

珍宝岛 (603567.SH)

中药全产业链条协同发展，内生外延创新研发多点开花

医药工业板块负面影响逐渐见底，业绩有望触底反弹。注射用血塞通（冻干）、舒血宁注射液、注射用骨肽为医药工业板块的几个主要品种，近年来受“医保限制”政策影响销量不断下滑，另外叠加环境变化和带量采购影响，2021年医药工业板块收入降幅较大，但我们估计目前政策负面影响已经见底。随着复方芩兰口服液、血栓通胶囊、注射用血塞通（冻干）、舒血宁注射液几个核心品种的二次开发，中药创新药和生物药的研发布局、院内制剂和配方颗粒的备案及注册，以及中医药利好政策鼓励，未来医药工业板块的业绩有望触底反弹。

延伸布局上游中药材，有望驱动商业板块业绩增长。流感多发季市场上对于感冒、退热、抗病毒类药品的需求将增加，下游企业生产力度的加大将驱动上游药材涨价。公司布局产业链上下游，有望凭借掌握上游原材料资源优势，通过中药材贸易拉动医药商业板块业绩增长。

创新转型加速，布局中药创新药为长期发展奠定基础。公司近年来十分注重中药创新，目前进度较快的两个品种是清降和胃颗粒和羌活胜湿汤。

- **清降和胃颗粒有望填补 NERD 中药市场空白，峰值销售预计超过 16 亿元。**清降和胃颗粒用于 NERD 寒热错杂证的治疗，疗效明确、安全性好，具有较高的临床价值，目前研发进展顺利。我们预计该药 2027 年开始贡献收入，峰值销售在 16 亿元以上。
- **羌活胜湿汤用于风湿性关节炎和类风湿性关节炎止痛，峰值销售预计超过 3 亿元。**中国类风湿性关节炎药物市场规模 2024 年约 342 亿元，预计将以 CAGR10% 增长至 2031 年 656 亿元规模，我们预计该药 2023 年开始贡献收入。

投资特瑞思深入布局生物药，实现战略转型与国际化接轨。特瑞思致力于癌症治疗单抗药物的研发，目前进展较快的两个品种是 TRS003 和 TRS005。

- **TRS003 有望成为第一个 FDA 批准的贝伐珠单抗可互换生物类似药，目前正在开展国际多中心临床 3 期。**原研药安维汀获批众多肿瘤适应症，为 70 亿美元级别重磅品种。TRS003 获得 FDA 高度认可，我们预计该药 2024 年开始贡献收入，销售峰值超过 6 亿元。
- **TRS005 为全球首个进入临床试验阶段 CD20-ADC 药物，临床 1 期试验结果积极。**TRS005 在治疗复发难治性 B 细胞非霍奇金淋巴瘤中显示出较好的疗效和可控的安全性，我们预计该药 2024 年开始贡献收入，销售峰值超过 27 亿元。

盈利预测及投资评级。受“医保限制”政策、带量采购、大环境变化影响，公司 2021-2022 年医药工业板块业绩承压较大，但负面影响已逐渐见底，拐点已现，基于公司优秀的管理层、销售团队、中药材贸易平台、管线大品种二次开发、优秀中药品种并购、院内制剂和配方颗粒布局、中药创新药和生物药研发等，公司长期投资价值凸显。我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 2.23 亿元、5.19 亿元、5.89 亿元，增长分别为 -32.7%、132.4%、13.4%，PE 分别为 69x、30x、26x。结合对珍宝岛 2023 年业绩翻倍的判断，我们认为公司 23 年有望是业绩反转之年，后续有较大上升空间，我们看好公司长期发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：新药研发不及预期；药品集采风险；中药材贸易风险；销售不及预期风险；产品 DCF 预测模型测算假设相关风险。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,404	4,127	4,948	6,209	7,669
增长率 yoy (%)	3.4	21.2	19.9	25.5	23.5
归母净利润（百万元）	436	332	223	519	589
增长率 yoy (%)	6.8	-23.9	-32.7	132.4	13.4
EPS 最新摊薄（元/股）	0.46	0.35	0.24	0.55	0.63
净资产收益率 (%)	8.0	4.7	3.1	6.8	7.3
P/E（倍）	35.2	46.3	68.8	29.6	26.1
P/B（倍）	2.8	2.2	2.1	2.0	1.9

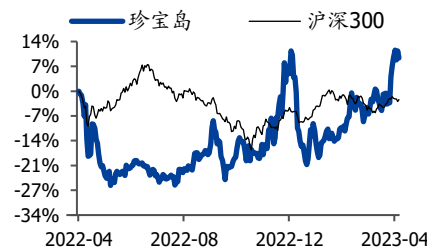
资料来源：Wind，国盛证券研究所注：股价为 2023 年 4 月 14 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	中药
4月14日收盘价(元)	16.31
总市值(百万元)	15,363.43
总股本(百万股)	941.96
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	9.54

股价走势



作者

分析师 张金洋

执业证书编号：S0680519010001

邮箱：zhangjy@gszq.com

分析师 胡倩碧

执业证书编号：S0680519010003

邮箱：huruobi@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6001	6676	9657	12622	14873
现金	1539	1551	3906	4901	6054
应收票据及应收账款	2654	3322	3842	5147	5957
其他应收款	126	797	309	1079	636
预付账款	41	14	52	31	72
存货	960	733	1288	1205	1895
其他流动资产	682	259	259	259	259
非流动资产	4233	4830	5372	6095	6786
长期投资	450	645	827	1006	1182
固定资产	1394	1311	1583	2028	2488
无形资产	254	349	361	376	394
其他非流动资产	2136	2526	2600	2685	2723
资产总计	10234	11506	15029	18718	21659
流动负债	2252	2812	6369	9755	12339
短期借款	500	601	4629	7730	9814
应付票据及应付账款	581	797	849	1181	1343
其他流动负债	1171	1414	892	843	1181
非流动负债	2479	1643	1485	1384	1257
长期借款	2134	1290	1133	1032	905
其他非流动负债	345	353	353	353	353
负债合计	4731	4455	7854	11139	13596
少数股东权益	9	8	8	8	9
股本	849	942	942	942	942
资本公积	1225	2350	2350	2350	2350
留存收益	3417	3749	3913	4300	4769
归属母公司股东权益	5494	7043	7166	7571	8055
负债和股东权益	10234	11506	15029	18718	21659

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	155	-434	137	-794	519
净利润	438	333	223	519	589
折旧摊销	178	153	149	191	227
财务费用	124	143	131	296	436
投资损失	20	-243	-37	-69	-86
营运资金变动	-595	-927	-330	-1731	-648
其他经营现金流	-9	107	0	0	0
投资活动现金流	-1451	-421	-655	-845	-832
资本支出	869	449	360	544	516
长期投资	-637	-757	-182	-179	-175
其他投资现金流	-1219	-730	-477	-480	-492
筹资活动现金流	292	797	-1156	-467	-617
短期借款	-826	101	0	0	0
长期借款	1004	-844	-158	-101	-127
普通股增加	0	93	0	0	0
资本公积增加	0	1124	0	0	0
其他筹资现金流	114	323	-998	-366	-490
现金净增加额	-1004	-58	-1674	-2106	-931

利润表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3404	4127	4948	6209	7669
营业成本	1497	2764	3299	4069	5061
营业税金及附加	132	65	120	149	198
营业费用	734	645	742	714	844
管理费用	333	325	371	404	483
研发费用	81	55	64	81	100
财务费用	124	143	131	296	436
资产减值损失	-5	-48	0	0	0
其他收益	62	192	30	105	120
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-20	243	37	69	86
资产处置收益	0	-1	0	0	0
营业利润	511	456	286	669	753
营业外收入	35	5	11	13	16
营业外支出	8	6	13	10	9
利润总额	537	455	284	672	760
所得税	100	122	61	153	170
净利润	438	333	223	519	589
少数股东损益	1	1	0	0	1
归属母公司净利润	436	332	223	519	589
EBITDA	840	683	550	1141	1386
EPS (元)	0.46	0.35	0.24	0.55	0.63

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	3.4	21.2	19.9	25.5	23.5
营业利润(%)	-6.7	-10.7	-37.2	133.6	12.6
归属于母公司净利润(%)	6.8	-23.9	-32.7	132.4	13.4
获利能力					
毛利率(%)	56.0	33.0	33.3	34.5	34.0
净利率(%)	12.8	8.0	12.8	8.0	4.5
ROE(%)	8.0	4.7	5.2	6.8	8.1
ROIC(%)	6.0	3.8	3.5	4.3	5.1
偿债能力					
资产负债率(%)	46.2	38.7	51.4	58.7	59.2
净负债比率(%)	36.6	24.7	32.2	56.7	53.7
流动比率	2.7	2.4	1.5	1.3	1.3
速动比率	1.9	2.0	1.3	1.2	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
应收账款周转率	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
应付账款周转率	3.6	4.0	4.0	4.0	4.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.35	0.41	0.56	0.71
每股经营现金流(最新摊薄)	0.16	-0.46	0.26	-0.82	1.16
每股净资产(最新摊薄)	5.83	7.48	7.78	8.21	8.81
估值比率					
P/E	35.2	46.3	68.8	29.6	26.1
P/B	2.8	2.2	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	20.7	25.0	32.5	17.5	15.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所注: 股价为2023年4月14日收盘价

内容目录

一、30年深耕中药领域，化药、生物药共同助力公司腾飞.....	5
1.1 聚焦主业，向上向下积极延伸打造中药全产业链龙头.....	5
1.2 管理团队经验丰富，公司股权结构稳定、架构清晰.....	6
1.3 医药工业+医药商业双轮驱动，公司营业收入稳步提升.....	8
1.4 研发投入稳步加大，坚持中药为主、中西并重的研发策略.....	10
二、内生性增长与外延式扩展协力助推医药工业增长.....	11
2.1 近年来中医药利好政策频出，中药创新迈进快车道.....	11
2.2 核心品种二次开发，推动业绩内生性增长.....	15
2.2.1 注射用血塞通：开发100mg新规格，销售额增长趋势已现.....	15
2.2.2 血栓通胶囊：医保限制解除，二次开发提高单价有望快速放量.....	17
2.2.3 复方芩兰口服液：新冠防治推荐用药，多途径二次开发有望成为重磅品种.....	18
2.2.4 舒血宁注射液：多途径积极应对业绩负面影响，产品销量稳步回升.....	18
2.3 外延式扩展打造中药新品种，有望带动医药工业业绩增长.....	19
2.3.1 布局中药创新药，开辟第二增长曲线.....	19
2.3.2 引进外部优势中药品种，丰富公司产品管线.....	20
2.3.3 布局院内制剂和配方颗粒，开辟广阔市场.....	20
三、建立中药材贸易中心，助力公司医药商业增长.....	21
3.1 中药产业规模化和集约化是未来发展趋势，中药材贸易市场空间广阔.....	21
3.2 中药材上游具有涨价趋势，有望驱动商业业绩增长.....	22
四、投资特瑞思深入布局生物药，重点开展单抗和ADC药物研发.....	24
4.1 TRS005：全球首个进入临床试验阶段CD20-ADC药物，临床1期试验结果积极.....	24
4.2 TRS003：有望成为第一个FDA批准的贝伐珠单抗可互换生物类似药，生产成本优势明显.....	26
五、盈利预测与公司估值.....	28
六、风险提示.....	35

图表目录

图表 1: 珍宝岛药业发展历史.....	5
图表 2: 珍宝岛药业股价复盘(2015.05-2022.12).....	6
图表 3: 珍宝岛药业股权结构与公司架构.....	6
图表 4: 主要(分)子公司相关信息.....	7
图表 5: 珍宝岛药业药物品种.....	8
图表 6: 历年营业收入.....	9
图表 7: 历年主营收入占比.....	10
图表 8: 历年主营业务毛利率情况.....	10
图表 9: 历年研发投入.....	10
图表 10: 中医药利好政策.....	11
图表 11: 近五年中药新药获批数量(个).....	13
图表 12: 近6年中药申报临床及上市新药数量(个).....	13
图表 13: 近年中药新药获批品种情况.....	14
图表 14: 注射用血塞通(冻干)临床治疗优势.....	15
图表 15: 注射用血塞通(冻干)样本医院市场份额.....	16
图表 16: 历年注射用血塞通(冻干)销量(万支).....	17

图表 17: 注射用血塞通（冻干）样本医院销售额（万元）	17
图表 18: 血栓通胶囊样本医院销售额（万元）	17
图表 19: 复方芩兰口服液样本医院销售额（万元）	18
图表 20: 舒血宁注射液样本医院销售额（万元）	19
图表 21: 舒血宁注射液及竞品样本医院销售额（万元）	19
图表 22: 舒血宁注射液样本医院市场份额	19
图表 23: 中药配方颗粒市场规模	21
图表 24: 历年中药材市场成交额（亿元）	22
图表 25: 中国成都中药材价格指数和清热药价格指数对比	23
图表 26: 中国成都中药材价格指数：环比	23
图表 27: 中国成都中药材价格指数：清热药：环比	23
图表 28: 2022.12.01-2022.12.18 连翘、金银花、广藿香、防风价格变化	24
图表 29: TRS-005 结构示意图及临床前疗效	25
图表 30: 临床研究疗效对比	25
图表 31: 全球贝伐珠单抗生物类似药研发情况	27
图表 32: 贝伐珠单抗生物类似药国内样本医院销售情况（万元）	27
图表 33: 清降和胃颗粒 DCF 估值模型	29
图表 34: 羌活胜湿汤 DCF 估值模型	29
图表 35: TRS005DCF 估值模型	30
图表 36: TRS003 DCF 估值模型	31
图表 37: 珍宝岛营收预测	32
图表 38: 可比公司估值	34

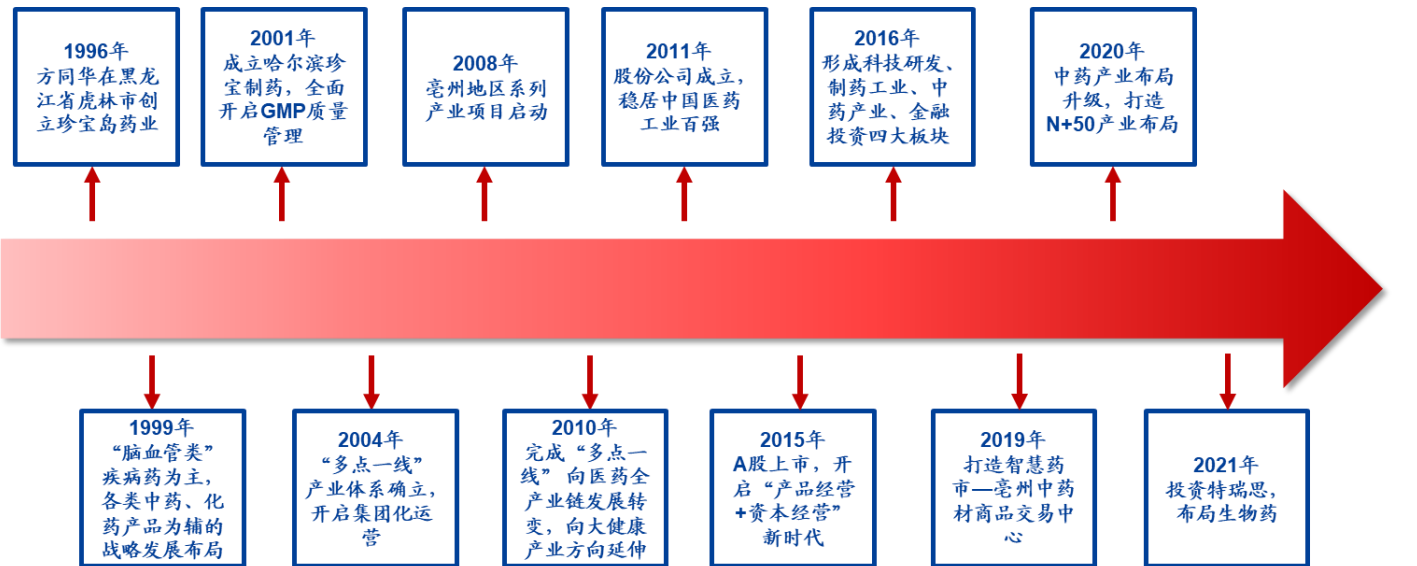
一、30年深耕中药领域，化药、生物药共同助力公司腾飞

1.1 聚焦主业，向上向下积极延伸打造中药全产业链龙头

聚焦中药领域，历经近30年实现跨越式发展。珍宝岛药业由方同华在1996年于黑龙江省虎林市创立，经过近30年的发展，公司逐渐形成以医药工业和医药商业两大业务板块为主的发展模式，并在此基础上积极开拓新业务以谋求更长远发展。

