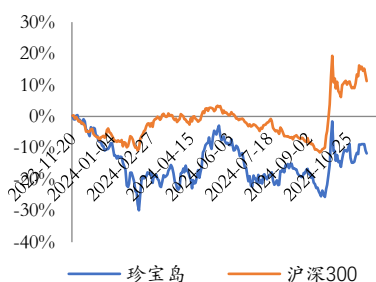


中药、化药、生物药协同发展，集采有望带来放量

核心要点：

公司评级：增持（首次覆盖）

近十二个月公司表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	0	-13	-23
绝对收益	5	6	-12

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：许雯

证书编号：S0500517110001

Tel: (8621) 50293534

Email: xw3315@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号

中国人寿金融中心10楼

公司构建“六位一体”运营布局，形成制药工业和中药材产业双轮驱动

公司成立于 1996 年，聚焦产品与药物创新和产品服务，业务板块涉及医药工业、医药商业及药材销售，其中，医药工业涵盖中药、生物药、化药，通过“制药工业+中药材产业”形成双轮驱动。公司构建了“六位一体”的运营布局（科研开发、智能制造、市场营销、品牌资本、团队建设和集采供给），形成了“两心、三园、四平台”（两心：中药材商品交易中心、医药知识产权交易中心；三园：中药研发孵化产业园、化药研发孵化产业园、生物药研发孵化产业园；四平台：科研、市场营销、投融资、供应链管理平台）。现有 134 个品种，其中，84 个品种进入 2023 版国家医保目录，31 个品种进入国家基药目录。

中药、化药、生物药协同发展，集采有望助力公司产品实现以价换量

公司先后于 1996 年、2014 年、2021 年开展中药、化药、生物药业务，依托“一心四院”研发体系，成立了经验丰富的研发人才团队，拥有注射用血塞通（冻干）、舒血宁注射液、血塞通注射液、注射用炎琥宁、血栓通胶囊、复方芩兰口服液、双黄连口服液等销售过亿重磅产品。

中药业务主要围绕心脑血管、呼吸系统、消化代谢、骨骼肌肉、免疫等中医优势领域，布局中药新药、二次开发、品种并购、院内制剂和配方颗粒等，形成针剂与口服相结合的产品管线。公司中药核心产品包括心脑血管核心产品（注射用血塞通、舒血宁注射液、血塞通注射液、血栓通胶囊等）以及呼吸系统核心产品（注射用炎琥宁、注射用双黄连、双黄连注射液、复方芩兰口服液、双黄连口服液等），拥有血栓通胶囊、复方芩兰口服液、小儿热速清糖浆 3 个中药保护品种，复方芩兰口服液、血栓通胶囊、灵芪加口服液、复方白头翁胶囊 4 个独家品种。公司注重中药注射剂再评价和中药注射剂二次开发，通过再评价和二次开发增加适用人群及适应症。目前，公司已开展注射用血塞通、注射用双黄连、血塞通注射液、双黄连注射液、舒血宁注射液、黄芪注射液、刺五加注射液等中药注射液再评价工作。此外，注射用血塞通、血栓通胶囊、复方芩兰口服液、双黄连口服液已中标京津冀“3+N”带量采购项目并在多省执行。全国中成药第三批集采中，公司报价涉及组别为 7 个，有约 10 个品种（不含首批续约）在品种清单中。后续若中选集采品种，有望给公司带来放量，进而有望逐步实现以价换量。

化药主要围绕重大疾病领域，与国际知名 CRO 公司合作，开展仿制药、创新药和原料药等多品类药品研发，形成了仿创结合、制剂和原料药一体化的业务布局。

生物药通过对特瑞思、爱科瑞思等生物药企业的投资，布局单抗、ADC 等抗肿瘤药。公司目前重点推进的核心品种 TRS005，采用了多亚型、多线次的开发策略，于 2024 年 3 月获得 CDE 突破性疗法认定，拟定适应症为至少经过两次标准治疗的复发性或难治性 CD20 阳性弥漫大 B 细胞淋巴瘤，

