

大股东持续赋能，多业务齐头并进

买入|首次评级

——太龙药业（600222.SH）首次覆盖报告

报告要点：

● 河南省医药头部企业，大股东持续赋能，业绩稳健增长

太龙药业 1993 年建厂，1999 年在上海证券交易所上市，是河南省医药行业首家上市公司。2015 年，公司全资收购桐君堂和北京新领先，进军中药饮片和医药研发外包业务，形成了目前药品制剂、中药饮片和药品研发服务三大核心业务板块。公司大股东是郑州泰容产业投资有限公司，持有公司 14.37% 的股份，公司实控人是郑州高新技术产业开发区管委会。高新产投是河南省内国有投资机构，未来将持续推进公司在中医药、CXO 和大健康等领域的战略发展与实施，在资金、资源和产业整合方面为公司赋能增量。

● 双黄连口服液引领发展，中药饮片有望厚积薄发

公司中药口服液核心品种是双黄连口服液，2024 年底双黄连口服液（儿童型）参加全国中成药采购联盟集中采购并成功中选，进一步推动双黄连口服液（儿童型）的医疗终端准入和销售渠道覆盖，帮助公司持续扩大市场份额，巩固市场地位，预计公司的双黄连口服液未来仍有望保持稳健增长。除此之外，公司还有小儿清热止咳口服液、小儿退热口服液、小儿复方鸡内金咀嚼片等儿童用药系列产品，已经形成口服液产品集群，且儿科领域优势突出，未来销售层面有望凸显协同效应。公司的中药饮片业务以子公司桐君堂为主开展，近几年收入稳健增长，预计未来有望受益集采，实现快速增长。

● 医药研发外包行业逐步回暖，北京新领先有望开启新增长

目前，我国创新药融资已经趋于平稳，同时，已经上市的医药公司仍在持续加大研发投入，为医药研发外包行业的发展奠定基础，整体来看，我国的医药研发外包行业有望逐步回暖。公司的医药研发外包服务以子公司北京新领先为主体进行开展，可以提供临床前药学研究、临床 CRO 研究、申报注册等药品研发全过程专业技术服务，2024 年实现收入 2.65 亿元，净利润 1111.42 万元，预计未来有望受益行业发展，实现业绩持续增长。

● 盈利预测与投资建议

预计 2025-2027 年，公司实现营业收入分别为 21.26 亿元、23.23 亿元和 25.33 亿元，归母净利润分别为 0.66 亿元、0.98 亿元和 1.17 亿元，对应 EPS 分别为 0.11 元/股、0.17 元/股和 0.20 元/股，对应 PE 分别为 45 倍、30 倍和 25 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

研发不及预期风险，产品降价风险，医药行业政策风险。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2069.91	1941.42	2126.18	2323.20	2533.21
收入同比(%)	5.57	-6.21	9.52	9.27	9.04
归母净利润(百万元)	43.56	50.53	65.52	97.52	117.06
归母净利润同比(%)	160.32	16.00	29.67	48.84	20.04
ROE(%)	2.76	3.21	3.75	5.28	5.97
每股收益(元)	0.08	0.09	0.11	0.17	0.20
市盈率(P/E)	68.25	58.84	45.37	30.48	25.40

资料来源：Wind, 国元证券研究所

基本数据

52 周最高/最低价 (元): 5.73 / 4.12

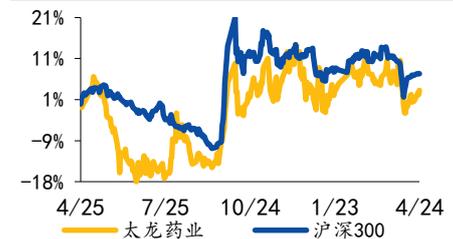
A 股流通股 (百万股): 573.89

A 股总股本 (百万股): 573.89

流通市值 (百万元): 2972.73

总市值 (百万元): 2972.73

过去一年股价走势



资料来源：iFinD

相关研究报告

报告作者

分析师 马云涛

执业证书编号 S0020522080001

电话 021-51097188

邮箱 mayuntao@gzyq.com.cn

目 录

1.河南省医药头部企业，业绩稳健增长	4
1.1 实控人持续赋能，多业务板块齐头并进	4
1.2 业绩稳步增长，盈利能力保持稳定	5
2.双黄连口服液引领发展，中药饮片有望厚积薄发	6
2.1 双黄连口服液稳健增长，产品集群效应有望凸显	6
2.2 中药饮片业务有望抓住集采机遇，实现快速发展	10
2.3 研发持续推进，在研品种丰富	11
3.医药研发外包行业逐步回暖，北京新领先有望开启新增长	12
3.1 创新药研发持续加速，医药研发外包行业有望逐步回暖	12
3.2 北京新领先有望开启新增长	13
4.药品流通和药材贸易业务平稳增长	14
5.盈利预测与投资建议	15
5.1 盈利预测	15
5.2 投资建议	17
6.风险提示	18

图表目录

图 1：公司发展历程	4
图 2：太龙药业股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）	4
图 3：近年营收及增长率	5
图 4：近年归母净利润	5
图 5：公司收入结构情况	5
图 6：公司整体毛利率和净利率水平	6
图 7：公司四项费用率情况	6
图 8：公司中药口服液收入情况	8
图 9：公司中药口服液毛利率情况	8
图 10：我国呼吸系统中成药市场规模	8
图 11：公司中药饮片收入情况	10
图 12：公司中药饮片毛利率情况	10
图 13：我国中药饮片市场规模	10
图 14：公司历年研发投入情况	11
图 15：我国创新药行业一级融资情况	12
图 16：我国医药上市公司研发费用情况	13
图 17：公司医药研发外包服务收入情况	13
图 18：公司医药研发外包服务毛利率情况	13
图 19：子公司北京新领先历年净利润水平	14
图 20：公司医药商品流通业务收入情况	14
图 21：公司药材贸易收入情况	14

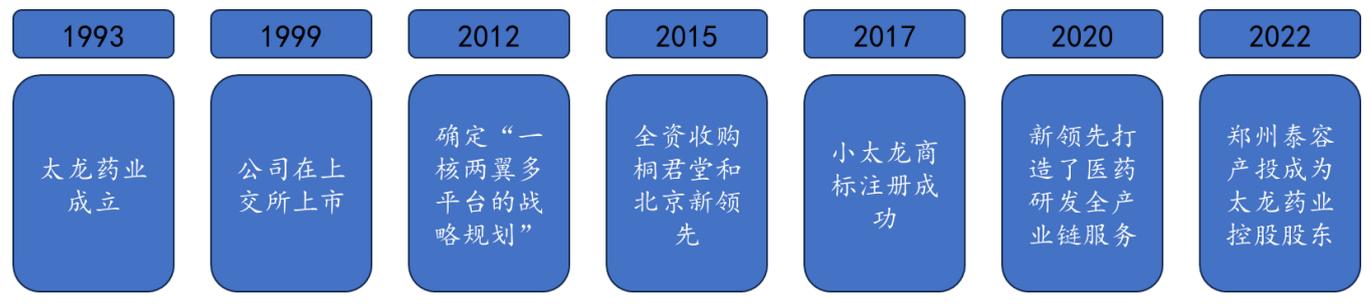
图 22: 公司医药商品流通业务毛利率情况	15
图 23: 公司药材贸易毛利率情况.....	15
表 1: 公司药品制剂板块主要产品	6
表 2: 2024Q1-3 中国零售药店终端呼吸系统中成药产品 TOP20 (单位: 亿元)	9
表 3: 公司主要在研产品.....	12
表 4: 太龙药业收入拆分.....	16
表 5: 可比公司估值对比.....	18

