

济川药业 (600566.SH) 买入 (首次评级)

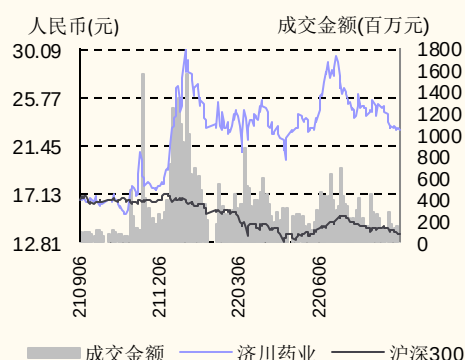
公司深度研究

市场价格 (人民币): 22.85 元

目标价格 (人民币): 29.00 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	8.88
已上市流通 A 股(亿股)	8.88
总市值(亿元)	202.97
年内股价最高最低(元)	30.21/15.32
沪深 300 指数	4015
上证指数	3200



儿科产品构建中流砥柱， 销售赋能多产品未来可期

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,165	7,631	8,540	9,618	10,732
营业收入增长率	-11.17%	23.77%	11.92%	12.62%	11.59%
归母净利润(百万元)	1,277	1,719	2,015	2,241	2,495
归母净利润增长率	-21.30%	34.60%	17.20%	11.20%	11.37%
摊薄每股收益(元)	1.438	1.935	2.268	2.522	2.809
每股经营性现金流净额	2.01	2.13	5.84	5.68	6.56
ROE(归属母公司)(摊薄)	16.45%	18.86%	18.78%	17.89%	17.19%
P/E	14.07	14.64	10.15	9.13	8.19
P/B	2.31	2.76	1.91	1.63	1.41

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **产品优势与销售能力强劲的中成药企业:** 公司专注于儿科、口腔、呼吸、消化、妇产及其它领域药品的生产和销售, 于 2013 年借壳上市。2021 年以来公司业绩弹性恢复, 实现营业收入 76.3 亿元 (+24%); 归母净利润 17.2 亿元 (+35%); 扣非归母净利润 15.6 亿元 (+26%)。2021 年销售收入超过 1 亿元的产品共 7 个, 其中超过 10 亿元的产品 3 个。
- **儿科产品驱动业绩稳健增长, 二线品种多点开花。** 公司小儿豉翘清热颗粒预计将保持高增速: 1) 产品优势明显, 在公立医院儿科感冒用中成药市场 2020-2021 年市占率连续两年第 1 位, 未来有望纳入基药目录, 实现全终端渠道进一步放量; 2) 产品由有蔗糖版本至无蔗糖版的替换在今年基本完成, 产品盈利能力进一步提升; 3) 糖浆剂型处于临床三期, 上市后提高定价能力且将有望进一步打开市场空间。二线产品快速放量, 提高业绩增长确定性与未来潜力, 健胃消食口服液、三拗片、黄龙止咳颗粒等学术认可度不断提高, 连续入选多个用药指南、诊疗共识和教学教材; 独家药品川芎清脑颗粒、甘海胃康胶囊谈判调入 2020 年国家医保目录, 产品销量快速提升。
- **多年销售优势积淀, 助力 BD 项目快速放量。** 公司销售以专业化学术推广为主、渠道分销为辅, 成立了专业化的学术推广部门。公司发布 2022 年股权激励计划, 在公司层面将 BD (Business Development) 引进产品数量纳入业绩考核目标, 要求 2022-2024 年每年 BD 引进产品不少于 4 个。在销售优势的赋能之下, 随着公司二线品种持续发力以及继续开发其他代理产品, 未来公司业绩将进一步兑现。

投资建议

- 公司明星产品打开品牌优势, 多产品全面发力, 我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 20.2/22.4/25.0 亿元, 同比增长 17%/11%/11%。我们选用相对估值法 (市盈率法) 对公司进行估值, 给予 2022 年 13 倍 PE, 目标价 29 元, 首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示

- BD 收购不及预期、产品结构单一风险、产品集采降价风险、产能无法及时消化的风险。

袁维

分析师 SAC 执业编号: S1130518080002

(8621)60230221

yuan_wei@gjzq.com.cn

内容目录

济川药业：产品优势与销售能力强劲的中成药企业	4
明星产品打开品牌优势，多产品全面发力	4
管理权控制稳定，公司业务布局日益全面	4
营收波动后逐步恢复，未来业绩稳健性提高	5
儿科产品驱动业绩稳健增长，多款潜力产品未来可期	7
明星产品确定性提高，小儿豉翘带动业绩增长	7
二线品种全面开花，产品结构持续优化	12
BD 项目持续推进，研发助力长期发展	13
多年销售优势积淀，产品放量确定性较强	14
专业化学术推广为主、渠道分销为辅	14
盈利预测与投资建议	15
风险提示	17

图表目录

图表 1：公司主要产品	4
图表 2：公司销售收入过亿产品情况	4
图表 3：公司股权及产业架构	5
图表 4：公司营收及增长情况	5
图表 5：公司净利润及增长情况	5
图表 6：公司收入结构	6
图表 7：公司整体及各业务毛利率情况	6
图表 8：公司销售费用率情况	6
图表 9：公司管理及研发费用率情况	6
图表 10：公司存货及应收账款情况	7
图表 11：公司蒲地蓝、雷贝拉唑钠和小儿豉翘三者占主营业务收入比例	7
图表 12：公司儿科类产品收入情况（主要为小儿豉翘清热颗粒）	8
图表 13：儿童流感常用对症用药适应症汇总	8
图表 14：2021 年中国公立医疗机构终端儿科中成药情况	9
图表 15：2021 年城市实体药店终端儿科中成药情况	9
图表 16：2021 年网上药店终端儿科中成药情况	9
图表 17：公司小儿豉翘清热颗粒各省中标情况	9
图表 18：公司儿科类产品产销情况	10
图表 19：公司主要在建项目情况（亿元）	10
图表 20：《蒲地蓝消炎口服液临床应用专家共识》整理	11
图表 21：公司清热解毒类产品收入情况（主要为蒲地蓝，百万元）	11
图表 22：蒲地蓝消炎口服液进出各地医保情况梳理	12
图表 23：公司蒲地蓝日化产品情况	12

图表 24: 公司主要二线产品情况	13
图表 25: 公司心脑血管类产品营收及增长情况	13
图表 26: 公司心脑血管类产品销量及增长情况	13
图表 27: 国内长效人生长激素格局	14
图表 28: 《2022 年股权激励计划》公司层面业绩考核要求	14
图表 29: 公司主营业务盈利预测	16
图表 30: 主要费用率预测	17
图表 31: 可比公司估值比较 (市盈率法, 数据截至 2022.9.2)	17
图表 32: 2021 年中国公立医疗机构终端质子泵抑制剂销售 TOP10 产品	17

济川药业：产品优势与销售能力强劲的中成药企业

明星产品打开品牌优势，多产品全面发力

- 公司专注于儿科、口腔、呼吸、消化、妇产及其它领域药品的生产和销售，其中清热解毒类产品主要为蒲地蓝消炎口服液，消化类产品主要为雷贝拉唑钠肠溶胶囊、健胃消食口服液，儿科类产品主要为小儿豉翘清热颗粒，呼吸类产品主要为三拗片、黄龙止咳颗粒，心脑血管类产品主要为川芎清脑颗粒，妇科类产品主要为妇炎舒胶囊，其他类产品主要为蛋白琥珀酸铁口服溶液等，2021 年销售收入超过 1 亿元的产品共 7 个，其中超过 10 亿元的产品 3 个。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。公司于 2013 年借壳上市。

图表 1：公司主要产品

类别	主要产品（国家医保目录品种用*标注）
清热解毒类	蒲地蓝消炎口服液
消化类	雷贝拉唑钠肠溶胶囊*、健胃消食口服液、甘海胃康胶囊*
儿科类	小儿豉翘清热颗粒*
呼吸类	三拗片*、黄龙止咳颗粒
心脑血管类	川芎清脑颗粒*
妇科类	妇炎舒胶囊、宫瘤清片*
其他类	蛋白琥珀酸铁口服溶液等

