

誉衡药业 (002437)

证券研究报告
2024年12月29日

产品管线丰富，业绩逐渐回暖

报告摘要

誉衡药业是一家产品管线覆盖心脑血管药物、骨科药物、维生素类药物、电解质药物等领域的生物制药公司。目前公司拥有安脑丸/片、鹿瓜多肽注射液、注射用多种维生素(12)、氯化钾缓释片等多个在细分行业占据龙头的主要产品，为公司营收夯实基础。安脑丸2023年解除医保支付限制，鹿瓜多肽注射液等陆续入选集采名录，公司后续或有望实现业绩持续增长。

投资要点

● 心脑血管药物市场空间广阔，具有较好业绩潜力

目前我国老龄化趋势明显，心脑血管疾病发病率随着年龄逐年提升，心脑血管药物市场前景广阔，公司目前已经拥有安脑丸/片在内的多个心脑血管产品，竞争优势较为明显，业绩或有望实现提升。

● 专注关节类药物，鹿瓜多肽注射液中选“3+N”

公司骨科产品主要聚焦关节类药物，其中主要产品鹿瓜多肽注射液2023年中选京津冀“3+N”联盟，为骨科产品营收带来增量，后续有望持续增长。

● 维生素类药物竞争格局良好，占据细分行业龙头

肠外营养类药物同类型产品较少，市场竞争格局良好，注射用多种维生素(12)占据细分行业超80%市场份额，竞争优势明显。我们认为该产品因集采收入稍有承压，预计后续或有望实现回升。

● 电解质药物行业领军者，补达秀表现亮眼

公司是电解质行业主要企业之一，目前已拥有多款产品，其中氯化缓释片占据该领域主要营收。我们预计未来或有望对公司业绩增长实现持续贡献。

盈利预测与估值

我们预计公司2024-2026年总体收入分别为23.31/25.29/27.99亿元，同比增长分别为-11%/9%/11%；归属于上市公司股东的净利润分别为1.94/2.32/2.68亿元，EPS分别为0.09/0.10/0.12元。考虑到公司作为制药领域的优秀企业，同时公司核心产品安脑丸/片等销售表现较为突出，我们看好公司未来发展，首次覆盖，给予“买入”评级，给予2024年目标PE为38X，目标价3.23元/股。

风险提示：行业政策变动风险、研发风险、质量控制风险、环保及安全经营风险、潜在信息披露风险。

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	2.54元
目标价格	3.23元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,279.75
流通A股股本(百万股)	2,190.63
A股总市值(百万元)	5,790.56
流通A股市值(百万元)	5,564.20
每股净资产(元)	0.83
资产负债率(%)	32.28
一年内最高/最低(元)	2.99/1.66

作者

杨松 分析师
SAC执业证书编号: S1110521020001
yangsong@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3,107.95	2,626.04	2,330.57	2,528.75	2,799.39
增长率(%)	(1.19)	(15.51)	(11.25)	8.50	10.70
EBITDA(百万元)	172.25	319.80	338.43	372.03	406.96
归属母公司净利润(百万元)	(291.33)	120.33	193.93	231.83	267.76
增长率(%)	(746.79)	(141.31)	61.16	19.54	15.50
EPS(元/股)	(0.13)	0.05	0.09	0.10	0.12
市盈率(P/E)	(19.88)	48.12	29.86	24.98	21.63
市净率(P/B)	3.55	3.48	2.90	2.60	2.32
市销率(P/S)	1.86	2.21	2.48	2.29	2.07
EV/EBITDA	32.28	16.35	15.03	11.83	11.00

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 誉衡药业：产品管线丰富，多款产品在研.....	4
1.1. 产品管线丰富，业务方向明确.....	4
1.2. 公司营收保持韧性，核心产品表现靓丽.....	4
1.3. 公司研发管线优异，竞争优势明显.....	6
2. 公司产品管线丰富，有望实现业绩回升.....	7
2.1. 心脑血管药物市场空间广阔，具有较好发展潜力.....	7
2.2. 专注关节，鹿瓜多肽注射液中选“3+N”.....	10
2.3. 维生素类药物竞争格局良好，占据细分行业龙头.....	11
2.4. 电解质药物行业领军者，营收占比逐年提升.....	12
3. 盈利预测与估值.....	13
3.1. 收入拆分与盈利预测.....	13
3.2. 估值与投资评级.....	14
4. 风险因素.....	15

图表目录

图 1：誉衡药业发展历程.....	4
图 2：誉衡药业股权结构（截至 20241115）.....	4
图 3：2018-2024Q1-3 公司营业收入（亿元）及同比（%）.....	5
图 4：2018-2024Q1-3 公司归母净利润（亿元）及同比（%）.....	5
图 5：2018-2024H1 年公司营收结构（按产品划分）.....	5
图 6：2018-2024H1 年主营业务产品板块毛利率（%）.....	5
图 7：2018-2024Q1-3 公司管理、销售、研发费用率情况（%）.....	5
图 8：2018-2024Q1-3 年公司研发费用情况（亿元，%）.....	6
图 9：2018-2023 年研发人员（人）数量及占比（%）.....	6
图 10：2020-2050E 中国 65 岁及以上老龄人口占比（%）.....	8
图 11：部分心血管疾病检出率随年龄变化（%）.....	8
图 12：2018-2024H1 年公司心脑血管产品营收及同比（百万元，%）.....	9
图 13：2018-2024H1 年心脑血管产品毛利及毛利率（百万元，%）.....	9
图 14：2021-2024H1 安脑丸营收及同比（百万元，%）.....	9
图 15：2021-2024H1 年安脑丸毛利及毛利率（百万元，%）.....	9
图 16：2021-2023 年中国骨科药物细分市场占比（单位：%）.....	10
图 17：2018-2024H1 公司骨科产品营收及同比增长（百万元，%）.....	10
图 18：2018-2024H1 公司骨科产品毛利及毛利率（百万元，%）.....	10
图 19：2018-2030E 我国肠外营养药物市场规模及同比增长（亿元，%）.....	11
图 20：2019-2024H1 公司营养药物营收及同比增长（百万元，%）.....	11
图 21：2019-2024H1 公司营养药物毛利及毛利率（百万元，%）.....	11

图 22: 2019-2024H1 公司电解质药物营业收入及同比 (百万元, %)	13
图 23: 2019-2024H1 公司电解质药物毛利及毛利率 (百万元, %)	13
表 1: 公司部分主要上市销售产品	6
表 2: 公司部分在研产品管线 (截至 20231231)	7
表 3: 公司心脑血管领域部分药品情况	8
表 4: 全国第五批药品集采氯化钾缓释片中选药物	13
表 5: 公司收入拆分	14
表 6: 可比公司估值	15

1. 誉衡药业：产品管线丰富，多款产品在研

1.1. 产品管线丰富，业务方向明确

产品矩阵丰富，产品管线不断拓展

哈尔滨誉衡药业股份有限公司成立于 2000 年，主要从事药品的研发、生产和销售，产品涵盖骨骼肌肉、心脑血管、维生素及矿物质补充剂、抗感染、抗肿瘤等多个领域，于 2010 年 6 月在深交所正式挂牌上市。自上市以来，公司将产品放在发展的首要位置，通过外延并购、合作代理、自主研发等多种方式丰富公司产品管线，从单一的骨科领域不断拓展，形成了丰富的产品矩阵。

