

拐点将至，CKBA 打开成长空间

——泰恩康首次覆盖报告

核心观点

- **代理起家，扎实发展的综合性药企。**泰恩康成立于1999年，2022年于创业板上市。公司依靠代理和胃整肠丸和“沃丽汀”起家，通过自建和收购逐渐建立研发平台，目前已手握一批高潜力产品。公司主营业务包括：肠胃、两性健康和眼科用药，整体营收和利润增速趋缓，但核心业务持续增长。近年来，公司研发投入显著增加，已收获盐酸达泊西汀片等重要产品，同时布局了丰富的管线。
- **白癜风治疗药物稀缺，CKBA 有望脱颖而出。**白癜风患病率高，患者治疗意愿强，2021年我国白癜风用药患者人数为1233万人。治疗药物主要包括：激素和外用钙调磷酸酶抑制剂，但痛点明显，国内暂无新药获批，临床未满足需求极大。国内白癜风在研品种共8个，芦可替尼乳膏进度最快（上市申请），公司CKBA 是非 JAKi 药物。芦可替尼乳膏2024年销售额达5.08亿美元（+50%），但存在安全性风险（FDA 黑框警告）。CKBA 改造自天然产物，其治疗白癜风的II期临床试验已完成入组，盲态数据下已展现出较好疗效趋势和安全性，预计2025年中公布数据。此外，CKBA 已完成银屑病2a期临床试验，后续还将拓展玫瑰痤疮、特应性皮炎等适应症，潜力较大。
- **核心品种构建护城河，储备丰富后劲足。**公司核心业务包括：1）肠胃用药：和胃整肠丸近年来增长受限于产能、销售区域和盈利能力，即将转为自产突破限制，届时有望快速放量。肠道备用药复方硫酸钠片国内首家申报，口服片剂有效解决溶液剂型依从性差的问题，具有重塑市场的潜力；2）两性健康：“爱廷玖”（盐酸达泊西汀片）已成为PE领域头部品牌，ED领域他达拉非片已获批上市，在研包括延时喷雾等潜在重磅单品，有望协同快速放量；3）眼科：“沃丽汀”销售稳定，仍有增长空间。老视药物盐酸毛果芸香碱滴眼液即将申报上市，目前国内暂无老视药物获批，该产品有望成为首仿甚至老视首款获批药物。

盈利预测与投资建议

- 公司核心业务或重要产品未来1-2年处于快速进展时期，我们预测公司2024-2026年每股收益分别为0.26、0.39和0.62元。根据可比公司2025年平均估值，给予公司当年54倍市盈率，对应目标价21.06元，首次给予“增持”评级。

风险提示

研发进展不及预期风险；新产品放量低预期风险；市场竞争加剧风险；毛利率提升不及预期风险。

公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	783	761	757	951	1,214
同比增长(%)	19.9%	-2.9%	-0.5%	25.7%	27.6%
营业利润(百万元)	209	191	147	216	340
同比增长(%)	51.0%	-8.7%	-23.1%	47.2%	57.4%
归属母公司净利润(百万元)	175	160	111	165	262
同比增长(%)	45.4%	-8.3%	-30.5%	48.1%	58.7%
每股收益(元)	0.41	0.38	0.26	0.39	0.62
毛利率(%)	58.2%	60.6%	58.6%	62.6%	69.7%
净利率(%)	22.3%	21.1%	14.7%	17.3%	21.6%
净资产收益率(%)	13.6%	8.8%	6.2%	9.0%	13.7%
市盈率	43.8	47.8	68.7	46.4	29.2
市净率	4.1	4.3	4.2	4.1	3.9

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投资评级 **增持（首次）**

股价（2025年04月08日）	17.98元
目标价格	21.06元
52周最高价/最低价	21.99/11.92元
总股本/流通A股（万股）	42,550/30,359
A股市值（百万元）	7,650
国家/地区	中国
行业	医药生物
报告发布日期	2025年04月10日

股价表现

	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-10.95	-11.69	22.31	37.27
相对表现%	-4.86	-4.25	25.96	34.04
沪深300%	-6.09	-7.44	-3.65	3.23



证券分析师

伍云飞 wuyunfei1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860524020001
香港证监会牌照：BRX199