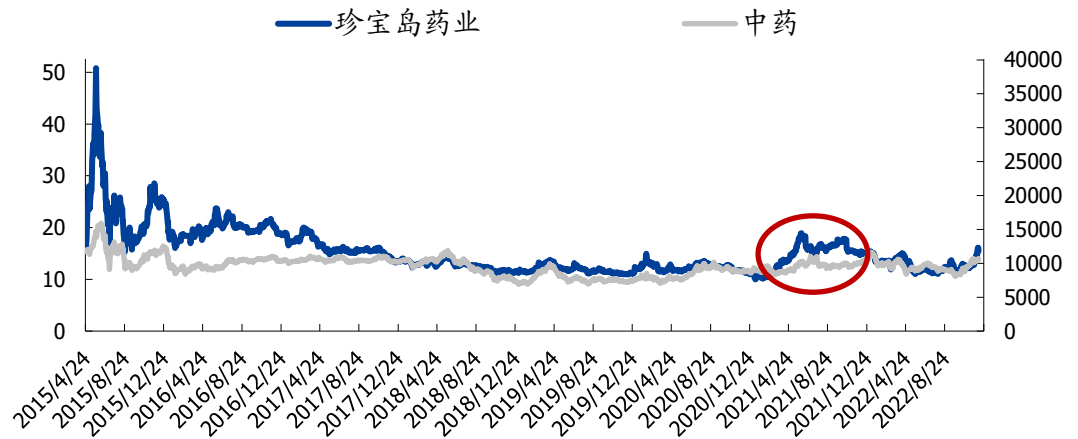
- **确立医药工业板块基础：**1999年公司确立以脑血管类疾病用药为主，各类中药、化药产品为辅的战略发展布局；
- **医药商业板块雏形初显：**2008年启动亳州地区系列产业项目；
- **夯实医药工业板块基础：**2010年在虎林、哈尔滨、鸡西、亳州等地建立公司的规划设计完成后，公司确立了医药全产业链发展，并向大健康产业方向延伸的新格局；
- **加强医药商业板块建设：**2013年安徽亳州药材公司、云南三七种植基地相继落地；2014年向中药上游拓展，通过互联网+，布局涵盖药材种植、生产、产地加工、交易的中药全产业链，打造智能化供应平台；
- **医药商业板块迅猛发展：**2019年亳州中药材商品交易中心建成运营，2020年升级中药产业布局，打造N+50新模式，实现上游优质资源导入，医药商业板块业绩贡献开始放量；
- **积极开拓新业务，以期实现进一步发展：**近年来公司深耕中药主业，积极开展传统核心品种的二次开发，着力布局中药创新药品种，并购优势品种，并备案院内制剂及配方颗粒。另一方面，公司前瞻性布局了单抗和ADC生物药品种，治疗领域以抗肿瘤为主。

图表1：珍宝岛药业发展历史



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

图表 2: 珍宝岛药业股价复盘(2015.05-2022.12)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

截至 2022.12.6, 公司股价跑赢中药板块。自上市以来, 公司股价主要有三波上涨。

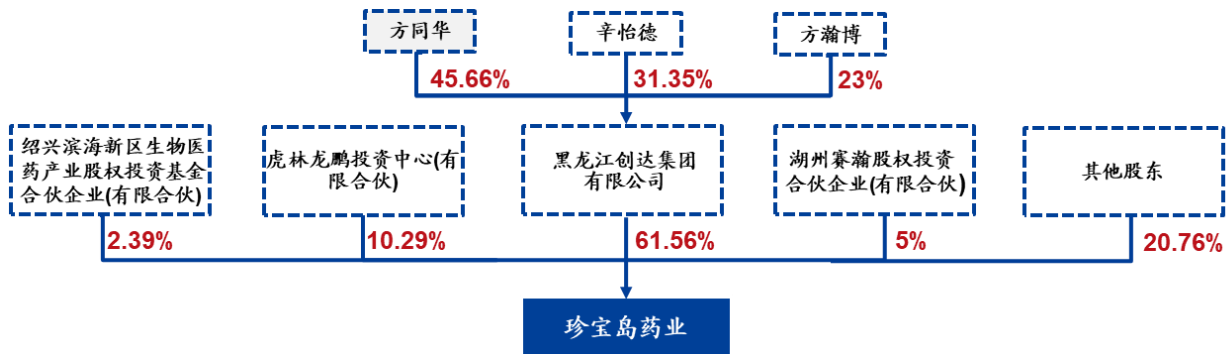
- 第一波 (2015.04-2015.5): 次新股属性所带来的股价上涨。
- 第二波 (2021.04-2021.10): 投资特瑞思, 布局生物药; 2021 年 5 月江西省人民政府发布《关于加快中医药特色发展的若干措施》, 利好中药发展。
- 第三波 (2022.10-2022.12): 《党的二十大报告》指出要促进中医药传承创新发展, 利好政策带动公司股价随中药板块一起上涨。

1.2 管理团队经验丰富, 公司股权结构稳定、架构清晰

高管团队行业经验丰富, 专业背景深厚。公司董事长方同华在中医药领域具有超过 30 年的行业经验, 在组建珍宝岛药业前, 曾经营哈尔滨太平哈城药材采购供应站近 10 年。独立董事林瑞超教授, 法国国家药学院外籍院士, 曾任北京中医药大学中药学院院长, 中国食品药品检定研究院中药民族药检定所所长等, 研究成果丰硕, 具有丰富的中药学知识。

公司股权结构稳定, 保障战略推行。公司创始人方同华拥有公司约 28.11% 股权, 为公司实际控制人。此股权架构有利于公司战略的稳定, 提高决策时效性。

图表 3: 珍宝岛药业股权结构与公司架构



资料来源: wind, 国盛证券研究所; 截止 2022Q3

子公司分工明确，协力助推珍宝岛腾飞。目前公司拥有多家全资子公司，并参股多家公司，子公司各司其职，逐渐形成以科技研发、制药工业、中药产业、金融投资四大板块为主的大健康产业格局。

图表4: 主要(分)子公司相关信息

被参控公司	直接持股比例(%)	主营业务
亳州中药材商品交易中心有限公司	100	经营拍卖业务,为中药材,农副产品的现货交易活动提供场所和平台服务
哈尔滨珍宝制药有限公司	100	药品生产及销售
上海亿嘉撷英医药科技有限公司	100	一般项目:技术服务,技术开发,技术咨询,技术交流,技术转让,技术推广
浙江索奥生物科技有限公司	100	技术服务,技术开发,技术咨询,技术交流,技术转让,技术推广;医学研究和试验发展;
杭州迪索生命科学有限公司	100	医学研究和试验发展;技术服务,技术开发,技术咨询,技术交流,技术转让,技术推广;技术进出口;
亳州珍宝岛中药材有限公司	100	药材种植,农产品初加工,仓储服务农副产品收购;食品销售
亳州珍宝岛医药科技有限公司	100	食品销售,会议服务,药品生产,医学研究和试验发展
珍宝岛(上海)药物研究有限公司	100	医药科技,生物科技,化妆品科技,食品科技领域内的技术开发,技术咨询,技术服务,技术转让
珍宝岛(上海)生物科技有限公司	100	生物科技,医药科技,计算机科技,检测科技领域内的技术开发,技术咨询,技术服务,技术转让
哈尔滨新区医药药材国际贸易有限公司	100	药品进出口;药品批发;药品零售;食品经营
哈尔滨新区生物科技有限公司	100	技术服务,技术开发,技术咨询,技术交流,技术转让,技术推广
北京恒创星远医药科技有限公司	100	医药产品,保健食品的技术开发,技术转让,技术咨询,技术服务,技术推广;医学研究与试验发展;企业管理咨询;会议服务;承办展览展示活动;技术进出口,货物进出口
哈尔滨中药材商品交易中心有限公司	100	中药材,林产品,农副产品的收购和销售
哈尔滨新区健康产业有限公司	100	远程健康管理服务;健康咨询服务(不含诊疗服务);技术服务,技术开发,技术咨询,技术交流,技术转让,技术推广
黑龙江珍宝岛药业营销管理有限公司	100	企业营销策划;企业管理咨询;企业形象策划;医药信息咨询;接受委托从事企业市场调查.
北京珍宝岛医药商业管理有限公司	100	企业管理,企业管理咨询,医疗领域技术开发等
爱尔兰希生物科技有限公司	70	医学研究和试验发展;技术服务,技术开发,技术咨询,技术交流,技术转让,技术推广
文山天宝种植有限公司	70	三七种植及销售
哈尔滨拾珍生物医药投资中心(有限合伙)	69	以自有资金对医药健康行业进行投资;股权投资;投资管理(限金融机构,从事金融活动的企业)
杭州润华生命科学有限公司	60	技术服务,技术开发,技术咨询,技术交流,技术转让,技术推广;生物基材料技术研发
亳州市谯城区珍鑫医药股权投资中心(有限合伙)	59.8	资本投资服务,股权投资,创业投资.
安徽九洲方圆制药有限公司	34.82	中药饮片等生产与销售
北京珍鑫私募基金管理有限公司	30	投资基金管理,资产管理
浙江特瑞思药业股份有限公司	16.67	药品研发,技术上转让

资料来源: Wind, 国盛证券研究所; 截至2022年中报

1.3 医药工业+医药商业双轮驱动，公司营业收入稳步提升

医药工业：产品布局涵盖原料药、中药制剂、化学制剂、生物制剂等。公司目前开展了中药创新药项目、化药创新药/仿制药项目、院内制剂备案/注册项目、经典名方项目、中药二次开发项目等，拥有覆盖心血管、脑血管、呼吸、儿科、骨科等疾病领域用药 80 个。公司在虎林、鸡西、哈尔滨分别设有三个生产基地，共有生产车间 20 个，生产线 39 条，可生产小容量注射剂，口服液、中药饮片等十余种剂型。

图表 5: 珍宝岛药业药物品种

类别	详情
药物品种	总计 80 个品种，99 个药品批准生产文号
国家医保	52 个国家医保目录品种，其中甲类品种 25 个，乙类品种 27 个
国家基药	23 个国家基本药物目录品种
OTC	30 个 OTC 品种
中药保护	4 个中药保护品种
独家品种	4 个独家品种：复方苓兰口服液、血栓通胶囊、灵芪加口服液、复方白头翁胶囊

资料来源：公司半年报，国盛证券研究所

医药商业：中药材+互联网整合上下游产业，打造全国首家大宗中药材现货交易平台。亳州中药材贸易中心上游通过 N+50 布局（“N”是以亳州交易中心和哈尔滨交易中心为载体；“50”是指 50 个或者更多个产地办事处，在全国道地药材产区布局中药材交易网络）获取产地一手货源，通过综合分析数据、筛选品种后确定核心经营品种，准确预判品种行情走势，低价位买进存入仓库，把握市场时机高价位卖出，从而赚取毛利。采用平台加实体，线上加线下的运营模式，通过统一仓储，统一包装，统一购销，统一结算，统一管理和统一质检的“六统一”模式，确保中药材来源可溯，去向可查，从而保证质量稳定。

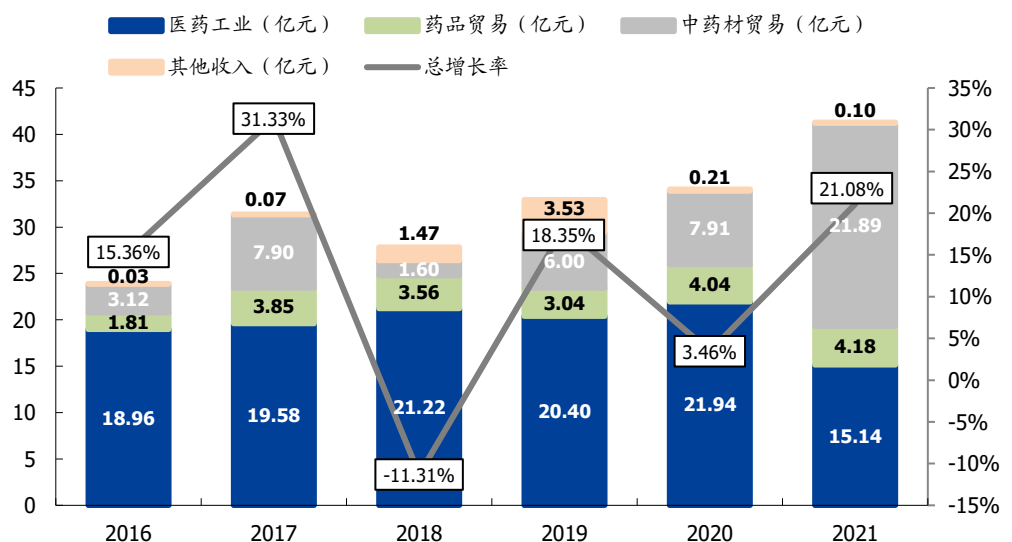
公司历年营收稳健增长，医药商业收入占比渐增。公司营业收入主要由医药商业和医药工业两大部分组成，其中，医药商业包括药品贸易和中药材贸易，医药工业包括中药制剂、化学制剂、生物制剂。

- **医药商业受政策驱动，整体趋势向好。**公司医药商业板块中，药品贸易占医药商业比重较小，近年来收入平稳增长；中药材贸易收入占医药商业比重较大，近年来变化幅度较大：
 - ✓ 2018 年中药材贸易收入有较大降幅。一方面由于 2017 年止血药类市场尤其是三七市场行情较好，公司及时在高位将此类存货出售；另一方面，2018 年中药材价格整体大幅下行，公司调整了中药材经营策略，品种结构和规模有所变化。
 - ✓ 2019 年是公司中药材贸易板块重要转折点。这一年亳州中药材商品交易中心开业，聚集了大批客户资源，拉动了中药材贸易业务的资源整合，扩增了中药材经营范围和经营品种，带动公司中药材贸易收入大幅增长。
 - ✓ 2020 年下游客户增加中药材储备量，同时公司成立中药材采购联盟、中药材仓储式超市，进一步扩大中药材销售规模。
 - ✓ 随着大环境变化，市场对中药认可度增加，中药整体行情向好，同时，国家也加大对中医药产业发展的扶持力度，先后颁布多项利好政策。乘时代春风，公司进一步扩大销售规模并改善营销方式，使中药材贸易收入实现快速增长。
- **医药工业收入稳中有增，2021 年降幅明显。**注射用血塞通（冻干）、舒血宁注射液、