图 1：誉衡药业发展历程

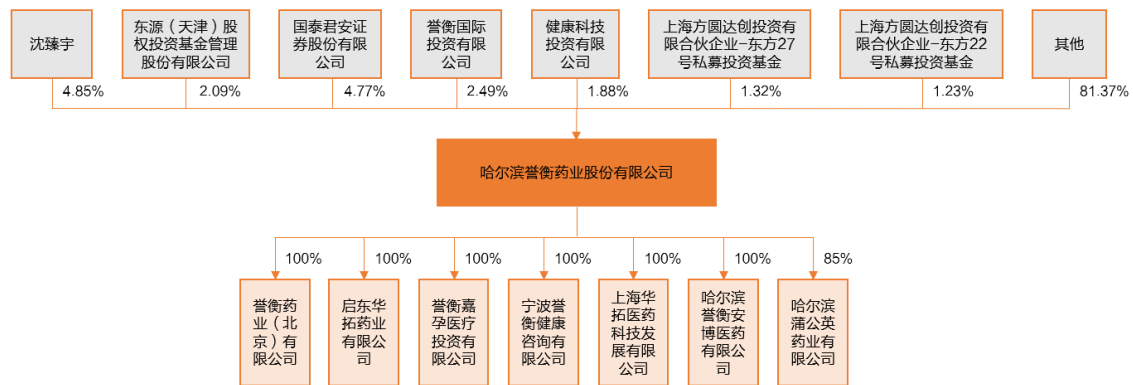


资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司股权结构较为稳定

截至 2024 年 11 月 15 日，公司第一大股东为沈臻宇与其一致行动人上海方圆达创投资有限合伙企业（有限合伙），合计持股超过 9%，此外国泰君安证券股份有限公司持股也超过 4%。目前公司股权结构较为稳定。

图 2：誉衡药业股权结构（截至 20241115）



资料来源：Wind，天风证券研究所

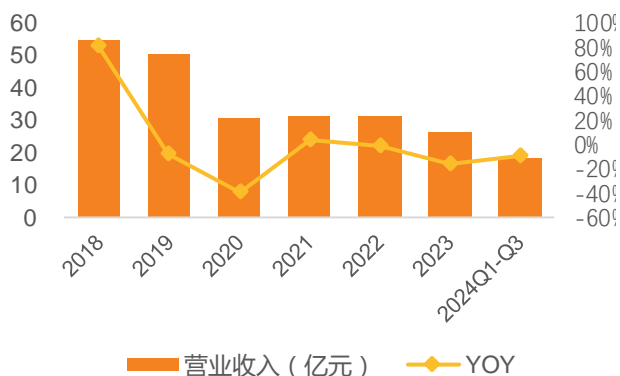
1.2. 公司营收保持韧性，核心产品表现靓丽

公司营业收入保持韧性，利润端盈利修复

2018-2023 年公司营收整体呈下滑态势，CAGR 值为-13.69%。2023 年公司实现营收 26.26 亿元，同比下降 15.51%。2024 年前三季度，公司实现营收 18.58 亿元，同比下降 9.48%。归母净利润方面，2019 年因子公司普德药业等未达到经营预期，公司商誉减值导致归母净

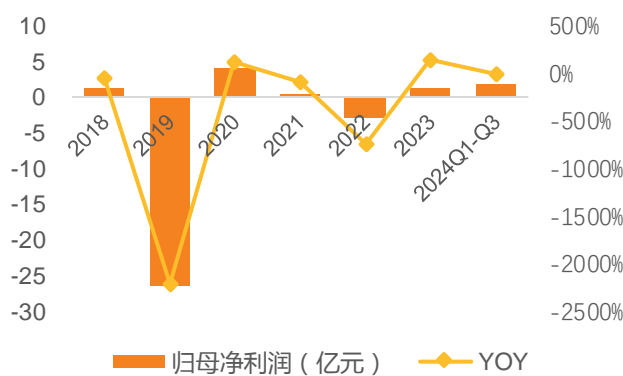
利润出现下降。剔除该因素，2018-2024 年 Q1-3 公司归母净利润基本保持稳定且逐步恢复。2024 年前三季度，公司实现归母净利润 1.83 亿元，同比下降 18%。

图 3：2018-2024Q1-3 公司营业收入（亿元）及同比（%）



资料来源：ifind，天风证券研究所

图 4：2018-2024Q1-3 公司归母净利润（亿元）及同比（%）



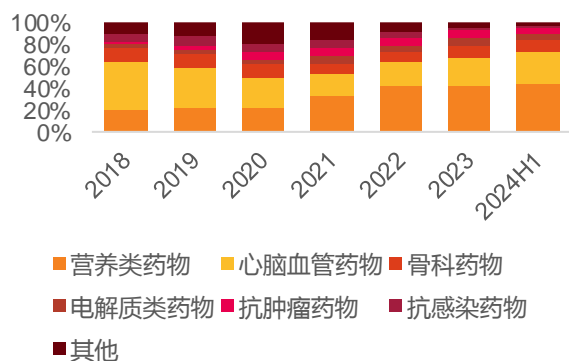
资料来源：ifind，天风证券研究所

核心产品表现靓丽，营收和毛利率持续领跑

收入结构方面，维生素类药物和心脑血管药物是公司的主要收入来源，2024 年上半年二者合计营收占比超 70%。其中 2018-2024H1 维生素类药物营收占比不断增加，2024 年上半年实现营收 5.32 亿元，占公司总营收超 43%。此外骨科药物、抗肿瘤药物、电解质类药物业绩表现均相对稳定。

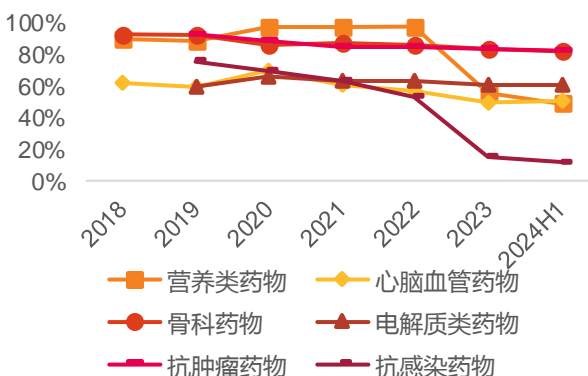
毛利率方面，2023 年起主营产品维生素类药物毛利率有所下降，主要系营业成本提高导致，骨科药物和抗肿瘤药物自上市以来始终保持稳定，维持在 80% 以上的高位，心脑血管药物也相对保持稳定，2024 年上半年毛利率为 49.73%。