1. 河南省医药头部企业，业绩稳健增长

1.1 实控人持续赋能，多业务板块齐头并进

太龙药业 1993 年建厂，1999 年在上海证券交易所上市，是河南省医药行业首家上市公司。2015 年，公司全资收购桐君堂和北京新领先，进军中药饮片和医药研发外包业务，形成了目前药品制剂、中药饮片和药品研发服务三大核心业务板块。2022 年，公司原大股东郑州众生实业集团向郑州泰容产投协议转让太龙药业 14.37% 的股份，郑州泰容产投成为太龙药业控股股东。

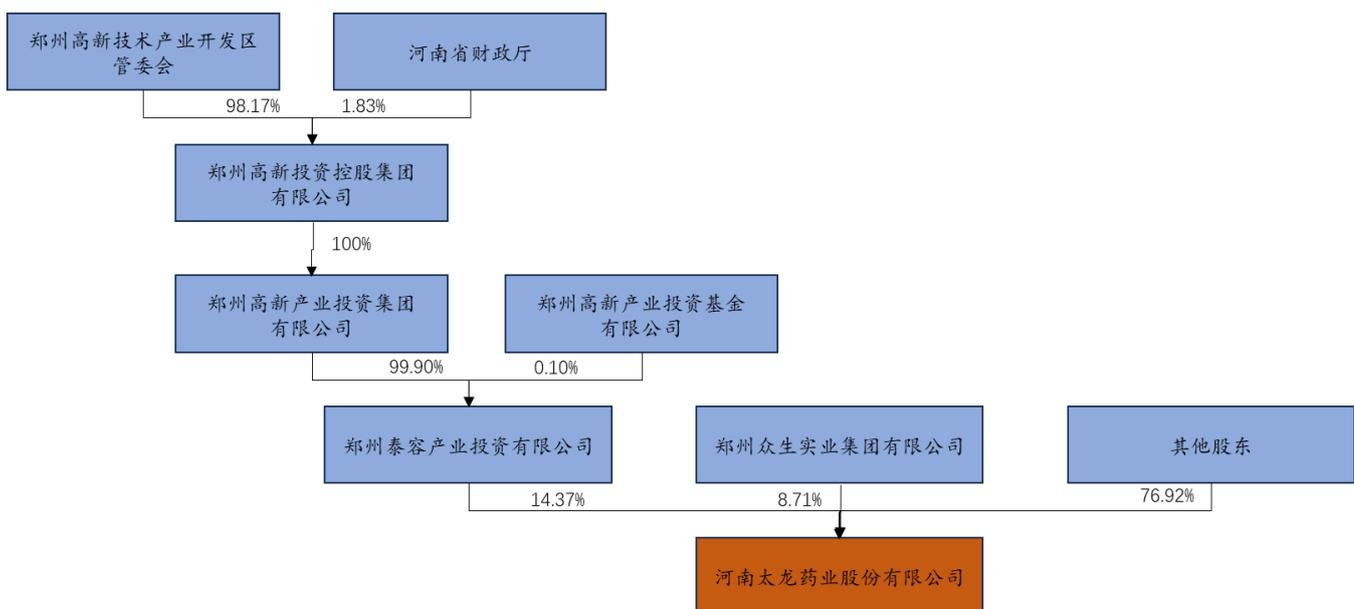
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，国元证券研究所

公司大股东是郑州泰容产业投资有限公司，持有公司 14.37% 的股份，公司实控人是郑州高新技术产业开发区管委会。高新产投是河南省内国有投资机构，未来将持续推进公司在中医药、CXO 和大健康等领域的战略发展与实施，在资金、资源和产业整合方面为公司赋能增量。

图 2：太龙药业股权结构（截至 2024 年 12 月 31 日）

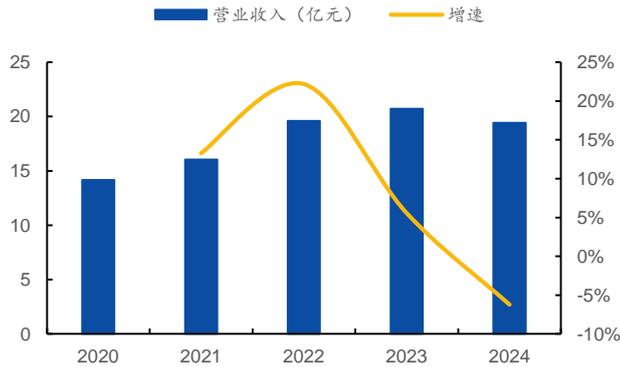


资料来源：iFinD，国元证券研究所

1.2 业绩稳步增长，盈利能力保持稳定

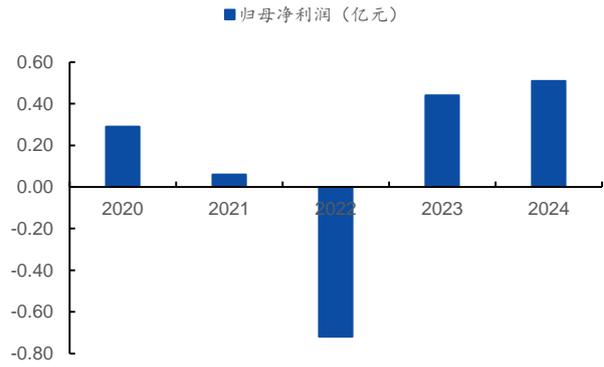
近几年，公司收入规模整体稳健增长，从 2020 年的 14.17 亿元增长到 2024 年的 19.41 亿元，复合增速达到 8.18%。从利润端来看，公司 2022 年利润端出现亏损，主要与公司制药产品毛利率下降以及子公司北京新领先出现亏损有关，进入 2023 年后，北京新领先逐步调整，实现盈利，加之公司制药主业稳健增长，公司利润端实现扭亏为盈。

图 3：近年营收及增长率



资料来源：iFinD，国元证券研究所

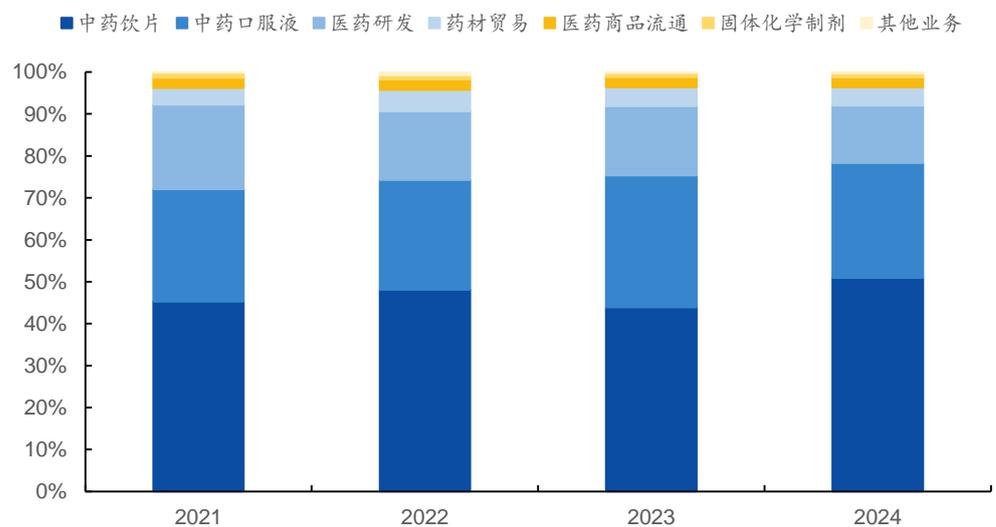
图 4：近年归母净利润



资料来源：iFinD，国元证券研究所

目前公司包含药品制剂、中药饮片、药品研发服务三大核心业务板块。药品制剂包括中药口服液和固体化学制剂，其中中药口服液贡献主要收入。此外，公司还有药品流通和药材贸易业务，整体来看，公司几大业务板块历年收入占比保持稳定。

