

## 泰恩康 (301263)

证券研究报告

2024年07月04日

## 两性健康药物快速放量，胃肠用药有望迎来拐点

## 报告摘要

广东泰恩康医药股份有限公司，成立于1999年，是一家专注于研发、生产、销售及代理运营医药产品、医疗器械，并提供医药技术服务与转让的综合性医药创新企业，核心产品有和胃整肠丸、“爱廷玖”盐酸达泊西汀片、“沃丽汀”卵磷脂络合碘片等。2022年3月29日，泰恩康在深圳证券交易所创业板首次发行A股，公司成功上市。

## 投资要点

## ● 代理和胃整肠丸转为自有产品，沃丽汀稳健增长

2023年，公司代理产品和胃整肠丸销售收入超过2亿元，并且毛利率提升至2023年79.87%。和胃整肠丸品牌力优秀，公司与李万山药厂签署协议将其转为自有产品，或未来有望快速放量。公司代理产品沃丽汀为眼科用药，产品力优秀，2023年销售收入达1.84亿元，未来销售收入或有望稳健增长。

## ● 自有产品两性健康药物快速放量，抗PE、抗ED适应症协同发力

公司自有产品两性健康药物快速放量，2022年两性健康药物收入为2.29亿元，同比增长48.48%，其中爱廷玖销售超2亿元。2023年两性健康用药销售收入为2.25亿元。公司自主研发的“爱廷威”他达拉非片于2022年6月获批，主要治疗ED，有望与“爱廷玖”盐酸达泊西汀片形成联动，抗ED与抗PE治疗协同发力，提升品牌影响力。

## ● 加码创新，白癜风药物试验进入2期临床阶段

国内白癜风患者约1400万人，治疗药物市场前景广阔。公司2023年7月，公司获准开展CKBA软膏白癜风适应症开展II期临床试验，研究进展迅速。机制上CKBA有别于其他在研药物（主要为Jak抑制剂），具有机制的独特性优势，我们认为该产品若成功上市有望成为公司新的利润增长点。

## 盈利预测与估值

我们预计公司2024-2026年总体收入分别为9.66/11.65/13.77亿元，同比增长分别为27%/21%/18%；归属于上市公司股东的净利润分别为2.34/3.09/3.88亿元，EPS分别为0.55/0.73/0.91元。考虑到公司作为两性健康药物优质企业，公司核心产品不断放量，同时白癜风药物CKBA管线持续取得进展，我们看好公司未来发展，给予2024年PE为30倍，目标价16.50元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**行业政策变动风险、研发风险、代理运营业务的经营风险、进口产品注册证到期再注册风险、测算具有主观性风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	783.48	760.79	965.86	1,164.82	1,376.66
增长率(%)	19.86	(2.90)	26.95	20.60	18.19
EBITDA(百万元)	278.88	303.87	326.53	427.69	530.87
归属母公司净利润(百万元)	174.61	160.20	233.88	309.33	388.10
增长率(%)	45.43	(8.26)	45.99	32.26	25.47
EPS(元/股)	0.41	0.38	0.55	0.73	0.91
市盈率(P/E)	30.48	33.23	22.76	17.21	13.72
市净率(P/B)	2.87	2.97	2.85	2.77	2.66
市销率(P/S)	6.79	7.00	5.51	4.57	3.87
EV/EBITDA	23.58	20.96	15.01	11.62	9.47

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资评级

行业	医药生物/化学制药
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	12.51元
目标价格	16.50元

## 基本数据

A股总股本(百万股)	425.50
流通A股股本(百万股)	267.69
A股总市值(百万元)	5,322.97
流通A股市值(百万元)	3,348.83
每股净资产(元)	4.31
资产负债率(%)	18.26
一年内最高/最低(元)	22.80/11.65

## 作者

杨松	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521020001	
yangsong@tfzq.com	
张中华	联系人
zhangzhonghua@tfzq.com	

## 股价走势



资料来源：聚源数据

## 相关报告

## 内容目录

1. 泰恩康：代理为基，自研两性健康药物销售表现优异	4
1.1. 布局医药行业多领域，股权结构稳定	4
1.2. 公司营收总体呈稳健增长趋势，自主代理双轮启动	4
1.3. 公司产品覆盖领域广，在研管线较为丰富	6
2. 长期代理和胃整肠丸，胃肠疾病市场大有可为	7
2.1. 胃肠疾病市场空间广阔，大有可为	7
2.2. 和胃整肠丸转为自有产品，打开成长空间	8
3. 代理经典药物沃丽汀，销售增长稳健	10
3.1. 眼科用药市场接近 170 亿，眼底病变治疗药物市场近 40 亿	10
3.2. 沃丽汀产品力优秀，销售有望稳健增长	11
4. 两性健康药物销售表现亮眼，市场前景广阔	12
4.1. 两性健康赛道长坡厚雪，抗 ED 和 PE 市场规模合计已超过 70 亿元	12
4.2. 爱廷玖：达泊西汀国内首仿，有望复刻白云山金戈	14
4.3. 爱廷威：他达拉非片，抗 ED 与抗 PE 协同发力	15
5. 加码创新，白癜风药物试验已进入 2 期临床	15
5.1. 白癜风国内患者约 1400 万，治疗药物市场潜力大	15
5.2. 公司研究进展迅速，CKBA 进入 2 期临床	16
6. 盈利预测与估值	17
6.1. 收入拆分与盈利预测	17
6.2. 估值与投资评级	18
7. 风险因素	19

## 图表目录

图 1：泰恩康发展历程	4
图 2：泰恩康股权结构（股权结构截至 20240331，子公司情况截至 20231231）	4
图 3：2018-2024Q1 公司营业收入（亿元）及同比（%）	5
图 4：2018-2024Q1 公司归母净利润（亿元）及同比（%）	5
图 5：2018-2023 年公司营收结构（按产品和板块划分）	5
图 6：2018-2023 年公司主营业务产品毛利率（%）	5
图 7：2018-2024Q1 公司销售毛利率与费用率情况（%）	6
图 8：2018-2024Q1 公司研发投入情况（亿元，%）	6
图 9：2019-2023 年年技术人员（人）数量变动情况	6
图 10：2017-2020 年中国胃肠道疾病用药零售终端市场规模（百万元，%）	8
图 11：2018-2023 年公司肠胃用药销售情况（百万元，%）	10
图 12：2018-2023 年公司肠胃用药毛利率（%）	10
图 13：中国三大终端 6 大市场眼科用药销售情况（亿元）	11

图 14: 三大终端 6 大市场眼部血管病变治疗药销售情况 (亿元)	11
图 15: 2018-2023 年公司眼科用药销售情况 (百万元, %)	12
图 16: 2018-2023 年公司眼科用药毛利率 (%)	12
图 17: 中国三大终端六大市场四大主流抗 ED 药销售情况 (亿元, %)	13
图 18: 2022 年三大终端六大市场抗 ED 类药主流产品销售占比	13
图 19: 盐酸达泊西汀片在零售药店终端的销售情况 (亿元, %)	13
图 20: 2020-2023 年两性健康用药销售情况 (百万元, %)	14
图 21: 2020-2023 年两性健康用药毛利率 (%)	14
图 22: 2015-2023 年白云山枸橼酸西地那非片销售情况 (亿元, %)	15
图 23: 爱廷玖产品图示	15
图 24: 爱廷威产品图示	15
图 25: CKBA 分子结构	17
表 1: 公司部分已上市销售的产品	6
表 2: 公司部分在研产品管线 (项目进展截至 20231231)	7
表 3: 和胃整肠丸、正露丸、肚痛健胃整肠丸情况比较	8
表 4: 2023 年上半年中国城市实体药店终端中成药胃药 (胃炎、溃疡) TOP20 品牌	9
表 5: 沃丽汀、适丽顺情况比较	11
表 6: 部分厂商盐酸达泊西汀片情况比较	14
表 7: 国内白癜风新药部分在研情况 (截至 2023 年 6 月)	16
表 8: 全球白癜风新药部分在研情况 (截至 2023 年 6 月)	16
表 9: 公司收入等拆分预测	18
表 10: 可比公司估值	19

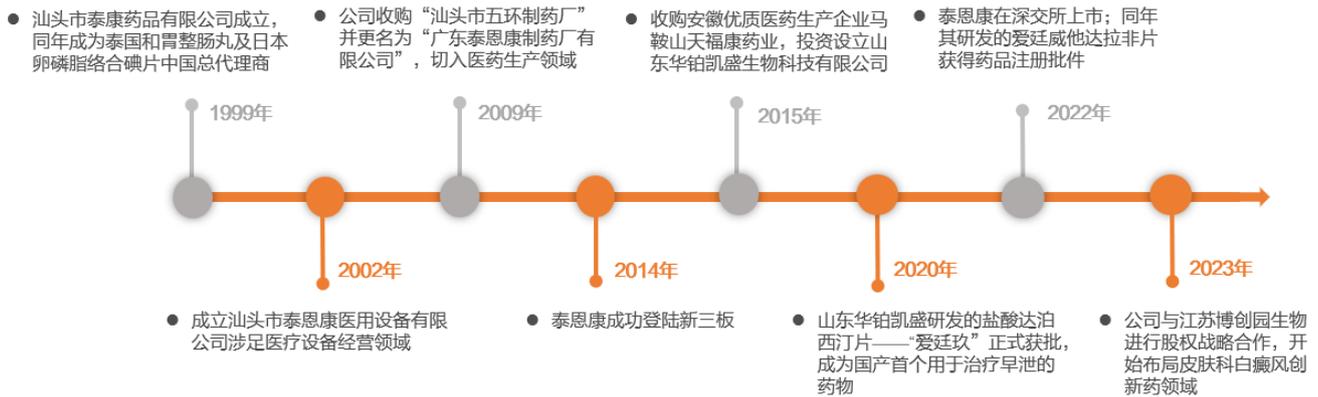
# 1. 泰恩康：代理为基，自研两性健康药物销售表现优异

## 1.1. 布局医药行业多领域，股权结构稳定

### 公司成立较早，产品覆盖医药多领域

广东泰恩康医药股份有限公司，成立于 1999 年，是一家专注于研发、生产、销售及代理运营医药产品、医疗器械、并提供医药技术服务与转让的综合性医药创新企业，核心产品有和胃整肠丸、“爱廷玖”盐酸达泊西汀片、“沃丽汀”卵磷脂络合碘片等。2022 年 3 月 29 日，泰恩康在深圳证券交易所创业板首次发行 A 股。

