饮系列产品二次开发	产品二次开发，开展质量和疗效再评价。	临床试验阶段	为肿瘤辅助用药，提供临床数据支持
羚贝止咳糖浆二次开发	上市后疗效再评价。	临床试验阶段	临床用药，提供临床数据支持
肾复康片二次开发	上市后疗效再评价。	临床试验阶段	临床用药，提供临床数据支持

资料来源：公司公告，国元证券研究所

中药配方颗粒是对传统中药的创新。中药配方颗粒是以中药饮片为原料，经现代工艺提取（水提）、浓缩、干燥、制粒制成的可供中医临床调配使用的颗粒制剂。中药配方颗粒保留了传统中医药辨证论治、复方配伍、随证加减的优势和特色，同时弥补了传统中药煎煮耗时、储存携带不便等不足，相比中药饮片具有更高的附加值，更能体现中药用药的现代化、规范化和标准化，是对传统中药的重要创新，有利于中药实现“出海”。

扩大中药配方颗粒产能，增量业务即将显现。目前公司依托中药配方颗粒吉林省试点企业之一的先发优势，**在产品研发方面**，继续推进国标和省标的制定与申报工作，截至 2023 年末，公司已完成中药配方颗粒上市备案品种 411 个。**在产能建设方面**，公司建成年提取能力 5000 吨的智能提取车间，通过智能化生产线，依据技术关键点技术标准与饮片标准生产管理规范，实现产业化生产。2022 年 9 月公司召开临时股东大会，同意将可转债项目尚未投入的募集资金 4.42 亿元及其利息，用于公司中药配方颗粒项目，预计该项目投资总额约为 10 亿元。**在产品销售方面**，公司重点聚焦中药认知度广、竞争对手非核心的经济发达地区，坚持等级中医医院的开发，强化与中医药大学及其附属医院的战略合作，实现以科研项目推进临床使用，加速中药配方颗粒的市场布局。

公司与中国工程院院士陈士林团队合作，构建了吉林敖东中药物种基因鉴定数据库系统。准确可靠的鉴定方法是中药产业健康发展的根基，吉林敖东中药物种基因鉴定数据库系统是在陈士林研究团队前期研究的基础上，以数万份药用植物复核样本、数百份敖东常用中药材样本、数百万条药用植物及常见混伪品的基因标准序列为核心，利用计算机语言实现了物种基因鉴别可视化，可对中药材样品进行 DNA 提取、序列扩增、序列拼接及物种识别，可鉴定出中药材的物种信息。吉林敖东中药物种基因鉴定数据库系统的建立推动了公司建立中药材质量控制标准化体系，提升全产业链生产质量控制标准。

图 19: 吉林敖东中药物种基因鉴定数据库系统页面



资料来源：公司官网，国元证券研究所

3. 化药逐步修复，部分产品增量显著

2023 年上半年化学药品营业收入为 2.12 亿元，占营业收入比重为 13.36%。公司目前化学药品主要有注射用核糖核酸 II、注射用盐酸平阳霉素、维生素 C 泡腾片、注射用赖氨匹林、羧甲司坦泡腾片等。

表 6: 公司主要化学药品

产品名称	产品图片	产品主要成分	产品适应症
注射用核糖核酸 II		核糖核酸（提取自牛胰脏）	免疫调节药。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。
注射用盐酸平阳霉素		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。
维生素 C 泡腾片		维生素 C	增强机体抵抗力，用于预防和治疗各种急、慢性传染性或其他疾病；用于病后恢复期，创伤愈合期及过敏性疾病的辅助治疗；用于预防和治疗坏血病。

