

济川药业 (600566.SH) 儿科业务加速启航, 优质 BD 赋能长期发展

2024 年 04 月 20 日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

余汝意 (分析师)

yuruyi@kysec.cn

证书编号: S0790523070002

日期	2024/4/19
当前股价(元)	43.96
一年最高最低(元)	45.18/23.95
总市值(亿元)	405.23
流通市值(亿元)	402.56
总股本(亿股)	9.22
流通股本(亿股)	9.16
近 3 个月换手率(%)	45.04

● 增长动力轮换交接, 儿科已成中流砥柱

济川药业成立于 1994 年, 2013 年借壳上市, 专注于儿科、口腔、呼吸、消化、妇产及其它领域药品的生产和销售。目前公司的产品结构正不断优化, 以小儿豉翘清热颗粒为代表的儿科已接过以蒲地蓝消炎口服液和雷贝拉唑钠肠溶胶囊为代表的呼吸及消化两大传统优势领域的发展接力棒。未来儿科业务板块成长空间大, BD 项目持续高效引进有望为公司中长期发展贡献新增量, 我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 30.22/34.11/38.39 亿元, EPS 为 3.28/3.70/4.16 元, 当前股价对应 PE 为 13.4/11.9/10.6 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

● 产品结构优化, 基本盘稳定增长、优势单品加速放量

公司一线核心产品为蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊和小儿豉翘清热颗粒, 是公司业务发展的基本盘, 整体增速稳健。其中独家品种小儿豉翘清热颗粒 2022 年在全国公立医院儿科感冒用中成药市场中, 市占率位列第一, 龙头品种地位凸显; 叠加针对小儿豉翘清热颗粒品规的调整和扩充, 推出无蔗糖型颗粒和糖浆剂型, 有望提升儿童用药依从性以及产品售价, 实现量价齐升, 进一步打开业绩增长天花板。此外, 二线产品主要有蛋白琥珀酸铁口服溶液、健胃消食口服液和黄龙止咳颗粒, 涉及的治疗领域不一, 可以进一步丰富产品结构, 中长期有望为公司贡献新增量。

● 加大新品引进及研发力度, 深化销售优势赋能可持续发展

公司采用专业化学术推广为主、渠道分销为辅的销售模式, 不断深化学术平台的搭建, 目前已覆盖全国逾 30 个省市。覆盖广、专业性强的学术网络大力提升了公司将产品迅速推向市场的能力。公司尤其在儿科等优势科室具有领先的商业化销售经验, 因此成功推动 2021 年 11 月与天境生物达成长效重组人生长激素 (伊坦生长激素) 产品的开发、生产及商业化战略合作。此外, 公司 2022 年发布股权激励计划, 其中要求 2022-2024 每年 BD 产品不少于 4 个, 我们认为中长期来看优质 BD 项目的高效引进有望为公司打开第二增长曲线, 深化销售优势, 赋能公司健康可持续发展。

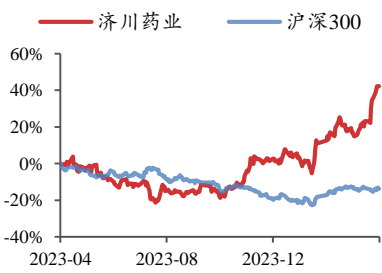
● 风险提示: 市场竞争加剧, 产品销售不及预期, BD 引进速度不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,996	9,655	10,063	10,885	11,780
YOY(%)	17.9	7.3	4.2	8.2	8.2
归母净利润(百万元)	2,171	2,823	3,022	3,411	3,839
YOY(%)	26.3	30.0	7.1	12.9	12.5
毛利率(%)	82.9	81.5	81.3	81.4	81.4
净利率(%)	24.1	29.2	30.0	31.3	32.6
ROE(%)	19.1	21.1	18.5	17.4	16.6
EPS(摊薄/元)	2.35	3.06	3.28	3.70	4.16
P/E(倍)	18.7	14.4	13.4	11.9	10.6
P/B(倍)	3.6	3.0	2.5	2.1	1.7

数据来源: 聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 聚源

目 录

1、 济川药业：销售渠道优势凸显，赋能儿科业务发展.....	5
1.1、 股权结构清晰，子公司分工明确.....	5
1.2、 业绩稳健增长，盈利能力渐提升.....	6
2、 政策助力中药市场规模扩增，呼吸及儿科中药发展机遇大.....	9
2.1、 国家支持中药行业振兴，利好产业高质量发展.....	9
2.2、 中药市场规模稳健扩张，院外零售市场增速亮眼.....	10
2.3、 呼吸系统用中成药市场销售回暖，清热解毒用药为主要亚类.....	12
2.4、 儿科中药全渠道销售前景广阔，止咳祛痰和感冒用药市场待开发.....	12
3、 产品结构优化，基本盘稳定增长、优势单品加速放量.....	13
3.1、 一线产品稳增长：三大单品销售稳增，业务重心逐渐向儿科转移.....	13
3.1.1、 蒲地蓝消炎口服液：元老级大单品，销售额逐渐恢复稳增趋势.....	13
3.1.2、 雷贝拉唑钠肠溶胶囊：竞争格局良好，市占率高.....	15
3.1.3、 小儿豉翘清热颗粒：重点优势品种，品类扩充助力业绩快速提升.....	16
3.2、 二线产品加速放量：产品矩阵丰富，中长期贡献新增量.....	19
3.2.1、 蛋白琥珀酸铁口服溶液：国内首仿，市场前景好.....	19
3.2.2、 健胃消食口服液：销售额持续增长，市场份额有待进一步优化.....	21
3.2.3、 黄龙止咳颗粒：临床实证充足，儿科治疗效果明显.....	21
3.3、 蒲地蓝日化：多元业态布局，实现品牌赋能.....	23
4、 加大新品引进及研发力度，深化销售优势赋能可持续发展.....	24
4.1、 生长激素：强销售奠定商业化合作基础，有望打开儿科增长天花板.....	24
4.2、 股权激励到位，催化优质 BD 项目持续快速引进.....	26
4.3、 在研管线丰富，项目储备多元化.....	27
5、 盈利预测与投资建议.....	28
5.1、 关键假设.....	28
5.2、 盈利预测与估值.....	30
6、 风险提示.....	30
附：财务预测摘要.....	31

图表目录

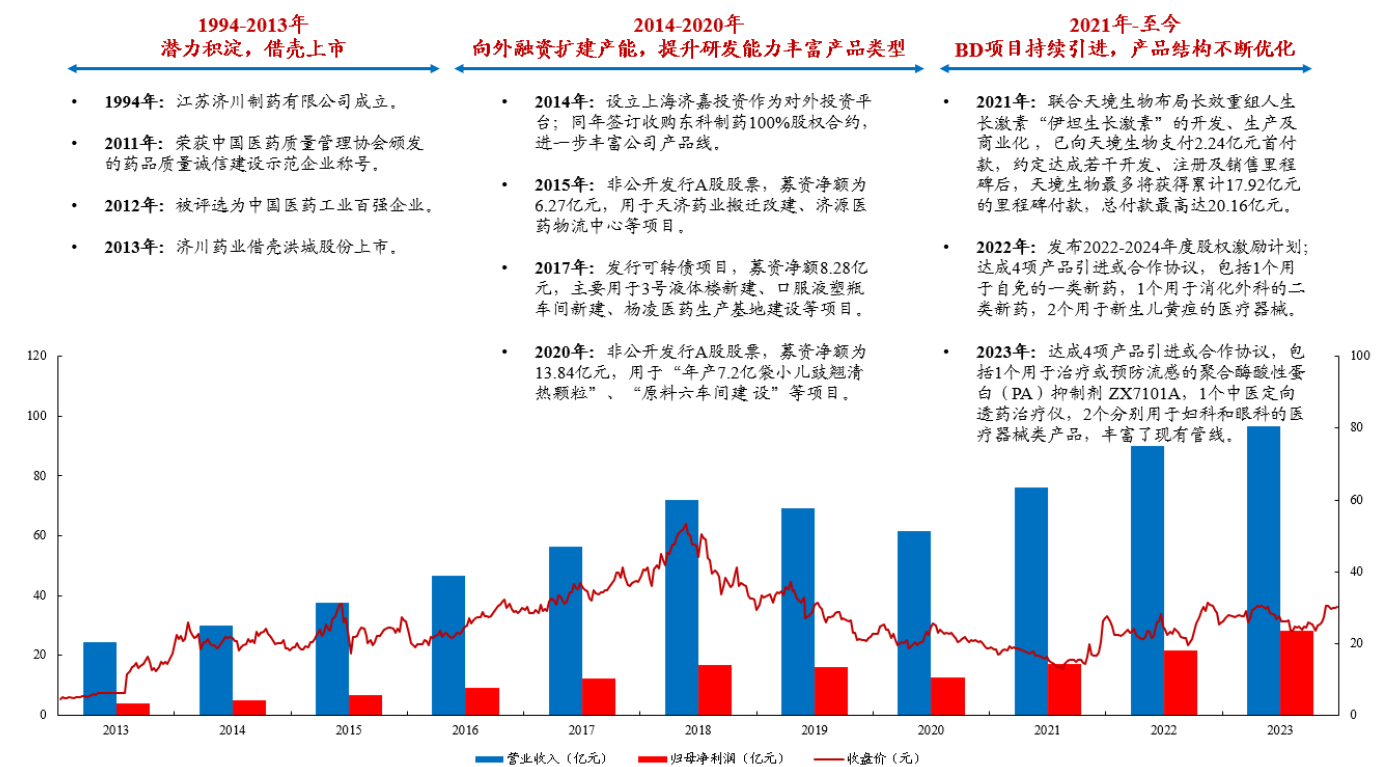
图 1: 公司稳健发展, 阶段性战略目标规划清晰.....	5
图 2: 公司股权集中, 子公司业务职能布局明晰.....	6
图 3: 2020-2023 年公司营收稳健增长.....	6
图 4: 2020-2023 年公司归母净利润持续提高.....	6
图 5: 2018-2023 年中药贡献主要营业收入 (单位: 亿元).....	7
图 6: 2018-2023 年中药和西药产品毛利均维持较高水平.....	7
图 7: 清热解毒、消化和儿科营收占比合计贡献超 77%.....	7
图 8: 清热解毒、消化和儿科毛利率均维持较高水平.....	7
图 9: 2018-2023 年公司净利润稳中有升.....	8
图 10: 2018-2023 年公司销售费用率逐渐下降.....	8
图 11: 2018-2023 年公司资产负债率整体呈下降趋势.....	8
图 12: 2020-2023 年公司经营活动现金流净额逐年增加.....	8
图 13: 2022-2025E 年中国中药市场规模有望保持稳定扩张态势 (单位: 亿元).....	10
图 14: 2018-2022 年公立医疗机构中成药销售规模较高.....	11
图 15: 2018-2022 年实体药店中成药销售占比持续增加.....	11
图 16: 2022 年重点城市公立医院中药多用于心脑血管类.....	11
图 17: 2022 年城市实体药店呼吸系统中药销售占比较高.....	11
图 18: 2015-2019 年呼吸系统中成药销售额稳健增加.....	12
图 19: 2022 年呼吸系统中成药销售以清热解毒用药为主.....	12
图 20: 2020-2022 年城市实体药店儿科中成药销售增加.....	12
图 21: 2022 年城市实体药店儿科中成药销售亚类较多.....	12
图 22: 2020 年起公司清热解毒类产品营收稳健提高.....	14
图 23: 2020 年起清热解毒类产品销量提升 (单位: 万盒).....	14
图 24: 2018-2022 年公司雷贝拉唑钠肠溶胶囊营收稳定.....	15
图 25: 济川药业的雷贝拉唑钠肠溶胶囊市占率超 65%.....	15
图 26: 2022 年雷贝拉唑口服剂型院内应用占比近 20%.....	16
图 27: 雷贝拉唑肠溶片竞争激烈, 头部企业销售占比高.....	16
图 28: 2020 年起公司儿科产品营收呈现恢复性增长趋势.....	17
图 29: 小儿豉翘清热颗粒在同类型儿科中成药领域销售额领先 (单位: 百万元).....	18
图 30: 含铁制剂抗贫血化学用药医院销售规模持续增长.....	20
图 31: 2018-2022 年公司其他类产品营业收入逐年增长.....	20
图 32: 2018-2022 年健胃消食口服液销售额持续增长.....	21
图 33: 2022 年公立医疗机构终端消化系统用药亚类较多.....	21
图 34: 黄龙止咳颗粒 2020-2022 年销售额提升较快 (单位: 百万元).....	22
图 35: 蒲地蓝日化 2023 年净利润率较 2022 年有较大提升 (单位: 百万元).....	23
图 36: 公司将逐步推出口腔、头面部和皮肤护理类产品.....	23
图 37: 公司在大健康产业方面分三步打造品牌定位.....	23
图 38: hyFc 由 IgD 和 IgG4 的一部分组成, 且 IgD 包含一个柔性铰链.....	25
图 39: 中国未来人生长激素市场预计将以长效水剂为主 (单位: 十亿美元).....	26
表 1: 国家出台多项政策支持中药行业传承创新.....	9
表 2: 公司三大核心产品覆盖清热解毒、消化系统及儿科三大治疗领域.....	13
表 3: 2021 年起蒲地蓝消炎口服液陆续退出省级医保目录.....	14

表 4: 2022 年蒲地蓝消炎口服液在城市实体药店终端清热解毒中成药 Top10 品牌中位列第二	14
表 5: 8 家企业的雷贝拉唑钠肠溶片于全国第九批集采中选	16
表 6: 小儿鼓翘清热颗粒无蔗糖版本价格较高	17
表 7: 市场上已有较多公司布局管线治疗儿童风热引起的感冒、发热等相关适应症	18
表 8: 公司二线品种涉及治疗领域丰富	19
表 9: 蛋白琥珀酸铁位列口服铁剂 2022 年销售额第二名, 市场规模稳速增长	20
表 10: 蛋白琥珀酸铁口服溶液已上市产品有 4 个, ANDA 阶段有 6 个	21
表 11: 多篇文献证实黄龙止咳颗粒在儿科呼吸系统疾病治疗领域疗效理想	22
表 12: 公司已与多个企业达成合作, 协助进行产品商业化进程	24
表 13: 国内目前仅金赛生物一家拥有已上市的长效水针产品, 竞争格局良好	25
表 14: 公司发布股权激励计划, 明确 2022-2024 每年 BD 引进产品不少于 4 个的考核目标	26
表 15: 2023 年公司主要研发项目涉及多个适应症领域	27
表 16: 基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健	28
表 17: 对比可比公司, 公司估值合理	30