图 1：泰恩康发展历程



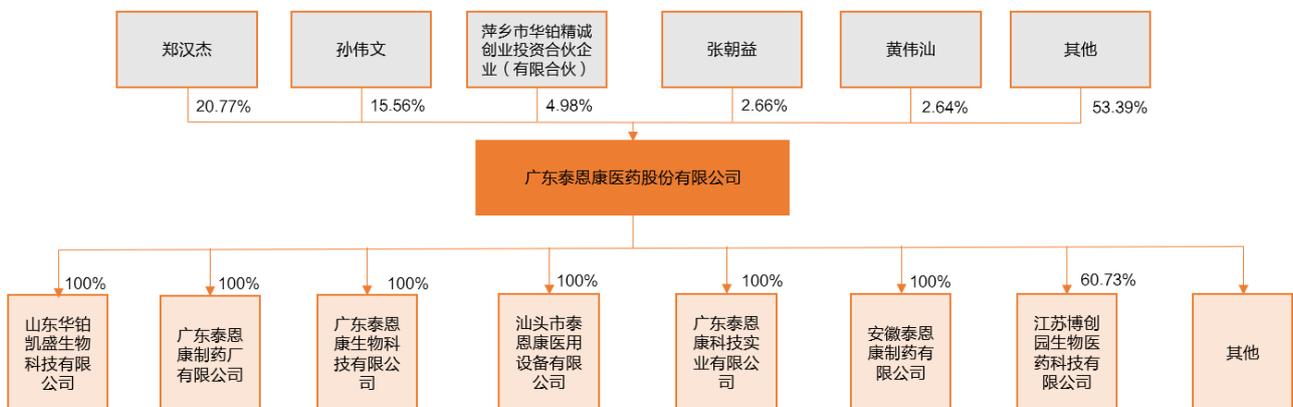
资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 公司股权结构较为稳定

截止 2024 年 3 月 31 日，郑汉杰直接持有公司 20.77% 股权，孙伟文直接持有公司 15.56% 股权。郑汉杰与孙伟文为夫妻关系，同为公司实际控制人。前十大股东中，萍乡市华铂精诚企业管理中心持有 4.98% 股权，黄伟汕和张朝益系表兄弟关系，其中张朝益直接持有公司 2.66% 股权，黄伟汕直接持有公司 2.64% 股权。

截至 2023 年底，公司共拥有 13 家子公司，其中包括 8 家全资子公司、2 家控股子公司、2 家间接控股子公司、1 家间接全资子公司，如山东华铂凯盛生物、广东泰恩康制药厂、汕头泰恩康医用器材厂、安徽泰恩康制药、江苏博创园生物等。

图 2：泰恩康股权结构（股权结构截至 20240331，子公司情况截至 20231231）



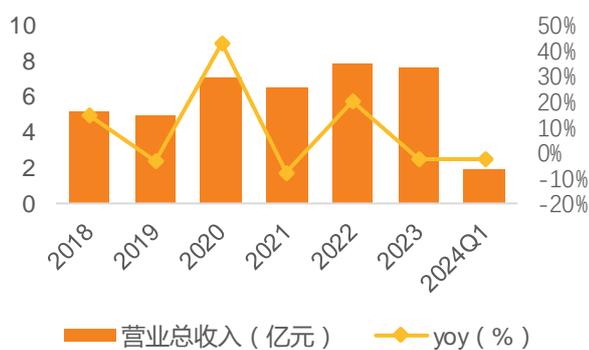
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 1.2. 公司营收总体呈稳健增长趋势，自主代理双轮启动

### 公司收入、利润总体呈稳健增长趋势，2023 年业绩略有承压

2018 年公司实现营业收入 5.14 亿元，同比增长 14.25%；归属于上市公司股东的净利润 0.74 亿元，同比增长 35.02%。至 2022 年公司实现营业收入 7.83 亿元，同比增长 19.86%，2022 年两性健康用药收入突破 2 亿元；归属于上市公司股东的净利润 1.75 亿元，同比增长 45.43%。2023 年全年，公司实现营收 7.61 亿元，同比减少 2.90%；归母净利润达 1.60 亿元，同比减少 8.26%。2024Q1，公司营收 1.89 亿元，同比减少 2.41%；归母净利润 0.45 亿元，同比减少 12.54%，短期略有承压。

图 3：2018-2024Q1 公司营业收入（亿元）及同比（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2018-2024Q1 公司归母净利润（亿元）及同比（%）



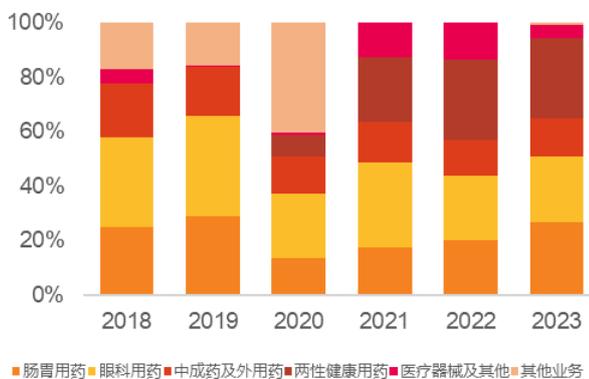
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 自主与代理产品双轮驱动，核心产品毛利较高

收入结构方面，公司呈现自主产品与代理产品双轮驱动的趋势，代理肠胃与眼科用药和自主的两性健康用药是公司主要收入和利润来源，自主的两性健康用药产品收入占比持续增加。2018 年，代理品种占收入主导地位，肠胃用药占比为 25.02%、眼科用药收入占比为 32.87%；中成药及外用用药占收入比重为 19.76%。至 2023 年，代理品种中肠胃用药收入占比增加至 26.83%、眼科用药占比降低至 24.23%；自主产品两性健康用药收入占比达 29.54%，成为公司第一大收入板块，公司整体收入结构进一步得到优化。

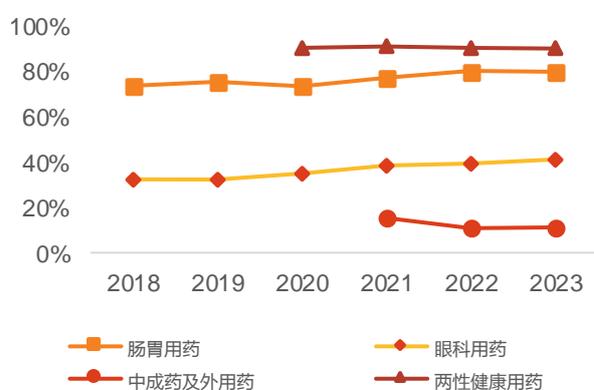
毛利率方面，公司代理产品毛利率总体呈提升趋势，2018 年肠胃用药毛利率为 73.69%、眼科用药毛利率为 32.29%，至 2023 年肠胃用药毛利率提升至 79.87%、眼科用药毛利率增加至 41.04%。自主产品两性健康用药为公司毛利率最高的细分板块，2020 年毛利率为 90.39%，至 2023 年毛利率为 89.86%，毛利率总体维持稳定。

图 5：2018-2023 年公司营收结构（按产品和板块划分）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2018-2023 年公司主营业务产品毛利率（%）



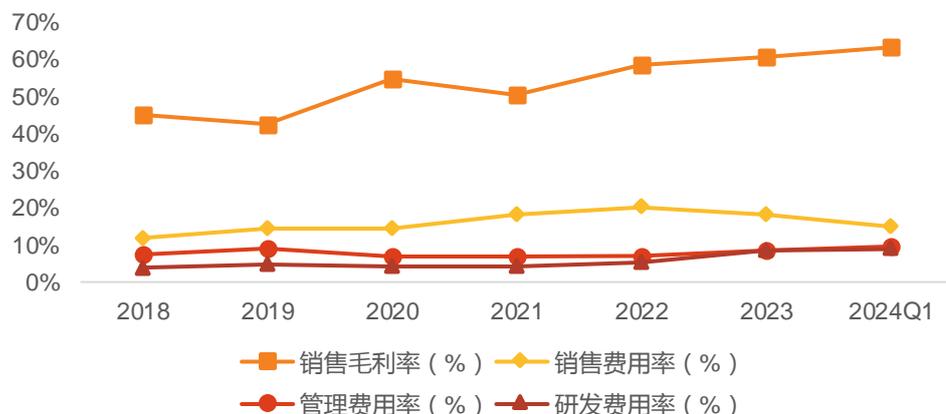
资料来源：Wind，天风证券研究所

### 公司销售费用率有所提升，研发投入持续增加

近年来公司销售毛利率总体呈提升趋势，研发投入持续增加。2018-2023 年，公司销售费用率从 11.86% 增加至 18.03%，2024Q1 销售费用率为 15.08%；同期，公司管理费用率从 7.56%

提升至 8.72%，2024Q1 公司管理费用率为 9.57%。同时，公司重视研发投入，2018-2023 年研发费用率从 3.87%提升至 8.27%，2024Q1 研发费用率达 8.86%。

