

2025年07月31日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

短期集采影响，研发储备向创新转型

—珍宝岛（603567.SH）公司事件点评报告

买入（首次）

事件

分析师：胡博新 S1050522120002

hubx@cfsc.com.cn

分析师：吴景欢 S1050523070004

wujh2@cfsc.com.cn

珍宝岛发布公告：预计 2025 年半年度实现归属于上市公司股东的净利润约为-7,700 万元到-6,600 万元。

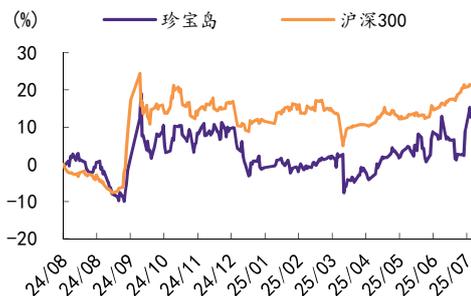
投资要点

基本数据

2025-07-30

当前股价（元）	12.51
总市值（亿元）	118
总股本（百万股）	941
流通股本（百万股）	940
52 周价格范围（元）	9.91-13.1
日均成交额（百万元）	73.8

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

■ 短期集采影响落地，执行后销量有望提升

公司上半年净利由正转负主要是中成药集采执标时间延期，核心品种降价，毛利率下降，因执行后延销量增长尚未兑现，公司预计上半年收入下降 57%，毛利同比下降 64%。根据全国中成药联合采购办公室 2024 年 12 月 30 日发布的《全国中成药采购联盟集中带量采购拟中选结果公示》，公司注射用血塞通（冻干）等多个核心品种中选，中选品种合计占 2023 年度医药工业板块营业收入比例 70%以上。由于 2021 年公司注射用血塞通（冻干）及双黄连口服液未中选湖北省中成药省际联盟集中带量采购，此次中选对公司销量恢复影响较大。从目前中成药集采执行落地来看，自 2025 年 5 月已有河南等省份推进集采的落地，预计下半年核心产品的销量将回升。

■ 中药创新药研发迎关键里程碑

2025 年 7 月，公司 1.1 类中药创新药清降和胃颗粒 II 期临床试验在长沙市第三医院成功实现全国首例受试者入组。清降和胃颗粒是珍宝岛药业与北京中医药大学东方医院合作的临床经验方，明确针对非糜烂性胃食管反流病（NERD）寒热错杂证这一复杂证型。相较于现有西医治疗方案常面临的缓解率有限、易复发及药物不良反应多等临床痛点，清降和胃颗粒凭借其独特的中医组方原理，有望为患者提供更符合疾病特点、整体调节且耐受性更优的“中国方案”。

■ 参股浙江特瑞思，ADC 平台价值逐步显现

公司参股持有浙江特瑞思 17.0211%的股权，是其第二大股东。目前特瑞思的核心产品 TRS005 是全球首个进入注册临床的 CD20 靶向 ADC，2024 年获得药监局许可，纳入突破性治疗品种，适应症为至少经过 2 次标准治疗的复发或难治性 CD20 阳性弥漫大 B 细胞淋巴瘤。根据 2024 年 ASCO 数据，对完成了至少一次用药后疗效评价的 64 例 R/R DLBCL 患者进行分析，整体 ORR 为 48.4%（95% CI：35.8，61.3），DCR 为

78.1% (95% CI: 66.0, 87.5), mPFS 为 5.4 个月, 12 个月 PFS 率为 34.6%, mDOR 为 15.9 个月。其中 1.8mg/kg 剂量组疗效信号明显, ORR、DCR、mPFS 分别为 59.4%、87.5% 和 7.26 个月。

■ 盈利预测

虽然公司受集采政策执行延长影响, 业绩短期内承压, 但集采执行后, 核心产品销量有望提升。此外, 公司中药创新药和参股公司的 ADC 药物研发迎来关键里程碑, 有望成为公司未来新的增长驱动力。我们预测公司 2025-2027 年收入分别为 19.84、28.23、30.66 亿元, EPS 分别为 0.07、0.50、0.54 元, 当前股价对应 PE 分别为 185.9、24.8、23 倍, 给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