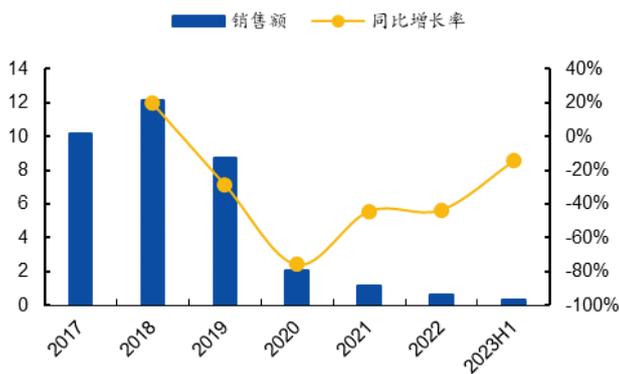
产品名称	产品图片	产品主要成分	产品适应症
注射用赖氨匹林		赖氨匹林	不适用于口服给药的发热及中度疼痛的治疗
羧甲司坦泡腾片		羧甲司坦	本品为粘液稀化药，适用于慢性支气管炎、支气管哮喘等疾患引起的痰液粘稠、咳嗽困难和痰阻气管所致的肺通气功能不全等。

资料来源：公司官网，国元证券研究所

核糖核酸 II 和小牛脾提取物注射液有望恢复增长，未来化药板块有望持续修复。公司的注射用核糖核酸 II 以及独家品种小牛脾提取物注射液近年来受国家医保政策、国家重点监控合理用药药品目录等影响，销售额持续下滑。其中核糖核酸 II 在 2018 年的销售收入约为 12 亿，占化药业务比重为 62.24%，2023 年上半年占化药业务比重下滑至 16.57%。2023 年 1 月 13 日，国家卫健委公布《第二批国家重点监控合理用药药品目录》，公司产品注射用核糖核酸 II 被调整出重点监控目录，预计注射用核糖核酸 II 销售有望逐步修复。小牛脾提取物注射液由健康乳牛（出生 24 小时内）脾脏为原料提取而成的无菌水溶液，其主要成分为多肽及核糖，用于提高机体免疫力，可在治疗再生障碍性贫血、原发性血小板减少症、放射线引起的白细胞减少症、各种恶性肿瘤、改善肿瘤患者恶液质时配合使用。近年来小牛脾提取物注射液销售额受到原材料以及退出省级医保目录等政策影响，销售额下滑明显，目前销售额占比很低。小牛脾注射液为公司独家品种，预计随着政策影响消除后，销售有望迎来复苏。

图 20：公司核糖核酸 II 销售情况（亿元，%）

图 21：医院小牛脾提取物注射液销售情况（亿元，%）



资料来源：公司公告，巨潮资讯网，国元证券研究所

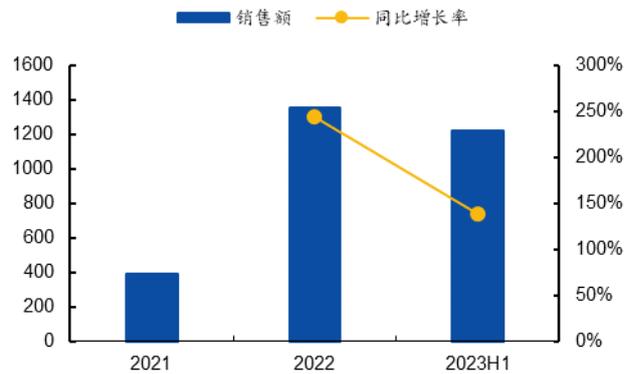
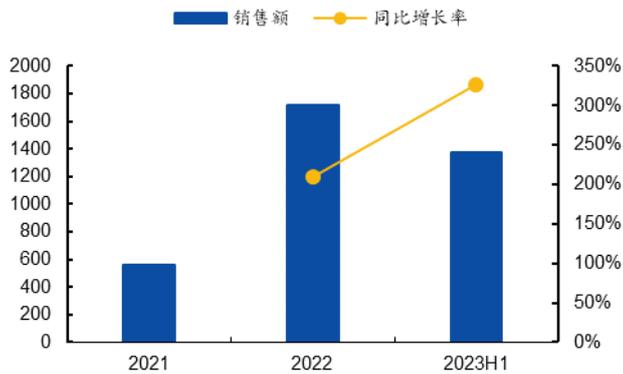
资料来源：药智数据，国元证券研究所

赖氨匹林等药物放量显著，有望成为化药板块新增长点。赖氨匹林是一种在临床中广泛应用的解热、镇痛、抗炎药。相对于同类型产品，赖氨匹林存在一些优势：**血管扩张作用**：赖氨匹林中的赖氨酸可能具有血管扩张作用，有助于改善血液循环。这一特性可能在一些心血管疾病的治疗中发挥积极作用；**抗血小板作用**：赖氨匹林可能通过抑制血小板聚集，减少血栓的形成，从而预防心脑血管事件，如心脏病发作和中风；