注射用骨肽为拉动医药工业业绩增长的主要品种，近几年受政策和市场环境的影响较大：

- ✓ 三个主要品种使用受限，销量开始下滑。2017版国家医保目录对舒血宁注射液做出规定，限二级及以上医疗机构并有明确的缺血性心脑血管疾病急性期患者使用；对注射用血塞通做出规定，限二级及以上医疗机构使用；对注射用骨肽做出规定，限工伤保险使用。
- ✓ 2019年注射用血塞通（冻干）受限程度加剧，规定适应症为中风偏瘫或视网膜中央静脉阻塞；2019年全国价格联动，舒血宁注射液中标价格下降，市场竞争力下降；同年注射用骨肽被纳入《第一批国家重点监控合理用药药品目录》，医疗机构对药品临床使用进行监测。
- ✓ 2020年医保政策影响见底，注射用血塞通（冻干）、舒血宁注射液进入营销回暖期，销量有所增加；而注射用骨肽因从国家医保目录中剔除，销量持续下滑。
- ✓ 2021年9月中成药“带量采购”政策对公司舒血宁注射液、注射用血塞通（冻干粉针）等多个中成药品种销量产生影响；2021年，公司重点销售的区域如河南、陕西、黑龙江、浙江等省份停诊数月对产品销量产生不利影响。

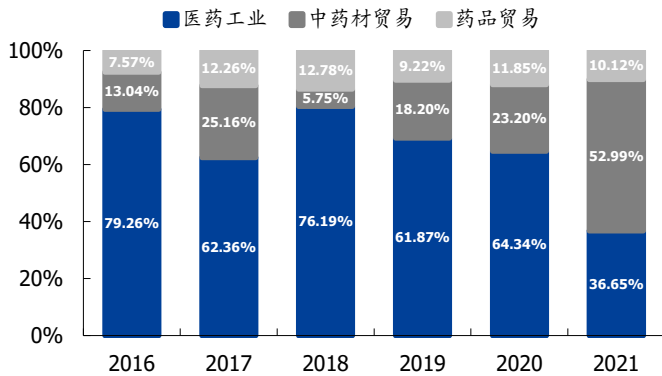
图表 6: 历年营业收入



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

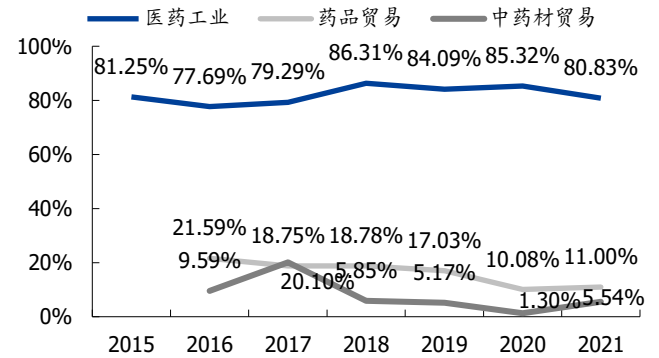
主营业务毛利率渐稳。药品贸易毛利率水平逐年趋稳，近两年稳定在 10% 左右。中药材贸易毛利率水平波动较大，2017 年受益于三七行情毛利率水平达峰；随后受成本上涨及大环境变化影响，毛利率水平回落。医药工业毛利率水平较为稳定，历年保持在 80% 左右。

图表 7: 历年主营收入占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 历年主营业务毛利率情况

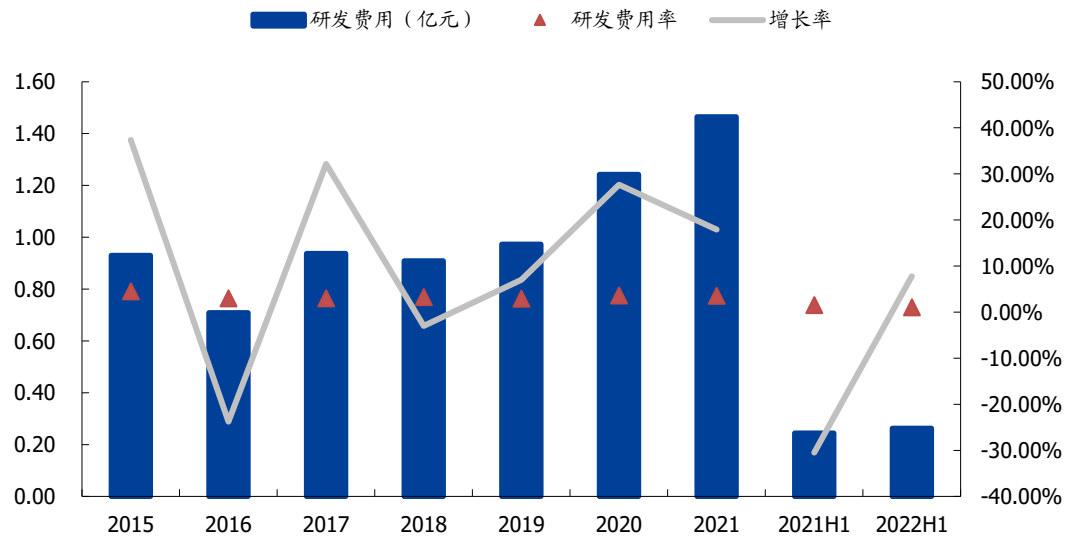


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.4 研发投入稳步加大, 坚持中药为主、中西并重的研发策略

公司近年来研发投入力度加大, 2015年-2021年复合年均增长率**7.87%**。2022H1研发投入2630余万元, 同比增长7.79%, 公司持续加大对中药创新药和生物药领域ADC和单抗的研发投入。

图表 9: 历年研发投入



资料来源: wind, 国盛证券研究所

增强中药自研团队建设, 维持公司核心竞争力。公司自研专家团队由姚仲青博士带领, 姚博士为药学博士, 毕业于南京中医药大学, 曾任扬子江中药研究院院长, 具有30多年的中药新药研发工作经验。

合作一流专家团队, 前瞻性布局生物药创新研发。为实现战略转型以及与国际接轨, 公司于2021年6月投资了特瑞思。特瑞思面向全球市场, 致力于研发和生产质量优越、

价格适宜的癌症治疗单抗药物。特瑞思首席技术顾问 Morris Rosenberg 博士具有 30 余年生物药及 ADC 研发经验，是专注于肿瘤 ADC 的公司 Ardeagen 的创始人，曾于全球知名生物制药公司 Biogen、Eli Lilly、Seattle Genetics、Immunomedics 等任职，在 Seagen 和 Immunomedics 任职期间，Morris 博士在 Adcetris 的霍奇金淋巴瘤、ALCL 适应症的开发中，以及 Trodelvy 治疗三阴性乳腺癌的开发和上市申请中发挥了关键作用。

搭建“一心四院”研发体系，拉升整体研发实力。以“一心”（科技研发中心）为枢纽，以“四院”（北京研究院、哈尔滨研究院、上海研究院和杭州研究院）为基地，充分发挥各研究院优势特色，实现公司研发规划与计划，进一步明确了各研究院职能。

二、内生性增长与外延式扩展协力助推医药工业增长

存量品种企稳，加大力度布局中药创新药、生物药领域，医药工业业绩有望触底反弹。注射用血塞通（冻干）、舒血宁注射液、注射用骨肽为公司传统核心品种，近年来受“医保限制”政策影响销量不断下滑；叠加大环境变化和带量采购冲击，2021 年公司医药工业板块收入降幅较大。我们估计目前政策负面影响已经见底。随着核心品种二次开发，中药创新药和生物药的研发布局，以及中医药利好政策扶持，未来公司医药工业板块业绩有望触底反弹。

2.1 近年来中医药利好政策频出，中药创新迈进快车道

国家顶层设计鼓励中医药发展，为中药创新扫清障碍。近年来，包括国务院、全国人大、各省人民政府在内等多个部门颁布一系列促进中医药发展的相关政策法规，鼓励支持中医药科研与创新；引导中药新药、中药改良型新药、同名同方药等开发研究；推动名优产品、重点大品种二次开发；完善中药注册分类和申报要求；优化中药新药审评审批；制定中药材主产区种植区域规划和流通体系建设规划，将符合条件的中药饮片、中成药、医疗机构中药制剂等纳入医保药品目录，注重发挥中医药在疾病防治中的积极作用；建立、完善中医药费用按规定纳入医保支付范围的机制等。

图表 10: 中医药利好政策

颁布时间	颁布部门	政策/法律名称	主要内容
2016 年 2 月	国务院	《中医药发展战略规划纲要（2016—2030 年）》	<ul style="list-style-type: none"> 把继承创新贯穿中医药发展一切工作，正确把握好继承和创新的关系，坚持和发扬中医药特色优势，坚持中医药原创思维，充分利用现代科学技术和方法，推动中医药理论与实践不断发展，推进中医药现代化，在创新中不断形成新特色、新优势，永葆中医药薪火相传； 全面提升中药产业发展水平：制定中药材主产区种植区域规划，制定国家道地药材目录，加强道地药材良种繁育基地和规范化种植养殖基地建设；制定中药材流通体系建设规划，建设一批道地药材标准化、集约化、规模化和可追溯的初加工与仓储物流中心，与生产企业供应商管理和质量追溯体系紧密相连等。
2016 年 12 月	全国人民代表大会	《中华人民共和国中医药法》	<ul style="list-style-type: none"> 发展中医药事业要遵循中医药发展规律，坚持继承和创新相结合，保持和发挥中医药特色和优势，运用现代科学技术，促进中医药理论和实践的发展。
2017 年 7 月	湖南省人民政府	《湖南省贯彻〈中医药发展战略纲要〉实施方案》	<ul style="list-style-type: none"> 完善中医药科技创新体系，搭建中医药科技创新平台，建立中医临床研究基地，实施中医药重点实验室、研究室建设项目，推进企业

		略规划纲要 (2016-2030年)实施方案》	<ul style="list-style-type: none"> · 工程技术中心建设; · 加强中医药科技成果转化,促进高等学校、科研院所、中药企业、医疗机构等交流合作; · 加强重点领域科学研究,支持中药企业探索适合中药特点的新药开发新模式,推动重大新药创制; · 针对疾病新的药物靶标,在中药资源中探寻新的候选药物; · 鼓励中药企业与医疗机构合作,研发基于经典名方、中药制剂等中药新药。
2019年10月	国务院	《关于促进中医药传承创新发展的意见》	<ul style="list-style-type: none"> · 改革完善中药注册管理,加快中药新药审批; · 加快推进中医药科研和创新,研究设立国家中医药科技研发专项、关键技术装备重大专项和国际大科学计划,加快中药新药创制研究; · 支持鼓励儿童用中成药创新发展。
2020年4月	中共河南省委	《河南省人民政府关于促进中医药传承创新发展的实施意见》	<ul style="list-style-type: none"> · 加快推进中医药科研和创新,加大政策和资金支持力度,高标准建设国家中医临床研究基地和传承创新平台,建成一批中药省级重点实验室、临床医学研究中心和院士工作站等科研平台,推进省中医药研究院、省正骨研究院建设,争取建设国家级中医药重点实验室、研究室; · 运用现代科学技术和传统中医药研究方法,支持开展基础和临床研究,加快经典名方和大品种二次研发,支持新型制剂、优质饮片、配方颗粒、非药物疗法和先进中医诊疗、中药设备研发 · 建立多学科、跨部门的中医药协同创新共同体,促进科研成果转化。 · 坚持以临床价值为导向; · 推动古代经典名方中药复方制剂研制;
2020年12月	国家药品监督管理局	《关于促进中药传承创新发展的实施意见》	<ul style="list-style-type: none"> · 促进中药创新发展; · 鼓励二次开发; · 改革中药注册分类; · 构建“三结合”审评证据体系; · 改革完善中药审评审批制度。
2021年1月	国务院	《关于加快中医药特色发展的若干政策措施》	<ul style="list-style-type: none"> · 尊重中药研发规律,完善中药注册分类和申报要求; · 优化具有人用经验的中药新药审评审批,对符合条件的中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方、同名同方药等,研究依法依规实施豁免非临床安全性研究及部分临床试验的管理机制; · 充分利用数据科学等现代技术手段,建立中医药理论、人用经验、临床试验“三结合”的中药注册审评证据体系,积极探索建立中药真实世界研究证据体系; · 优化古代经典名方中药复方制剂注册审批。
2021年5月	江西省人民政府	《关于加快中医药特色发展的若干措施》	<ul style="list-style-type: none"> · 引导中药新药、中药改良型新药、同名同方药等开发研究,推动名优产品、重点大品种二次开发; · 支持中药配方颗粒产业做强做大,提升中药配方颗粒质量控制水平和产业规模。
2021年11月	上海市卫生健康委、市中医药管理局	《上海市中医药发展“十四五”规划》	<ul style="list-style-type: none"> · 到2025年,基本建成中医药制度建设高地、中医药健康服务高地和中医药创新策源地,中医药服务、治理、人才支撑、传承创新、文化引领等五大能力持续提升,服务长三角一体化高质量发展。
2021年12月	国家医疗保障局、国	《关于医保支持中医药传承创新	<ul style="list-style-type: none"> · 按规定将符合条件的中药饮片中成药、医疗机构中药制剂等纳入医保药品目录。

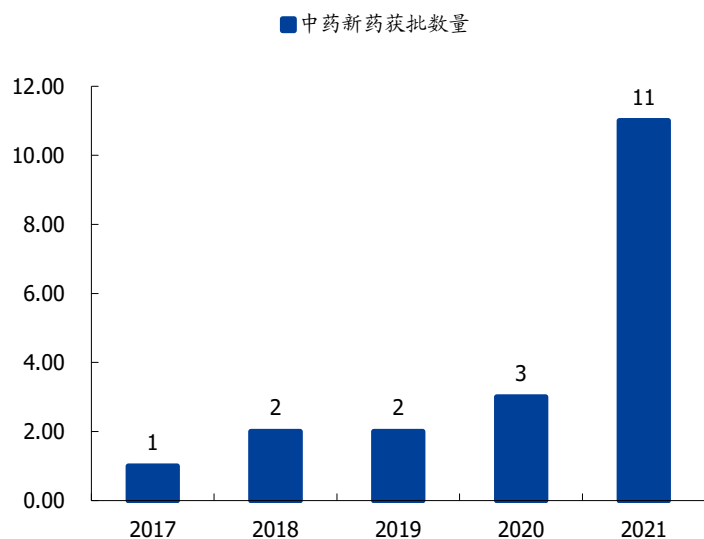
国家中医药发展的指导意见
管理局 见》

2021年12月	工业和信息化部、国家卫生健康委员会、国家药品监督管理局等九部	《“十四五”医药工业发展规划》	<ul style="list-style-type: none"> 以临床价值为导向，以病证结合、专病专药或证候类中药等多种方式开展中药新药研制，重点开展基于古代经典名方中药复方制剂研制，以及医疗机构中药制剂向中药新药转化； 深入开展中药有效物质和药理毒理基础研究； 开展中成药二次开发，发展中药大品种。
2022年3月	国务院	《“十四五”中医药发展规划》	<ul style="list-style-type: none"> 加强开展基于古代经典名方、名老中医经验方、有效成分或组分等的中药新药研发。
2022年10月	党的二十大	《党的二十大报告》	<ul style="list-style-type: none"> 健康中国建设，把保障人民健康放在优先发展的战略位置，建立生育支持政策体系，实施积极应对人口老龄化国家战略，促进中医药传承创新发展。

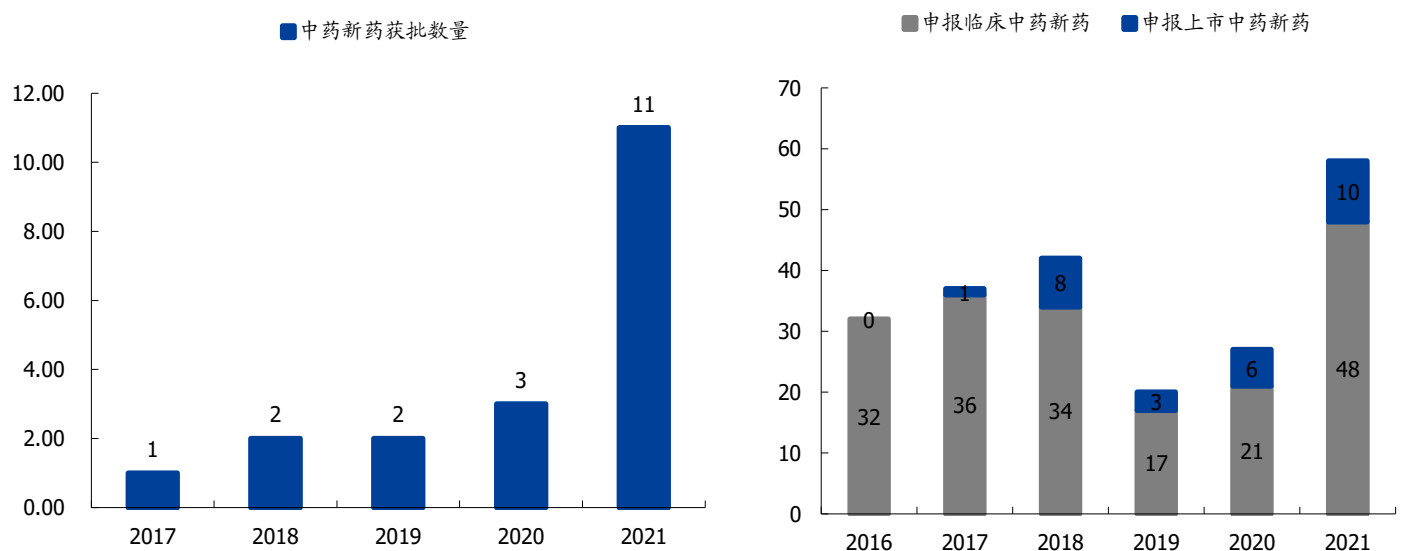
资料来源：中华人民共和国中央人民政府官网，国家中医药管理局官网，湖南省人民政府官网，河南省人民政府官网，国家药品监督管理局官网，江西省人民政府官网，上海市人民政府官网，国盛证券研究所

乘政策利好东风，2021年中药创新迈入发展快车道。从中药创新药获批数量历年变化能明显看出中药新药审评审批速度加快。据药智网，2021年全年共11款中药新药获批上市，而2017-2020年总共获批8款。从中药新药NDA和IND获得CDE受理数量来看，2021年分别为10个和48个，均创新高。我们判断，中药新药获批上市的加速，一方面是政策端，捋顺中药新药的注册分类和审评审批制度为药品研发和上市提供有利条件；另一方面，企业抓住政策利好契机，加大中药新药研发投入及申报项目数量，积累到一定程度后产生了突破。

图表 11: 近五年中药新药获批数量 (个)



图表 12: 近6年中药申报临床及上市新药数量 (个)



资料来源：国家药监局，药智网，国盛证券研究所

资料来源：药智网，国盛证券研究所

获批中药新药涉及多领域、多企业。自2017年以来，获批的新药累计20个，涉及以岭药业（3个）、康缘药业（2个）、天士力（2个）、健民集团、片仔癀、中国中药、步长药业、方盛制药等上市公司；领域包括骨科、呼吸、新冠、精神、内分泌、妇科、消化等。

图表 13: 近年中药新药获批品种情况

药品名称	注册分类	批准时间	企业名称	适应症	治疗领域
七蕊胃舒胶囊	中药 1.1	2021/12/31	健民药业集团股份有限公司	活血化瘀，燥湿止痛。用于轻中度慢性非萎缩性胃炎伴糜烂湿热痰阻证所致的胃脘疼痛，舌质紫黯或瘀斑瘀点、舌苔黄腻、脉弦涩或弦滑。	消化
虎贞清风胶囊	中药 1.1	2021/12/16	一力制药股份有限公司	可用于轻中度急性痛风性关节炎中医辨证属湿热蕴结证的治疗。	骨科
苏夏解郁除烦胶囊	中药 1.1	2021/12/16	石家庄以岭药业股份有限公司	用于轻中度抑郁症中医辨证属气郁痰阻、郁火内扰证的治疗。	精神
清肺排毒颗粒	-	2021/3/2	漳州片仔癀药业股份有限公司	新型冠状病毒肺炎(COVID-19)。	新冠
化湿败毒颗粒	-	2021/3/2	广东一方制药有限公司	新型冠状病毒肺炎(COVID-19)。	新冠
宣肺败毒颗粒	-	2021/3/2	山东步长制药股份有限公司	新型冠状病毒肺炎(COVID-19)。	新冠
坤怡宁颗粒	中药 1.1	2021/11/26	天士力医药集团股份有限公司	女性更年期综合征，具有温阳养阴，益肾平肝的功效。	妇科
芪蛭益肾胶囊	中药 1.1	2021/11/26	山东凤凰制药股份有限公司	早期糖尿病肾病气阴两虚证。	内分泌/糖尿病
玄七健骨片	中药 1.1	2021/11/26	湖南方盛制药股份有限公司	用于轻中度膝骨关节炎中医辨证属筋脉瘀滞证的治疗。	骨科
银翘清热片	中药 1.1	2021/11/12	江苏康缘药业股份有限公司	辛凉解表，清热解毒。用于外感风热型普通感冒，症见发热、咽痛、恶风、鼻塞、流涕、头痛、全身酸痛、汗出、咳嗽、口干，舌红、脉数。	呼吸
益智安神片	中药 6	2021/9/3	石家庄以岭药业股份有限公司	用于失眠症中医辨证属心血亏虚、肾精不足证，症见失眠、多梦、心悸、神疲乏力、健忘、头晕、腰膝酸软等。	精神
益气通窍丸 (曾用名:芪丹鼻敏丸)	中药 6	2021/9/13	天津东方华康医药科技发展有限公司	用于治疗季节性过敏性鼻炎中医辨证属肺脾气虚证。	过敏
莲花清咳片	中药 6.1	2020/5/14	石家庄以岭药业股份有限公司	宣肺泄热，化痰止咳。用于急性气管、支气管炎痰热壅肺证引起的咳嗽，咳痰、痰白粘或色黄，伴咽干口渴，心胸烦闷，大便干，舌红，苔薄黄腻，脉滑数。	呼吸
筋骨止痛凝胶	中药 6.1	2020/4/13	江苏康缘药业股份有限公司	活血理气，祛风除湿，通络止痛。用于膝骨关节炎肾虚筋脉瘀滞证的症状改善，症见膝关节轻中度疼痛、僵硬、活动不利，腰膝酸软，舌质偏红或边有积斑苔薄白，脉弦或滑。	骨科
桑枝总生物碱片	中药 5	2020/3/18	北京五和博澳药业有限公司	II 型糖尿病。	内分泌/糖尿病
芍麻止痉颗粒 (曾用名:	中药 6.1	2019/12/20	天士力医药集团股份有限公司	平肝息风，清火豁痰，宁心安神。用于肝亢风动、痰火内扰所致的抽动症，症见面部、头颈、四肢	抽动症

止动颗粒			司	或躯干部位肌肉不自主的抽动伴有喉部的异常发声、烦躁易怒、口干舌红、睡眠不安。	
小儿荆杏止咳颗粒	中药 6.2	2019/12/18	湖南方盛制药股份有限公司	小儿外感风寒化热轻度急性支气管炎引起的咳嗽，咯痰，痰黄，咽部红肿、发热等症。	呼吸
金蓉消癥颗粒	中药 6.1	2018/12/25	广州市康源药业有限公司	补肾活血，化痰散结，调摄冲任，用于乳腺增生症痰瘀互结、冲任失调证，症见乳房疼痛、触痛，胸胁胀痛，善郁易怒，失眠多梦，神疲乏力，腰膝酸软等。	妇科
关黄母颗粒 (曾用名:更舒颗粒)	中药 6.2	2018/2/2	通化万通药业股份有限公司	更年期综合征中医辨证属肝肾阴虚证，症见烘热面赤，头晕耳鸣，腰膝酸软或足跟痛，少寐多梦，急躁易怒，阴部干涩或皮肤瘙痒等症。	妇科
丹龙口服液	中药 3	2017/8/29	浙江康德药业集团有限公司	用于中医热哮证的治疗。	呼吸

资料来源: 药智数据, 知乎药智数据官方号, 国盛证券研究所

2.2 核心品种二次开发, 推动业绩内生性增长

近年来, 公司通过增加规格、提高含量、增加适应症等多种措施对注射用血塞通、血栓通胶囊、复方芩兰口服液等传统优势品种进行二次开发, 在增强产品质量的同时, 有效实现了价格体系的大幅提升。

2.2.1 注射用血塞通: 开发 100mg 新规格, 销售额增长趋势已现

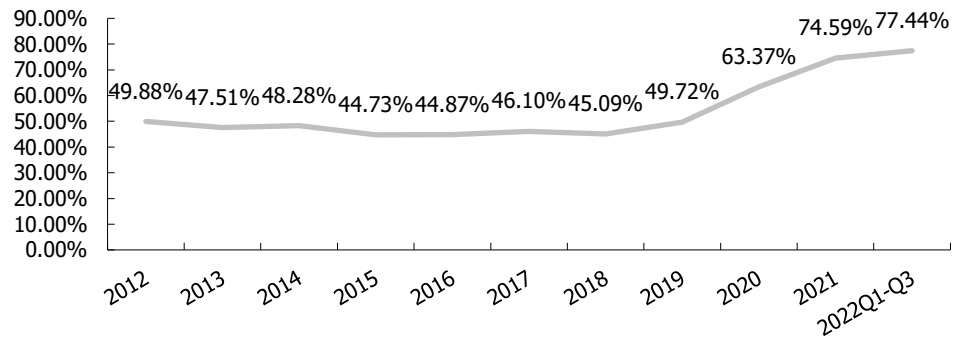
血塞通临床优势显著, 公司产品占据绝对市场份额。注射用血塞通为国家基本药物目录产品、国家医保甲类产品、国家中药保护产品, 药品主要成分为三七总皂苷, 药理作用为活血祛瘀, 通脉活络, 用于治疗中风偏瘫、瘀血阻络及脑血管疾病后遗症、视网膜中央静脉阻塞属瘀血阻滞等。注射用血塞通成分明确, 作用机制清晰、安全性良好, 被纳入多项推荐用药指南。以样本医院销售额计, 近年来公司产品市占率增长迅速, 2021 年接近 75%, 2022 年前三季度市占率仍保持涨势。2021 年中药注射剂医保逐渐友好后, 血塞通潜在市场空间极速扩张, 公司同步加大新市场学术推广力度。

图表 14: 注射用血塞通(冻干)临床治疗优势

优势	具体描述
成分明确	5 种有效成分: 人参皂苷 Rg1, Rb1, Rd, Re 和三七皂苷 R1。
作用机制清晰	通过建立血塞通治疗 RVO 的成分-靶点网络来阐述血塞通治疗 RVO 的多成分多靶点整合调节机制, 5 种有效成分均参与调控炎症反应和细胞凋亡, 人参皂苷 Rb1, Rg1 和三七皂苷 R1 作用于 PLAT, 从而调节凝血过程; 人参皂苷 Rb1 和 Rg1 还对血管生成相关基因有调节作用, 5 个成分中, 人参皂苷 Rb1 和 Rg1 作用的靶点数最多, 分别为 14 和 13 个, 在血塞通抗 RVO 作用中可能起主要作用。
安全性良好	30097 例真实世界病例临床安全性监测, 结果显示安全性良好。
25 项指南共识推荐用药	纳入《三七总皂苷制剂临床应用中国专家共识》, 《临床路径释义》, 《临床路径治疗药物释义药物信息表单》等。
质量标准提升	将原三七总皂苷注册标准【含量测定】“不低于 85%”提升至“不低于 90%”, 以提高产品质量可控性、安全性。

资料来源: 公司公告, 中国中药杂志, 国盛证券研究所

图表 15: 注射用血塞通（冻干）样本医院市场份额

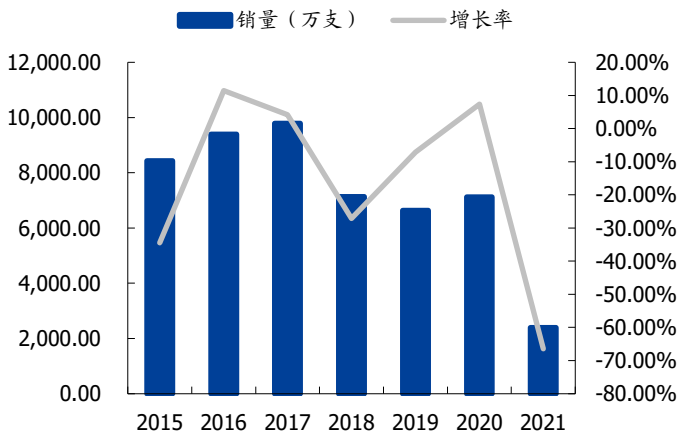


资料来源: wind 医药库, 国盛证券研究所

二次开发增加新规格，有效提价促进销售额放量。近年来受医保限制、带量采购、大环境变化等因素影响，注射用血塞通销量呈现下滑趋势。公司血塞通原有规格为 200mg 和 400mg, 公司通过二次开发对产品进行升级, 新增规格为 100mg, 具有较大增长潜力。

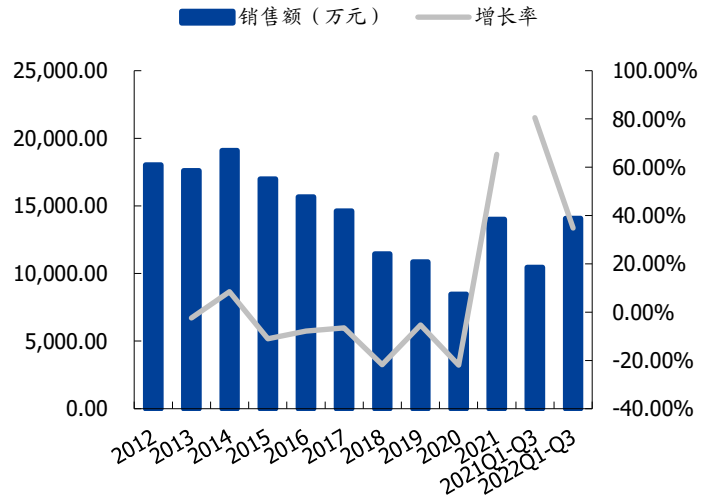
- **新规格药效物质含量提升，产品焕发新活力。**新规格三七总皂苷含量由 80mg 增长到 95mg 以上，实现质量标准的提升和临床疗效、安全性双重突破。
- **新规格单位中标价显著提升，有力支撑销售额放量。**100mg 规格单只中标价格为 48.2 元, 相较于原有规格单位中标价有较大增幅(200mg: 20.14 元-31.58 元; 400mg: 35.88 元-55.45 元)。2021 年, 即使在销量大幅度下滑时, 公司血塞通样本医院销售额仍保持较高速度增长。2022 年前三季度血塞通样本医院销售额已超过 2021 年全年, 增长趋势已现。
- **新增规格可有效缩短疗程，有望通过非集采市场放量。**100mg 规格为公司独有, 虽然价格较高, 但其含量提高疗效增强可以有效缩短疗程, 有望打开民营和中外合资医院等患者消费能力更高的市场, 此外, 公立医院的部分急需用药的患者也会选择新规格进行治疗。100mg 规格目前已在部分省份挂网, 其上量有望在 2023 年中有所体现。
- **存量规格集采影响小。**在包括湖北、广东、山东等在内的最近几次集采中, 公司产品中标广东集采备选目录, 可以享受医疗终端报量的 70%, 且降价幅度较小, 而在医药报量之外的使用量可以正常销售, 因此我们推测集采短期内对血塞通影响较小。

图表 16: 历年注射用血塞通(冻干)销量(万支)



资料来源: Wind 医药库, 国盛证券研究所

图表 17: 注射用血塞通(冻干)样本医院销售额(万元)



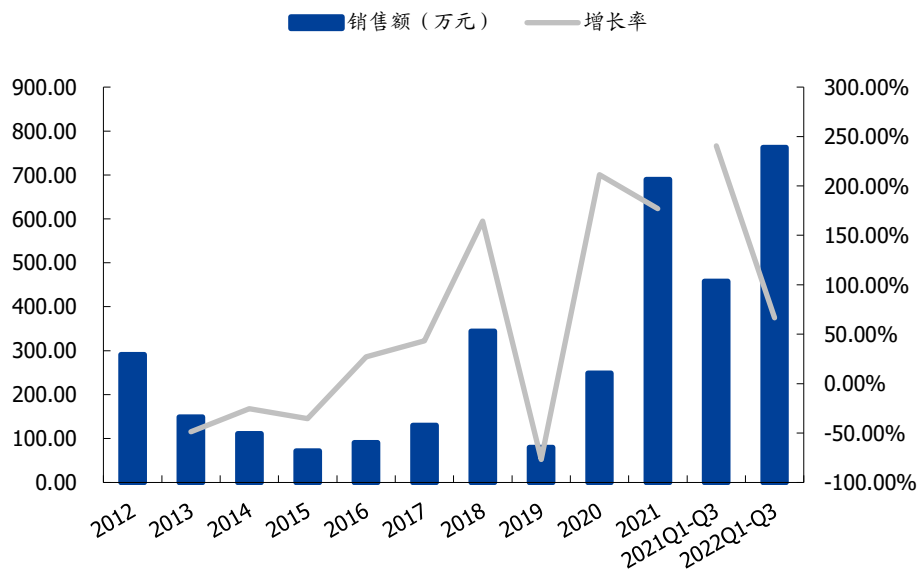
资料来源: Wind 医药库, 国盛证券研究所

2.2.2 血栓通胶囊: 医保限制解除, 二次开发提高单价有望快速放量

医保支付限制解除, 血栓通胶囊销售逐渐回暖。血栓通胶囊为国家基本药物、国家医保乙类、国家中药二级保护品种, 药品主要成分为三七总皂苷, 药理作用为活血祛瘀, 通脉活络, 用于治疗脑络瘀阻引起的中风偏瘫, 心脉瘀阻引起的胸痹心痛及脑梗塞, 冠心病心绞痛。2021年, 医保取消了血栓通胶囊“仅限参保人员门诊使用和定点药店购药时医保基金方予支付”限制, 参保患者在医疗机构住院使用也可享受医保报销政策, 因此血栓通胶囊及竞品 2021 年销售额均有一定增长。

获得多项中医诊疗指南推荐, 血栓通胶囊有望凭借二次开发实现快速增长。公司增加了血栓通胶囊的规格, 提升了其质量标准, 目前该药已获得十余项中医诊疗指南推荐, 被纳入《临床路径释义》、《临床路径治疗药物释义药物信息表单》等, 为临床用药提供了依据, 我们预计其销售额和市场占有率将稳步提升。

图表 18: 血栓通胶囊样本医院销售额(万元)



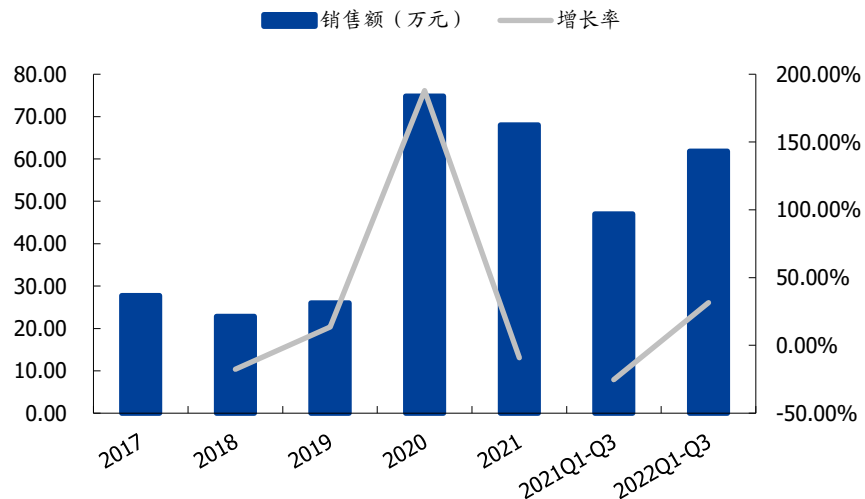
资料来源: wind 医药库, 国盛证券研究所

2.2.3 复方芩兰口服液：多途径二次开发有望成为重磅品种

复方芩兰辛凉解表、清热解毒，疗效获认可。复方芩兰口服液为国家医保乙类产品、OTC乙类产品、国家中药保护品种，主要成分为金银花、黄芩、连翘、板蓝根，药理活性为辛凉解表，清热解毒，用于治疗外感风热引起的发热、咳嗽、咽痛。曾被《黑龙江省新型冠状病毒感染的肺炎中医药防治方案（第二版、第三版、2021版）》、《黑龙江省新型冠状病毒感染的肺炎中西医结合防治专家共识》列为推荐用药，疗效获得认可。

多途径二次开发，复方芩兰口服液有望进一步增长。公司采取多种措施积极开发复方芩兰口服液：1) 增加适用人群，开展儿童剂量临床研究；2) 增加新型规格，开发无糖型品种，并将中标价提升至 7.2 元/支；3) 拓展适应症，包括感染性疾病、呼吸病、甲型 H1N1 流感、新型冠状病毒肺炎等。2017-2021 年公司复方芩兰口服液销售额以超 25% 的复合年均增长率增长。基于公司“二次开发”策略，我们预计复方芩兰口服液未来有望进一步提升销售额和市占率，成为重磅中药口服品种。

图表 19: 复方芩兰口服液样本医院销售额 (万元)



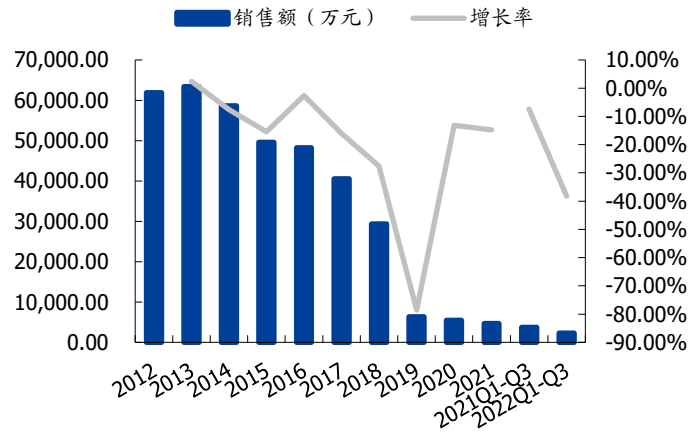
资料来源: wind 医药库, 国盛证券研究所

2.2.4 舒血宁注射液：多途径积极应对业绩负面影响，产品销量稳步回升。

市场竞争和政策负面影响下业绩承压较大，公司采取多种措施积极应对。舒血宁注射液为国家医保乙类产品、原优质优价产品，获多个指南推荐，该品种为银杏叶经提取制成的灭菌水溶液，具有扩张血管、改善微循环的作用，主要用于治疗冠心病、心绞痛、脑栓塞、脑血管痉挛等心脑血管疾病。2014 年市场竞争开始加剧，公司舒血宁注射液销售额逐年下降，2019 年中药注射剂开始受到**医保使用限制**，同年国家卫健委发布《关于印发第一批国家重点监控合理用药药品目录（化药及生物制品）的通知》，明确只有具备相关资质的医生才可开具药方，舒血宁注射液销售额大幅下降。公司通过多途径积极应对业绩负面影响，销量已经呈现稳步回升态势。

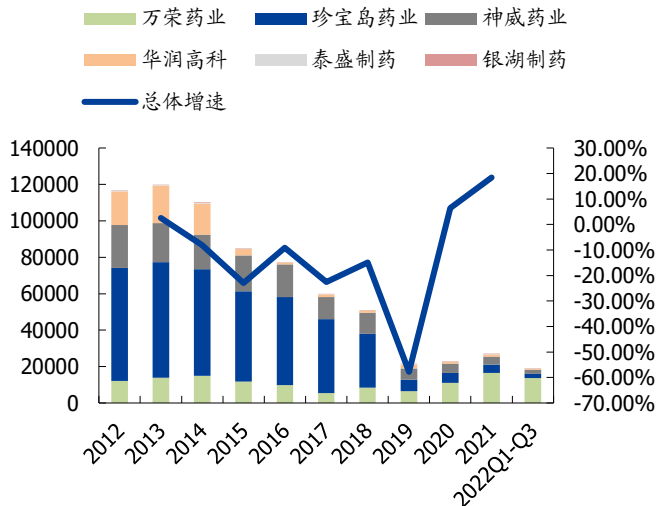
- 2020 年医保政策影响见底，公司产品进入营销回暖期，精准定位、重点开展医保支付范围的学术推广，产品销售额较 2019 年有所回升；
- 2021 年湖北中成药集采中公司 2mL 规格舒血宁中标，未来有望通过以价换量进一步扩大销售；
- 二次开发 10mL 新品规进一步增加临床使用的便利性与患者依从性，能够一定程度上减少安瓿使用产生的职业伤害，已在全国部分省市进行了挂网招标工作，未来也能为业绩的拉动带来积极作用。

图表 20: 舒血宁注射液样本医院销售额 (万元)



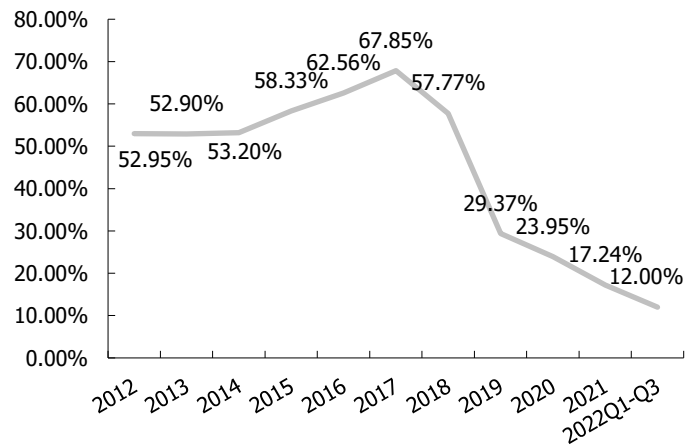
资料来源: Wind 医药库, 国盛证券研究所

图表 21: 舒血宁注射液及竞品样本医院销售额 (万元)



资料来源: Wind 医药库, 国盛证券研究所

图表 22: 舒血宁注射液样本医院市场份额



资料来源: Wind 医药库, 国盛证券研究所

2.3 外延式扩展打造中药新品种, 有望带动医药工业业绩增长

2.3.1 布局中药创新药, 开辟第二增长曲线

清降和胃颗粒: 来源于名中医经验方, 上市后将有效填补市场空白。中药创新药—清降和胃颗粒为北京中医药大学附属东方医院李军祥主任的经验方。李军祥主任为北京中医药大学消化病研究院院长, 国家中医药领军人才—首届岐黄学者。该经验方用于非糜烂性胃食管反流病 (NERD) 寒热错杂证的治疗, 具备疗效明确, 安全性好的特点, 具有较高的临床价值。目前尚无明确用于 NERD 的治疗用中药产品, 清降和胃颗粒上市后有望成为国内第一款用于治疗 NERD 的创新中药。

中药治疗 NERD 临床疗效显著, 清降和胃颗粒市场容量较大。胃食管反流病是胃内容物反流入食管引起的反流相关症状的消化系统常见疾病, 而非糜烂性胃食管反流病是胃食

管反流病的一种分型，临床表现为长期反流、烧心及复杂的不典型症状和食管外症状，目前非糜烂性胃食管反流病的首选治疗药物为质子泵抑制剂，但在临床使用中存在部分患者疗效不佳、治疗后易复发、长期服用存在不良反应等问题，而中医药治疗特点为多途径和多靶点，多项研究表明中医药治疗非糜烂性胃食管反流病具有疗效佳、复发率低、不良反应少等优点。非糜烂性胃食管反流病在我国的发病率为 3.5%-7%，以 14 亿人口计算，理论上我国有 4900 万-9800 万潜在患者，如果以单疗程 1000 元计算，估计总市场容量在 49 亿元-98 亿元。2022 年 9 月 3 日公司与北京中医药大学附属东方医院就清降和胃颗粒技术转让合同完成正式签约，预计公司未来会投入大量资金到该项目的临床研究中，目前研发进展顺利，2027 年有望取得新药生产批件。

羌活胜湿汤：来源于古代经典名方，用于（类）风湿性关节炎治疗。中药创新药羌活胜湿汤出自金代李东垣所著的《内外伤辨惑论》，历经明清使用至今。该方具有祛风、胜湿、止痛的作用，现代临床主要用于风湿性关节炎、类风湿性关节炎等疾病的治疗。风湿性关节炎是一种与溶血性链球菌感染有关的变态反应，发病人群主要在青少年，多发病于膝关节、肩关节、踝关节等大关节部位，而且会出现红肿疼痛的现象，常见大关节疼痛，不会导致关节畸形；类风湿性关节炎是一种病因未明的慢性全身性炎症性免疫性疾病，主要发病人群在中老年人，女性大于男性，主要的原因是中老年人的免疫功能减退，容易受到风寒湿气的侵蚀，以侵犯四肢的小关节为主，往往是全身多关节受累，严重时会导致关节的畸形，并且引起肺间质。

