

梓潼宫 (832566.BJ)
“中华老字号”焕新篇，神经系统新药步入收获期注入活力

2024年06月26日

——北交所首次覆盖报告
投资评级：增持（首次）
诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

日期	2024/6/26
当前股价(元)	6.86
一年最高最低(元)	10.98/5.72
总市值(亿元)	10.05
流通市值(亿元)	7.71
总股本(亿股)	1.47
流通股本(亿股)	1.12
近3个月换手率(%)	46.85

北交所研究团队
● 胞磷胆碱钠片为公司主要品种，苯甲酸利扎曲普坦胶囊、阿咖酚散增长快

梓潼宫为“中华老字号”、国家高新技术企业、四川省“专精特新”中小企业。截至2023年12月31日，公司拥有99个药品生产批准文号，形成以神经系统类、消化系统类药品为主导，以神经系统类、消化系统类、内分泌系统类、镇痛类药品为重点的开发格局。2023年公司苯甲酸利扎曲普坦胶囊等品种实现较快增长，普瑞巴林口服溶液等新品种开始销售，为公司未来业绩增长奠定良好基础。2023年公司营收4.08亿元，同比-7.71%；2024Q1营收0.94亿元，同比+3.61%。公司归母净利润2016年至今保持稳定增长，2023年达1.02亿元，同比+0.25%；2024Q1归母净利润1988.62万元，同比+22.99%。我们预计公司2024年-2026年的归母净利润为1.12/1.24/1.36亿元，EPS为0.77/0.85/0.93元/股，对应当前股价的PE分别为8.9/8.0/7.3倍，考虑公司新药产品价值，首次覆盖给予“增持”评级。

● 2022年胞磷胆碱钠片市场规模10亿，梓潼宫销量市占率29%

2023年，全国样本医院用药市场总销售额2253亿元，同比增长2.2%。其中2023年神经系统用药销售额134亿元，镇痛药为占比最大的小类。根据米内网数据，2020-2022年，胞磷胆碱钠片终端市场规模复合增长率为10.11%，2022年度市场规模已增长至约10亿元；消化系统中成药在2023年重点省份实体药店销售规模突破200亿元，同比增长8.76%。销售数量维度上，华润双鹤销量占比最高，力捷迅与梓潼宫的销量占比相近，分别为29.54%、28.64%。

● 亮点：普瑞巴林口服溶液等新品已上市，开展“十五五”管线布局

公司“十三五”、“十四五”期间新药研发项目步入收获期，新品种塞来昔布胶囊、维格列汀片取得药品注册证书；普瑞巴林口服溶液上市销售；原研抗癌中药项目马甲子胶囊启动药品临床试验。截至2023年12月31日，公司拥有专利84项，其中发明专利26项。同时，公司积极寻找新药研发品种，丰富镇痛类产品线。2023年末，公司新立项3个研发项目，“十五五”产品管线提前布局。

● 风险提示：单一产品依赖风险、药材质量控制风险、配送渠道集中度提高风险。
财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	442	408	457	502	563
YOY(%)	4.3	-7.7	11.9	10.0	12.1
归母净利润(百万元)	102	102	112	124	136
YOY(%)	27.4	0.3	9.7	10.4	9.9
毛利率(%)	80.0	80.9	80.4	80.5	80.1
净利率(%)	23.1	25.1	24.6	24.7	24.2
ROE(%)	14.3	13.6	13.8	13.8	13.9
EPS(摊薄/元)	0.70	0.70	0.77	0.85	0.93
P/E(倍)	9.8	9.7	8.9	8.0	7.3
P/B(倍)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司：胞磷胆碱钠片为主要产品，阿咖酚散等增长较快.....	4
1.1、 产品梳理：欣可来营收占比九成，普瑞巴林口服溶液等新品上市.....	4
1.2、 发展历程：“中华老字号”品牌，四川省“专精特新”中小企业.....	8
1.3、 商业模式：主要客户为医药商业公司，2023 年前五大销售占比 63%.....	10
1.4、 财务分析：2024Q1 营收同比+3.61%，归母净利润同比+22.99%.....	12
2、 行业：2020-2022 年胞磷胆碱钠片终端市场规模 CAGR 10%.....	14
2.1、 全国样本医院用药销售额 2253 亿元，呼吸系统药物增速最高.....	14
2.2、 神经系统药中镇痛药占比最高，2022 年胞磷胆碱钠片市场 10 亿元.....	16
2.3、 消化系统中成药 2023 年重点省份实体药店销售额突破 200 亿元.....	17
2.4、 竞争格局：2023 年梓潼宫销量在胞磷胆碱钠片市场中占有率 28.64%.....	19
3、 亮点：2024Q1 研发费用率提升，开展“十五五”管线布局.....	23
3.1、 研发创新：专利 84 项，“十三五”、“十四五”研发项目步入收获期.....	23
3.2、 募投项目：生产智能升级建设项目预计 2025 年底完成.....	24
4、 估值对比：可比公司 PE TTM 均值为 17X.....	25
5、 风险提示.....	27
附：财务预测摘要.....	28

图表目录

图 1： 胞磷胆碱钠片为公司主要收入来源（2023 年）.....	6
图 2： 苯甲酸利扎曲普坦胶囊 2023 年营收增速最快.....	7
图 3： 欣可来毛利率水平维持在最高（%）.....	7
图 4： 梓潼宫是国家高新技术企业、四川省“专精特新”中小企业.....	8
图 5： 梓潼宫实际控制人为唐铣，直接持股 22.94%.....	9
图 6： 2024Q1 营收 0.94 亿元，同比增长 3.61%.....	12
图 7： 2023Q4 营收占比最高，达到 27.40%.....	12
图 8： 2023 年营收主要来源于西南、华东、华北等区域.....	13
图 9： 2023 年东北、西南地区的营收增长较快.....	13
图 10： 2024Q1 归母净利润 1988.62 万元，同比+23%.....	13
图 11： 2023 年毛、净利率分别为 80.94%、25.06%.....	13
图 12： 2023 年公司期间费用率为 53.89%.....	14
图 13： 2023 年公司管理费用率为 7.36%.....	14
图 14： 2023 年公司销售费用率为 45.04%.....	14
图 15： 2023 年全国样本医院用药市场总销售额 2253 亿元.....	15
图 16： 2023 年广东样本医院用药市场总销售额最高，达到 347.98 亿元.....	15
图 17： 2023 年抗肿瘤药市场占比最高，达到 15.7%.....	16
图 18： 2023 年呼吸系统药物增速最高.....	16
图 19： 镇痛药为神经系统用药中占比最大的小类，2023 年销售额为 50.8 亿元（亿元）.....	16
图 20： 医药领域为胞磷胆碱钠的主要应用领域.....	17
图 21： 消化系统中成药在 2023 年重点省份实体药店销售规模突破 200 亿元.....	18
图 22： 祛暑剂、健胃消食类、胃药（胃炎、溃疡）、肝病用药、肠道用药是五大主力.....	19
图 23： 2022 年胞磷胆碱钠片市场中梓潼宫销量占比 28.64%.....	20

图 24: 梓橦宫毛利率略高于可比公司均值.....	21
图 25: 梓橦宫净利率与可比公司均值接近.....	21
图 26: 近年赛升药业研发费用率逐渐升高.....	22
图 27: 可比公司销售费用率均值有下降趋势.....	22
图 28: 2019 年以来梓橦宫管理费用率低于可比公司均值.....	22
图 29: 力生制药财务费用率最低.....	22
图 30: 截至 2023 年 12 月 31 日, 公司拥有 84 项专利, 其中 26 项发明专利.....	23
图 31: 2024Q1 公司研发费用率提升至 2.69%.....	24
图 32: 2023 年公司研发人员占比提升至 16.51%.....	24
图 33: 昆明全新技改扩能建设项目扩大生产规模降低生产成本.....	25
图 34: 预计公司 2024-2026 年营收规模分别为 4.57、5.02、5.63 亿元 (亿元).....	26
图 35: 2023 年欣可来营收占比 90%.....	26
图 36: 2026 年公司营收占比可能更加分散.....	26
表 1: 梓橦宫产品主要涵盖神经系统、消化系统等专科药, 中成药、外用药等.....	4
表 2: 2023 年公司胞磷胆碱钠片销量达到 15,509.05 万片.....	6
表 3: 公司目前主要在售 4 个产品 6 个规格均在各省市中标销售.....	7
表 4: 公司高管团队均在行业内深耕多年, 经验丰富.....	9
表 5: 公司根据采购标的不同主要采用 MRP 采购、JIT 采购和临时零星采购等模式.....	10
表 6: 2023 年公司前五大供应商采购金额占比达到 66.37%.....	10
表 7: 2023 年公司前五大客户销售金额占比达到 62.55%.....	10
表 8: 公司处方药产品主要采用配送商模式销售, 非处方药采用直销+经销模式销售.....	11
表 9: 胞磷胆碱钠广泛用于医药、保健品、化妆品、农业等领域.....	17
表 10: 消化类药物主要包括 11 类.....	18
表 11: 2022 年梓橦宫市占率为 15.24%.....	19
表 12: 选取华润双鹤、恩华药业、力生制药、赛升药业作为公司可比公司.....	20
表 13: 公司积极寻找新药研发品种, 丰富镇痛类产品线.....	23
表 14: 公司上市募资 2.08 亿元投入四大募投项目.....	24
表 15: 可比公司 PE TTM 均值为 17X.....	26

1、公司：胞磷胆碱钠片为主要产品，阿咖酚散等增长较快

1.1、产品梳理：欣可来营收占比九成，普瑞巴林口服溶液等新品上市

梓橦宫成立于 2005 年 4 月 26 日，主要从事药品的研发、生产和销售。生产的药品涵盖中成药、专科药以及外用药。截至 2023 年 12 月 31 日，公司现拥有 26 项发明专利，99 个药品生产批准文号，片剂、硬胶囊剂、散剂、搽剂、软膏剂等多种剂型。形成以神经系统类、消化系统类药品为主导领域，以神经系统类、消化系统类、内分泌系统类、镇痛类药品为未来发展重点的开发格局。

公司主要的在产品为胞磷胆碱钠片（商品名：欣可来）、东方胃药胶囊以及苯甲酸利扎曲普坦胶囊（商品名：欣渠）和一些普药。

公司主要产品胞磷胆碱钠片，主要用于治疗颅脑损伤或脑血管意外所引起的神经系统的后遗症，为国家乙类医保产品、部分地方基药品种。其他在产品还包括苯甲酸利扎曲普坦胶囊（商品名：欣渠，神经系统用药，化学药三类新药，用于成人有或无先兆的偏头痛发作的急性治疗。不适用于预防偏头痛。）、东方胃药胶囊（消化系统用药，中药三类新药，OTC 甲类，降低胃液酸碱度、保护胃黏膜及具明细缓解胃溃疡的作用，对幽门螺旋菌有明细的抑制作用及抑菌作用）、磷酸奥司他韦（商品名：欣司奥，治疗甲型和乙型流感）等。同时，控股子公司昆明全新还拥有清肠通便胶囊（OTC 甲类）、玄驹胶囊（OTC 甲类）、虎杖伤痛酊（OTC 甲类）3 个全国独家民族药品种。

表1：梓橦宫产品主要涵盖神经系统、消化系统等专科药，中成药、外用药等

通用名	产品名	示意图	类型	功能主治
胞磷胆碱钠片	欣可来		处方药、医保	治疗颅脑损伤或脑血管意外所引起的神经系统的后遗症
苯甲酸利扎曲普坦胶囊	欣渠		处方药、医保	用于成人有或无先兆的偏头痛发作的急性治疗。不适用于预防偏头痛。不适用于半身不遂或基底偏头痛患者。
磷酸奥司他韦胶囊	欣司奥			1.用于成人和 1 岁及 1 岁以上儿童的甲型和乙型流感治疗（磷酸奥司他韦能够有效治疗甲型和乙型流感，但是乙型流感的临床应用数据尚不多）。患者应在首次出现症状 48 小时以内使用。 2.用于成人和 13 岁及 13 岁以上青少年的甲型和乙型流感的预防。