中成药集采执行低于预期; 续标降价风险; 创新药研发的不确定性。

预测指标	2024A	2025E	2026E	2027E
主营收入 (百万元)	2,707	1,984	2,823	3,066
增长率 (%)	-13.9%	-26.7%	42.3%	8.6%
归母净利润 (百万元)	438	63	474	511
增长率 (%)	-7.3%	-85.5%	648.4%	7.9%
摊薄每股收益 (元)	0.47	0.07	0.50	0.54
ROE (%)	5.3%	0.8%	5.5%	5.8%

资料来源: Wind, 华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产:				
现金及现金等价物	1,053	2,215	717	589
应收款	4,227	3,163	4,524	4,956
存货	1,488	1,468	1,790	1,835
其他流动资产	425	413	581	568
流动资产合计	7,193	7,259	7,612	7,949
非流动资产:				
金融类资产	16	16	16	16
固定资产	1,319	1,321	1,329	1,326
在建工程	149	160	144	118
无形资产	980	915	850	789
长期股权投资	707	741	775	809
其他非流动资产	2,364	2,364	2,364	2,364
非流动资产合计	5,520	5,500	5,461	5,405
资产总计	12,713	12,759	13,073	13,354
流动负债:				
短期借款	1,296	1,296	1,296	1,296
应付账款、票据	278	294	358	386
其他流动负债	896	896	896	896
流动负债合计	2,520	2,535	2,612	2,638
非流动负债:				
长期借款	1,546	1,546	1,546	1,546
其他非流动负债	355	355	355	355
非流动负债合计	1,901	1,901	1,901	1,901
负债合计	4,422	4,436	4,514	4,539
所有者权益				
股本	941	941	941	941
股东权益	8,291	8,323	8,560	8,815
负债和所有者权益	12,713	12,759	13,073	13,354

现金流量表	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	436	63	474	511
少数股东权益	-2	0	0	0
折旧摊销	139	153	149	145
公允价值变动	0	0	0	0
营运资金变动	-410	1111	-1774	-439
经营活动现金净流量	164	1327	-1151	217
投资活动现金净流量	-106	-46	-26	-5
筹资活动现金净流量	1103	-32	-237	-256
现金流量净额	1,162	1,250	-1,414	-44

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,707	1,984	2,823	3,066
营业成本	1,215	1,151	1,580	1,705
营业税金及附加	52	40	54	58
销售费用	292	218	282	307
管理费用	304	238	311	337
财务费用	125	0	0	0
研发费用	38	99	85	92
费用合计	759	555	677	736
资产减值损失	-99	-100	0	-2
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-8	-8	0	0
营业利润	523	80	562	606
加:营业外收入	4	0	0	0
减:营业外支出	4	4	4	4
利润总额	523	76	558	602
所得税费用	87	13	84	90
净利润	436	63	474	511
少数股东损益	-2	0	0	0
归母净利润	438	63	474	511

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	-13.9%	-26.7%	42.3%	8.6%
归母净利润增长率	-7.3%	-85.5%	648.4%	7.9%
盈利能力				
毛利率	55.1%	42.0%	44.0%	44.4%
四项费用/营收	28.0%	28.0%	24.0%	24.0%
净利率	16.1%	3.2%	16.8%	16.7%
ROE	5.3%	0.8%	5.5%	5.8%
偿债能力				
资产负债率	34.8%	34.8%	34.5%	34.0%
营运能力				
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2
应收账款周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
存货周转率	0.8	0.8	0.9	1.0
每股数据(元/股)				
EPS	0.47	0.07	0.50	0.54
P/E	26.9	185.9	24.8	23.0
P/S	4.4	5.9	4.2	3.8
P/B	1.5	1.5	1.5	1.4

■ 医药组介绍

胡博新：药学专业硕士，10 年证券行业医药研究经验，曾在医药新财富团队担任核心成员。对原料药、医疗器械、血液制品行业有长期跟踪经验。

俞家宁：美国康奈尔大学硕士，2022 年 4 月加入华鑫证券研究所，从事医药行业研究。

吴景欢：中国疾病预防控制中心博士、副研究员，研究方向为疫苗、血制品、创新药，7 年的生物类科研实体经验，3 年医药行业研究经验。

■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券

投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。