图 5：2018-2024H1 年公司营收结构（按产品划分）



资料来源：ifind，天风证券研究所

图 6：2018-2024H1 年主营业务产品板块毛利率（%）

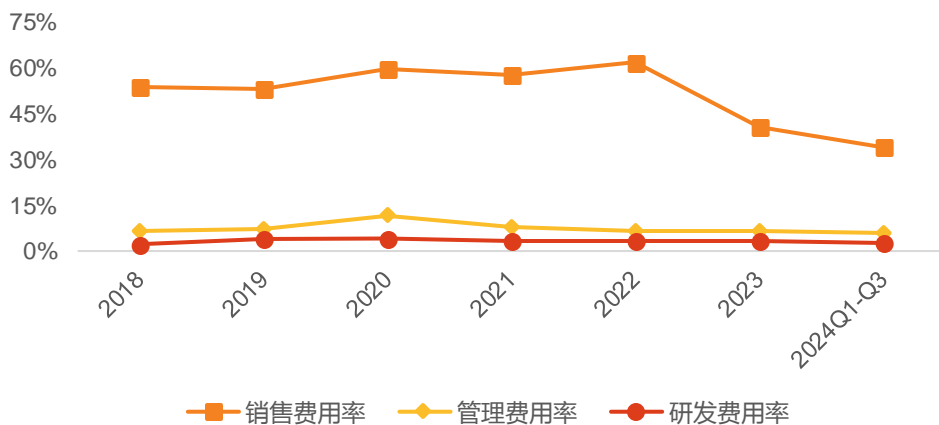


资料来源：ifind，天风证券研究所

公司降本增效成果明显，研发费用率相对稳定

2023 年公司销售费用率为 40.69%，较 2022 年下降 21.25pct，2024 年前三季度下降至 34.01%。一方面，自 2023 年 1 月 1 日起，公司各下属子公司向合作客户支付的合作产品专利/技术/商标使用费等，由利润表中的“销售费用”调整为“营业成本”列报；另一方面，公司持续推进销售端改革，调整人员结构，加强精细化过程管理，提升合规运营，运用信息化促进终端下沉，有效降低了销售费用率。公司管理费用率和研发费用率保持稳定，2024 年前三季度分别为 5.92% 和 2.62%。

图 7：2018-2024Q1-3 公司管理、销售、研发费用率情况（%）



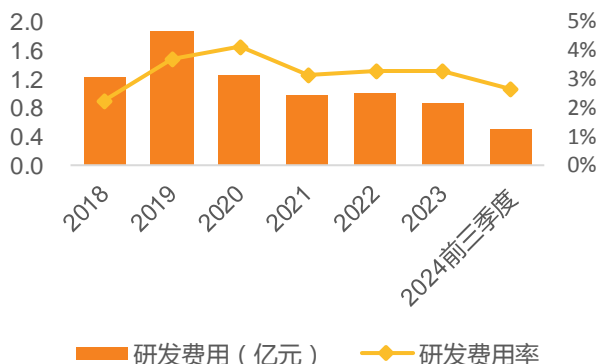
资料来源: ifind, 天风证券研究所

秉承“产品为王”战略，布局差异化产品

多年来公司秉持“产品为王”的战略，通过产品引进、合作开发、投资并购等系列举措布局产品矩阵，具有产品覆盖领域广、产品线丰富的产品优势，产品涵盖骨骼肌肉、心脑血管、维生素及矿物质补充剂、抗感染、抗肿瘤等多个领域，具有较强的竞争优势。未来公司将布局差异化产品，通过自研、合作开发、引进等多种方式构建公司的优势领域和核心产品线。

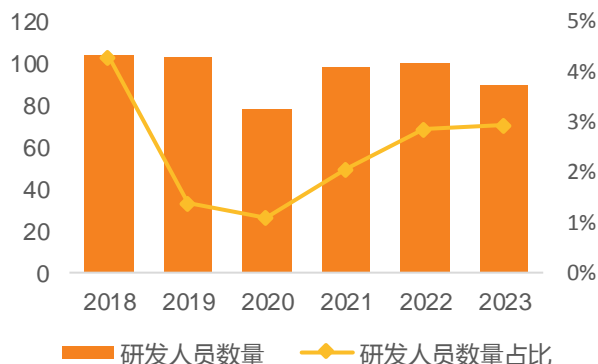
2024 年前三季度公司研发费用 0.49 亿元，研发费用率为 2.62%。同时，公司研发团队基本保持稳定，2018-2023 年间，除 2020 年因疫情影响，公司降本增效削减人数外，研发人员人数始终超过 90 人，2023 年公司研发人员占比约 3%。

图 8：2018-2024Q1-3 年公司研发费用情况 (亿元, %)



资料来源: ifind, 天风证券研究所

图 9：2018-2023 年研发人员 (人) 数量及占比 (%)



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

1.3. 公司研发管线优异，竞争优势明显

多种方式丰富产品线，部分产品占据细分市场龙头

公司自 2010 年上市以来，始终坚持“产品为王”战略，通过外延并购、合作代理、自主研发等多种方式丰富公司产品线，实现了由上市初狭窄单一的骨科治疗领域向现有心脑血管等大治疗领域的拓展，形成了多个领域的产品集群。

表 1：公司部分主要上市销售产品

产品	功能用途	用药领域	市场份额
注射用多种维生素 (12)	静脉补充维生素用药。适用于胃肠道营养摄入不足者	维生素及矿物质用药	为国内首仿、国产独家品种、国家医保目录 (乙类) 品种、国家基药目录品种，在同类产品市场中多年保持 80% 以上的市场份额

银杏达莫注射液	适用于预防和治疗冠心病、血栓栓塞性疾病	心脑血管用药	2023 年公立医院中处于细分市场第一位，市场份额达 50.14%
鹿瓜多肽注射液	用于风湿、类风湿性关节炎、强直性脊柱炎、各种类型骨折、腰腿疼痛及创伤修复	骨骼肌肉系统用药	2023 年公立医院中处于细分市场第一位，市场份额达 58.21%

资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

采用差异化产品开发策略，多领域多款产品处于研发阶段

公司采用差异化的产品开发策略，采取自研、外部合作等多种形式丰富产品线。公司现有多个在研项目，2023 年新增 12 个产品的上市申请，涉及多个领域，均在有序推进中，有望为公司业绩带来增量。此外公司与 CRO 公司南京佰麦开启股权+产品合作、与上海都创医药进行战略+国际合作，筛选、评估、立项并最终完成了 6 个产品的合作签约，其中与安必生公司合作的产品“西格列汀二甲双胍缓释片”已于 2024 年 2 月获批。

表 2：公司部分在研产品管线（截至 20231231）

产品	项目目的	目前进展状态	预计影响
Z009JAL	通过一致性评价	进行中	提高产品质量及市场竞争力
Z008JRY	丰富公司产品线	进行中	丰富产品线，提升公司补钾品牌影响力
Z007JKL	丰富公司产品线	进行中	丰富产品线，提升公司补钾品牌影响力
Z013ZKY	丰富公司产品线	进行中	丰富口服产品线
Z015LSJ	丰富公司产品线	进行中	丰富维生素和矿物质产品管线
Z002ZYG	通过一致性评价	进行中	提高产品质量及市场竞争力
Z006SGX	丰富公司产品线	进行中	丰富维生素和矿物质产品管线
Z001WDD	丰富公司产品线	进行中	丰富免疫领域产品管线
Z014Y CZ	丰富公司产品线	进行中	丰富慢病领域产品管线