羌活胜湿汤治疗痹症临床疗效显著，具有较大市场价值。目前临床上用于风湿性关节炎和类风湿性关节炎止痛的药物主要为非甾体抗炎药和糖皮质激素类药物，但是非甾体抗炎药长期使用容易造成上消化道出血、肝肾不良反应，糖皮质激素类药物长期使用也容易造成骨质疏松等不良反应，而中药在临床治疗中效果显著，其化学成分多样，药理活性广泛，具有疗效可靠、取材广、价格低等优点，而且与非甾体抗炎药和糖皮质激素类药物相比，在不良反应方面也具有优势。咸宁市第一人民医院疼痛科的王俊军医生以羌活胜湿汤合黄芪桂枝五物汤加减治疗 300 例风湿性和类风湿性痹症患者，治疗 3 周后，痊愈 200 例，显效 60 例，有效 30 例，无效 10 例，总有效率 96.7%。类风湿性关节炎全球发病率为 0.5%-1%，我国大陆地区发病率为 0.42%，女性多于男性，总患病人群约 500 万，相信羌活胜湿汤可为患者提供更多选择性，具有较大市场价值，目前研发进展顺利，预计 2023 年底取得新药生产批件。

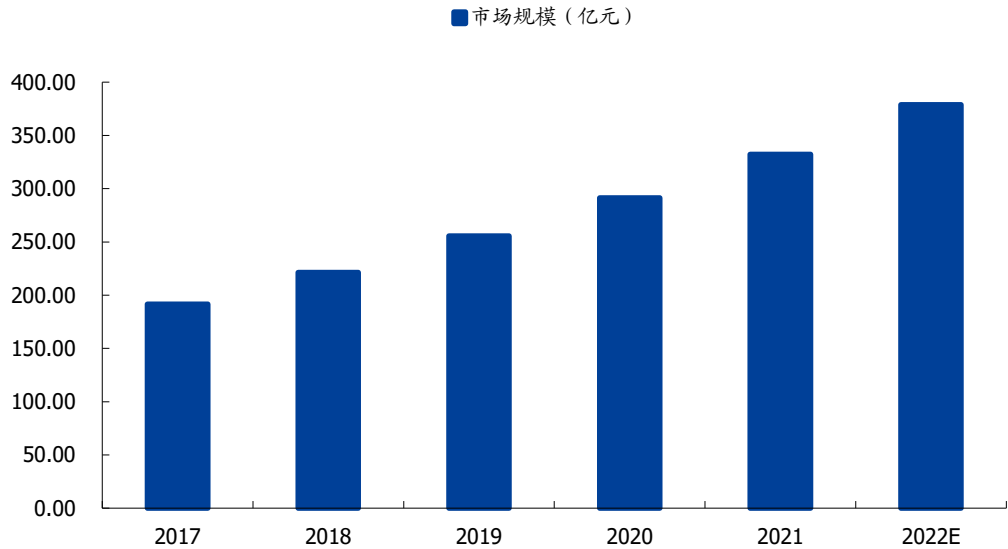
2.3.2 引进外部优势中药品种，丰富公司产品管线

践行中药并购策略，提高公司产品定价能力。公司通过产品并购，筛选国内独家品种、医保品种，丰富现有中药产品管线，目前已完成数个中药品种的并购，包括部分优势中药注射剂品种，这些品种原来是具有相当规模的市场占有率的，对并购的品种已经在做市场销售的布局。通过中药并购，公司未来在考虑招标集采时也会有一定的议价优势。

2.3.3 布局院内制剂和配方颗粒，开辟广阔市场

利好政策加持下，我国中药配方颗粒市场规模不断增长。观研天下数据显示，我国中药配方颗粒市场规模从 2017 年的 191.6 亿元增长到 2021 年的 332.2 亿元，复合年均增长率为 14.75%。2021 年 2 月，国家药监局、国家中医药局、国家卫生健康委和国家医保局四部门联合发布《关于结束中药配方颗粒试点工作的公告》，正式结束长达 20 多年的中药配方颗粒试点，所有符合条件的中药企业只需备案即可生产中药配方颗粒，不再需要申请批准。

图表 23: 中药配方颗粒市场规模



资料来源: 观研天下, 国盛证券研究所

下属公司九州方圆负责配方颗粒业务, 具有较强竞争力和市场优势。九州方圆目前具备先进的中药配方颗粒品种的工艺、质量标准研究水平, 从而确保公司的配方颗粒在质量和疗效上具有较强的竞争力和市场优势。中药材原料选用道地药材, 从源头抓起, 实现从中药材到患者的全过程可追溯。目前公司国标备案 200 个, 省标备案 197 个。配方颗粒业务战略重点在安徽省, 相较安徽省本地的小厂和小作坊, 九州方圆在规模、设备、分装、质检和源头供应上都有一定的优势。

围绕中药优势领域积极布局院内制剂, 为提升公司业绩做好准备。公司已完成 49 个品种的开发和备案, 目前正在开展 3 个院内制剂注册项目的研发, 建立了一套完整的院内制剂“产学研”工作体系。公司目前已经和北京、河南、安徽、黑龙江等省市多家知名医院合作开发院内制剂项目, 着重推动名医临床经验方优秀制剂的现代化和产业化发展, 积极探索并积累院内制剂推广经验, 为未来全面开拓全国市场奠定坚实基础。

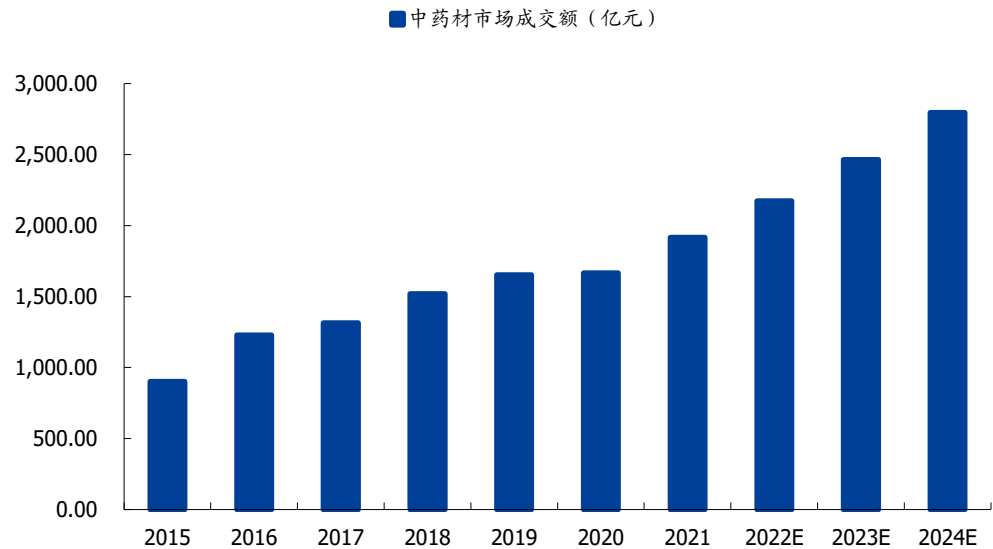
三、建立中药材贸易中心, 助力公司医药商业增长

3.1 中药产业规模化和集约化是未来发展趋势, 中药材贸易市场空间广阔

中药产业规模化和集约化是未来发展趋势。我国道地中药材产业发展过程中一直存在的问题包括: 种植产区分散、种植品种混杂、散户种植随意、不讲究道地性、跟风种植情况严重、土地利用率低、采收加工标准不一、仓储条件不达标等。此外目前中药饮片行业集中度低, 竞争激烈, 中成药集采大幅压缩中成药企业利润, 行业监管方面, 随着新版《药典》及新版《药品管理法》的实施, 中药行业面临“四个最严”, 多种药材重残、农残超标。综上所述中药饮片企业、中成药企业亟需标准统一、稳定、可控、质量合格的原材料供应。因此建立一个能够从种植源头开始对种植基源、种植过程、采购、加工、仓储、物流等全过程追溯的大型中药贸易市场对于中药产业规模化和集约化发展至关重要。公司在亳州建立的中药材交易中心 2019 年 9 月开始营业, 2020 年采用 N+50 布局在全国七个大区形成中药材交易网络, 从而整合上游种植大户资源, 此外通过“六统一”的运营模式确保中药材来源可溯, 去向可查, 保证中药材质量稳定。

中药市场空间巨大,公司医药商业未来增长确定性强。根据国家统计局公布的数据,2015年中药材贸易市场成交额为901.09亿元,而2021年已经达到1916.2亿元。估计到2024年,这一数字会进一步提升至2700亿元以上,由此可见中药材贸易市场空间广阔。

图表 24: 历年中药材市场成交额 (亿元)

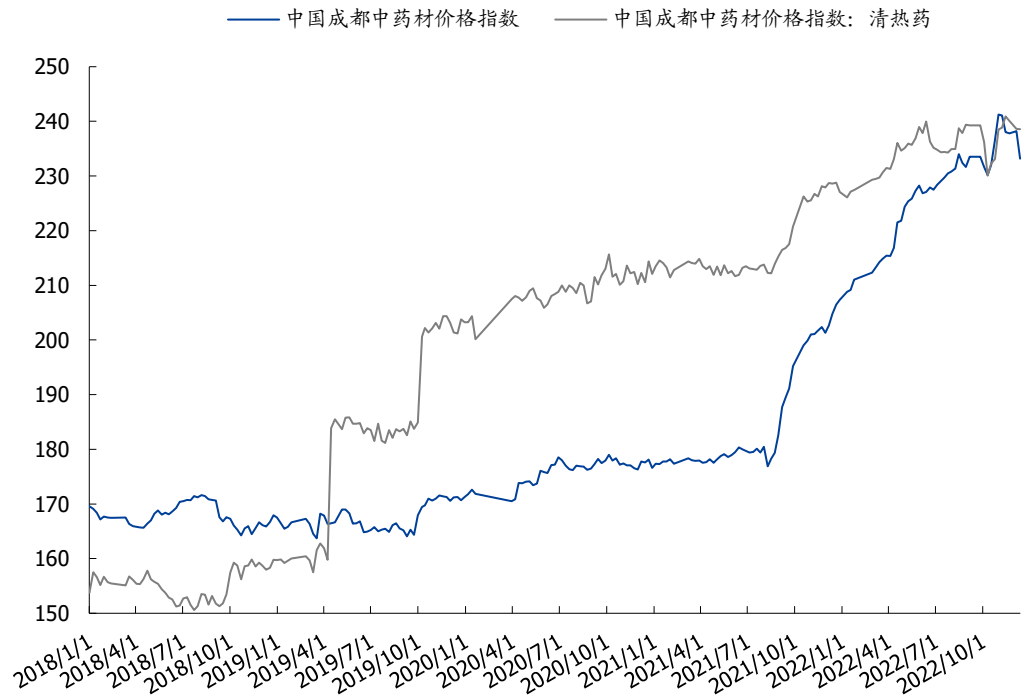


资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

3.2 中药材上游具有涨价趋势, 有望驱动商业业绩增长

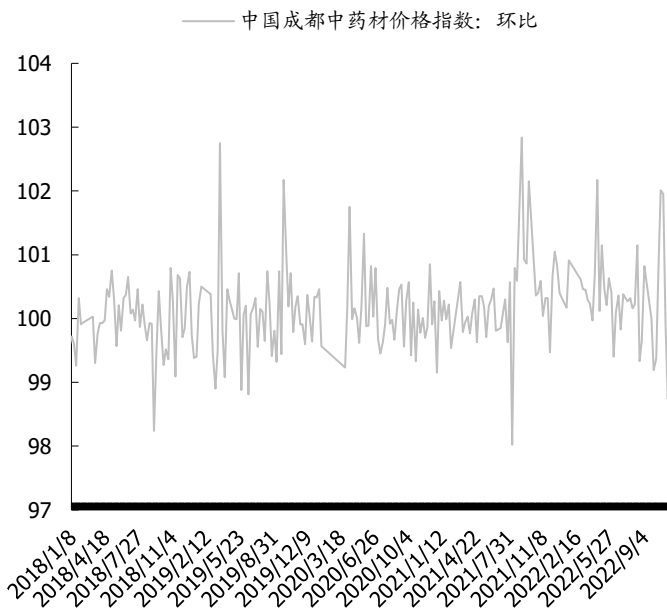
近年来清热类中药材需求上涨, 中药材贸易有望拉动业绩增长。近年来, 中药材尤其是清热类中药材价格呈现上涨趋势, 2021年8月开始增幅加快, 2022年12月初以来, 相关中药材的价格水涨船高, 截至到2022年12月18日, 连翘青水煮的价格在230元/公斤左右, 和月初相比涨幅达84.83%, 金银花价格在213元/公斤左右, 和月初相比涨幅达49.71%, 广藿香价格在27元/公斤左右, 和月初相比涨幅达120.85%, 防风价格在56元/公斤左右, 和月初相比涨幅达93.69%。流感高发季节, 感冒、退热、抗病毒类药物需求将急速上涨, 下游药品包括珍宝岛的复方芩兰口服液、双黄连口服液、小儿热速清糖浆、注射用炎琥宁等, 市场上类似的产品还有连花清瘟胶囊/颗粒、痰热清胶囊、疏风解毒胶囊/颗粒、银翘解毒丸/颗粒、金叶败毒颗粒、蓝芩口服液、金花清感颗粒、柴芩清宁胶囊、小柴胡颗粒等。下游需求上涨将驱动上游药材价格的上涨, 具体包括连翘、金银花、广藿香、黄芪、防风等中药材。公司具有全链条产业布局, 掌握上游原材料资源优势, 有望通过中药材贸易拉动医药商业板块业绩增长。

图表 25: 中国成都中药材价格指数和清热药价格指数对比



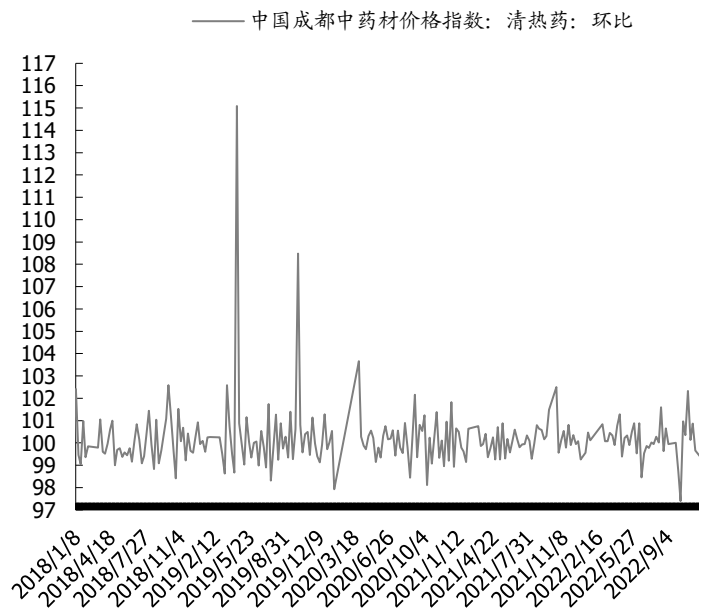
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 26: 中国成都中药材价格指数: 环比