图 7：2018-2024Q1 公司销售毛利率与费用率情况 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 重视技术平台作用，技术团队不断扩大

公司重视技术平台的作用，已建立三大医药研发技术平台：功能性辅料和纳米给药关键技术平台、生物大分子药物关键技术平台及仿制药开发及一致性评价技术平台。针对药品的研发，公司采用金字塔形的研发策略，塔基为仿制药，塔身为改良型新药和生物制药，塔尖为创新药。公司以创新药研究为制高点，以改良型化学药制剂和生物药为研发重点，以仿制药研发为基础的研发策略。

2018-2023 年，公司研发费用投入从 0.2 亿元增长至 0.63 亿元，2023 年研发费用同比增 55.69%，主要是由于公司加大研发投入。2024Q1 公司研发费用为 0.17 亿元，对研发投入力度不断加大。

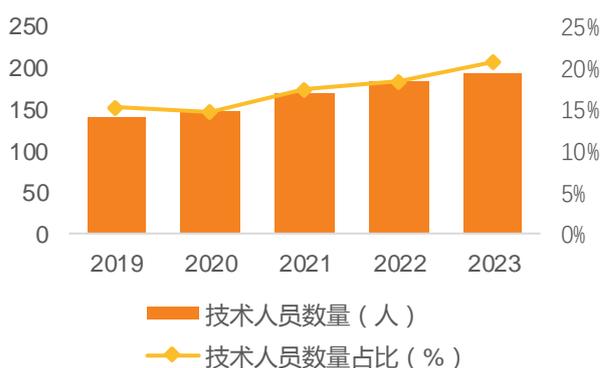
同时，公司技术团队不断壮大，技术人员总人数由 2019 年末的 139 人增加至 2023 年末的 192 人，占员工总人数比重从 15.3%提升至 20.6%。

图 8：2018-2024Q1 公司研发投入情况 (亿元，%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2019-2023 年年技术人员 (人) 数量变动情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 1.3. 公司产品覆盖领域广，在研管线较为丰富

公司目前已实现上市销售的产品较为丰富，包括授权经营的药品如和胃整肠丸、沃丽汀等，授权经营的外科吻合器等医疗器械，自产产品如盐酸达泊西汀片、他达拉非片、奥硝唑注射液、六味地黄丸、一次性使用医用口罩等多种药品和医疗器械。其中，和胃整肠丸、沃丽汀、盐酸达泊西汀片等产品为公司收入的主要贡献来源。

表 1：公司部分已上市销售的产品

类别	产品名称	主要用途/主治功效	处方药/非处方药
----	------	-----------	----------

授权经营药品	和胃整肠丸	温中和胃，理气止痛。适用于邪滞中焦所致的恶心、呕吐、纳差、胃痛、腹痛、胃胀、腹胀、泄泻。	非处方药
授权经营药品	沃丽汀	适用于中心性浆液性脉络膜视网膜病变，中心性渗出性脉络膜视网膜病变，玻璃体出血，玻璃体混浊，视网膜中央静脉阻塞等。	处方药
授权经营医疗器械	缝线、外科吻合器、血管夹及施夹器等		
自产产品	盐酸达泊西汀片	用于治疗 18 至 64 岁男性早泄（PE）患者	处方药
自产产品	他达拉非片	用于治疗男性勃起功能障碍（ED）	处方药
自产产品	奥硝唑注射液	用于治疗肠道和肝脏严重的阿米巴病、厌氧菌引起的手术后感染、预防外科手术导致的敏感厌氧菌感染	处方药
自产产品	六味地黄丸	滋阴补肾。用于肾阴亏损，头晕耳鸣，腰膝酸软，骨蒸潮热，盗汗遗精。	非处方药
自产产品	一次性使用医用口罩	适用于佩戴者在不存在体液和喷溅风险的普通医疗环境下的卫生护理。	

资料来源：公司半年报，天风证券研究所

### 创新研发实力领先，多款药物处于研发阶段

公司在研管线丰富，包括创新药研发项目如 CKBA，改良型新药研发项目如 HK038（注射用顺铂聚合物胶束）、HK050（注射用紫杉醇聚合物胶束），以及雷珠单抗注射液、罗普司亭及冻干制剂在内的多个生物类似药研发项目，管线研发布局横跨白癜风、肿瘤、黄斑变性等多个领域。我们认为公司研发项目储备丰富、研发能力强，并形成了良好的梯队，部分核心研发药品市场空间大，药品推向市场后或有望提升公司自产业务的盈利规模和盈利能力。

表 2：公司部分在研产品管线（项目进展截至 20231231）

类别	主要研发项目名称	项目目的	项目进展
创新药研发项目	CKBA	适用于银屑病、白癜风的治疗	临床 2 期
改良型新药研发项目	HK038（注射用顺铂聚合物胶束）	适用于非精原细胞性生殖细胞瘤、晚期难治性卵巢癌、晚期难治性膀胱癌、难治性头颈嫌状细胞瘤的姑息治疗	临床申报前研究阶段
改良型新药研发项目	HK050（注射用紫杉醇聚合物胶束）	用于卵巢癌、乳腺癌及非小细胞肺癌等	临床申报前研究阶段
生物类似药研发项目	HKS01（雷珠单抗注射液）	用于治疗湿性（新生血管性）年龄相关性黄斑变性（AMD）	待申报临床
生物类似药研发项目	HKS02（罗普司亭及冻干制剂）	治疗脾切除和脾未切除慢性免疫性血小板减少性紫癜（ITP）成人患者的血小板生成药	临床申报前研究阶段

资料来源：公司年报，wind，天风证券研究所

## 2. 长期代理和胃整肠丸，胃肠疾病市场大有可为

### 2.1. 胃肠疾病市场空间广阔，大有可为

肠胃药零售终端市场超 250 亿元，市场规模稳步增长

肠胃病在我国属于常见病、多发病，随着现代生活节奏不断加快，人们常常忽略了日常饮

食的规律性与合理性，因此导致国内肠胃道疾患人群逐年增多。肠胃病广大的消费人群以及常见性、多发性的特点，使得肠胃用药多年来一直是我国医药销售中的重要大类。随着经济的快速发展、老龄人口的持续增长，生活节奏的加快、饮食不规律所带来的胃痛、消化不良等症状的人群越来越多，有肠胃调理需求的人群也逐渐扩大，肠胃用药市场空间广阔。据中康资讯胃肠道疾病用药零售终端市场概览数据的统计，2020年我国胃肠药零售终端市场约为269.40亿元，2017年至2020年的年复合增长率为7.40%，呈现稳步增长趋势。

图 10：2017-2020 年中国胃肠道疾病用药零售终端市场规模（百万元，%）



资料来源：公司招股书，中康资讯，天风证券研究所

### 止泻通便同类药物竞争格局较好，和胃整肠丸居竞争优势

肠胃用药可分为抗溃疡与抗酸类、助消化类、止泻及通便类及肠胃动力类等类型，和胃整肠丸属于止泻通便类药物。而在止泻通便类药物中，大幸药品株式会社（日本）生产的喇叭牌正露丸和香港李万山药厂有限公司生产的肚痛健胃整肠丸与和胃整肠丸的功效具有相似性，为和胃整肠丸的主要竞品。

喇叭牌正露丸在中国的代理商为香港上市公司金活医药集团（01110.HK），据其披露的年报显示，2018年至2020年，其代理的喇叭牌正露丸实现的销售收入分别为：6,625.60万元、9,380.00万元和5,322.90万元。肚痛健胃整肠丸的生产厂商为香港李万山药厂有限公司，其产地在香港，鉴于香港地区药品生产质量管理规范等药品监管政策的变化，香港李万山药厂有限公司无法正常组织生产、供货并已持续较长一段时间，因此目前市场上仅存有少量的肚痛健胃整肠丸在销售。因此我们认为，当前国内止泻通便类药物市场中，和胃整肠丸的竞争格局较好，仅有喇叭牌正露丸为其最主要竞品。

表 3：和胃整肠丸、正露丸、肚痛健胃整肠丸情况比较

产品名称	生产厂家	功能	是否进入医保目录	是否进入集采名单
和胃整肠丸	李万山药厂（钓鱼商标） 两合公司	温中和胃，理气止痛。适用于邪滞中焦所致的恶心、呕吐、纳差、胃痛、腹痛、胃胀、腹胀、泄泻。	否	否
喇叭牌正露丸	大幸药品株式会社（日本）	化滞止泻，用于饮食不节或水土不服引起的成人及小儿腹泻，属于湿热、食滞证者。症见：食欲不振，恶心呕吐，腹胀腹泻，消化不良。	否	否
肚痛健胃整肠丸	香港李万山药厂有限公司	用于消化不良、水土不服和食物不洁所致肠胃不适、腹胀肚痛、泄泻。	否	否

资料来源：公司招股书，天风证券研究所

## 2.2. 和胃整肠丸转为自有产品，打开成长空间

### 作为非医保 OTC 用药，和胃整肠丸品牌力优秀

根据湖南药事服务网，和胃整肠丸为甲类非处方药、非医保目录品种的中成药，其主要成分包括颠茄提取物、肉桂、丁香、甘草、目水杨酸本酯、薄荷脑等，主要用于温中和胃、理气止痛，适用于邪滞中焦所致的恶心、呕吐、纳差、胃痛、腹痛、胃胀、腹胀、泄泻等。