来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：公司销售收入过亿产品情况

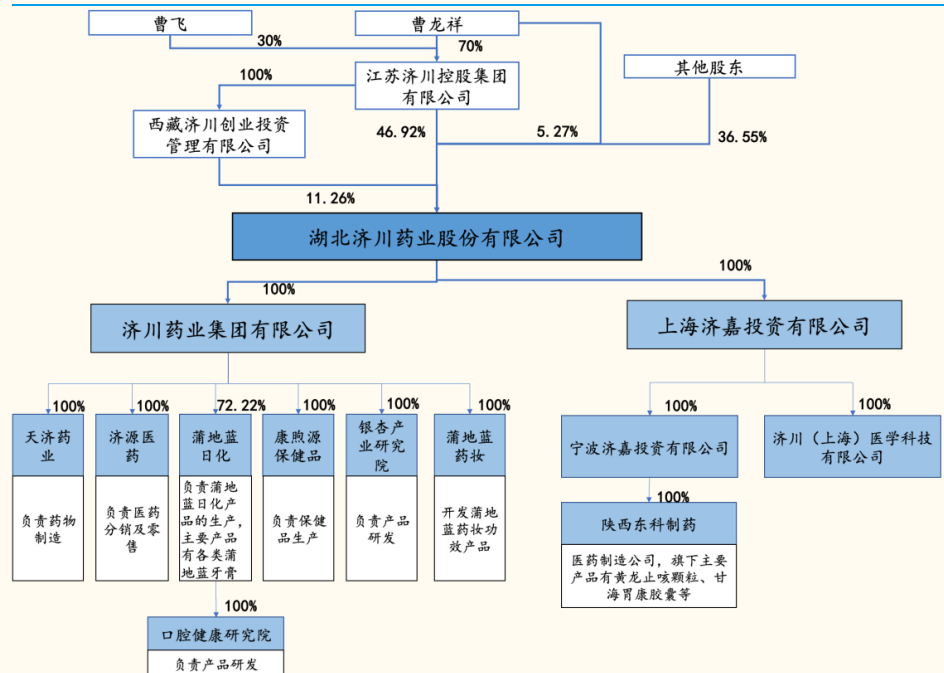
序号	产品名称	功能主治	注册分类	是否处方药	是否独家品种	2021 版国家医保品种	销售收入总额亿元			市场占有率
							2021	2020	2019	
1	蒲地蓝消炎口服液	疖肿、腮腺炎、咽炎、扁桃体炎等	中药 8 类	是	否（独家剂型）	否	20+	20+	20+	在公立医院清热解毒中成药市场 2020-2021 年市占率分别为 13.74% 和 18.4%，市占率排名分别为 2、1
2	小儿豉翘清热颗粒	小儿风热感冒挟滞证	中药 6 类	是	是	是	15+	5+	10+	在公立医院儿科感冒用中成药市场 2020-2021 年市占率分别为 51.99% 和 57.75%，市占率连续两年第 1 位
3	雷贝拉唑钠肠溶胶囊	十二指肠溃疡、胃溃疡	化药 3 类	是	否	是	10+	10+	10+	在公立医院雷贝拉唑市场 2020-2021 年市占率分别为 20.15% 和 25.29%，市占率连续两年第 1 位
4	蛋白琥珀酸铁口服溶液	缺铁性贫血	化药 4 类	是	否	否	5+	1+	1+	在公立医院抗贫血铁制剂市场 2020 年占比 6.02%，排名第六
5	健胃消食口服液	消化不良	中药 8 类	是	否（独家剂型）	是	1+	1+	1+	
6	黄龙止咳颗粒	肺肾气虚、痰热郁肺之咳嗽	中药 6 类	否	是	否	1+	1+	1+	
7	三拗片	风寒袭肺证、急性支气管炎	中药 6 类	是	是	是	1+	1+	1+	在公立医院止咳祛痰平喘用中成药市场占比由 2020 年的 3.32% 提升至 2021 年的 4.05%，市占率排名由第七上升至第五

来源：公司公告，米内网，国金证券研究所

管理权控制稳定，公司业务布局日益全面

- 实控人持股比例高，管理权控制稳定。公司董事长曹龙祥、其子副董事长兼总经理曹飞二者直接及间接持股比例合计达 63%。

图表 3：公司股权及产业架构

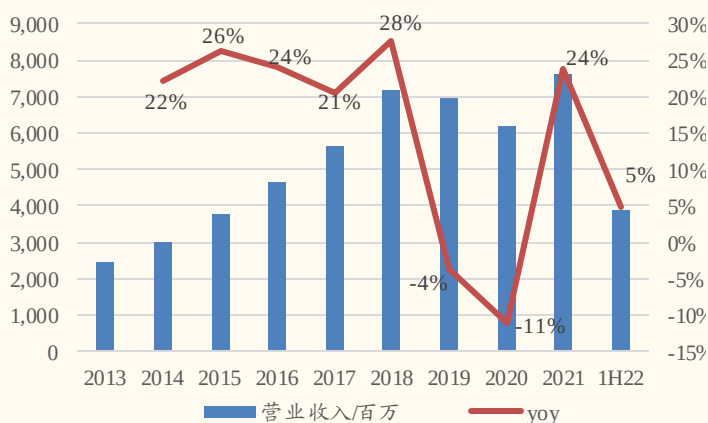


来源：公司公告，国金证券研究所

营收波动后逐步恢复，未来业绩稳健性提高

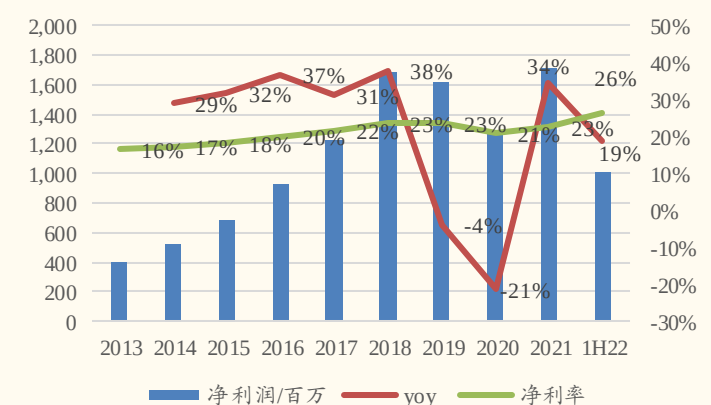
- **2019-2020 年，受蒲地蓝消炎口服液及疫情影响，公司营收出现波动。**2019 年，蒲地蓝消炎口服液销售承压，公司营业收入受到影响，同比微降 3.7%。2020 年，受新型冠状病毒肺炎疫情影响隔离措施影响，部分医院常规门诊未能正常接诊，儿科等科室门诊量下降幅度较大，同时药店端的销售也受到不利影响，公司的蒲地蓝消炎口服液、小儿鼓翘清热颗粒、三拗片、黄龙止咳颗粒等多品种销售有所下降，公司实现营业收入 61.65 亿元，同比下降 11%；归母净利润 12.77 亿元，同比下降 21%。
- **2021 年以来公司业绩弹性恢复。**随着疫情防控有力、隔离措施逐步解除、医疗机构逐步恢复正常运行，疫情对公司经营带来的不利影响逐渐消除；公司产品收入结构进一步优化，梯队产品的销售实现了高速增长；公司积极加强销售渠道的拓展，积极推进空白市场、潜力市场的开发，形成新的增量。2021 年，公司实现营业收入 76.3 亿元，同比增长 24%；归母净利润 17.2 亿元，同比增长 35%；扣非归母净利润 15.6 亿元，同比增长 26%。

图表 4：公司营收及增长情况



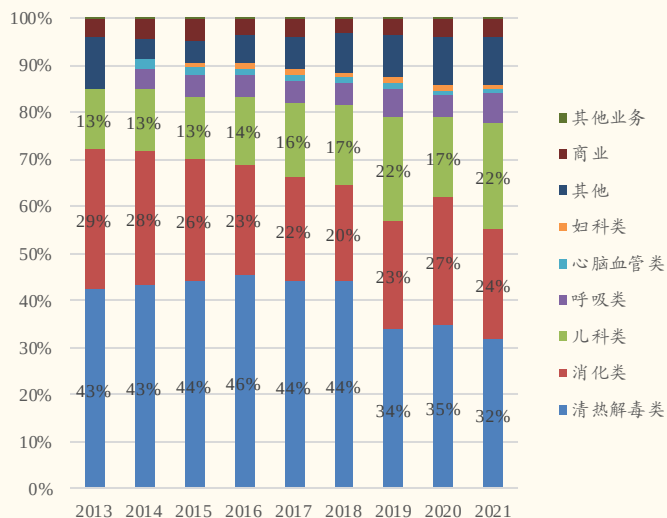
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：公司净利润及增长情况