对内皮细胞的保护作用：赖氨匹林被认为具有对内皮细胞的保护作用，这可能对血管功能和心血管健康产生积极影响；**较低的胃肠道副作用：**相对于一些其他抗血小板药物，赖氨匹林可能具有较低的胃肠道副作用，使其在一些患者中更为耐受。2022年赖氨匹林销售额超过1600万元，2023H1超过1200万元，仍处于快速增长的状态，有望成为化药板块新增长点。

图 22：公司注射用赖氨匹林销售情况（万元，%）

图 23：公司赖氨匹林原料销售情况（万元，%）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

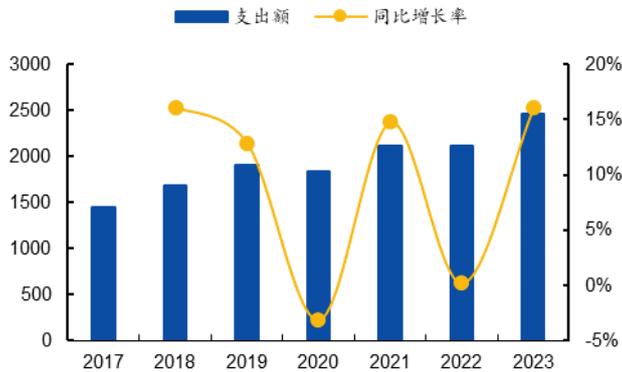
资料来源：公司公告，国元证券研究所

4. 积极布局大健康行业，商业板块稳步发展

中国保健食品行业具有较大市场潜力。中国居民人均医疗保健支出近年来持续增长，一方面是由于疫情因素，另一方面也是居民对于医疗保健意识的上升，相关产品市场需求也得到提升。根据《膳食营养补充剂行业发展报告（2022）》显示，膳食营养补充剂进口金额从2008至2021年处于持续增长态势，自2016年后，进口金额增长迅速，2021年的进口金额相比2016年增长率为237.0%，相比2008年增长近12倍，2021年中国进口膳食营养补充剂51.8亿美元，同比增长7.8%，创历史新高。

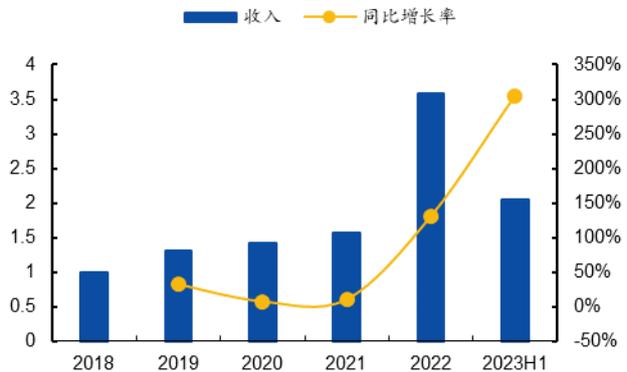
母子公司体制，布局保健食品行业。公司设立健康科技和酵素科技两家子公司，专业从事保健食品、保健用品、食品、功能饮料等大健康产品的研发、生产及销售。2023年上半年，大健康实现销售收入2.04亿元，较上年同期增加1.53亿元，同比增长303.76%。公司共生产销售保健功能性食品、膳食营养补充剂等大健康产品200多种，其中保健食品注册批准证书22个、保健食品备案凭证76个。主要有“谷比利^R氨糖软骨素透明质酸片”、“大幽小幽^R口腔抑菌膏”、“创喜牌叶黄素桑葚菊花含片”、“敖东健康牌辅酶Q₁₀软胶囊”4个单品销售收入过千万元，还有30种产品销售收入过百万元。公司大健康业务增速显著，在营业收入中的比重从2018年的2.99%到2023年上半年占比已经达到12.89%。