公司自 1999 年开始代理销售泰国李万山药厂（钓鱼商标）两合公司的和胃整肠丸，经过近 20 年的专业市场推广，构建了和胃整肠丸在国内完善的销售网络，和胃整肠丸的产品知名度得到大幅提升，已成为我国肠胃用药领域的知名产品。根据米内网数据，2023 年上半年中国城市实体药店终端中成药胃药（胃炎、溃疡）TOP20 品牌中和胃整肠丸排名第三，仅次于华润三九的三九胃泰颗粒与四川好医生的康复新液，产品品牌力优秀。

表 4：2023 年上半年中国城市实体药店终端中成药胃药（胃炎、溃疡）TOP20 品牌

TOP	产品名称	企业简称	增长率
1	三九胃泰颗粒	华润三九医药	-2.76%
2	康复新液	四川好医生攀西药业	-18.48%
3	和胃整肠丸	李万山药厂	104.64%
4	胃康灵胶囊	黑龙江葵花药业	3.81%
5	养胃舒颗粒	合肥华润神鹿药业	35.53%
6	舒腹贴膏	河南羚锐制药	70.76%
7	复方鲜石斛颗粒	广西维威制药	7.65%
8	胃苏颗粒	扬子江江苏制药	-9.21%
9	萆铃胃痛颗粒	扬子江江苏制药	-5.17%
10	摩罗丹（浓缩丸）	邯郸制药	-18.69%
11	香砂养胃丸	仲景宛西制药	13.61%
12	温胃舒颗粒	合肥华润神鹿药业	11.57%
13	摩罗丹	邯郸制药	-10.69%
14	舒肝和胃丸	荣昌制药（淄博）	18.10%
15	气滞胃痛颗粒	辽宁华润本溪三药	-1.64%
16	胃乐新颗粒	长春白求恩制药	41.65%
17	快胃片	上海医药青岛国风药业	179.34%
18	香砂六君丸	仲景宛西制药	29.94%
19	康复新液	湖南科伦制药	-9.22%
20	双金胃肠胶囊	陕西摩美得气血和制药	60.84%

资料来源：米内网微信公众号（作者未晞），天风证券研究所

### 和胃整肠丸年销售突破 2 亿元，毛利率呈提升趋势

2018-2023 年，公司和胃整肠丸销售额呈提升趋势，除 2020 年外同比销售额均增长。2018 年和胃整肠丸销售额 1.29 亿元，同比增长 23.51%；2020 年，受疫情影响，公司代理运营产品销售收入整体有所下降，其中，和胃整肠丸的销售受到影响较大。2020 年和胃整肠丸销售收入 0.95 亿元，同比减少 33.58%。2022 年，和胃整肠丸销售额达 1.58 亿元，同比增长 36.47%。至 2023 年，和胃整肠丸销售额已达 2.04 亿元，同比增长 29.20%，年销售额创近 5 年新高。

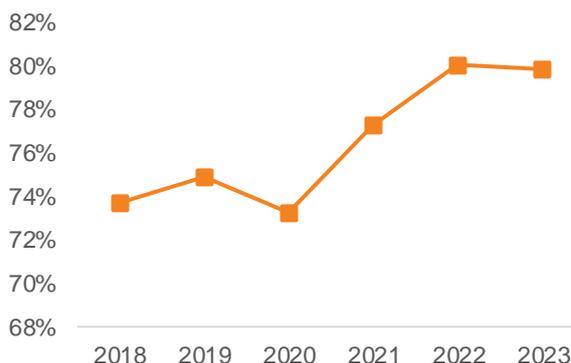
毛利率方面，和胃整肠丸毛利率亦总体呈提升趋势，2018 年毛利率 73.69%，至 2022 年毛利率已提升至 80.04%，2023 年毛利率为 79.87%，相比 2022 年基本维持稳定。

图 11：2018-2023 年公司肠胃用药销售情况（百万元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：2018-2023 年公司肠胃用药毛利率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 转为自有产品，和胃整肠丸有望快速放量

2023 年 7 月，公司公布与泰国李万山药厂签署《技术转让合作备忘录》的公告，拟收购泰国李万山拥有的“和胃整肠丸”全套生产技术，交易完成后，“和胃整肠丸”将成为公司自有 OTC 药品。公司将加快推进“和胃整肠丸”国内药品注册相关工作及在安徽泰恩康的生产落地，随着国内药品注册证及生产的落地，“和胃整肠丸”的产能将得到大幅提升，同时依托公司在 OTC 渠道的品牌推广优势进行全国性推广，争取将其打造为国内肠胃用药领域的知名头部产品。

我们认为此交易完成后，将进一步扩大公司在品牌中成药领域的生产销售优势，随着“和胃整肠丸”的产能提升及全国性推广，公司的业务规模和盈利能力有望得到提升，进而增强公司的持续发展能力和市场竞争力。同时，我们预计随着“和胃整肠丸”在安徽泰恩康的生产落地，和胃整肠丸的毛利率还存在向上提升的空间。

并且，通过本次交易，公司将作为泰国李万山钓鱼牌“肚痛健胃整肠丸”产品在全球区域（除中国大陆地区外）的总代理。东南亚地区拥有 6.8 亿人口，是全球增长最快的市场之一，钓鱼牌“肚痛健胃整肠丸”在东南亚市场已有 60 多年的临床应用，拥有一定的知名度，具备良好的销售基础。公司有望发挥在 OTC 品牌推广方面的丰富经验及专业优势，依托“肚痛健胃整肠丸”建立东南亚市场的本地化销售团队和销售网络，开拓东南亚市场。

我们认为，此次公司与泰国李万山进行战略合作，有望借助泰国李万山在东南亚市场的本地化经验及资源，发挥公司在医药研发及生产方面的优势，将公司的重点药品品种如“爱廷玫”盐酸达泊西汀片、“爱廷威”他达拉非片、CKBA 软膏等在东南亚市场进行研发生产落地，并依托通过“肚痛健胃整肠丸”建立的东南亚市场本地化销售团队和销售网络进行商业化推广，为公司进一步带来销售增量，促进长期稳健发展。

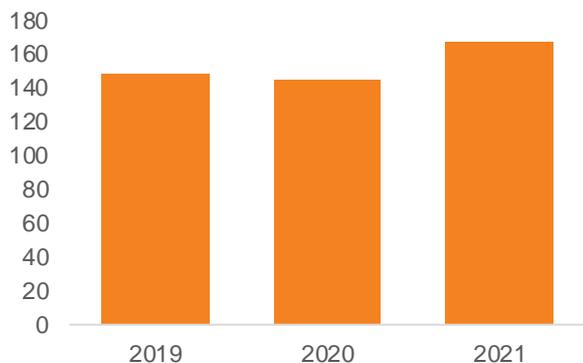
## 3. 代理经典药物沃丽汀，销售增长稳健

### 3.1. 眼科用药市场接近 170 亿，眼底病变治疗药物市场近 40 亿

眼科用药主要包括抗感染、抗炎抗过敏、白内障、青光眼、视疲劳干眼症和眼底病变六大用药。其中，眼底病变是指包括视网膜、眼底血管、视神经乳头、视神经纤维、视网膜上的黄斑部、玻璃体以及视网膜后的脉络膜等这些眼底部位的各种病变，如炎症、肿瘤、各类血管病变及许多系统性疾病引起的眼部病变等。眼底病变的病种繁多，对视力危害极大，严重可致盲，治疗难度较大。诱发眼底病变的原因众多，既有先天因素也有后天因素，有眼睛本身的问题，也可能是其他疾病引发的并发症，如动脉硬化、高血压、糖尿病、肾炎、贫血、流感、结核、高度近视、颅内上位性病变等都容易引起眼底病。近年来由于工作学习压力加大、生活不规律及不良生活习惯所致的用眼过度情形加重以及高血压、糖尿病、心脑血管疾患的发病率的不断增加，眼底病发病率有所提高，眼底病的基本医疗服务需求迅速增加。

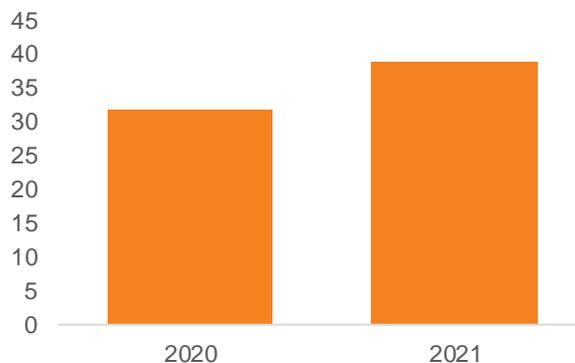
近年来眼科用药市场规模逐渐上涨，根据米内网数据显示，2021年中国三大终端6大市场（主要指城市公立医院和县级公立医院、城市社区中心和乡镇卫生院、城市实体药店和网上药店）眼科用药市场规模接近170亿元，同比增长15.84%；其中眼部血管病变治疗药这个亚类的市场份额也上涨至超过20%，2021年销售规模接近40亿元。眼科用药整体市场空间较为广阔。

图 13：中国三大终端 6 大市场眼科用药销售情况（亿元）



资料来源：米内网微信公众号（作者桂枝），天风证券研究所

图 14：三大终端 6 大市场眼部血管病变治疗药销售情况（亿元）



资料来源：米内网微信公众号（作者伍玥），天风证券研究所

### 3.2. 沃丽汀产品力优秀，销售有望稳健增长

沃丽汀是公司代理运营的一种卵磷脂络合碘制剂，为日本第一药品产业株式会社生产的原研药。沃丽汀于1958年在日本市场上市销售，并于1998年进入国内市场，主要适用于中心性浆液性脉络膜视网膜病变，中心性渗出性脉络膜视网膜病变，玻璃体出血，玻璃体混浊，视网膜中央静脉阻塞等。