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 公司产品管线丰富，有望实现业绩回升

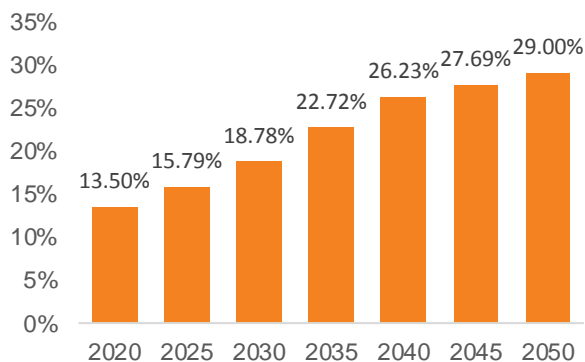
2.1. 心脑血管药物市场空间广阔，具有较好发展潜力

老龄化增加心脑血管药物需求，市场潜力可观

心脑血管疾病是心血管疾病和脑血管疾病的统称，泛指由于高脂血症、血液黏稠、动脉粥样硬化、高血压等所导致的心脏、大脑及全身组织发生缺血性或出血性疾病的统称。心脑血管疾病用药一直是全球医药市场的前三大用药品种。根据米内网的数据显示，自 2018 年至 2021 年，心脑血管类疾病用药始终属于中成药临床终端用药的第一大类，2021 年占比超过 33%。

据北大国发院 2021 年预测，预计到 2035 年我国 65 岁以上人口占总人口超 20%，老龄化程度不断加重。根据美年大健康数据，心血管疾病的检出率随着年龄增长不断增加，如高血压在 18-24 岁人群中发病率仅为 7.0%，在 70 岁以上人群中则增长至 66.0%，此外如颈动脉斑块和冠状动脉钙化等疾病检出率也表现出明显的随年龄增长趋势。考虑到我国人口基数和相关疾病检出率，我们认为心血管药物市场空间广阔，具有较好的发展潜力。

图 10：2020-2050E 中国 65 岁及以上老龄人口占比 (%)



资料来源：北大国发院微信公众号，天风证券研究所

图 11：部分心血管疾病检出率随年龄变化 (%)



资料来源：《美年健康 2023 年度健康体检大数据蓝皮书》，上海美年大健康微信公众号，天风证券研究所

公司心脑血管产品丰富，多项进入国家医保名单

公司在心脑血管领域具有多个产品，包括注射用磷酸肌酸钠、安脑丸、安脑片、奥美沙坦酯片、普伐他汀钠片、奥美沙坦酯氨氯地平片、甲苯磺酸艾多沙班片、银杏达莫注射液、盐酸法舒地尔注射液、注射用长春西汀、注射用脑蛋白水解物（Ⅲ）。其中，奥美沙坦酯片等多个产品被列入国家医保乙类药物名录，安脑丸、安脑片进入国家基础药物名录。

表 3：公司心脑血管领域部分药品情况

药品名称	是否进入国家医保名单	是否进入基药	功效
注射用磷酸肌酸钠	否	否	心脏手术时加入心脏停搏液中保护心肌。缺血状态下的心肌代谢异常
安脑丸	是	是	清热解毒，醒脑安神，豁痰开窍，镇惊熄风。用于高热神昏，烦躁谵语，抽搐惊厥，中风窍闭，头痛眩晕；高血压、脑中风见上述证候者。
安脑片	是	是	清热解毒，醒脑安神，豁痰开窍，镇惊熄风。用于高热神昏，烦躁谵语，抽搐惊厥，中风窍闭，头痛眩晕；高血压、脑中风见上述证候者
奥美沙坦酯片	是	否	适用于高血压的治疗
普伐他汀钠片	是	否	高血脂症、家族性高胆固醇血症
奥美沙坦酯氨氯地平片	是	否	用于治疗原发性高血压。本固定剂量复方适用于单用奥美沙坦酯或氨氯地平治疗血压控制效果不佳的成人患者
甲苯磺酸艾多沙班片	是	否	用于伴有一个或多个风险因素的非瓣膜性房颤成人患者，预防卒中和体循环栓塞。用于治疗成人深静脉血栓和肺栓塞，以及预防成人深静脉血栓和肺栓塞复发
银杏达莫注射液	是	否	适用于预防和治疗冠心病、血栓栓塞性疾病
盐酸法舒地尔注射液	是	否	改善和预防蛛网膜下腔出血术后的脑血管痉挛及引起的脑缺血症状
注射用长春西汀	是	否	改善脑梗塞后遗症、脑出血后遗症、动脉硬化症等诱发的各种症状
注射用脑蛋白水解物（Ⅲ）	否	否	用于颅脑外伤、脑血管病后遗症伴有记忆减退及注意力焦躁障碍的症状改善

资料来源：公司官网，天风证券研究所

业绩基本保持稳定，有望实现回升

公司心脑血管产品 2018 年营收达到高峰，实现超 24 亿元营业收入，主要系公司慢病口服产品销量实现快速增长：安脑丸实现销量 2700 余万丸，同比增长超 70%；安脑片实现销量 6000 余万片，同比增长近 40%，此外奥美沙坦脂片等多个产品也出现营收大幅增长。2019 年起营收出现下降趋势，2021-2023 年基本保持平稳。2024 年上半年，公司心脑血管产品实现营收 3.56 亿元，同比下降 1.04%。

毛利与毛利率方面，公司心脑血管产品毛利率基本保持在 50% 以上，近年来受集采等影响，整体呈下降趋势。2020 年，公司实现心脑血管产品毛利率 69.66%，2024 年上半年下降至 49.73%，基本与 2023 年持平。2024 年上半年，公司实现心脑血管产品毛利 1.8 亿元。毛利水平自 2018 年起逐年下滑，2022 年短暂回升，主要系营收增长。

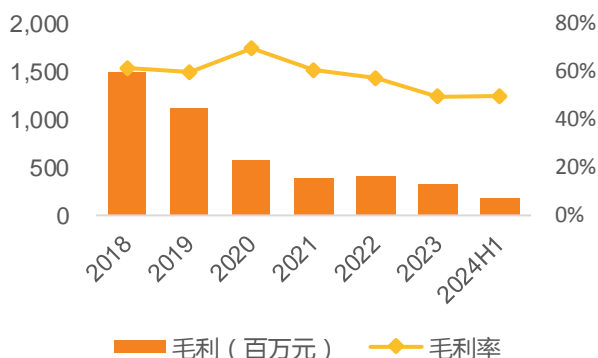
我们认为，未来公司心脑血管产品或有望保持稳定营收与毛利率，随着主要产品安脑丸/片解除医保支付限制，营收情况有望持续回升。

图 12：2018-2024H1 年公司心脑血管产品营收及同比（百万元，%）



资料来源：ifind，天风证券研究所

图 13：2018-2024H1 年公司心脑血管产品毛利及毛利率（百万元，%）



资料来源：ifind，天风证券研究所

独家产品安脑丸/片解除医保限制，增长潜力可观

安脑丸/片是公司控股子公司哈尔滨蒲公英药业旗下产品，是公司独家产品。主要成分包括人工牛黄、猪胆汁粉、朱砂、冰片、水牛角浓缩粉、珍珠、黄芩、黄连、栀子、雄黄、郁金、石膏、赭石、珍珠母、薄荷脑等多种中药材。安脑丸的功能主治为清热解毒，醒脑安神，豁痰开窍，镇惊熄风，用于高热神昏，烦躁谵语，抽搐惊厥，中风窍闭，头痛眩晕；高血压、脑中风见上述证候者。