1、济川药业：销售渠道优势凸显，赋能儿科业务发展

济川药业成立于1994年，2013年借壳上市，是集中西医药、中药日化、中药保健三大产业为一体的国家级高新技术企业集团。公司专注于儿科、口腔、呼吸、消化、妇产及其它领域药品的生产和销售，主要产品为蒲地蓝消炎口服液、小儿豉翘清热颗粒、雷贝拉唑钠肠溶胶囊等。除药品业务外，公司子公司蒲地蓝日化主要从事蒲地蓝牙膏等日化产品业务，康煦源主要从事保健品业务。同时，为响应健康中国战略，加快推进产业转型升级，2021年起公司持续推进优质产品BD引入，以商业拓展赋能外延式扩张，有助于公司业务的可持续发展。

图1：公司稳健发展，阶段性战略目标规划清晰

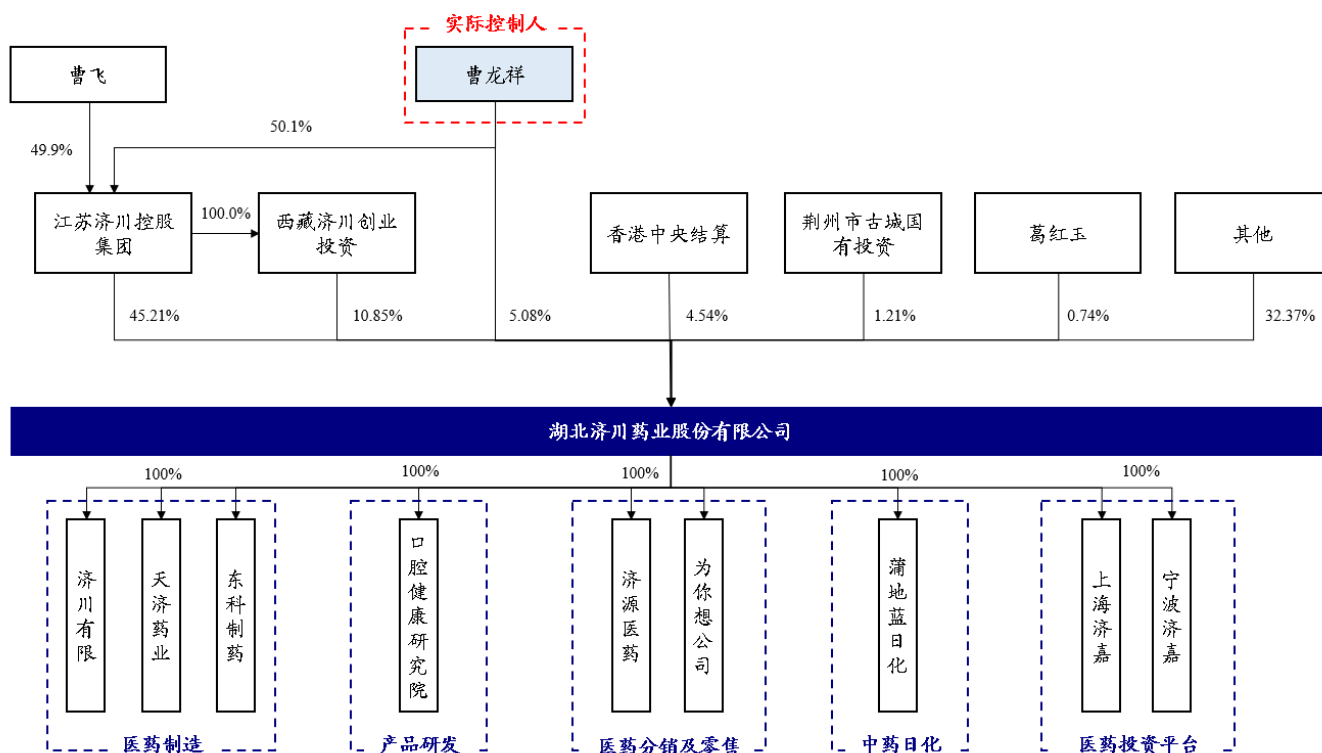


资料来源：公司官网、公司公告、天境生物官网、Wind、开源证券研究所（左轴为财务数据，右轴为收盘价）

1.1、股权结构清晰，子公司分工明确

股权集中，子公司业务职能明晰。截至2023年底，董事长曹龙祥直接持有公司5.08%股份，并通过江苏济川控股集团和西藏济川创业投资间接持有公司28.09%的股份，合计持有公司33.17%的股份，为公司实际控制人。同时，公司旗下子公司分工明确，布局医药制造、产品研发、医药分销及零售、中药日化以及医药投资平台五大板块。此外，随着公司健全考核系统，建立科学的管理体系，子公司的业务管理体系有望持续优化，进一步提高公司的综合竞争力。

图2：公司股权集中，子公司业务职能布局明晰

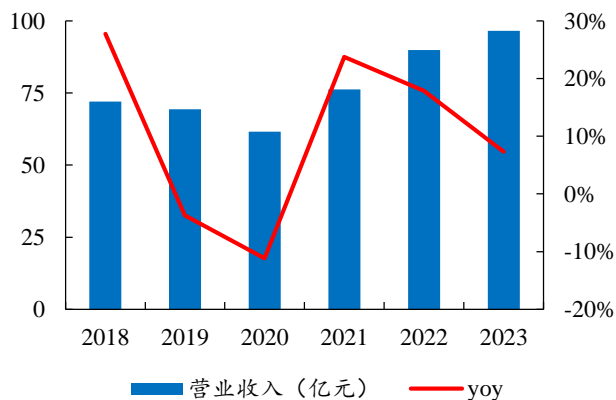


资料来源：公司官网、公司公告、天眼查、开源证券研究所

1.2、业绩稳健增长，盈利能力渐提升

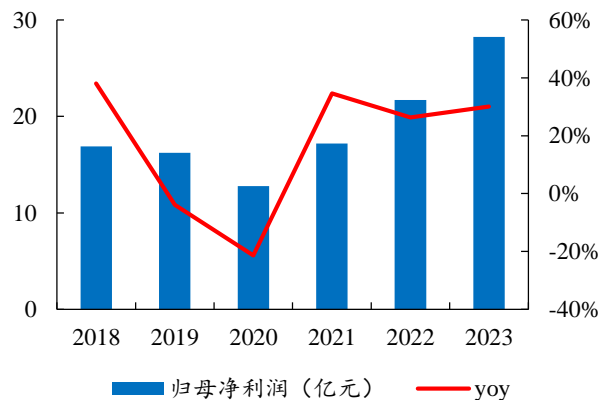
疫情影响消退，营收及利润稳健增长。2018-2023年，公司营业收入由72.08亿元增至96.55亿元，CAGR为6.02%；归母净利润由16.88亿元增至28.23亿元，CAGR为10.83%，2020年营收及归母净利润相对2019年显著下滑，主要是由于2020年受新冠疫情的影响，全国医疗机构门诊量与药品终端需求有所下降，公司相关业务板块受到一定程度的影响。而自2020年起，公司营收及归母净利润保持持续增长态势。

图3：2020-2023年公司营收稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2020-2023年公司归母净利润持续提高



数据来源：Wind、开源证券研究所

分产品来看，中药贡献主要营业收入。2018-2023 年中药产品营收占主营业务收入比重均超 60%，为公司业务核心。2023 年公司中药营收 73.48 亿元，同比增长 13.49%，占主营业务收入的 76.23%；西药营收 21.07 亿元，同比下降 9.29%，占主营业务收入的 21.86%；其他类营收 1.84 亿元，同比增长 2.05%，占主营业务收入的 1.91%。同时，2018-2023 年中药和西药产品毛利率均维持在 80% 以上的较高水平。

图5：2018-2023 年中药贡献主要营业收入（单位：亿元）

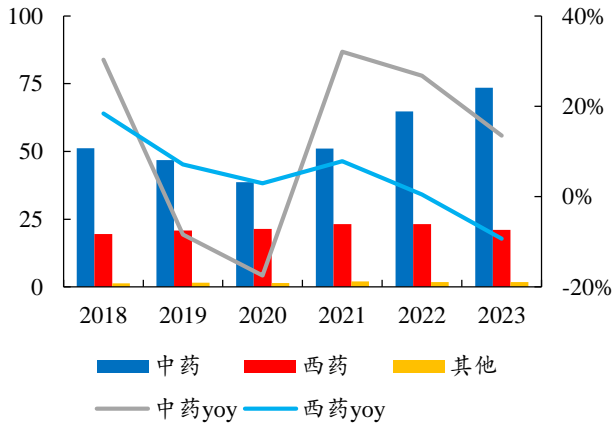
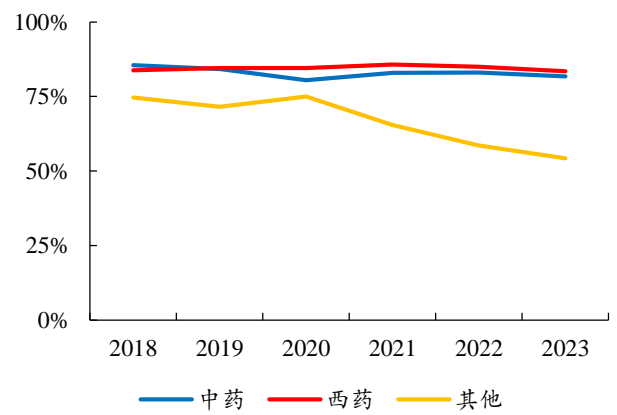


图6：2018-2023 年中药和西药产品毛利均维持较高水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

分行业来看，“清热解毒、消化和儿科”为重点抓手。2018-2023 年清热解毒、消化和儿科三类产品合计营收占主营业务收入比重均超 77%，是公司业务的核心。2023 年清热解毒类营收 33.8 亿元，同比下降 4.60%，占主营业务收入的 35.07%；消化类营收 16.87 亿元，同比下降 2.02%，占主营业务收入的 17.5%；儿科类营收 27.41 亿元，同比增长 13.01%，占主营业务收入的 28.44%；呼吸类营收 6.4 亿元，同比增长 9.74%，占主营业务收入的 6.64%；心脑血管类营收 0.84 亿元，同比下降 12.75%，占主营业务收入的 0.87%；妇科类营收 0.41 亿元，同比下降 24.29%，占主营业务收入的 0.43%。同时，2018-2023 年清热解毒、消化和儿科三类的毛利率均稳定维持在较高水平，2023 年毛利率分别为 78.03% (-1.41pct)、89.93% (-0.90pct) 和 87.30% (-1.85pct)。此外，2018-2023 年间公司逐渐将业务重点从经典优势品类转移至新兴品类，即从以蒲地蓝消炎口服液和雷贝拉唑钠肠溶胶囊为代表的清热解毒类和消化类转移至以小儿鼓翘清热颗粒为代表的儿科品类，实现优势领域的衔接。

图7：清热解毒、消化和儿科营收占比合计贡献超 77%

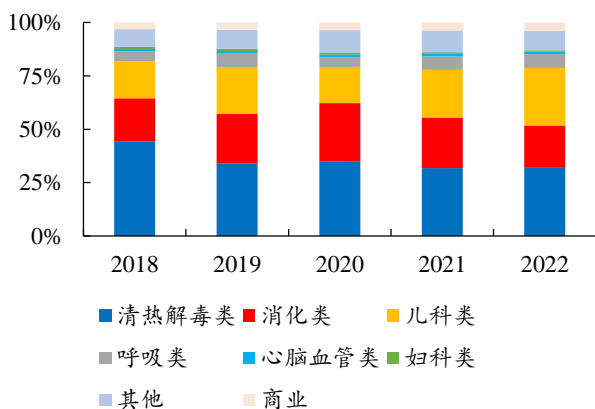
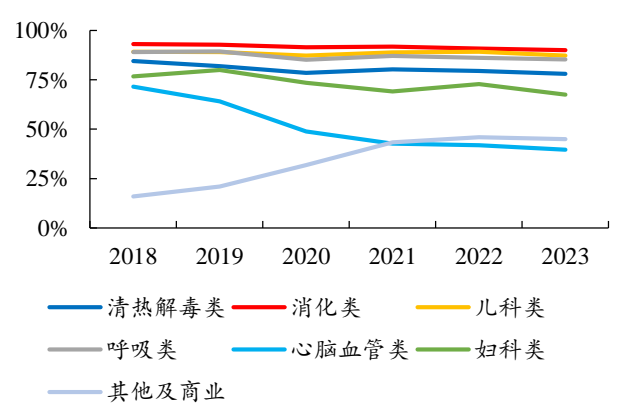


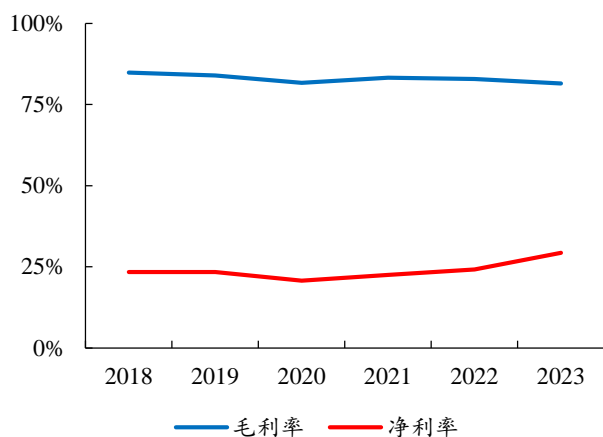
图8：清热解毒、消化和儿科毛利率均维持较高水平



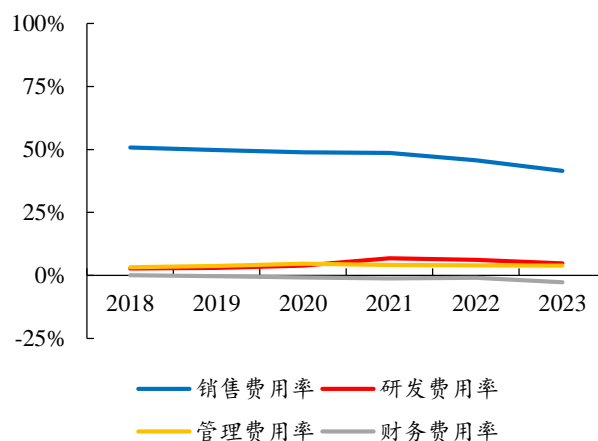
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利稳中有升，控费持续优化。从盈利能力来看，2018-2023 年公司的毛利率呈小幅下滑态势，由 84.79% 降至 81.52%；净利率却稳中有升，从 23.42% 提升至 29.28%。从费用端来看，2018-2023 年销售费用率显著下降，由 50.83% 降至 41.50%，因此使得公司净利润在毛利走低的情况下呈现小幅上升。随着销售费用率在 2023 年降至低点位置，公司净利率增幅明显。我们认为随着销售费用、管理费用增长得到有效控制，公司盈利能力有望得到进一步提升。

