

珍宝岛 (603567.SH)

Q1 业绩超预期，看好公司长期发展

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4,127	4,214	6,069	7,335	8,602
增长率 yoy (%)	21.2	2.1	44.0	20.9	17.3
归母净利润 (百万元)	332	185	601	771	916
增长率 yoy (%)	-23.9	-44.2	224.3	28.3	18.8
ROE (%)	4.7	2.7	8.0	9.4	10.1
EPS 最新摊薄 (元)	0.35	0.20	0.64	0.82	0.97
P/E (倍)	50.2	89.9	27.7	21.6	18.2
P/B (倍)	2.4	2.3	2.2	2.0	1.8

资料来源: 长城证券产业金融研究院

事件: 1) 公司发布 2022 年年报, 公司实现营收 42.19 亿元 (+2.17%), 实现归母净利润 1.85 亿元 (-44.18%)。其中 Q4 实现营收 8.99 亿元 (-36.93%), 实现归母净利润 0.32 亿元 (-64.43%)。2) 公司发布 2023 年一季报, 23Q1 实现营收 15.34 亿元 (+52.67%), 实现归母净利润 2.54 亿元 (+60.87%)。

22 年受疫情影响利润端承压, 23Q1 开门红业绩亮眼。 22 年公司实现营收 42.19 亿元 (+2.17%), 实现归母净利润 1.85 亿元 (-44.18%)。主要系疫情影响核心工业板块销量下滑, 产品结构变化导致综合毛利率下滑至 17.55% (-15.48pct), 归母净利率下滑至 4.39% (-3.65pct)。具体表现为毛利率较高的中药制剂/生物制剂实现营收 8.72/0.56 亿元, 分别同比-35.23%/-29.50%; 毛利率较低的中药材贸易/药品贸易/化学制剂实现营收 28.06/3.20/1.22 亿元, 分别同比+28.16%/-23.33%/+39.06%。公司坚持以制药工业为基础, 积极应对中成药集采的趋势, 加快心脑血管和呼吸领域口服产品的布局和推广, 产品结构更加均衡。同时向上游产业链延伸整合, 形成中药、化药、仿制药、创新药全产品线格局。23Q1 实现营收 15.34 亿元 (+52.67%), 实现归母净利润 2.54 亿元 (+60.87%), 业绩表现超预期, 毛利率回升至 44.25% (+4.38pct)。

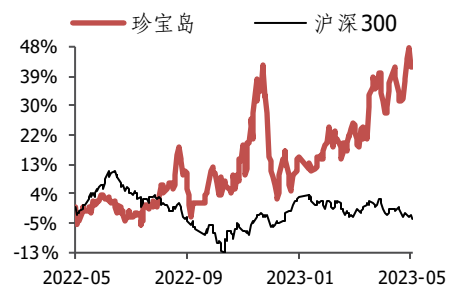
注射剂+口服药双轮驱动, 二次开发释放产品活力。 注射剂主要有注射用血塞通 (冻干)、舒血宁注射液、黄芪注射液等, 22 年公司完成了注射用双黄连等 38 个品种的并购, 丰富了产品管线。其中, 注射用血塞通和舒血宁注射液均为心脑血管领域用药, 分别在公立医疗机构排名第 6/12 名。随着人口老龄化趋势, 心脑血管患病率及死亡率处于上升阶段, 22 年心脑血管在各类疾病用药中排名第一。22 年新版医保目录中, 取消了注射用血塞通 (冻干) 和血塞通注射液的适应症限制, 进一步扩大了产品使用场景。22 年注射用血塞通/舒血宁注射液销量分别同比增长 20.70%/0.95%。此外, 公司加大产品二次开发: 一方面, 通过技术升级提升产品安全性、有效性, 推进注射剂再评价工作, 实现舒血宁注射液达到“689 技术”标准; 另一方面, 通过增加有效成分以提高单次费用。口服药主要有血栓通胶囊、复方芩兰口服液、双黄连口服液、小儿热速清糖浆等, 22 年口服品种快速增长, 产品去库存效果明显。公司通过提高含

增持 (维持评级)

股票信息

行业	医药
2023 年 5 月 23 日收盘价 (元)	17.01
总市值 (百万元)	16,022.80
流通市值 (百万元)	16,022.80
总股本 (百万股)	941.96
流通股本 (百万股)	941.96
近 3 月日均成交额 (百万元)	146.06

