



公司研究 | 深度报告 | 济川药业（600566.SH）

儿科中药龙头，BD 赋能长期发展

报告要点

公司专注于儿科、呼吸、消化、妇产及其它领域药品的生产和销售，主要产品为蒲地蓝消炎口服液、小儿鼓翘清热颗粒等。除药品业务外，公司子公司蒲地蓝日化主要从事蒲地蓝牙膏等日化产品业务，康煦源主要从事保健品业务。同时公司加快推进产业转型升级，2021 年起公司持续推进优质产品 BD 引入，以商业拓展赋能外延式扩张，为公司长期发展奠定基础。

分析师及联系人



彭英骐

SAC: S0490524030005
SFC: BUZ392



张楠

SAC: S0490524070006

济川药业（600566.SH）

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

儿科中药龙头，BD 赋能长期发展

儿科中药龙头，长期稳健发展

公司专注于儿科、呼吸、消化、妇产及其它领域药品的生产和销售，主要产品为蒲地蓝消炎口服液、小儿豉翘清热颗粒等。除药品业务外，公司子公司蒲地蓝日化主要从事蒲地蓝牙膏等日化产品业务，康煦源主要从事保健品业务。同时，为响应健康中国战略，加快推进产业转型升级，2021 年起公司持续推进优质产品 BD 引入，以商业拓展赋能外延式扩张，有助于公司业务的可持续发展。

两大核心品种企稳，二线品种逐渐发力

公司清热解毒类、儿科类、呼吸类产品占总营收 75%以上，是保障营收稳定的核心支柱。二线产品主要有蛋白琥珀酸铁口服溶液、健胃消食口服液和黄龙止咳颗粒，丰富产品结构，中长期有望为公司贡献新增量。

1) 清热解毒类：蒲地蓝为核心单品。2021-2022 年，蒲地蓝消炎口服液在退出所有省级医保的过程中，通过开拓零售市场、以价换量、开发独家剂型等，成为院内院外清热解毒类中药的 TOP 级产品。2024 年 9 月，蒲地蓝成为“双跨产品”，有利于进一步提升院外市场营业收入。

2) 儿科类：小儿豉翘为核心单品。近年来公司积极开发新的糖浆剂型——小儿豉翘清热糖浆，成为新版《药品注册管理办法》实施以来首个上市的中药改良型新药，并成功纳入医保。同时在公司强大的销售赋能下，公司积极开拓零售市场、进一步对冲集采风险。

3) 消化类：雷贝拉唑集采出清。在集采之前，企业通过扩充产品线，推出健胃消食口服液、硫酸镁钠钾等产品，成功稳定了雷贝拉唑集采失利后消化类产品的整体营业收入。

BD 持续推进，赋能长期发展

自 2022 年起，企业实施了限制性股票与股票期权激励计划，计划每年引入不少于 4 个 BD 产品，持续扩充新药管线。第一批产品包括长效抗流感药、口服银屑病药物和长效生长激素等，新品有望为公司提供持续的增长动力。

盈利预测与投资建议

预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 75.78 亿元、80.74 亿元及 87.07 亿元，归母净利润分别为 22.57 亿元、24.94 亿元及 27.33 亿元，对应 EPS 分别为 2.45 元、2.71 元及 2.97 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、市场竞争加剧风险；
- 2、研发失败风险；
- 3、行业政策变动风险；
- 4、盈利预测不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	27.46
总股本(万股)	92,170
流通A股/B股(万股)	91,575/0
每股净资产(元)	16.43
近12月最高/最低价(元)	34.46/23.85

注：股价为 2025 年 6 月 19 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

儿科中药龙头，长期稳健发展	6
收入持续稳健增长，盈利质量改善	7
产品矩阵：两大单品企稳，二线品种逐渐发力，BD 赋能长期发展	8
两大核心品种企稳，多举措促增长	10
蒲地蓝消炎口服液：独家剂型、非医保、双跨品种，加强 OTC 开拓	10
小儿豉翘清热颗粒：独家品种、医保乙类、处方药，无糖版本、清热糖浆助力业绩恢复	12
二线品种逐渐发力，丰富产品矩阵	13
蛋白琥珀酸铁口服溶液：国内首仿，市场前景好	13
健胃消食口服液：独家品种，具备较大市场潜力	14
黄龙止咳颗粒：入选多个临床指南，临床治疗效果明显	15
BD 持续推进，赋能长期发展	16
风险提示	17

图表目录

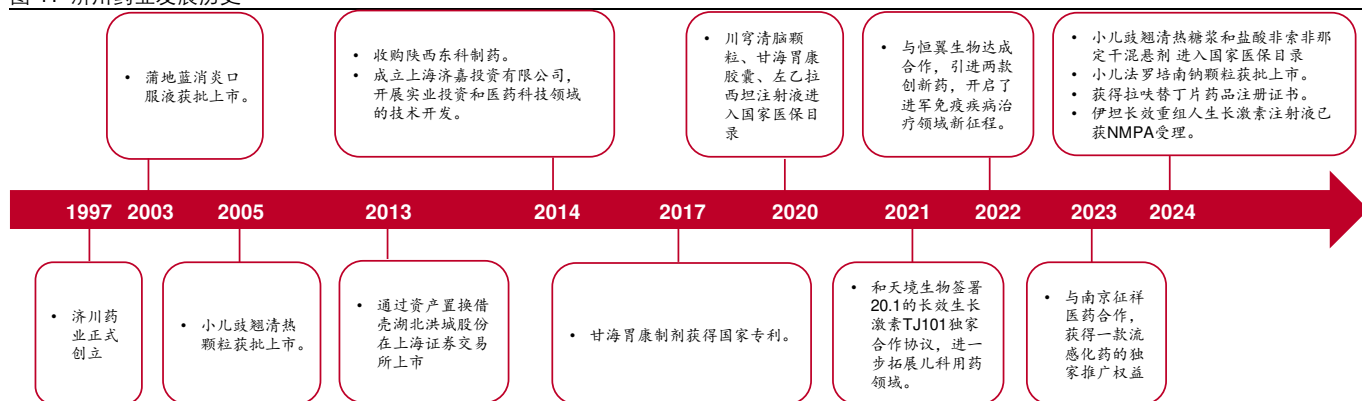
图 1：济川药业发展历史	6
图 2：公司股权透视图与实际控制人	7
图 3：2018-2025 年第一季度公司总营收及增速，百万元	7
图 4：2018-2025 年第一季度公司归母净利润及增速，百万元	7
图 5：2018-2025 年第一季度公司销售、管理、研发费用率	8
图 6：2018-2025 年第一季度公司归母净利率、毛利率	8
图 7：2018-2024 年公司各业务占比	8
图 8：2018-2024 年公司各业务的毛利率	8
图 9：公司产品矩阵	9
图 10：公司 BD 项目梳理	9
图 11：公司自研项目梳理	10
图 12：2016-2024 年公司清热解毒类产品营收情况，百万元	11
图 13：2016-2024 年公司清热解毒类产品销量情况，万盒	11
图 14：2021 年起蒲地蓝消炎口服液陆续退出省级医保目录	11
图 15：2024Q1 中国城市实体药店终端清热解毒中成药 TOP10 品牌	11
图 16：2016-2024 年公司儿科类产品营收情况，百万元	12
图 17：2016-2024 年公司儿科类产品销量情况，万盒	12
图 18：公司的小儿豉翘清热颗粒、小儿豉翘清热颗粒（无蔗糖）、小儿豉翘清热糖浆价格梳理	12
图 19：抗贫血制剂销售规模，亿元	13
图 20：2016-2024 年公司其他类产品营收情况，百万元	14
图 21：2016-2024 年公司其他类产品销量情况，万盒	14
图 22：健胃消食口服液 2018-2024 年样本医院（放大）销售额，亿元	14