#### 沃丽汀产品力优秀，竞争力较强

我国市场销售的卵磷脂络合碘制剂仅沃丽汀与适丽顺两种，其中沃丽汀为日本第一药品产业株式会社原研生产的片剂，适丽顺是由西安汉丰药业有限责任公司生产的胶囊剂。沃丽汀作为原研药，治疗眼底疾病疗效显著，安全性好，竞争力较强。沃丽汀与适丽顺的主要成分均为卵磷脂络合碘，但由于剂型不同（沃丽汀为片剂，适丽顺为胶囊剂），两者的生产工艺有所差别。就药效作用而言，两种产品基本一致。

珠海亿胜医药有限公司为适丽顺产品的全国总代理。亿胜生物科技2018年代理的全部眼科产品（包括适利达滴眼液、适利加滴眼液和适丽顺）销售收入约为人民币0.91亿元，同年公司代理的沃丽汀销售收入金额为1.69亿元，沃丽汀销售收入规模远大于适丽顺的销售收入规模。我们认为主要是因为沃丽汀作为上市时间较早的卵磷脂络合碘制剂，其产品质量和品牌已深受目标群体的认可，加之公司代理该产品以来不断丰富和完善产品的销售渠道，最终形成了该产品相较于竞品的领先优势，未来该优势有望得以持续。

表 5：沃丽汀、适丽顺情况比较

产品名称	生产厂家	功能	是否进入医保目录	是否进入集采名单
沃丽汀	日本第一药品产业株式会社	治疗中心性浆液性脉络膜视网膜病变、中心性渗出性脉络膜视网膜病变、玻璃体出血、玻璃体混浊、视网膜中央静脉阻塞等。	否	否
适丽顺	西安汉丰药业有限责任公司	用于中心性浆液性脉络膜视网膜病变，中心性渗出性脉络膜视网膜病变，玻璃体出血，玻璃体混浊，视网膜中央静脉阻塞等。	否	否

资料来源：公司招股书，康爱多官网，天风证券研究所

### 沃丽汀年近年销售峰值超 2 亿元，毛利率持续提升

2018-2023 年，公司沃丽汀销售额总体呈稳步提升趋势。2018 年沃丽汀销售额 1.69 亿元，同比增长 3.23%；2020 年，受疫情影响，公司代理运营产品销售收入整体有所下降。2020 年沃丽汀销售收入 1.70 亿元，同比减少 7.53%。2021 年，沃丽汀销售收入恢复至 2.03 亿元，同比增长 19.46%，为近 5 年销售新高。2023 年沃丽汀销售收入为 1.84 亿元，同比减少 0.59%。

毛利率方面，沃丽汀毛利率呈持续提升趋势，2018 年毛利率 32.29%，至 2022 年毛利率已提升至 39.10%，2023 年毛利率为 41.04%，毛利率达近 5 年新高。

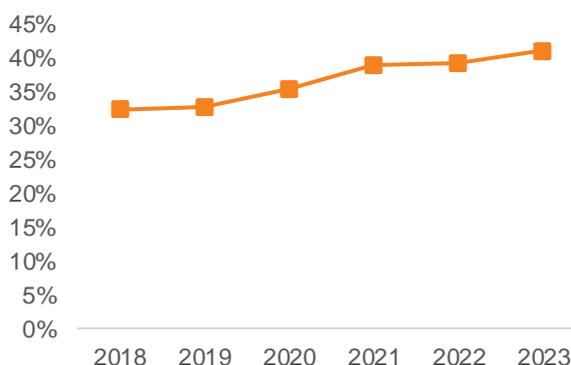
根据公司签署的《沃丽汀中国总代理协议书》，代理协议有效期至 2026 年 12 月 31 日，距今仍有近 3 年的代理期限。我们认为公司已与沃丽汀原研厂商合作多年，双方相互依存、合作共赢，双方未来协议期内仍有望维持当前良好合作局面。

图 15：2018-2023 年公司眼科用药销售情况（百万元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：2018-2023 年公司眼科用药毛利率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 4. 两性健康药物销售表现亮眼，市场前景广阔

### 4.1. 两性健康赛道长坡厚雪，抗 ED 和 PE 市场规模合计已超过 70 亿元

勃起功能障碍（ED）和早泄（PE）是常见的男科疾病，两者经常共存，相互影响。

#### 抗 ED 市场规模快速增长，PDE5i 药物占主导地位

根据西医学定义，勃起功能障碍（erectile dysfunction, ED）是指阴茎持续不能达到或维持足够的勃起以完成满意的性生活。ED 是一种可以严重影响患者身心健康的慢性疾病，其不仅影响患者及其伴侣的生活质量，也可能是心血管疾病的早期症状和危险信号。萨诸塞州男性老龄化研究(MMAS)报道波士顿地区年龄 40~70 岁的男性 ED 总体患病率为 52%。在国内，根据一项对 3 个城市的流行病学调查，结果显示勃起功能障碍总的患病率为 26.1%，其中 40 岁以上的男性患病率为 40.2%。综合国内外现有报道资料，勃起功能障碍的患病率随年龄增加而升高，并且患病人群日益趋向年轻化，预测 2025 年全球 ED 患者可达 3.22 亿。

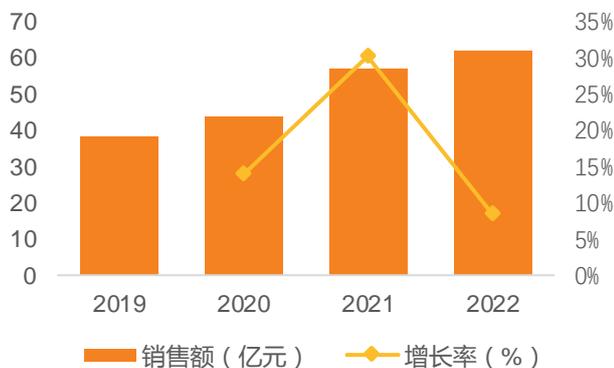
5 型磷酸二酯酶抑制剂（phosphodiesterase type 5 inhibitor, PDE5i）为目前治疗勃起功能障碍的一线用药，其机理是通过提高阴茎海绵体平滑肌细胞舒张功能，增加海绵体血流灌注来改善勃起。PDE5i 对于器质性勃起功能障碍其有效率可达 80%，对于心理性勃起功能障碍也有着不错的疗效。目前国内常用的有西地那非、他达拉非以及他达拉非。PDE5i 传统以按需服用为主，而目前规律服用他达拉非成为另一种可供选择的治疗方式，他达拉非具有半衰期长（17.5 h）及有效浓度可维持 36 h 的特点，已有临床数据表明，他达拉非 5 mg 每日规律服用可明显改善患者 IIEF-5 评分，同时患者具有更好的耐受性。

根据米内网数据，2022 年中国三大终端六大市场（主要指城市公立医院和县级公立医院、城市社区中心和乡镇卫生院、城市实体药店和网上药店）抗 ED 类药物销售规模超过 60 亿

元，同比 2021 年增长 8.39%；2019 年同口径销售规模不到 40 亿元，市场规模增长较为迅速。

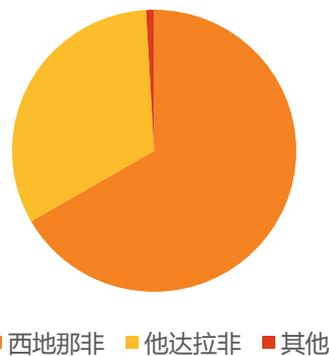
竞争格局看，2022 年中国三大终端六大市场（主要指城市公立医院和县级公立医院、城市社区中心和乡镇卫生院、城市实体药店和网上药店）抗 ED 类药主流产品销售中西地那非占比 66.66%，他达拉非销售占比 32.43%，市场集中度较高，两种 PDE5i 药物基本垄断抗 ED 市场销售。我们预计未来一段时间抗 ED 类药物市场可能仍由 PDE5i 药物占主导地位。

图 17: 中国三大终端六大市场四大主流抗 ED 药销售情况(亿元, %)



资料来源: 米内网微信公众号, 天风证券研究所

图 18: 2022 年三大终端六大市场抗 ED 类药主流产品销售占比



资料来源: 米内网微信公众号, 天风证券研究所

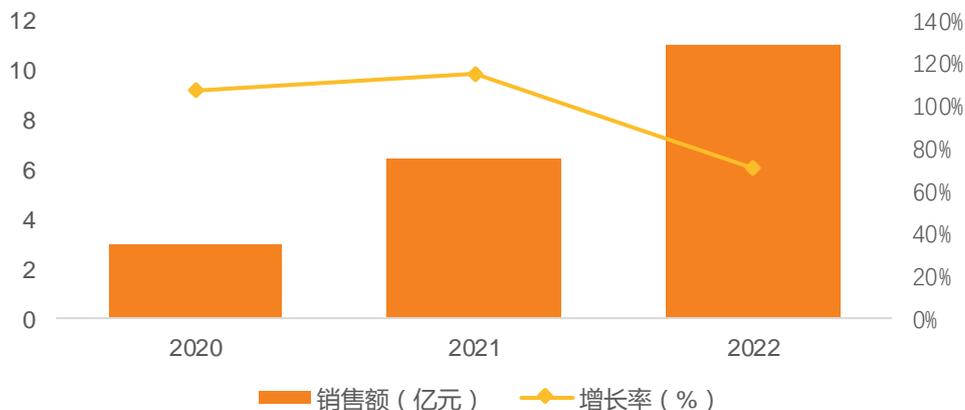
### 抗 PE 一线治疗药物达泊西汀销售快速增长, 2022 年销售额突破 10 亿元