图 5：公司收入结构情况

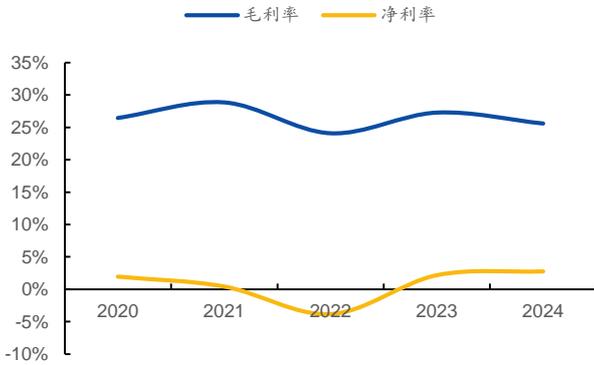


资料来源：iFinD，国元证券研究所

近几年公司的毛利率维持在 20%-25%，2023 年和 2024 年的净利率水平也比较稳定，2024 年销售费用率为 8.80%，同比于 2023 年有小幅下降，管理费用率、研发

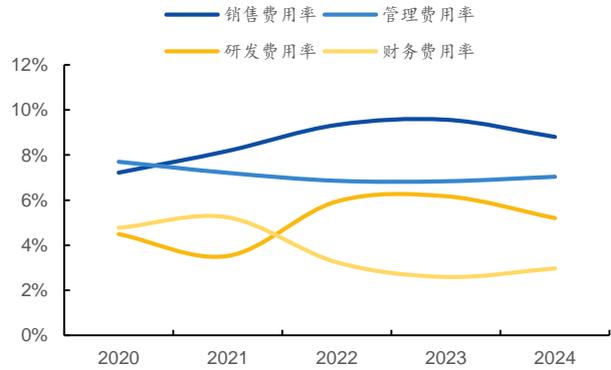
费用率和财务费用率近几年整体维持平稳。

图 6：公司整体毛利率和净利率水平



资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 7：公司四项费用率情况



资料来源：iFinD，国元证券研究所

2. 双黄连口服液引领发展，中药饮片有望厚积薄发

2.1 双黄连口服液稳健增长，产品集群效应有望凸显

公司药品制剂业务以中药口服制剂为主，治疗领域覆盖呼吸系统、心脑血管、消化系统、神经系统、生殖系统及妇科疾病，主要产品包括双黄连口服液系列、双金连合剂、小儿清热止咳口服液、小儿退热口服液、藿香正气合剂、丹参口服液、生脉饮、小儿复方鸡内金咀嚼片、石杉碱甲片、五子衍宗口服液、复方益母口服液等。其中，双金连合剂、双黄连口服液（儿童型）、双黄连合剂及小儿复方鸡内金咀嚼片为公司独家产品/剂型。

表 1：公司药品制剂板块主要产品

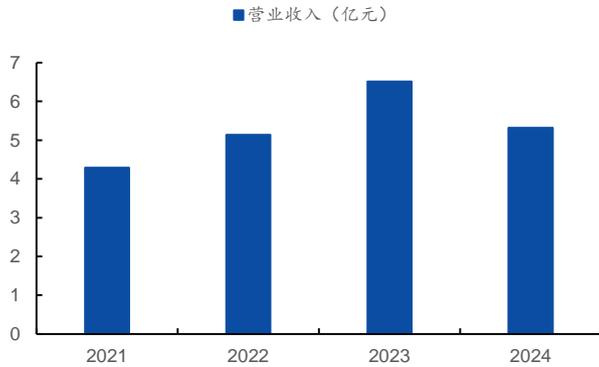
类别	主要产品	功能主治
呼吸系统类	双黄连口服液（普通型）	疏风解表、清热解毒。用于外感风热所致的感冒，症见发热，咳嗽，咽痛。
	双黄连口服液（浓缩型）	疏风解表、清热解毒。用于外感风热所致的感冒，症见发热，咳嗽，咽痛
	双黄连口服液（儿童型）	疏风解表、清热解毒。用于外感风热所致的感冒，症见发热，咳嗽，咽痛
	双黄连合剂	辛凉解表，清热解毒。用于外感风热引起的发热，咳嗽，咽痛。
	双金连合剂	辛凉解表，清热解毒。用于外感风邪感冒引起的发热、疼痛、咳嗽。
	小儿清热止咳口服液	清热宣肺，平喘，利咽。用于小儿外感风热所致的感冒，

		症见发热恶寒、咳嗽痰黄、气促喘息、口干音哑、咽喉肿痛。
	小儿退热口服液	疏风解表，解毒利咽。用于小儿风热感冒，发热恶风，头痛目赤，咽喉肿痛。
	藿香正气合剂	解表化湿，理气和中。用于暑湿感冒，头痛身重胸闷，或恶寒发热，脘腹胀痛，呕吐泄泻。
	止咳橘红口服液	清肺，止咳，化痰。用于痰热阻肺引起的咳嗽痰多、胸满气短、咽干喉痒。
	丹参口服液	活血化瘀，通脉养心。用于气滞血瘀引起的胸痛，胸闷刺痛；冠心病心绞痛见上述症候者。
心脑血管系统	生脉饮（党参方）	益气，养阴生津。用于气阴两亏，心悸气短，自汗。
	生脉饮（红参方）	益气复脉，养阴生津。用于气阴两亏，心悸气短，脉微自汗。
	小儿复方鸡内金咀嚼片	健脾开胃，消食化积。用于小儿因脾胃不和引起的食积胀满，饮食停滞，呕吐泄泻。
消化系统类	乌金口服液	温阳散寒，健脾益胃，活血化瘀。用于治疗胃寒疼痛，脾虚泄泄及脾不统血所致的出血，胃及十二指肠溃疡、出血，气血瘀滞所引起的高血压等症。
生殖泌尿系统和性激素	五子衍宗口服液	补肾益精。用于腰酸腿软，遗精早泄，阳痿不育。
妇科类	复方益母口服液	活血行气，化瘀止痛。用于气滞血瘀所致的痛经。症见：月经期小腹胀痛拒按，经血不畅，血色紫黯成块，乳房胀痛，腰部酸痛。
神经系统类	石杉碱甲片	本品适用于良性记忆障碍，提高患者指向记忆、联想学习、图像回忆、无意义图形再认及人像回忆等能力。对痴呆患者和脑器质性病变引起的记忆障碍亦有改善作用。

资料来源：公司公告，国元证券研究所

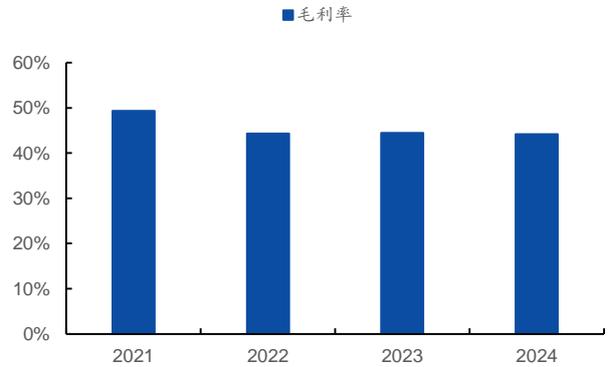
近几年，公司中药口服液产品收入整体保持较好增长，2024 年实现收入 5.32 亿元，2022 年开始，毛利率一直维持在 44% 左右，盈利能力稳定。