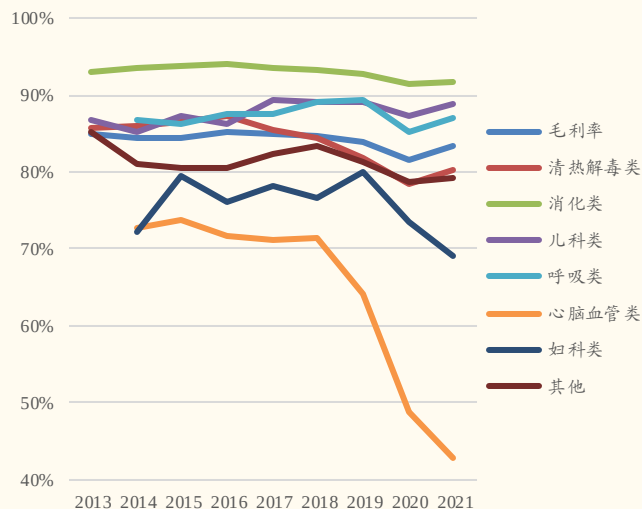
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：公司收入结构



来源：公司公告，国金证券研究所

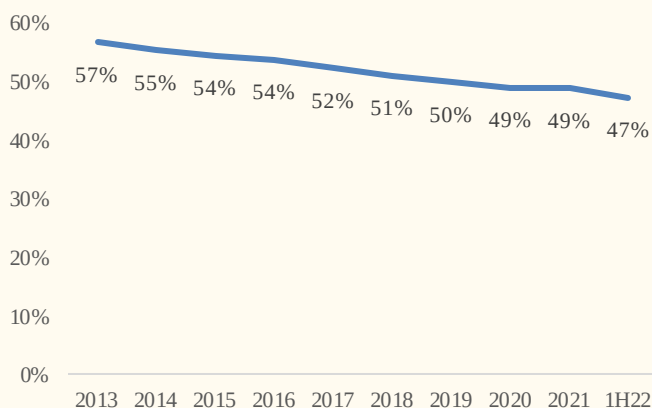
图表 7：公司整体及各业务毛利率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

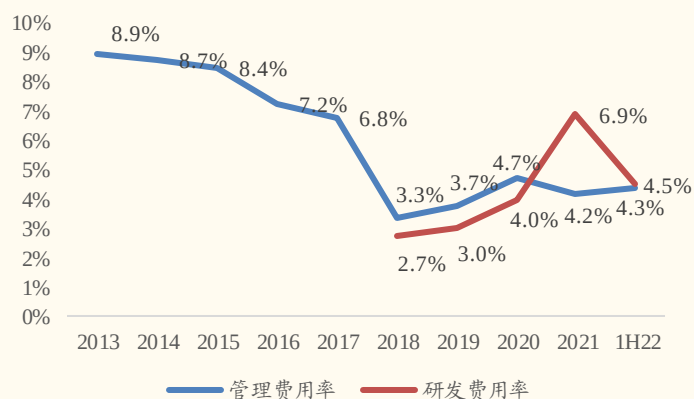
- 费用结构持续优化。**公司深化营销管理，优化销售渠道，自 2013 年以来销售费用率逐年下降；随着不断加大对研发的重视力度，2018-2021 年研发费用率不断提升；管理费用率自 2018 年以来保持稳定。此外，公司存货及应收账款周转天数保持稳定。

图表 8：公司销售费用率情况



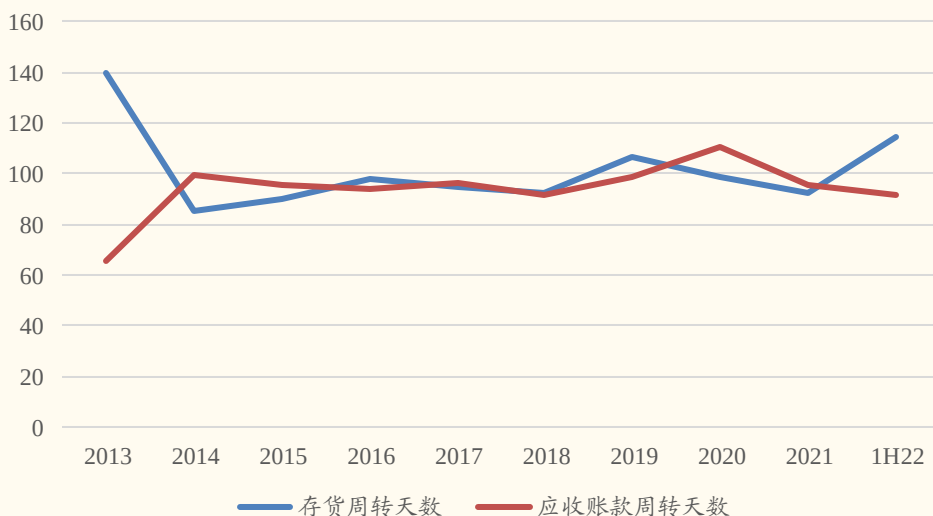
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 9：公司管理及研发费用率情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10: 公司存货及应收账款情况



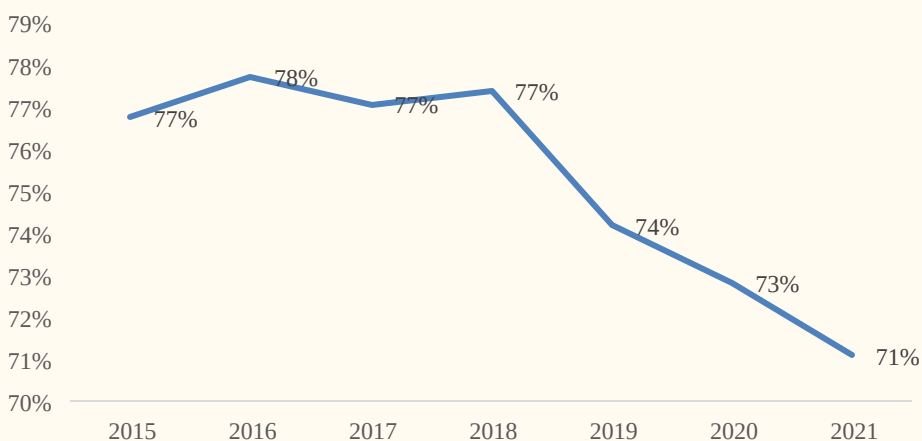
来源: 公司公告, 国金证券研究所

儿科产品驱动业绩稳健增长, 多款潜力产品未来可期

明星产品确定性提高, 小儿豉翘清热颗粒业绩增长

- **公司产品结构逐步优化, 未来发展确定性不断提高。**公司蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊和小儿豉翘清热颗粒三款产品历年占比之和超过70%, 对公司收入影响较大。通过对其进行重点分析, 我们认为: 1) 小儿豉翘清热颗粒未来成长空间较大, 是公司短期业绩增长的主要驱动力; 2) 拳头产品蒲地蓝消炎口服液在各省陆续退出医保目录, 未来波动因素减弱; 3) 雷贝拉唑钠肠溶胶囊或受到集采影响, 但公司市占率优势明显。此外, 自2018年以来, 上述三款产品占主营业务收入比例逐年下降, 公司产品结构逐步优化, 未来发展确定性不断提高。

图表 11: 公司蒲地蓝、雷贝拉唑钠和小儿豉翘三者占主营业务收入比例

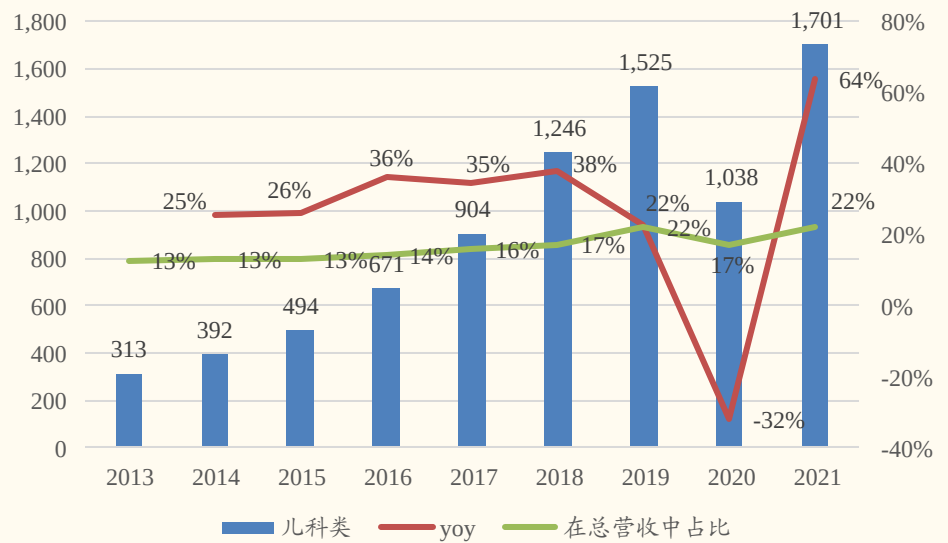


来源: 公司公告, 国金证券研究所

■ 小儿豉翘清热颗粒: 产品优势突出, 驱动公司业绩增长

- **儿科产品销量与医院门诊量相关性高, 疫情期间短期承压。**受新型冠状病毒肺炎疫情影响, 部分医院常规门诊未能正常接诊, 儿科等科室门诊量下降幅度较大, 同时药店端的销售也受到不利影响, 小儿豉翘清热颗粒销售有所下降。