通用名	产品名	示意图	类型	功能主治
阿咖酚散			甲类，解热镇痛类非处方药药品	用于普通感冒或流行性感引起的发热，也用于缓解轻至中度疼痛如头痛、关节痛、偏头痛、牙痛、肌肉痛、神经痛、痛经。
塞来昔布胶囊	欣乐葆			<ol style="list-style-type: none"> 1. 用于缓解骨关节炎的症状和体征 2. 用于缓解成人类风湿骨关节炎的症状和体征 3. 用于治疗成人急性疼痛 4. 用于缓解强直性脊柱炎的症状和体征
维格列汀片	欣达唐			适用于治疗 2 型糖尿病
普瑞巴林口服溶液			处方药	用于治疗：带状疱疹后神经痛；纤维肌痛
东方胃药胶囊			OTC 甲类	舒肝和胃、理气活血、清热止痛，用于肝胃不和，瘀热阻络所致的胃脘疼痛、嗳气、吞酸、嘈杂、食欲不振、燥烦易怒、口干口苦等，以及胃溃疡、慢性浅表性胃炎见上述证候者。东方胃药胶囊具有降低胃液酸碱度、保护胃黏膜及具明细缓解胃溃疡的作用。东方胃药主治胃脘痛（胃溃疡、胃炎）肝郁化热、横逆犯胃证，功能为疏肝理气。清热和胃。幽门螺旋菌试验结果说明，东方胃药幽门螺旋菌有明细的抑制作用及抑菌作用。
清肠通便胶囊			OTC 甲类	<p>清热通便，行气止痛，用于热结气滞所致的大便秘结。</p> <p>对治疗老年便秘实热证疗效确切。</p> <p>能有效促进肠蠕动和改善肠道菌群，对功能性便秘有良好的临床治疗效果，可明显改善患者症状。</p>
玄驹胶囊			OTC 甲类	滋补肝肾、通痹止痛。用于肝肾不足，风湿痹痛，腰膝酸痛；类风湿关节炎见上述证候者。减轻老年慢性腰腿疼患者症状和改善患者生活质量，具有较好的临床疗效。

通用名	产品名	示意图	类型	功能主治
虎杖伤痛酊			OTC 甲类	活血消肿，止痛。用于跌打损伤，淤血肿痛。 虎杖伤痛酊具有消炎镇痛，活血散瘀，改善微循环的作用。
紫草软膏				化腐生肌，解毒止痛。用于热毒蕴结所致的溃疡，症见疮面疼痛，疮色鲜活，脓腐将尽。
多酶片			乙类，非处方药 药品	用于消化不良、食欲缺乏。

资料来源：公司官网、开源证券研究所

产销量上，2023 年公司胞磷胆碱钠片销量达到 15,509.05 万片，原有产品苯甲酸利扎曲普坦胶囊等品种实现较大增长，普瑞巴林口服溶液等新品种上市销售。

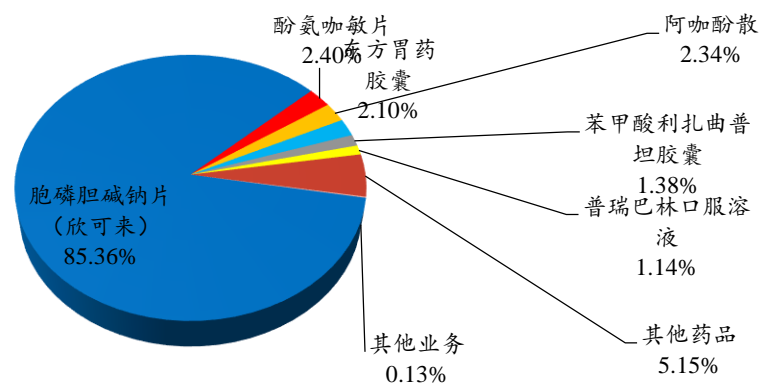
表2：2023 年公司胞磷胆碱钠片销量达到 15,509.05 万片

2023 年	单位	生产量	销售量
胞磷胆碱钠片	万片	14,473.21	15,509.05
阿咖酚散	万包	28,199.65	25,679.94
东方胃药胶囊	万粒	1,157.74	1,171.80
苯甲酸利扎曲普坦胶囊	万粒	46.45	44.61
普瑞巴林口服溶液	万瓶	13.56	4.83

资料来源：公司 2023 年年度报告、开源证券研究所

营收占比方面，胞磷胆碱钠片为公司主要收入来源，2023 年胞磷胆碱钠片营收占比达到 85.36%；其次为酚氨咖敏片、阿咖酚散与东方胃药胶囊。

图1：胞磷胆碱钠片为公司主要收入来源（2023 年）

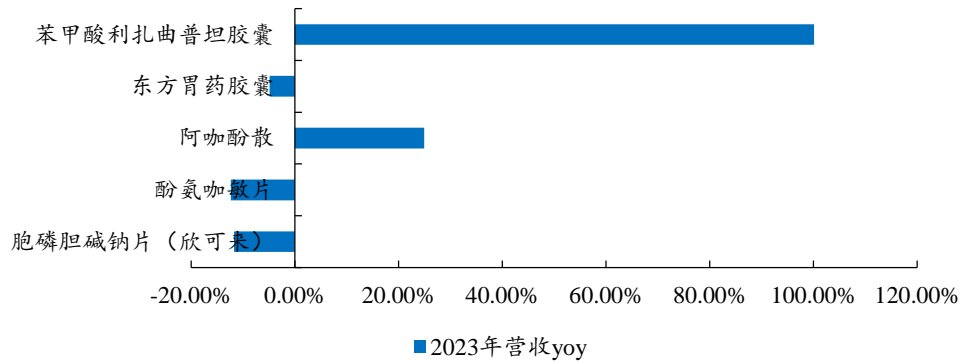


数据来源：Wind、开源证券研究所

成长性上，苯甲酸利扎曲普坦胶囊增速最快，达到 100.10%，2023 年销售营收

达到 561.33 万元；2023 年新上市品种普瑞巴林口服溶液营收规模达到 464.19 万元。受市场需求变化、地方带量采购等影响，公司主要品种胞磷胆碱钠片营业收入同比下降 11.71%。

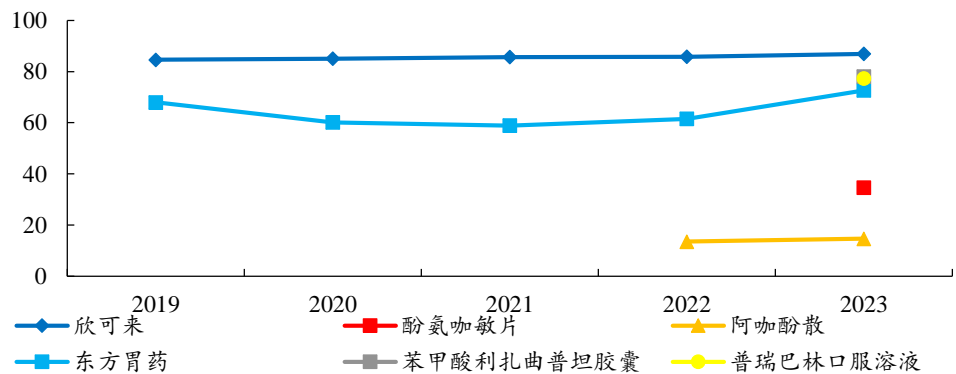
图2：苯甲酸利扎曲普坦胶囊 2023 年营收增速最快



数据来源：公司 2023 年年度报告、开源证券研究所

盈利能力上看，欣可来的毛利率最高且基本维持在 85% 上下，较为稳定；其次为苯甲酸利扎曲普坦胶囊与 2023 年新上市的普瑞巴林口服溶液，2023 年毛利率分别为 78.05%、77.34%。东方胃药毛利率 2023 年有所改善，提升 11.12 个百分点，达到 72.67%。

图3：欣可来毛利率水平维持在最高 (%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司目前主要在售 4 个产品 6 个规格均在各省市中标销售。截至 2023 年 12 月 31 日，公司未有产品纳入国家集中带量采购目录，胞磷胆碱钠片纳入江苏、广东、江西、深圳带量采购。

表3：公司目前主要在售 4 个产品 6 个规格均在各省市中标销售

药品名称	中标省份	中标价格或中标区间 (元)	产品规格
胞磷胆碱钠片	北京、山东、上海、江苏、广东、江西、天津、河北、山西、安徽、辽宁、内蒙古、四川、西藏、云南、陕西、重庆、新疆、甘肃、贵州、湖北、河南、宁夏、青海、海南、广西	27.94~34.29	0.2g*12 片
胞磷胆碱钠片	上海、广东、黑龙江、内蒙古、江西	45.59~54.86	0.2g*18 片
东方胃药胶囊	上海、江苏、天津、河北、山西、辽宁、内蒙古、	47.13	0.3g*36 粒

药品名称	中标省份	中标价格或中标区间（元）	产品规格
	四川、西藏、云南、重庆、新疆、贵州、湖北、河南、宁夏、湖南、黑龙江、海南、广西		
苯甲酸利扎曲普坦胶囊	北京、山东、上海、江苏、广东、江西、天津、河北、山西、安徽、辽宁、内蒙古、四川、西藏、云南、陕西、重庆、新疆、甘肃、贵州、湖北、河南、湖南、黑龙江、广西、吉林、福建	52.95	5mg*3粒
苯甲酸利扎曲普坦胶囊	北京、山东、上海、广东、江西、河北、内蒙古、四川、西藏、云南、陕西、重庆、新疆、甘肃、贵州、湖北、宁夏、海南、黑龙江、福建	105.9	5mg*6粒
普瑞巴林口服溶液	北京、山东、上海、江苏、广东、江西、天津、河北、山西、安徽、辽宁、内蒙古、四川、西藏、云南、陕西、重庆、新疆、甘肃、贵州、湖北、河南、宁夏、青海、海南、湖南、黑龙江、广西、吉林、福建、浙江	152.63	200ml/瓶

资料来源：公司 2023 年年度报告、开源证券研究所

1.2、发展历程：“中华老字号”品牌，四川省“专精特新”中小企业

四川梓潼宫药业股份有限公司是以药品的研发、生产与营销为主的国家级高新技术企业，2021 年 8 月 13 日北交所上市，为北交所首批上市企业。“梓潼宫”品牌始于 1780 年清代乾隆年间，迄今已有 240 余年历史，是四川省历史悠久的制药品牌。“梓潼宫”品牌为“中华老字号”、“中国驰名商标”。

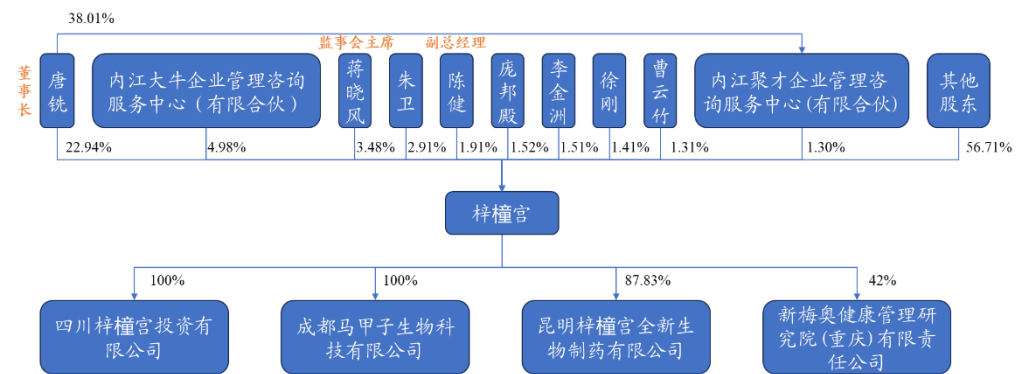
公司是国家高新技术企业、四川省“专精特新”中小企业，公司企业技术中心是四川省企业技术中心，被国家知识产权局评为“国家知识产权优势企业”。公司的产品和品牌在国内市场上具有良好的品牌知名度和美誉度。

图4：梓潼宫是国家高新技术企业、四川省“专精特新”中小企业



资料来源：公司官网

股权结构上，截至 2024Q1，梓潼宫控股股东与实际控制人为唐统，直接持股比例 22.94%。内江聚才为公司员工持股平台，直接持股比例 1.30%。

图5：梓橦宫实际控制人为唐锐，直接持股 22.94%


资料来源：Wind、开源证券研究所（参控股公司数据截至公司 2023 年年度报告，股东数据截至公司 2024 年一季报）

公司董事长为实控人唐锐，直接持股 3362.57 万股；总经理李云持股 158.51 万股；副总经理兼研发总监陈健直接持股 279.65 万股；董秘曾培玉直接持股 15.21 万股，高管团队均在行业内深耕多年，经验丰富。