图 8：公司中药口服液收入情况



资料来源：iFinD，国元证券研究所

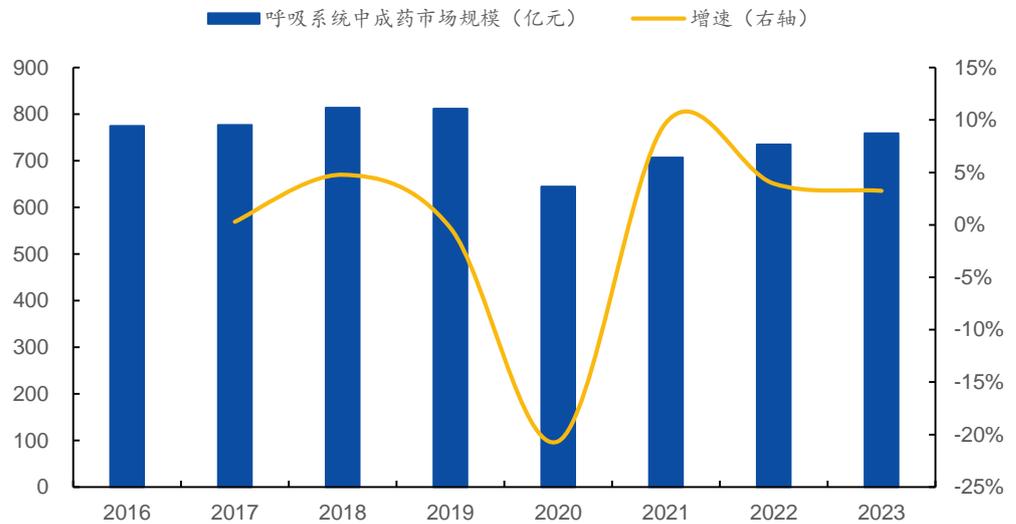
图 9：公司中药口服液毛利率情况



资料来源：iFinD，国元证券研究所

公司中药口服液的主要治疗领域为呼吸系统，我国每年有近 3 亿人受到呼吸系统疾病的侵袭，严重影响了居民的健康水平，并对公共卫生安全构成了严重威胁。随着我国吸烟率的上升和人口老龄化的加剧，预计未来 40 年内呼吸系统疾病的患病率将继续攀升。2023 年，中国呼吸系统中成药市场规模达 758.8 亿元，同比增长 3.25%，中成药对于呼吸系统疾病有较好的治疗效果，预计未来市场规模仍将持续增长。

图 10：我国呼吸系统中成药市场规模



资料来源：智研咨询，国元证券研究所

公司的主力产品是双黄连口服液，功能主治为疏风解表，清热解毒，用于外感风热所致的感冒，症见发热、咳嗽、咽痛。双黄连口服液是呼吸系统中成药中的大品种，2024Q1-3 的销售额位于中国零售药店终端呼吸系统中成药产品前 20 名。

表 2：2024Q1-3 中国零售药店终端呼吸系统中成药产品 TOP20（单位：亿元）

排名	产品名	销售额	治疗亚类	在销企业数
1	感冒灵颗粒	21+	感冒用药	25
2	京都念慈菴蜜炼川贝枇杷膏	12+	止咳祛痰平喘用药	1
3	小柴胡颗粒	9+	感冒用药	61
4	蒲地蓝消炎片	8+	清热解毒用药	28
5	急支糖浆	7+	止咳祛痰平喘用药	2
6	蓝芩口服液	7+	清热解毒用药	1
7	强力枇杷露	6+	止咳祛痰平喘用药	77
8	铁皮枫斗颗粒	6+	止咳祛痰平喘用药	1
9	蒲地蓝消炎口服液	6+	清热解毒用药	1
10	连花清瘟胶囊	6+	感冒用药	1
11	复方感冒灵颗粒	5+	感冒用药	4
12	抗病毒口服液	5+	感冒用药	21
13	板蓝根颗粒	5+	清热解毒用药	254
14	苏黄止咳胶囊	5+	止咳祛痰平喘用药	1
15	补肺丸	*	止咳祛痰平喘用药	1
16	感冒清热颗粒	*	感冒用药	97
17	复方板蓝根颗粒	*	清热解毒用药	75
18	双黄连口服液	*	感冒用药	12
19	肺力咳合剂	*	止咳祛痰平喘用药	1
20	复方鱼腥草合剂	*	清热解毒用药	3

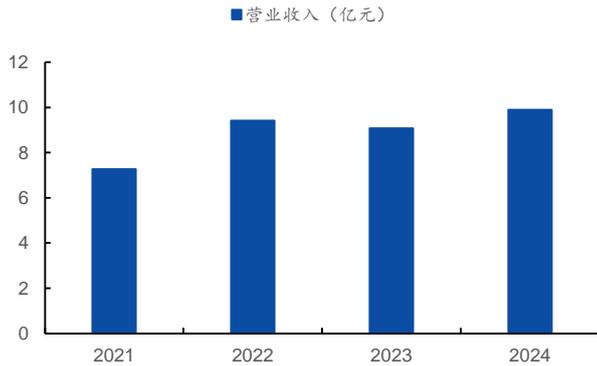
资料来源：米内网，国元证券研究所

2024 年底，公司的双黄连口服液（儿童型）参加了全国中成药采购联盟集中采购并成功中选，双黄连口服液的报价为 11.25 元/盒，2024 年 1-9 月的销售收入为 7048 万元，公司产品价格下降幅度较小，集采中标有利于推动双黄连口服液（儿童型）的医疗终端准入和销售渠道覆盖，帮助公司持续扩大市场份额，巩固市场地位，提升品牌影响力，预计公司的双黄连口服液未来仍有望保持稳健增长。除此之外，公司还有小儿清热止咳口服液、小儿退热口服液、小儿复方鸡内金咀嚼片等儿童用药系列产品，已经形成口服液产品集群，且儿科领域优势突出，未来销售层面有望凸显协同效应。

2.2 中药饮片业务有望抓住集采机遇，实现快速发展

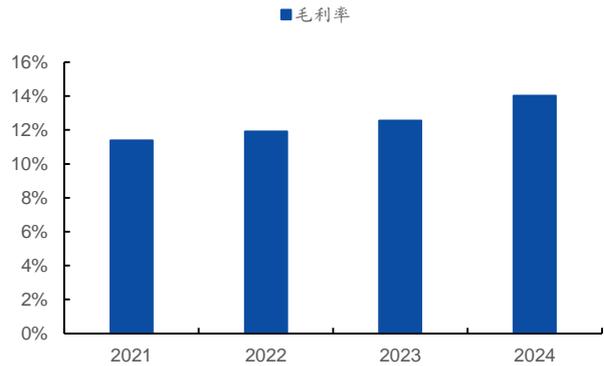
中药饮片业务主要由全资子公司桐君堂开展，主要产品为各种中药饮片，目前经营有700多个品种、1100多个品规，既包括白芨、麸炒白术饮片、炙虎掌南星、太子参、麸炒薏苡仁、炒栀子等普通饮片，也包含特级灵芝、野山参、石斛、白首乌等精品饮片以及百药煎、六神曲等特色发酵饮片。公司通过提升中药饮片品质以及智能化代煎等服务能力，竞争力不断提升。