图 24：中国居民人均医疗保健支出情况（元，%）



资料来源：国家统计局，国元证券研究所

图 25：公司大健康业务收入情况（亿元，%）

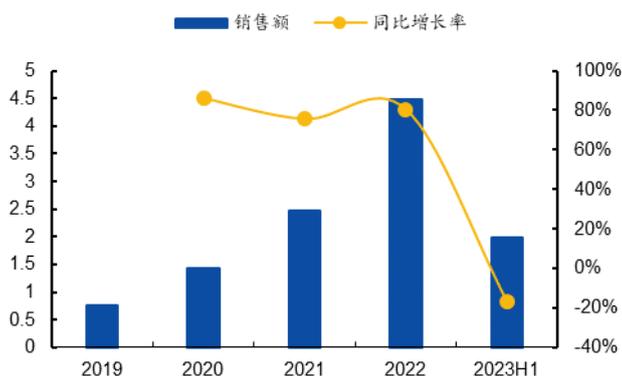


资料来源：公司公告，iFind，国元证券研究所

与辛选集团达成合作，电商促进大健康快速发展。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。2023 年上半年，公司加速发展在各大电商平台开设旗舰店并加强运营管理，子公司健康科技在浙江杭州成立电商事业部，专门负责对接各大平台及电商运营管理。上半年，健康科技开通了抖音平台保健品旗舰店。在大健康业务上，公司通过持续营销创新，结合传统电商与新型数字电商直播模式，助推大健康产品销售快速增长。

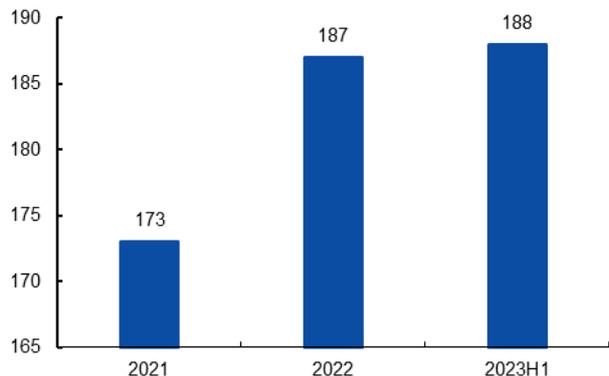
连锁药店稳步布局，有望持续为主业助力。近几年，公司商业业务快速发展，2022 年收入已经超过 4 亿元，门店数量超过 180 家。公司通过拓展门店网络，丰富门店布局，开展医药物流配送业务等，加强教东大药房连锁药店的经营管理。同时公司举办大型营销活动拓展客户流量，2023 年上半年，新增会员人数 9.78 万人，累计会员人数已经达到 92.23 万人。公司将依托完善的产业布局，积极拓展连锁药房门店数量，加强与公司制药主业的协同，预计商业板块有望继续为公司贡献稳定业绩。