股价走势



作者

分析师 刘鹏

执业证书编号: S1070520030002

邮箱: liupeng@cqws.com

相关研究

- 《打通中药全产业链, 创新研发开辟业务新蓝海——珍宝岛 (603567) 首次覆盖点评》2023-03-10

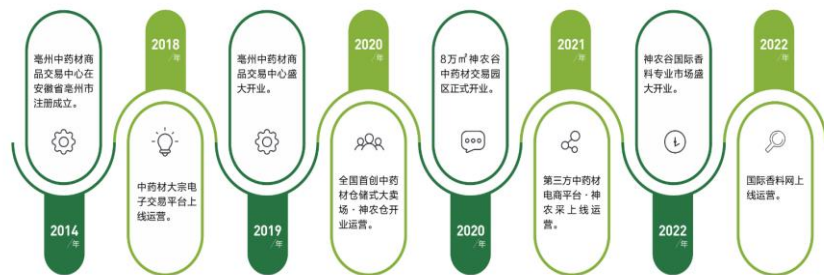
量和中标价格，增大市场推广力度，不断提升产品市场份额。复方芩兰口服液、双黄连口服液纳入国家中医药管理局下发的《新冠病毒感染者居家中医药干预指引》，并作为十余个省市防治新冠病毒感染的推荐用药。复方芩兰口服液是公司独家品种，通过增加适应症、人群和规格对产品进行二次开发，目前正在进行儿童剂量的临床研究，增加了无糖型品种，相较于其他对标产品，规模较小仍有较大的增长空间。

围绕肿瘤领域重点布局 ADC 产品，两款重磅生物药进展较快。公司于 2021 年参股浙江特瑞斯药业，聚焦肿瘤如乳腺癌、肺癌等重大肿瘤疾病领域，以 ADC 为核心产品，同步布局单抗、双抗产品，打造生物药重磅产品线。特瑞斯是由海外归国专家吴幼玲博士领导的海外归国精英联合浙江民营企业企业家创立的生物制药企业。根据公司披露，进展较快的 2 个核心品种是 TRS005 和 TRS003。TRS005 拟用于复发或难治的 B 细胞非霍奇金淋巴瘤患者，竞争格局较好，获国家十二五“重大新药创制”，并获十三五“重大新药创制”滚动支持。去年完成了 Ib 期后决定对非霍奇金淋巴瘤的其中一个亚型往 II 期进行推进。有望今年能完成病例的补充，明年初启动 II 期的工作。TRS003 是贝伐珠单抗生物类似药，治疗大肠癌、非小细胞肺癌等肿瘤疾病。公司以“股权投资+引进合作+自主研发”模式，围绕肿瘤领域重点开展 ADC 产品创新研发。

聚焦抗病毒和抗肿瘤领域，化药研发工作进展顺利。截至 2022 年底，公司拥有在研化药创新药项目 4 个，化药仿制药项目 34 个，其中 ZBD1042 项目作为神经氨酸酶抑制剂，是用于预防和治疗流感病毒感染的 1 类创新药，为全身用抗病毒药，对标药物是国内首个新型抗流感新药帕拉米韦氯化钠注射液，是国内唯一上市的神氨酸酶抑制剂注射剂，目前已完成国内 I 期临床研究。

从中药材源头推动中医药现代化，“神农采”+“神农仓”打造线上线下一体化模式。中医药是我国民族瑰宝，拥有数千年的悠久历史。中药材是中医药的基础，古有“神农尝百草”的传说，古人依靠自然界的植物、动物和矿物等治疗疾病，在长期同疾病作斗争中逐步搭建起中医药理论框架。在现代，中医药依旧在我国医疗保健体系中有举足轻重的地位，在世界范围内得到越来越多的国际认可。但是由于中药材品质不稳定、产地分散化、渠道复杂化、信息不对称等问题，中医药行业在曲折中发展。公司为解决行业痛点、推动中药材产业的升级和转型，2014 年在四大药都之首亳州市投资成立了亳州中药材交易中心，2018 年中药材大宗电子交易平台上线运营，2019 年亳州中药材商品交易中心盛大开业，2020 年全国首创中药材仓储式大卖场·神农仓开业运营，同年 8 万 m² 神农谷中药材交易园区正式开业，2021 年第三方中药材电商平台·神农采上线运营，同年哈尔滨中药材商品交易中线电商平台正式上线运营，2022 年国际香料网上线运营。