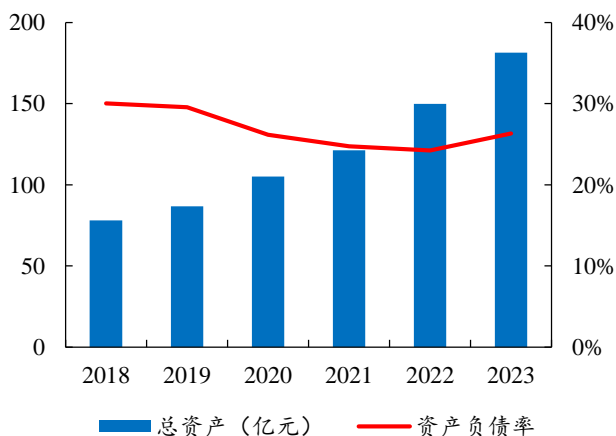
图9：2018-2023 年公司净利润稳中有升


数据来源：Wind、开源证券研究所

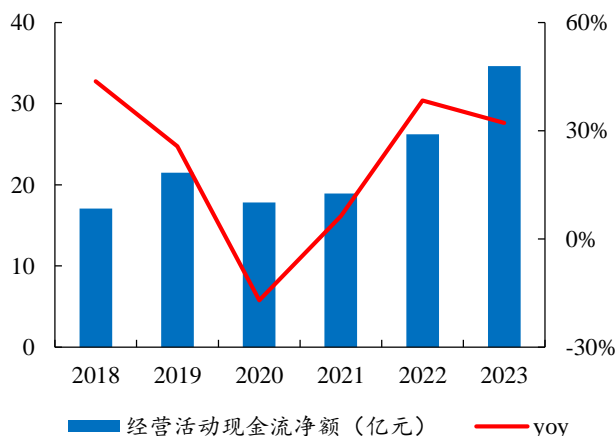
图10：2018-2023 年公司销售费用率逐渐下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

负债状况良好，现金流健康。从资产负债水平来看，2018-2023 年公司的资产总额稳定增加，同时资产负债率整体呈下降趋势，由 30.01% 降至 26.32%。从现金流来看，2020-2023 年公司经营活动现金流净额逐年增加，自 17.82 亿元增至 34.64 亿元，CAGR 达 24.80%。整体来看，公司资产负债结构良好，现金流状态健康。

图11：2018-2023 年公司资产负债率整体呈下降趋势


数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2020-2023 年公司经营活动现金流净额逐年增加


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、政策助力中药市场规模扩增，呼吸及儿科中药发展机遇大

2.1、国家支持中药行业振兴，利好产业高质量发展

中药产业发展获政策支持。近年来，国家十分重视中药中医的优良传承，以及对国民健康、医疗卫生体系建设的战略价值，陆续出台了振兴中药产业的重大政策及战略规划。我们认为国家政策的支持有助于中药产业的生态优化，在遵循中药发展规律、现代科学规律的前提下对传统中药进行理论、技术、产品和管理等全方位的创新，有利于产业实现高质量发展。

表1：国家出台多项政策支持中药行业传承创新

发布时间	发布单位	政策/事件名称	主要内容
2019年10月	国家药监局	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	健全中医药服务体系；发挥中医药在维护和促进人民健康中的独特作用；大力推动中药质量提升和产业高质量发展；加强中医药人才队伍建设；促进中医药传承与开放创新发展；改革完善中医药管理体制机制。
2020年6月	国家药典委员会	《中国药典(2020年版)》	在中药安全性控制方面，要求有效控制外源性污染物的影响，并有效控制内源性有毒成分对中药安全性产生的影响。在中药有效性控制方面，要求强化标准的专属性和整体性，重点开展了基于中医临床疗效的生物评价和测定方法研究。
2020年9月	国家药监局	《中药注册分类及申报资料要求》	中药注册按照中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂、同名同方药等进行分类，前三类均属于中药新药。
2020年12月	国家药监局	《关于促进中药传承创新发展的实施意见》	鼓励中药守正创新，健全符合中药特点的审评审批体系，提出对临床定位清晰且具有明显临床价值，用于重大疾病、罕见病防治、临床急需而市场短缺、或属于儿童用药的中药新药申请实行优先审评审批。同时加强质量监管，注重多方协调，推进中药监管体系和能力现代化。
2021年1月	国务院	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	从人才、产业、资金、发展环境等多个方面提出28条举措，为中医药高质量特色发展保驾护航，为老百姓方便看中医、放心用中药固本培元。
2021年12月	国家医保局、中医药局	《关于医保支持中医药传承创新发展的指导意见》	认识医保支持中医药传承创新发展的意义，将符合条件的中医医药机构纳入医保定点。加强中医药服务价格管理，将适宜的中药和中医医疗服务项目纳入医保支付范围；完善适合中医药特点的支持政策，强化医保基金监管。
2022年3月	国务院办公厅	《关于印发“十四五”中医药发展规划的通知》	到2025年，中医药健康服务能力明显增强，中医药高质量发展政策和体系进一步完善，统筹考虑医疗、科研、产业、教育、文化、国际合作等中医药发展重点领域，共提出十个方面重点任务，及15项主要发展指标。
2022年4月	国家药监局	《基于“三结合”注册审评证据体系下的沟通交流指导原则（试行）》	推出基于“中医理论-人用经验-临床试验”三结合证据体系的中药特色审评审批标准。
2022年5月	国务院办公厅	《关于印发深化医药卫生体制改革2022年重点工作的通知》	推进中医药综合改革。开展医疗、医保、医药联动促进中医药传承创新发展试点。加强基层医疗卫生机构中医药服务能力建设。
2023年1月	国家药监局	《关于进一步加强中药科学监管促进中药传承创新发展的若干措施》	加强中药材质量管理，强化中药饮片、中药配方颗粒监管，优化医疗机构中药制剂管理，同时完善中药审评审批机制，重视中药上市后管理，提升中药标准管理水平，加大中药安全监管力度，推进中药监管全球合作。

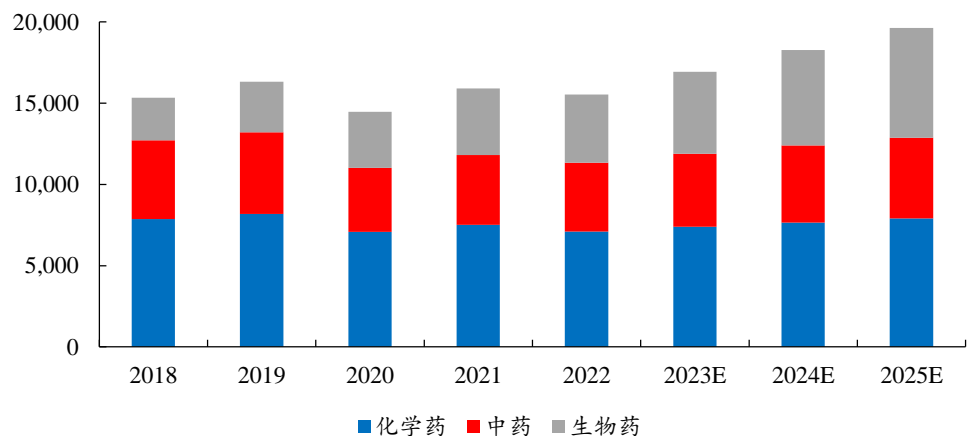
发布时间	发布单位	政策/事件名称	主要内容
2023年2月	国务院办公厅	《中医药振兴发展重大工程实施方案》	方案从十个方向(包括总体要求、中医药健康服务高质量发展工程、中西医协同推进工程、中医药传承创新和现代化工程、中医药特色人才培养工程、中药质量提升及产业促进工程、中医药文化弘扬工程、中医药开放发展工程、国家中医药综合改革试点工程、相应保障措施)提出实施细则,整体方案建设目标确切、建设任务清晰、配套措施完善、部分分工明确。
2023年2月	国家药监局	《中药注册管理专门规定》	充分吸纳药品审评审批制度改革成熟经验,借鉴国内外药品监管科学研究成果,全方位、系统地构建了中药注册管理体系,全力推进中国式药品监管现代化建设。
2023年3月	国家财政部	《关于组织申报中央财政支持中医药传承创新发展示范试点项目的通知》	试点项目主要聚焦:加快促进中医药技术传承创新;加快促进中医药人才发展;加快促进中医药服务模式创新发展;加快促进中医药管理体系创新。

资料来源:中国政府网、国家中医药管理局、开源证券研究所

2.2、中药市场规模稳健扩张，院外零售市场增速亮眼

中国医药市场规模提振，中药市场稳健扩张。中国医药市场由化学药、中药和生物药三大板块组成。据 Frost&Sullivan 数据统计，2022 年中国医药市场规模为 15,541 亿元，预计 2035 年将有望增至 19,627 亿元，2022-2025 年 CAGR 为 8.1%。受到中药鼓励性政策、中药创新药物的积极开发、中国居民健康意识不断加深以及中医药“治未病”理念受众增加等因素的推动，中药市场规模有望从 2022 年的 4,223 亿元增至 2025 年的 4,973 亿元，CAGR 为 5.6%，呈稳定增长发展趋势。

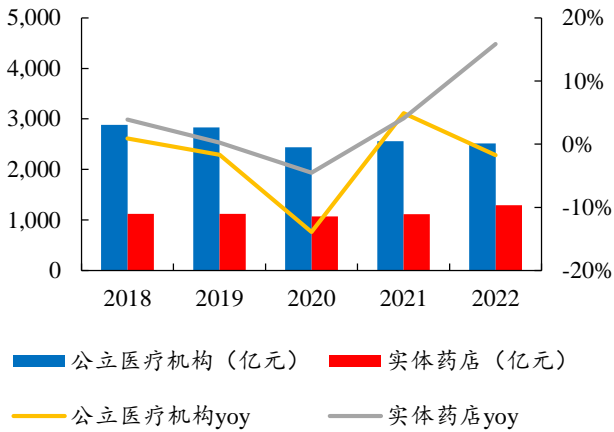
图13：2022-2025E 年中国中药市场规模有望保持稳定扩张态势（单位：亿元）



数据来源: Frost&Sullivan、开源证券研究所

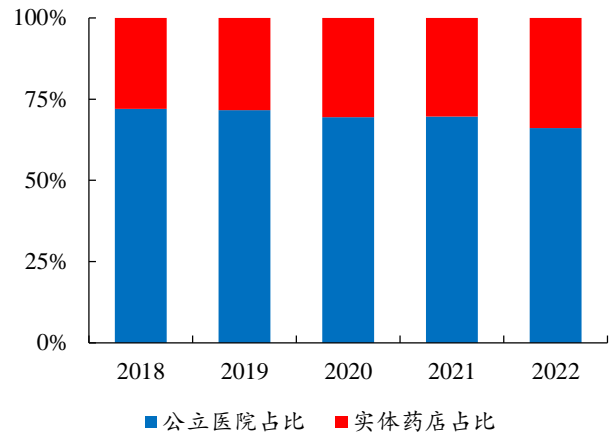
公立医疗机构是主要的中成药销售渠道，同时院外终端地位也在逐步提高。受医保改革、带量采购等因素影响，2019-2020 年中成药两大终端的市场销售规模连续缩减；2021 年受新冠疫情影响，与防疫相关的中成药销售额提升，促进市场规模再次增长；截至 2022 年，中国公立医疗机构及实体药店的中成药销售总额已超 3,800 亿元。此外，实体药店的中成药销售额占比基本呈逐年增加趋势，自 2018 年的 27.4% 提升至 2022 年的 34.0%，反映当下院外市场渠道的重要性正在日益提升。

图14: 2018-2022年公立医疗机构中成药销售规模较高



数据来源: 药渡数据、开源证券研究所

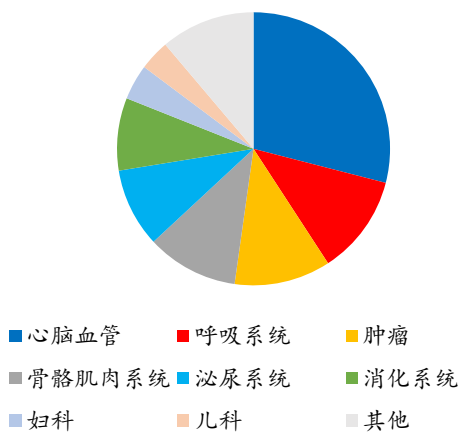
图15: 2018-2022年实体药店中成药销售占比持续增加



数据来源: 药渡数据、开源证券研究所

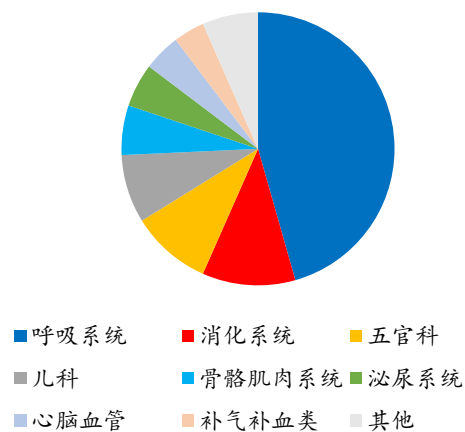
呼吸系统疾病用中药在院内外市场均具较大市场份额，儿科及消化系统用中药前景乐观。院内市场方面，据米内网统计，2022年重点城市公立医院终端中成药销售额超315亿元，其中除心脑血管为院内重点治疗用药领域外，呼吸系统、肿瘤和骨骼肌肉三类疾病用药市场份额均超10%；泌尿系统和消化系统市场份额在9%左右；妇科和儿科用药销售占比分别为4.2%和3.6%。院外市场方面，2022年中国城市实体药店终端销售过亿且增速超10%的中成药共有136个，合计销售额超500亿元。从治疗类别看，呼吸系统药物销售占比超45%，为核心品类；消化系统疾病用药紧随其后，销售占比约11%；五官科和儿科用药位列第三、四名，销售占比约为9.6%和8.1%。综合来看，呼吸系统疾病用药在院内及院外市场均具有较大的市场份额，同时伴随流感带来的自主用药意识的增强以及国民对于健康关注度的提升，一些以OTC渠道为主的中成药品类如儿科和消化系统用中药也将迎来新一轮发展。

图16: 2022年重点城市公立医院中药多用于心脑血管类



数据来源: 米内网、开源证券研究所

图17: 2022年城市实体药店呼吸系统中药销售占比较高

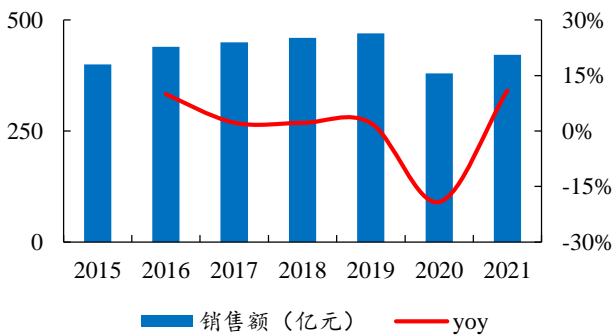


数据来源: 米内网、开源证券研究所 (注: 此数据统计中国城市实体药店终端销售过亿且增速超10%的中成药大类分布情况)