表4：公司高管团队均在行业内深耕多年，经验丰富

职位	姓名	经历
董事长	唐锐	男，1961 年 3 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，博士学历，主管医师，高级经济师。1983 年 7 月至 1987 年 8 月，任泸州医学院附属医院心内科助教，医师；1987 年 9 月至 1989 年 11 月，任四川省黑水县人民医院内科医师；1989 年 12 月至 1990 年 12 月，任海南省第二人民医院内科医师；1991 年 1 月至 1992 年 12 月，任海南省热带病防治研究所医师；1993 年 1 月至 1994 年 5 月，任海南富润得实业公司总经理；1994 年 6 月至 1996 年 5 月，海南省热带病防治研究所任办公室副主任，主管医师；1998 年 5 月至 1998 年 10 月，任深圳科兴生物制品有限公司武汉办主任；1998 年 11 月至 2003 年 10 月，任北京北大维信生物科技有限公司上海办主任；2004 年 3 月至 2010 年 6 月，任四川梓橦宫医药贸易有限公司和四川梓橦宫连锁大药房有限公司董事长；2003 年至 2015 年 1 月任梓橦宫有限董事长，现任梓橦宫药业董事长。
总经理	李云	男，1972 年 3 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历，药师。1990 年 6 月至 2004 年 2 月，任四川省内江华康药业有限责任公司销售员，2004 年 3 月至 2009 年 12 月，任四川梓橦宫医药贸易有限公司采供部经理，副总经理；2010 年 1 月至今在公司任职，现任公司董事，副总经理。
副总经理 研发总监	陈健	男，1964 年 7 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历，执业药师，医药高级工程师。1983 年 7 月至 1999 年 12 月，任四川省内江制药厂红霉素车间机械维修工，基建科材料员，车间工艺技术员，片剂车间主任，厂长助理；1998 年 12 月至 2001 年 3 月，任内江市中区医药开发有限公司副经理；2001 年 3 月至 2004 年 3 月，任四川省内江华康药业责任有限公司药品招投标办主任，质管科副科长，质管办主任；2004 年 3 月至 2004 年 10 月，任四川梓橦宫医药贸易有限公司行政办主任，质管办公室主任；2004 年 10 月至今在公司任职，现任公司副总经理，总工程师。
董秘	曾培玉	女，1981 年 5 月出生，中国国籍，无境外永久居留权，研究生学历，高级人力资源管理师。2004 年 10 月至 2012 年 12 月，任四川梓橦宫医药贸易有限公司储运部副经理、平衡计分卡办公室主任、行政人力资源部副经理；2013 年 1 月至今在公司任职，现任公司董事、董事会秘书。
财务负责人	易晓琦	1991 年出生，中国国籍，无境外永久居留权，四川大学锦城学院会计学本科，西南财经大学工商管理硕士。2013 年 11 月至今，历任四川梓橦宫药业股份有限公司营销管理中心主管，财务部会计，主管，经理；2023 年 1 月至今，任昆明梓橦宫全新生物制药有限公司财务部经理，现任四川梓橦宫药业股份有限公司财务总监，财务负责人。

资料来源：Wind、公司公开发行说明书、开源证券研究所

1.3、商业模式：主要客户为医药商业公司，2023 年前五大销售占比 63%

公司主要盈利模式为依靠自有的药品生产经营许可、生产设备、专利、药品生产批准文件和核心技术人员等关键资源要素，生产出符合药品生产质量管理规范的药品，通过商业流通公司配送或自己直接配送的方式销售给医疗终端或医药零售机构而盈利。

生产上，公司主要产品的生产周期较短，从投料到生产完成直至可供配送，一般情况下需要两周左右的时间。

公司的采购根据采购标的的不同主要采用 MRP 采购、JIT 采购和临时零星采购等三种模式。

表5：公司根据采购标的的不同主要采用 MRP 采购、JIT 采购和临时零星采购等模式

模式	采购标的	具体安排
MRP 采购	生产用原辅包材	根据销售计划、库存限额、库存余额制定生产计划，根据生产计划制定采购计划
JIT 采购	重大建设及技术改造建设需求而进行的设备采购	无库存，根据设计、需求直接定货采购，强调到货时间和质量
临时零星采购	常用零星材料	根据库存限额对常用零星材料临时采购。

资料来源：公司公开发行说明书、开源证券研究所

公司的采购部门通过互联网或同行业单位推荐、原料市场、设备厂家初步遴选供应商，根据供应商的资质文件以及提供的样品进行初步筛选，并且在公司质量部门的组织下按照《药品生产质量管理规范》或《药品经营质量管理规范》的规定，进行供应商现场考核评价，经考核合格后成为公司的合格供应商。公司对所确定供应商建立质量档案，档案内容包括供应商的资质证明文件、质量协议、质量标准、供应商的检查报告、现场质量审计报告、产品稳定性考察报告、定期的质量回顾分析报告。

表6：2023 年公司前五大供应商采购金额占比达到 66.37%

序号	供应商	采购金额（万元）	年度采购占比	是否存在关联关系
1	开平牵牛生化制药有限公司	1,717.53	26.62%	否
2	协和发酵（广东）医药有限公司	1,299.00	20.13%	否
3	山东新华制药股份有限公司	607.25	9.41%	否
4	亳州市君和药材农业科技有限公司	336.29	5.21%	否
5	安丘市鲁安药业有限责任公司	322.14	4.99%	否
合计		4,282.20	66.37%	-

资料来源：公司 2023 年年度报告、开源证券研究所

销售方面，公司主要收入来源于药品销售，主要客户为医药商业公司。2023 年，公司向前五大客户销售额达到 2.55 亿元，占比达到 62.55%。

表7：2023 年公司前五大客户销售金额占比达到 62.55%

序号	客户	销售金额（万元）	年度销售占比	是否存在关联关系
1	国药控股股份有限公司	11,167.26	27.37%	否
2	上海医药集团股份有限公司	5,366.87	13.15%	否
3	华润医药商业集团有限公司	4,319.43	10.59%	否

序号	客户	销售金额（万元）	年度销售占比	是否存在关联关系
4	重庆医药（集团）股份有限公司	3,011.81	7.38%	否
5	九州通医药集团股份有限公司	1,656.42	4.06%	否
合计		25,521.79	62.55%	-

资料来源：公司 2023 年年度报告、开源证券研究所

公司主要产品为处方药，公司在严格遵守行业法律法规的基础上，为符合地区医药采购政策和医院采购习惯，公司主要产品的国内销售主要采用学术推广加配送商模式（简称为配送商模式），即公司或公司委托第三方专业推广机构通过学术推广向市场介绍公司药品的药理药性、适应症、使用方法、安全性以及相关的学术理论和最新临床研究成果，促进终端医疗机构的认可和购买需求，再通过配送商（医药流通企业）向医院和其他医疗终端机构进行药品的销售配送。配送商模式下配送商主要为具有较强配送能力、资金实力和商业信誉的区域性或全国性的大型医药流通企业。因此，公司将产品销往该类客户，并由其直接销往终端医疗机构。2020 年度，与公司发生业务往来的配送商共计 454 家。

此外，针对非处方药可以直销终端的特点，对于公司生产的非处方药的销售，公司采用了直销+经销的销售模式，该模式下公司除了自建团队将药品销售给医药连锁公司外，也在一些地区将药品的销售代理权授予符合公司招商要求的医药商业公司，使之成为公司的经销商。

表8：公司处方药产品主要采用配送商模式销售，非处方药采用直销+经销模式销售

对比项目	经销模式	配送商模式
药品类型	非处方药	处方药及部分非处方药
定价方式	自主定价	参考招标价定价
销售费用	由经销商负责授权区域的产品推广和销售工作,公司协助经销商进行产品培训、用药讲解,公司承担销售费用相对较低	由公司或公司委托第三方医药推广公司对产品进行推广,公司承担的销售费用较高
销售队伍	相对较小	公司自建销售队伍或委托第三方推广,销售队伍较大
销售类型	买断式销售	
收入确认时点	公司根据协议约定将货物交付给客户,完成风险和报酬转移时	
终端市场控制力	公司控制力较弱	公司控制力较强
应收账款	回款速度较快,应收账款较少;因部分连锁药店采取票据支付,该类销售应收票据较多	回款速度较慢
终端类型	基层医院、小型零售终端、诊所等	公立医疗机构、终端
选择标准	要求持有有效的《药品经营许可证》、《GSP 认证证书》、《企业法人执照》等合法资质。综合考虑合作方行业口碑、经营理念、营业资信等因素	考虑资质是否符合 GMP 管理规范要求,要求持有有效的《药品经营许可证》、《GSP 认证证书》、《企业法人执照》等合法资质。综合考虑合作方行业口碑、经营理念、营业资信等因素
权利义务	公司与经销商签署经销协议,赋予经销商指定药品在协议区域内的经销权。公司按合同约定的价格、质量标准、数量、规格、供货期限等条款向经销商提供相关产品,并按合同约定取得相关价款。	公司与配送商签署购销协议,赋予配送商指定药品在协议区域内的配送权:公司按合同约定的价格、质量标准、数量、规格、供货期限等条款向配送商提供相关产品。配送商自公司采购的商品按照约定的价格,一般为各省市中标价格,销售并配送至指定的终端医院。
评估考核	从合作意向、运营整体情况、综合事务能力、人员组成情况、销售产品情况等多个方面进行综合评价打分,并在每年进行考核评价,对不合格的进行淘汰更换。	

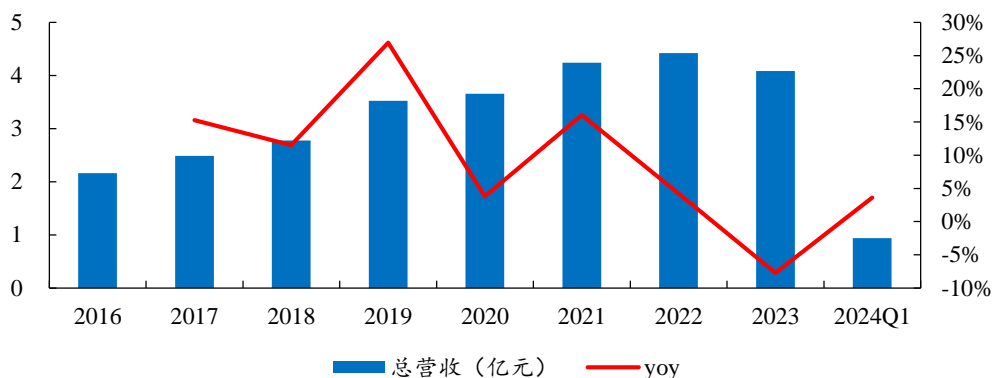
对比项目	经销模式	配送商模式
退换货条款	退换货政策基本一致:对非产品质量问题或已超过产品质量负责期的一般不予退换货。	

资料来源: 公司公开发行说明书、开源证券研究所

1.4、财务分析: 2024Q1 营收同比+3.61%, 归母净利润同比+22.99%

经营能力上,公司 2016-2022 年营收保持连年增长,2023 年实现营收 4.08 亿元,同比下滑 7.71%; 2024Q1 实现营收 0.94 亿元,同比增长 3.61%。公司坚持以市场需求为导向,持续加强产品梯队建设,积极挖掘和培育潜力品种,苯甲酸利扎曲普坦胶囊、阿咖酚散等品种实现较大增长,普瑞巴林口服溶液等新品种陆续上市销售,为公司未来业绩增长奠定了良好基础。

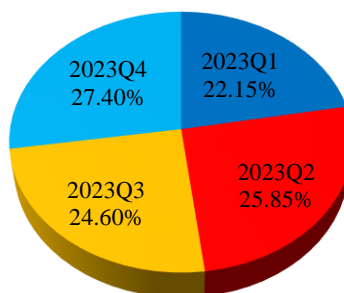
图6: 2024Q1 营收 0.94 亿元, 同比增长 3.61%



数据来源: Wind、开源证券研究所

营收的时间分布上,医药行业不存在明显季节性。但由于国内的五一、十一和春节等长假期间,配送不便以及客户提前备货的情况客观存在,使得上半年销售收入会小于下半年,其中第一季度占全年销售收入的比重略低,第四季度占全年销售收入的比重略高。公司 2023 年营收季节分布上,一季度占比相对较小,四季度占比最高,达到 27.40%。