根据早泄中西医结合多学科诊疗指南(2021 版), 早泄(Premature ejaculation, PE)的发病率为 20%-30%。PE 病因复杂, 包括中枢 5-羟色胺和多巴胺系统神经递质紊乱、遗传变异、紧张和/或焦虑等精神心理因素、ED、慢性前列腺炎、甲状腺疾病、药物因素等。PE 的常用口服治疗药物包括盐酸达泊西汀、其他 SSRIs、PDE5i 等。

达泊西汀属于选择性 5-羟色胺再吸收抑制剂, 临床上主要用于治疗 18-64 岁的男性早泄(PE)。该产品具有临床获益佳、安全风险低、快速起效等优点, 是国内外《早泄诊治指南》首推的一线治疗药物。

根据米内网数据, 2022 年盐酸达泊西汀片在零售药店终端销售额突破 10 亿元, 较 2021 年同比增长 70.41%, 2020 年同口径渠道销售额尚不足 4 亿元, 销售提升十分迅速。从厂家格局看, 2022 年盐酸达泊西汀片销售额占比德国柏林化学、四川科伦药业、山东华铂凯盛生物位列前三, 其中山东华铂凯盛生物为公司的子公司。

图 19: 盐酸达泊西汀片在零售药店终端的销售情况(亿元, %)



资料来源: 米内网微信公众号(作者未晞), 天风证券研究所

## 4.2. 爱廷玖：达泊西汀国内首仿，有望复刻白云山金戈

公司产品“爱廷玖”盐酸达泊西汀片是国内首家按照化药 4 类申报，并按照与原研质量一致性评价要求获批的同类品种，为国内“首仿”，其质量、疗效与原研药品等同，其原研药为德国药厂 Berlin-ChemieAG 研制生产的“必利劲”。

并且“爱廷玖”参与了第三批国家药品集中采购，并以 67.38 元/盒（规格：30mg\*2 片）（33.69 元/片）的价格中标，与公司正式对外公布零售价格相近。

表 6：部分厂商盐酸达泊西汀片情况比较

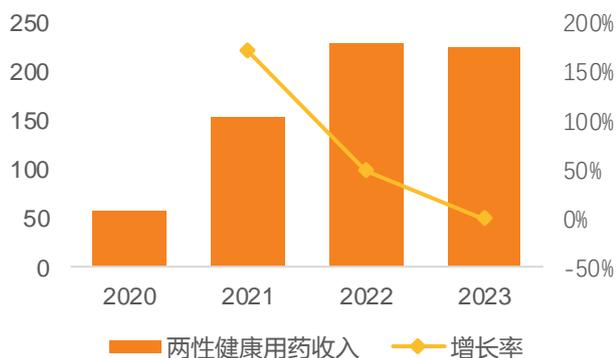
产品名称	生产厂家	单价情况	是否进入医保目录	是否进入集采名单
爱廷玖	山东华铂凯盛生物科技 有限公司	36 元/盒（30mg*1 片）	否	是
		99 元/盒（30mg*3 片）		
必利劲	Menarini-Von Heyden GmbH	169 元/盒（30mg*3 片）	否	否
		338 元/盒（30mg*6 片）		
艾时达	四川科伦药业股份有限 公司	29.9 元/盒（30mg*1 片）	否	是
		89 元/盒（30mg*3 片）		
		188 元/盒（30mg*6 片）		
长立舒	力品药业（厦门）股份 有限公司	89 元/盒（30mg*2 片）	否	否
		169 元/盒（30mg*4 片）		
		299 元/盒（30mg*8 片）		

资料来源：公司招股书（京东大药房 2021 年 12 月查询结果），天风证券研究所

自 2020 年上市以来，公司两性健康用药销售收入呈增长趋势。2020 年，爱廷玖上市首年销售收入达 0.57 亿元，2021 年其销售收入为 1.54 亿元，同比增长 170.17%。2022 年，两性健康用药板块销售收入为 2.29 亿元，同比增长 48.48%，其中爱廷玖销售超 2 亿元。2023 年，两性健康用药销售收入为 2.25 亿元，同比减少 1.66%。

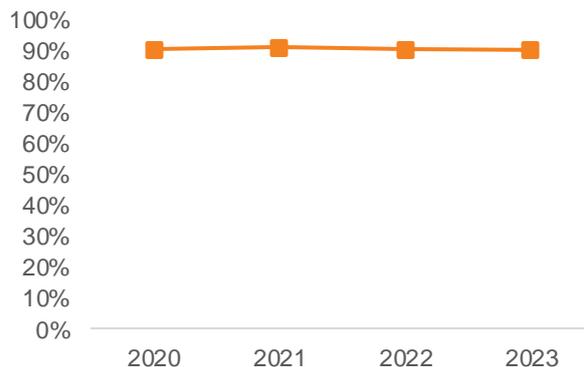
毛利率方面，两性健康用药板块毛利率总体维持稳定，2020 年毛利率 90.39%，至 2022 年毛利率略微提升至 90.41%，2023 年毛利率为 89.86%，年度间毛利率波动不大，总体维持稳定。

图 20：2020-2023 年两性健康用药销售情况（百万元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：2020-2023 年两性健康用药毛利率 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

枸橼酸西地那非的原研药即辉瑞制药公司研制的万艾可，广州白云山医药集团股份有限公司的枸橼酸西地那非片（“金戈”）是国内首个枸橼酸西地那非仿制药，于 2014 年 10 月上市。金戈上市后第二年，即 2015 年营业收入达到 2.34 亿元，并于 2020 年增长至 8.33 亿元，实现了 256.13% 的增长，而销售量则从 2015 年的 1,495 万片上升到 2020 年的 7,834.52 万片，增长率高达 424.05%。自金戈产品上市以来销售收入每年持续增长，至 2023 年广州白云山的金戈销售收入已达到 12.90 亿元的历史新高，同比增长 22.58%。我们认为，公司

爱廷玖与金戈类似，同为两性健康用药的国内首仿药品，并且公司也具有较好的渠道销售能力，爱廷玖未来销售或有望复刻广州白云山金戈，成为公司重点单品，贡献较好销售收入增长。

图 22：2015-2023 年白云山枸橼酸西地那非片销售情况（亿元，%）



资料来源：wind，白云山年报，天风证券研究所

### 4.3. 爱廷威：他达拉非片，抗 ED 与抗 PE 协同发力

公司自主研发的“爱廷威”他达拉非片于 2022 年 6 月获批，并于 2022 年 8 月上市销售。他达拉非片的主要成分为他达拉非，是一种环磷酸鸟苷特异性磷酸二酯酶 5 的选择性可逆抑制剂，主要用于治疗男性勃起功能障碍（ED），具有起效快，安全性高，药效持续时间长的特点，且不受高脂饮食和酒精摄入的影响。

由于市场上获批的他达拉非片厂家较多，市场竞争相对较为激烈，我们认为公司“爱廷威”他达拉非片未来有望与“爱廷玖”盐酸达泊西汀片形成联动效应，抗 ED 与抗 PE 治疗协同发力，提升品牌影响力。

图 23：爱廷玖产品图示



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 24：爱廷威产品图示



资料来源：公司官网，天风证券研究所

## 5. 加码创新，白癜风药物试验已进入 2 期临床

### 5.1. 白癜风国内患者约 1400 万，治疗药物市场潜力大

白癜风是一种慢性自身免疫性疾病，其特征是皮肤色素脱失，其发病原因为产生色素的细

胞即黑素细胞的缺失。白癜风全球发病率约为 0.5%~1%，男女发病无显著差异。根据康哲药业集团公众号，据估算，中国白癜风患者约 1400 万，东南亚 11 国白癜风患者约 650 万。中国市场患者人数较多，治疗药物市场潜力较大。

日本指南、欧洲指南、中国共识对白癜风进行了分型，其中日本指南将白癜风分为 3 种类型，即非节段型、节段型和混合型；欧洲指南与中国共识分为 4 种类型，即非节段型、节段型、混合型、未定类型。白癜风患者中约 85% 为非节段型白癜风。

白癜风发病的病因尚不完全清楚，可能致病因素包括遗传因素、免疫功能异常、神经精神和内分泌因素，代谢功能紊乱等，导致黑素细胞破坏或酶系统抑制、黑素体生成障碍，产生色素脱失。患有某些自身免疫病如甲状腺功能亢进、甲状腺炎、斑秃和恶性贫血的人在某种程度上更易发生白癜风。也有个别事件如日晒伤、情绪紧张、营养物质缺乏（如酪氨酸或铜离子等）或感染等可诱发白癜风。

从国内白癜风药物的研发情况来看，截至 2023 年 6 月，辉瑞制药的利特昔替尼进入上市申请，江苏恒瑞的艾玛昔替尼（国内首个 JAK 抑制剂 1 类新药）处于 III 期临床。从药物类型来看，白热斯为中药，EI-001 为单克隆抗体，其他 5 款均为小分子药物。

表 7：国内白癜风新药部分在研情况（截至 2023 年 6 月）

药物	靶点	原研公司	中国最高研发阶段	给药方式
利特昔替尼	JAK3	Pfizer Inc, 辉瑞投资有限公司	上市申请	口服
艾玛昔替尼	JAK1	江苏恒瑞, 瑞石生物医药	3 期临床	外用乳膏
CKBA	NF-kB	江苏博创园生物医药	IND	外用乳膏
brepocitinib	JAK1,TK2,TYK2	Pfizer Inc	IND	口服
白热斯	/	维吾尔医药研究所	IND	口服
QY-211	/	启元生物（杭州）	IND	外用凝胶
EI-001	/	安立玺荣生	IND	注射