2.3、呼吸系统用中成药市场销售回暖，清热解毒用药为主要亚类

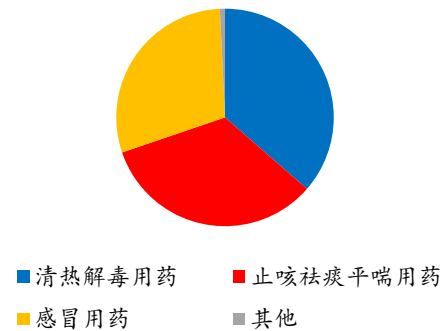
呼吸系统疾病是中成药销售的优势领域，市场销售整体回暖。受益于政策利好以及中药在常见多发病症方面较优的防治作用，疫情后销售额回升明显，2021年我国呼吸系统疾病中成药销售额达421.68亿元。具体来看，呼吸系统疾病用中成药主要分为清热解毒用药、止咳祛痰平喘用药以及感冒用药三大类，2021年市占率分别为36.41%、33.37%、29.46%。此外，米内网数据显示2021年零售药店渠道药占比达到65%，公立医院购药占比为35%。由此计算，2021年清热解毒类用药零售药店端销售规模约100亿元，在行业规模整体扩容的背景下具有较大的开发及增长潜力。

图18：2015-2019年呼吸系统中成药销售额稳健增加



数据来源：观研天下公众号、开源证券研究所

图19：2022年呼吸系统中成药销售以清热解毒用药为主

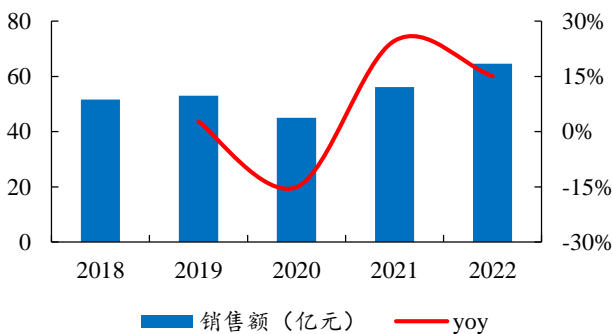


数据来源：米内网、华经产业研究院、开源证券研究所

2.4、儿科中药全渠道销售前景广阔，止咳祛痰和感冒用药市场待开发

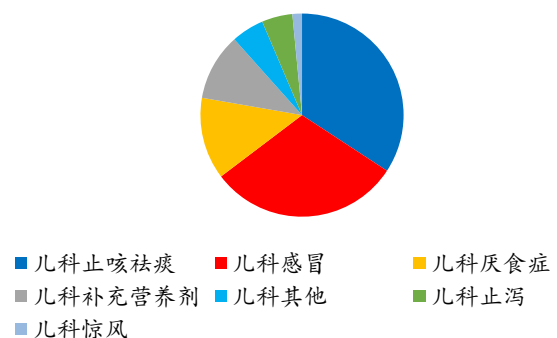
儿科用药销售规模快速增长，市场前景广阔。据米内网数据统计，2022年中国城市实体药店终端和中国网上药店终端儿科中成药合计销售额超过72亿元。其中，实体药店是儿科中成药零售市场主渠道，占销售总额的89.4%。2020年儿科中成药在中国城市实体药店终端销售额受疫情影响大幅下滑超15%，2021年开始逐步恢复增长并超越疫前水平，2022年销售额再创新高达到64.59亿元，同比增长15.07%。此外，2020-2022年儿科中成药网上药店销售增速分别为82.21%、93.94%和76.39%，儿科用药市场整体呈现“线上+线下”同步快速增长的发展趋势。此外，从细分类别上看，儿科用药亚类较多，止咳祛痰用和感冒用药是儿科中成药实体药店市场的销售主力，两者合计市场份额达64.69%，具有较大的发展潜力。

图20：2020-2022年城市实体药店儿科中成药销售增加



数据来源：米内网、赛柏蓝公众号、开源证券研究所

图21：2022年城市实体药店儿科中成药销售亚类较多



数据来源：米内网、赛柏蓝公众号、开源证券研究所

3、产品结构优化，基本盘稳定增长、优势单品加速放量

3.1、一线产品稳增长：三大单品销售稳增，业务重心逐渐向儿科转移

公司一线核心产品主要有蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊和小儿豉翘清热颗粒。伴随着公司产品结构的调整，蒲地蓝消炎口服液和雷贝拉唑钠肠溶胶囊销售增速企稳，业务重心逐渐向儿科领域倾斜。

表2：公司三大核心产品覆盖清热解毒、消化系统及儿科三大治疗领域

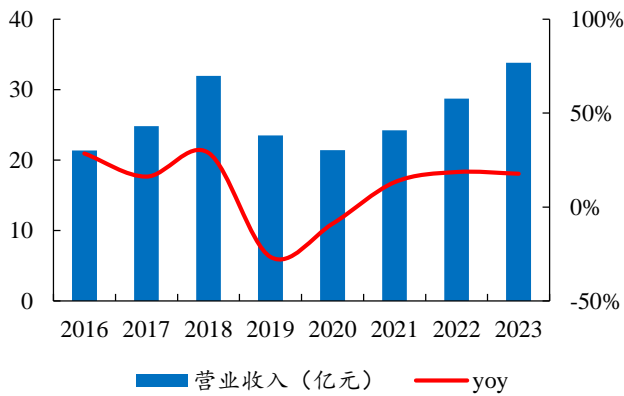
主要治疗领域	药品名称	适应症或功能主治	处方药	中药保护品种	纳入国家基药目录	纳入国家医保目录
清热解毒	蒲地蓝消炎口服液 	清热解毒，消肿利咽。用于疖肿、腮腺炎、咽炎、扁桃体炎等。	是	否	否	否
消化系统	雷贝拉唑钠肠溶胶囊 	适用于：1、活动性十二指肠溃疡；2、良性活动性胃溃疡；3、伴有临床症状的侵蚀性或溃疡性的胃-食管反流征（GERD）；4、与适当的抗生素合用，可根治幽门螺旋杆菌阳性的十二指肠溃疡；5、侵蚀性或溃疡性胃-食管反流征的维持期治疗。	是	否	否	是
儿科	小儿豉翘清热颗粒 	疏风解表，清热导滞。用于小儿风热感冒挟滞证。	是	否	否	是

资料来源：公司年报、公司官网、开源证券研究所

3.1.1、蒲地蓝消炎口服液：元老级大单品，销售额逐渐恢复稳增趋势

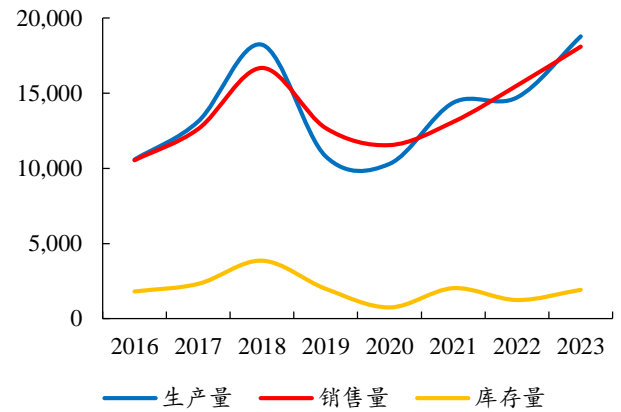
销售大幅承压时期已过，逐渐恢复稳健增长，贡献业绩基本盘。独家剂型蒲地蓝消炎口服液是公司部署于清热解毒领域的核心大单品，早在 2015 年便以 92.46% 的市占率在蒲地蓝消炎通用名产品中排名第一。具体来看，公司的清热解毒类产品营收在 2015-2018 年间基本保持稳定增长趋势，2019 年出现大幅下滑，这主要是由于 2018 年 10 月国家药监局发布公告，要求蒲地蓝消炎制剂在说明书中增加不良反应以及慎用人群的说明，致使蒲地蓝消炎口服液销售短期承压。随后公司制定了“调整、整合、开发、优化”的方针，加强医院、OTC 药店、基层医疗机构等渠道的开发力度，2020 年起销售情况已逐渐回暖。对应显示在公司产品库存于 2020 年见底，随后产销量一并提高，业绩出现向好拐点。

图22：2020年起公司清热解毒类产品营收稳健提高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2020年起清热解毒类产品销量提升(单位:万盒)



数据来源：公司公告、开源证券研究所

品牌认知度高，渐退省级医保目录不改业绩向好趋势。2019年之前，各省机构有一定的调整权限，可以将一些未被纳入国家医保目录的药品，增补纳入省级药品目录并按照乙类药品管理。而2019年8月国家医保局等发布的《国家医保目录(2019版)》，明确要求除符合条件的中药饮片、民族药品、医院制剂等外，各地不得进行增补。按照相关要求，各地从2020年开始，要在3年内按照40%/40%/20%的比例逐步调出原省级药品目录内按规定调增的乙类药品，其中监控辅助药先行移出目录。截至2019年底，蒲地蓝消炎口服液已进入江苏、湖南、陕西等13个省份的省级医保目录，在规定下发后，2021年起逐步从各省增补目录退出。然而蒲地蓝消炎口服液循证医学证据丰富，2021年被纳入《中成药治疗小儿急性上呼吸道感染临床应用指南》，在OTC市场中消费者认可度排名前列。由此可见蒲地蓝的受众基础和口碑可以支撑其稳定增长，退出医保并未对销量造成较大影响。

表3：2021年起蒲地蓝消炎口服液陆续退出省级医保目录

年份	退出省份	剩余省份
2021	河北, 山东, 黑龙江, 新疆	江苏、湖南、陕西、天津、辽宁、青海、河南、吉林、安徽
2022	江苏、湖南、吉林、天津、青海、安徽、陕西、辽宁、河南	无

资料来源：公司公告、开源证券研究所

表4：2022年蒲地蓝消炎口服液在城市实体药店终端清热解毒中成药Top10品牌中位列第二

排名	产品名称	企业名称	销售额 (亿元)	增长率
1	蓝芩口服液	扬子江药业集团	10.02	16.81%
2	蒲地蓝消炎口服液	济川药业集团	7.62	19.09%
3	板蓝根颗粒	白云山和记黄埔中药	7.18	27.09%
4	复方鱼腥草合剂	浙江康恩贝中药	4.52	60.60%
5	银黄滴丸	浙江维康药业	4.51	15.31%
6	金银花口服液	真奥金银花药业	3.89	278.08%
7	蒲地蓝消炎片	云南白药集团	3.87	35.88%
8	穿心莲内酯滴丸	天士力医药集团	3.87	47.84%
9	复方板蓝根颗粒	白云山和记黄埔中药	2.77	91.34%
10	金银花露	葵花药业(襄阳)隆中	2.02	14.12%

数据来源：米内网、开源证券研究所

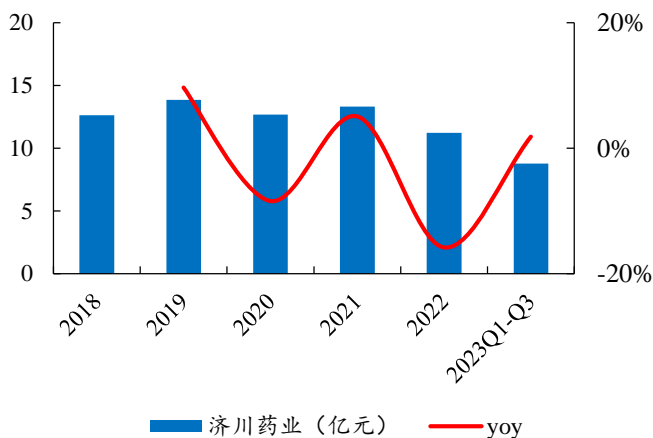
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

3.1.2、雷贝拉唑钠肠溶胶囊：竞争格局良好，市占率高

产品有效性强，局限较少。质子泵抑制剂是苯并咪唑类衍生物，作用于胃壁细胞上 H^+/K^+-ATP 酶，以抑制胃酸分泌，抑酸作用强大而持久，临床主要用于胃溃疡、十二指肠溃疡、胃食管反流病等疾病的治疗。艾司奥美拉唑镁和泮托拉唑钠是第一代质子泵抑制剂，主要经肝脏细胞色素 P450 酶系中的同工酶 CYP2C19 和 CYP3A4 代谢，但存在药动学个体差异明显等局限方面。而雷贝拉唑钠肠溶胶囊属于第二代质子泵抑制剂，在肝脏的代谢主要经非酶途径，基因多态性对其疗效影响小。

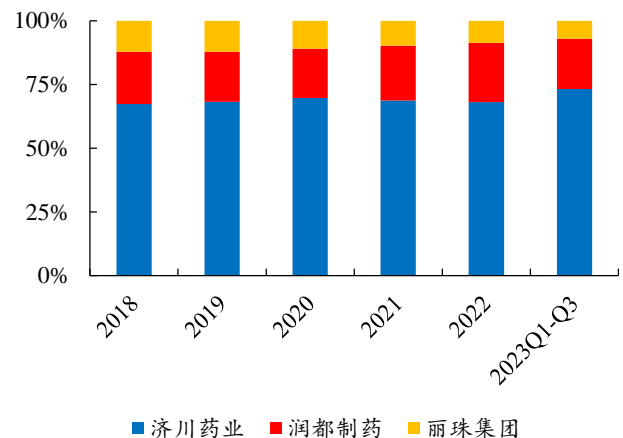
业绩相对稳定，竞争格局良好。据 PDB 数据统计，2018-2022 年公司的雷贝拉唑钠肠溶胶囊销售额整体较为稳定，受疫情等因素扰动销售额自 2018 年的 12.6 亿元降至 2022 年的 11.2 亿元，CAGR 为 -2.9%；2023 前三季度销售额为 8.8 亿元，同比增长约 1.8%。具体来看，雷贝拉唑钠肠溶胶囊单产品竞争格局良好，生产企业仅有济川药业、润都制药和丽珠制药三家，且济川药业市占率 2018-2022 年间均超 65%。

图24：2018-2022 年公司雷贝拉唑钠肠溶胶囊营收稳定



数据来源：PDB、开源证券研究所

图25：济川药业的雷贝拉唑钠肠溶胶囊市占率超 65%



数据来源：PDB、开源证券研究所

雷贝拉唑口服常释剂型中选 2023 年全国第九批药品集采，集采风险已基本出清。自 2020 年第三批集采首次出现质子泵抑制剂后，直到 2023 年全国第九批集采，雷贝拉唑销售占比较大的口服常释剂型才被纳入集采序列。据开思 CHIS 统计，雷贝拉唑钠肠溶片的院内规模占比 11%，在质子泵抑制剂中排名第三，且注射用雷贝拉唑钠和雷贝拉唑钠肠溶胶囊的院内规模也分别达到 9%。具体来看，雷贝拉唑钠肠溶片竞争格局激烈，PDB 数据统计显示卫材（中国）、迪康药业、豪森药业三家企业国内全渠道销售占比较高，分别为 33.9%、19.7%和 19.0%。而 2023 年全国第九批集采公布的采购中选结果显示，雷贝拉唑肠溶片共有 8 家国产企业中选，公司也有望凭借此次中选出清口服常释剂型集采风险，业绩经营稳定性进一步提升。