图7: 2023Q4 营收占比最高, 达到 27.40%

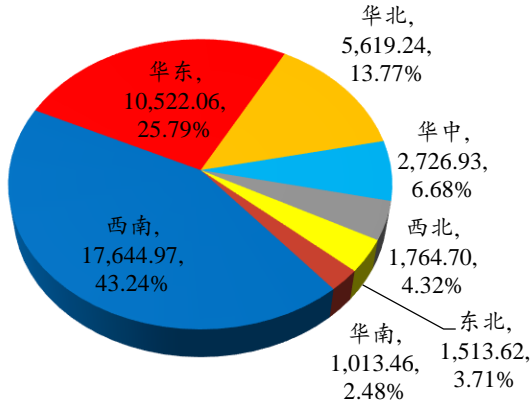


数据来源: Wind、开源证券研究所

地域分布上,公司营收主要源于西南、华东、华北区域,2023 年西南地区营收达到 1.76 亿元,占比达到 43.24%,其次为华东地区,2023 年营收也过亿,占比达到

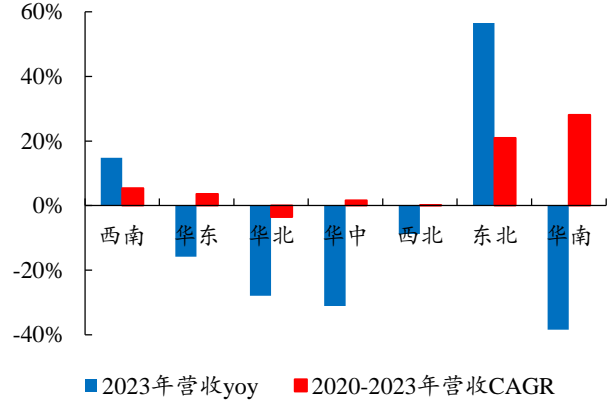
25.79%。发展趋势上看，2020-2023 年营收变化趋势上，华南、东北为增速较快的区域，CAGR 分别达到 28.13%、20.91%。2023 年东北维持较快速度增长，同比增速达到 56.55%，营收占比最大的西南地区 2023 年营收同比增长 14.85%。

图8：2023 年营收主要来源于西南、华东、华北等区域



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2023 年东北、西南地区的营收增长较快

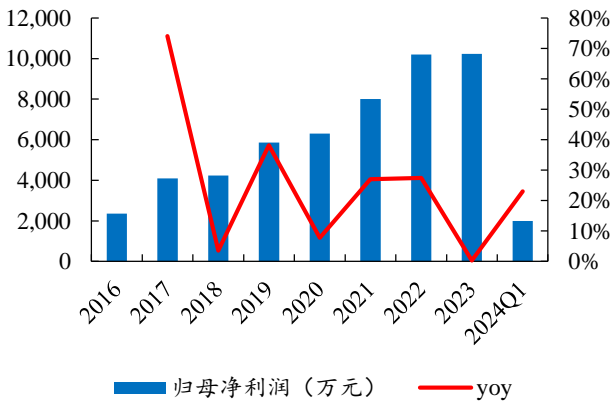


数据来源：Wind、开源证券研究所

盈利能力上，公司 2016 年至今保持连续稳定增长。2023 年公司归母净利润规模 1.02 亿元，同比增长 0.25%；2024Q1 归母净利润达到 1988.62 万元，同比增长 22.99%。

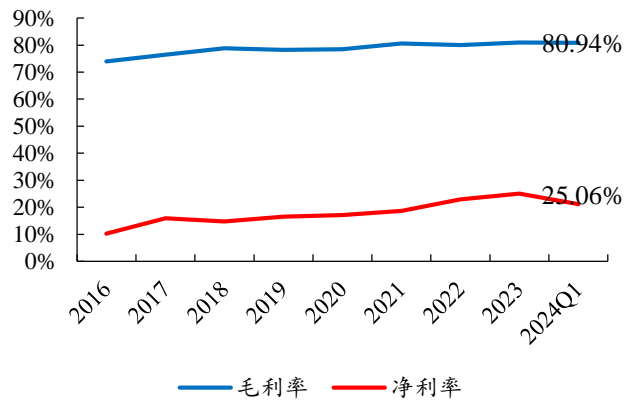
公司毛利率自 2016 年以来，基本较为稳定，净利率随着期间费用率缓步下降而有所升高。2023 年公司毛利率、净利率分别为 80.94%、25.06%。

图10：2024Q1 归母净利润 1988.62 万元，同比+23%



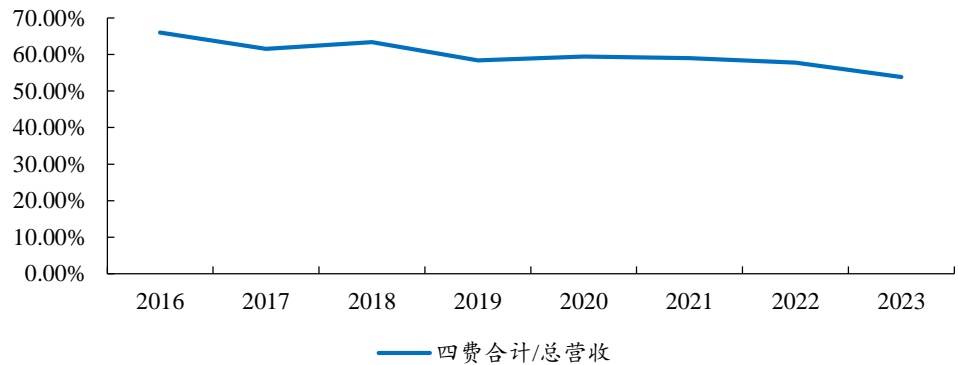
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2023 年毛、净利率分别为 80.94%、25.06%



数据来源：Wind、开源证券研究所

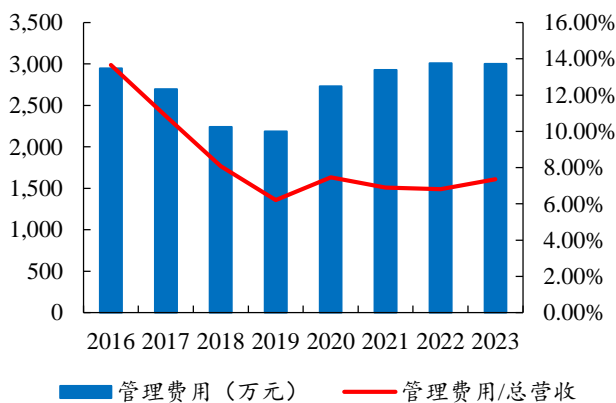
期间费用率方面，公司期间费用率自 2016 年以来有缓步下降趋势，2023 年公司期间费用率为 53.89%。

图12：2023 年公司期间费用率为 53.89%


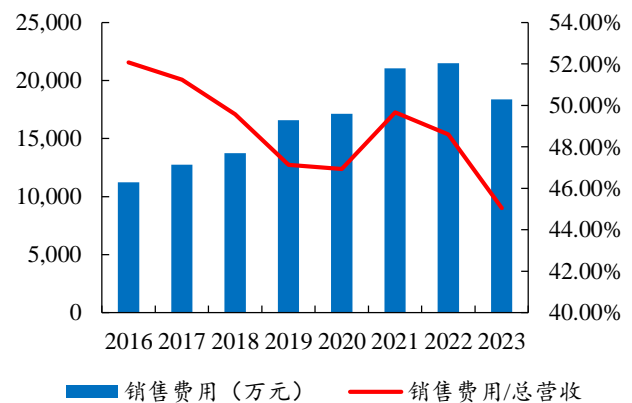
数据来源：Wind、开源证券研究所

公司管理费用自 2020 年以来，基本保持平稳，2023 年管理费用为 3,001.33 万元，在总营收中占比为 7.36%。

销售费用自 2021 年占比略有下降，2023 年销售费用为 1.84 亿元，占比 45.04%。

图13：2023 年公司管理费用率为 7.36%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2023 年公司销售费用率为 45.04%


数据来源：Wind、开源证券研究所

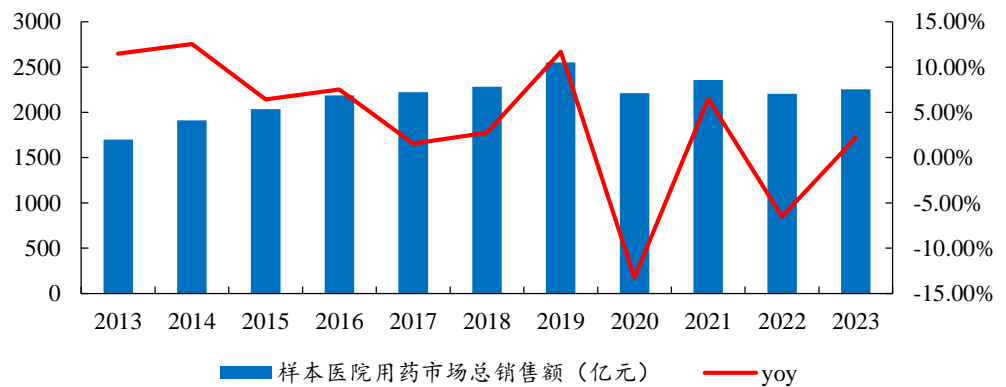
2、行业：2020-2022 年胞磷胆碱钠片终端市场规模 CAGR 10%

公司的主营业务涉及医药工业中的化学制药行业子行业和其他类制药行业。

2.1、全国样本医院用药销售额 2253 亿元，呼吸系统药物增速最高

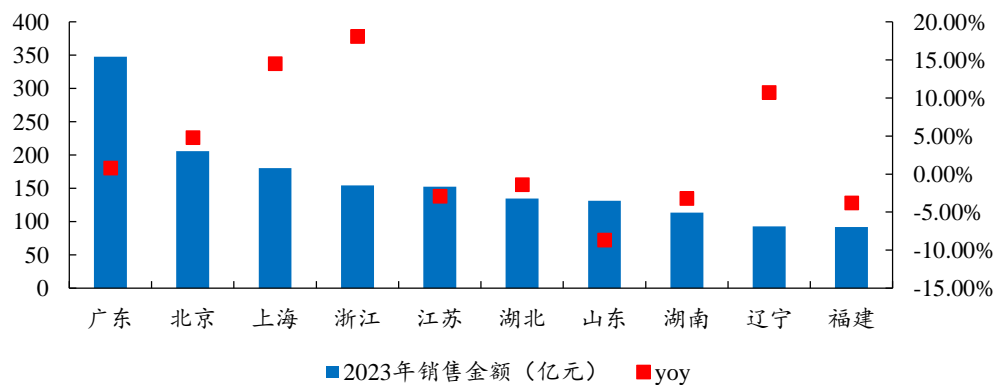
随着我国人均收入水平提高、城镇化和老龄化进程加快以及国民健康意识的逐步增强，公众对医疗卫生服务需求显著提高，同时随着医疗改革深入等因素，我国医药行业保持了较快的增长速度。

2023 年，全国样本医院用药市场总销售额 2253 亿元，同比增长 2.2%。相较 2022 年有小幅回升，疫情对整个市场的影响正逐渐削弱，同时由于 2023 年流感、肺炎、合胞病毒等陆续逐个登场，医院用药有所增长。

图15：2023年全国样本医院用药市场总销售额 2253 亿元


数据来源：医药地理公众号、PDB、中国医药工业信息中心、开源证券研究所

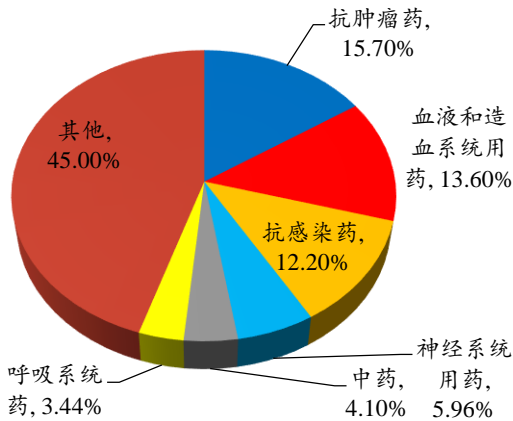
地域分布上，销售额 Top10 为广东（347.98 亿元）、北京（205.93 亿元）、上海（180.63 亿元）、浙江（154.34 亿元）、江苏（152.48 亿元）、湖北（134.8 亿元）、山东（131.51 亿元）、湖南（113.69 亿元）、辽宁（92.91 亿元）、福建（91.93 亿元）。Top3 的广东、北京、上海合计占比达到 31.8%，销售额同比变动分别为 0.8%、4.8%、14.5%。新疆为销售额同比增幅最大的省份，为 31.3%，云南省为降幅最大的省份，为 -23.8%。