已获得 CDE 同意以关键单臂 II 期临床试验支持附条件批准上市。

□ 中药材贸易体系不断完善，未来将走向标准化、市场化

公司在不断打造中药材供应链体系，建立了亳州中药材交易中心、并推进哈尔滨中药材交易中心以及贵州神农谷项目。此外，在与四个省份洽谈交易中心的合作事宜。公司规划进行 N+50 产地布局，即在哈尔滨、玉林、成都、定西、磐安建立交易中心，辐射“东南西北中”五大片区，建立遍布 50 个中药材主产区、涵盖 200 个以上大宗中药材品种的供应网络。公司将推动中药材贸易业务向标准化、市场化方向发展，中药材业务有望在未来 1-2 年逐步稳定，助力公司盈利能力进一步提升。

□ 盈利预测及投资建议

公司 2024 年前三季度实现营收 20.29 亿元，同比下降 1.09%；实现归母净利润 3.98 亿元，同比增长 83.22%；毛利率 53.10%，同比上升 8.02pct；净利率 19.56%，同比上升 8.93pct。单季度看，Q3 公司实现营收 3.67 亿元，同比下降 26.34%；归母净利润 0.04 亿元，同比下降 96.14%；毛利率为 30.95%，同比下降 54.27pct；净利率为 0.39%，同比下降 22.5pct。三季度业绩波动较大。

我们看好公司核心品种的增长空间，尤其是集采带来的增量空间，以及中药材贸易业务逐步标准化之后，公司在线上线下一体化中药材产业的先发优势。我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 33.02/48.88/64.46 亿元，归母净利润分别为 5.51/8.92/13.44 亿元，EPS 分别为 0.58/0.95/1.43 元，对应 2024.11.15 收盘价的 PE 分别为 20.09x、12.41x、8.23x。首次覆盖，我们给予公司“增持”评级。

□ 风险提示

- (1) 集采降价风险；
- (2) 应收账款较高，存在坏账风险；
- (3) 中药材贸易业务的波动风险。

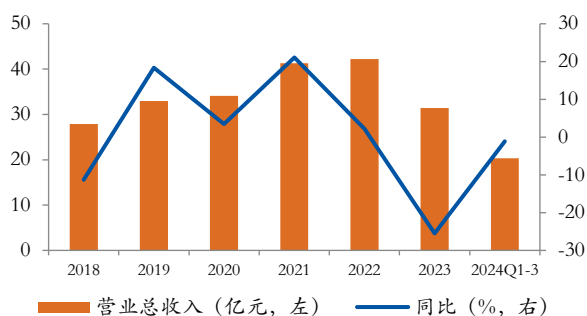
重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3144	3302	4888	6446
同比(%)	-25.5%	5.0%	48.1%	31.9%
归属母公司净利润	473	551	892	1344
同比(%)	154.9%	16.5%	62.0%	50.7%
毛利率(%)	42.4%	51.9%	51.7%	54.8%
ROE(%)	6.3%	7.0%	10.3%	13.8%
每股收益(元)	0.50	0.58	0.95	1.43
P/E	23.41	20.09	12.41	8.23
P/B	1.47	1.40	1.28	1.14
EV/EBITDA	13.24	11.91	7.84	5.53

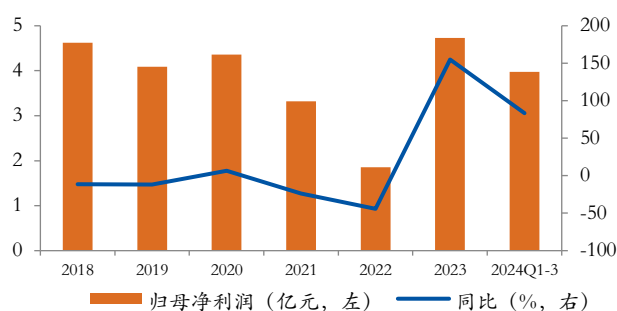
资料来源：天软、湘财证券研究所

图 1、公司营收及增速



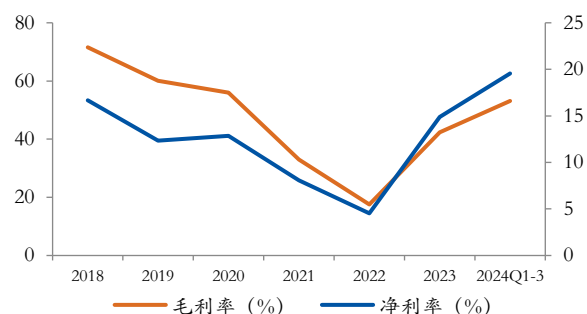
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 2、公司归母净利润及增速