2021-2023 年，安脑丸/片营收与毛利有所降低，2023 年实现营收 1.0 亿元，同比下降 24.96%；毛利 0.7 亿元，毛利率达 69.31%，毛利率较前一年稍有回升。2023 年底，根据 2023 年 12 月出台的《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2023 年）》，安脑丸/片已成功解除医保支付限制，2024 年上半年安脑丸/片实现营收 0.95 亿元，同比增长幅度超过 50%，产品毛利率 74.12%，较 2023 年提高较为明显。我们认为 2024 年安脑丸/片或有望成为公司较好的业绩增长点。

图 14：2021-2024H1 安脑丸营收及同比（百万元，%）

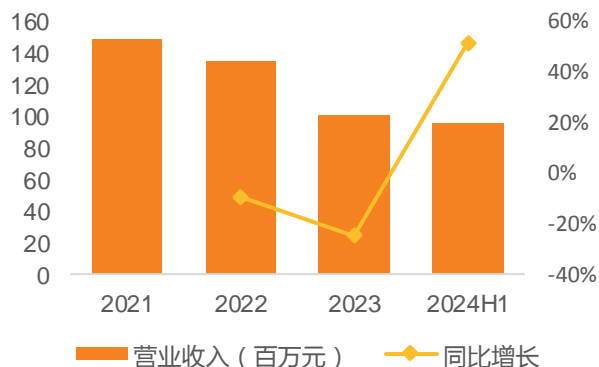
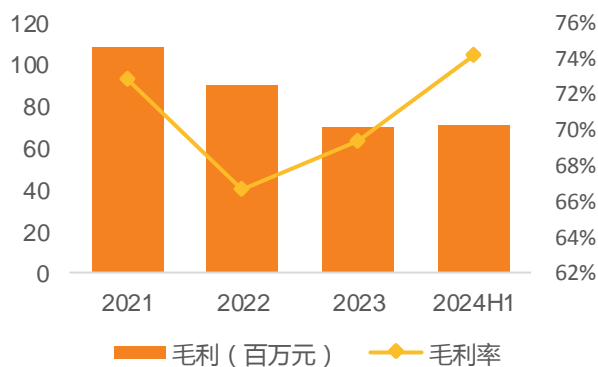


图 15：2021-2024H1 年安脑丸毛利及毛利率（百万元，%）



资料来源：ifind，天风证券研究所

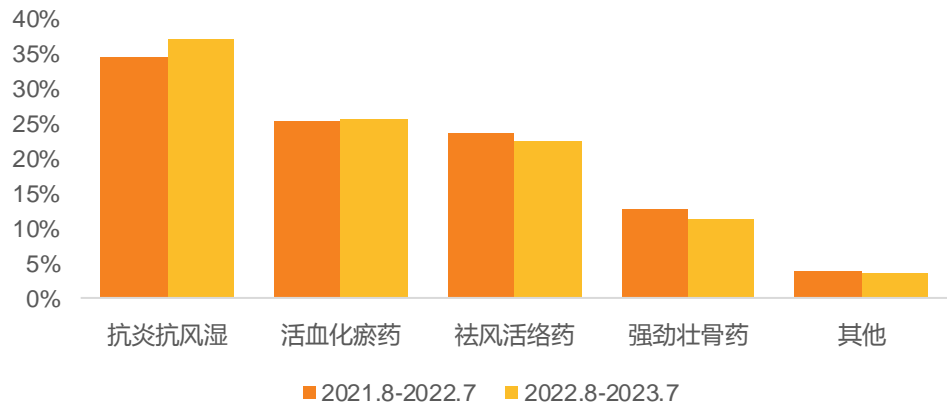
资料来源：ifind，天风证券研究所

2.2. 专注关节，鹿瓜多肽注射液中选“3+N”

骨科药物市场中抗炎抗风湿占比最高

骨伤疾病主要可分为骨折、腰腿痛、骨性关节炎、阴疽、跌打损伤、骨质疏松症等疾病，骨伤科产品分为跌打损伤用药、骨质疏松类用药、骨科镇痛用药、骨性关节炎用药、风湿性疾病用药和骨科其他用药。在各骨科细分市场中，抗炎抗风湿药物占比最高，2022-2023年，市场占比达到37.0%，此外，活血化瘀药物、祛风活络药物等也占据一定市场份额。

图 16：2021-2023 年中国骨科药物细分市场占比（单位：%）

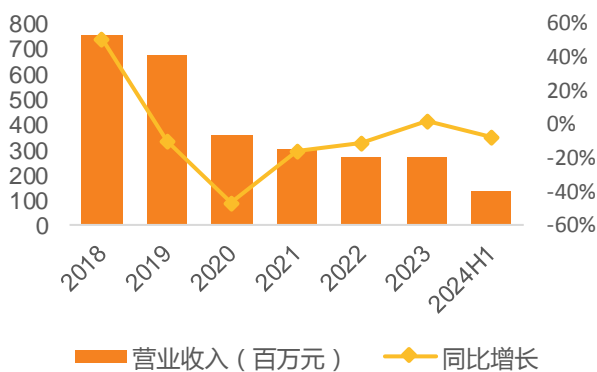


资料来源：存健康微信公众号，天风证券研究所

骨科产品营收回升，毛利率水平高

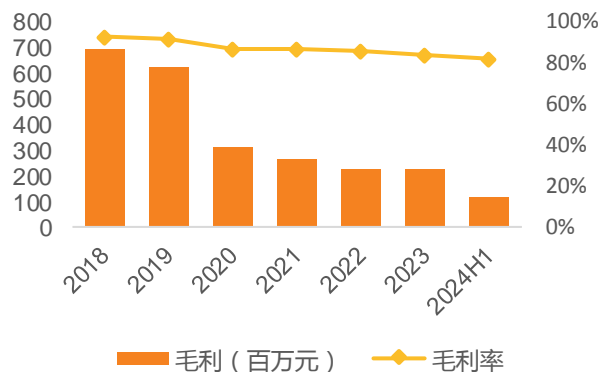
公司骨科产品营业收入在2018年出现高峰，随后出现下跌，2023年业绩回升，实现营收2.70亿元，同比增长1.7%，系骨科主要产品鹿瓜多肽注射液入选京津冀“3+N”联盟带来增量。2024年上半年，骨科产品实现营收1.38亿元，同比下降8.1%，基本保持稳定。骨科产品毛利率始终稳定保持在较高水平，超80%。2024年上半年，骨科产品毛利1.13亿元，实现毛利率81.7%，同比略有下降，主要系受到集采影响，后续有望以价换量，实现回升。

图 17：2018-2024H1 公司骨科产品营收及同比增长（百万元，%）



资料来源：ifind，天风证券研究所

图 18：2018-2024H1 公司骨科产品毛利及毛利率（百万元，%）



资料来源：ifind，天风证券研究所

主要品种鹿瓜多肽注射液中选“3+N”，占据细分市场过半份额

公司骨科产品鹿瓜多肽注射液是由鹿科动物梅花鹿（Cervus Nippon Temmick）的骨骼和葫芦科植物甜瓜（Cucumis melo L.）的干燥成熟种子，经分别提取后制成的灭菌水溶液。主要用于治疗风湿性关节炎、类风湿性关节炎、骨关节炎、创伤恢复等病症。