图16：2023年广东样本医院用药市场总销售额最高，达到 347.98 亿元


数据来源：健识局、PDB、中国医药工业信息中心、开源证券研究所

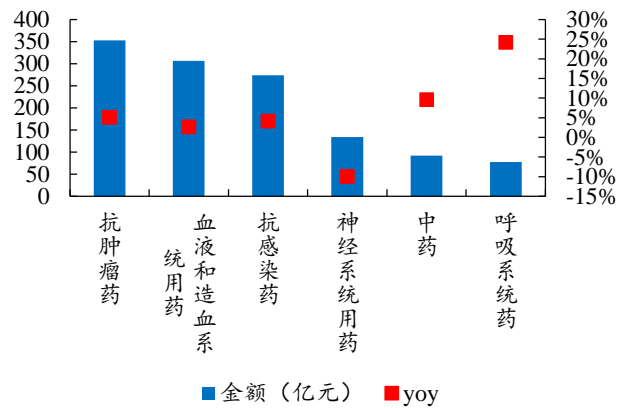
2023 年，在总共 19 个治疗大类中，销售金额占比前三治疗大类分别是：抗肿瘤药（15.7%）、血液和造血系统用药（13.6%）、抗感染药（12.2%）。此外，中药位列第十，销售额占比 4.1%，同比上涨 9.6%。呼吸系统药物增速最高，销售额同比上涨 24.2%，神经系统用药降幅最大，销售额同比下降 9.9%。

图17: 2023年抗肿瘤药市场占比最高, 达到15.7%



数据来源: 健识局、PDB、中国医药工业信息中心、开源证券研究所

图18: 2023年呼吸系统药物增速最高



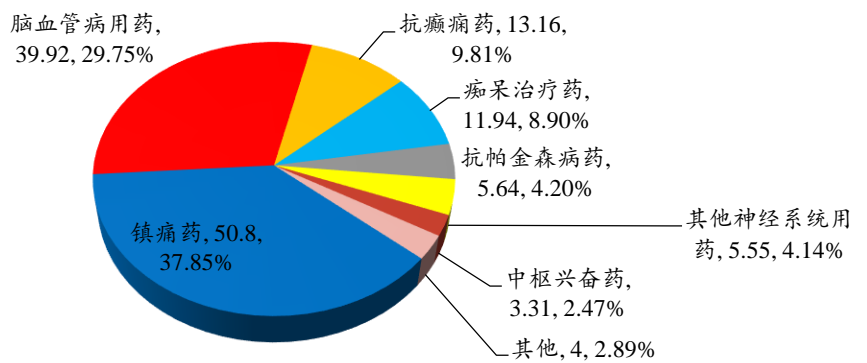
数据来源: 健识局、PDB、中国医药工业信息中心、开源证券研究所

2.2、神经系统药中镇痛药占比最高, 2022年胞磷胆碱钠片市场10亿元

神经系统疾病主要指发生于中枢神经系统、周围神经系统、植物神经系统的以感觉、运动、意识、植物神经功能障碍为主要表现的疾病。神经系统疾病用药主要集中在精神刺激和益智药、抗抑郁药、解热镇痛药、止痛药、精神安定药、催眠镇静剂、抗癫痫药、抗帕金森氏病药、抗痛风药等。

2023年神经系统用药销售额为134亿元, 其中, 镇痛药为占比最大的小类, 2023年销售额为50.8亿元, 占比达到37.85%, 其次为脑血管病用药、抗癫痫药、痴呆治疗药、抗帕金森病药等。

图19: 镇痛药为神经系统用药中占比最大的小类, 2023年销售额为50.8亿元(亿元)



数据来源: 健识局、PDB、中国医药工业信息中心、开源证券研究所

胞磷胆碱钠是一种神经递质, 也称为乙酰胆碱。它是由胆碱和磷酸酯化而成的, 可以在神经元之间传递信号。胞磷胆碱钠在人体中起着重要的作用, 包括控制肌肉运动、调节心率和呼吸等生理功能。此外, 胞磷胆碱钠还被广泛用于治疗阿尔茨海默病等神经系统疾病。总的来说, 胞磷胆碱钠的主流产品广泛应用于医药、保健品、化妆品、农业等领域。

表9：胞磷胆碱钠广泛用于医药、保健品、化妆品、农业等领域

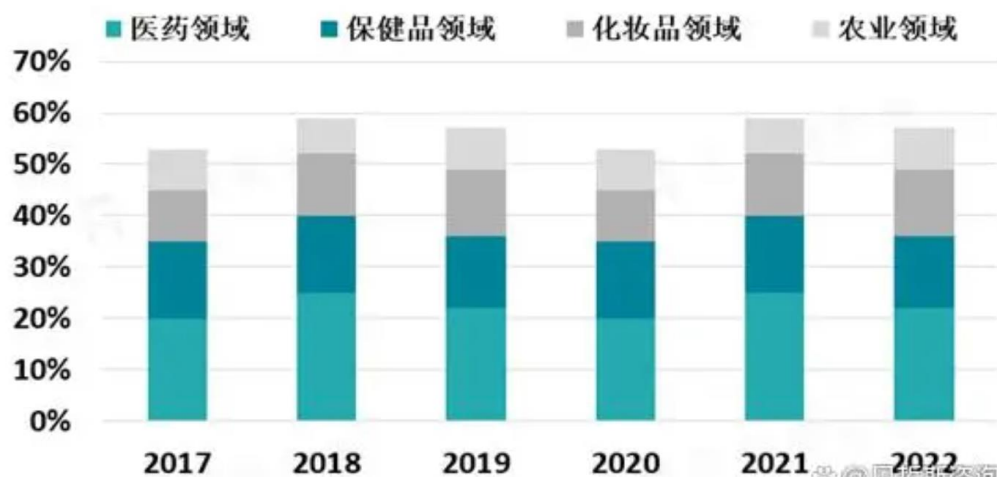
应用领域	作用	主流产品
医药领域	治疗阿尔茨海默病、帕金森病、多发性硬化症等神经系统疾病。	Cognizin、Alpha-GPC 等
保健品领域	改善记忆力、提高学习能力、增强免疫力等方面	Jarrow Formulas Citicoline、NOW Foods Alpha GPC 等
化妆品领域	护肤品、彩妆等产品中	The Ordinary Alpha Arbutin 2% + HA、The Inkey List Alpha Arbutin 等
农业领域	植物生长调节剂，可以促进植物生长，提高产量	胞磷胆碱钠肥料

资料来源：贝哲斯咨询、开源证券研究所

从市场份额占比上来看，医药领域为胞磷胆碱钠的主要应用领域。

图20：医药领域为胞磷胆碱钠的主要应用领域

2017-2022年胞磷胆碱钠主流产品市场份额



资料来源：贝哲斯咨询

胞磷胆碱钠片主要用于治疗颅脑损伤或脑血管意外所引起的神经系统的后遗症，并可用于帕金森综合症和老年性痴呆症的辅助治疗，对急性中风、脑损伤后神经功能损害（包括意识障碍、认知障碍等）、青光眼等，也有明显的临床治疗效果。胞磷胆碱钠片系《卒中后认知障碍管理专家共识 2021》《脑损伤神经功能损害与修复专家共识》《脑小血管病相关认知功能障碍中国诊疗指南 2019》《老年高血压合并认知障碍诊疗中国专家共识（2021版）》《青光眼药物治疗进展》推荐用药。

根据米内网数据，2020-2022年，胞磷胆碱钠片终端市场规模复合增长率为10.11%，2022年度市场规模已增长至约10亿元。

2.3、消化系统中成药 2023 年重点省份实体药店销售额突破 200 亿元

消化系统疾病是指发生在口腔、唾液腺、食管、胃、肠、胆、胰腺、腹膜及网

膜等脏器的疾病，包括消化器官的器质性和功能性疾病。消化类药物主要包括抑酸药、抗酸药、胃黏膜保护剂、助消化药、促胃肠动力药、胃肠解痉药、止吐、催吐药、泻药、止泻药、微生态药等类型。

表10：消化类药物主要包括 11 类

分类	代表药物
抑酸药	法莫替丁、尼扎替丁、雷尼替丁等。
抗酸药	氢氧化铝、氢氧化镁、铝碳酸镁等
胃黏膜保护剂	米索前列醇、硫糖铝、枸橼酸铋钾、胶体果胶铋、普替瑞酮等
助消化药	胃蛋白酶、复方消化酶胶囊等。
促胃肠动力药	多潘立酮、莫沙必利等。
胃肠解痉药	匹维溴铵片、丁溴东莨菪碱等。
止吐药	盐酸昂丹司琼、甲氧氯普胺等。
催吐药	阿扑吗啡及吐根糖浆等。
泻药	硫酸镁、甘油、开塞露和乳果糖口服溶液等。
止泻药	蒙脱石散、盐酸洛哌丁胺、碱式碳酸铋片等。
微生态药	双歧杆菌活菌胶囊、酪酸梭菌活菌散及复合乳酸菌肠溶胶囊等

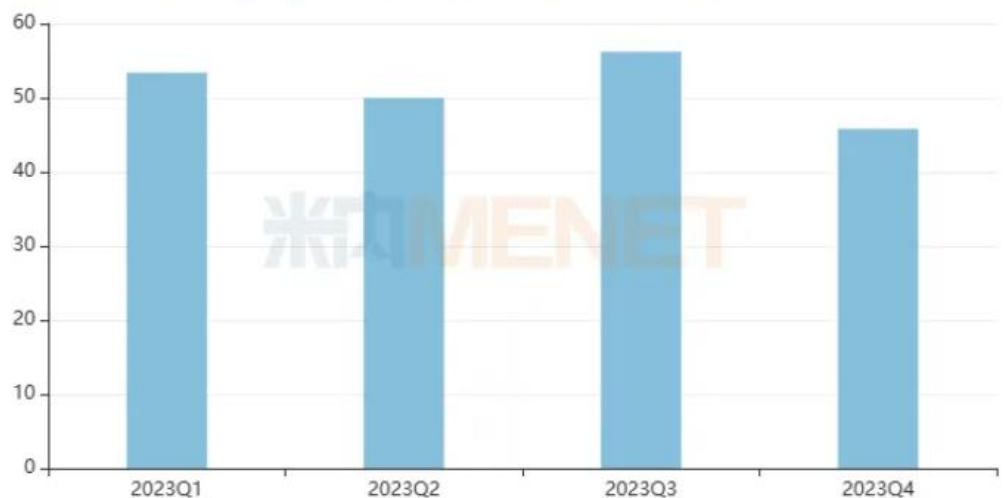
资料来源：智研咨询、开源证券研究所

近年来在生活节奏加快、工作和生活压力增加等多种因素的作用下，消化系统疾病的患病率逐年上升；而随着年龄的增加、人口结构老化，胃肠道疾病等消化系统疾病发病率也越来越高。同时，因消化系统疾病存在着高复发率的特征，大部分患者将在很长的一段时间内需连续用药。因此在患者增多以及消化系统疾病一般需长期服药。

米内网数据显示，消化系统中成药在 2023 年重点省份实体药店销售规模突破 200 亿元，同比增长 8.76%。从省市格局来看，8 个销售规模超过 10 亿元，广东、浙江、山东位居前三。