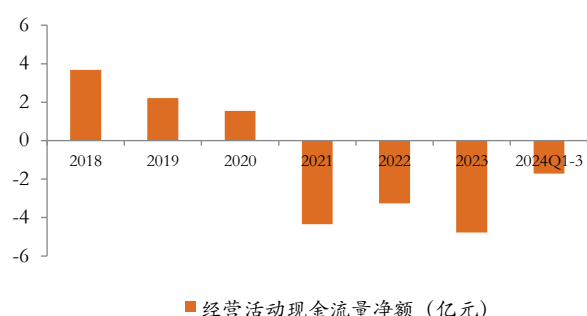
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 3、公司毛利率及净利率



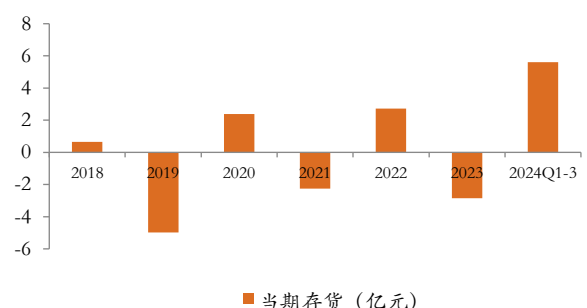
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 4、公司经营活动现金流净额



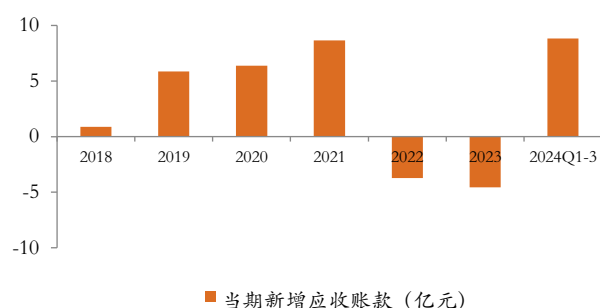
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 5、公司当期存货



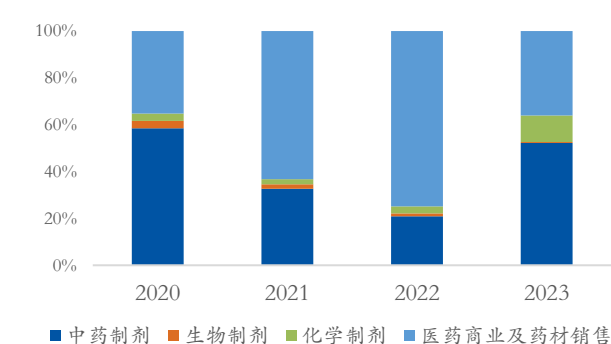
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 6、公司当期新增应收账款



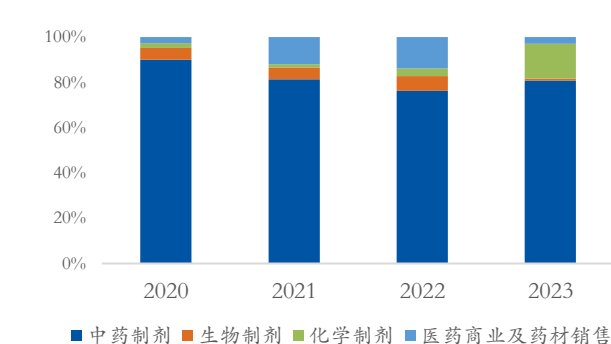
资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 7、公司主要业务板块收入贡献率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图 8、公司主要业务板块毛利贡献率