资料来源：医药地理微信公众号，Pharma ONE 智能药物大数据分析平台，中国医药工业信息中心，天风证券研究所

从全球白癜风药物在研情况来看，2022 年 7 月 18 日 FDA 批准首款用于治疗白癜风的药物——芦可替尼。该药物为一种强效 JAK1/2 抑制剂，可以结合到 JAK1 和 JAK2 激酶上，抑制 JAK1 和 JAK2 信号，进而下调 JAK1 介导的促炎症细胞因子，调节 JAK2 相关促红细胞生成及免疫细胞活化功能，还可抑制 JAK-STAT，从而调整下游细胞的增殖作用。

全球白癜风临床在研管线中，辉瑞的 brepocitinib、辉瑞的利特昔替尼和恒瑞的艾玛昔替尼研发进度均较为靠前，且都为 JAK 抑制剂。

表 8：全球白癜风新药部分在研情况（截至 2023 年 6 月）

药物	靶点	原研公司	最高阶段	原研企业属地
芦可替尼	JAK1, JAK2	Incyte Corp	上市	美国
乌帕替尼	JAK1	Abbott Laboratories	上市	美国
brepocitinib	JAK1,TK2,TYK2	Pfizer Inc	3 期临床	美国
利特昔替尼	JAK3	Pfizer Inc	3 期临床	美国
艾玛昔替尼	JAK1	江苏恒瑞, 瑞石生物医药	3 期临床	
AS-012	/	Sun Pharmaceutical Industries Inc	2 期临床	印度

资料来源：医药地理微信公众号，Pharma ONE 智能药物大数据分析平台，中国医药工业信息中心，天风证券研究所

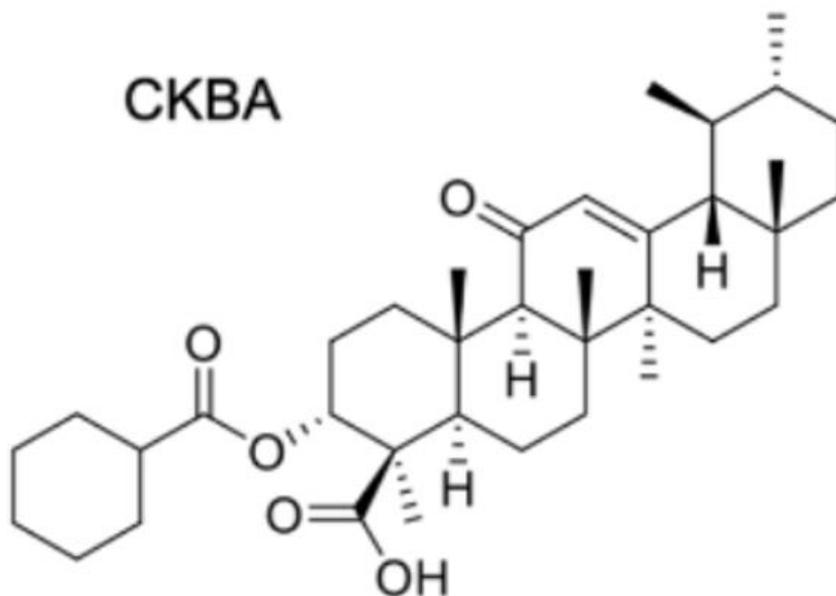
## 5.2. 公司研究进展迅速，CKBA 进入 2 期临床

2023 年 7 月，公司获准开展 CKBA 软膏白癜风适应症 II 期临床试验。2023 年 11 月，公司公告 CKBA 软膏 II 期临床试验完成首例受试者入组，研究进展迅速。CKBA 软膏拟用于白癜风和斑块状银屑病的治疗。

机制上，CKBA 有别于其他在研药物（主要为 Jak 抑制剂），其剂量依赖性地抑制乙酰辅酶 A 羧化酶（ACC1/ACC2）的催化活性与脂肪酸代谢途径。CKBA 可以剂量依赖性抑制乙酰辅酶 A 羧化酶（ACC1/ACC2）的催化活性，具有良好的抗炎、免疫调节活性。炎症细胞因子与多种皮肤病的发病机制密切相关。自身反应性 CD8+TRM 细胞产生 IFN- $\gamma$  杀伤黑素细胞已是白癜风发生发展免疫学机制的学界共识，研究显示 CKBA 可抑制 naïve CD8+T 细胞向 Tc1 细胞分化，显著抑制 IFN- $\gamma$  产生。

白癜风作为一种色素减退性皮肤病，病情易反复、治愈率低，易对患者造成较大的生活困扰和心理负担，目前国内尚未有经 CDE 批准治疗白癜风适应症的药物上市，针对白癜风适应症的创新药市场有较大的缺口，新药市场空间较大。因此，我们认为公司 CKBA 软膏若成功上市，有望为白癜风患者提供创新且安全有效的治疗选择，并且有望成为公司新的利润增长点。

图 25：CKBA 分子结构



资料来源：上海交通大学新闻学术网，天风证券研究所

## 6. 盈利预测与估值

### 6.1. 收入拆分与盈利预测

#### 收入拆分与关键假设：

目前，公司按产品分主要为 8 个产品业务板块，分别是两性健康用药、眼科用药、肠胃用药、中成药及外用药、医药技术服务、医疗器械、卫生材料及其他、其他业务收入。

两性健康用药板块，公司主要拥有爱廷玖、爱廷威两款产品，两性健康赛道市场空间广阔，我们认为爱廷玖作为首仿产品具有较好的先发优势，爱廷威可与爱廷玖协同销售，公司积极做好学术推广与品牌建设，有望进一步提高产品市场覆盖率与占有率，从而使得两性健康产品恢复增长。因此我们合理预计两性健康用药 2024-2026 年收入增速分别为 38%、28%、23%。同时，我们基于历史毛利率变化，合理预计 2024-2026 年该板块毛利率分别为 89%、89%、89%。

眼科用药，公司长期代理沃丽汀品种，2022 年及 2023 年沃丽汀维持较稳定的销售态势，今年第一季度沃丽汀的销售收入相较于前一年同期呈现较积极增长。因此我们合理预计公司眼科用药 2024-2026 年收入增速分别为 5%、5%、5%。同时我们基于历史毛利率变化，合理预计 2024-2026 年该板块毛利率分别为 41%、41%、41%。

肠胃用药，公司将和胃整肠丸转为自有产品，打开成长空间，因此我们合理预计肠胃用药

板块 2024-2026 年收入增速分别为 50%、30%、25%。考虑到随着“和胃整肠丸”在安徽泰恩康的生产落地，和胃整肠丸的毛利率还存在向上提升的空间，因此我们合理预计 2024-2026 年该板块毛利率分别为 83%、86%、86%。

中成药及外用药，该板块产品主要包括六味地黄丸、逍遥丸、风油精、红花油等常用药品，历史收入增长相对稳健，因此我们合理预计中成药及外用药 2024-2026 年收入增速分别为 5%、5%、5%。我们基于历史毛利率情况，合理预计 2024-2026 年该板块毛利率分别为 11%、11%、11%。

其他收入板块，此项业务为医疗器械、卫生材料及其他、医药服务等板块的合并项，合并后的板块占公司收入比重有限，我们预计公司 GLP-1 类似物司美格鲁肽原料药有望于 2024 年投入生产并争取实现销售，有望带来一定收入增长，我们假定其并入其他收入，公司整体经营持续向好，因此我们预计该板块 2024-2026 年收入增速分别为 10%、10%、10%。同时该板块为多业务合并项，毛利率波动较大，因此我们依据历史毛利率情况假设毛利率维持稳态，2024-2026 年该板块毛利率分别为 21%、21%、21%。

表 9：公司收入等拆分预测

单位：亿元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	6.54	7.83	7.61	9.66	11.65	13.77
yoy	-8%	20%	-3%	27%	21%	18%
毛利率	50%	58%	61%	65%	69%	71%
归属母公司股东的净利润	1.20	1.75	1.60	2.34	3.09	3.88
两性健康用药收入	1.54	2.29	2.25	3.09	3.96	4.88
yoy	170%	48%	-2%	38%	28%	23%
毛利率	91%	90%	90%	89%	89%	89%
眼科用药收入	2.03	1.85	1.84	1.94	2.03	2.13
yoy	19%	-9%	-1%	5%	5%	5%
毛利率	39%	39%	41%	41%	41%	41%
肠胃用药收入	1.16	1.58	2.04	3.06	3.98	4.98
yoy	22%	36%	29%	50%	30%	25%
毛利率	77%	80%	80%	83%	86%	86%
中成药及外用药收入	0.99	1.04	1.05	1.11	1.16	1.22
yoy	2%	6%	1%	5%	5%	5%
毛利率	15%	11%	11%	11%	11%	11%
其他收入	0.83	1.07	0.42	0.46	0.51	0.56
yoy	-70%	30%	-61%	10%	10%	10%
毛利率	6%	37%	21%	21%	21%	21%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

### 盈利预测：

我们预计公司 2024-2026 年总体收入分别为 9.66/11.65/13.77 亿元，同比增长分别为 27%/21%/18%；归属于上市公司股东的净利润分别为 2.34/3.09/3.88 亿元，EPS 分别为 0.55/0.73/0.91 元。

## 6.2. 估值与投资评级

我们采用可比公司估值法对公司进行估值，公司主营药品业务，包括化药、中成药等，根据公司所处行业及自身性质的角度选择可比公司，包括九典制药、贝达药业、同仁堂和东诚药业。对公司业务采用 PE 法进行估值，可比公司 2024、2025 年 PE 估值均值分别为 29.49X、23.62X。考虑到公司作为两性健康药物优质企业，公司核心产品不断放量，同时白癜风药物 CKBA 管线持续取得进展，我们看好公司未来发展，给予 2024 年 PE 为 30 倍，目标价 16.50 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 10：可比公司估值