图表 12: 公司儿科类产品收入情况 (主要为小儿豉翘清热颗粒)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- **儿科市场空间广阔, 公司产品优势明显。**儿童是流行性感冒 (简称流感) 的高发人群及重症病例的高危人群。根据《儿童流感诊断与治疗专家共识(2020 年版)》, 每年流感流行季节, 我国儿童流感罹患率为 20%~30%; 在秋冬或冬春高流行季节, 儿童流感年感染率可高达 50% 左右。小儿豉翘清热颗粒在公立医院儿科感冒用中成药市场 2020-2021 年市占率分别为 51.99%和 57.75%, 市占率连续两年第 1 位。

图表 13: 儿童流感常用对症用药适应症汇总

药物名称	适应症						
	发热	头痛身痛	咽干咽痛 扁桃体红肿	鼻塞流涕	咳嗽咳痰	腹胀 饮食积滞	便干
四季抗病毒合剂	√	√		√	√		
小儿青翘颗粒	√		√				
连花清瘟颗粒	√	√	√	√	√		
抗感颗粒(儿童装)	√	√	√	√			
金振口服液	√			√	√		
小儿肺热咳嗽颗粒	√				√		
开喉剑喷雾剂(儿童型)			√				
六灵解毒丸			√				
金莲清热泡腾片	√		√		√		
蓝芩口服液			√				
芬香清解口服液	√		√	√			√
小儿豉翘清热颗粒	√		√	√	√	√	√

来源: 《儿童流行性感冒中西医结合防治专家共识》, 国金证券研究所

图表 14：2021 年中国公立医疗机构终端儿科中成药情况

排名	产品名称	企业简称	销售额/亿	同比增长
1	小儿豉翘清热颗粒	济川药业	14+	48%
2	开喉剑喷雾剂(儿童型)	贵州三力制药	7+	46%
3	金振口服液	江苏康缘药业	7+	72%
4	四磨汤口服液	湖南汉森制药	4+	12%
5	小儿消积止咳口服液	鲁南厚普制药	3+	107%
6	醒脾养儿颗粒	贵州健兴药业	3+	38%
7	小儿肺热咳嗽颗粒	海南葫芦娃药业	*	69%
8	小儿肺咳颗粒	天圣制药集团	*	75%
9	清宣止咳颗粒	江苏苏中药业集团	*	64%
10	小儿咳嗽灵口服液	哈尔滨康隆药业	*	99%

来源：米内网（销售额低于 3 亿元用*表示），国金证券研究所

图表 15：2021 年城市实体药店终端儿科中成药情况

排名	产品名称	企业简称	销售总额/亿	同比增长
1	龙牡壮骨颗粒	健民药业	6+	36%
2	小儿豉翘清热颗粒	济川药业	4+	67%
3	丁桂儿脐贴	亚宝药业	3+	12%
4	小儿感冒颗粒	华润三九	3+	1%
5	小儿消积止咳口服液	鲁南厚普制药	*	63%
6	小儿肺热咳嗽颗粒	海南葫芦娃药业集团	*	55%
7	开喉剑喷雾剂(儿童型)	贵州三力制药	*	33%
8	金振口服液	康缘药业	*	24%
9	小儿柴桂退热颗粒	葵花药业(襄阳)隆中	*	3%
10	小儿肺热咳嗽口服液	黑龙江葵花药业	*	11%

来源：米内网（销售额低于 3 亿元用*表示），国金证券研究所

图表 16：2021 年网上药店终端儿科中成药情况

排名	产品名称	企业简称	销售总额/亿	同比增长
1	龙牡壮骨颗粒	健民药业集团	1+	98%
2	小儿豉翘清热颗粒	济川药业	*	190%
3	静灵口服液	东方人药业	*	79%
4	丁桂儿脐贴	亚宝药业集团	*	90%
5	小儿消积止咳口服液	鲁南厚普制药	*	195%
6	神曲消食口服液	扬子江江苏龙凤堂中药	*	160%
7	芪斛楂颗粒	葵花药业(贵州)宏奇	*	72%
8	开喉剑喷雾剂(儿童型)	贵州三力制药	*	173%
9	薏芽健脾凝胶	亚宝药业贵阳制药	*	35%
10	小儿七星茶颗粒	王老吉药业	*	40%

来源：米内网（销售额低于 1 亿元用*表示），国金证券研究所

- 无蔗糖版替换基本完成，糖浆剂型上市后有望进一步打开空间。公司小儿豉翘清热颗粒上市无蔗糖版本，将气味、苦味、粘稠度、异味、余味全面优化，同时其所添加的三氯蔗糖热量值为零且甜度约为蔗糖的 600 倍，适合于糖尿病、肥胖症及龋齿患者，目前有蔗糖版本已基本实现被替代。根据药智网数据，2g 包装产品无糖型相比于有糖型单袋提价 76%。此外，小儿豉翘清热糖浆剂型研发已进行至临床三期，产品上市后将提高公司定价能力并进一步打开销售空间。

图表 17：公司小儿豉翘清热颗粒各省中标情况

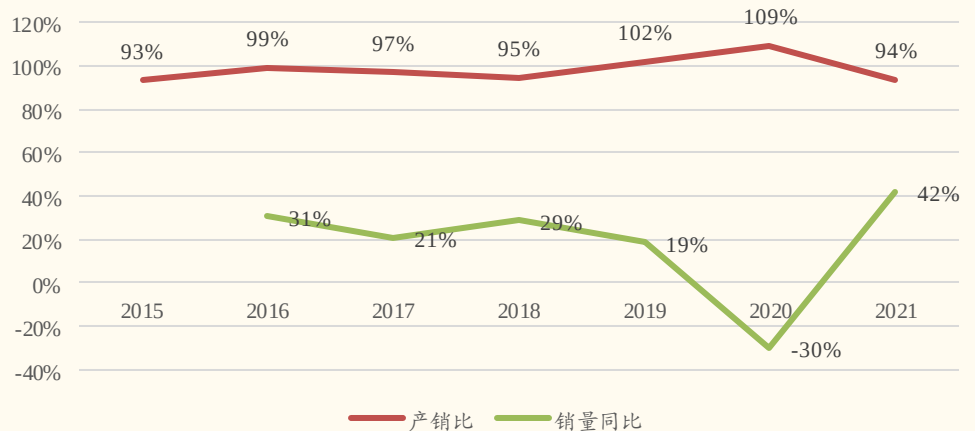
	中标时间	省份	规格	每盒数量	中标价(元/盒)	单价(元/袋)
无糖型	2022 年 8 月	湖南	2g	9	66	7
	2022 年 8 月	西藏	2g	9	66	7
	2022 年 8 月	西藏	2g	6	44	7
	2022 年 8 月	江苏	2g	9	66	7
	2022 年 8 月	江苏	2g	6	44	7
	2022 年 6 月	湖北	2g	9	66	7
	2022 年 5 月	宁夏	2g	6	45	7
	2022 年 3 月	湖北	4g	6	71	12
	2022 年 3 月	甘肃	2g	9	66	7
	2022 年 3 月	甘肃	2g	6	44	7
	2022 年 2 月	贵州	4g	6	71	12
	2022 年 2 月	贵州	2g	6	44	7
	2022 年 2 月	贵州	2g	9	66	7
	2022 年 2 月	黑龙江	4g	6	12	12
	2022 年 2 月	黑龙江	2g	6	44	7

有糖型	2021年12月	山西	2g	6	44	7
	2021年12月	山西	2g	9	66	7
	2021年9月	海南	2g	6	44	7
	2021年6月	四川	2g	1	7	7
	2021年3月	陕西	4g	6	71	12
	2021年3月	陕西	2g	9	66	7
	2020年10月	云南	2g	9	66	7
	2022年3月	宁夏	2g	6	24	4
	2022年1月	湖北	2g	9	35	4
	2022年1月	湖北	4g	6	42	7
	2021年3月	天津	2g	9	37	4
	2020年12月	陕西	2g	6	24	4
	2020年9月	贵州	2g	6	24	4
	2020年8月	甘肃	2g	6	24	4
	2020年8月	甘肃	2g	9	36	4
	2020年8月	广西	2g	9	66	7