图 11：公司中药饮片收入情况



资料来源：iFinD，国元证券研究所

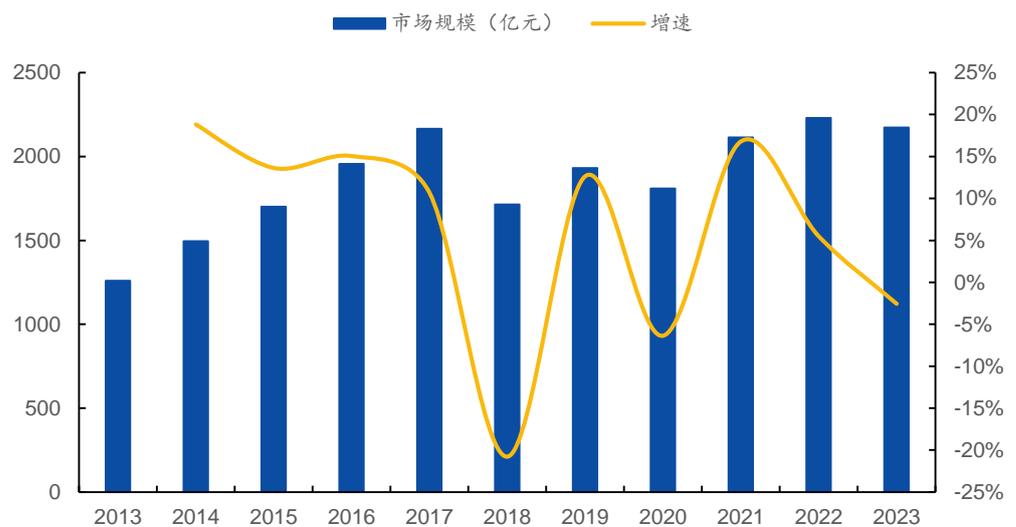
图 12：公司中药饮片毛利率情况



资料来源：iFinD，国元证券研究所

中药饮片发展时间久，近几年的市场销售规模维持在 2000 亿元上下，总体保持平稳增长态势。2023 年，山东牵头 15 个联盟地区完成 21 种中药饮片集采，平均降价幅度 29.5%。2024 年 5 月，在国家医保局指导下，山东省医保局牵头，中药饮片采购联盟首次扩大到全国。本次全国联采覆盖黄芪、党参等 45 个临床常用品种，近 3.2 万家医药机构需求量合计达 9700 多万公斤。整体来看，中药饮片市场规模较大，但竞争相对充分，企业数量较多，毛利率水平较低，所以带量采购的价格降幅也不大。

图 13：我国中药饮片市场规模



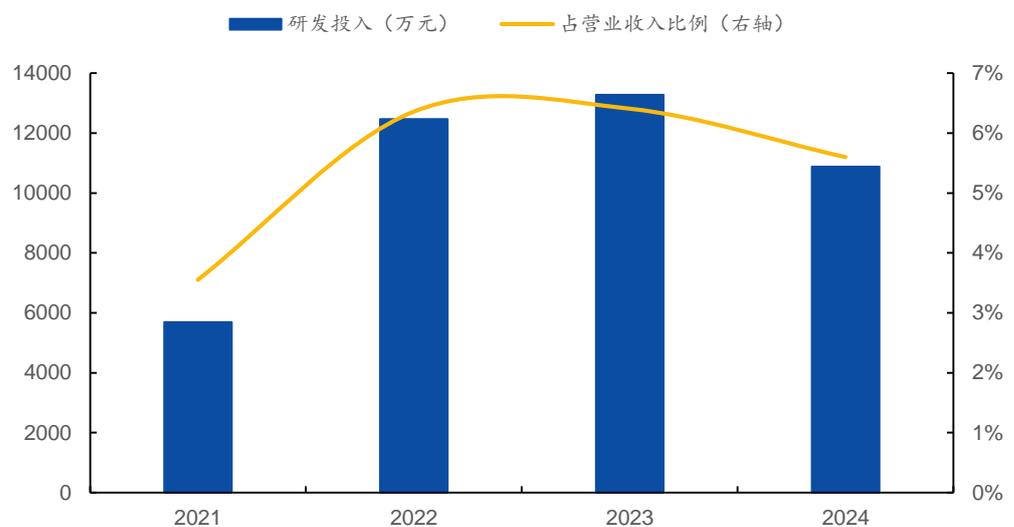
资料来源：国家统计局，工业和信息化部，国元证券研究所

目前公司的中药饮片业务主要集中在浙江省内，并通过联合优质业务合作伙伴等方式拓展省外市场，2024 年收入已经接近 10 亿元，我们预计公司有望抓住全国中药饮片集采的机遇，实现饮片业务的快速发展。

2.3 研发持续推进，在研品种丰富

近几年，公司的研发力度持续加大，研发投入从 2021 年的 5691.99 万元一直提升到 2024 年的 10877.74 万元，占营业收入的比例也从 2021 年的 3.55% 提升到了 2024 年的 5.60%，预计未来仍将进一步提升。

图 14：公司历年研发投入情况



资料来源：公司公告，国元证券研究所

公司在研品种主要是中药和化药，目前公司与国内知名高校、研发机构合作开展古代经典名方中药复方制剂及同名同方产品、已上市产品的二次开发以及中药材的标准化研究，围绕核心产品开展技术创新研究，形成多项研究成果，并进行知识产权布局，现有开展的在研项目数十个。同时，公司的子公司北京新领先在精神神经系统、心脑血管、血液系统、呼吸系统、经皮给药系统、消化与代谢、泌尿系统、感觉器官领域（眼科、耳科）、肌肉与骨骼肌系统等治疗领域也布局了较多的高端仿制药，目前已经注册申报的 DFED 滴眼液和 MAOD 口崩片分别用于干眼症和阿尔茨海默症，均为市场空间较大，且竞争格局较好的品种。整体来看，公司在研品种较多，且形成了一定的梯队，长期发展动力充足。

表 3：公司主要研发产品

产品名称	注册分类	适应症或功能主治	研发阶段
经典名方系列产品	中药	疏肝解郁等	药学研究
同名同方系列产品	中药	补养气血等	药学研究
乳结消颗粒	中药	软坚散结	临床研究
人参口服液	中药	大补元气等	试生产
DFED 滴眼液	化药	干眼症	已提交药品注册上市许可申请
MAOD 口崩片	化药	阿尔茨海默型痴呆	已提交药品注册上市许可申请
YEES 硅油乳剂	化药	胃肠道胀气	中试放大阶段
NTDC 洛肽胶囊	化药	腹痛、腹胀和便秘	中试放大阶段