图26：2022年雷贝拉唑口服剂型院内应用占比近20%

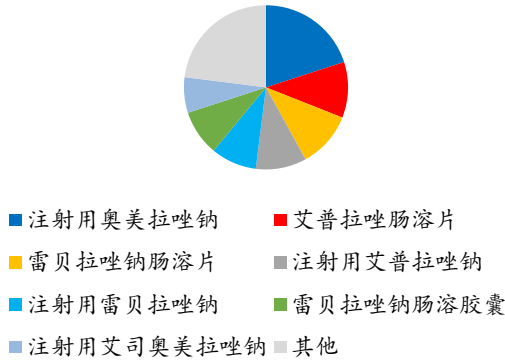
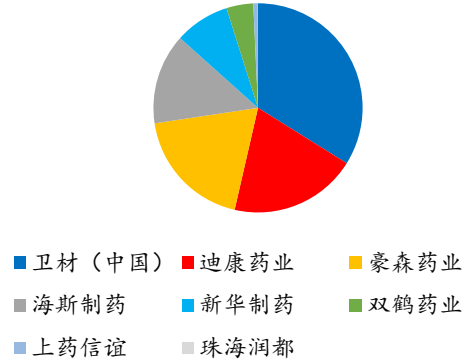


图27：雷贝拉唑肠溶片竞争激烈，头部企业销售占比高



数据来源：国家集采中标文件、中康产业研究院、开源证券研究所

数据来源：PDB、开源证券研究所

表5：8家企业的雷贝拉唑钠肠溶片于全国第九批集采中选

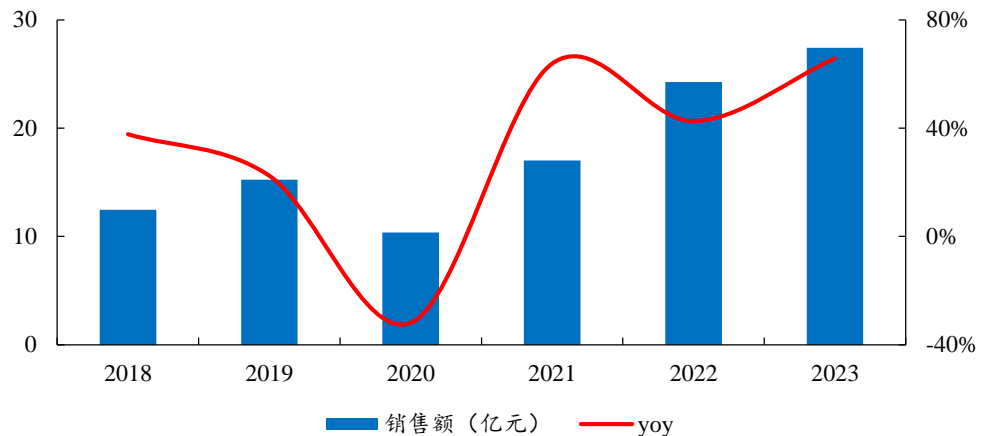
中选企业	中选价格（元/盒）	片剂数量（片/盒）	单价（元/片）	单片剂量（mg）	供应省份
珠海润都	6.15	28	0.22	20	上海、江苏、广西、云南、新疆（含兵团）
药友制药	8.94	30	0.30	20	北京、河北、黑龙江、陕西
海斯制药	6.2	20	0.31	20	吉林、安徽、重庆、贵州
新华制药	6.69	28	0.24	10	天津、福建、江西、青海
安必生制药	11.98	28	0.43	20	浙江、河南、海南、宁夏
九典制药	7.18	28	0.26	10	山东、湖北、西藏、甘肃
山香药业	7.38	28	0.26	10	内蒙古、辽宁、广东
济川药业	3.36	7	0.48	20	山西、湖南、四川

数据来源：上海阳光医药采购网、开源证券研究所

3.1.3、小儿豉翘清热颗粒：重点优势品种，品类扩充助力业绩快速提升

经典药方，临床疗效佳。小儿豉翘清热颗粒由经典名方达原饮和银翘散加减化裁而来，是儿科名老中医李少川教授的临床验方。通过将连翘、薄荷、荆芥、柴胡进行油提，将栀子、大黄、赤芍、青蒿、槟榔、厚朴、黄芩、半夏、淡豆豉等进行水提，通过提取、浓缩、制粒等多道工序精制成，具有疏风解表、清热导滞的功效，用于小儿风热感冒挟滞证。据《小儿豉翘清热颗粒治疗儿童急性上呼吸道感染的药效物质基础与作用机制研究》路官正等研究，小儿豉翘清热颗粒治疗小儿急性上呼吸道感染效果极佳，且与西药相比在治疗小儿急性上呼吸道感染方面的有效性和安全性优势均较为突出，可兼顾患儿“脏腑娇嫩，形气未允”的生理特点和“阳常有余，脾肺不足”的病理特征，从而调节患儿的整体免疫功能，实现标本兼治的目的。

儿科细分领域龙头品种，业绩恢复增长。公司以独家品种小儿豉翘清热颗粒为主的儿科感冒用中成药在2022年全国公立医院儿科感冒用中成药市场占比47.82%，位列第1，龙头品种地位凸显。公司儿科产品销售以小儿豉翘清热颗粒为主，2020年受新冠疫情影响营收显著下滑，此后基本呈现恢复性增长趋势。2020-2023年间，公司儿科品类营收自10.38亿元增至27.41亿元，CAGR达38.2%，增速迅猛。

图28：2020年起公司儿科产品营收呈现恢复性增长趋势


数据来源：公司公告、开源证券研究所

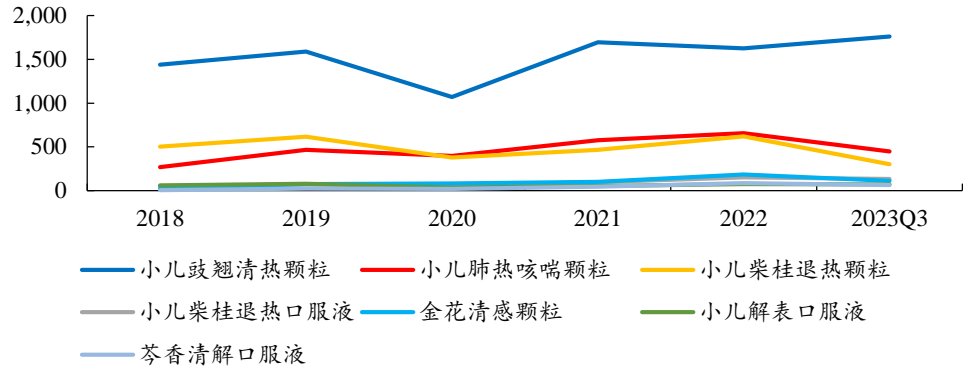
品规调整扩充，打开业绩天花板。目前公司针对小儿豉翘清热颗粒品规已进行一次调整、一次扩充。**(1) 调整：**2020年公司在原来的含糖型颗粒剂配方基础上进行调整，推出无蔗糖型品规，即在原有甜菊糖苷、枸橼酸、桔子香精和糊精基础上，新增药用辅料三氯蔗糖、羟丙甲纤维素与其他矫味剂复配，其中三氯蔗糖热量值为零，因此龋齿、糖尿病患者及肥胖儿童均可放心使用。此外，据甘肃省医药集中采购平台公告信息，此前2g含糖型售价约为3.97元/袋，而升级后的产品在销售单价上更高，于湖南省医药集中采购平台查询为7.31元/袋。**(2) 扩充：**公司针对儿科差异化用药需求，在现有组方、给药途径和适应症的基础上，应用新工艺、新技术开展新剂型改进，研制出2.2类改良型新药小儿豉翘清热糖浆，并于2023年11月17日获国家药监局批准上市。临床试验在充分验证此剂型疗效的同时，也表明由于糖浆剂型服用方便、口味更佳、药物吸收好，因此使儿童用药依从性得到提升。我们认为两次品规的调整创新有利于从“价格+销量”两方面助力销售，打开业绩天花板。

表6：小儿豉翘清热颗粒无蔗糖版本价格较高

通用名	规格	最小制剂单位	最小零售单位	转换系数	价格
小儿豉翘清热颗粒	每袋装2g(无蔗糖)	袋	盒	6	43.89
				9	65.83
	每袋装2g			6	23.82
				9	35.73

数据来源：甘肃省医药集中采购平台、湖南省医药集中采购平台、开源证券研究所

治疗儿科流感、风热相关上市产品较少，在研产品丰富。结合小儿豉翘清热颗粒的治疗适应症，以及2023年1月发布的《儿童流行性感 冒中西医结合诊疗指南》，除小儿豉翘清热颗粒外，目前已上市的6款口服剂均可针对儿童流感、风热等引起的大部分相关适应症进行有效治疗。根据PDB数据统计，小儿豉翘清热颗粒是同类型儿科中成药领域内销售领先的产品，2022年单品销售额占总7款产品销售总额的47.9%，侧面反映消费者对于小儿豉翘清热颗粒产品质量及疗效的认可，以及公司优质的品规管理及营销能力。除此之外，国内已有多家企业对治疗儿童流感和风热等病症的管线进行布局，据Insight数据库统计，截至2024年2月22日，IND阶段2个、临床其他阶段2个、临床II期7个、临床III期3个、NDA阶段1个（贴剂）。

图29：小儿豉翘清热颗粒在同类型儿科中成药领域销售额领先（单位：百万元）


数据来源：PDB、开源证券研究所

表7：市场上已有较多公司布局管线治疗儿童风热引起的感冒、发热等相关适应症




药品名称	公司	适应症	注册分类	进度	首次公示时间
小儿肺热咳喘颗粒	葫芦娃药业	清热解毒，宣肺止咳，化痰平喘。用于感冒，支气管炎，喘息性支气管炎等	-	已上市	-
小儿柴桂退热颗粒	葵花药业、贵州百灵	发汗解表，清里退热。用于小儿外感发热	-	已上市	-
小儿柴桂退热口服液	教东延边药业	发汗解表，清里退热。用于小儿外感发热	-	已上市	-
金花清感颗粒	聚协昌药业	用于外感时邪引起的发热，恶寒轻或不恶寒，咽红咽痛，鼻塞流涕，口渴，咳嗽或咳而有痰等	原 6.1	已上市	-
小儿解表口服液	人生药业	宣肺解表，清热解毒。用于外感风热引起的感冒恶寒发热，头痛咳嗽等	-	已上市	-
芬香清解口服液	一品红	疏风解热、清泻里热、解毒利咽、用于小儿上呼吸道感染表里俱热症	2.3	已上市	-
牛黄小儿退热贴	健民集团	小儿急性上呼吸道感染（风热证）所致的发热	1.1	NDA	2024.1
复方银花解毒颗粒	亿帆医药	疏风解表，清热解毒。用于普通感冒、流行性感属风热证	补充申请	III 期	2023.10
小儿莲花清感颗粒	以岭药业	小儿急性上呼吸道感染（风热感冒证）	1.1	III 期	2023.04
苓百清肺浓缩丸	黑龙江省中医研究院	儿童肺炎支原体肺炎（风热闭肺证）	原 6 类	III 期	2023.02
HYR0201 颗粒	天地恒一制药	小儿急性上呼吸道感染（风热感冒证）	2.2;2.3	II 期	2023.11
小儿香薷颗粒	一力制药	小儿急性上呼吸道感染（风热夹湿证）	1.1	II 期	2023.10
金振口服液	康缘药业	儿童病毒性肺炎	2.3	II 期	2023.06
小儿猴耳环消炎颗粒	白马药业	小儿急性上呼吸道感染	补充申请	II 期	2019.11
小儿蒿芩抗感颗粒	玉森新药	清热解毒，用于小儿上呼吸道感染（暑邪感冒证）	原 6.1 类	II 期	2017.11
金柴小儿肺炎颗粒	葵花药业	清热解毒、疏郁化痰、宣肃肺气、止咳平喘	原 6 类	II 期	2014.10
柴芩小儿清热栓（原小儿柴芩退热栓）	安徽省药物研究所/ 深圳市北科联药业	小儿急性上呼吸道感染（感冒风热证）发热	-	II 期	2014.07
百蕊颗粒	九华华源药业	小儿急性上呼吸道感染（风热证）	补充申请	其他	2020.03
复方一枝蒿颗粒	银朵兰药业	儿童急性上呼吸道感染（乃孜来型）	补充申请	其他	2019.02
小儿热速清口服液	一正药业	清热解毒，泻火利咽，用于小儿外感风热所致的感冒	2.3	IND	2023.12
小儿银连颗粒	一力制药	清热解毒，祛风镇惊。用于小儿风热感冒，发热，鼻塞，咳嗽等	1.1	IND	2023.07

资料来源：Insight、药品通、开源证券研究所（注：数据更新截至 2024 年 3 月 8 日）

3.2、二线产品加速放量：产品矩阵丰富，中长期贡献新增量

公司二线产品主要有蛋白琥珀酸铁口服溶液、健胃消食口服液和黄龙止咳颗粒，涉及的治疗领域不一，可以丰富产品结构，中长期有望为公司贡献新增量。

表8：公司二线品种涉及治疗领域丰富

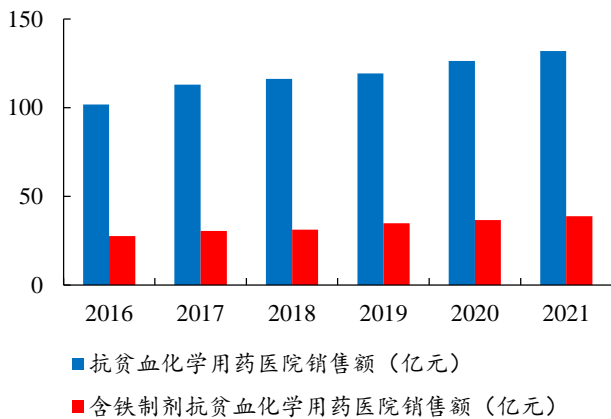
主要治疗领域	药品名称	适应症或功能主治	处方药	中药保护品种	纳入国家基药目录	纳入国家医保目录
缺铁性贫血	蛋白琥珀酸铁口服溶液	 绝对和相对缺铁性贫血的治疗，由于铁摄入量不足或吸收障碍、急性或慢性失血以及各种年龄患者的感染所引起的隐性或显性缺铁性贫血的治疗，妊娠与哺乳期贫血的治疗。	是	否	否	否
消化系统	健胃消食口服液	 健胃消食。用于脾胃虚弱所致的食积，症见不思饮食，噯腐酸臭，脘腹胀满。消化不良见上述证候者。	是	否	否	是
呼吸系统	黄龙止咳颗粒	 益气补肾，清肺止咳。适用于肺肾气虚，痰热郁肺之咳嗽。	双跨	否	否	否