图 26：公司连锁店批发和零售业务销售情况（亿元，%）



资料来源：公司公告，iFind，国元证券研究所

图 27：公司连锁药房门店数量（家）

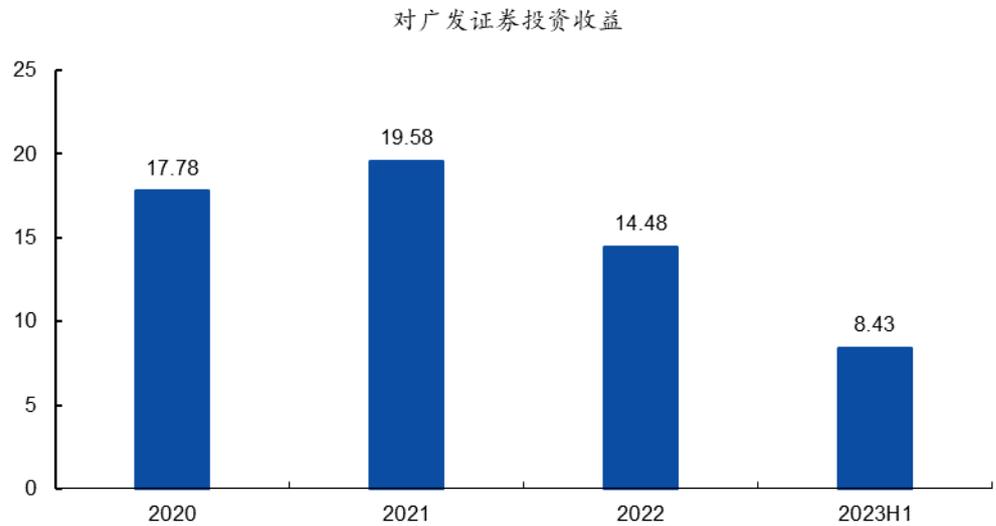


资料来源：公司公告，国元证券研究所

5. 广发证券提供稳定收益，着重医药领域投资

公司为广发证券第一大股东，多年来广发证券为公司贡献稳定收益。公司从1999年开始投资广发证券，广发证券也是公司核心的优质资产，公司自2016年成为广发证券的第一大股东后，在之后的几个年度又多次在A股和港股进行增持。截至2024年1月20日，本公司及子公司持有广发证券境内上市内资股（A股）股份12.52亿股、境外上市外资股（H股）股份2.74亿股。公司及全资子公司合计持有广发证券15.26亿股，持股占广发证券总股本的20.03%。广发证券为公司带来稳定的投资收益，2023年上半年，公司对广发证券的投资收益为8.43亿元，同比增长11.78%。

图 28：公司对广发证券投资收益情况（亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司以金融优势带动医药业务多元化发展。公司以“医药+金融+大健康”多轮驱动的企业运营模式，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。通过对医药产业的投资，谋求技术合作以及未来医药相关产业升级，加强相关行业联系与技术交流。

表 7：截至 2023 年上半年末公司主要的交易性金融资产情况（元）

证券品种	证券代码	证券简称	期初账面价值	期末账面价值
境内外股票	600739	辽宁成大	976,801,684.21	1,164,023,219.40
境内外股票	600833	第一医药	124,216,770.00	139,168,537.50
境内外股票	600881	亚泰集团	103,284,218.40	88,694,042.01
境内外股票	600713	南京医药	64,081,694.72	67,747,683.72
境内外股票	06837.HK	海通证券	60,357,039.05	62,296,934.71

证券品种	证券代码	证券简称	期初账面价值	期末账面价值
境内外股票	02186.HK	绿叶制药	55,010,389.33	52,857,901.69
境内外股票	688302	海创药业	30,894,343.59	46,466,649.99
境内外股票	600000	浦发银行	30,854,096.00	31,408,568.00
境内外股票	000009	中国宝安	62,616,660.99	21,995,293.77
境内外股票	601318	中国平安	16,450,000.00	16,240,000.00
汇总			1,524,566,896.29	1,690,898,830.79

资料来源：公司公告，国元证券研究所

创设医药基金，孵化优质企业。公司与广发证券全资子公司广发信德合作成立 5 支基金（教东医药基金、创新产业基金、广发信德中恒汇金、健康创业基金和广发信德厚泽基金），对优质医药企业进行孵化投资，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。公司通过对相关行业公司的投资，不断丰富产业链，拓展能力圈，有望带动公司主业长期发展。同时，丰富的投资也为公司带来了丰厚的股利收入。

表 8：截至 2023 年上半年末公司产业基金投资项目上市情况

公司	主营业务	投资机构	上市后持股比例	对应市值（亿元）
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%	3.02
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%	0.73
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。	教东医药基金	2.74%	0.77
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。	教东医药基金	2.5432%	2.41
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、内分泌系统用药等领域。	广发信德中恒汇金	3.57%	1.25

公司	主营业务	投资机构	上市后持股比例	对应市值 (亿元)
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。	金	0.31%	3.39
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。	金	0.94%	0.33
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%	0.73
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%	2.34

资料来源: 公司公告, iFind, 国元证券研究所

6. 盈利预测

6.1 公司收入拆分

关键假设:

- 1、中药板块: 安神补脑液在相关领域具有较大优势, 相关产品群持续发力, 中药配方颗粒产能扩大, 中药板块预期能维持较高的增速。我们预计 2023-2025 年营收的同比增速分别为 20.7%、15.5%、13.7%;
- 2、化药板块: 核糖核酸 II 和小牛脾提取物注射液相关政策的负面效应接近出清。化药其他小品种销售额出现明显放量, 如注射用赖氨匹林、赖氨匹林原料药等均实现较高增速。我们预计 2023-2025 年的营收同比增速分别为 20.4%、17%、16.5%;
- 3、大健康板块: 公司近两年积极布局大健康板块, 市场方面, 随着老龄化加剧以及人们医疗保健意识的提升, 未来相关产品市场前景广阔; 产品方面, 公司生产了 200 多种大健康产品, 种类丰富; 销售方面, 通过电商以及线下销售等方式加大销售与宣传力度。我们预计 2023-2025 年营收的同比增速分别为 50%、40%、30%。
- 4、批发零售板块: 公司批发零售业务平稳增长, 预计营收未来保持小幅增长。

表 9: 吉林敖东收入拆分 (亿元, %)

收入拆分 (亿元)		2021	2022	2023E	2024E	2025E
	收入	14.73	16.92	20.42	23.59	26.82
	增速	13.86%	14.92%	20.66%	15.52%	13.69%
	成本	5.81	6.79	8.17	9.44	10.73
中药	毛利	8.92	10.14	12.25	14.15	16.09
	毛利率	60.55%	59.90%	60.00%	60.00%	60.00%

收入拆分 (亿元)		2021	2022	2023E	2024E	2025E
化药	收入	3.40	3.25	3.92	4.58	5.34
	增速	-44.47%	-4.30%	20.36%	16.99%	16.47%
	成本	1.47	1.51	1.84	2.11	2.46
	毛利	1.93	1.74	2.08	2.47	2.88
	毛利率	56.81%	53.47%	53.00%	54.00%	54.00%
食品	收入	1.56	3.59	5.39	7.55	9.81
	增速	10.54%	130.95%	50.00%	40.00%	30.00%
	成本	1.21	1.81	2.69	3.77	4.90
	毛利	0.35	1.79	2.69	3.77	4.90
	毛利率	22.29%	49.73%	50.00%	50.00%	50.00%
连锁药店批发和零售	收入	2.48	4.48	4.20	4.50	4.80
	增速	75.61%	80.45%	-6.33%	7.14%	6.67%
	成本	1.90	3.61	3.40	3.65	3.89
	毛利	0.58	0.87	0.80	0.80	0.80
	毛利率	23.44%	19.50%	19.00%	19.00%	19.00%
其他产品	收入	0.46	0.25	0.28	0.28	0.28
	成本	0.43	0.19	0.22	0.22	0.22
	毛利	0.03	0.06	0.06	0.06	0.06
	毛利率	7.14%	23.72%	20.00%	20.00%	20.00%
其他业务收入	收入	0.41	0.18	0.30	0.30	0.30
	成本	0.17	0.10	0.18	0.18	0.18
	毛利	0.24	0.08	0.12	0.12	0.12
	毛利率	58.26%	42.09%	40.00%	40.00%	40.00%
汇总	营业收入	23.04	28.68	34.51	40.80	47.35
	增速	2.31%	24.50%	20.31%	18.23%	16.05%
	营业成本	10.99	14.01	16.51	19.37	22.38
	毛利	10.99	14.01	18.00	21.43	24.97
	毛利率	52.31%	51.16%	52.16%	52.53%	52.73%

资料来源：iFind，国元证券研究所

6.2 可比公司估值比较

公司主要从事医药业务，由于公司对广发的投资收益对公司净利润产生了较大影响，因此我们对医药板块和公司广发投资收益进行分别进行估值。

医药业务方面，中药方面增速稳定，化药预计企稳回升，大健康业务有望成为新增长点。我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 2.76/3.26/3.79 亿元，增速分别为 298.88%/18.23%/16.05%。选取医药板块中与公司业务相近的康恩贝、达仁堂、江中药业和葵花药业与公司进行对比，可比公司 2024 年的平均 PE 为 15.44 倍。我们给予吉林敖东医药业务 15 倍的 PE，医药业务 2024 年对应的市值应为 48.9 亿。