根据米内网发布的2023年全国公立医院数据，2023年，该产品在细分市场份中位于第

一位，市场份额达 58.21%。该产品目前已中选京津冀“3+N”联盟药品集中采购，有望实现持续放量。我们认为，该产品后续有望继续保持营收增长趋势，增长空间较为广阔。

2.3. 维生素类药物竞争格局良好，占据细分行业龙头

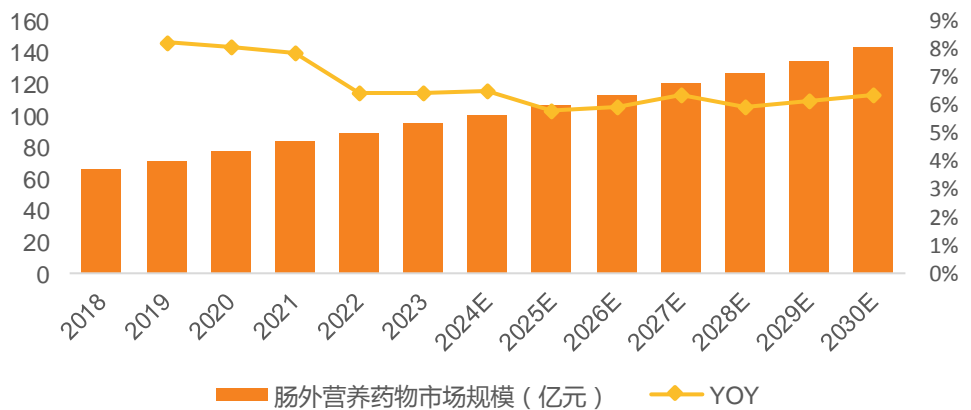
营养不良现象严重，肠外营养市场需求量大

肠外营养（PN）疗法主要通过静脉途径为患者输注一系列必需的营养物质，该疗法专为因故无法从胃肠道获得足够营养支持的病人设计。这些输注的药物组合了关键的营养成分，如氨基酸以构建蛋白质、脂肪作为能量来源、碳水化合物提供即时能量、维生素及矿物质维持身体各项功能正常运行。此疗法的目的在于填补患者因无法通过自然进食途径或进食量不足以支撑其生理代谢需求所留下的营养空缺。通过实施肠外营养治疗，即使在患者无法进食或处于高代谢状态的情况下，也能确保其获得均衡的营养供给，从而保持良好的营养状态，强化免疫系统功能，并有助于加速伤口的愈合进程。

在国内医疗体系中，住院患者的营养不良问题显得尤为突出，其发生率广泛波动于 30%至 55%之间，尤其是在重症监护环境下，这一现象更为加剧，营养不良率可高达 80%。据官方数据统计，我国三级甲等医院接收的肿瘤住院病人群体中，重度营养不良状况已占据高达 58%的比例，若将轻度营养不良病例也纳入考量，则整体营养不良的发生率几乎逼近 80%。尽管这一数据揭示了肿瘤患者面临的严重营养不良挑战，但在临床实践中，针对此问题的干预措施却显得力不从心。具体而言，仅有大约 31%的营养不良患者获得了必要的营养治疗干预，而超过三分之二的同类患者，尤其是那些病情危重、处于重度营养不良状态的患者，超过半数都未能及时获得应有的营养支持治疗，这一现状亟待改善，肠外营养药物市场空间广阔。

根据智研瞻数据，自 2018-2023 年，我国肠外营养市场规模从 66.24 亿元增长至 94.60 亿元，预计到 2030 年，我国肠外营养市场规模将突破 140 亿元，市场空间较为广阔。

图 19：2018-2030E 我国肠外营养药物市场规模及同比增长（亿元，%）



资料来源：智研瞻微信公众号，天风证券研究所

公司维生素类药物营收整体平稳，毛利率有所降低

公司维生素类药物基本保持稳定营收水平，其中，2020 年公司维生素类药物实现营收 6.9 亿元，同比下降 35.63%，主要系疫情对其他病种住院人数造成影响。2024 年上半年，维生素类药物实现营收 5.32 亿元，同比降低 14.26%。毛利率方面，2024 年上半年该产品毛利率有所下降。我们认为，未来该产品或有望实现以价换量，出现营收增长、毛利回升的态势。

图 20：2019-2024H1 公司营养药物营收及同比增长（百万元，%）

图 21：2019-2024H1 公司营养药物毛利及毛利率（百万元，%）



资料来源: ifind, 天风证券研究所

资料来源: ifind, 天风证券研究所

注射用多种维生素(12)独占鳌头, 有望继续增长

注射用多种维生素(12)是静脉补充维生素用药, 用于预防和治疗多种维生素缺乏症, 维持人体内环境平衡。多种维生素注射液(12)为国内首仿、国产独家品种, 进入国家医保目录(乙类)、国家基药目录, 截止至2023年底该产品已经完成30个省级行政区域的中标/挂网。目前该产品已在河南十九省联盟集采、浙江第四批集采中独家中选。

多年来, 注射用多种维生素(12)占据细分行业超80%市场份额, 具有先发竞争优势, 我们认为该产品未来或有望实现营收增长。

2.4. 电解质药物行业领军者, 营收占比逐年提升

维持人体内环境平衡, 趋于精细化和专业化

电解质药物是指用于调节体内电解质平衡的药物, 体内电解质包括钠(Na^+)、钾(K^+)、钙(Ca^{2+})、镁(Mg^{2+})等, 在维持细胞膜的稳定性、神经传导、肌肉收缩等一系列生理功能中发挥重要作用。电解质药物有多种类别和调节人体内环境稳定的作用机制, 钠平衡药物袪利尿剂和噻嗪类利尿剂通过调节尿液中钠的排泄量, 来确保体内钠离子的稳态; 钾平衡药物钾补充剂和钠-钾交换树脂被用于治疗低钾血症和高钾血症, 以调节钾的平衡; 钙剂和钙通道阻滞剂有效维持体内钙平衡, 不仅用于纠正低钙血症, 还作为抗高血压药物使用; 镁剂不仅可治疗低镁血症, 还展现出抗惊厥的功效; 碳酸氢钠和醋酸盐等药物可用于调整体液的酸碱度, 以维持酸碱平衡; 磷酸盐平衡调节药物专注于治疗低磷血症; 当多种电解质失衡时, 电解质复合制剂如口服补液盐, 提供了综合性的治疗方案, 能够同时纠正多种失衡状态, 为临床治疗带来较大便利。

上世纪中叶, 人们逐渐意识到人体电解质失调对健康的影响, 初代电解质药物应运而生, 主要为单一类别电解质补充剂, 如基础的氯化钠、氯化钾, 用于治疗严重的脱水、电解质紊乱等症状。20世纪六七十年代, 电解质药物开始向复方电解质制剂发展, 能够更全面地模拟人体复杂内环境, 维持人体电解质平衡。进入本世纪以来, 随着学科交叉融合与医药科技进步, 电解质药物的研发更趋于精细化和个性化, 多种定制化电解质补充剂被开发, 药品的安全性与有效性也得到进一步保障。