图 23：2022 年中国公立医疗机构终端消化系统中成药产品 TOP10，亿元	15
图 24：黄龙止咳颗粒 2018-2024 年样本医院（放大）销售额，亿元	16
表 1：中性以及悲观情形下我们对于公司业绩的预测	17

儿科中药龙头，长期稳健发展

1997年曹龙祥成立济川药业集团有限公司，从而正式起家。2003年推出蒲地蓝消炎口服液、2005年推出小儿豉翘清热颗粒，打造了企业此后二十年的主力产品。2013年济川药业借壳湖北洪城股份在上交所成功上市。2014年成立江苏蒲地蓝日化有限公司，将业务拓展至日化领域，并且收购陕西东科制药有限责任公司。2021年济川药业开启转型拓展之路，与天境生物合作，进军生长激素领域；2022年公司与恒翼生物合作，拓展至免疫疾病治疗领域；2023年公司与南京征祥医药合作，获得了推广长效流感治疗药物的权益。

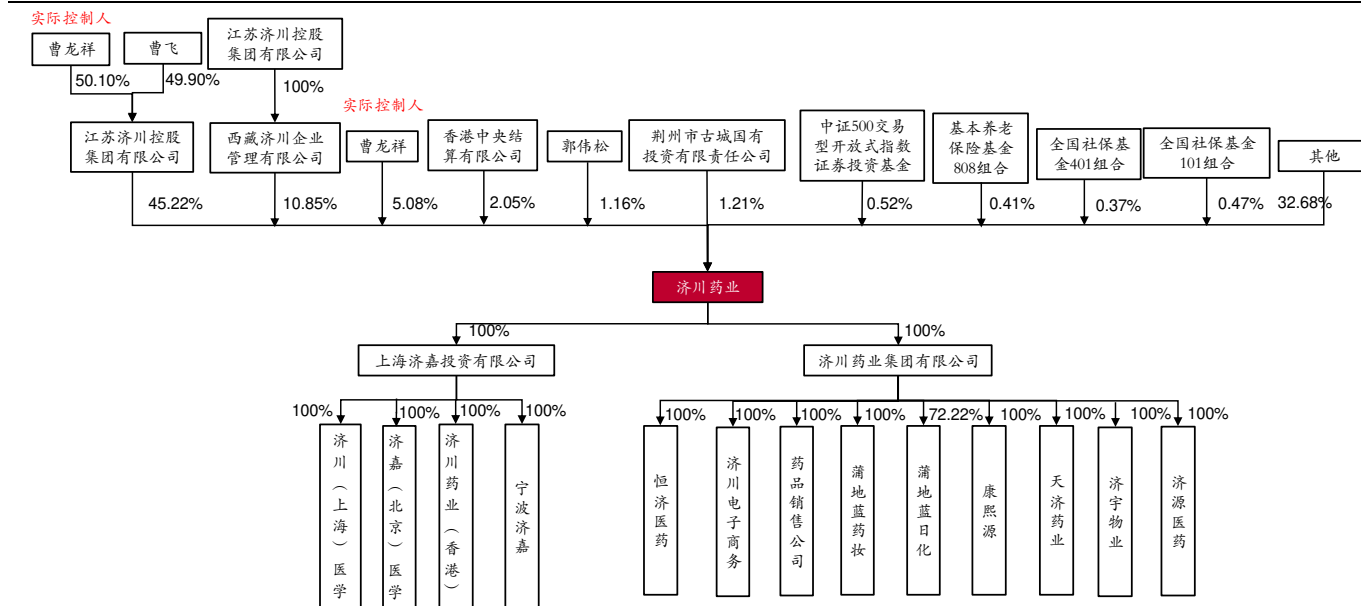
图 1：济川药业发展历史



资料来源：公司官网，公司公告，长江证券研究所

济川药业是一家家族式企业。截至2025年3月31日，公司超过六成的股权由曹龙祥及其子曹飞通过直接持股以及济川控股集团间接持股的方式持有。此外，曹龙祥及其子曹飞还通过孙公司宁波济嘉投资有限公司间接持有陕西东科制药的全部股权。2019年12月底，曹龙祥辞去了公司总经理职务，由其子曹飞接任。

图 2：公司股权透视图与实际控制人

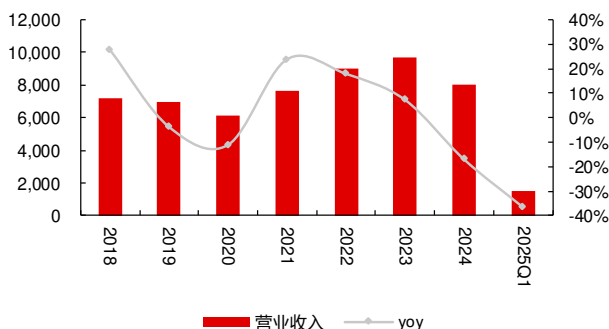


资料来源：Wind，长江证券研究所 注：数据截至 2025 年 3 月 31 日

收入持续稳健增长，盈利质量改善

逐渐消化高基数，营收、利润稳健增长。2018-2023 年公司的营业收入由 72.08 亿元增长至 96.55 亿元，CAGR 为 6.02%；2018-2023 年公司的归母净利润由 16.88 亿元增长至 28.23 亿元，CAGR 为 10.83%。2024 年公司实现营业收入 80.17 亿元，同比下滑 16.96%；2024 年公司归母净利润 25.32 亿元，同比下滑 10.32%。自 2020 年起公司主营业务实现恢复并稳健增长，2023 年受到相关呼吸道疾病的影响公司产品收入实现高增从而形成高基数，2024 年公司消化高基数以及雷贝拉唑集采影响有所承压。