资料来源：公司年报、公司官网、药品通、中国政府网、开源证券研究所

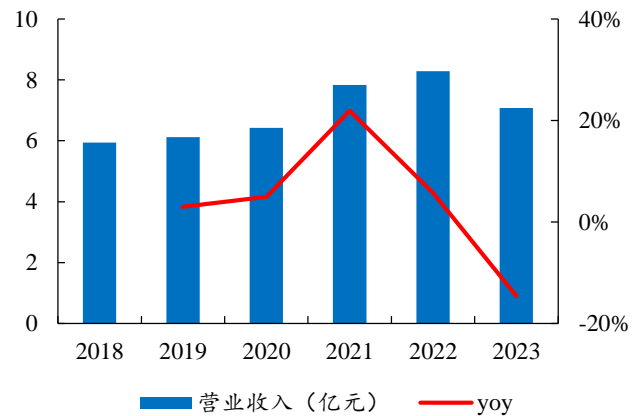
3.2.1、蛋白琥珀酸铁口服溶液：国内首仿，市场前景好

缺铁性贫血（IDA）是常见的营养缺乏症，在女性和学龄前儿童两大群体中尤为突出。若不予及时治疗，会逐渐加重，可能会影响儿童生长发育，导致认知、免疫、运动功能相关的长期不良健康结果。公司的蛋白琥珀酸铁口服溶液（盛雪元）是国内首仿，独特的蛋白络合包裹铁结构，可使三价铁离子在胃中酸性环境下稳定，不易损伤胃黏膜；在肠道碱性环境中，蛋白膜被消化，三价铁离子转化为二价铁离子，在小肠内被充分吸收，达到更好的补铁效果，且减轻了铁腥味，刺激性更小，一般不会产生胃肠的耐受性问题。此外，公司在制作工艺上添加甜菊糖苷作为矫味剂，口味香甜、热量低，不易影响血糖水平且不干扰胰岛素，因此糖尿病患者、肥胖人群、龋齿患儿等可遵医嘱选择使用，患者用药依从性较好。

市场规模持续增长，营收有望恢复增加。2016-2021年我国抗贫血化学用药销售规模持续增长，据华经产业研究院统计，2016年我国抗贫血化学用药医院销售规模为101.9亿元，随后持续增加至2021年的132.1亿元，CAGR为5.3%。其中2021年含铁制剂销售规模为38.8亿元，同比增长6.0%，占抗贫血化学用药总销售规模的29.4%。同时，公司的其他类产品营收以蛋白琥珀酸铁口服溶液（盛雪元）为主，2018-2022年间营业收入均逐年提升，2023年营收下滑至7.07亿元，主要是由于截至2022年底蛋白琥珀酸铁口服溶液已调出所有省级医保目录。我们认为2023年公司已逐步消化此因素影响，未来有望随着持续性营销推广而恢复增长态势。

图30：含铁制剂抗贫血化学用药医院销售规模持续增长


数据来源：华经产业研究院、开源证券研究所

图31：2018-2022 年公司其他类产品营业收入逐年增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

口服补铁剂应用接受度高，蛋白琥珀酸铁市场规模稳健增长。铁剂按应用途径分为口服铁和静脉铁，目前国内常用的化药口服铁剂有以硫酸亚铁为代表的无机铁，覆盖多糖铁复合物、蛋白琥珀酸铁口服溶液、富马酸亚铁、琥珀酸亚铁和葡萄糖酸亚铁等的有机铁；静脉铁方面，新一代的静脉注射铁制剂中，铁与碳水化合物结合紧密，实现铁的控制释放，可以在短时间内给予大剂量铁剂，常见的静脉铁剂有低分子右旋糖酐铁、葡萄糖酸亚铁、蔗糖铁、纳米氧化铁、羧基麦芽糖铁、异麦芽糖酐铁等。据 PDB 国内全渠道放大数据库统计，受益于口服补铁剂的安全性较高、服用便捷等优势，我国化药口服铁剂市场规模接近注射剂的 3 倍，2022 年口服铁剂与注射铁剂分别约占化药补铁剂市场规模的 75.2%和 24.8%，其中蛋白琥珀酸铁位列口服铁剂年销售额第二名，市场规模稳速增长。

表9：蛋白琥珀酸铁位列口服铁剂 2022 年销售额第二名，市场规模稳速增长

主要类型	代表产品	代表厂商	2022 年销售规模 (亿元)	同比增长
多糖铁	多糖铁复合物胶囊	上海医药集团、Kremers Urban	9.62	1.3%
蛋白琥珀酸铁	蛋白琥珀酸铁口服溶液	济川药业、Italfarmaco 等	8.85	2.1%
琥珀酸亚铁	琥珀酸亚铁片、琥珀酸亚铁缓释片等	华纳药厂、金陵药业等	5.98	11.1%
硫酸亚铁	硫酸亚铁片、硫酸亚铁缓释片、复方产品等	永宁制药、力玖药业等	1.82	-15.8%
富马酸亚铁	富马酸亚铁胶囊、富马酸亚铁颗粒、复方产品等	仁民药业、哈药集团等	0.71	-3.9%
葡萄糖酸亚铁	葡萄糖酸亚铁糖浆、葡萄糖酸亚铁片等	方略药业、益康药业等	0.08	-43.5%

数据来源：PDB、开源证券研究所

已上市产品较少，竞争格局相对稳定。截至 2024 年 2 月，已上市产品方面，共有 4 家厂商生产蛋白琥珀酸铁口服溶液，分别为济川药业、河南百年康鑫药业、河北仁合益康药业和 Italfarmaco。具体来看，PDB 数据显示济川药业和 Italfarmaco 在 2022 年的销售额分别为 5.85 亿元和 3 亿元，是国内主要的蛋白琥珀酸铁口服溶液供应商，且公司作为国内首仿，销售额占比从 2018 年的 53%提升至 2022 年约 66%，市占率稳步提升，进口替代趋势明显。**ANDA 方面**，2022 年以来共有 6 款仿制蛋白琥珀酸铁口服溶液递交 NDA 申请，但暂未有产品获批，且该产品后续放量情况仍需要公司具备一定的推广销售能力，因此短期来看不会对公司营收造成较大影响。

表10: 蛋白琥珀酸铁口服溶液已上市产品有 4 个, ANDA 阶段有 6 个

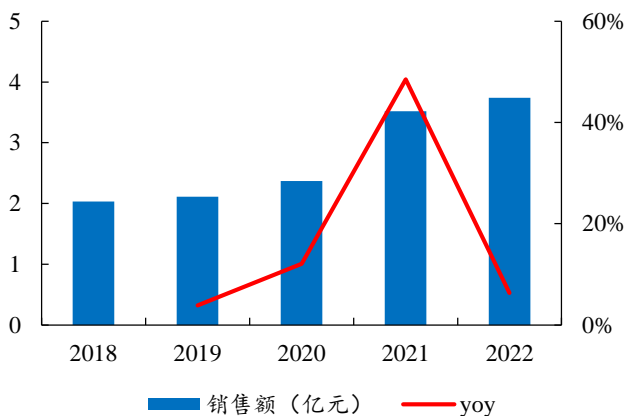
企业名称	注册分类	阶段	CDE 承办时间
济川药业	原 6 类	已上市	2010.12
河南百年康鑫药业	原 6 类	已上市	2014.07
河北仁合益康药业	原 6 类	已上市	2014.08
Italfarmaco	-	已上市	2014.10
海南万玮制药	4	ANDA	2022.06
湖南明瑞制药	4	ANDA	2022.07
北京民康百草医药;山西同达药业	4	ANDA	2022.09
河北一品制药;安徽沃泰生物医药	4	ANDA	2023.01
吉林省西点药业	4	ANDA	2024.01
青岛百洋制药;南京海纳制药	4	ANDA	2024.01

数据来源: Insight、开源证券研究所

3.2.2、健胃消食口服液: 销售额持续增长, 市场份额有待进一步优化

健胃消食口服液是公司的独家品种, 由太子参、陈皮、山药、炒麦芽及山楂, 共 5 味药食同源的药材组成, 具有健脾胃、助消化的功效, 主要用于脾胃虚弱所致的食积, 临床见多种原因引起的消化不良、小儿厌食等。

产品销售增长, 市场份额仍具优化空间。PDB 数据显示健胃消食口服液营收增速较快, 从 2018 年的 2.03 亿元增长至 2022 年约 3.74 亿元, CAGR 达 16.4%。同时, 米内网公布的 2022 年中国公立医疗机构终端消化系统中成药 TOP10 产品中, 公司的健胃消食口服液排名第五, 是唯一上榜的健胃消食亚类产品, 因此我们认为公司产品仍具有较大的市场发展空间和潜力。

图32: 2018-2022 年健胃消食口服液销售额持续增长


数据来源: PDB、开源证券研究所

图33: 2022 年公立医疗机构终端消化系统用药亚类较多

排名	产品名称	销售额 (亿元)	治疗亚类
1	康复新液	23+	胃药(胃炎、溃疡)
2	舒肝宁注射液	11+	肝病用药
3	迈之灵片	10+	痔疮用药
4	胃苏颗粒	小于10	胃药(胃炎、溃疡)
5	健胃消食口服液	小于10	健胃消食类
6	华铃胃痛颗粒	小于10	胃药(胃炎、溃疡)
7	藿香正气口服液	小于10	祛暑剂
8	消渴丸	小于10	糖尿病用药
9	肝炎颗粒	小于10	肝病用药
10	摩罗丹(浓缩丸)	小于10	胃药(胃炎、溃疡)

资料来源: 米内网、开源证券研究所

3.2.3、黄龙止咳颗粒: 临床实证充足, 儿科治疗效果明显

黄龙止咳颗粒以黄芪、地龙为君药, 淫羊藿、鱼腥草、射干、炙麻黄为臣药, 葶苈子、山楂为佐药, 桔梗为使药, 能够益气补肾、清肺止咳, 达到“肺、脾、肾”三脏同补功效, 适用于肺肾气虚, 痰热郁肺之咳嗽。

学术研究丰富，临床治疗效果明显。公司擅长以学术为引领，独家产品黄龙止咳颗粒已经被证实在儿科呼吸系统领域能够有效治疗呼吸道感染、支气管炎、哮喘、慢性咳嗽等症状，通过持续不断的上市产品临床有效性及适应症拓展研究，有助于围绕儿科治疗场景提高核心竞争力。

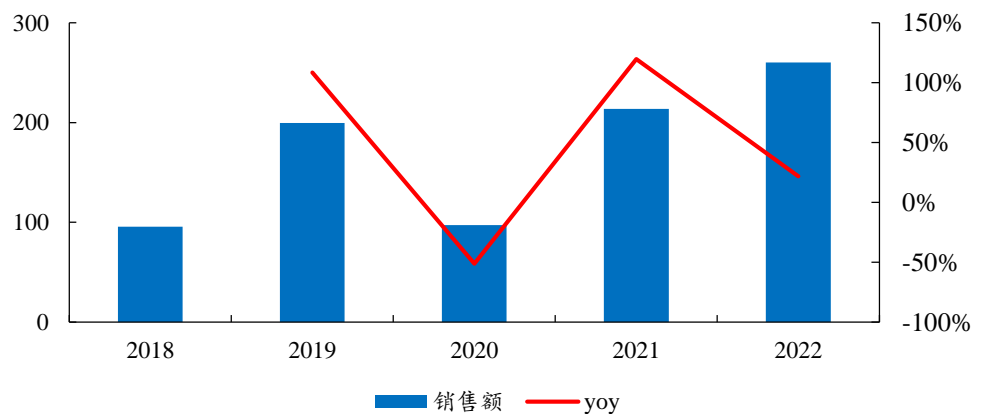
表11：多篇文献证实黄龙止咳颗粒在儿科呼吸系统疾病治疗领域疗效理想

临床治疗领域	相关文章	主要内容
小儿反复呼吸道感染	《黄龙止咳颗粒治疗小儿反复呼吸道感染疗效观察》	黄龙止咳颗粒治疗小儿反复呼吸道感染效果理想，可明显改善患儿免疫功能，缩短病程。
小儿支气管炎	《黄龙止咳颗粒联合布地奈德对喘息性支气管炎患儿的效果及其作用机制》	应用黄龙止咳颗粒+布地奈德治疗喘息性支气管炎患儿，可提升临床疗效、缩短康复时间、改善患儿炎症因子水平，治疗安全性理想，具有推广价值。
哮喘	《黄龙止咳颗粒治疗哮喘的网络药理学研究及实验验证》	动物实验表明，黄龙止咳颗粒能有效改善哮喘小鼠的气道炎症，并通过影响 TNF 信号通路从而抑制 MAPK 和 NF-κB 信号通路。研究初步揭示黄龙止咳颗粒治疗哮喘的作用机制，为临床用药和后续研究提供参考依据。
儿童咳嗽变异性哮喘（CVA）	《黄龙止咳颗粒治疗儿童咳嗽变异性哮喘多中心随机对照临床研究》	黄龙止咳颗粒治疗儿童 CVA 肺肾气虚、痰热郁肺证疾病控制率非劣于孟鲁司特钠咀嚼片，并可减轻患儿咳嗽症状严重程度，安全性较好。
小儿慢性咳嗽	《黄龙止咳颗粒联合小儿消积止咳口服液治疗痰湿蕴肺型儿童慢性咳嗽的临床研究》	痰湿蕴肺型儿童慢性咳嗽采用黄龙止咳颗粒联合小儿消积止咳口服液治疗，可有效提升治疗效果，缩短症状改善时间。
变应性鼻炎-哮喘（CARAS）	《儿童变应性鼻炎-哮喘综合征中西医结合诊治专家共识（2023）》	临床阶段非急性发作期，强调上下气道同治，控制变应性鼻炎和哮喘，使用鼻用糖皮质激素控制症状，气虚痰恋证患者选用中成药黄龙止咳颗粒达到补益肺脾、消风化痰、通利鼻窍的功效。

资料来源：陕西中医、中国现代医生、中国中医药信息杂志、南京中医药大学学报、中外医学研究、中国实用儿科杂志、开源证券研究所

销售稳增，未来放量可期。据 PDB 数据统计，2018-2022 年黄龙止咳颗粒销售额增速较快，从 2018 年的 0.96 亿元增长至 2022 年约 2.6 亿元，CAGR 达 28.4%，其中 2020 年销售额显著下滑主要受新冠疫情隔离措施影响，儿科等科室门诊量大幅下降，且药店渠道销售承压，因此产品销售出现大幅下滑。而自 2021 年起，黄龙止咳颗粒销售额快速恢复至疫情前水平，除自然需求量的恢复以外，我们认为这同样受益于公司积极开展临床学术研究，产品临床疗效与价值逐步体现，未来放量可期。