公司简称	公司代码	归母净利润（亿元）				PE(X)			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
九典制药	300705.SZ	3.68	5.10	6.75	8.71	31.14	24.86	18.78	14.56
贝达药业	300558.SZ	3.48	4.17	5.51	6.93	61.99	32.64	24.69	19.63
同仁堂	600085.SH	16.69	19.44	22.54	26.11	44.13	27.12	23.39	20.19
东诚药业	002675.SZ	2.10	3.04	3.67	4.36	72.07	33.35	27.63	23.29
可比公司平均		6.49	7.94	9.62	11.53	52.33	29.49	23.62	19.42

资料来源：Wind，天风证券研究所；注：预测数据来源为万得一致预期，截至 20240703 收盘后。

## 7. 风险因素

### 行业政策变动风险

医药行业是我国国民经济的重要组成部分，与国人身心健康密切相关，具有较强的刚性需求，也是监管较为严格的行业，受国家政策影响较大。近年来，随着国家医疗卫生体制改革的不断推进与深化，医药政策措施不断出台，对医药行业带来了较大的改变和冲击。若公司不能根据国家医药行业的法规和政策变化及时调整经营策略，从而对公司经营造成一定影响。

### 研发风险

根据我国《药品注册管理办法》等法规的相关规定，新药研发一般需经过小试、中试、质量研究、稳定性研究、安全性评价、临床试验、新药注册审批等多个阶段；仿制药研发一般需要经过小试、中试、质量研究、稳定性研究、BE 或其他研究、注册申请等多个阶段。如果公司相关研发项目最终未能通过药品注册审批，则可能导致药品研发失败，进而影响到公司前期投入的回收和公司效益的实现。

### 代理运营业务的经营风险

代理运营业务是公司重要的收入和利润来源，代理权的稳定性对公司经营业绩有重大影响。公司自 1999 年起代理和胃整肠丸和沃丽汀，2002 年起代理强生医疗器械，2003 年起代理保心安油，和主要代理产品供应商合作期间不存在被取消代理资格和纠纷的情形。但在后续合作过程中不排除因无法与供应商就采购价格调整达成一致意见，而导致影响公司与代理产品供应商之间的合作关系的可能性。如果公司主要代理产品尤其是核心代理产品和胃整肠丸和沃丽汀的代理关系中止或终止，将对公司的经营产生重大不利影响。

### 进口药品注册证到期再注册风险

公司主要代理产品和胃整肠丸、沃丽汀、保心安油均系进口药品。根据《药品进口管理办法》规定，进口药品必须取得国家食品药品监督管理局核发的《进口药品注册证》（或者《医药产品注册证》）后，方可办理进口备案和口岸检验手续。根据相关规定，境外生产药品再注册期间可以申请临时进口。若在相关进口注册证书有效期届满时，再注册申请未能通过审核或审核耗时过长，将可能导致公司不能继续进口有关产品，对公司的正常生产经营造成不利影响。

### 测算具有主观性风险

由于在研究测算过程中，不可避免存在部分主观判断过程，因此测算具有一定的主观性风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	806.79	455.64	579.51	698.89	826.00
应收票据及应收账款	269.09	311.58	359.16	449.75	506.27
预付账款	16.61	17.69	8.80	22.93	14.72
存货	80.52	86.55	89.88	99.25	111.90
其他	349.73	314.14	337.10	339.20	332.49
<b>流动资产合计</b>	<b>1,522.74</b>	<b>1,185.60</b>	<b>1,374.46</b>	<b>1,610.02</b>	<b>1,791.37</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	240.34	230.11	263.81	297.87	326.43
在建工程	66.37	247.02	317.62	350.09	360.07
无形资产	91.74	276.46	283.60	289.75	294.90
其他	107.28	288.24	273.28	278.96	278.39
<b>非流动资产合计</b>	<b>505.73</b>	<b>1,041.82</b>	<b>1,138.30</b>	<b>1,216.67</b>	<b>1,259.79</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,038.80</b>	<b>2,229.11</b>	<b>2,512.76</b>	<b>2,826.69</b>	<b>3,051.16</b>
短期借款	20.02	53.84	331.40	578.39	763.32
应付票据及应付账款	56.59	121.19	74.44	127.19	96.20
其他	74.52	73.92	63.78	71.13	71.00
<b>流动负债合计</b>	<b>151.14</b>	<b>248.94</b>	<b>469.62</b>	<b>776.70</b>	<b>930.53</b>
长期借款	0.00	108.00	108.00	54.43	50.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	28.52	38.59	31.45	32.85	34.30
<b>非流动负债合计</b>	<b>28.52</b>	<b>146.59</b>	<b>139.45</b>	<b>87.28</b>	<b>84.30</b>
<b>负债合计</b>	<b>184.84</b>	<b>399.72</b>	<b>609.07</b>	<b>863.99</b>	<b>1,014.82</b>
少数股东权益	(0.16)	39.41	38.93	38.30	37.50
股本	236.39	425.50	425.50	425.50	425.50
资本公积	1,109.14	900.77	900.82	900.82	900.82
留存收益	508.18	502.91	551.30	615.30	695.60
其他	0.41	(39.19)	(12.86)	(17.21)	(23.09)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,853.96</b>	<b>1,829.40</b>	<b>1,903.69</b>	<b>1,962.70</b>	<b>2,036.33</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,038.80</b>	<b>2,229.11</b>	<b>2,512.76</b>	<b>2,826.69</b>	<b>3,051.16</b>

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	174.60	153.50	233.88	309.33	388.10
折旧摊销	32.73	37.92	48.56	57.31	66.31
财务费用	5.31	1.75	(1.58)	1.14	2.92
投资损失	(9.32)	(7.70)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(75.25)	(65.98)	(108.18)	(61.86)	(85.09)
其它	20.73	(25.96)	(2.12)	(3.16)	(3.79)
<b>经营活动现金流</b>	<b>148.81</b>	<b>93.53</b>	<b>170.56</b>	<b>302.75</b>	<b>368.46</b>
资本支出	110.51	555.68	167.14	128.60	108.56
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(463.52)	(946.61)	(327.53)	(258.40)	(218.65)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(353.01)</b>	<b>(390.93)</b>	<b>(160.39)</b>	<b>(129.80)</b>	<b>(110.10)</b>
债权融资	(84.54)	160.04	270.97	193.68	179.37
股权融资	886.81	(185.92)	(157.27)	(247.25)	(310.63)
其他	71.17	(27.82)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>873.44</b>	<b>(53.69)</b>	<b>113.70</b>	<b>(53.57)</b>	<b>(131.26)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>669.25</b>	<b>(351.09)</b>	<b>123.87</b>	<b>119.38</b>	<b>127.10</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>783.48</b>	<b>760.79</b>	<b>965.86</b>	<b>1,164.82</b>	<b>1,376.66</b>
营业成本	327.39	299.72	335.37	362.94	402.11
营业税金及附加	7.79	9.81	10.84	13.07	15.45
销售费用	157.41	137.20	183.51	227.14	268.45
管理费用	54.98	66.35	77.27	93.19	110.13
研发费用	40.39	62.89	82.10	99.01	117.02
财务费用	(2.79)	(6.09)	(1.58)	1.14	2.92
资产/信用减值损失	(4.18)	(14.66)	(2.00)	(2.00)	(2.00)
公允价值变动收益	0.65	0.80	0.20	(0.10)	0.05
投资净收益	9.32	7.70	0.00	0.00	0.00
其他	(16.68)	6.14	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>209.21</b>	<b>190.93</b>	<b>276.55</b>	<b>366.24</b>	<b>458.64</b>
营业外收入	1.52	2.35	1.81	1.49	1.79
营业外支出	3.37	0.95	1.88	2.07	1.63
<b>利润总额</b>	<b>207.35</b>	<b>192.32</b>	<b>276.48</b>	<b>365.67</b>	<b>458.80</b>
所得税	32.75	38.82	44.92	59.41	74.54
<b>净利润</b>	<b>174.60</b>	<b>153.50</b>	<b>231.56</b>	<b>306.26</b>	<b>384.26</b>
少数股东损益	(0.01)	(6.70)	(2.32)	(3.06)	(3.84)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>174.61</b>	<b>160.20</b>	<b>233.88</b>	<b>309.33</b>	<b>388.10</b>
每股收益(元)	0.41	0.38	0.55	0.73	0.91

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	19.86%	-2.90%	26.95%	20.60%	18.19%
营业利润	50.99%	-8.74%	44.84%	32.43%	25.23%
归属于母公司净利润	45.43%	-8.26%	45.99%	32.26%	25.47%
<b>获利能力</b>					
毛利率	58.21%	60.60%	65.28%	68.84%	70.79%
净利率	22.29%	21.06%	24.21%	26.56%	28.19%
ROE	9.42%	8.95%	12.54%	16.07%	19.42%
ROIC	27.67%	19.73%	19.04%	21.31%	24.58%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	9.07%	17.93%	24.24%	30.57%	33.26%
净负债率	-42.37%	-15.33%	-7.09%	-3.03%	-0.21%
流动比率	9.81	4.69	2.93	2.07	1.93
速动比率	9.29	4.35	2.74	1.95	1.80
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	3.08	2.62	2.88	2.88	2.88
存货周转率	9.97	9.11	10.95	12.32	13.04
总资产周转率	0.53	0.36	0.41	0.44	0.47
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.41	0.38	0.55	0.73	0.91
每股经营现金流	0.35	0.22	0.40	0.71	0.87
每股净资产	4.36	4.21	4.38	4.52	4.70
<b>估值比率</b>					
市盈率	30.48	33.23	22.76	17.21	13.72
市净率	2.87	2.97	2.85	2.77	2.66
EV/EBITDA	23.58	20.96	15.01	11.62	9.47
EV/EBIT	26.63	23.89	17.64	13.42	10.82

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com