图21：消化系统中成药在 2023 年重点省份实体药店销售规模突破 200 亿元

2023年重点省份实体药店消化系统中成药季度销售情况（单位：亿元）



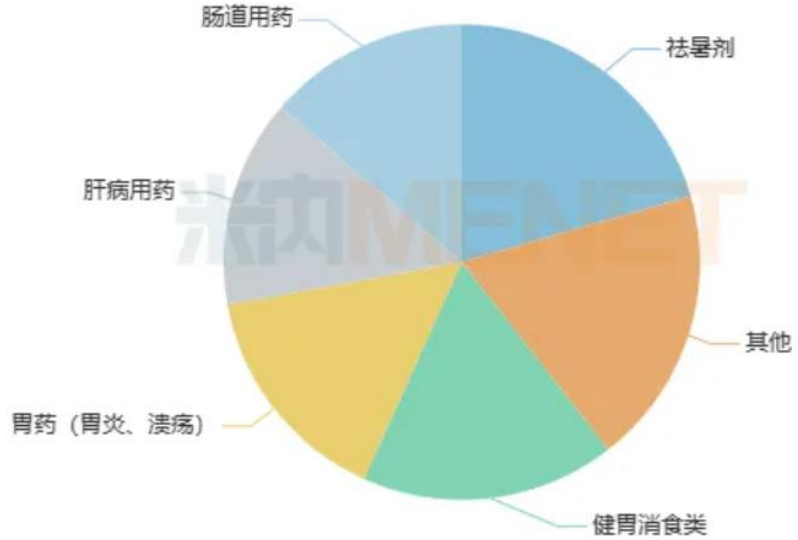
资料来源：米内网

从亚类格局来看，祛暑剂、健胃消食类、胃药（胃炎、溃疡）、肝病用药、肠道

用药是五大主力，合计市场份额占比超过 80%。从处方性质来看，OTC、RX 和双跨均有增长，OTC 的市场份额最大，双跨则增速最快。

图22：祛暑剂、健胃消食类、胃药（胃炎、溃疡）、肝病用药、肠道用药是五大主力

2023年重点省份实体药店消化系统中成药亚类TOP5



资料来源：米内网

2.4、竞争格局:2023 年梓潼宫销量在胞磷胆碱钠片市场中占有率 28.64%

根据 PDB 中 2020 年样本医院的胞磷胆碱类全剂型（包含口服剂和注射剂）的销售情况统计，胞磷胆碱钠口服剂的销售金额占全市场的 82.64%，其他剂型（注射剂）的生产厂家较多，且占比也较小。口服剂是胞磷胆碱类药品的主要用药剂型，四家主要生产厂家的主要竞争对手。除梓潼宫以外，其他三家分别为齐鲁制药有限公司（生产胞磷胆碱钠胶囊剂，商品名：思考林）、华润双鹤利民药业（济南）有限公司（生产胞磷胆碱钠片剂，商品名：诺百益）和福建省闽东力捷迅药业有限公司（生产胞磷胆碱钠片剂，商品名：宝诺达）。

2020-2022 年，齐鲁制药的胞磷胆碱胶囊产品市场占有率最高，其次市占率高于 15%的还有华润双鹤的胞磷胆碱钠片、梓潼宫的胞磷胆碱钠片。

表11：2022 年梓潼宫市占率为 15.24%

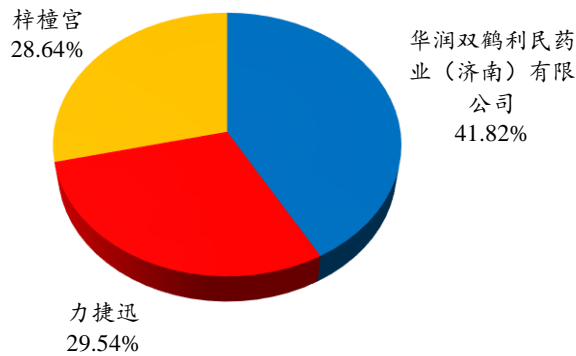
排名	药品名称	生产企业	市场占有率 (%)		
			2022 年	2021 年	2020 年
1	胞磷胆碱钠胶囊	齐鲁制药有限公司	32.04	35.86	37.14
2	胞磷胆碱钠片	华润双鹤利民药业（济南）有限公司	21.34	19.88	20.66
3	胞磷胆碱钠片	梓潼宫	15.24	15.99	15.72
4	胞磷胆碱注射液	吉林百年汉克制药有限公司	7.85	0.45	0.05
5	胞磷胆碱钠片	力捷迅	7.06	6.45	4.11
6	胞磷胆碱钠注射液	山东华鲁制药有限公司	2.43	3.26	4.54
7	胞磷胆碱钠注射液	广东鼎信医药科技有限公司	1.78	2.48	2.06
8	胞磷胆碱钠氯化钠注射液	武汉滨湖双鹤药业有限责任公司	1.71	0.48	-
9	胞磷胆碱钠注射液	陕西顿斯制药有限公司	1.70	4.04	4.50

排名	药品名称	生产企业	市场占有率 (%)		
			2022 年	2021 年	2020 年
10	胞磷胆碱钠注射液	吉林百年汉克制药有限公司	1.56	0.03	-
11	注射用胞磷胆碱钠	力捷迅	1.29	1.14	2.04
	其他		5.99	9.94	9.18

数据来源：力捷迅招股说明书、开源证券研究所

全国共有 3 家企业拥有胞磷胆碱钠片药品批准文号，以销售数量维度分析胞磷胆碱钠片产品市场占有率情况，华润双鹤销量占比最高，力捷迅与梓潼宫的销量占比相近，分别为 29.54%、28.64%。

图23：2022 年胞磷胆碱钠片市场中梓潼宫销量占比 28.64%



数据来源：力捷迅招股说明书、开源证券研究所

梓潼宫生产同种产品的上市公司有华润双鹤，参考神经系统药物产品，选取可比公司：恩华药业、力生制药、赛升药业、华润双鹤等。

表12：选取华润双鹤、恩华药业、力生制药、赛升药业作为公司可比公司

可比公司	2023 年营收 (亿元)	2023 年归母净利润 (亿元)	市场地位	技术实力及核心竞争力等
华润双鹤	102.22	13.33	主营业务涵盖新药研发、制剂生产、医药销售、制药装备及原料药生产等方面，具有丰富的产品线 and 品牌优势、优质的产品 quality、渠道与终端的覆盖与管理能力、国际化优势等核心竞争力，经济实力、竞争活力和可持续发展能力位居国内制药前列。获得“中国化学制药行业工业企业综合实力百强”称号。是国内胞磷胆碱钠口服剂的主要生产厂家之一。	公司多个品牌荣登中国制药品牌榜，压氏达、冠爽、穗悦、糖适平、卜可、珂立苏、贝奇灵、诺百益、小儿复方氨基酸注射液(19AA-I)、基础输液、BFS 等产品获评中国化学制药行业各细分领域优秀产品品牌。目前公司拥有 19 个亿元级产品，逐步形成具有市场竞争力的产品群。
恩华药业	50.42	10.37	是一家专注于中枢神经药物细分市场的企业，主要类别包括麻醉类、精神类和神经类，通过多年来在产品研发、生产和服务上的不懈努力，公司已建立起完整的中枢神经系统药物产品系列和营销网络，努力打造国内重要的中枢神经系统药物的生产商和销售商。	公司是企业技术中心为国家级企业技术中心，设有企业院士工作站、国家博士后科研工作站、江苏省神经药物工程技术研究中心，与国内外一流的科研院所建立了密切的合作关系，开展了广泛的产学研合作和学术交流，包括上海医药工业研究院、军事医学科学院、华中科技大学、中国药科大学、中国协和医科大学、以色列 D-Pharm 公司、以色列 Mapi 公司、美国立博公司 (LIPOSEUTICAL Inc) 及努瓦克斯制药有限公司

可比公司	2023 年营 收(亿元)	2023 年归母净 利润(亿元)	市场地位	技术实力及核心竞争力等
------	------------------	---------------------	------	-------------

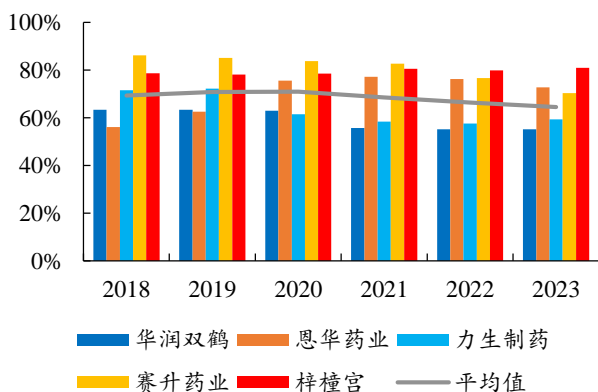
力生制药	11.53	3.62	<p>日常生产 20 多个类别、100 多个品种规格的各剂型药品，产品为高血压治疗药“寿比山”牌吲达帕胺片，广谱抗真菌治疗药“美扶”牌伊曲康唑胶囊，溃疡性结肠炎治疗药“畅美”牌奥沙拉嗪胶囊，哮喘病治疗药“盼得欣”牌富马酸福莫特罗片，解热镇痛药“三鱼”牌止痛片，老年痴呆症治疗药“阿海适”牌盐酸多奈派奇片，血栓疾病治疗药“益欣雪”胶囊，糖皮质激素类药“生化”牌注射用氯化可的松琥珀酸钠等多个优质品种。</p>	<p>(NuvOx Pharma,LLC)等。</p> <p>十分重视新产品的研制开发，不断加大对新产品开发力度。建立了以硫酸沙丁胺醇缓释片为代表的激光打孔技术平台、以伊曲康唑胶囊、阿司匹林肠溶胶囊为代表的微丸包衣技术平台；同时在渗透泵膜控释制剂、骨架缓释制剂、口服固体速释制剂等技术领域都进行了研究和探索，部分制剂技术具有国内先进水平。拥有新药证书 12 个，申请专利 27 项，获得国家知识产权局授权发明专利 12 项，外观专利 2 项。获得中国技术市场金桥奖 1 项、天津市科技进步奖 2 项，天津市专利优秀奖 2 项，天津市自主创新产品 2 项。</p>
------	-------	------	---	---

赛升药业	4.77	1.03	<p>公司产品主要覆盖心脑血管用药、免疫调节（抗肿瘤）用药、神经系统用药领域；从市场份额上看，公司心脑血管产品、免疫调节剂产品脱氧核苷酸钠注射液及薄芝糖肽注射液，均超过了 50% 的市场份额，成为市场上的领导品牌。目前脱氧核苷酸钠注射液和纤溶酶注射液，处于绝对领导市场地位。神经系统类产品单唾液酸四己糖神经节苷脂钠注射液市场销售额有所下降，但该品种自从国内上市以来，成为脑损伤患者、帕金森、脑瘫、癫痫、脑梗塞等修复修复神经组织的首选药物之一；免疫调节剂产品注射用胸腺肽预计未来仍能维持一定的市场份额。</p>	<p>公司以生产和销售心脑血管、免疫调节（抗肿瘤）、神经系统用药三大系列产品为主。公司为纤溶酶、纤溶酶注射液、注射用纤溶酶、薄芝糖肽注射液、脱氧核苷酸钠注射液 5 个品种的国家药品标准原研起草单位；纤溶酶注射剂、薄芝糖肽注射液、脱氧核苷酸钠注射液、100mg 注射用胸腺肽为全国首家生产的药品；单唾液酸四己糖神经节苷脂钠注射液(GM-1)及薄芝糖肽注射液为国家重点新产品；纤溶酶、纤溶酶注射液、注射用纤溶酶、大规格注射用胸腺肽被评为北京市自主创新产品；免疫亲和层析规模纯化纤溶酶分离及其药理学性质、药物制剂的开发研究获得北京市科学技术奖。</p>
------	------	------	--	---

资料来源：Wind、公司公开发行说明书、开源证券研究所

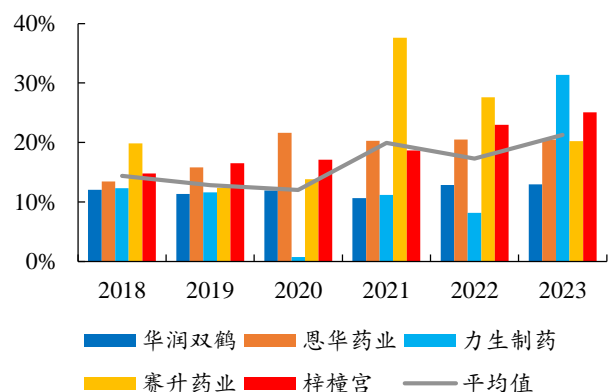
盈利能力上，梓橦宫毛利率与赛升药业的毛利率相对接近，略高于可比公司均值；净利率水平上，梓橦宫自 2018 年以来净利率与可比公司均值较为接近。