图34：黄龙止咳颗粒 2020-2022 年销售额提升较快（单位：百万元）

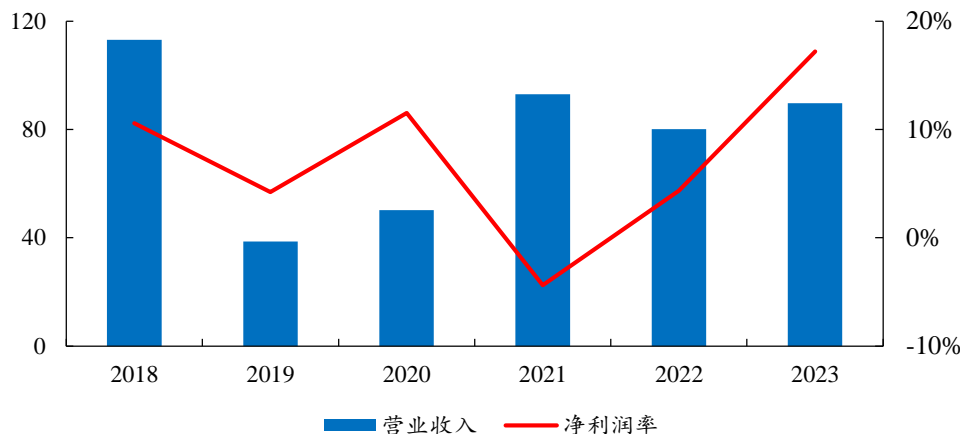


数据来源：PDB、开源证券研究所

3.3、蒲地蓝日化：多元业态布局，实现品牌赋能

承袭老牌产品优势，切入日化衍生赛道。公司沿袭药方蒲地蓝的“抗炎、抗菌、抗病毒”的功效优势，由药品延伸发展至大健康领域，2014年成立子公司蒲地蓝日化，并成功开发蒲地蓝可炎宁牙膏、蒲地蓝可炎宁抑菌口喷、蒲地蓝可炎宁抑菌含漱液等日化产品。2023年蒲地蓝日化营业收入约0.9亿元，主要以牙膏类产品销售为主，净利润0.15亿元，净利率为17.19%。

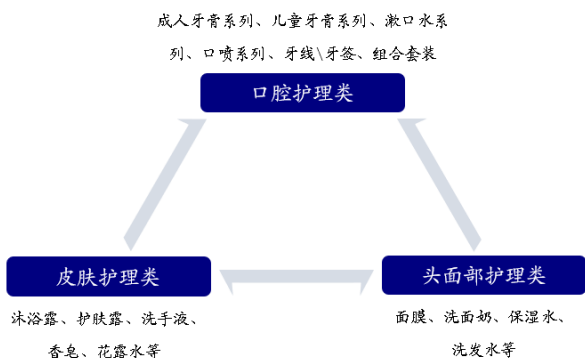
图35：蒲地蓝日化 2023 年净利润率较 2022 年有较大提升（单位：百万元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

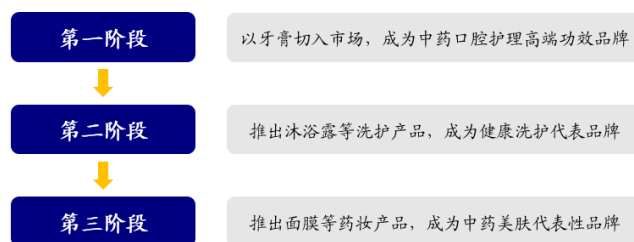
多元化产品布局，助力品牌价值延伸。公司未来将围绕“健康美容”与“美容健康”品牌定位，逐步推出口腔护理类、头面部护理类和皮肤护理类产品，以阶段性产品逐步打造品牌定位。同时加快构建线上线下全渠道营销模式，线上方面，基本实现日化产品在天猫、京东等主流电商平台全覆盖，同时相继入驻抖音、快手、有赞等近20个电商平台；线下方面，日化产品入驻大润发、家乐福、欧尚、华润等20多个系统、1000多家大卖场及部分高端便利店，未来有望发挥渠道优势提振业绩。

图36：公司将逐步推出口腔、头面部和皮肤护理类产品



资料来源：公司官网、开源证券研究所

图37：公司在大健康产业方面分三步打造品牌定位



资料来源：公司官网、开源证券研究所

4、加大新品引进及研发力度，深化销售优势赋能可持续发展

公司自 2021 年起，与天境生物、恒翼生物和征祥医药陆续开展合作，拟发挥自身销售优势，助力产品上市后的商业化推广。同时，公司的 BD 业务日益提速，其在 2022 年股权激励目标中明确提到，2022-2024 年要每年引进不少于 4 个 BD 产品。此外，除儿科、呼吸、消化这些传统优势领域外，在“患者多、覆盖广”的疾病领域产品推广方面公司具有一定的竞争优势，对后续优质管线引进具有吸引力。通过“BD+自研”并重的管线布局模式，将为后续发展积蓄力量，利好公司长期发展。

表12：公司已与多个企业达成合作，协助进行产品商业化进程

合作企业	开始时间	合作项目	靶点	适应症	研发阶段	项目金额	公司权益
天境生物	2021.11	长效重组人生长激素伊坦生长激素(TJ101)	GHR	儿童生长激素缺乏症(rhGH)	临床 III 期	首付款 2.24 亿元，累计总支付不超过 20.16 亿元(不含税)	在 IP 授权提成期内，按照利益共享的原则就目标产品在中国大陆的商业化收益按季度与天境生物进行分成，支付净销售额低双位数百分比的授权提成
恒翼生物	2022.11	PDE4 抑制剂 (HPP737 胶囊) 蛋白酶抑制剂 (LB1148)	PDE4 PLG	中重度斑块型银屑病和轻中度特应性皮炎 改善选择性肠切除手术患者肠道功能的恢复、减少术后肠梗阻	临床 III 期 临床 III 期	首付款不超过 1.8 亿元；开发里程碑付款将不超过 1212.5 万美元；销售里程碑付款将不超过 2000 万美元	与恒翼生物按照同等比例共同承担产品后续研发费用，并按同等比例享受销售利润
征祥医药	2023.8	聚合酶酸性蛋白 (PA) 抑制剂口服制剂(ZX-7101A)	Viral PA protein	流行性感冒相关适应症 (包括预防流行性感冒)	NDA(成人); 临床 III 期(青少年)	支付不超 1.2 亿元(含税)的推广权益对价，并拟以自有资金 6000 万元向征祥医药进行股权投资	享有约定适应症的独家推广权益

资料来源：各公司公告、各公司官网、各公司微信公众号、中国政府网、开源证券研究所

4.1、生长激素：强销售奠定商业化合作基础，有望打开儿科增长天花板

渠道销售优势突出，成功拓展生长激素商业化合作项目。公司以专业学术推广为主、渠道分销为辅的销售模式，不断深化学术平台的搭建，目前已覆盖全国逾 30 个省市。覆盖广、专业性强的学术网络大力提升了公司将产品迅速推向市场的能力，尤其在儿科等优势科室具有领先的商业化经验，因此成功推动 2021 年 11 月与天境生物达成长效重组人生长激素（伊坦生长激素 TJ101）产品的开发、生产及商业化战略合作，并主要负责合作拓展伊坦生长激素其他新适应症以及产品获批上市后在中国市场的商业化推广。据天境生物官方披露，预计 TJ101 将于 2024 年递交上市申请。

伊坦生长激素是一种具有高度差异化的长效重组人生长激素，使用便捷、安全，患者接受度高。与内源性生长激素一致，伊坦生长激素（TJ101）可刺激胰岛素样生长因子 1（IGF-1）在肝脏中的合成，并激发包括成骨细胞和软骨细胞在内的多种组织的生长刺激作用，以促进骨骼的生长。常用于治疗儿童生长激素缺乏症(PGHD)，此类疾病是由垂体分泌的生长激素不足引起，患儿的临床表现为身材矮小、代谢异常，甚至可能引发社会心理障碍、认知缺陷和生活质量差等问题。具体来看，TJ101

是基于韩国 Genexine 公司的创新杂合 Fc 融合蛋白技术平台 (hyFc) 专利技术开发, 通过杂合 hyFc 和人生长激素 (hGH) 融合蛋白而形成。其中, hyFc 部分由人免疫球蛋白 D (IgD) 和 G4 (IgG4) 的一部分组成, IgD 包含一个柔性铰链, IgG4 可通过新生儿 Fc 受体 (FcRn) 介导的代谢调控延长半衰期, 有望实现每周一次或两周一次给药, 为患儿带来更佳的治疗体验和效果。

图38: hyFc 由 IgD 和 IgG4 的一部分组成, 且 IgD 包含一个柔性铰链



资料来源: 天境生物公司年报

长效剂型优势明显, 竞争格局良好。目前已上市的生长激素主要有短效粉针、短效水针和长效水针三类, 由于冻干可影响肽链的空间结构, 且需要患者自行溶解, 存在易污染、操作复杂等因素, 而水针在生物活性、稳定性和便捷性方面更具优势, 因此颇受青睐。与此同时, 长效剂型注射频率为一周一次, 与短效剂型每天注射一次相比, 可大大提高患者对生长激素疗法的接受度、耐受性。截至 2024 年 3 月 8 日, 我国目前仅有金赛药业的聚乙二醇化重组人生长激素水针剂 (金赛增) 获批上市。

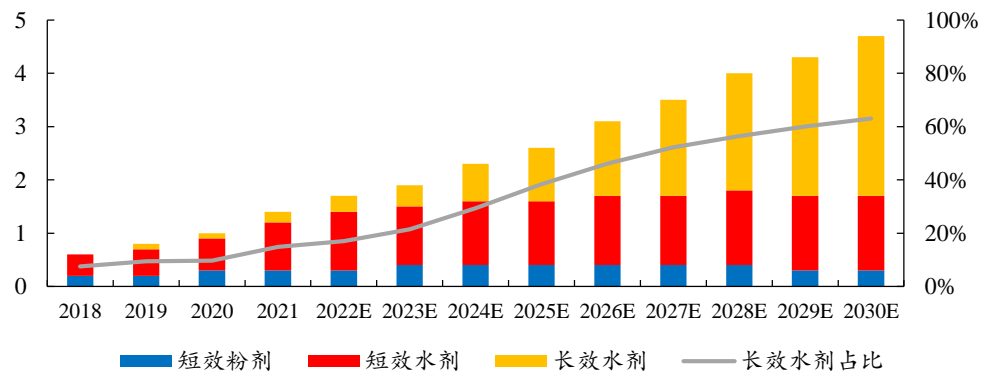
表13: 国内目前仅金赛生物一家拥有已上市的长效水针产品, 竞争格局良好

类型	企业	药品名称/代号	商品名	研发进展	首次公示时间
短效粉针	金赛药业	注射用重组人生长激素	赛增	已上市	-
	安科生物	注射用人生长激素	安苏萌	已上市	-
	联合塞尔	注射用人生长激素	珍怡	已上市	-
	科兴药业	注射用重组人生长激素	赛高路	已上市	-
	未名海济	注射用人生长激素	海之元	已上市	-
	LG Chem	注射用人生长激素	尤得盼	已上市	-
短效水针	金赛药业	重组人生长激素注射液	赛增	已上市	-
	安科生物	人生长激素注射液	安苏萌	已上市	-
	诺和诺德	人生长激素注射液	诺泽	已上市	-
长效水针	金赛药业	聚乙二醇重组人生长激素注射液	金赛增	已上市	-
	特宝生物	怡培生长激素注射液(YPEG-GH)	益佩生	BLA	2024.01
	维昇药业	隆培促生长素	-	BLA	2024.03
	天境生物/济川药业	伊坦长效生长激素(TJ101)	-	临床 III 期	2020.12
	诺和诺德	Somapacitan 注射液	-	临床 III 期	2021.06
	优诺金	注射用重组人血白蛋白-生长激素融合蛋白	-	临床 II 期	2021.12
	安科生物	重组人生长激素-Fc 融合蛋白注射液(AK2017 注射液)	-	临床 II 期	2023.12
	亿帆医药	注射用重组人生长激素-Fc 融合蛋白	-	临床 I 期	2021.05
	千红生化制药	ZHB111 注射液	-	临床 I 期	2022.04

资料来源: Insight、CDE 官网、开源证券研究所 (注: 数据更新截至 2024 年 3 月 8 日)

生长激素治疗应用广泛，市场规模逐年增大，渗透率具有较大优化空间。目前国内约有三分之一的矮小症是由于缺乏生长激素引起的，而其他如特发性矮小、宫内发育迟缓、Turner 综合征等病症同样可以通过生长激素治疗或接受生长激素的辅助治疗，因此生长激素的临床应用前景较为广阔。据 Frost&Sullivan 数据显示，2021 年我国长效生长激素市场规模仅为 2 亿美元，占全部人生长激素市场的 13%；预计至 2030 年，我国长效生长激素市场规模可达 30 亿美元，占全部人生长激素市场的 63%。我们认为随着家长对于矮小症认知的不断提高，接受正规治疗的病患数量将同步增加，生长激素的使用渗透率有望进一步提高。

图39：中国未来人生长激素市场预计将以长效水剂为主（单位：十亿美元）



数据来源：Frost&Sullivan、开源证券研究所

4.2、股权激励到位，催化优质 BD 项目持续快速引进

股权激励落地，彰显“内生+外延”共同发展信心。公司 2022 年发布股权激励计划，包括限制性股票激励计划和股票期权激励计划两部分，拟授予激励对象的权益总数为 1,574.2 万股，其中首次授予权益占比 84.12%。解除限售条件分为 BD 引进产品数量和净利润两个考核部分，在每年度 BD 引进产品不少于 4 个的前提下，100%解除限售条件为 2022/2023/2024 年公司净利润不低于 20/22/25 亿元；若 2022/2023/2024 年公司净利润高于 18/19.8/22.5 亿元且低于 100%解除限售条件，则公司按照业绩实际完成比例解禁。我们认为两个考核目标体现了公司“内生+外延”并重的战略发展思路，股权激励计划的设立有利于公司吸引和留住核心骨干，提升团队凝聚力，确保公司能够高效实现优质新品项目引进，帮助塑造公司长期向好发展的第二增长曲线。目前公司 2022 年及 2023 年股权激励目标已达成，2023 年净利润约 27.8 亿元，BD 产品 4 个，包括 1 个用于治疗或预防流感的聚合酶酸性蛋白(PA)抑制剂 ZX7101A，1 个中医定向透药治疗仪，2 个分别用于妇科和眼科的医疗器械。

表14：公司发布股权激励计划，明确 2022-2024 每年 BD 引进产品不少于 4 个的考核目标

行权期	激励对象人数	授予价格	考核年度	业绩考核的 BD 及净利润目标		
				通用 BD 目标	100%行权净利润目标	按实际完成比例行权净利润目标
第一个行权期	118 人	股票 16 元/ 股；期权行权 价格 25 元/股	2022 年度	BD 引进产品不 少于 4 个	≥ 20 亿元	18 - 20 亿元
第二个行权期			2023 年度		≥ 22 亿元	19.8 - 22 亿元
第三个行权期			2024 年度		≥ 25 亿元	22.5 - 25 亿元