电解质药物起步较晚, 保持高速增长

目前, 公司电解质药物主要包括氯化钾缓释片(补达秀)、注射用门冬氨酸钾镁(欣美佳)、蔗糖铁注射液(卫信康)三款产品, 产品种类较少。

自2020年起, 公司电解质药物营业收入逐年增加。2023年, 电解质药物实现营业收入2.36亿元, 同比增长20.5%。2024年上半年, 电解质药物实现营收0.68亿元, 同比下降43.79%。

毛利及毛利率方面, 电解质药物毛利率表现平稳, 自2019年起基本保持在60%, 毛利随

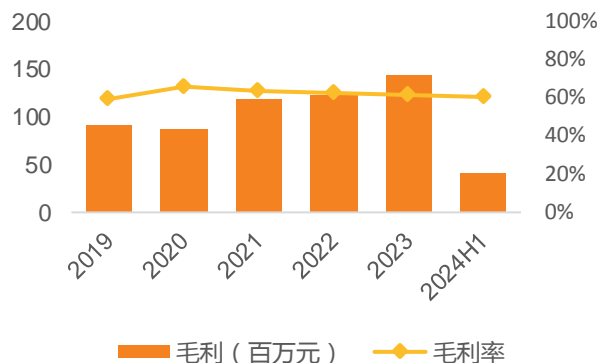
营收增长。2024 年上半年公司实现毛利 0.41 亿元，毛利率 60.83%，较 2023 年毛利率（61.04%）略有下降。

图 22：2019-2024H1 公司电解质药物营业收入及同比（百万元，%）



资料来源：ifind，天风证券研究所

图 23：2019-2024H1 公司电解质药物毛利及毛利率（百万元，%）



资料来源：ifind，天风证券研究所

主要产品补达秀进入多个医保名录，集采实现销量提升

补达秀，即氯化钾缓释片，是一种用于治疗和预防低钾血症的电解质平衡调节剂。补达秀可有效预防和低钾血症，适用于各种原因引起的低钾血症，如进食不足、呕吐、严重腹泻、应用排钾利尿药、低钾性家族周期性麻痹、长期应用糖皮质激素和补充高渗葡萄糖等。补达秀还可对低钾血症起到预防作用，当患者因进食少、严重或慢性腹泻、长期服用肾上腺皮质激素等出现失钾情况时，可进行预防性补钾，以免对人体造成进一步伤害。此外补达秀还可治疗洋地黄中毒引起的频发、多源性早搏或快速性心律失常。该产品目前已经进入国家医保甲类名单、国家基药目录。

2021 年补达秀中选全国第五批药品集中带量采购，同类产品仅三家中选，竞争格局良好。公司产品供应天津、辽宁、黑龙江等十个省市，医疗机构覆盖率与销量均实现提升。2024 年上半年，该产品中选河南十三省联盟、苏陕联盟及山东省药品集中采购。

表 4：全国第五批药品集采氯化钾缓释片中选药物

中选企业	规格包装	申报价	供应省市
深圳市中联制药有限公司	0.5g*12 片/板*4 板/盒	17.8 元/盒	河北、山西、内蒙古、上海、安徽、广东、海南、重庆、贵州、陕西、青海
广州誉东健康制药有限公司	0.5g*8 片/板*6 板/盒	18.17 元/盒	天津、辽宁、黑龙江、江苏、浙江、湖北、湖南、广西、甘肃、新疆（全兵团）
上海海虹实业（集团）巢湖 今辰药业有限公司	0.5g*12 片/板*5 板/盒	23.98 元/盒	北京、吉林、福建、江西、山东、河南、四川、云南、西藏、宁夏

资料来源：中国医疗保障微信公众号，天风证券研究所

3. 盈利预测与估值

3.1. 收入拆分与盈利预测

收入拆分与关键假设：

公司目前主要有 4 类药物，分别是心脑血管类药物、骨科药物、营养类药物（维矿类）和电解质药物。

心脑血管类药物包括安脑丸等，市场空间广阔，潜力较大，公司心脑血管产品丰富，多项进入医保名单，但产品受到集采影响，因此我们合理预计公司心脑血管类药物 2024-2026 年收入增速分别为 8%、15%、19%。

骨科药物聚焦关节领域，我们认为由于市面上同类型产品较多，竞争相对激烈，集采带来降价影响但公司有望实现以价换量，因此我们合理预计公司骨科药物 2024-2026 年收入增速分别为 10%、9%、9%。

维生素类药物包括注射用多种维生素（12）等，市场竞争格局较好，但短期内受到集采降价影响，因此我们合理预计公司营养类药物 2024-2026 年收入增速分别为-29%、10%、10%。

电解质类药物，公司产品补达秀 2024 年上半年已中选河南十三省联盟、苏陕联盟及山东省药品集中采购，我们认为公司或可通过以价换量实现销售收入稳步增长，因此我们预计该板块 2024-2026 年收入增速分别为 1%、5%、5%。

其他用药版块和领域包括抗肿瘤药物、抗感染药物、消化药物、肾病药物等多个品种药物，占公司整体收入较为有限，考虑到历史销售收入趋势，我们合理预计其他用药版块和领域 2024-2026 年收入增速分别为-20%、-10%、-5%。

其他业务，此项业务占公司收入比重有限，公司整体经营持续向好，我们合理预计其他业务 2023-2025 年收入增速分别为 10%、10%、10%。

表 5：公司收入拆分

单位：亿元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	31.45	31.08	26.26	23.31	25.29	27.99
yoy	3%	-1%	-16%	-11%	9%	11%
毛利率	74%	77%	58%	55%	54%	54%
归属母公司股东的净利润	0.45	-2.91	1.20	1.94	2.32	2.68
心脑血管类药物收入	6.54	7.15	6.80	7.37	8.49	10.07
yoy	-21%	9%	-5%	8%	15%	19%
骨科药物收入	3.01	2.66	2.70	2.98	3.25	3.54
yoy	-16%	-12%	2%	10%	9%	9%
维生素类药物收入	10.20	12.74	10.84	7.71	8.46	9.29
yoy	47%	25%	-15%	-29%	10%	10%
电解质药物收入	1.87	1.96	2.36	2.37	2.49	2.62
yoy	41%	5%	20%	1%	5%	5%
其他用药版块和领域收入	8.99	6.50	3.48	2.78	2.51	2.38
yoy	20%	-28%	-46%	-20%	-10%	-5%
其他业务	0.83	0.07	0.08	0.09	0.09	0.10
yoy	-72%	-92%	16%	10%	10%	10%

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 23.31/25.29/27.99 亿元，同比增长分别为 -11%/9%/11%；归属于上市公司股东的净利润分别为 1.94/2.32/2.68 亿元，EPS 分别为 0.09/0.10/0.12 元。

3.2. 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，公司主营制药业务，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、东诚药业和贝达药业。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 37.87X、28.39X。考虑到公司作为制药领域的优秀企业，同时公司核心产品安脑丸/片等销售表现较为突出，我们看好公司未来发展，首次覆盖，给予“买入”评级，给予 2024 年目标 PE 为 38X，目标价 3.23 元/股。

表 6：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	5.21	6.74	8.56	31.14	21.57	16.65	13.12
东诚药业	002675.SZ	2.10	2.39	3.09	3.92	72.07	43.14	33.41	26.33
贝达药业	300588.SZ	3.48	4.73	6.58	8.54	61.99	48.9	35.12	27.05
可比公司平均		3.09	4.11	5.47	7.01	55.07	37.87	28.39	22.17