表 10：医药业务可比公司估值对比

证券代码	股票简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
				2023E	2024E	2023E	2024E
600572.SH	康恩贝	4.97	127.7	0.27	0.33	17.26	14.58
600329.SH	达仁堂	29.86	230.0	1.37	1.66	26.15	16.92
600750.SH	江中药业	22.89	144.1	1.13	1.30	18.56	17.84
002737.SZ	葵花药业	26.90	157.1	1.95	2.12	12.55	12.42
平均值				1.18	1.35	18.63	15.44

资料来源：iFind，国元证券研究所注：可比公司 EPS、PE 来自 iFind 市场预测（2024 年 3 月 26 日）

对广发投资收益方面，广发证券作为头部券商，财富管理业务突出，资管业务优势显著，我们选取与广发证券业务类型、发展优势或是市值规模相近的中信证券、中金公司、招商证券和华泰证券进行对比，可比公司 2024 年的平均 PE 为 13.09 倍。鉴于目前二级市场行情，我们给予广发证券 10 倍的 PE，预期广发证券每年增速 5%（低于 iFind 市场预测），2023-2025 年的净利润为 83.25/87.42/91.79 亿元。吉林敖东持有的股权 2023-2025 年对应的投资收益为 16.65/17.48/18.36 亿元，2024 年对应的市值为 174.8 亿元。

公司对应目标总市值为 223.7 亿元，当前总市值为 181 亿元。当前价值低估，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 11：广发证券可比公司估值对比

证券代码	股票简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
				2023E	2024E	2023E	2024E
600030.SH	中信证券	20.87	3093	1.47	1.68	14.26	12.42
601995.SH	中金公司	33.72	1628	1.41	1.66	29.66	20.37
600999.SH	招商证券	14.03	1220	1.00	1.12	14.48	12.48
601688.SH	华泰证券	26.90	1288	1.41	1.61	9.88	8.86
平均值				1.32	1.52	17.07	13.09

资料来源：iFind，国元证券研究所注：可比公司 EPS、PE 来自 iFind 市场预测（2024 年 3 月 26 日）

7. 风险提示

- 1、医药行业政策风险：未来如果公司核心产品被纳入集采范围，可能会导致产品价格下滑。
- 2、中药原材料价格波动风险：公司重要原材料一部分来自公司，还有一部分来自市场采购，中药成本受原材料影响较大，原材料价格上升会影响公司的成本以及利润下滑。
- 3、产品销售不及预期风险：公司的产品销售可能随市场格局变化而产生销售不及预期的风险，中药配方颗粒等增量项目未来销售存在不确定性。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6325.85	5981.98	7641.57	7008.39	7802.64
现金	1742.73	1438.41	2714.06	1632.00	2085.44
应收账款	614.60	688.51	877.01	975.94	1173.73
其他应收款	68.53	60.31	85.13	98.77	110.15
预付账款	32.50	110.72	89.23	112.93	135.04
存货	591.88	874.57	977.10	1150.14	1338.77
其他流动资产	3275.61	2809.47	2899.05	3038.61	2959.50
非流动资产	22741.55	25190.60	24978.75	25919.74	26276.64
长期投资	19108.38	21504.62	21504.62	22623.76	23178.35
固定资产	2047.41	2107.50	2037.20	1906.44	1750.90
无形资产	359.61	365.08	351.74	333.55	321.79
其他非流动资产	1226.15	1213.40	1085.18	1055.99	1025.61
资产总计	29067.40	31172.58	32620.32	32928.13	34079.28
流动负债	1455.72	2215.37	4274.66	2836.20	2193.96
短期借款	355.52	651.27	460.05	1287.18	533.42
应付账款	220.41	436.81	445.80	527.61	622.54
其他流动负债	879.79	1127.29	3368.81	1021.41	1037.99
非流动负债	2572.93	2617.08	332.63	331.13	328.73
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	2572.93	2617.08	332.63	331.13	328.73
负债合计	4028.65	4832.45	4607.29	3167.33	2522.69
少数股东权益	179.26	303.55	308.13	317.38	328.51
股本	1163.05	1163.10	1163.10	1163.10	1163.10
资本公积	3980.14	3946.54	3946.54	3946.54	3946.54
留存收益	19243.22	20743.31	22256.69	24024.43	25820.31
归属母公司股东权益	24859.49	26036.58	27704.90	29443.42	31228.08
负债和股东权益	29067.40	31172.58	32620.32	32928.13	34079.28