图 3：2018-2025 年第一季度公司总营收及增速，百万元



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：2018-2025 年第一季度公司归母净利润及增速，百万元

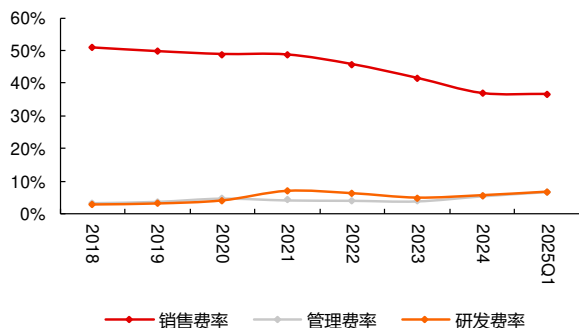


资料来源：Wind，长江证券研究所

费用持续优化、盈利能力持续提升。2018-2024 年公司的毛利率呈下滑态势，由 84.79% 降至 79.25%；归母净利率稳中有升，从 23.42% 提升至 31.58%。2018-2024 年销售费

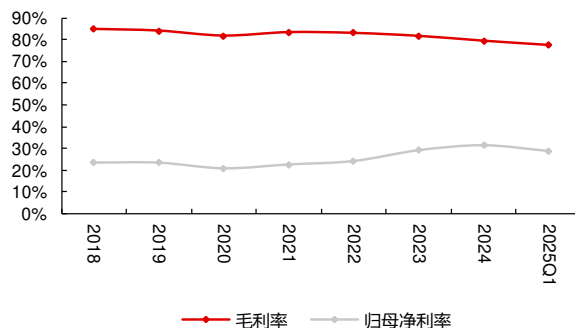
用率显著下降，由 50.83%降至 36.85%，从而使得公司净利润在毛利走低的情况下呈现上升态势。

图 5：2018-2025 年第一季度公司销售、管理、研发费用率



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：2018-2025 年第一季度公司归母净利率、毛利率

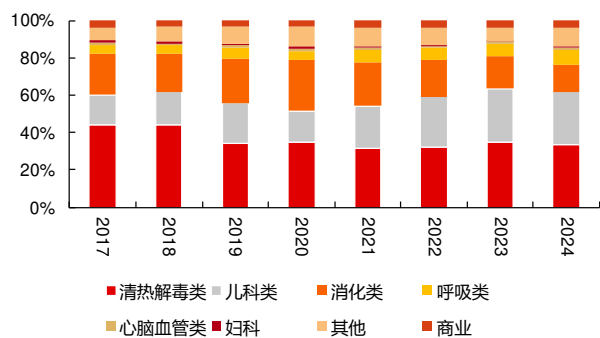


资料来源：Wind，长江证券研究所

产品矩阵：两大单品企稳，二线品种逐渐发力，BD 赋能长期发展

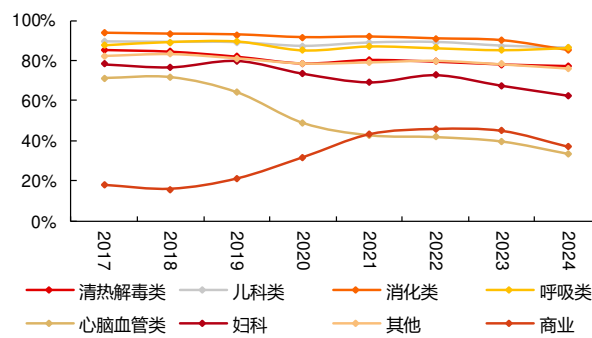
清热解毒、儿科和消化为重点品类。目前公司核心产品主要有蒲地蓝消炎口服液和小儿豉翘清热颗粒。公司二线产品主要有蛋白琥珀酸铁口服溶液、健胃消食口服液和黄龙止咳颗粒等。2018-2024 年清热解毒、消化和儿科三类产品合计占收入比重均超 75%，是公司业务的核心。2018-2024 年清热解毒、儿科和消化三类的毛利率维持在较高水平，2024 年毛利率分别为 77.19%、86.34%和 85.06%。

图 7：2018-2024 年公司各业务占比



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：2018-2024 年公司各业务的毛利率



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：公司产品矩阵

		主要产品名称	剂型	适应症/功效	主要成分	用法用量	类别
中西	儿科	蒲地蓝消炎口服液	液体制剂	用于红肿、腮腺炎、咽炎、扁桃体炎。	蒲公英 苦地丁 板蓝根 黄芩	口服。一次10ml，一日3次，小儿酌减。	中药
		小儿豉翘清热颗粒	颗粒剂	用于小儿风热感冒夹滞，症见发热咳嗽，鼻塞流涕，咽红肿痛，纳呆口渴，脘腹胀满，便秘或大便酸臭，溲黄。	连翘、淡豆豉、薄荷、荆芥、炒栀子、大黄、青蒿、赤芍、槟榔、厚朴、黄芩、半夏、柴胡、甘草。	开水冲服。随年龄调整剂量。	中药2.2类新药
	妇科	蛋白琥珀酸铁口服溶液	液体制剂	绝对和相对缺铁性贫血的治疗。	蛋白琥珀酸铁	饭前口服。成人每日1~2支；儿童每日按体重1.5ml/kg。	化学药
		妇炎舒胶囊	胶囊剂	清热凉血，活血止痛。用于妇女盆腔炎等引起的带下量多，腹痛。	忍冬藤、大血藤、甘草、大青叶、蒲公英、赤芍、酒大黄、丹参、虎杖、炒川楝子、醋延胡索。	口服。一次5粒，一日3次。	中药
	呼吸科	黄龙止咳颗粒	颗粒剂	适用于肺肾气虚，痰热郁肺之咳嗽。	黄芪、地龙、淫羊藿、桔梗、射干、鱼腥草、麻黄	开水冲服。随年龄调整剂量	中药
		三拗片	片剂	用于风寒袭肺证，症见咳嗽声重，痰白清稀；急性支气管炎见上述证候者。	麻黄 杏仁 甘草 生姜	口服。一次2片，一日3次。	中药
		雷贝拉唑钠肠溶片（济川冀诺）	肠溶片	胃溃疡、十二指肠溃疡、反流性食管炎、卓-艾氏（Zollinger - Ellison）综合征	雷贝拉唑钠	每次10mg，每日1次	化学药
		硫酸镁钠钾口服用浓溶液（川倍清）	口服用浓溶液	用于任何需要清洁肠道的操作前的肠道清洁（如需要肠道可视化的操作包括内镜、放射性检查）	含硫酸镁（MgSO4）1.6g、硫酸钠（Na2SO4）17.5g和硫酸钾（K2SO4）3.13g	稀释使用	化学药
	神经科	川芎清脑颗粒	颗粒	祛风胜湿，活血止痛。用于风湿蒙蔽，瘀血阻滞引起的偏头痛。	川芎、当归、防风、白芷、麦冬、细辛、羌活、独活、苍术、菊花、蔓荆子、黄芩、甘草、生姜	开水冲服。一次1袋，一日3次。	中药
		盐酸奥普力农注射液（舒尼欣）	注射液	用于其他药物治疗无效的急性心力衰竭的短期静脉治疗。	盐酸奥普力农	0.1~0.3 μg/kg/min的速度静脉滴注。	化学药
		丙戊酸钠注射用浓溶液	注射用浓溶液	当患者暂时不能服用口服剂型时，用于替代口服剂型。	丙戊酸钠	通常平均剂量20~30mg/kg/日	化学药
	中药日化	蒲地蓝可炎宁牙膏、蒲地蓝儿童护理牙膏		沿袭蒲地蓝经典组方的百年功效，依托蒲地蓝消炎口服液十余年的临床验证，预防、护理、保健，深层解决口腔溃疡、牙龈炎、牙周炎等由炎症引起的各类口腔问题，全程护理口腔健康。			