图24：梓橦宫毛利率略高于可比公司均值



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：梓橦宫净利率与可比公司均值接近

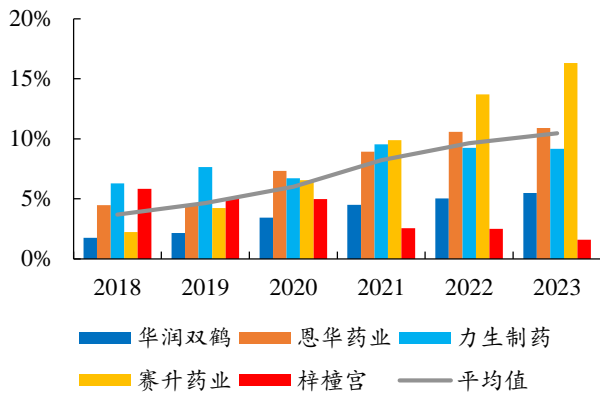


数据来源：Wind、开源证券研究所

梓橦宫 2018-2020 年研发费用率与可比公司均值较接近，2021 年以来研发费用率相对可比公司均值较低，赛升药业一路攀升至可比公司中最高。

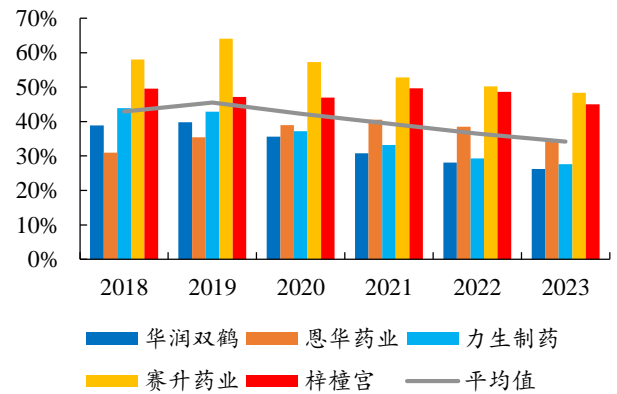
销售费用率水平上，梓橦宫与赛升药业较为接近，略高于可比公司均值。2019-2023 年区间内，可比公司销售费用率有缓步下降趋势，梓橦宫销售费用率相对较为稳定。

图26：近年赛升药业研发费用率逐渐升高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：可比公司销售费用率均值有下降趋势

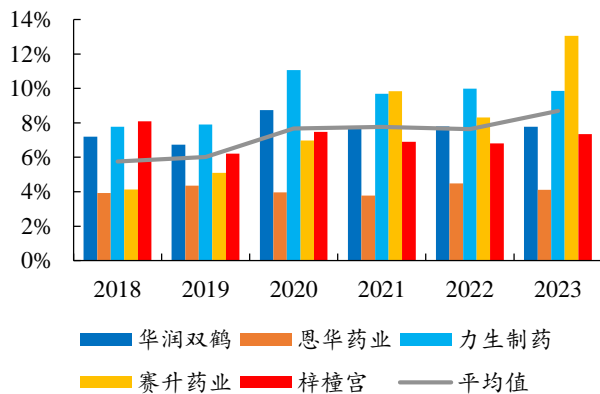


数据来源：Wind、开源证券研究所

2019 年以来，梓橦宫管理费用率略低于可比公司均值，梓橦宫地处西部地区，人员费用和办公费用价格相对较低。

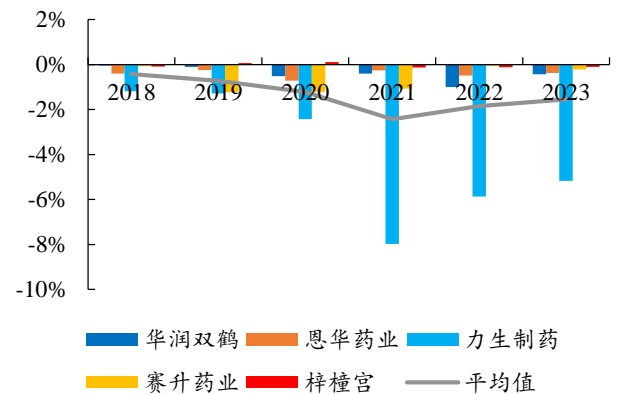
梓橦宫财务费用率自 2018 年以来保持在-0.2%-0%区间内，力生制药财务费用率最低，其他可比公司财务费用基本都维持在-1.5%-0%之间。

图28：2019 年以来梓橦宫管理费用率低于可比公司均值



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：力生制药财务费用率最低



数据来源：Wind、开源证券研究所

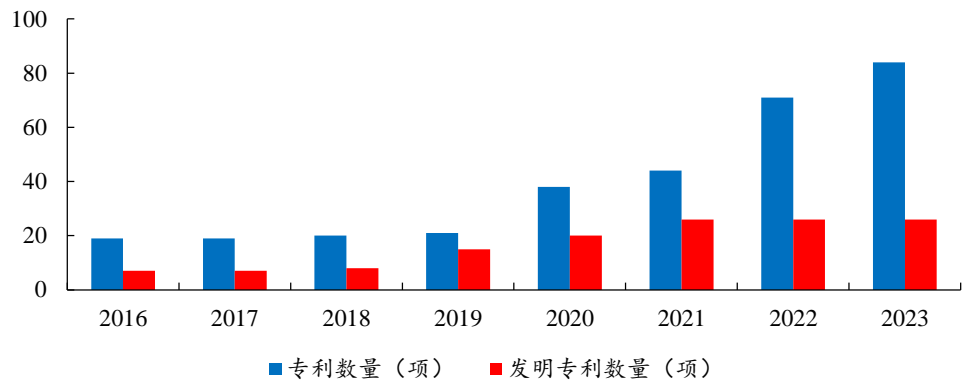
3、亮点：2024Q1 研发费用率提升，开展“十五五”管线布局

3.1、研发创新：专利 84 项，“十三五”、“十四五”研发项目步入收获期

公司“十三五”、“十四五”期间投入的新药研发项目步入收获期，新药品种塞来昔布胶囊、维格列汀片继普瑞巴林口服溶液后也顺利取得药品注册证书；原研抗癌中药项目马甲子胶囊启动药品临床试验。

截止 2023 年 12 月 31 日，公司拥有专利证书 84 项，其中发明专利 26 项，实用新型专利 42 项，外观专利 16 项。

图30：截至 2023 年 12 月 31 日，公司拥有 84 项专利，其中 26 项发明专利



数据来源：公司各年年度报告、开源证券研究所

同时，公司积极寻找新药研发品种，丰富镇痛类产品线。2023 年末，公司新立项 3 个研发项目，为“十五五”的产品管线提前布局。

表13：公司积极寻找新药研发品种，丰富镇痛类产品线

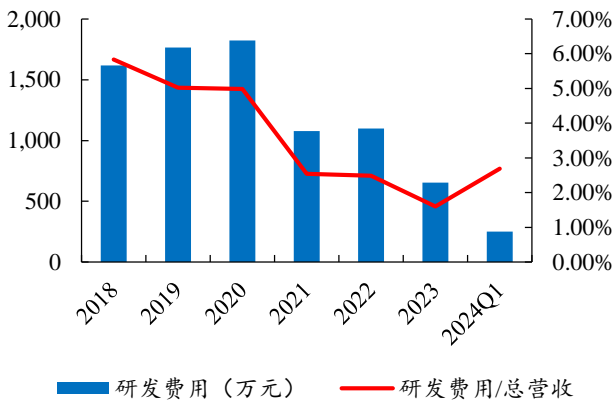
研发项目名称	合作单位	项目目的	所处阶段/项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
塞来昔布胶囊	山东百诺医药股份有限公司	为公司提供新品种	已取得药品注册证书	取得药品注册证书	丰富公司产品线，为公司提供新的利润增长点。
维格列汀片	山东创新药物研发有限公司	为公司提供新品种	已取得药品注册证书	取得药品注册证书	丰富公司产品线，为公司提供新的利润增长点。
磷酸奥司他韦胶囊	山东百诺医药股份有限公司	为公司提供新品种	截止本报告披露之日，已取得药品注册证书	取得药品注册证书	丰富公司产品线，为公司提供新的利润增长点。
苯甲酸利扎曲普坦片 10mg	方达医药技术（苏州）有限公司	增加在售产品剂型	药学研究	取得药品注册证书	丰富公司现有产品剂型
马甲子胶囊	北京亦度正康健康科技有限公司	为公司提供新品种	I 期临床试验前准备	取得药品注册证书	公司首个原研中药品种，有利于提升公司研发实力，打造公司中华老字号品牌。
经典名方开心散	成都普思生物科技有限公司	为公司提供新品种	工艺及质量转移	取得药品注册证书	丰富中药产品线，打造公司中华老字号品牌。
经典名方二冬汤	四川省中医药科学院	为公司提供新品种	物质基准研究	取得药品注册证书	丰富中药产品线，打造公司中华老字号品牌。
胞磷胆碱钠片一致性评价	成都医路康医学技术服务有限公司	通过一致性评价	预 BE 试验的方法学研究	通过一致性评价	提升产品的市场竞争力，通过一致性评价能优先纳入集采范围，

研发项目名称	合作单位	项目目的	所处阶段/项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
YF23001	北京倍美药业有限责任公司	为公司提供新品种	签署研发合同	取得药品临床试验批件	丰富公司产品线，为公司提供新的利润增长点。
YF23002	南京福美瑞信科技有限公司	为公司提供新品种	签署研发合同	取得药品注册证书	丰富公司产品线，为公司提供新的利润增长点。
YF23003	南京易腾药物研究院有限公司	为公司提供新品种	签署研发合同	取得药品注册证书	丰富公司产品线，为公司提供新的利润增长点。

资料来源：公司 2023 年年度报告、开源证券研究所

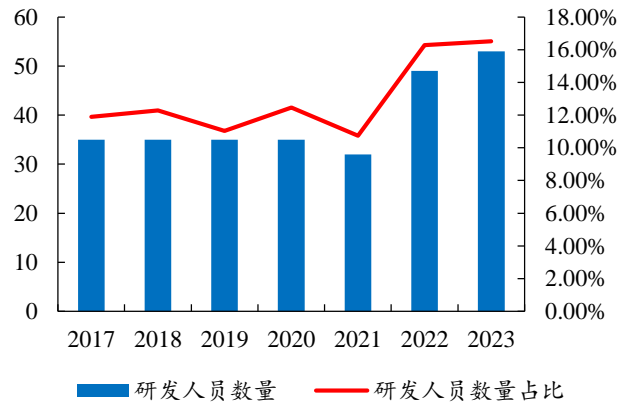
公司研发人员自 2021 年的 32 人扩增至 2023 年的 53 人，人数占比也提升至 16.51%。由于近年公司“十三五”、“十四五”期间投入的新药研发项目步入收获期，2020 年以来公司研发费用率有下降趋势，2023 年研发费用为 653 万元，占总营收比例为 1.60%；随着公司开展新一轮“十五五”管线布局，公司 2024Q1 研发费用 252 万元，同比增长 202.25%，占总营收比例达到 2.69%。

图31：2024Q1 公司研发费用率提升至 2.69%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：2023 年公司研发人员占比提升至 16.51%



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、募投项目：生产智能升级建设项目预计 2025 年底完成

梓橦宫 2021 年北交所上市，募集资金 2.08 亿元，投入生产智能升级建设项目、昆明全新技改扩能建设项目、新药研发项目、营销网络建设项目。

表14：公司上市募资 2.08 亿元投入四大募投项目

项目名称	计划投资额 (万元)	2023 年投入金额 (万元)	已投入募集资金 (万元)	投入进度	项目达到预定可使用状态日期
生产智能升级建设项目	3000	613.01	957.74	31.92%	2025 年 12 月 31 日
昆明全新技改扩能建设项目	2000	24.38	1964.68	98.23%	2021 年 12 月 31 日
新药研发项目	9816.37	962.85	4001.09	40.76%	
营销网络建设项目	6000	509.11	3587.19	59.79%	
合计	20816.37	2109.35	10510.7		