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 20241227 收盘后。

4. 风险因素

行业政策变动风险

医药行业直接影响到使用者的生命健康安全，属于国家重点监管行业。随着医疗卫生体制改革的进一步深入，药品审批、质量监管、公立医院改革、医保控费、药品集中带量采购等政策的实施，将影响公司产品的销售数量、销售价格，从而对公司经营造成影响。

研发风险

医药产品研发涉及实验研究、临床测试、药品注册批件获取、工业化生产上市等多个阶段，随着国家监管法规、注册法规的日益严格，药品研发所需资金可能会大幅提高，存在药品研发失败的风险。

质量控制风险

注册审评新规、仿制药一致性评价办法等一系列新标准、新制度、新规定的出台和实施，对药品自研发到上市的各个环节都做出了更加严格的规定，对全流程的质量把控提出了新的要求。

环保及安全经营风险

环保法等监管规定对污染物的排放管控力度较大，在环保规范化管理和污染防治等方面对公司提出了更高的要求。

潜在信息披露风险

公司曾因业绩披露不准确两次被监管部门发函、公司孙公司誉衡制药登上失信药企“黑榜”，或有潜在信息披露风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,237.74	711.28	699.17	1,276.07	1,203.74	营业收入	3,107.95	2,626.04	2,330.57	2,528.75	2,799.39
应收票据及应收账款	229.55	205.97	182.46	239.00	227.56	营业成本	719.21	1,092.71	1,055.60	1,160.13	1,295.24
预付账款	29.48	10.25	60.13	17.21	69.13	营业税金及附加	41.52	36.12	32.05	34.78	38.50
存货	214.14	190.67	219.85	295.77	445.77	销售费用	1,925.03	1,068.52	804.05	847.13	923.80
其他	105.29	36.29	16.80	21.27	35.69	管理费用	212.81	175.19	139.83	146.67	156.77
流动资产合计	1,816.20	1,154.45	1,178.40	1,849.32	1,981.89	研发费用	100.63	85.44	69.92	75.86	83.98
长期股权投资	282.14	68.54	68.54	68.54	68.54	财务费用	46.75	31.31	4.95	(11.91)	(19.49)
固定资产	1,106.54	1,055.57	965.70	877.61	791.34	资产/信用减值损失	(93.86)	(1.24)	(5.00)	(5.00)	(5.00)
在建工程	12.89	3.05	2.04	1.23	0.58	公允价值变动收益	(24.75)	(17.93)	0.00	0.00	0.00
无形资产	225.69	199.53	161.59	123.14	84.70	投资净收益	(244.81)	(23.44)	1.00	1.00	1.00
其他	630.72	671.31	671.17	654.88	664.84	其他	695.50	4.31	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	2,257.99	1,998.00	1,869.05	1,725.41	1,610.01	营业利润	(270.09)	175.05	220.17	272.09	316.59
资产总计	4,074.19	3,152.45	3,047.44	3,574.73	3,591.90	营业外收入	1.73	2.66	23.00	23.00	23.00
短期借款	1,454.97	675.69	240.12	100.00	100.00	营业外支出	1.32	0.93	3.00	8.00	8.00
应付票据及应付账款	75.48	69.88	76.74	214.44	218.86	利润总额	(269.68)	176.78	240.17	287.09	331.59
其他	722.69	616.64	640.06	925.71	657.19	所得税	19.84	48.08	36.02	43.06	49.74
流动负债合计	2,253.14	1,362.20	956.92	1,240.14	976.05	净利润	(289.52)	128.70	204.14	244.03	281.85
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	1.81	8.37	10.21	12.20	14.09
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	(291.33)	120.33	193.93	231.83	267.76
其他	34.33	29.99	34.08	32.80	32.29	每股收益(元)	(0.13)	0.05	0.09	0.10	0.12
非流动负债合计	34.33	29.99	34.08	32.80	32.29						
负债合计	2,370.64	1,442.22	990.99	1,272.94	1,008.34	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	72.30	48.46	58.66	70.87	84.96	成长能力					
股本	2,198.12	2,198.12	2,279.75	2,279.75	2,279.75	营业收入	-1.19%	-15.51%	-11.25%	8.50%	10.70%
资本公积	471.13	380.47	443.31	443.31	443.31	营业利润	-381.65%	-164.81%	25.78%	23.59%	16.35%
留存收益	(1,033.84)	(913.51)	(719.57)	(487.74)	(219.98)	归属于母公司净利润	-746.79%	-141.31%	61.16%	19.54%	15.50%
其他	(4.17)	(3.32)	(5.70)	(4.39)	(4.47)	获利能力					
股东权益合计	1,703.54	1,710.23	2,056.45	2,301.78	2,583.56	毛利率	76.86%	58.39%	54.71%	54.12%	53.73%
负债和股东权益总计	4,074.19	3,152.45	3,047.44	3,574.73	3,591.90	净利率	-9.37%	4.58%	8.32%	9.17%	9.56%
						ROE	-17.86%	7.24%	9.71%	10.39%	10.72%
						ROIC	-13.44%	9.34%	13.94%	17.07%	30.07%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	58.19%	45.75%	32.52%	35.61%	28.07%
净利润	(289.52)	128.70	193.93	231.83	267.76	净负债率	12.75%	-2.08%	-22.32%	-51.09%	-42.72%
折旧摊销	135.71	109.57	98.32	96.85	94.86	流动比率	0.78	0.82	1.23	1.49	2.03
财务费用	80.14	49.23	4.95	(11.91)	(19.49)	速动比率	0.69	0.68	1.00	1.25	1.57
投资损失	244.81	23.44	(1.00)	(1.00)	(1.00)	营运能力					
营运资金变动	(86.49)	(67.01)	(51.57)	344.34	(479.47)	应收账款周转率	13.57	12.06	12.00	12.00	12.00
其它	176.97	30.25	10.21	12.20	14.09	存货周转率	10.98	12.97	11.35	9.81	7.55
经营活动现金流	261.62	274.18	254.83	672.30	(123.25)	总资产周转率	0.71	0.73	0.75	0.76	0.78
资本支出	(107.88)	(191.86)	(34.58)	(29.22)	(29.99)	每股指标(元)					
长期投资	(12.52)	(213.60)	0.00	0.00	0.00	每股收益	-0.13	0.05	0.09	0.10	0.12
其他	(103.48)	499.84	66.08	60.72	61.49	每股经营现金流	0.11	0.12	0.11	0.29	-0.05
投资活动现金流	(223.88)	94.38	31.50	31.50	31.50	每股净资产	0.72	0.73	0.88	0.98	1.10
债权融资	(149.90)	(810.60)	(440.52)	(128.21)	19.49	估值比率					
股权融资	28.35	(89.80)	142.08	1.30	(0.07)	市盈率	-19.88	48.12	29.86	24.98	21.63
其他	(91.00)	11.23	0.00	0.00	(0.00)	市净率	3.55	3.48	2.90	2.60	2.32
筹资活动现金流	(212.55)	(889.16)	(298.44)	(126.90)	19.41	EV/EBITDA	32.28	16.35	15.03	11.83	11.00
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	131.76	24.27	21.19	15.99	14.34
现金净增加额	(174.82)	(520.60)	(12.11)	576.90	(72.33)						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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