来源：药智网，国金证券研究所

- **提前布局产能建设，确保未来产品持续增长。**公司拥有江苏泰兴和陕西杨凌两个生产基地，合计拥有包括蒲地蓝消炎口服液 13.49 亿支、小儿豉翘清热颗粒 3.07 亿袋、雷贝拉唑钠肠溶胶囊 2.85 亿粒、黄龙止咳颗粒 5,150 万袋等产品在内的年生产能力。2020 年非公开发行股票募集资金中 4.5 亿元用于建设年产 7.2 亿袋小儿豉翘清热颗粒项目；此外，中药提取车间五项目建成后，将新增 200 吨小儿豉翘清热颗粒干浸膏生产能力。（由于受疫情影响施工进度有所延缓等原因，公司将“年产 7.2 亿袋小儿豉翘清热颗粒项目”的预计竣工达成日期从 2021 年 8 月调整至 2023 年 7 月，将“中药提取车间五项目”的预计竣工达产日期从 2022 年 5 月调整至 2023 年 7 月）

图表 18：公司儿科类产品产销情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 19：公司主要在建项目情况（亿元）

项目	产能	预计竣工达产日期	计划投资额	计划使用募投资金	截至 2022 年 3 月末已投资
年产 7.2 亿袋小儿豉翘清热颗粒项目	小儿豉翘清热颗粒 7.2 亿袋	2023/7/1	5.45	4.49	0.53
中药提取车间五项目	小儿豉翘清热颗粒干浸膏 200 吨、小儿豉翘清热颗粒流浸膏 500 吨、三拗片干浸膏 120 吨	2023/7/1	2.62	2.18	0.34
原料七车间建设项目	布瓦西坦 2.50 吨/年、罗沙司他 1.50 吨/年、马来酸二甲茚定 1.00 吨/年等化学原料药产能	2023/12/1	1.64	1.64	0.02
合计	--	--	9.71	8.30	0.88

来源：公司公告，国金证券研究所

■ 蒲地蓝消炎口服液：“退保”今年完成+零售端发力，未来确定性提高

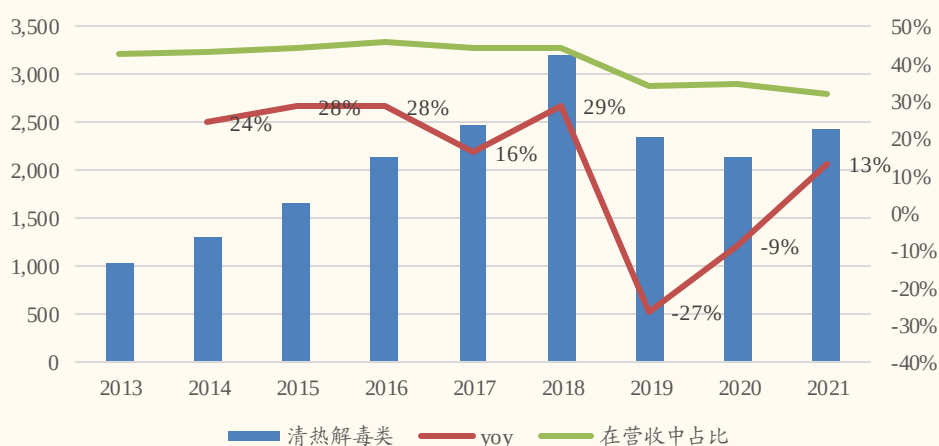
- 蒲地蓝消炎口服液适应症为清热解毒，抗炎消肿，用于疖肿、腮腺炎、咽炎、扁桃体炎等。根据《蒲地蓝消炎口服液临床应用专家共识》，6个月以上儿童患者亦可给药。

图表 20：《蒲地蓝消炎口服液临床应用专家共识》整理

项目	内容
成分	蒲公英、苦地丁、板蓝根、黄芩等
适应症	咽痛：上呼吸道感染、扁桃体炎、腮腺炎 疖肿：毛囊炎、皮脂腺炎症、皮肤疖肿、脓疱疮
给药剂量	每次 10mL（相当于饮片 10.01g），每日 3 次。 儿童酌减：6 个月以上至 2 周岁按体重计算剂量为 $1.0\text{mL}\cdot\text{kg}^{-1}\cdot\text{d}^{-1}$ ，每日 3 次；2~6 周岁，每次 5mL，每日 3 次；6~12 周岁，每次 10mL，每日 2 次；12 周岁以上，每次 10mL，每日 3 次。

来源：《蒲地蓝消炎口服液临床应用专家共识》，国金证券研究所

图表 21：公司清热解毒类产品收入情况（主要为蒲地蓝，百万元）



来源：公司公告，国金证券研究所

- 2019 年 8 月 20 日，国家医疗保障局、人力资源社会保障部印发《关于印发〈国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录〉的通知》，提出“对于原省级药品目录内按规定调增的乙类药品，应在 3 年内逐步消化。”的要求。公司全资子公司济川药业集团有限公司的品种蒲地蓝消炎口服液、蛋白琥珀酸铁口服溶液等未纳入国家医保目录，已纳入部分省级医保目录，随着各省配套政策的执行、地方医保目录的调整，公司上述产品将于 2022 年 12 月 31 日前逐步调整出医保支付范围。
- 自 2021 年以来，蒲地蓝消炎口服液陆续退出各省级医保，随着转换完成，产品未来发展影响因素将进一步减弱。此外，公司不断拓展 OTC 零售终端和互联网终端建设，销售渠道进一步多元化。

图表 22：蒲地蓝消炎口服液进出各地医保情况梳理

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
江苏								2022/12/31退出
湖南								2022/12/31退出
陕西								持续至今
辽宁								持续至今
天津								2022/6/30退出
新疆								2021/12/31退出
青海								2017/10/1至2022/12/31
吉林								2018/1/1至2022/12/31
新疆建设兵团								2021/12/31退出
河北								2017/1/1至2021/12/31
黑龙江								2017/12/20至2021/12/31
河南								2018/2/1至2021/1/1
山东								2018至2021/11/1
安徽								2018/7/1至今

来源：公司公告，国金证券研究所

- 依托蒲地蓝“明星效应”，全面拓展大健康领域。口腔健康研究院成立于 2014 年，旨在将蒲地蓝消炎口服液“抗炎、抗菌、抗病毒”的独特功效移植到药妆产品。所研发的蒲地蓝牙膏以蒲地蓝消炎口服液的经典配方为基础，其中强健口腔型、优护口腔型和蒲地蓝儿童牙膏等 12 个品规牙膏已经成功上市，同时专业止血、专业美白、专业抗敏、专业防龋、专业消炎、专业抗溃疡牙膏正在研发中，此外公司同步开发蒲地蓝沐浴露、漱口水，持续开发高科技中药口腔护理类产品。

图表 23：公司蒲地蓝日化产品情况



来源：公司官网，国金证券研究所

二线品种全面开花，产品结构持续优化

- 健胃消食口服液、三拗片等学术认可度较高，提高业绩确定性与未来潜力。健胃消食口服液、三拗片、黄龙止咳颗粒等产品的学术认可度不断提高，连续入选多个用药指南、诊疗共识和教学教材：健胃消食口服液入选《中成药治疗优势病种临床应用指南——中成药治疗慢性胃炎临床应用指南》；三拗片入选《中成药治疗优势病种临床应用指南——中成药治疗支气管哮喘临床应用指南》；健胃消食口服液、黄龙止咳颗粒入选全国中医药高等教育教材《中医儿科学》；三拗片、黄龙止咳颗粒入选多省新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案、防控手册；蛋白琥珀酸铁口服溶液荣获“最受药店欢迎的明星单品”。