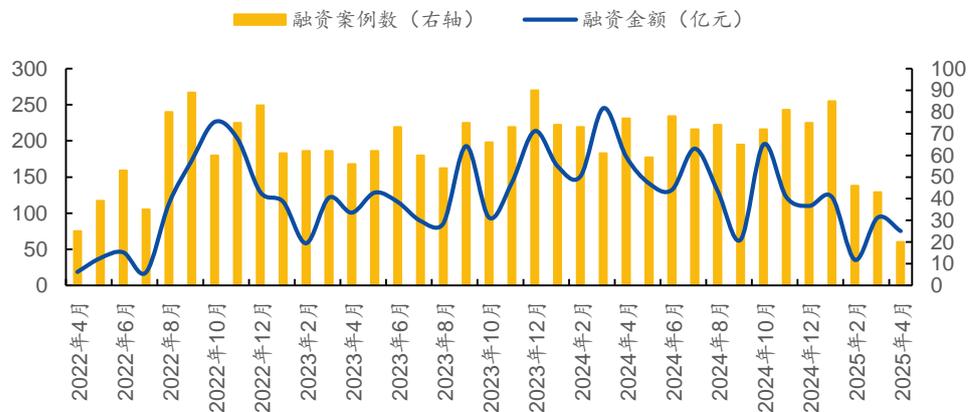
资料来源：公司公告，国元证券研究所

3. 医药研发外包行业逐步回暖，北京新领先有望开启新增长

3.1 创新药研发持续加速，医药研发外包行业有望逐步回暖

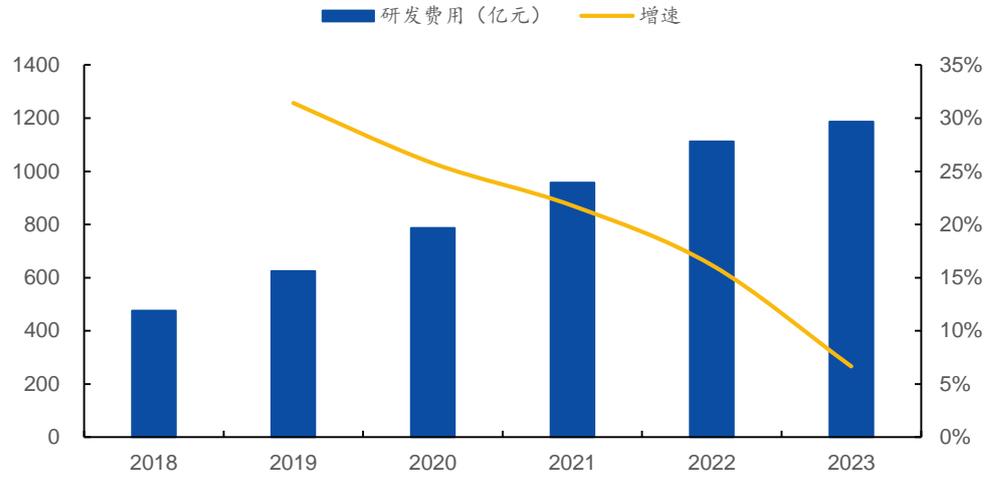
受益于国外产能转移以及国内创新药研发力度的加大，我国医药研发外包行业迎来了快速发展，但是在 2021 年之后，随着创新药融资热度的下降以及海外订单的回流，我国医药研发外包行业逐步下行，订单的数量和价格持续下降，行业内相关企业业绩也出现各种程度的下滑。经过三年时间的调整，目前，我国创新药融资已经趋于平稳，同时，我国已经上市的医药公司仍在持续加大研发投入，为医药研发外包行业的发展奠定基础，同时，美国的生物安全法案未能通过，预计未来海外市场有望稳定增长。整体来看，目前我国的医药研发外包行业有望逐步回暖。

图 15：我国创新药行业一级融资情况



资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 16：我国医药上市公司研发费用情况

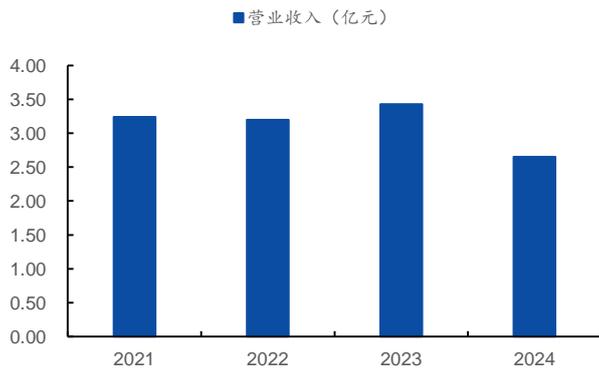


资料来源：iFinD，国元证券研究所

3.2 北京新领先有望开启新增长

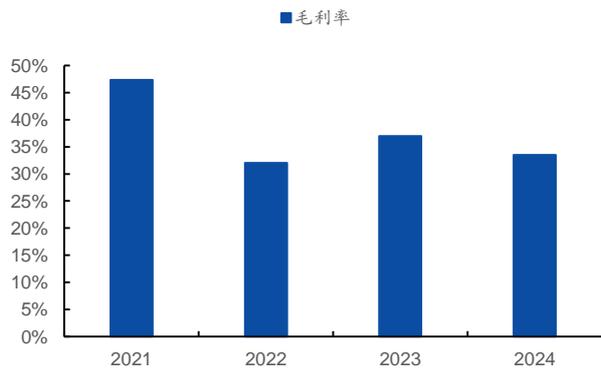
药品研发服务业务主要由子公司北京新领先开展，为制药企业和新药研发机构提供临床前药学研究、临床 CRO 研究、申报注册等药品研发全过程专业技术服务，转让研发成果。经过多年发展，医药研发外包服务已经成为公司重要的业务板块，2023 年收入为 3.43 亿元（内部交易抵消后），2024 年为 2.65 亿元（内部交易抵消后），同比有所下降，主要与行业处于下行周期有关，2022 年开始，公司医药研发外包业务毛利率整体维持稳定，2024 年毛利率为 33.50%。

图 17：公司医药研发外包服务收入情况



资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 18：公司医药研发外包服务毛利率情况

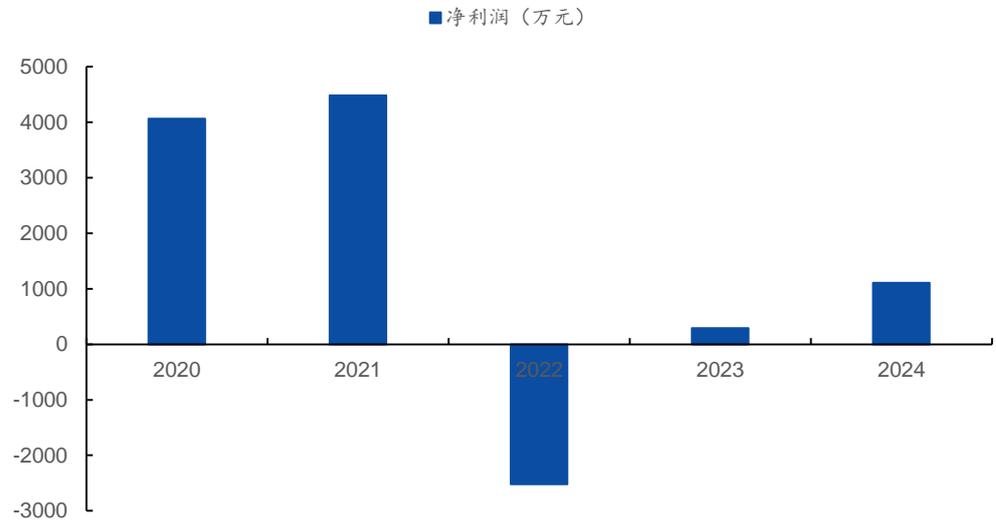


资料来源：iFinD，国元证券研究所

从利润端来看，北京新领先在 2020 年和 2021 年实现了较好的业绩，均超过 4000 万元，进入 2022 年，随着创新药一级融资下降，医药行业研发外包需求减少，北京

新领先业绩出现亏损，经过两年时间调整，进入 2024 年，北京新领先实现净利润 1111.42 万元。预计未来随着医药研发外包行业的逐步回暖，北京新领先有望充分受益，实现业绩的持续增长。