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	324.85	423.86	167.48	521.70	456.52
净利润	1770.86	1800.85	1866.89	2123.36	2210.74
折旧摊销	198.56	201.43	200.91	206.39	209.13
财务费用	72.45	88.25	-43.02	-23.28	-7.52
投资损失	-2007.47	-1637.49	-1500.00	-1600.00	-1600.00
营运资金变动	-21.36	-46.66	-419.94	-188.28	-378.98
其他经营现金流	311.80	17.47	62.63	3.51	23.16
投资活动现金流	-710.40	-553.21	1370.15	330.11	1149.72
资本支出	313.30	270.97	1.05	-0.28	-0.03
长期投资	1095.64	1027.95	63.46	1111.90	547.63
其他投资现金流	698.54	745.70	1434.65	1441.73	1697.32
筹资活动现金流	-362.40	-171.07	-261.97	-1933.87	-1152.80
短期借款	-17.86	295.75	-191.21	827.12	-753.75
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.05	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	15.01	-33.61	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-359.56	-433.27	-70.76	-2760.99	-399.05
现金净增加额	-746.23	-304.55	1275.65	-1082.06	453.44

资料来源: wind, 公司公告, 公司招股书, 国元证券研究所

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2303.76	2868.21	3451.00	4080.00	4735.00
营业成本	1098.71	1400.81	1651.00	1937.00	2238.00
营业税金及附加	39.30	42.77	58.75	66.63	76.18
营业费用	797.46	862.14	1115.95	1272.87	1504.19
管理费用	295.32	319.01	413.11	471.10	556.77
研发费用	49.42	85.68	67.44	67.51	73.54
财务费用	72.45	88.25	-43.02	-23.28	-7.52
资产减值损失	-14.45	-16.28	-23.76	-18.16	-19.40
公允价值变动收益	-259.53	-632.66	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2007.47	1637.49	1500.00	1600.00	1600.00
营业利润	1764.00	1125.70	1746.69	1946.57	1950.05
营业外收入	5.38	614.38	207.46	275.74	365.86
营业外支出	2.71	19.23	9.48	10.47	13.06
利润总额	1766.67	1720.84	1944.68	2211.83	2302.86
所得税	-4.19	-80.00	77.79	88.47	92.11
净利润	1770.86	1800.85	1866.89	2123.36	2210.74
少数股东损益	-9.64	20.20	4.58	9.25	11.13
归属母公司净利润	1780.50	1780.64	1862.31	2114.11	2199.61
EBITDA	2035.02	1415.38	1904.58	2129.68	2151.66
EPS (元)	1.53	1.53	1.60	1.82	1.89

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	2.31	24.50	20.32	18.23	16.05
营业利润(%)	2.53	-36.19	55.17	11.44	0.18
归属母公司净利润(%)	4.19	0.01	4.59	13.52	4.04
获利能力					
毛利率(%)	52.31	51.16	52.16	52.52	52.73
净利率(%)	77.29	62.08	53.96	51.82	46.45
ROE(%)	7.16	6.84	6.72	7.18	7.04
ROIC(%)	48.81	31.33	38.25	43.39	42.26
偿债能力					
资产负债率(%)	13.86	15.50	14.12	9.62	7.40
净负债比率(%)	9.46	13.85	61.79	40.64	21.15
流动比率	4.35	2.70	1.79	2.47	3.56
速动比率	3.93	2.30	1.55	2.05	2.93
营运能力					
总资产周转率	0.08	0.10	0.11	0.12	0.14
应收账款周转率	3.66	4.03	4.03	4.03	4.03
应付账款周转率	4.59	4.26	3.74	3.98	3.89
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.53	1.53	1.60	1.82	1.89
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	0.36	0.00	0.00	0.00
每股净资产(最新摊薄)	21.37	22.39	23.82	25.31	26.85
估值比率					
P/E	9.79	9.78	9.36	8.24	7.92
P/B	0.70	0.67	0.63	0.59	0.56
EV/EBITDA	-2.10	-3.02	-2.25	-2.01	-1.99

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188