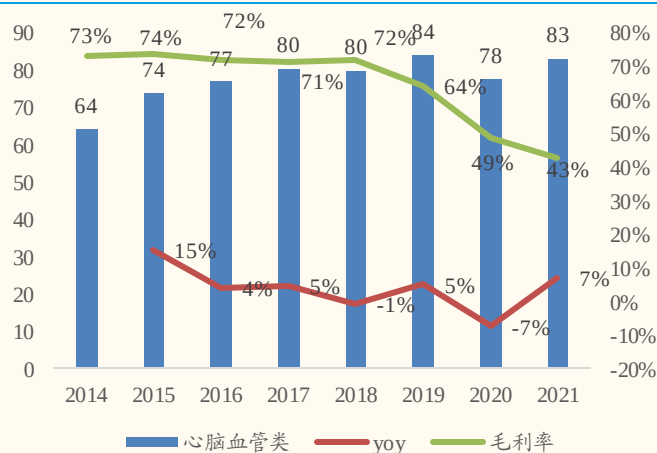
- **川芎清脑颗粒、甘海胃康胶囊谈判纳入国家医保目录，温和降价快速放量。**2019年起，公司独家剂型健胃消食口服液纳入国家医保目录。2020年起，公司子公司独家药品川芎清脑颗粒、甘海胃康胶囊谈判调入国家医保目录，产品销量快速提升。川芎清脑颗粒在纳入国家医保目录前省级中标价格约为 4.8 元/（10g*袋），纳入后价格为 3.3 元/（10g*袋），降幅约为 30%；甘海胃康胶囊在纳入国家医保目录前省级中标价格约为 0.63 元/（0.4g/粒），纳入后价格为 0.4 元/（0.4g/粒），降幅约为 35%，与化药相比降幅较为温和。

图表 24：公司主要二线产品情况

产品	2021 年销量	适应症	是否 OTC
健胃消食口服液	1 亿+	健胃消食。用于脾胃虚弱所致的食积，症见不思饮食，嗳腐酸臭，脘腹胀满；消化不良见上述证候者。	处方药
黄龙止咳颗粒	1 亿+	益气补肾，清肺止咳。适用于肺肾气虚，痰热郁肺之咳嗽。	甲类 OTC
蛋白琥珀酸铁口服溶液（盛雪元）	5 亿+	绝对和相对缺铁性贫血的治疗，因铁摄入量不足或吸收障碍、急性或慢性失血以及各种年龄患者的感染所引起的隐性或显性缺铁性贫血，妊娠与哺乳期贫血。	处方药
甘海胃康胶囊	-	健脾胃和胃，收敛止痛。用于脾虚气滞所致的胃及十二指肠溃疡，慢性胃炎。反流性食道炎。	处方药
川芎清脑颗粒	-	祛风胜湿，活血止痛。用于风湿蒙蔽，瘀血阻滞引起的偏头痛。	处方药

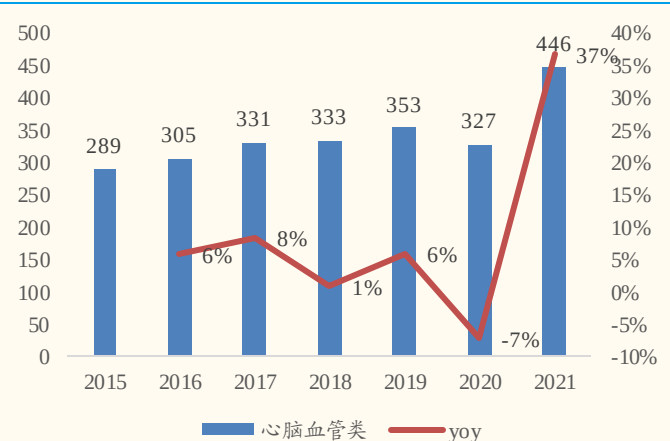
来源：用药助手，国金证券研究所

图表 25：公司心脑血管类产品营收及增长情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 26：公司心脑血管类产品销量及增长情况



来源：公司公告，国金证券研究所

BD 项目持续推进，研发助力长期发展

- **BD 重组人生长激素研发进度较快，协同打造新儿科增长点。**中华医学会的数据显示，目前 4-15 岁需要治疗的矮身材患儿为 700 万名左右，每年就诊的患者数量不到 30 万名，接受治疗的患者不足 3 万名，治疗渗透率不足 1%，对比欧美发达国家渗透率超过 10%，中国未来产品潜在空间广阔。2021，公司与天境生物达成战略合作协议，负责中国大陆地区(不包括香港、澳门特别行政区和台湾地区)天境生物长效重组人生长激素伊坦生长激素的开发、生产及商业化。根据战略合作协议，公司支付的首付款及里程碑付款将不超过 20.16 亿元(不含税)，截至 2021 年末已支付 2.24 亿元。目前，该药物处于三期临床阶段。随着产品的上市，公司将充分发挥儿科治疗领域的优势培育新的业绩增长点，从而提升公司的整体盈利能力和在儿科治疗领域的行业地位。

图表 27：国内长效人生长激素格局

药物名称	研发公司	技术	研发状态
聚乙二醇重组人生长激素注射液（金赛增）	长春高新	长效 PEG 化延长半衰期	2014 年上市
注射用 TransCon hGH	维昇药业	通过 TransCon 技术延长半衰期	III 期
TJ101 注射液	天境生物	长效 Fc 片段融合蛋白	III 期
Y 型 PEG 化重组人生长激素注射液（益佩生）	特宝生物	长效 PEG 化延长半衰期	□/□期
聚乙二醇化重组人生长激素注射液	安科生物	长效 PEG 化延长半衰期	□/□期
注射用重组人血白蛋白-生长激素融合蛋白	优诺金生物	人血白蛋白融合蛋白延长半衰期	II 期
注射用重组人生长激素-Fc 融合蛋白	亿帆医药	大分子量的 F-899 延长半衰期	I 期

来源：公司公告，国金证券研究所

- **BD 指标写入股权激励考核要求，产品矩阵布局将不断丰富。**2021 年，公司共达成了 4 项产品引进或合作协议，丰富了公司代理产品种类。公司发布 2022 年股权激励计划，在公司层面将 BD 引进产品数量纳入业绩考核目标，要求 2022-2024 年每年 BD 引进产品不少于 4 个。随着伊坦生长激素研发进度推进及公司继续开发其他代理产品，叠加公司销售优势，未来公司业绩将进一步兑现。

图表 28：《2022 年股权激励计划》公司层面业绩考核要求

解除限售/行权期	业绩考核目标	公司层面解除限售/行权系数
第一个解除限售/行权期	2022 年净利润不低于 20 亿元； 且 BD 引进产品不少于 4 个	100%
	2023 年净利润不低于 22 亿元； 且 BD 引进产品不少于 4 个	按照业绩考核目标的实际完成比例解除限售/行权
第二个解除限售/行权期	2023 年净利润不低于 22 亿元； 且 BD 引进产品不少于 4 个	100%
	2023 年净利润高于 19.8 亿元但低于 22 亿元；且 BD 引进产品不少于 4 个	按照业绩考核目标的实际完成比例解除限售/行权
第三个解除限售/行权期	2024 年净利润不低于 25 亿元； 且 BD 引进产品不少于 4 个	100%
	2024 年净利润高于 22.5 亿元但低于 25 亿元；且 BD 引进产品不少于 4 个	按照业绩考核目标的实际完成比例解除限售/行权

来源：公司公告，国金证券研究所

多年销售优势积淀，产品放量确定性较强

专业化学术推广为主、渠道分销为辅

- **加强学术推广人才队伍建设，不断深化学术平台搭建。**公司成立了专业化的学术推广部门，营销办事机构覆盖全国 30 个省、市、自治区，拥有约 3,000 人的推广团队。众多经过医药专业训练的推广人员能够提供专业化的学术推广，充分实现药品研发、临床治疗和诊断技术方面的多层面合作。公司目前的销售终端包括医院 OTC 药店、基层医疗机构等。覆盖广、专业性强的学术网络大大提升了公司将产品迅速推向市场的能力。
- 公司参与各省药品招标，中标后由医疗机构直接或通过医药商业企业向公司采购产品。公司通过学术推广人员以其具有的专业产品知识和推广经验，在各地开展营销活动，同时反馈药品在临床使用过程中的不良反应等信息。
- 在 OTC 零售终端，通过 OTC 管理团队，针对性地开展终端动销，实施 OTC 门店品种的陈列、宣传和推广活动。

- 公司还通过互联网渠道销售产品。在专业化学术推广模式下，为加强对终端市场资源的信息沟通和控制力度，各项推广活动均在公司的统一指导和规划下进行。
- **以学术疗效为引领，打造产品影响力与认可度。**公司坚持以学术为引领，携手北京大学举办百家医院讲坛，联手中华医学会、中医药学会等权威机构举办全国性儿科、呼吸系统、消化系统大型学术会议，持续开展上市产品临床再评价为产品的有效性研究及适应症、科室的拓展提供循证医学证据，发挥学术交流平台优势，不断提升产品的市场核心竞争力、创造差异化的竞争优势。
- 公司产品以其临床应用较好的有效性和安全性，连续入选多个用药指南、诊疗共识和教学教材，受到了专业机构和社会大众的认可。
- 除主要采用专业化的学术推广模式外，公司还部分采用了渠道分销的销售模式。在该模式下，医药商业公司向公司进行采购，再将产品销售至医疗机构或药店。