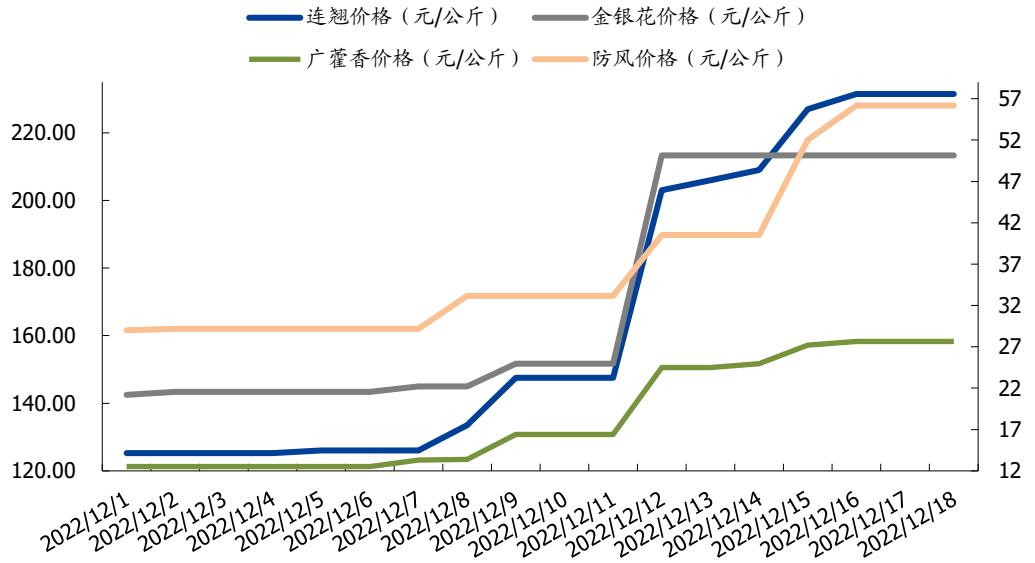
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 27: 中国成都中药材价格指数: 清热药: 环比



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 28: 2022.12.01-2022.12.18 连翘、金银花、广藿香、防风价格变化



资料来源: 中药材天地网, 国盛证券研究所

四、投资特瑞思深入布局生物药，重点开展单抗和 ADC 药物研发

进军生物药领域，公司积极进行战略转型和与国际化接轨。自 1982 年美国礼来公司推出全球第一个基因工程药物—重组人胰岛素以来，全球生物技术药物产业快速增长，生物药在肿瘤、糖尿病等人类重大疾病治疗中发挥了重要作用。公司深耕医药产业二十多年，聚焦主业打造医药全产业链，中药、化药和生物药三大领域协同发展是大势所趋。顺应时代发展，进军生物药领域是公司战略转型和国际化接轨的重要举措。

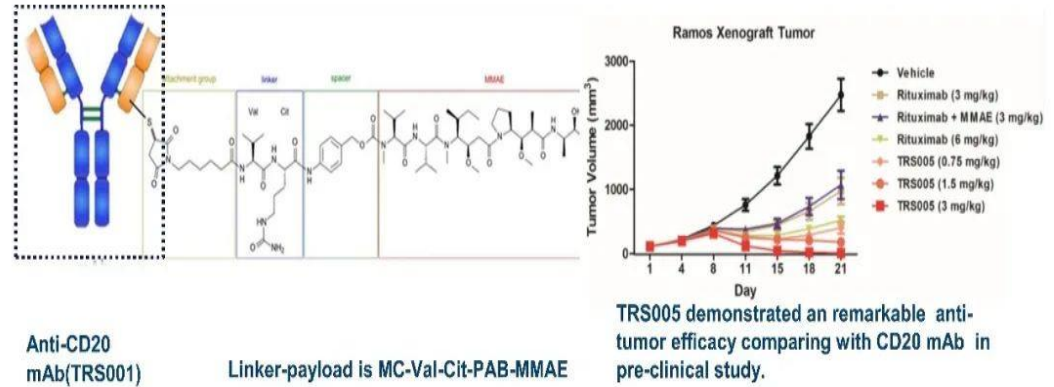
致力于研发癌症治疗单抗药物，3 个产品获批临床或进入临床阶段。特瑞思是由曾就职于国际知名公司的海外归国精英创立的生物制药企业，致力于研发和生产质量优越、价格可及的癌症治疗单抗药物，是一家集研发和商业化生产、销售为一体的创新生物制药企业。特瑞思创新团队具备国际水准，核心成员来自百时美施贵宝、强生等世界 500 强制药公司。特瑞思已有 3 个产品获批临床，产品技术领域涉及靶向治疗、ADC、癌症免疫治疗、双特异性抗体、纳米抗体等，其中 ADC 产品管线尤为突出。

4.1 TRS005: 全球首个进入临床试验阶段 CD20-ADC 药物，临床 1 期试验结果积极

TRS005 为公司自主创新产品，已获得国家“十二五”、“十三五”“重大新药创制”专项资金支持，使用的抗 CD20 抗体为利妥昔单抗，负载为 MMAE，利妥昔单抗靶向表达 CD20 的淋巴瘤细胞，负载的 MMAE 通过阻断微管蛋白的聚合抑制细胞分裂从而发挥肿瘤杀伤作用。临床前试验数据显示，1/8 剂量即可达到与利妥昔单抗同等的疗效。目前该药物处于临床 1b 期，牵头 PI 中国医学科学院肿瘤医院石远凯教授于 2022 年 9 月 10 日在 2022ESMO 上针对“TRS005 (抗 CD20-MMAE 抗体偶联药物) 治疗复发或难治性 B 细胞非霍奇金淋巴瘤 (NHL) 的 I 期临床研究”进行了口头报告。结果表明: TRS005 在治疗复发难治性 B 细胞非霍奇金淋巴瘤中显示出较好的疗效和可控的安全性。此外，与治疗

DLBCL 的其他药物 2 期临床数据相比，TRS005 单药 (RP2D) 治疗 DLBCL 效果有潜力优于 MRG001, Polivy®和 Zynlonta®。目前 TRS005 的 2 期临床试验正在积极准备中，2 期临床试验将入组复发/难治性淋巴瘤患者，完成以后用 2 期数据争取有条件报批上市。申报上市销售后，将做确认 3 期试验，也将开展与抗 PD-1 单抗或其他化药联用的 3 期临床试验。

图表 29: TRS-005 结构示意图及临床前疗效



资料来源: 珍宝岛药业官方公众号, 国盛证券研究所

图表 30: 临床研究疗效对比

产品名称	ZBD-1005 (CD20-ADC)	MRG001 (CD20-ADC)	Polivy®(CD79b-ADC)			Zynlonta®(CD19-ADC)	
公司	特瑞思	乐普生物	罗氏			ADCTherapeutics	
登记号	CTR20182204	CTR20190851	NCT02257567	NCT01992653	NCT03274492	NCT02669017	NCT03589469
试验阶段	Phase1b	Phase1	关键Phase1b/2	Phase1b/2	Phase3	Phase1	关键Phase2
设计	非随机单臂	非随机单臂	随机平行对照	非随机平行对照	随机平行对照	非随机单臂	单臂
中位随访时间/月	4.1	-	22.3	21.5	28.2	-	-
可评估患者数	45	21	80	82	879	183	145
入组患者	R/RNHL(DLBCL, FL, MCL, MZL)	R/RNHL(DLBCL, FL, MZL)	R/RDLBCL	1st-lineDLBCL	1st-lineDLBCL	R/RNHL(DLBCL, MCL, FL, CLL)	R/RDLBCL
给药方案	0.1-2.1mg/kg	0.15-2.5mg/kg	1.8mg/kgpola-BRvsBR	1.8mg/kgpola-R-CHP(combo)	1.8mg/kgpola-R-CHP vsR-CHOP	15-200 μg/kg	前两个周期的剂量为 150μg/kg, 之后为 75μg/kg.
总体有效性	ORR 42.20%	24%	45.0%vs17.5%	89.0%	85.5%vs83.8%	45.60%	48.30%
	CR 11.10%	5%	40.0%vs17.5%	77.00%	78.0%vs74.0%	26.70%	24.15%

	PR	31.10%	19%	5.0%vs0%	12.00%	7.5%vs9.8%	18.90%	24.15%
	DCR	75.60%	67%					
	mPF							
	S	4.0月	-	9.5月 vs3.7月			3.1月	
	mOS	-	-	12.4月 vs4.7月		2YOS%=88.7%vs88.6%	8.3月	
亚型 -DLBC L	ORR	52.90%					42.30%	
	CR	23.50%					23.40%	
	PR	29.40%					19.00%	
	DCR	76.50%						
1.8mg /kg 剂 量组	ORR	50.00%	33.33%					
	CR	14.30%	16.70%					
	PR	35.70%	16.70%					
	DCR	85.70%	83.30%					
安全性	≥ 3 级 TRA	52.1%	42.86%	-	73%	60.7%vs59.8%	77%	73%
	E							

资料来源: TheLancetOncology, Blood, NEJM, BloodAdvance, 乐普生物官方公众号, 珍宝岛药业官方公众号, 医脉通, 国盛证券研究所

4.2 TRS003: 有望成为第一个 FDA 批准的贝伐珠单抗可互换生物类似药, 生产成本优势明显

TRS003 获得 FDA 高度认可, 目前正在开展国际多中心 3 期临床。在体外血管生成模型中, 血管内皮生长因子 (VEGF) 与其受体的相互作用可导致内皮细胞增殖和新生血管形成, 贝伐珠单抗可与 VEGF 结合, 阻止 VEGF 与内皮细胞表面 VEGF 受体 (Flt-1 和 KDR) 相互作用, 从而抑制内皮细胞增殖和新生血管形成, 阻断肿瘤生长所需的血液、氧气和其他营养, 最终抑制肿瘤生长和迁移。TRS003 是全球第一个在美国获得 FDA 批准 IND 的中国药企的生物类似药, 获得 FDA 高度认可, 免去了专家咨询会和临床前动物实验, 成为第一个获准开展“与原研药可互换”临床试验的贝伐珠单抗生物类似药, 并且 FDA 同意 3 期临床 70% 病人来自中国。

国内竞争格局激烈, 凭借成本优势有望突出重围。贝伐珠单抗原研药为罗氏的安维汀, 2004 年获 FDA 批准上市, 2010 年获 NMPA 批准上市, 用于治疗非小细胞肺癌、肾癌、脑胶质瘤、卵巢癌、宫颈癌等多种肿瘤的治疗。目前全球已有 12 款贝伐珠单抗生物类似药上市, FDA 批准 4 款, NMPA 批准 8 款, 齐鲁制药的安达可为国内最早上市, 目前市场份额最大, 其次是罗氏的原研药。特瑞思目前已建成五大技术平台:

- 细胞株筛选优化及构建平台: 自有专利保护, 所使用的细胞株为自主知识产权, 无需支付专利使用费, 并且具有高表达、高稳定 (60 代以上) 的优良特性;
- 细胞培养平台: 表达量高达 3-8g/L, 可进行大规模培养;
- 蛋白纯化平台: 回收率 >80%, 纯度 >98%;
- 蛋白分析/鉴定/质量控制平台;
- 大规模商业化生产平台。

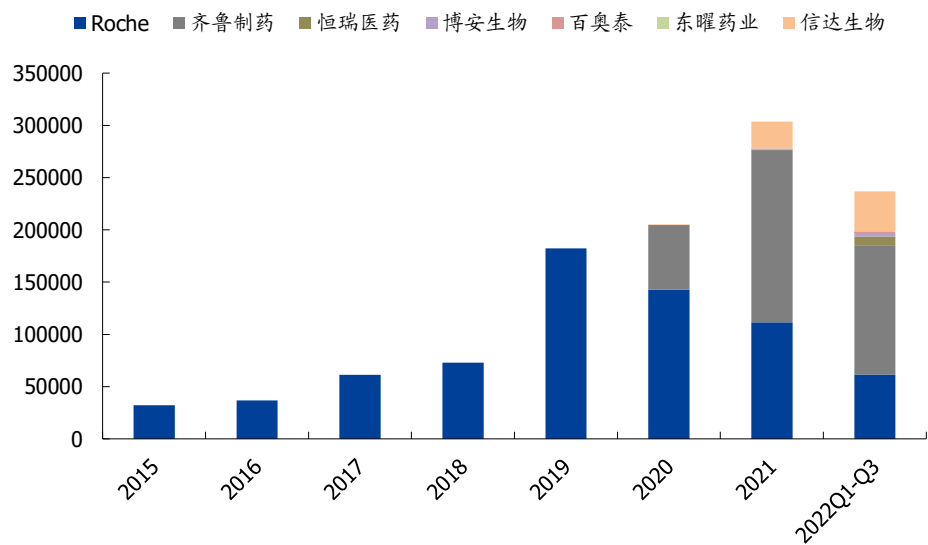
凭借 5 大技术平台, 特瑞思的单抗能做到质优价廉, 成为单克隆抗体企业中高质量 (美国 FDA 的高度认可)、低成本 (特瑞思单抗成本为 50-75 美元/g, 而国内其它企业的成本为 350-1700 美元/g) 的标杆企业。

图表 31: 全球贝伐珠单抗生物类似药研发情况

商品名	研发企业	项目阶段	获批时间
Mvasi	Amgen	FDA 批准上市	2017.09
Zirabev	Pfizer	FDA 批准上市	2019.06
安可达	齐鲁制药	NMPA 批准上市	2019.12
达攸同	信达生物	NMPA 批准上市	2020.06
博优诺	博安生物	NMPA 批准上市	2021.04
艾瑞妥	恒瑞医药	NMPA 批准上市	2021.06
普贝希	百奥泰&百济神州	NMPA 批准上市	2021.11
汉贝泰	复宏汉霖	NMPA 批准上市	2021.11
贝安汀	贝达生物&海正生物	NMPA 批准上市	2021.11
扑欣汀	东曜药业	NMPA 批准上市	2021.11
Alymsys	Amneal	FDA 批准上市	2022.04
Vegzelma	Celltrion	FDA 批准上市	2022.09
-	正大天晴	申请上市	
-	神州细胞	申请上市	
-	特瑞思	临床三期	
-	君实生物&华奥泰	临床三期	
-	上海生物制品研究所&复旦张江	临床三期	
-	华兰生物	临床三期	
-	安科生物&奥赛康	临床三期	
-	嘉和生物	临床三期	

资料来源: FDA, NMPA, 药融云, 安科生物官网, 药物临床试验登记与信息公示平台, wind 医药库, 国盛证券研究所

图表 32: 贝伐珠单抗生物类似药国内样本医院销售情况 (万元)



资料来源: wind 医药库, 国盛证券研究所

五、盈利预测与公司估值

1. 营业收入和毛利率假设

公司主营业务包括医药工业和医药商业两大板块，医药工业涵盖中药制剂、化学制剂及生物制剂，医药商业涵盖中药材贸易和药品贸易。

- **医药商业：**考虑到未来中药材市场尤其是抗病毒类治感冒中药材市场需求较大，加之近年来中药利好政策频出，假设 2022 年-2024 年，医药商业板块中的中药材贸易收入增速分别为 20%、26%、28%，毛利率水平分别为 5.8%、6.0%、6.2%；药品贸易收入增速分别为 10%、12%、14%，毛利率水平维持在 10% 左右。
- **医药工业：**公司二次开发的核心品种、并购品种销售额预期会进一步增长，医保支付利好政策也有利于驱动业绩上升；同时公司积极备案院内制剂和配方颗粒，预期会打开新的业绩增长点；另外，近期和未来一段时间内对抗病毒类治感冒中药制剂的需求增加，相关制剂销售额有望快速增长。综合考虑，假设 2022 年-2024 年，医药工业板块的中药制剂收入增速为 28%、30%、20%，考虑未来销售费用和研发费用会有一定提升，假设毛利率水平分别为 80%、81%、82%。受大环境变化影响的化学制剂和生物制剂的销售增速有望由负转正，假设 2022-2024 年化学制剂收入增速分别为 -10%、5%、10%，考虑到研发费用，假设毛利率水平稳定在 20% 左右；生物制剂收入增速分别为 -20%、5%、10%，考虑到生物药研发费用，其毛利率水平稳定在 90% 左右。
- **重点中药创新药和公司进行财务投资的特瑞思的生物药：**
 - 清降和胃颗粒治疗非糜烂性胃食管反流病，预计 2027 年开始贡献收入，销售峰值超过 16 亿元；羌活胜湿汤用于类风湿性关节炎止痛，预计 2023 年开始贡献收入，销售峰值超过 3 亿元。
 - TRS005 用于治疗复发/难治性 B 细胞非霍奇金淋巴瘤，预计 2024 年开始贡献收入，销售峰值超过 27 亿元；TRS003 用于治疗非小细胞肺癌，预计 2024 年开始贡献收入，销售峰值超过 6 亿元。

2. 可比公司相对估值：选取中药康缘药业、以岭药业、昆药集团、众生药业、同仁堂、片仔癀、广誉远、太极集团作为可比公司。可比公司 2023 年平均 PE 为 45，结合对珍宝岛 2023 年业绩翻倍的判断，我们认为公司 2023 年合理 PE 在 40-42 倍的水平，对应市值 208-218 亿元，当前 154 亿市值(2023 年 4 月 14 日收盘市值)，上行空间 35%-42%。

3. 主业&创新药分部估值：传统业务 5 亿左右利润，合理 PE 为 30X，支撑 150 亿市值。创新药方面，清降和胃颗粒：目前国内外没有同方药物上市，治疗领域未见适应症为非糜烂性胃食管反流病的中成药，预计峰值销售超 16 亿，DCF 合理市值 34 亿；羌活胜湿汤：根据观研天下测算，中国类风湿性关节炎药物市场规模 2024 年约 342 亿元，预计将以 CAGR10% 增长至 2031 年 656 亿元规模，DCF 合理市值 9 亿。生物药方面，公司对特瑞思进行财务投资，持股 17.02%，特瑞思两个品种研发进展顺利。TRS005：临床 1a/1b 期数据表明，其在复发/难治性 B 细胞非霍奇金淋巴瘤中显示出良好的疗效和可控的安全性，控股比例调整后 DCF 合理市值 14 亿；TRS003：获得 FDA 认可，成为第一个获批开展“与原研药可互换临床试验”的贝伐珠单抗生物类似药，控股比例调整后 DCF 合理市值 5 亿。加总市值 212 亿元。

图表 33: 清降和胃颗粒 DCF 估值模型

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
人口 (百万人)	1425.93	1425.85	1425.49	1424.86	1423.90	1422.61	1421.01	1419.08	1416.87	1414.35
非糜烂性胃食管反流病发病率	5.25%	5.30%	5.35%	5.40%	5.45%	5.50%	5.55%	5.60%	5.65%	5.70%
清降和胃颗粒渗透率						5.00%	10.00%	15.00%	15.00%	20.00%
单疗程用药 (元)						1000	1000	1000	1000	1000
销售收入 (亿元)						3.91	7.89	11.92	12.01	16.12
同比增速 (%)							101.59%	51.15%	0.74%	34.27%
利润系数 (%)	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
利润现金流 (亿元)						0.86	1.74	2.62	2.64	3.55
同比增速 (%)							101.59%	51.15%	0.74%	34.27%
折现率	8%									
永续年金增长率	3%									
折现价值 (亿元)	42.57									
P	80%									
估值 (亿元)	34.05									

资料来源: 世界人口展望 2022, 世界中医药, 国盛证券研究所

图表 34: 羌活胜湿汤 DCF 估值模型

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
我国类风湿性关节炎药物市场规模 (亿元)	223.50	281.10	342.20	405.30	465.20	512.10	553.80	591.30	625.00	656.25
同比增速 (%)		25.77%	21.74%	18.44%	14.78%	10.08%	8.14%	6.77%	5.70%	5.00%
中成药市占率 (%)		25.00%	26.00%	27.00%	28.00%	29.00%	30.00%	31.00%	32.00%	33.00%
羌活胜湿汤渗透率 (%)		2.00%	5.00%	10.00%	15.00%	20.00%	25.00%	30.00%	32.00%	33.00%
销售收入 (亿元)		0.36	0.97	2.02	2.89	2.99	3.38	3.72	3.65	3.57
同比增速 (%)			166.95%	108.68%	43.10%	3.70%	12.95%	10.10%	-2.03%	-2.05%
利润系数 (%)	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%	22.00%
利润现金流 (亿元)		0.08	0.21	0.44	0.64	0.66	0.74	0.82	0.80	0.79
同比增速 (%)				108.68%	43.10%	3.70%	12.95%	10.10%	-2.03%	-2.05%
折现率	8%									
永续年金增长率	3%									
折现价值 (亿元)	10.80									
P	80%									
估值 (亿元)	8.64									

资料来源: 观研天下, 米内网官方公众号, 世界人口展望 2022, 国盛证券研究所

图表 35: TRS005DCF 估值模型

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
NHL 患者										
新发人数 (万)	9.71	9.94	10.16	10.40	10.64	10.88	11.13	11.39	11.65	11.92
增长率	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%
NHL 患者										
存量人数 (万)	27.27	27.90	28.54	29.20	29.87	30.56	31.26	31.98	32.71	33.47
NHL 患者										
总人数 (万)	36.98	37.83	38.71	39.60	40.51	41.44	42.39	43.37	44.36	45.38
B 细胞										
NHL 占比	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%
复发/难治										
性 B 细胞 NHL 占比	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%
适应症数 (万)	11.65	11.92	12.19	12.47	12.76	13.05	13.35	13.66	13.97	14.30
TRS005										
渗透率			5.00%	10.00%	15.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
用药时长 (月)			12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00	12.00
用药频率 (次/月)			4.43	4.43	4.43	4.43	4.43	4.43	4.43	4.43
单个患者 用量(盒/ 次)			6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00	6.00
单价(元/ 盒)	1030.00	412.00	391.40	371.83	353.24	335.58	318.80	302.86	287.71	273.33
降价幅度		60.0%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
年用药金 额(元)			124800.6 9	118560.65	112632.62	107000.99	101650.94	96568.39	91739.97	87181.09
销售 额(亿元)			7.61	14.79	21.56	27.93	27.15	26.38	25.64	24.93
同比增 速(%)				94.37%	45.78%	29.58%	-2.82%	-2.82%	-2.82%	-2.78%
利润系 数(%)	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
利润现 金流(亿元)			2.28	4.44	6.47	8.38	8.14	7.91	7.69	7.48
同比增 速(%)				94.37%	45.78%	29.58%	-2.82%	-2.82%	-2.82%	-2.78%
折现率	8%									
永续年 金增 长率	3%									

折现价值
 (亿元) 107.62

P 80%

 控股比例
 (%) 16.67%

 估值(亿元)
 14.35

资料来源: Wind, 广西医学, 国盛证券研究所

图表 36: TRS003 DCF 估值模型

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
人口(百万人)	1425.93	1425.85	1425.49	1424.86	1423.90	1422.61	1421.01	1419.08	1416.87	1414.35
肺癌发病率(每10万人)	58.51	59.21	59.92	60.64	61.37	62.11	62.85	63.60	64.37	65.14
发病率 yoy	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
肺癌患者人数(人)	834302	844267	854182	864050	873830	883514	893111	902601	912009	921312
NSCLC 比例	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%	85%
非鳞状比例	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
一线治疗比例	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
一线治疗 NSCLC 人数(人)	340395	344461	348506	352532	356523	360474	364389	368261	372100	375895
VEGF 渗透率	7.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
TRS003 市占率			5.00%	10.00%	15.00%	20.00%	25.00%	30.00%	30.00%	30.00%
用药频率(次/年)	17.38	17.38	17.38	17.38	17.38	17.38	17.38	17.38	17.38	17.38
单个患者用量(mg/次)	900.00	900.00	900.00	900.00	900.00	900.00	900.00	900.00	900.00	900.00
单价(元/100mg)	1188.00	475.20	451.44	428.87	407.42	387.05	367.70	349.32	331.85	315.26
降价幅度		60.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
年用药金额(元)	185837.14	74334.86	70618.11	67087.21	63732.85	60546.21	57518.90	54642.90	51910.80	49315.26
销售额(亿元)			1.23	2.37	3.41	4.37	5.24	6.04	5.79	5.56
同比增速(%)				92.20%	44.11%	28.07%	20.04%	15.21%	-4.01%	-4.03%
利润系数(%)	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
利润现金流(亿元)	0.00	0.00	0.37	0.71	1.02	1.31	1.57	1.81	1.74	1.67
同比增速(%)				92.20%	44.11%	28.07%	20.04%	15.21%	-4.01%	-4.03%
折现率	8%									
永续年金增长率	3%									
折现价值(亿元)	21.79									
P	100%									
控股比例(%)	16.67%									
估值(亿元)	3.63									
海外										

销售额 (亿元)			0.62	1.18	1.70	2.18	2.62	3.02	2.90	2.78
同比增速 (%)				92.20%	44.11%	28.07%	20.04%	15.21%	-4.01%	-4.03%
利润系数 (%)	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
利润现金流 (亿元)	0.00	0.00	0.18	0.35	0.51	0.65	0.79	0.91	0.87	0.83
同比增速 (%)				92.20%	44.11%	28.07%	20.04%	15.21%	-4.01%	-4.03%
折现率	8%									
永续年金增长率	3%									
折现价值 (亿元)	10.90									
P	100%									
控股比例 (%)	16.67%									
估值 (亿元)	1.82									
总估值 (亿元)	5.45									

资料来源: Wind, 药融云, 国盛证券研究所

4.盈利预测与估值: 基于公司优秀的管理层、销售团队、中药材贸易平台、管线大品种二次开发、优秀中药品种并购、院内制剂和配方颗粒布局、中药创新药和生物药研发等, 公司长期投资价值凸显。我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 2.23 亿元、5.19 亿元、5.89 亿元, 增长分别为-32.7%、132.4%、13.4%, PE 分别为 69x, 30x, 26x。结合对珍宝岛 2023 年业绩翻倍的判断, 我们认为公司 23 年有望是业绩反转之年, 后续有较大上升空间, 我们看好公司长期发展, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 37: 珍宝岛营收预测

年份	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
收入合计 (亿元)	32.97	34.10	41.31	49.53	62.15	76.77
yoy	18.38%	3.43%	21.14%	19.89%	25.48%	23.52%
成本	13.14	14.97	27.63	33.03	40.73	50.67
毛利率	60.15%	56.10%	33.12%	33.32%	34.46%	34.00%
医药商业收入 (亿元)	9.04	11.95	26.07	30.87	38.25	48.24
yoy	75.19%	32.19%	118.16%	18.4%	23.9%	26.1%
成本	8.21	11.44	24.39	28.88	35.75	45.02
毛利率	9.16%	4.27%	6.42%	6.4%	6.5%	6.7%
中药材贸易收入 (亿元)		6.00	7.91	21.89	26.27	33.10
yoy		275.00%	31.83%	176.74%	20%	28%
成本		5.69	7.81	20.68	24.74	31.11
毛利		0.31	0.10	1.21	1.52	1.99
毛利率		5.17%	1.30%	5.54%	5.80%	6.00%
药品贸易收入 (亿元)		3.04	4.04	4.18	4.598	5.15
yoy		-14.61%	32.89%	3.47%	10%	14%
成本		2.52	3.63	3.72	4.14	4.63
毛利		0.52	0.41	0.46	0.46	0.51
毛利率		17.03%	10.08%	11.00%	10%	10%

医药工业 (亿元)	20.40	21.94	15.14	18.66	23.90	28.53
yoy	-3.86%	7.55%	-30.99%	23.25%	28.08%	19.37%
成本	3.25	3.22	2.90	4.14	4.98	5.64
毛利率	84.09%	85.32%	80.83%	77.80%	79.13%	80.22%
中药制剂收入 (亿元)	16.62	19.80	13.46	17.23	22.40	26.88
yoy	0.91%	19.13%	-32.02%	28%	30%	20%
成本	2.36	2.50	2.13	3.45	4.26	4.84
毛利	14.27	17.31	11.32	13.78	18.14	22.04
毛利率	85.83%	87.38%	84.15%	80%	81%	82%
化学制剂收入 (亿元)	1.34	1.03	0.88	0.792	0.83	0.91
yoy	32.67%	-23.13%	-14.56%	-10%	5%	10%
成本	0.75	0.62	0.69	0.63	0.67	0.73
毛利	0.59	0.41	0.19	0.16	0.17	0.18
毛利率	44.11%	39.38%	21.20%	20%	20%	20%
生物制剂收入 (亿元)	2.43	1.09	0.80	0.64	0.67	0.74
yoy	-35.03%	-55.14%	-26.61%	-20%	5%	10%
成本	0.14	0.09	0.07	0.06	0.07	0.07
毛利	2.29	1.00	0.73	0.58	0.60	0.67
毛利率	94.31%	91.92%	90.97%	90%	90%	90%
其他收入 (亿元)	3.53	0.21	0.10	0.11	0.13	0.17
yoy	140.14%	-94.05%	-52.38%	10%	20%	30%
成本	1.68	0.31	0.34	0.077	0.08	0.09
毛利率	52.29%	-43.91%	-252.82%	30%	40%	50%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 38: 可比公司估值

公司	市值 (亿元)		归母净利润 (亿元)			PE (倍)		
		22A/E	23E	24E	22A/E	23E	24E	
康缘药业	182	4.34	5.51	6.92	42.03	33.10	26.36	
以岭药业	519	18.66	21.15	24.50	27.79	24.52	21.17	
昆药集团	148	3.83	6.22	7.66	38.54	23.73	19.27	
众生药业	170	3.73	4.47	5.11	45.48	37.95	33.20	
同仁堂	750	16.80	19.47	22.46	44.66	38.54	33.41	
片仔癀	1,697	24.69	32.11	39.07	68.74	52.86	43.44	
广誉远	184	(4.02)	1.75	2.81	(45.66)	104.89	65.32	
太极集团	242	3.50	5.97	8.39	69.10	40.51	28.83	
平均值					36.34	44.51	33.87	
珍宝岛	154	2.23	5.19	5.89	68.8	29.6	26.1	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 注: 股价为 2023 年 4 月 14 日收盘价, 可比公司的预测数据来源为 Wind 一致预期

六、风险提示

新药研发不及预期风险：公司长期竞争力取决于新产品的成功研发及后续商业化，而新药研发具较大风险与不确定性，若在研产品进度不及预期或不能通过注册审批，将导致前期投入受损，同时影响公司未来发展。

药品集采风险：目前国家正在积极推进中成药集采政策，公司的注射用血塞通中标广东集采备选目录，舒血宁注射液 2021 年中标湖北中成药集采，目前看集采对公司的影响较小，但未来其他药品也很可能进入集采，可能出现降价幅度超出预期和利润下滑的风险。

中药材贸易风险：若公司判断行情失误，可能会出现中药材囤积而不能及时卖出的风险，对利润有较大影响。

销售不及预期风险：若公司市场开拓与学术推广力度不足，或新药不能获得市场认可，将对公司经营造成较大风险。

产品 DCF 预测模型测算假设相关风险：本报告对清降和胃颗粒、羌活胜湿汤、TRS005 及 TRS003 等产品的 DCF 估值模型的测算假设可能存在偏差风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com