资料来源：公司官网，长江证券研究所

通过“BD+自研”进行管线布局，为公司长期发展积蓄力量。(1) **BD 项目**：公司在2022 年股权激励目标中明确提到，2022-2024 年每年引进不少于 4 个 BD 产品。(2) **自研项目**：公司药物研究院持续推进中药及化药的研发创新，中药方面注重新品和已上市产品的二次开发，化药方面则筛选市场前景较好的品类，加快仿制药项目研发，在研管线储备丰富。

图 10：公司 BD 项目梳理

合作企业	开始时间	合作项目	靶点	适应症	研发阶段	项目金额	公司权益
天境生物	2021.11	长效重组人生长激素(TJ101)	GHR	儿童生长激素缺乏症(rhGH)	临床Ⅲ期	首付款 2.24 亿元，累首付款及里程碑付款不超过 20.16 亿元(不含税)	在 IP 授权提成期内，按照利益共享的原则就目标产品在中国大陆的商业化收益按季度与天境生物进行分成，支付净销售额低双位数百分比的授权提成
恒翼生物	2022.11	PDE4 抑制剂(HPP737 胶囊)	PDE4	中重度斑块型银屑病和轻中度特应性皮炎	临床Ⅲ期	首付款不超过 1.8 亿元，开发里程碑付款将不超过 1212.5 万美元；销售里程碑付款将不超过2000 万美元	与恒翼生物按照同等比例共同承担产品后续研发费用，并按同等比例享受销售利润
		蛋白酶抑制剂(LB1148)	PLG	改善选择性肠切除术后患者肠道功能的恢复、减少术后肠梗阻	临床Ⅲ期		
征祥医药	2023.8	聚合酶酸性蛋白(PA)抑制剂口服制剂(ZX-7101A)	Viral PA protein	流行性感冒相关适应症(包括预防流行性感冒)	NDA(成人)；临床Ⅲ期(青少年)	支付不超 1.2 亿元(含税)的推广权益对价，并拟以自有资金 6000 万元向征祥医药进行股权投资	享有约定适应症的独家推广权益

资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 11：公司自研项目梳理

研发项目(含一致性评价项目)	药(产)品名称	注册分类	适应症或功能主治	是否处方药	是否属于中药保护品种(如涉及)	研发(注册)所处阶段
Z058	Z058	中药 1.1 类	健脾和胃、行气导滞，用于功能性便秘积证。	是	是	III 期临床
JC-ZC001	JC-ZC001	中药 1.1 类	急性上呼吸道感染(风热感冒)引起的发热、头痛、咽痛、四肢酸痛症状。	是	是	III 期临床
JX004S	JX004S 原料药	备案	用于适合局部治疗的成人轻至中度稳定性寻常型银屑病。	是	否	已备案
JX004P	JX004P 搽剂	化药 2.2+2.4 类	用于适合局部治疗的成人轻至中度稳定性寻常型银屑病。	是	否	已申报 IND
P001	P001	化药 1 类	急性疼痛，神经性疼痛。	是	否	早研
J022	丙戊酸钠缓释片	化药 4 类	癫痫和狂躁症。	是	否	已申报
J016	利多卡因凝胶贴膏	化药 3 类	用于缓解带状疱疹后遗神经痛，用于无破损皮肤。	是	否	已申报
J032	美沙拉秦缓释颗粒	化药 3 类	溃疡性结肠炎;克罗恩病。	是	否	已申报
DBT	蛋白琥珀酸铁	补充申请	用于由于铁的摄入量不足或吸收障碍、急性或慢性失血以及感染所引起的隐性或显性缺铁性贫血，妊娠及哺乳期贫血等绝对和相对缺铁性贫血。	是	否	已申报

资料来源：公司年报，长江证券研究所

两大核心品种企稳，多举措促增长

蒲地蓝消炎口服液：独家剂型、非医保、双跨品种，加强 OTC 开拓

独家剂型、具备剂型优势，抗炎效果突出。2003 年上市，非医保、双跨品种，非基药品种，适应症为清热解毒、消肿利咽，用于治疗疖肿、腮腺炎、咽炎、扁桃体炎等。蒲地蓝消炎口服液和蒲地蓝消炎片的主要成分都是蒲公英、苦地丁、板蓝根、黄芩等，但相比片剂，蒲地蓝消炎口服液更易被机体吸收、见效速度较快，在口腔、咽喉部位消炎作用较为明显。蒲地蓝消炎片不易被机体吸收、见效速度相对较慢，但在肺炎球菌感染时的消炎作用较明显。儿童、成年人患咽炎、扁桃体炎、疖肿等疾病时，都可以服用蒲地蓝消炎口服液。但因儿童吞咽药片比较困难，所以蒲地蓝消炎片一般适用于成年人