图 1: 亳州中药材商品交易中心发展历程



资料来源: 亳州中药材商品交易中心官网, 长城证券产业金融研究院

1996 年经国家中医药管理局、卫生部、国家工商行政管理局批准设立全国 17 个中药材专业市场，亳州中药材交易中心是安徽省政府批准设立的全国首家大宗中药材现货交易平台。亳州中药材交易中心是国内规模最大的中药材交易市场之一，不仅仅是依靠四大药都之一亳州的悠久历史和丰富资源，还受益于政策的大力支持。中共安徽省委与安徽省人民政府联合印发《关于促进中医药传承创新发展举措》，鼓励做优做强现代中药产业，明确指出依托亳州中药材商品交易中心，建设国家级中药材物流中心和储备库，做活中药商业。根据中研网估计，2020 年中药材行业市场规模约 1437 亿元，2022 年预计达到 1708 亿元，2024 年超过 2000 亿元，年平均复合增速近 10%。

22 年公司中药材贸易收入为 28.06 亿元 (+28.16%)，主要系公司扩大营销规模及改善营销方式所致。该业务毛利率为 2.23% (-3.21pct)，主要系中药材受季节性、区域性价格波动影响所致。22 年公司随着公司将业务延伸至香料领域，根据华经产业研究院，我国 20 年香精香料销售规模为 511.3 亿元 (+2.5%)。香料本身属于中药材的一大类，公司打造亳州神农谷（国际）香辛料市场，填补了这一空白市场。公司未来将根据战略布局，增加新业务模式，毛利率仍有提升的空间。

供给端：打造“N+50”中药材产业资源体系，直接对接全国道地中药材产区。交易中心的“N+50”中药材产业资源体系，即在亳州、哈尔滨、成都等“东南西北中”五大片区建立中药材交易中心，通过在全国 50 个主要道地中药材主产区建立趁鲜加工、仓储物流、质检溯源、信息站点等项目。

图 2: “N+50” 中药材产业资源体系



资料来源: 公司官网, 长城证券产业金融研究院

需求端: 行业竞争加剧, 集中度有望提升。平台目标用户范围广泛, 涵盖制药企业、饮片厂、食品厂、保健品厂、药妆厂等。

根据中研网, 2017-2020 年我国中药饮片市场规模由 1843.4 亿元增至 2646.7 亿元, 预计 22 年规模达 3441.5 亿元。中药饮片行业集中度较低, 龙头企业市场份额仅 2%-3%。2023 年 1 月 4 日, 国家药监局发布《进一步加强中药科学监管促进中药传承创新发展若干措施》, 提出持续加强中药饮片、中药配方颗粒和中成药监督检查。随着国家质量监管的进一步推进, 中药饮片行业集中度有望进一步提升, 带动上游中药材市场集中度提升。

统一化: 全产业链溯源体系保障商品质量稳定。公司以“统一质检、统一仓储、统一包装、统一购销、统一结算、统一管理”的“六统一”运营模式, 构建线上与线下相结合的全新交易体系, 从种植源头开始对种植基源、种植过程、采购、加工、仓储、物流全过程追溯, 确保中药材来源可溯、去向可查。

图 3: “六统一” 运营模式实现全产业链溯源体系



资料来源: 公司官网, 长城证券产业金融研究院

信息化: “神农采”+“神农仓”打造线上线下一体化模式。“神农仓”是全国首创的中药材仓储式大卖场, “神农采”是中药材第三方线上交易平台。客户既可以线下抽样检查商品品质, 又能随时线上看货下单。“互联网+”的创新商业模式有助于降本增效, 扩大销售范围。

投资建议：公司深耕中药领域近 30 年，打通上下游全产业链，顺应政策导向积极布局化药、生物药新赛道。预计公司 23-25 年实现营收 60.69/73.35/86.02 亿元，分别同比增长 44%/21%/17%；实现归母净利润 6.01/7.71/9.16 亿元，分别同比增长 224%/28%/19%；对应 PE 估值分别为 28/22/18X，维持“增持”评级。

风险提示：研发不及预期，医药政策及药品集采风险，销售不及预期风险，行业竞争加剧风险。

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	6676	6381	7410	8288	9463
现金	1551	1001	1442	1743	2044
应收票据及应收账款	3322	2999	3954	3694	4718
其他应收款	797	811	958	988	1152
预付账款	14	258	146	343	231
存货	733	1006	677	1270	1049
其他流动资产	259	306	233	250	268
非流动资产	4830	5294	6250	6770	7284
长期股权投资	645	631	601	571	541
固定资产	1311	1184	1678	1937	2162
无形资产	349	963	1120	1314	1557
其他非流动资产	2526	2516	2851	2948	3024
资产总计	11506	11675	13660	15058	16747
流动负债	2812	3867	5254	5983	6846
短期借款	601	1302	3755	4170	4986
应付票据及应付账款	797	806	621	842	718
其他流动负债	1414	1759	878	970	1142
非流动负债	1643	702	707	645	572
长期借款	1290	460	465	403	330
其他非流动负债	353	242	242	242	242
负债合计	4455	4569	5961	6628	7418
少数股东权益	8	8	26	49	76
股本	942	942	942	942	942
资本公积	2350	2350	2350	2350	2350
留存收益	3749	3834	4365	5046	5855
归属母公司股东权益	7043	7099	7674	8382	9253
负债和股东权益	11506	11675	13660	15058	16747

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-434	-327	313	957	624
净利润	333	191	619	794	943
折旧摊销	153	169	176	220	262
财务费用	143	135	213	302	343
投资损失	-243	-26	-55	-55	-55
营运资金变动	-927	-686	-555	-204	-754
其他经营现金流	107	-110	-85	-100	-115
投资活动现金流	-421	284	-1053	-658	-691
资本支出	449	404	858	675	733
长期投资	-757	237	30	30	30
其他投资现金流	785	451	-225	-13	12
筹资活动现金流	797	-419	-1974	-413	-447
短期借款	101	701	2453	415	816
长期借款	-844	-830	5	-62	-73
普通股增加	93	0	0	0	0
资本公积增加	1124	0	0	0	0
其他筹资现金流	323	-290	-4432	-767	-1190
现金净增加额	-58	-462	-2714	-115	-515

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4127	4214	6069	7335	8602
营业成本	2764	3475	4035	4702	5474
营业税金及附加	65	45	49	59	69
销售费用	645	608	858	1015	1164
管理费用	325	322	376	455	533
研发费用	55	71	91	110	129
财务费用	143	135	213	302	343
资产和信用减值损失	-48	-51	-72	-88	-103
其他收益	192	660	250	250	250
公允价值变动收益	0	-1	0	0	0
投资净收益	243	26	55	55	55
资产处置收益	-1	40	0	0	0
营业利润	456	298	885	1159	1383
营业外收入	5	5	5	5	5
营业外支出	6	4	5	5	5
利润总额	455	298	885	1159	1383
所得税	122	108	266	365	440
净利润	333	191	619	794	943
少数股东损益	1	5	18	23	27
归属母公司净利润	332	185	601	771	916
EBITDA	683	547	1201	1593	1885
EPS (元/股)	0.35	0.20	0.64	0.82	0.97

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	21.2	2.1	44.0	20.9	17.3
营业利润 (%)	-10.7	-34.8	197.5	30.9	19.3
归属母公司净利润 (%)	-23.9	-44.2	224.3	28.3	18.8
获利能力					
毛利率 (%)	33.0	17.5	33.5	35.9	36.4
净利率 (%)	8.1	4.5	10.2	10.8	11.0
ROE (%)	4.7	2.7	8.0	9.4	10.1
ROIC (%)	3.8	2.4	5.9	7.1	7.4
偿债能力					
资产负债率 (%)	38.7	39.1	43.6	44.0	44.3
净负债比率 (%)	24.6	30.2	40.5	37.8	39.1
流动比率	2.4	1.7	1.4	1.4	1.4
速动比率	2.0	1.3	1.2	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	1.5	1.4	1.8	2.0	2.1
应付账款周转率	4.5	4.8	6.6	7.6	8.5
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.35	0.20	0.64	0.82	0.97
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.46	-0.35	0.33	1.02	0.66
每股净资产 (最新摊薄)	7.48	7.54	8.15	8.90	9.82
估值比率					
P/E	50.2	89.9	27.7	21.6	18.2
P/B	2.4	2.3	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	26.9	34.4	16.5	12.5	10.8

资料来源: 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cqws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044

传真：86-10-88366686