盈利预测与投资建议

- **清热解毒类：**主要为蒲地蓝消炎口服液。蒲地蓝消炎口服液预计今年将全面退出各省级医保，2021 年产品在医保省份江苏、湖南、吉林、青海、天津市销售额约 7 亿元，据此前退保情况来看，药品的具体销售规模除受到医保支付政策的影响外，还会受到产品疗效、品牌影响力和用户的认可度等因素影响，退出医保目录对公司销售存在影响但影响较为有限，同时公司将在零售端市场积极发力，因此预计收入将呈现低速增长状态，22-24 年间实现同比增速 5%、5%、5%。蒲地蓝消炎口服液产品较为成熟，毛利率水平历年保持稳定，预计未来价格维持较为稳定，22-24 年仍维持 80%、80%、80%。
- **消化类：**主要为雷贝拉唑钠肠溶胶囊、健胃消食口服液和甘海胃康胶囊。其中，雷贝拉唑钠肠溶胶囊在消化类中占比较大，受集采影响产品增长承压，预计在 22-24 年销售将呈现下滑，随同类产品一致性评价的有序推进，该产品预计将纳入集采，对 2024 年收入及毛利率产生不利影响；健胃消食口服液为公司主推二线品种之一，随着医院覆盖率的提升，预计将保持稳健增长；甘海胃康胶囊是公司消化领域新品，为 2020 年国谈品种，目前体量规模较小，处于快速成长放量阶段。综上所述，公司消化类产品收入在 22-24 年间预计实现同比增速-1%、-5%、-25%；考虑集采风险，毛利率水平将呈现下滑趋势，预计 22-24 年分别保持 92%、90%、70%。
- **儿科类：**主要为小儿豉翘清热颗粒。儿科产品销量与医院门诊量相关性强，随着线下医院门诊的逐步恢复，产品增长确定性提高。公司小儿豉翘清热颗粒预计将保持高增速：1）产品优势明显，在公立医院儿科感冒用中成药市场 2020-2021 年市占率连续两年第 1 位，未来有望纳入基药目录，实现全渠道进一步放量；2）产品由有蔗糖版本至无蔗糖版的替换在今年基本完成，产品盈利能力进一步提升；3）糖浆剂型处于临床三期，上市后提高定价能力且将有望进一步打开市场空间。预计 22-24 年间实现同比增速 28%、29%、30%。毛利率水平历年保持稳定，预计 22-24 年仍维持 89%、89%、89%。
- **呼吸类：**主要为三拗片、黄龙止咳颗粒。三拗片在医院端和零售端同时发力，预计销量将维持稳健增长；黄龙止咳颗粒为公司主推二线品种之一，将持续深耕原有市场并向薄弱市场进行配置，预计将保持快速增长。随着疫情防控有力，我们预计 22-24 年呼吸类收入将实现同比增速 25%、23%和 20%；毛利率水平历年保持稳定，预计 22-24 年仍维持 87%、88%、88%。
- **心脑血管类：**主要为川芎清脑颗粒。川芎清脑颗粒为 2020 年国谈品种，目前处于快速成长放量阶段，产品收入在 22-24 年间预计实现同比增速 40%、35%、30%；毛利率水平预计 22-24 年维持 42%、42%、42%。
- **妇科类：**主要为妇炎舒胶囊和宫瘤清片。妇科产品市场竞争激烈，公司妇炎舒胶囊相对优势不明显，产品销售呈现下降趋势；宫瘤清片进入 2020 年

医保目录甲类品种，公司将抓住机遇加大力度推广宫瘤清片，但目前该品类规模相对较小。综上所述，预计妇科类产品收入在 22-24 年将实现同比增速-15%、-12%和-10%；预计 22-24 年仍维持 70%、70%、70%。

- **其他类：**主要为蛋白琥珀酸铁口服溶液以及其他潜在 BD 品种等。蛋白琥珀酸铁口服溶液产品优势明显，但存在退出省级医保目录风险；根据公司 2022 年股权激励计划，在 2022-2024 年每年 BD 引进产品不少于 4 个，同时公司已引进生长激素预计将于 2024 年贡献销售收入。随着伊坦生长激素研发进度推进及公司继续开发其他代理产品，预计收入在 22-24 年将实现同比增速 20%、22%和 30%；预计毛利率在 22-24 年仍维持 79%、79%、79%。

图表 29：公司主营业务盈利预测

单位：百万元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	6,940	6,165	7,631	8,540	9,618	10,732
YOY	-4%	-11%	24%	12%	13%	12%
营业成本	1,110	1,130	1,277	1,445	1,670	2,143
毛利率	84%	82%	83%	83%	83%	80%
清热解毒类						
营业收入	2,348	2,140	2,422	2,543	2,670	2,804
YOY%	-27%	-9%	13%	5%	5%	5%
营业成本	424	459	477	509	534	561
毛利率	82%	79%	80%	80%	80%	80%
占总营业收入比例	34%	35%	32%	30%	28%	26%
消化类						
营业收入	1,608	1,690	1,804	1,786	1,697	1,273
YOY%	11%	5%	7%	-1%	-5%	-25%
营业成本	116	145	149	143	170	382
毛利率	93%	91%	92%	92%	90%	70%
占总营业收入比例	23%	27%	24%	21%	18%	12%
儿科类						
营业收入	1,525	1,038	1,701	2,177	2,808	3,651
YOY%	22%	-32%	64%	28%	29%	30%
营业成本	167	133	189	239	309	402
毛利率	89%	87%	89%	89%	89%	89%
占总营业收入比例	22%	17%	22%	25%	29%	34%
呼吸类						
营业收入	430	280	481	601	740	888
YOY%	28%	-35%	72%	25%	23%	20%
营业成本	46	41	62	78	89	107
毛利率	89%	85%	87%	87%	88%	88%
占总营业收入比例	6%	5%	6%	7%	8%	8%
心脑血管类						
营业收入	84	78	83	116	157	204
YOY%	5%	-7%	7%	40%	35%	30%
营业成本	30	40	48	67	91	118
毛利率	64%	49%	43%	42%	42%	42%
占总营业收入比例	1%	1%	1%	1%	2%	2%
妇科类						
营业收入	73	62	59	50	44	40
YOY%	-1%	-15%	-5%	-15%	-12%	-10%
营业成本	15	17	18	15	13	12

毛利率	80%	73%	69%	70%	70%	70%
占总营业收入比例	1%	1%	1%	1%	0%	0%
其他						
营业收入	612	643	783	940	1,147	1,491
YOY%	3%	5%	22%	20%	22%	30%
营业成本	115	138	163	197	241	313
毛利率	81%	79%	79%	79%	79%	79%
占总营业收入比例	9%	10%	10%	11%	12%	14%

来源：国金证券研究所

- **费用率：**随着公司营销体制改革，预计销售费用率将有小幅下滑；管理费用率保持较为稳定；公司持续重视研发，研发费用率将较 2020 年以前有所上升。

图表 30：主要费用率预测

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
销售费用率	49.7%	48.8%	48.7%	47.8%	47.0%	46.0%
管理费用率	3.7%	4.7%	4.2%	4.2%	4.3%	4.1%
研发费用率	3.0%	4.0%	6.9%	4.5%	4.5%	4.3%

来源：公司公告，国金证券研究所

- **我们选取可比公司，采用市盈率法进行估值。**我们预计公司 2022-2024 年实现归母净利润 20.2/22.4/25.0 亿元，同比增长 17%/11%/11%，选用相对估值法（市盈率法）对公司进行估值。公司属中药企业，我们选择类似属性的同仁堂、羚锐制药、以岭药业和健民集团作为可比公司，给予 2022 年 13 倍 PE，目标价 29 元，首次覆盖给予公司“买入”评级。

图表 31：可比公司估值比较（市盈率法，数据截至 2022.9.2）

代码	名称	股价	EPS					PE				
			2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
600085	同仁堂	44.29	0.75	0.89	1.09	1.28	1.50	31.78	50.26	40.59	34.56	29.47
600285	羚锐制药	12.85	0.57	0.64	0.80	0.95	1.12	14.78	24.81	16.13	13.47	11.47
002603	以岭药业	21.8	1.01	0.80	0.98	1.15	1.36	25.19	24.37	22.35	18.89	16.04
600976	健民集团	43.38	0.96	2.12	2.59	3.24	3.98	26.35	37.27	16.74	13.39	10.90
中位数										19.54	16.18	13.75
600566	济川药业	23.02	1.44	1.94	2.27	2.52	2.81	14.07	14.64	10.15	9.13	8.19