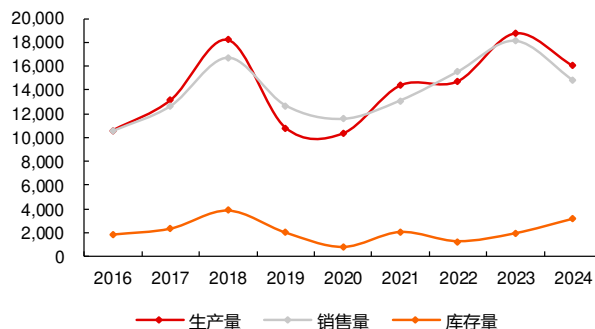
历经波动、逐渐企稳，现金牛品种蒲地蓝贡献可观现金流。独家剂型蒲地蓝消炎口服液是公司清热解毒类的核心大单品，公司的清热解毒类产品营收在 2015-2018 年间基本保持稳定增长趋势，2019 -2020 年出现较大波动，主要在于限抗政策和地方医保身份的剔除。(1) 限抗政策和说明书修改：2018 年 10 月对不良反应、禁忌和注意事项进行修订，要求蒲地蓝消炎制剂在说明书中增加不良反应以及慎用人群的说明。(2) 地方医保身份解除：2019 年 8 月，国家医保局要求各地从 2020 年开始，在 3 年内逐渐剔除与国家医保目录不符的增补药品。2021 年 6 月 30 日，调出河北省医保目录；2021 年 11 月 1 日，调出山东省医保目录；2021 年 12 月 31 日，调出黑龙江省医保目录；2022 年 1 月 1 日，调出新疆和新疆生产建设兵团医保目录；2022 年 6 月 30 日，调出江苏省、湖南省、吉林省、青海省、天津市等地的省级医保目录；2022 年 12 月 31 日，调出安徽省、陕西省、辽宁省的省级医保目录。

图 12：2016-2024 年公司清热解毒类产品营收情况，百万元



资料来源：公司年报，长江证券研究所

图 13：2016-2024 年公司清热解毒类产品销量情况，万盒



资料来源：公司年报，长江证券研究所

图 14：2021 年起蒲地蓝消炎口服液陆续退出省级医保目录

年份	退出地方医保目录的省份	剩余省份
2021	河北、山东、黑龙江、新疆	江苏、湖南、陕西、天津、辽宁、青海、河南、吉林、安徽
2022	江苏、湖南、吉林、天津、青海、安徽、陕西、辽宁、河南	无

资料来源：公司公告，长江证券研究所

转为双跨、开拓院外，公司蒲地蓝品牌认知度高。虽然公司的蒲地蓝消炎口服液在 2021 年开始逐渐退出省级医保目录，但产品循证医学证据丰富，同时公司积极开拓 OTC、基层医疗渠道等，蒲地蓝消炎口服液的受众基础和口碑可以支撑其稳定增长。根据米内网数据，济川药业的蒲地蓝消炎口服液在 2024Q1 中国城市实体药店终端清热解毒中成药排名第二。2024 年 9 月，公司蒲地蓝消炎口服液转为双跨药品，更加有利于公司开拓院外渠道，为蒲地蓝的零售端带来新的增长点。米内网最新数据显示，蒲地蓝消炎口服液在 2024 年上半年全国城市公立医院清热解毒用药中成药市场份额为 14.3%，排名第 2，在 2024 年中国城市药店清热解毒用药中成药市场份额为 7.56%，排名第 3。

图 15：2024Q1 中国城市实体药店终端清热解毒中成药 TOP10 品牌

排名	产品名称	企业名称	销售额	同比增长
1	蓝芩口服液	扬子江药业集团	3亿元+	70.80%
2	蒲地蓝消炎口服液	济川药业集团	2亿元+	52.91%
3	穿心莲内酯滴丸	天士力医药集团	1亿元+	136.56%
4	银黄滴丸	浙江维康药业	1亿元+	24.61%
5	蒲地蓝消炎片	云南白药集团	1亿元+	37.09%
6	复方鱼腥草合剂	浙江康恩贝中药	1亿元+	51.33%
7	板蓝根颗粒	白云山和记黄埔中药	1亿元+	-14.65%
8	金银花口服液	真奥金银花药业		68.37%
9	复方板蓝根颗粒	白云山和记黄埔中药		58.46%
10	蒲地蓝消炎片	吉林福康药业		480.44%

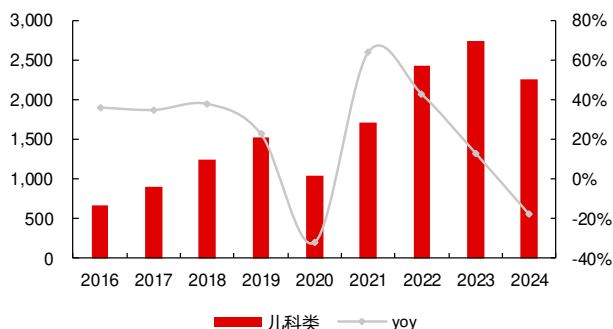
资料来源：米内网，长江证券研究所

小儿豉翘清热颗粒：独家品种、医保乙类、处方药，无糖版本、清热糖浆助力业绩恢复

独家品种、经典药方演化而来，临床疗效佳。公司的小儿豉翘清热颗粒 2005 年上市，医保乙类、处方药，非基药品种，适应症为疏风解表、清热导滞，用于小儿风热感冒夹滞证。小儿豉翘清热颗粒是儿科名老中医李少川教授的临床验方。通过将连翘、薄荷、荆芥、柴胡进行油提，将栀子、大黄、赤芍、青蒿、槟榔、厚朴、黄芩、半夏、淡豆豉等进行水提，通过提取、浓缩、制粒等多道工序精制成。

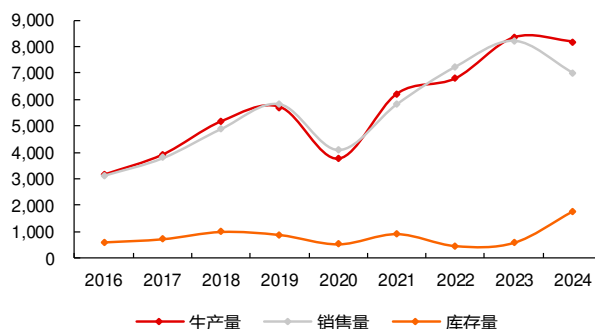
2020 年后业绩恢复增长，现金牛品种小儿豉翘贡献可观现金流。独家品种小儿豉翘清热颗粒是公司儿科类的核心大单品，公司的儿科类产品 2020 年受相关呼吸道疾病影响营收显著下滑，此后基本呈现恢复性增长趋势。2020-2023 年间，公司儿科品类产品营收自 10.38 亿元增加到 27.41 亿元，CAGR 达 38.22%。