图 19：子公司北京新领先历年净利润水平

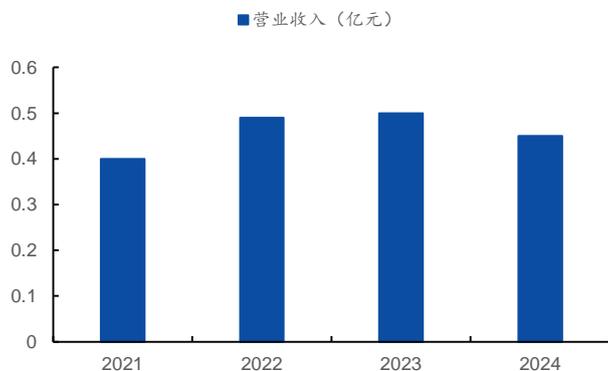


资料来源：iFinD，国元证券研究所

4. 药品流通和药材贸易业务平稳增长

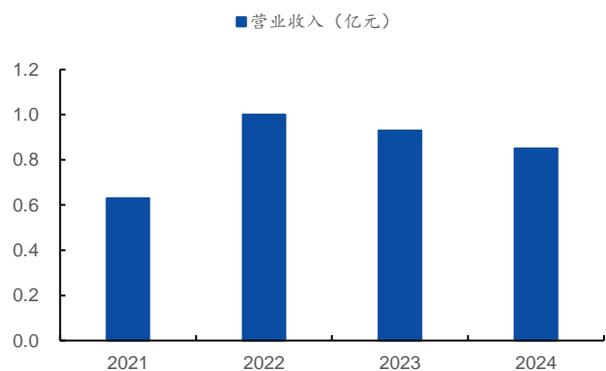
公司药材流通业务主要由全资子公司桐君堂道地药材公司开展，在协助完成公司生产所需原料采购的基础上，发挥道地药材基地和专业团队技术优势，开展趁鲜加工工业务和可溯源的优质药材贸易，服务国内大型知名中药企业。整体来看，公司的药材贸易业务和药品流通业务收入端历年保持稳定，预计未来仍将保持平稳发展。

图 20：公司医药商品流通业务收入情况



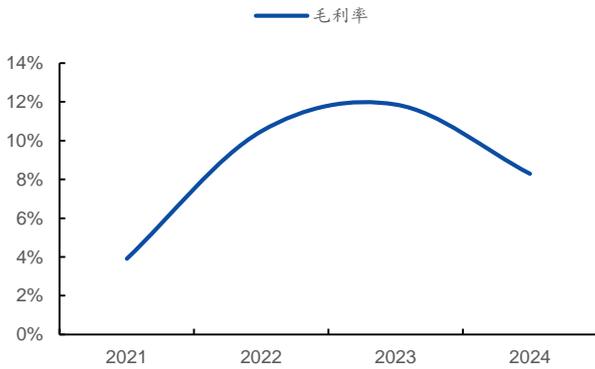
资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 21：公司药材贸易收入情况



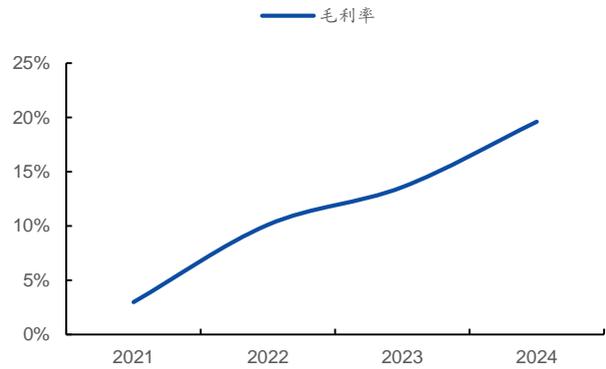
资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 22：公司医药商品流通业务毛利率情况



资料来源：iFinD，国元证券研究所

图 23：公司药材贸易毛利率情况



资料来源：iFinD，国元证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

关键假设：

- 1、中药饮片：目前公司的中药饮片业务主要集中在浙江省内，并通过联合优质业务合作伙伴等方式拓展省外市场，2024 年收入已经接近 10 亿元，我们预计公司有望抓住全国中药饮片集采的机遇，实现饮片业务的快速发展。预计 2025-2027 年公司中药饮片收入增速分别为 10%、10%和 10%；
- 2、中药口服液：公司的大品种双黄连口服液有望继续稳健增长，同时公司呼吸系统用药产品丰富，未来有望凸显协同效应。预计 2025-2027 年公司中药口服液收入增速分别为 10%、8%和 6%；
- 3、医药研发外包：目前我国医药研发外包行业逐步恢复，行业整体有望迎来增长，公司子公司北京新领先有望充分受益，业绩有望持续恢复增长。预计 2025-2027 年公司医药研发外包收入增速分别为 10%、12%和 14%；
- 4、药材贸易：公司药材贸易业务有望继续保持平稳增长，预计 2025-2027 年公司药材贸易收入增速分别为 5%、5%和 5%；
- 5、医药商品流通：公司医药商品流通业务有望继续保持平稳增长，预计 2025-2027 年公司药材贸易收入增速分别为 2%、2%和 2%；

表 4：太龙药业收入拆分

收入拆分 (亿元)		2024	2025E	2026E	2027E
中药饮片	收入	9.89	10.88	11.96	13.16
	增速	8.87%	10.00%	10.00%	10.00%
	成本	8.50	9.25	10.17	11.19
	毛利	1.39	1.63	1.79	1.97
	毛利率	14.03%	15.00%	15.00%	15.00%
中药口服液	收入	5.32	5.85	6.32	6.70
	增速	-18.20%	10.00%	8.00%	6.00%
	成本	2.97	3.25	3.51	3.72
	毛利	2.35	2.60	2.81	2.98
	毛利率	44.18%	44.50%	44.50%	44.50%
医药研发外包	收入	2.65	2.91	3.26	3.72
	增速	-22.74%	10.00%	12.00%	14.00%
	成本	1.76	1.89	2.11	2.38
	毛利	0.89	1.02	1.16	1.34
	毛利率	33.50%	35.00%	35.50%	36.00%
药材贸易	收入	0.85	0.90	0.94	0.99
	增速	-7.87%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	0.69	0.72	0.75	0.79
	毛利	0.17	0.18	0.19	0.20
	毛利率	19.60%	20.00%	20.00%	20.00%
医药商品流通	收入	0.45	0.46	0.47	0.48
	增速	-9.82%	2.00%	2.00%	2.00%
	成本	0.41	0.41	0.42	0.43
	毛利	0.04	0.05	0.05	0.05
	毛利率	8.29%	10.00%	10.00%	10.00%
固体化学制剂	收入	0.20	0.21	0.22	0.23
	增速	-3.33%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	0.09	0.10	0.10	0.10

	毛利	0.11	0.12	0.12	0.13
	毛利率	53.91%	55.00%	55.00%	55.00%
	收入	0.05	0.05	0.05	0.05
	增速	4.95%	0.00%	0.00%	0.00%
其他业务	成本	0.02	0.025	0.025	0.025
	毛利	0.03	0.025	0.025	0.025
	毛利率	56.86%	50.00%	50.00%	50.00%
	营业收入	19.41	21.26	23.23	25.33
	增速	-6.21%	9.52%	9.27%	9.04%
汇总	营业成本	14.45	15.64	17.08	18.64
	毛利	4.97	5.62	6.15	6.70
	毛利率	25.59%	26.45%	26.47%	26.43%

资料来源：iFind，国元证券研究所

预计 2025-2027 年，公司实现营业收入分别为 21.26 亿元、23.23 亿元和 25.33 亿元，归母净利润分别为 0.66 亿元、0.98 亿元和 1.17 亿元，对应 EPS 分别为 0.11 元/股、0.17 元/股和 0.20 元/股，对应 PE 分别为 45 倍、30 倍和 25 倍。

5.2 投资建议

公司核心产品双黄连口服液稳健增长，中药饮片有望通过集采实现放量，医药研发外包业务有望受益行业回暖，实现持续增长，公司长期发展值得期待。我们选取盘龙药业、羚锐制药和阳光诺和作为可比公司，2025 年可比公司平均估值水平为 19 倍。考虑到目前公司业绩持续加速增长，2025-2027 年归母净利润增速分别为 29.67%、48.84%和 20.04%，快于可比公司，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5: 可比公司估值对比

证券代码	股票简称	收盘价 (元)	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
002864.SZ	盘龙药业	27.08	1.24	1.54	1.95	21.84	17.58	13.89
600285.SH	羚锐制药	22.39	1.22	1.44	1.68	18.35	15.55	13.33
688621.SH	阳光诺和	45.97	1.58	1.92	2.36	29.09	23.94	19.48
	平均值					23.10	19.03	15.56
600222.SH	太龙药业	5.18	0.09	0.11	0.17	57.56	45.37	30.48