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- **BD 收购不及预期：**如公司 BD 项目谈判不及预期或项目质量不及预期，将对公司产品梯队建设带来不利影响，进一步影响市场预期情绪，对公司造成负面影响；
- **产品结构单一风险：**2022 年中报公司产品蒲地蓝消炎口服液、雷贝拉唑钠肠溶胶囊、小儿豉翘清热颗粒三者的合计销售收入占总收入的 70%，三款产品的生产及销售状况在较大程度上决定了公司的收入和盈利水平，一旦其原料药价格、产销状况、市场竞争格局等发生重大不利变化，将对公司未来的经营业绩产生不利影响。

图表 32：2021 年中国公立医疗机构终端质子泵抑制剂销售 TOP10 产品

药品名称	2021 销售额增长率	排名变化 (2021 VS 2020)	集采情况
注射用奥美拉唑钠	-14%	-	第七批集采（拟纳入）
注射用艾司奥美拉唑钠	-5%	↑1	第五批集采
雷贝拉唑钠肠溶胶囊	8%	↑1	-

雷贝拉唑钠肠溶片	-2%	↑2	-
注射用艾普拉唑钠	125%	↑7	-
注射用泮托拉唑钠	-54%	↓4	第四批集采
注射用雷贝拉唑钠	-13%	-	-
艾普拉唑肠溶片	45%	↑3	-
注射用兰索拉唑	-43%	↓4	第五批集采
艾司奥美拉唑镁肠溶片	-28%	↓2	第四批集采

来源：米内网，国金证券研究所

- **产品集采降价风险：**随着国家医改体制的逐步深入，医保控费不断趋严，多款质子泵抑制剂已纳入集采。公司雷贝拉唑钠肠溶胶囊产品未来纳入集采风险较高，一旦纳入集采，将对公司收入带来影响。
- **产能无法及时消化的风险：**公司募集资金用于建设年产 7.2 亿袋小儿鼓翘清热颗粒项目、中药提取车间五项目、原料七车间建设项目等，如果市场需求或国内外宏观经济形势发生重大不利变化，主要客户出现难以预计的经营风险，或公司的市场开拓不及预期，将给公司产能消化造成重大影响，进而对公司盈利能力造成不利影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	6,940	6,165	7,631	8,540	9,618	10,732	货币资金	2,285	2,959	3,819	2,994	4,514	6,470
增长率		-11.2%	23.8%	11.9%	12.6%	11.6%	应收账款	2,065	2,042	2,195	2,078	2,329	2,592
主营业务成本	-1,110	-1,130	-1,277	-1,445	-1,670	-2,143	存货	338	278	376	436	480	528
%销售收入	16.0%	18.3%	16.7%	16.9%	17.4%	20.0%	其他流动资产	223	1,296	1,733	3,733	3,942	4,159
毛利	5,830	5,035	6,354	7,095	7,948	8,590	流动资产	4,912	6,576	8,123	9,242	11,266	13,749
%销售收入	84.0%	81.7%	83.3%	83.1%	82.6%	80.0%	%总资产	56.7%	62.5%	67.0%	69.2%	72.8%	76.3%
营业税金及附加	-110	-100	-121	-132	-149	-166	长期投资	158	205	378	428	468	498
%销售收入	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	固定资产	3,018	3,141	3,031	3,050	3,049	3,028
销售费用	-3,449	-3,010	-3,714	-4,082	-4,520	-4,937	%总资产	34.8%	29.9%	25.0%	22.8%	19.7%	16.8%
%销售收入	49.7%	48.8%	48.7%	47.8%	47.0%	46.0%	无形资产	508	475	461	515	565	612
管理费用	-258	-290	-317	-359	-414	-440	非流动资产	3,753	3,940	4,008	4,121	4,210	4,266
%销售收入	3.7%	4.7%	4.2%	4.2%	4.3%	4.1%	%总资产	43.3%	37.5%	33.0%	30.8%	27.2%	23.7%
研发费用	-210	-244	-523	-384	-433	-461	资产总计	8,665	10,516	12,131	13,363	15,476	18,015
%销售收入	3.0%	4.0%	6.9%	4.5%	4.5%	4.3%	短期借款	1	1	629	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	1,803	1,391	1,679	2,137	2,432	2,585	应付款项	1,562	1,675	1,859	2,094	2,382	2,868
%销售收入	26.0%	22.6%	22.0%	25.0%	25.3%	24.1%	其他流动负债	278	290	312	389	416	467
财务费用	22	48	89	70	77	113	流动负债	1,840	1,967	2,801	2,483	2,798	3,335
%销售收入	-0.3%	-0.8%	-1.2%	-0.8%	-0.8%	-1.1%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	-6	-8	-10	-12	-10	其他长期负债	720	786	199	136	141	145
公允价值变动收益	11	21	115	35	25	20	负债	2,560	2,753	3,000	2,619	2,939	3,480
投资收益	12	1	47	30	50	100	普通股股东权益	6,104	7,763	9,117	10,729	12,521	14,517
%税前利润	0.6%	0.1%	2.4%	1.3%	1.9%	3.4%	其中：股本	400	436	436	436	436	436
营业利润	1,858	1,469	1,933	2,281	2,587	2,843	未分配利润	3,675	3,950	5,269	6,881	8,674	10,670
营业利润率	26.8%	23.8%	25.3%	26.7%	26.9%	26.5%	少数股东权益	0	0	14	15	16	17
营业外收支	35	15	18	90	20	60	负债股东权益合计	8,665	10,516	12,131	13,363	15,476	18,015
税前利润	1,893	1,484	1,950	2,371	2,607	2,903	比率分析						
利润率	27.3%	24.1%	25.6%	27.8%	27.1%	27.0%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-270	-206	-233	-356	-365	-406	每股指标						
所得税率	14.3%	13.9%	12.0%	15.0%	14.0%	14.0%	每股收益	1.992	1.438	1.935	2.268	2.522	2.809
净利润	1,623	1,277	1,717	2,016	2,242	2,497	每股净资产	7.491	8.740	10.264	12.078	14.096	16.343
少数股东损益	0	0	-2	1	1	1	每股经营现金净流	2.635	2.006	2.133	5.841	5.680	6.555
归属于母公司的净利润	1,623	1,277	1,719	2,015	2,241	2,495	每股股利	1.230	0.450	0.680	0.924	1.027	1.144
净利率	23.4%	20.7%	22.5%	23.6%	23.3%	23.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	26.59%	16.45%	18.86%	18.78%	17.89%	17.19%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	18.73%	12.15%	14.17%	15.08%	14.48%	13.85%
净利润	1,623	1,277	1,717	2,016	2,242	2,497	投入资本收益率	22.85%	14.16%	14.97%	16.70%	16.50%	15.14%
少数股东损益	0	0	-2	1	1	1	增长率						
非现金支出	235	294	312	306	333	355	主营业务收入增长率	-3.72%	-11.17%	23.77%	11.92%	12.62%	11.59%
非经营收益	32	14	-120	-132	-95	-190	EBIT增长率	-4.16%	-22.81%	20.66%	27.31%	13.78%	6.29%
营运资金变动	257	196	-15	358	-2	199	净利润增长率	-3.84%	-21.30%	34.60%	17.20%	11.20%	11.37%
经营活动现金净流	2,148	1,782	1,894	2,548	2,478	2,860	总资产增长率	11.12%	21.36%	15.36%	10.15%	15.82%	16.40%
资本开支	-546	-428	-248	-269	-345	-295	资产管理能力						
投资	89	-1,061	-475	-2,015	-215	-210	应收账款周转天数	100.3	112.0	96.8	85.0	85.0	85.0
其他	12	8	49	30	50	100	存货周转天数	107.9	99.6	93.5	110.0	105.0	90.0
投资活动现金净流	-444	-1,481	-673	-2,254	-510	-405	应付账款周转天数	174.0	195.6	200.4	200.0	200.0	200.0
股权募资	0	1,405	50	0	0	0	固定资产周转天数	120.6	164.4	129.6	112.3	95.9	81.8
债权募资	0	0	0	-715	0	0	偿债能力						
其他	-1,005	-1,031	-411	-403	-448	-499	净负债/股东权益	-31.09%	-46.54%	-53.28%	-62.08%	-66.91%	-72.55%
筹资活动现金净流	-1,005	374	-361	-1,118	-448	-499	EBIT利息保障倍数	-82.1	-28.9	-18.9	-30.6	-31.5	-22.8
现金净流量	698	674	860	-824	1,520	1,956	资产负债率	29.55%	26.18%	24.73%	19.60%	18.99%	19.32%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	6	11	15	21
增持	0	1	5	6	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.14	1.31	1.29	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402