图 16：2016-2024 年公司儿科类产品营收情况，百万元



资料来源：公司年报，长江证券研究所

图 17：2016-2024 年公司儿科类产品销量情况，万盒



资料来源：公司年报，长江证券研究所

推出无糖版本颗粒、糖浆，助力业绩和品牌再上一层楼。目前公司针对小儿豉翘清热颗粒品规进行了一次调整、一次扩充。(1) 调整：2020 年公司在原来的含糖型颗粒剂配方基础上进行调整，与其他矫味剂复配，其中三氯蔗糖热量值为零，因此龋齿、糖尿病患者及肥胖儿童均可放心使用。(2) 扩充：公司针对儿科差异化用药需求，在现有组方、给药途径和适应症的基础上，应用新工艺、新技术开展新剂型改进，研制出 2.2 类中药改良型新药小儿豉翘清热糖浆，2023 年 11 月成功上市，2024 年 11 月通过谈判首次纳入国家医保目录。糖浆剂型服用方便、口味更佳、药物吸收好，从而使儿童的用药依从性大大提升。米内网最新数据显示，小儿豉翘清热颗粒 2024 年上半年全国公立医院儿科感冒用中成药市场份额为 47.6%，蝉联榜首，在 2024 年中国城市药店儿科感冒用中成药市场份额 37.32%，稳居第一。

图 18：公司的小儿豉翘清热颗粒、小儿豉翘清热颗粒（无蔗糖）、小儿豉翘清热糖浆价格梳理

通用名	规格	最小制剂单位	最小零售单位	价格	单价
小儿豉翘清热颗粒	2g/袋	袋	盒	23.82元/6袋/盒	3.97元/袋
小儿豉翘清热颗粒（无蔗糖）	2g/袋	袋	盒	43.89元/6袋/盒	7.32元/袋
小儿豉翘清热糖浆	10ml/支	支	盒	35.10元/6支/盒	5.85元/支

资料来源：公司公告，长江证券研究所

二线品种逐渐发力，丰富产品矩阵

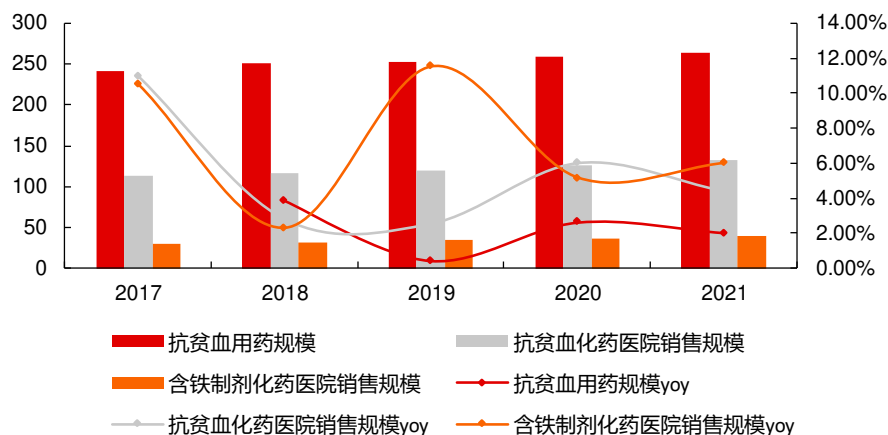
蛋白琥珀酸铁口服溶液：国内首仿，市场前景好

针对缺铁性贫血，安全性高、依从性好。缺铁性贫血（IDA）是常见的营养缺乏症，在女性和学龄前儿童两大群体中尤为突出。若不予及时治疗，会逐渐加重，可能会影响儿童生长发育，导致认知、免疫、运动功能相关的长期不良健康。公司的蛋白琥珀酸铁口服溶液（盛雪元）是国内首仿，独特的蛋白络合包裹铁结构，可使三价铁离子在胃中酸性环境下稳定，不易损伤胃黏膜；在肠道碱性环境中，蛋白膜被消化，三价铁离子转化为二价铁离子，在小肠内被充分吸收，达到更好的补铁效果，且减轻了铁腥味、刺激性更小，一般不会产生胃肠的耐受性问题。同时公司在制作工艺上添加甜菊糖苷作为矫味剂，口味香甜、热量低，不易影响血糖水平且不干扰胰岛素，因此糖尿病患者、肥胖人群、龋齿患儿等可遵医嘱选择使用，患者用药依从性较好。

抗贫血药销售规模持续增长，含铁制剂保持较快增速。根据华经产业研究院统计，2016-2021 年我国抗贫血药销售规模持续增长，从 2016 年的 101.9 亿元持续增加至 2021 年的 132.1 亿元，CAGR 为 5.33%。其中 2021 年含铁制剂销售规模为 38.8 亿元，同比增长 6.01%，占抗贫血化学用药总销售规模的 29.37%。含铁制剂分为口服铁剂和注射铁剂，其中口服补铁剂具备安全性较高、服用便捷等优势。

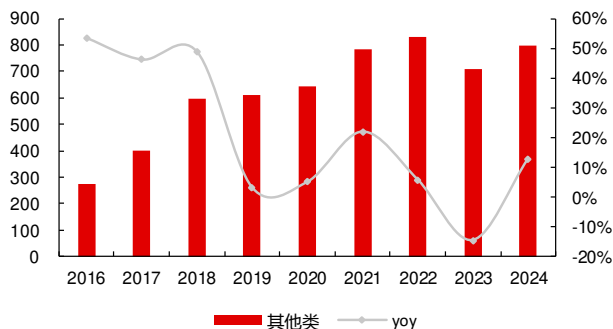
公司的其他类产品营收以蛋白琥珀酸铁口服溶液（盛雪元）为主，2016-2022 年间营业收入逐年提升，2023 年营收下滑，主要在于截至 2022 年底蛋白琥珀酸铁口服溶液已调出所有省级医保目录。