数据来源：公司公告、开源证券研究所

4.3、在研管线丰富，项目储备多元化

研发项目储备丰富，多款产品获生产批件。公司药物研究院持续推进中药及化药的研发创新，中药方面注重新品和已上市产品的二次开发，化药方面则筛选市场前景较好的品类，加快仿制药项目研发，在研管线储备丰富。2023年公司药品一致性评价研究阶段项目4项，进入预BE或BE项目6项。报告期内获得获得丙戊酸钠注射用浓溶液、阿奇霉素干混悬剂、普瑞巴林口服溶液、盐酸托莫西汀口服溶液、盐酸艾司洛尔注射液、布洛芬混悬液和小儿豉翘清热糖浆的药品注册证书。

表15：2023年公司主要研发项目涉及多个适应症领域

研发项目	药品名称	注册分类	适应症	处方药	研发(注册)阶段
DBT 工艺变更项目	/	备案	用于由于铁的摄入量不足或吸收障碍、急性或慢性失血以及感染所引起的隐性或显性缺铁性贫血，妊娠及哺乳期贫血等绝对和相对缺铁性贫血	是	已备案
小儿豉翘清热糖浆	小儿豉翘清热糖浆	改良型新药	疏风解表，清热导滞。用于小儿风热感冒夹滞证	是	已获批
RS 原料药项目	/	备案	用于治疗酸相关性疾病	是	已备案
JX004S 原料药项目	/	备案	用于适合局部治疗的成人轻至中度稳定性寻常型银屑病	是	药学研究
H039P	H039P	化药4类	用于由于铁的摄入量不足或吸收障碍、急性或慢性失血以及感染所引起的隐性或显性缺铁性贫血，妊娠及哺乳期贫血等绝对和相对缺铁性贫血	是	药学研究
JX004P	JX004P	改良型新药	用于适合局部治疗的成人轻至中度稳定性寻常型银屑病	是	药学研究
JX008S 原料药项目	/	备案	用于治疗精神分裂症、躁狂症、抑郁症等精神障碍	是	药学研究
H044P	H044P	补充申请	用于由于铁的摄入量不足或吸收障碍、急性或慢性失血以及感染所引起的隐性或显性缺铁性贫血，妊娠及哺乳期贫血等绝对和相对缺铁性贫血	是	已申报
RH 原料药项目	/	备案	用于外科手术麻醉：硬膜外麻醉（包括剖宫产术硬膜外麻醉）等	是	已备案
J031S 原料药项目	/	备案	用于治疗慢性便秘	是	药学研究
H017P	H017P	补充申请	用于赖氨酸缺乏引起的食欲不振及生长发育不良等	否	药学研究
J016	J016	化药3类	用于缓解带状疱疹后遗神经痛，用于无破损皮肤	是	已申报
FLPN Gra	FLPN Gra	化药4类	治疗由葡萄球菌、链球菌、肺炎球菌、肠球菌、卡他莫拉克氏菌、大肠杆菌、柠檬酸杆菌、克雷白氏杆菌、肠杆菌、奇异变形杆菌、流感嗜血杆菌、消化链球菌、痤疮丙酸杆菌、拟杆菌等敏感菌等引起的感染	否	已申报

资料来源：公司公告、开源证券研究所（注：研发项目含一致性评价项目）

5、盈利预测与投资建议

5.1、关键假设

随着公司呼吸、消化和儿科等优势领域核心产品销售的稳健提升，二线产品加速放量，以及BD项目的持续引进，叠加渠道销售网络建设逐步完善，我们假设：

(1) 医药工业：我们预计 2024-2026 年公司医药工业端业务收入增速分别为 4.48%/8.39%/8.43%，毛利率分别为 82.74%/82.76%/82.75%。

(1.1) 清热解毒类：以蒲地蓝消炎口服液为主。我们预计 2024-2026 年公司清热解毒类业务收入增速分别为 3.54%/2.94%/3.00%，毛利率分别为 78.00%/77.80%/77.60%。

(1.2) 消化类：以雷贝拉唑钠肠溶胶囊和健胃消食口服液为主。我们预计 2024-2026 年公司消化类业务收入增速分别为 -23.74%/15.87%/13.43%，毛利率分别为 89.90%/89.80%/89.70%。

(1.3) 儿科类：以小儿豉翘清热颗粒为主。我们预计 2024-2026 年公司儿科类业务收入增速分别为 20.29%/11.50%/12.02%，毛利率分别为 87.00%/86.90%/86.80%。

(1.4) 呼吸类：以黄龙止咳颗粒和三拗片为主。我们预计 2024-2026 年公司呼吸类业务收入增速分别为 13.75%/11.66%/11.28%，毛利率分别为 85.00%/84.00%/83.00%。

(1.5) 心脑血管类：以川芎清脑颗粒为主。我们预计 2024-2026 年公司心脑血管类业务收入增速分别为 11.40%/4.60%/5.08%，毛利率分别为 39.00%/38.00%/37.00%。

(1.6) 妇科类：以妇炎舒胶囊为主。我们预计 2024-2026 年公司妇科类业务收入增速分别为 4.07%/3.39%/5.63%，毛利率分别为 67.00%/65.00%/63.00%。

(1.7) 其他类：以蛋白琥珀酸铁溶液（盛雪元）为主。我们预计 2024-2026 年公司其他类业务收入增速分别为 5.84%/4.86%/4.69%，毛利率分别为 78.00%/78.00%/78.00%。

(2) 医药商业：我们预计 2024-2026 年公司医药商业端业务收入增速分别为 2.50%/2.50%/2.50%，毛利率分别为 44.00%/43.00%/42.00%。

表16：基于关键假设预计公司各板块收入增速保持稳健

济川药业 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	9,655	10,063	10,885	11,780
yoy	7.3%	4.2%	8.2%	8.2%
毛利率 (%)	81.5%	81.3%	81.4%	81.4%
归属母公司股东的净利润	2,823	3,022	3,411	3,839
yoy	30.0%	7.1%	12.9%	12.5%
主营业务收入拆分				
1. 工业				
收入	9279.00	9694.70	10507.74	11393.63
yoy	7.56%	4.48%	8.39%	8.43%
毛利率 (%)	83.05%	82.74%	82.76%	82.75%

济川药业 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
业务收入比例 (%)	96.11%	96.34%	96.53%	96.72%
1.1 清热解毒类				
收入	3379.58	3499.11	3602.02	3710.16
yoy	17.68%	3.54%	2.94%	3.00%
毛利率 (%)	78.03%	78.00%	77.80%	77.60%
业务收入比例 (%)	35.01%	34.77%	33.09%	31.49%
1.2 消化类				
收入	1686.66	1286.22	1490.28	1690.36
yoy	-4.60%	-23.74%	15.87%	13.43%
毛利率 (%)	89.93%	89.90%	89.80%	89.70%
业务收入比例 (%)	17.47%	12.78%	13.69%	14.35%
1.3 儿科类				
收入	2740.93	3297.05	3676.15	4117.89
yoy	13.01%	20.29%	11.50%	12.02%
毛利率 (%)	87.30%	87.00%	86.90%	86.80%
业务收入比例 (%)	28.39%	32.77%	33.77%	34.96%
1.4 呼吸类				
收入	639.88	727.85	812.73	904.44
yoy	9.74%	13.75%	11.66%	11.28%
毛利率 (%)	85.29%	85.00%	84.00%	83.00%
业务收入比例 (%)	6.63%	7.23%	7.47%	7.68%
1.5 心脑血管类				
收入	83.93	93.50	97.80	102.76
yoy	-12.75%	11.40%	4.60%	5.08%
毛利率 (%)	39.62%	39.00%	38.00%	37.00%
业务收入比例 (%)	0.87%	0.93%	0.90%	0.87%
1.6 妇科类				
收入	40.65	42.30	43.74	46.20
yoy	-24.30%	4.07%	3.39%	5.63%
毛利率 (%)	67.39%	67.00%	65.00%	63.00%
业务收入比例 (%)	0.42%	0.42%	0.40%	0.39%
1.7 其他				
收入	707.37	748.68	785.03	821.82
yoy	-14.64%	5.84%	4.86%	4.69%
毛利率 (%)	78.13%	78.00%	78.00%	78.00%
业务收入比例 (%)	7.33%	7.44%	7.21%	6.98%
2. 商业				
收入	359.02	368.00	377.20	386.63
yoy	2.66%	2.50%	2.50%	2.50%
毛利率 (%)	44.92%	44.00%	43.00%	42.00%
业务收入比例 (%)	3.72%	3.66%	3.47%	3.28%

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、盈利预测与估值

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 30.22/34.11/38.39 亿元，同比增长 7.1%/12.9%/12.5%，EPS 为 3.28/3.70/4.16 元，当前股价对应 PE 为 13.4/11.9/10.6 倍。基于公司中药属性及优势业务领域方向，选取以岭药业、健民集团、康缘药业及华润三九作为可比公司。与可比公司的平均估值相比，济川药业估值合理，我们认为公司未来儿科业务板块成长空间大，BD 项目持续高效引进有望为公司中长期发展贡献新增量，首次覆盖给予“买入”评级。

表17：对比可比公司，公司估值合理

证券代码	证券简称	收盘价（元）	EPS（元）				PE(倍)			
			2023A/E	2024E	2025E	2026E	2023 A/E	2024E	2025E	2026E
002603.SZ	以岭药业	19.31	1.26	1.20	1.36	1.58	15.3	16.1	14.2	12.2
600976.SH	健民集团	56.77	3.40	4.05	4.96	6.02	16.7	14.0	11.5	9.4
600557.SH	康缘药业	18.92	0.92	1.12	1.37	1.64	20.6	16.9	13.8	11.5
000999.SZ	华润三九	59.25	2.89	3.34	3.81	4.31	20.5	17.8	15.6	13.7
	平均值		2.12	2.43	2.87	3.39	18.3	16.2	13.8	11.7
600566.SH	济川药业	43.96	3.06	3.28	3.70	4.16	14.4	13.4	11.9	10.6

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2024.4.19，济川药业、康缘药业为开源证券研究所预测数据，其他使用 Wind 一致预期预测数据）

6、风险提示

市场竞争加剧：公司核心产品涉及清热解毒、消化和儿科等多个治疗领域，因此有可能与同领域产品产生竞争，若竞争加剧则可能对公司产品销售规模产生影响。

产品销售不及预期：公司产品销售受到市场环境、患者需求和推广投放等多个因素影响，因此在各类因素变化情况下有可能对产品销售造成不及预期影响。

BD 引进速度不及预期：BD 产品多处于临床 III 期及 NDA 阶段，研发进度及上市时间等因素均会影响 BD 产品引进速度，因此可能存在引进速度不及预期的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11177	14235	17137	21019	24445
现金	4819	7738	10376	13963	17075
应收票据及应收账款	2832	2773	3069	3250	3588
其他应收款	17	15	19	18	22
预付账款	39	26	42	31	48
存货	391	490	439	563	519
其他流动资产	3078	3194	3194	3194	3194
非流动资产	3805	3908	3785	3793	3784
长期投资	14	0	-13	-26	-38
固定资产	2502	2732	2666	2719	2749
无形资产	321	316	293	266	249
其他非流动资产	968	860	839	833	825
资产总计	14981	18144	20922	24812	28229
流动负债	3427	4592	4351	5051	4857
短期借款	400	1043	1043	1043	1043
应付票据及应付账款	1505	2141	1700	2442	2032
其他流动负债	1522	1408	1608	1566	1782
非流动负债	202	183	176	177	176
长期借款	0	0	-7	-6	-7
其他非流动负债	202	183	183	183	183
负债合计	3629	4775	4526	5228	5034
少数股东权益	15	19	24	29	35
股本	453	453	453	453	453
资本公积	3984	3999	3999	3999	3999
留存收益	6998	9010	11651	14654	18084
归属母公司股东权益	11337	13349	16372	19555	23161
负债和股东权益	14981	18144	20922	24812	28229

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	2621	3464	2515	3728	3154
净利润	2172	2827	3027	3416	3845
折旧摊销	317	303	269	290	318
财务费用	-86	-257	-210	-306	-419
投资损失	-66	-82	-49	-61	-64
营运资金变动	127	401	-516	391	-526
其他经营现金流	158	272	-5	-2	0
投资活动现金流	-1503	-394	-80	-220	-227
资本支出	244	302	159	310	321
长期投资	-1380	-183	13	13	13
其他投资现金流	120	90	66	78	82
筹资活动现金流	-118	-151	202	79	185
短期借款	400	643	0	0	0
长期借款	0	0	-7	1	-0
普通股增加	16	-0	0	0	0
资本公积增加	835	15	0	0	0
其他筹资现金流	-1369	-809	209	79	185
现金净增加额	1000	2919	2638	3588	3112

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8996	9655	10063	10885	11780
营业成本	1537	1784	1879	2027	2189
营业税金及附加	139	146	158	169	182
营业费用	4113	4007	3975	4191	4418
管理费用	364	373	372	425	459
研发费用	553	464	503	566	636
财务费用	-86	-257	-210	-306	-419
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	20	20	15	17	18
公允价值变动收益	-7	15	15	15	15
投资净收益	66	82	49	61	64
资产处置收益	5	0	2	2	2
营业利润	2423	3258	3456	3893	4397
营业外收入	96	42	45	51	58
营业外支出	12	3	6	6	6
利润总额	2508	3297	3495	3938	4449
所得税	336	470	468	522	604
净利润	2172	2827	3027	3416	3845
少数股东损益	1	4	5	5	6
归属母公司净利润	2171	2823	3022	3411	3839
EBITDA	2704	3431	3558	3928	4367
EPS(元)	2.35	3.06	3.28	3.70	4.16

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	17.9	7.3	4.2	8.2	8.2
营业利润(%)	25.4	34.4	6.1	12.7	12.9
归属于母公司净利润(%)	26.3	30.0	7.1	12.9	12.5
获利能力					
毛利率(%)	82.9	81.5	81.3	81.4	81.4
净利率(%)	24.1	29.2	30.0	31.3	32.6
ROE(%)	19.1	21.1	18.5	17.4	16.6
ROIC(%)	17.5	18.5	16.3	15.3	14.4
偿债能力					
资产负债率(%)	24.2	26.3	21.6	21.1	17.8
净负债比率(%)	-38.2	-49.5	-56.5	-65.6	-68.8
流动比率	3.3	3.1	3.9	4.2	5.0
速动比率	3.1	3.0	3.8	4.0	4.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
应收账款周转率	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5
应付账款周转率	1.5	1.2	1.2	1.2	1.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.35	3.06	3.28	3.70	4.16
每股经营现金流(最新摊薄)	2.84	3.76	2.73	4.04	3.42
每股净资产(最新摊薄)	12.30	14.48	17.76	21.21	25.13
估值比率					
P/E	18.7	14.4	13.4	11.9	10.6
P/B	3.6	3.0	2.5	2.1	1.7
EV/EBITDA	4.6	2.9	2.1	1.0	0.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn