

投资评级：增持（首次）
报告日期：2023年03月08日
市场数据

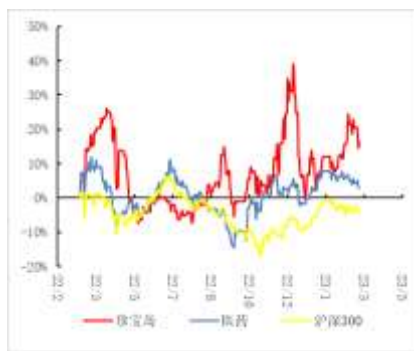
目前股价	13.90
总市值（亿元）	130.93
流通市值（亿元）	130.93
总股本（万股）	94,196
流通股本（万股）	94,196
12个月最高/最低	16.6/11.06

分析师

分析师：刘鹏 S1070520030002

☎ 021-31829686

✉ liupeng@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

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
盈利预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3404	4127	5045	6159	7432
(+/--%)	3.4%	21.2%	22.3%	22.1%	20.7%
归母净利润（百万元）	436	332	301	392	497
(+/--%)	6.8%	-23.9%	-9.2%	30.1%	26.7%
摊薄 EPS（元/股）	0.51	0.38	0.32	0.42	0.53
PE	27	36	43	33	26

资料来源：长城证券产业金融研究院

核心观点

■ **布局医药全产业链，打造高端中药制剂龙头。**公司深耕行业近30年，拥有心血管、脑血管、呼吸、儿科、骨科等疾病用药共80个，其中基本药物23个、医保产品52个，中药保护品种4个（复方芩兰口服液、血栓通胶囊、注射用血塞通（冻干）和小儿热速清糖浆）。近年来公司不断优化产品结构，加大研发投入，形成中药、化药、生物药、仿制药、创新药的全产品线布局。此外，公司拥有全国首家大宗中药材现货交易平台——亳州中药材商品交易中心，运用“中药材+互联网+仓储物流+质检溯源+金融服务+信息服务”的商业模式，打造中药材现代市场流通体系。依靠“医药工业+医药商业”双轮驱动，2022Q1-Q3实现营收/归母净利润33.20/1.53亿元，分别同比+22.77%/-36.68%。收入端增长主要系中药材业务贡献，利润端下滑主要系疫情影响，主要产品销量下降。我们认为，短期随着防控政策全面优化公司中药产品需求有望复苏，中期公司基于二次开发、产品并购、新药研发和中药配方颗粒等新赛道，核心产品增长势能较为强劲，长期受益于老龄化背景下心脑血管类市场扩容和化药、生物药的研发投入。

■ **中药板块：注射剂和口服制剂为核心，乘政策东风销量有望回升。**公司注射剂核心产品有注射用血塞通、舒血宁注射液等；口服制剂核心产品有血栓通胶囊、复方芩兰口服液、小儿热速清糖浆等。其中注射用血塞通可以活血祛瘀，通脉活络，用于中风偏瘫、脑血管疾病等，荣获“2021临床价值中成药品牌榜”，2021销量2389.73万支，受疫情影响同比下降66.43%；血栓通胶囊近几年始终保持高速增长，2021年销售收入同比上涨超36%，该产品已成为公司在心脑血管疾病用药市场的另一潜力产品。业务板块方面，公司坚持以中药为主，生物药化药协同高质量发展；产品方面，公司形成以注射用血塞通100mg、血栓通胶囊、复方芩兰口服液为主，其他普药产品为辅的产品布局。近年来，医保政策利好核心产品，2021年新版医保中血栓通胶囊、复方芩兰口服液等产品，取消了“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。2022 年新版医保对注射用血塞通（冻干）、血塞通注射液产品医保支付范围做了相应的限制调整，取消了“中风偏瘫或视网膜中央静脉阻塞的患者”的支付限制，公司主要产品的医保报销范围扩大。注射用血塞通（冻干）和血塞通注射液 2022 年前三季度分别实现销售收入 3.96/0.26 亿元，占医药工业比例分别为 39.28%/2.62%。医保限制逐步解除将推动公司核心产品放量。

- **基于三大平台开展中药研发，积极布局化药、生物药。**根据国家药监局发布的《2021 年度药品审评报告》，2021 年创新中药有 54 件，同比增长 134.78%，增速超过创新化学药和创新生物制品。2023 年 2 月 10 日，国家药监局发布《中药注册管理专门规定》，明确了中药人用经验的合理应用以及中药创新药、中药改良型新药、古代经典名方中药复方制剂、同名同方药等注册分类的研制原则和技术要求。截至 2022 年 6 月，1) **中药研发方面**，公司重点布局二次开发、中药新药、院内制剂、配方颗粒和中药并购。①**二次开发**：公司通过增加新规格、提高有效成分含量、增加适应症等方式聚焦核心产品二次开发，与多所医院、高校开展合作，有 4 个中药二次开发项目正在研究中。②**中药新药**：有 3 个创新药品种在研，布局妇科、肿瘤、消化代谢等领域。③**院内制剂领域**：公司完成了 49 个院内制剂品种开发和备案，正在开展 3 个院内制剂注册项目的研发。2) **化药研发方面**，公司聚焦抗病毒和抗肿瘤领域，已有 4 项创新药项目，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。3) **生物药研发方面**，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。2022Q1-Q3 公司研发费用为 0.43 亿元（+16.21%）。公司建设了“一心四院”研发体系，组建了 200 多人的研发团队，其中博士、硕士学历及高级职称人才 100 多名，占研发人员的半数以上。
- **“神农采”+“神农仓”打造线上线下一体化模式，助力中药材贸易蓬勃发展。**公司 2021 年中药材贸易收入达 21.89 亿元，同比增长 176.77%，已连续三年保持高速增长；毛利为 1.21 亿元，同比增长 1078.20%。平台依托交易中心 N+50 产地战略布局（即“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进行布局中药材交易网络），构建了电商地推网络，开展平台推广和用户拓展。此外，公司联合中药材第三方线上电商平台“神农采”和全国首创的中药材仓储式大卖场“神农仓”，坚持平台与自营模式同步发展，平台已开设“神农仓”、“产地仓”自营专区，通过线上线下相结合的销售平台，和制药企业、饮片厂等下游需求方进行供需直连，实现药材的质量可溯和质量价格优势。在线下，将产地货源在亳州“神农仓”展示，打造“神农仓”产地元素，助推“神农仓”和“产地仓”一体化发展，通过“神农仓”内现场销售和场外销售拓宽销售渠道；在线上，利用“神农采”平台进行推广引流并设置“神农仓”的线上专区。公司形成了线上+线下一体化的交易模式，并通过“统一质检、统一仓储、统一包装、统一购销、统一结算、统一管理”的六统一管理模式，完成平台贸易过程，

实现销售收入。

- **公司控费成效显著，盈利能力有望回升。** 22Q1-Q3 公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 11.67%/7.03%/2.97%，分别同比下降 7.04pct/2.15pct/0.93pct。销售费用率下降较多主要系中药材贸易业务营收大幅增长，该板块 2021 年实现营收 21.89 亿元（+176.77%），营收占比为 53.04%（+29.80pct）。医药工业板块维持较高水平毛利率，商业板块毛利率恢复。2021 年医药工业板块毛利率为 80.83%（-4.49pct），但仍保持 80% 以上；医药商业板块毛利率为 6.42%（+2.15pct）。我们认为，未来商业板块毛利率随着新业务模式的开展和业务规模的扩大，毛利率有望持续提升。叠加管理效率提升和营销体系的完善，费用控制较好，公司盈利能力有望进一步加强。
- **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。我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 50.45 亿元、61.59 亿元和 74.32 亿元，归母净利润分别为 3.01 亿元、3.92 亿元和 4.97 亿元，EPS 分别为 0.32 元、0.42 元和 0.53 元，对应 3 月 8 日收盘价 13.90 元，PE 分别为 43X、33X 和 26X，首次覆盖给予“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，净利润可能连续两年下降的风险

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	主要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,403.75	4,126.81	5,045.13	6,159.01	7,432.40	成长性					
营业成本	1,496.87	2,763.55	3,381.29	4,190.96	5,129.52	营业收入增长	3.40%	21.24%	22.25%	22.08%	2.68%
销售费用	734.19	644.56	655.87	739.08	817.56	营业成本增长	13.90%	84.62%	22.35%	23.95%	22.39%
管理费用	332.85	324.78	353.16	412.65	483.11	营业利润增长	-6.72%	-10.66%	-11.66%	28.40%	25.06%
研发费用	81.34	55.23	65.59	80.07	96.62	利润总额增长	-0.01%	-15.36%	-11.39%	28.40%	25.06%
财务费用	123.80	142.51	151.35	166.29	185.81	归母净利润增	6.76%	-23.88%	-9.22%	30.14%	26.69%
其他收益	61.89	192.23	50.00	50.00	50.00	盈利能力					
投资净收益	-20.32	242.82	-	-	-	毛利率	56.02%	33.03%	32.98%	31.95%	30.98%
营业利润	510.55	456.12	402.93	517.37	647.02	销售利润率	15.00%	11.05%	7.99%	8.40%	8.71%
营业外收支	26.70	-1.37	-	-	-	ROE	7.95%	4.72%	4.09%	5.02%	5.60%
利润总额	537.25	454.75	402.93	517.37	647.02	ROIC	10.27%	8.64%	3.05%	7.23%	8.16%
所得税	99.75	121.99	100.73	124.17	148.81	营运效率					
少数股东损益	1.22	0.66	0.72	0.86	1.14	销售费用/营业收入	21.57%	15.62%	13.00%	12.00%	11.00%
归母净利润	436.29	332.10	301.48	392.34	497.06	管理费用/营业收入	9.78%	7.87%	7.00%	6.70%	6.50%
资产负债表					(百万)	研发费用/营业收入	2.39%	1.34%	1.30%	1.30%	1.30%
流动资产	6,001	6,676	7,839	8,906	11,255	财务费用/营业收入	3.64%	3.45%	3.00%	2.70%	2.50%
货币资金	1,539	1,551	1,009	1,232	1,486	投资收益/营业利润	-3.98%	53.24%	0.00%	0.00%	0.00%
应收票据应收账款	2,654	3,322	4,134	5,139	6,258	所得税/利润总额	18.57%	26.83%	25.00%	24.00%	23.00%
其他应收款	126	797	800	800	800	应收账款周转率	1.66	1.47	1.44	1.41	1.38
存货	960	733	1,521	1,389	2,315	存货周转率	4.05	4.88	4.48	4.23	4.01
非流动资产	4,233	4,830	4,749	4,794	4,910	流动资产周转率	0.58	0.65	0.70	0.74	0.74
固定资产	1,394	1,311	1,279	1,316	1,374	总资产周转率	0.35	0.38	0.42	0.47	0.50
资产总计	10,234	11,506	12,589	13,699	16,165	偿债能力					
流动负债	2,252	2,812	3,554	4,223	5,634	资产负债率	46.23%	38.72%	41.26%	42.80%	45.00%
短期借款	500	601	1,030	1,480	2,520	流动比率	2.66	2.37	2.21	2.11	2.00
应付款项	852	854	1,209	1,339	1,730	速动比率	2.24	2.11	1.78	1.78	1.59
非流动负债	2,479	1,643	1,640	1,640	1,640	每股指标 (元)					
长期借款	2,134	1,290	1,290	1,290	1,290	EPS	0.51	0.38	0.32	0.42	0.53
负债合计	4,731	4,455	5,194	5,863	7,275	每股净资产	5.83	7.48	7.84	8.31	9.43
股东权益	5,503	7,051	7,395	7,836	8,890	每股经营现金流	0.16	-0.46	-0.82	0.07	-0.94
股本	849	942	942	942	942	每股经营现金/EPS	0.32	-1.20	-2.56	0.18	-1.78
留存收益	4,642	6,098	6,444	6,884	7,938	估值					
少数股东权益	9	8	9	10	11	PE	27.05	36.19	43.43	33.37	26.34
负债和权益总计	10,234	11,506	12,589	13,699	16,165	PEG	-7.74	2.51	-4.64	-9.54	1.83
现金流量表					(百万)	PB	2.38	1.86	1.77	1.67	1.47
经营活动现金流	155	-434	-770	70	-885	EV/EBITDA	11.06	16.73	19.92	16.64	14.55
其中营运资本减少	-1,784	-977	-1,342	-619	-1,718	EV/SALES	2.66	3.22	2.56	2.13	1.87
投资活动现金流	-1,451	-421	-40	-180	-270	EV/IC	1.79	2.25	1.79	1.67	1.43
其中资本支出	-99	64	50	210	310	ROIC/WACC	1.80	1.18	0.42	0.99	1.12
融资活动现金流	292	797	269	333	1,410	REP	0.99	1.90	4.30	1.69	1.28
净现金总变化	-1,004	-58	-542	223	255						

研究员承诺

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。

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，若您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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产业金融研究院，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。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上
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
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
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券产业金融研究院

深圳办公地址：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

北京办公地址：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

上海办公地址：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.cgws.com>