图 19：抗贫血制剂销售规模，亿元



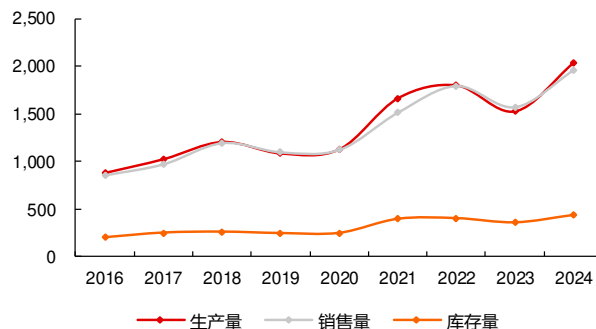
资料来源：华经产业研究院，长江证券研究所

图 20：2016-2024 年公司其他类产品营收情况，百万元



资料来源：公司年报，长江证券研究所

图 21：2016-2024 年公司其他类产品销量情况，万盒



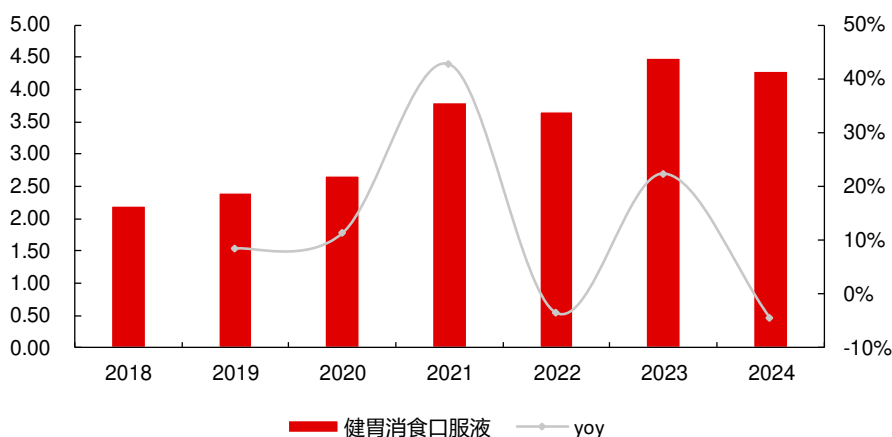
资料来源：公司年报，长江证券研究所

健胃消食口服液：独家品种，具备较大市场潜力

独家品种，入选多个指南、消化科重要产品。健胃消食口服液是公司的独家品种，由太子参、陈皮、山药、炒麦芽及山楂共 5 味药食同源的药材组成，具有健脾胃、助消化的功效，主要用于脾胃虚弱所致的食积，临床见多种原因引起的消化不良、小儿厌食等。健胃消食口服液已入选由中华中医药学会制定的《儿童厌食中西医结合诊疗指南》、人民卫生出版社出版的《中西医结合临床消化病学》。

产品销售增长，市场份额仍具优化空间。PDB 数据显示健胃消食口服液营收增速较快，目前销售规模在 4.5 亿元左右。同时，米内网公布的 2022 年中国公立医疗机构终端消化系统中成药 TOP10 产品中，公司的健胃消食口服液排名第五，是唯一上榜的健胃消食亚类产品，因此我们认为公司产品仍具有较大的市场发展空间和潜力。2024 年 10 月，2024 中国药店全生态伙伴大会暨万觚会成功举办，大会颁发“2023-2024 年度中国药店甄选品牌”系列榜单，健胃消食口服液在“胃药类”荣登品牌榜。

图 22：健胃消食口服液 2018-2024 年样本医院（放大）销售额，亿元



资料来源：PDB，长江证券研究所

图 23：2022 年中国公立医疗机构终端消化系统中成药产品 TOP10，亿元

排名	产品名称	销售额	治疗亚类
1	康复新液	23+	胃药（胃炎、溃疡）
2	舒肝宁注射液	11+	肝病用药
3	迈之灵片	10+	痔疮用药
4	胃苏颗粒	<10	胃药（胃炎、溃疡）
5	健胃消食口服液	<10	健胃消食类
6	荜铃胃痛颗粒	<10	胃药（胃炎、溃疡）
7	藿香正气口服液	<10	祛暑剂
8	消渴丸	<10	糖尿病用药
9	肝爽颗粒	<10	肝病用药
10	摩罗丹（浓缩丸）	<10	胃药（胃炎、溃疡）

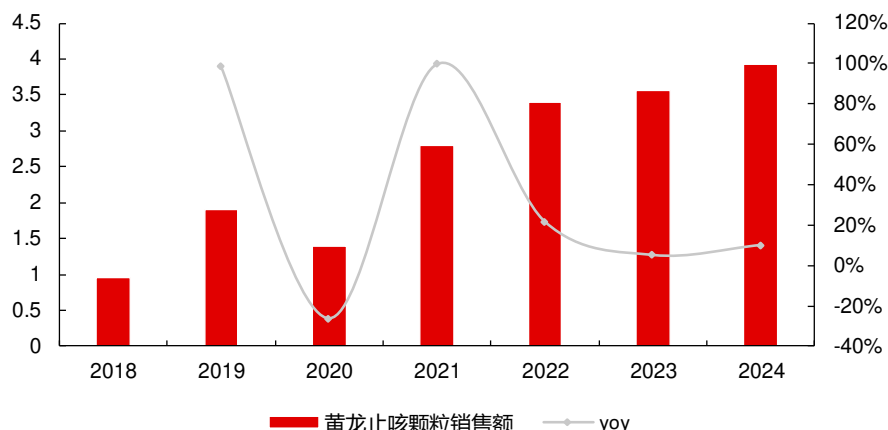
资料来源：米内网，长江证券研究所

黄龙止咳颗粒：入选多个临床指南，临床治疗效果明显

入选多个用药指南、诊疗共识和教学教材，临床治疗效果明显。独家剂型黄龙止咳颗粒以黄芪、地龙为君药，淫羊藿、鱼腥草、射干、炙麻黄为臣药，葶苈子、山楂为佐药，桔梗为使药，能够益气补肾、清肺止咳，达到“肺、脾、肾”三脏同补功效，适用于肺肾气虚，痰热郁肺之咳嗽，以及急性慢性支气管炎、支气管哮喘见上述证候者。黄龙止咳颗粒已入选由中华中医药学会制定的《全国儿童呼吸道感染中医药防治方案》、中华中医药学会儿童肺炎协作创新共同体等制定的《儿童呼吸道感染后咳嗽中西医结合诊治专家共识》等。黄龙止咳颗粒在儿科呼吸系统领域能够有效治疗呼吸道感染、支气管炎、哮喘、慢性咳嗽等症状，通过持续不断的上市产品临床有效性及适应症拓展研究，有助于围绕呼吸科提高核心竞争力。

销售稳增，未来放量可期。根据 PDB 数据统计，2018-2022 年黄龙止咳颗粒销售额增速较快，目前销售额规模在 4 亿元左右，其中 2020 年销售额显著下滑主要受相关呼吸道疾病管控措施影响，儿科等科室门诊量大幅下降，同时药店渠道销售承压，因此产品销售出现大幅下滑。自 2021 年起，黄龙止咳颗粒销售额快速恢复，受益于公司积极开展临床学术研究，产品临床疗效与价值逐步体现，未来放量可期。

图 24：黄龙止咳颗粒 2018-2024 年样本医院（放大）销售额，亿元



资料来源：PDB，长江证券研究所

BD 持续推进，赋能长期发展

BD 持续落地，赋能中长期成长。除现有产品外，公司持续加大新产品研发和引进力度、积极开展已有重点品种的二次开发，不断丰富储备产品，为中长期发展蓄力。自 2021 年以来，公司相继宣布与天境生物、恒翼生物、征祥医药等开展 BD 合作，主要产品都已推进到临床关键阶段。

长效流感新药：进度领先，有望开始贡献业绩。2023 年 8 月，子公司济川有限与征祥医药签署独家合作协议及投资意向书，征祥医药授予济川有限一款用于治疗或预防流感的聚合酶酸性蛋白（PA）抑制剂 ZX7101A 口服制剂约定的适应症大陆地区独家推广权益。与 ZX-7101A 同靶点的玛巴洛沙韦于 2021 年国内获批上市之后，2022-2024 年迅速放量。玛巴洛沙韦同靶点药品目前竞争格局良好，除玛巴洛沙韦获批以外，ZX-7101A 目前研发进度领先，上市申请已于 2024 年 2 月正式受理。

长效生长激素：借助渠道赋能，上市后有望实现快速放量。2021 年 11 月，公司与天境生物签署合作协议，天境生物向公司授予伊坦生长激素（TJ101）在中国大陆进行开发、生产、商业化的独家许可。拥有较长的半衰期，能够延长给药间隔，为患者带来更好的治疗体验和效果。公司在儿科领域有广泛的销售网络，销售渠道覆盖全国 30 个省、市和自治区。预计 TJ101 上市之后，有望借助公司强势的院内及 OTC 渠道进行市场推广，实现快速放量。

自免产品：与恒翼生物强强联手，布局自免赛道。2022 年 11 月，公司与恒翼生物签署独家合作协议，合作协议涉及 2 个 BD 品种：（1）PDE4 抑制剂医药产品以及组合产品（完成临床二期），（2）蛋白酶抑制剂医药产品（处于临床三期）。根据公司公告，PDE4 抑制剂涉及的适应症包括中重度斑块型银屑病、轻中度特应性皮炎，蛋白酶抑制剂涉及的适应症为改善选择性肠切除术患者肠道功能的恢复、减少术后肠梗阻。

风险提示

- 市场竞争加剧风险。**公司主要产品小儿鼓翘清热颗粒的专利将于 2025 年到期，蒲地蓝消炎口服液的专利将在 2026 年到期。专利到期后同类型品种的研发、上市将可能加速，面临市场竞争加剧的风险。
- 研发失败风险。**公司有多项处于研发阶段的项目，药品研发投入大、周期长、风险高，产品上市后是否有良好的市场前景和经济回报也具有不确定性。
- 行业政策变动风险。**公司所处医药行业受国家政策影响较大，新法规出台或新政策变化可能对公司经营造成影响。
- 盈利预测不成立或不及预期的风险。**在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设。但不能排除小儿鼓翘清热颗粒、蒲地蓝消炎口服液等后续集采的可能性，未来进入集采后有可能放量不达预期，从而影响公司未来业绩增速。

如若公司两大单品小儿鼓翘清热颗粒、蒲地蓝消炎口服液销售不及预期，则公司营收与利润可能会受到影响。悲观情况下，我们预计公司 2025-2026 年营业收入分别为 71.97 亿元、73.82 亿元，归母净利润分别为 18.87 亿元、20.42 亿元。

表 1：中性以及悲观情形下我们对于公司业绩的预测

	基准情形下			悲观情形下		
	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E
营业收入/亿元	80.17	75.78	80.74	80.17	71.97	73.82
营业收入同比增速	-17%	-5%	7%	-17%	-10%	3%
归母净利润/亿元	25.32	22.57	24.94	25.32	18.87	20.42
归母净利润同比增速	-10%	-11%	11%	-10%	-25%	8%

资料来源：Wind，长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8017	7578	8074	8707	货币资金	6669	8081	9003	9727
营业成本	1664	1664	1662	1742	交易性金融资产	5161	6323	7416	8828
毛利	6353	5915	6412	6965	应收账款	2173	2193	2268	2442
%营业收入	79%	78%	79%	80%	存货	569	483	502	543
营业税金及附加	134	120	128	141	预付账款	27	31	27	30
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他流动资产	102	64	78	89
销售费用	2954	2425	2584	2786	流动资产合计	14702	17176	19295	21660
%营业收入	37%	32%	32%	32%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	433	409	436	470	投资性房地产	5	5	5	5
%营业收入	5%	5%	5%	5%	固定资产合计	2547	2426	2335	2157
研发费用	445	417	444	479	无形资产	309	310	302	298
%营业收入	6%	6%	6%	6%	商誉	167	167	167	167
财务费用	-241	0	0	0	递延所得税资产	42	35	35	35
%营业收入	-3%	0%	0%	0%	其他非流动资产	688	740	804	866
加：资产减值损失	-3	0	0	0	资产总计	18459	20859	22944	25188
信用减值损失	22	0	0	0	短期贷款	787	2287	3787	5287
公允价值变动收益	99	0	0	0	应付款项	1438	1464	1492	1535
投资收益	84	66	74	82	预收账款	0	0	0	0
营业利润	2863	2633	2919	3201	应付职工薪酬	154	158	152	162
%营业收入	36%	35%	36%	37%	应交税费	204	221	225	240
营业外收支	115	0	0	0	其他流动负债	954	1256	1211	1225
利润总额	2978	2633	2919	3201	流动负债合计	3538	5387	6867	8449
%营业收入	37%	35%	36%	37%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	442	373	421	463	应付债券	0	0	0	0
净利润	2537	2260	2498	2738	递延所得税负债	128	134	134	134
归属于母公司所有者的净利润	2532	2257	2494	2733	其他非流动负债	67	65	65	65
少数股东损益	5	3	4	5	负债合计	3733	5586	7067	8649
EPS (元)	2.76	2.45	2.71	2.97	归属于母公司所有者权益	14702	15245	15845	16503
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	25	28	32	36
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	14726	15273	15877	16539
经营活动现金流净额	2176	3020	2687	2907	负债及股东权益	18459	20859	22944	25188
取得投资收益收回现金	85	66	74	82	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-174	-244	-287	-215	每股收益	2.76	2.45	2.71	2.97
其他	-1951	-1216	-1158	-1474	每股经营现金流	2.36	3.28	2.92	3.15
投资活动现金流净额	-2040	-1393	-1371	-1607	市盈率	10.54	11.21	10.15	9.26
债券融资	0	0	0	0	市净率	1.82	1.66	1.60	1.53
股权融资	0	0	0	0	EV/EBITDA	7.61	6.51	6.08	5.80
银行贷款增加 (减少)	1442	1500	1500	1500	总资产收益率	13.9%	11.5%	11.4%	11.4%
筹资成本	-1218	-1714	-1894	-2075	净资产收益率	17.2%	14.8%	15.7%	16.6%
其他	-1429	-2	0	0	净利率	31.6%	29.8%	30.9%	31.4%
筹资活动现金流净额	-1205	-215	-394	-575	资产负债率	20.2%	26.8%	30.8%	34.3%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	-1069	1412	922	724	总资产周转率	0.44	0.39	0.37	0.36

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好：	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性：	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡：	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持：	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期
36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。