资料来源：Wind、湘财证券研究所

附表 财务报表及估值数据

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E					
流动资产	7168	7648	8864	12050					
货币资金	1454	2991	1889	2578					
应收账款	2407	2453	3565	4809					
其他应收款	1955	1121	1892	2907					
预付账款	256	117	228	302					
存货	721	599	848	965					
其他流动资产	374	367	442	489					
非流动资产	5298	5094	5096	5029					
长期股权投资	673	650	651	658					
固定资产	1138	953	760	574					
在建工程	284	142	71	36					
无形资产	784	977	1233	1389					
其他非流动资产	2419	2372	2381	2372					
资产总计	12466	12742	13960	17079					
流动负债	2755	2991	3573	5413					
短期借款	876	926	1035	2523					
应付账款	319	493	715	853					
其他流动负债	1560	1572	1824	2037					
非流动负债	1670	1342	1242	1421					
长期借款	1298	1019	929	1085					
其他非流动负债	372	323	313	336					
负债合计	4425	4333	4815	6834					
归属母公司股东权益	7548	7915	8647	9749					
股本	942	942	942	942					
资本公积	2344	2344	2344	2344					
留存收益	4281	4643	5381	6481					
少数股东权益	492	494	498	496					
负债和股东权益	12466	12742	13960	17079					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E					
经营活动现金流	-478	2028	-649	-395					
净利润	468	553	896	1342					
资产减值准备	14	-78	100	119					
折旧摊销	201	238	243	248					
财务费用	135	81	72	112					
投资损失	-464	0	0	0					
营运资金变动	-886	1175	-1908	-2200					
其他经营现金流	53	60	-52	-17					
投资活动现金流	176	-80	-230	-160					
资本支出	95	-123	-56	-8					
长期投资	67	-17	6	2					
其他投资现金流	339	-220	-280	-166					
筹资活动现金流	766	-411	-223	1244					
短期借款	-425	50	108	1489					
长期借款	838	-279	-90	156					
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增加	-6	0	0	0					
其他筹资现金流	359	-183	-241	-401					
现金净增加额	464	1537	-1102	690					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E					
营业收入	3144	3302	4888	6446					
营业成本	1811	1589	2360	2914					
税金及附加	44	44	62	86					
销售费用	668	660	880	1096					
管理费用	334	297	391	516					
研发费用	80	61	99	138					
财务费用	134	81	72	112					
信用减值损失	-95	-33	-23	-50					
资产减值损失	-14	-14	-14	-14					
公允价值变动收益	-0	-0	-1	-0					
投资收益	464	0	0	0					
营业利润	473	580	1051	1576					
营业外收入	8	6	7	7					
营业外支出	3	4	4	4					
利润总额	478	582	1054	1579					
所得税	11	29	158	237					
净利润	468	553	896	1342					
少数股东损益	-5	2	4	-2					
归属母公司净利润	473	551	892	1344					
EBITDA	809	899	1366	1937					
EPS（元）	0.50	0.58	0.95	1.43					

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-25.5%	5.0%	48.1%	31.9%
营业利润	59.1%	22.6%	81.2%	49.9%
归属母公司净利润	154.9%	16.5%	62.0%	50.7%
获利能力				
毛利率(%)	68.4%	42.4%	51.9%	51.7%
净利率(%)	15.0%	16.7%	18.2%	20.9%
ROE(%)	6.3%	7.0%	10.3%	13.8%
ROIC(%)	8.4%	10.7%	12.5%	14.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	35.5%	34.0%	34.5%	40.0%
流动比率	2.60	2.56	2.48	2.23
速动比率	2.34	2.36	2.24	2.05
利息保障倍数	4.49	5.78	10.36	11.57
营运能力				
总资产周转率	0.26	0.26	0.37	0.42
应收账款周转率	1.13	1.29	1.54	1.46
存货周转率	1.99	2.28	3.08	3.04
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.58	0.95	1.43
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.51	2.15	-0.69	-0.42
每股净资产(最新摊薄)	8.01	8.40	9.18	10.35
估值比率				
P/E	23.41	20.09	12.41	8.23
P/B	1.47	1.40	1.28	1.14
EV/EBITDA	13.24	11.91	7.84	5.53

资料来源：天软、湘财证券研究所

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不作任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。