资料来源: iFind, 国元证券研究所

注: 可比公司 EPS 来自 iFind 一致预期 (2025 年 4 月 24 日), 阳光诺和和太龙药业已经披露 2024 年年报数据, 所以 2024 年 EPS 为实际经营数据

6. 风险提示

- 1、产品降价风险: 公司产品有集采风险, 可能会面临降价, 对业绩造成一定影响;
- 2、研发不及预期风险: 公司新药研发存在一定不确定性, 如果进度放缓, 则会对未来长期业绩造成负面影响;
- 3、医药研发外包业务不及预期风险: 近两年医药研发外包行业持续下行, 如行业不能恢复增长, 则公司的订单存在增长不及预期的风险, 会对公司业绩造成影响。

财务预测表

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	1993.07	1906.06	2346.73	2568.75	2787.74	
现金	196.67	180.04	575.64	639.67	677.62	
应收账款	739.64	921.20	848.39	957.20	1083.38	
其他应收款	40.23	33.28	56.37	57.02	60.37	
预付账款	75.31	91.27	96.81	104.72	112.94	
存货	455.50	367.67	436.63	470.06	508.93	
其他流动资产	485.73	312.59	332.90	340.08	344.49	
非流动资产	1583.78	1583.71	1178.58	1120.05	1063.15	
长期投资	140.63	197.72	197.72	197.72	197.72	
固定资产	469.32	457.13	430.98	396.19	357.27	
无形资产	52.50	51.17	43.65	36.60	30.09	
其他非流动资产	921.33	877.69	506.23	489.53	478.07	
资产总计	3576.85	3489.77	3525.31	3688.80	3850.89	
流动负债	1650.15	1794.51	1635.94	1697.37	1739.30	
短期借款	381.84	663.42	526.47	548.01	560.07	
应付账款	430.29	228.89	247.79	270.67	295.31	
其他流动负债	838.02	902.20	861.68	878.69	883.93	
非流动负债	303.32	69.01	85.32	85.35	82.77	
长期借款	183.80	3.02	3.02	3.02	3.02	
其他非流动负债	119.52	65.99	82.30	82.33	79.75	
负债合计	1953.47	1863.53	1721.26	1782.73	1822.08	
少数股东权益	44.89	51.51	55.15	60.57	67.07	
股本	573.89	573.89	573.89	573.89	573.89	
资本公积	675.17	675.17	675.17	675.17	675.17	
留存收益	281.01	316.01	381.52	479.04	596.10	
归属母公司股东权益	1578.49	1574.73	1748.89	1845.50	1961.74	
负债和股东权益	3576.85	3489.77	3525.31	3688.80	3850.89	

现金流量表

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	43.74	-39.59	257.95	61.77	61.57	
净利润	44.83	53.50	69.16	102.93	123.56	
折旧摊销	59.05	60.17	54.03	55.31	55.79	
财务费用	53.53	57.60	53.81	39.98	39.13	
投资损失	5.89	-2.74	1.08	0.61	0.21	
营运资金变动	-133.72	-196.81	83.81	-139.47	-167.43	
其他经营现金流	14.16	-11.30	-3.93	2.41	10.32	
投资活动现金流	-150.02	18.25	331.05	-2.16	-2.40	
资本支出	43.13	37.23	0.00	0.00	0.00	
长期投资	164.00	-49.44	-331.46	0.00	0.00	
其他投资现金流	57.12	6.05	-0.41	-2.16	-2.40	
筹资活动现金流	26.56	-9.78	-193.41	4.43	-21.23	
短期借款	-23.03	281.58	-136.95	21.55	12.05	
长期借款	-9.00	-180.78	0.00	0.00	0.00	
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
其他筹资现金流	58.59	-110.58	-56.45	-17.12	-33.28	
现金净增加额	-79.72	-31.11	395.60	64.04	37.94	

利润表

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业收入	2069.91	1941.42	2126.18	2323.20	2533.21	
营业成本	1505.19	1444.56	1563.82	1708.24	1863.70	
营业税金及附加	9.93	11.12	11.01	12.31	13.51	
营业费用	197.86	170.93	178.60	190.50	202.66	
管理费用	141.64	136.65	144.58	155.65	167.19	
研发费用	127.71	100.89	100.00	110.00	120.00	
财务费用	53.53	57.60	53.81	39.98	39.13	
资产减值损失	-2.46	-7.32	-7.37	-6.54	-6.94	
公允价值变动收益	-0.53	7.94	2.43	3.77	4.02	
投资净收益	-5.89	2.74	-1.08	-0.61	-0.21	
营业利润	44.17	35.72	75.53	110.13	131.97	
营业外收入	0.01	0.18	0.12	0.12	0.13	
营业外支出	1.21	0.83	2.85	1.90	2.04	
利润总额	42.96	35.07	72.80	108.35	130.06	
所得税	-1.87	-18.42	3.64	5.42	6.50	
净利润	44.83	53.50	69.16	102.93	123.56	
少数股东损益	1.27	2.97	3.64	5.42	6.50	
归属母公司净利润	43.56	50.53	65.52	97.52	117.06	
EBITDA	156.75	153.48	183.37	205.42	226.89	
EPS (元)	0.08	0.09	0.11	0.17	0.20	

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	5.57	-6.21	9.52	9.27	9.04
营业利润 (%)	162.40	-19.13	111.46	45.81	19.83
归属母公司净利润 (%)	160.32	16.00	29.67	48.84	20.04
获利能力					
毛利率 (%)	27.28	25.59	26.45	26.47	26.43
净利率 (%)	2.10	2.60	3.08	4.20	4.62
ROE (%)	2.76	3.21	3.75	5.28	5.97
ROIC (%)	8.65	9.24	8.95	9.85	10.53
偿债能力					
资产负债率 (%)	54.61	53.40	48.83	48.33	47.32
净负债比率 (%)	35.36	52.74	42.68	43.75	43.83
流动比率	1.21	1.06	1.43	1.51	1.60
速动比率	0.92	0.85	1.16	1.23	1.30
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.55	0.61	0.64	0.67
应收账款周转率	2.58	2.13	2.20	2.35	2.27
应付账款周转率	3.46	4.38	6.56	6.59	6.59
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.08	0.09	0.11	0.17	0.20
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.08	-0.07	0.45	0.11	0.11
每股净资产 (最新摊薄)	2.75	2.74	3.05	3.22	3.42
估值比率					
P/E	68.25	58.84	45.37	30.48	25.40
P/B	1.88	1.89	1.70	1.61	1.52
EV/EBITDA	20.22	20.65	17.28	15.43	13.97

资料来源: iFind, 国元证券研究所

投资评级说明

(1) 公司评级定义

买入	股价涨幅优于基准指数 15%以上
增持	股价涨幅相对基准指数介于 5%与 15%之间
持有	股价涨幅相对基准指数介于-5%与 5%之间
卖出	股价涨幅劣于基准指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	行业指数表现优于基准指数 10%以上
中性	行业指数表现相对基准指数介于-10%~10%之间
回避	行业指数表现劣于基准指数 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现，其中 A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数或纳斯达克指数，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），北交所基准指数为北证 50 指数。

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000)，国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

法律声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（台湾、香港、澳门地区除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务，上述交易与服务可能与本报告中的意见与建议存在不一致的决策。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系并获得许可。

网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥

地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券
 邮编：230000

上海

地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
 邮编：200135

北京

地址：北京市东城区东直门外大街 46 号天恒大厦 A 座 21 层国元证券
 邮编：100027