数据来源：公司公告、开源证券研究所（数据截至 2023 年 12 月 31 日）

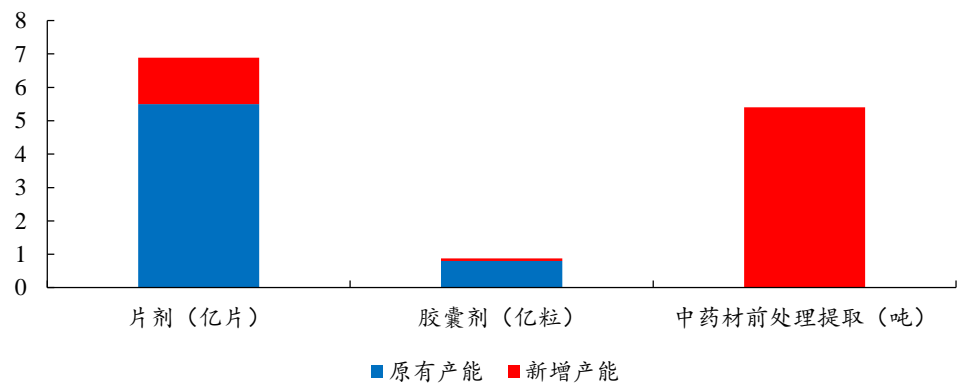
生产智能升级建设项目主要是围绕公司目前药品生产设备、仓库进行智能化进

行改造升级，以增强公司药品生产的智能化能力，保证药品质量的同时，降低人工成本，顺应我国工业化建设带动的智能化需求的提升。本项目的实施将进一步提升公司在药品制造上的核心竞争力，大大提升公司药品生产的制造能力，增强公司的持续盈利能力。项目预计税后内部收益率 27.97%，税后静态投资回收期 6.75 年，经济效益较好。

昆明全新技改扩能建设项目主要是围绕昆明全新目前药品生产设备进行技改扩能，建设制剂车间和人工牛黄车间，同时新增仓库，通过硬胶囊剂、片剂、人工牛黄生产基地技改扩能项目建设，将扩大生产规模，降低生产成本。

项目达产后，昆明全新产能增加至片剂年产 6.89 亿片，胶囊剂年产 0.88 亿粒和中药材前处理提取年产 5.40 吨。新增的产能为片剂 1.39 亿片/年，胶囊剂年产 0.08 亿粒和中药材前处理提取年产 5.40 吨。

图33：昆明全新技改扩能建设项目扩大生产规模降低生产成本



数据来源：公司公开发行说明书、开源证券研究所

截至 2023 年年报数据，昆明梓橦宫摆脱经营性亏损局面，2023 年实现主营业务收入 3,049.06 万元，主营业务利润 1,197.50 万元。

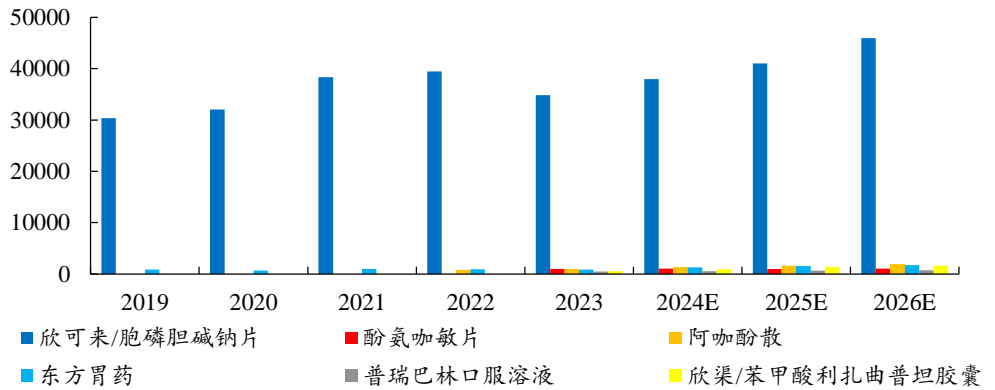
新药研发项目投入治疗胃、结肠癌的中药五类新药去瘤维安的开发，东方胃药胶囊治疗功能性消化不良临床试验研究，清肠通便胶囊 IV 临床试验研究，开心散等经典名方开发，维格列汀原料及片剂，塞来昔布胶囊研究，苯甲酸利扎曲普坦片(10mg)研究，胞磷胆碱钠片药品一致性评价等 8 个项目。

营销网络建设项目计划在全国建立 30 个 OTC 销售平台、中药饮片销售平台及双欣升级扩建和新建省区网点，打造全国营销网络体系。该项目具体包括办公设备等资产投资，办公场所租赁及装修、市场推广费用、人员工资等项目配套资金投入。项目完成后，将为公司打造一个全国营销网络体系，进一步提升公司全国市场服务能力，有效提升公司产品及服务核心竞争力，从而提升公司品牌形象和整体实力。

4、估值对比：可比公司 PE TTM 均值为 17X

梓橦宫为国内获得第一家胞磷胆碱钠片剂生产批件的厂家，有一定市场先发优势；新产品苯甲酸利扎曲普坦胶囊、普瑞巴林口服溶液等未来有望带来更多业绩增量；在研项目开心散、二冬汤等经典名方与马甲子胶囊等有望在较长维度上为公司发展提供助力，丰富产品结构，进一步提升市场地位、增强行业竞争力。

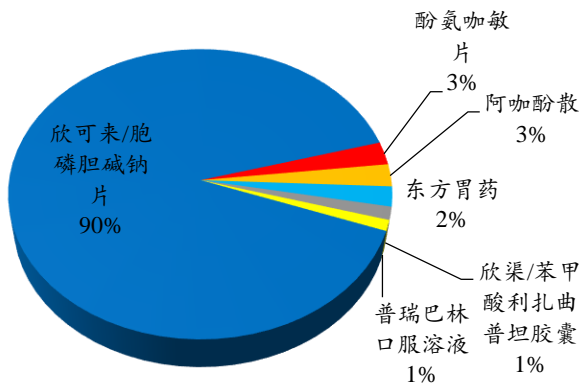
图34：预计公司 2024-2026 年营收规模分别为 4.57、5.02、5.63 亿元（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

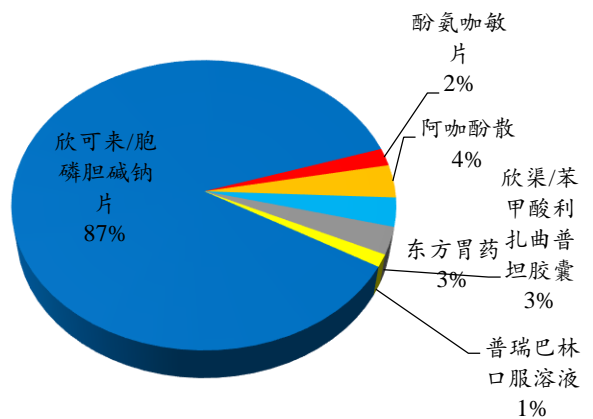
我们认为东方胃药、苯甲酸利扎曲普坦胶囊、普瑞巴林口服溶液等在未来三年内的营收占比或有一定程度提升，同时胞磷胆碱钠片仍然为公司主要优势产品，在胞磷胆碱钠口服剂市场内仍占优势。

图35：2023 年欣可来营收占比 90%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：2026 年公司营收占比可能更加分散



数据来源：Wind、开源证券研究所

总量上，我们预计公司 2024 年-2026 年的归母净利润为 1.12/1.24/1.36 亿元，EPS 为 0.77/0.85/0.93 元/股，对应当前股价的 PE 分别为 8.9/8.0/7.3 倍，考虑公司新药产品价值，首次覆盖给予“增持”评级。

表15：可比公司 PE TTM 均值为 17X

公司名称	股票代码	收盘价	市值 (亿元)	PE TTM	EPS (元/股)			PE		
					2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600062.SH	华润双鹤	21.37	222.17	16.14	1.45	1.64	1.75	14.7	13.1	12.2
002262.SZ	恩华药业	24.12	243.03	22.61	1.17	1.39	1.66	20.6	17.3	14.6
002393.SZ	力生制药	16.50	42.56	11.37	0.97	1.09	1.17	23.9	21.2	19.7
300485.SZ	赛升药业	6.44	31.02	-	-	-	-	-	-	-
	均值	17.11	134.70	16.71	1.20	1.37	1.53	19.7	17.2	15.5
	中值	18.94	132.37	16.14	1.17	1.39	1.66	20.6	17.3	14.6
832566.BJ	梓潼宫	6.80	9.97	9.40	0.77	0.85	0.93	8.9	8.0	7.3

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：收盘价截至 2024 年 6 月 16 日，PE TTM 剔除负值，华润双鹤盈利预测来自 Wind 一致预测，恩华药业、力生制药盈利预测来自开源证券）

5、风险提示

单一产品依赖风险、药材质量控制风险、配送渠道集中度提高的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	557	570	621	674	742
现金	58	70	79	138	141
应收票据及应收账款	142	133	161	160	203
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	5	6	6	7	8
存货	40	38	52	47	66
其他流动资产	312	322	322	322	322
非流动资产	285	309	333	355	378
长期投资	39	62	85	107	129
固定资产	107	106	110	112	116
无形资产	113	117	115	113	109
其他非流动资产	26	23	23	23	23
资产总计	842	878	955	1030	1120
流动负债	72	76	93	87	94
短期借款	0	0	20	0	0
应付票据及应付账款	16	19	13	21	21
其他流动负债	56	58	60	66	73
非流动负债	58	51	51	51	51
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	58	51	51	51	51
负债合计	130	128	144	138	145
少数股东权益	4	4	3	3	2
股本	147	147	147	147	147
资本公积	260	251	251	251	251
留存收益	302	361	434	503	581
归属母公司股东权益	708	747	808	889	973
负债和股东权益	842	878	955	1030	1120

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	108	116	79	156	91
净利润	102	102	112	123	136
折旧摊销	21	23	21	24	26
财务费用	-1	-0	1	0	-1
投资损失	-7	-6	-5	-5	-6
营运资金变动	7	-1	-46	19	-57
其他经营现金流	-14	-2	-4	-5	-6
投资活动现金流	-138	-48	-38	-35	-36
资本支出	17	22	24	23	26
长期投资	-20	-25	-23	-22	-22
其他投资现金流	-101	-1	9	10	12
筹资活动现金流	-37	-56	-53	-43	-51
短期借款	0	0	20	-20	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	73	0	0	0	0
资本公积增加	-73	-8	0	0	0
其他筹资现金流	-37	-48	-72	-23	-51
现金净增加额	-68	12	-11	78	3

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	442	408	457	502	563
营业成本	89	78	89	98	112
营业税金及附加	7	7	8	8	9
营业费用	215	184	203	221	248
管理费用	30	30	31	34	38
研发费用	11	7	10	14	18
财务费用	-1	-0	1	0	-1
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	6	7	6	6	6
公允价值变动收益	1	1	1	1	1
投资净收益	7	6	5	5	6
资产处置收益	13	0	3	4	5
营业利润	118	118	128	142	157
营业外收入	0	0	1	0	1
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	118	118	129	142	157
所得税	16	16	17	19	21
净利润	102	102	112	123	136
少数股东损益	-0	-0	-1	-1	-1
归属母公司净利润	102	102	112	124	136
EBITDA	136	138	147	162	176
EPS(元)	0.70	0.70	0.77	0.85	0.93

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	4.3	-7.7	11.9	10.0	12.1
营业利润(%)	28.0	-0.2	8.7	11.1	10.0
归属于母公司净利润(%)	27.4	0.3	9.7	10.4	9.9
获利能力					
毛利率(%)	80.0	80.9	80.4	80.5	80.1
净利率(%)	23.1	25.1	24.6	24.7	24.2
ROE(%)	14.3	13.6	13.8	13.8	13.9
ROIC(%)	13.1	12.6	12.5	12.8	12.8
偿债能力					
资产负债率(%)	15.5	14.5	15.1	13.4	12.9
净负债比率(%)	-1.4	-3.6	-2.0	-10.6	-10.0
流动比率	7.7	7.4	6.7	7.8	7.9
速动比率	7.1	6.5	5.7	6.8	6.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	3.9	3.6	3.9	3.9	3.8
应付账款周转率	5.8	5.8	6.5	6.3	6.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.70	0.77	0.85	0.93
每股经营现金流(最新摊薄)	0.73	0.79	0.54	1.07	0.62
每股净资产(最新摊薄)	4.83	5.09	5.51	6.07	6.64
估值比率					
P/E	9.8	9.7	8.9	8.0	7.3
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.0	5.0	4.7	3.8	3.5

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R4（中高风险），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	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	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3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