联系人

胡俊涛 hujuntao@orientsec.com.cn

目录

一、代理起家，扎实发展的综合性药企	5
1.1 增长趋缓，核心品种稳健	6
1.2 盈利能力增强，持续创新	7
二、白癜风药物稀缺，CKBA 有望脱颖而出	9
2.1 白癜风患者超千万，未满足需求极大	9
2.2 竞争格局良好，CKBA 有望脱颖而出	12
三、核心品种构建护城河，储备丰富后劲足	15
3.1 和胃整肠丸即将突破，复方硫酸钠片或将重塑市场	15
3.2 两性健康和眼科：核心单品破局，品牌优势将现	18
3.2.1 “爱廷玖”突围，产品矩阵持续完善	18
3.2.2 新品种瞄准老视，“沃丽汀”稳基本	20
盈利预测与投资建议	23
盈利预测	23
投资建议	24
风险提示	25

图表目录

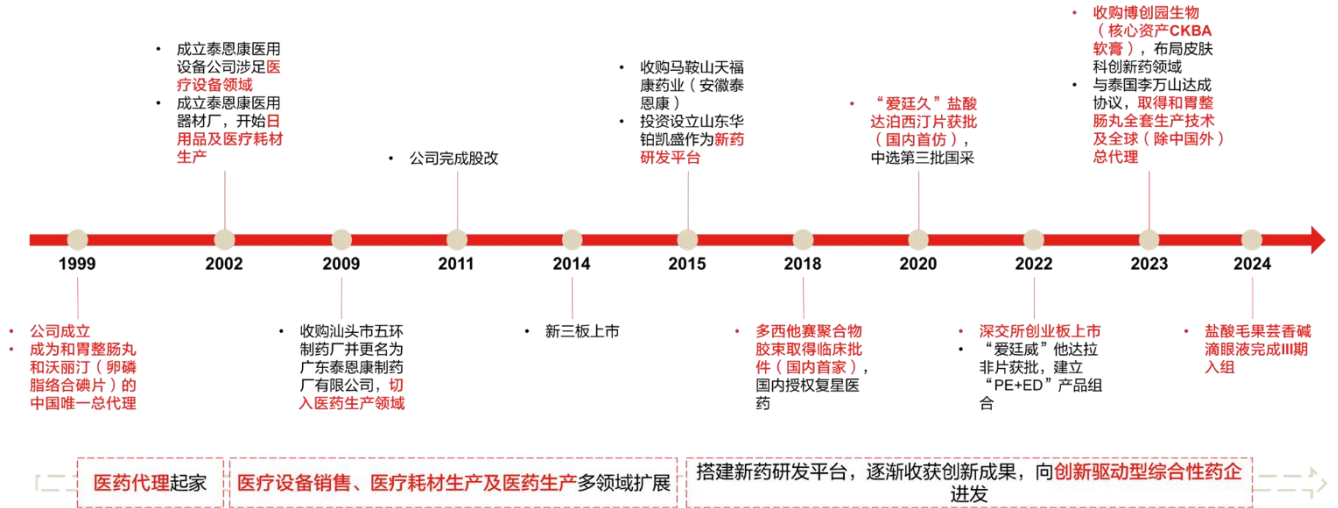
图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 公司股权结构（截至 2024 年 Q3）.....	5
图 3: 2019 年-2024 前三季度公司营业收入（亿元）及增速.....	6
图 4: 2019 年-2024 前三季度公司扣非后归母净利润（百万元）及增速.....	6
图 5: 2019 年-2024H1 公司各板块营业收入（百万元）.....	6
图 6: 2019 年-2024H1 公司各类产品收入占比.....	6
图 7: 2019 年-2024 前三季度公司毛利率及净利率.....	7
图 8: 2020 年-2024H1 公司主要板块毛利率.....	7
图 9: 2020 年-2024 前三季度公司期间费用率.....	7
图 10: 2019 年-2024 前三季度公司研发投入（百万元）及增速.....	8
图 11: 2020-2030 年中国白癜风患者数（万人）和用药患者数（万人）&占比.....	10
图 12: 白癜风患者各发病年龄段占比.....	10
图 13: 白癜风患者对各类治疗方式的接受度.....	12
图 14: 白癜风患者接受各类治疗方式的比例.....	12
图 15: 2021-2024 年芦可替尼乳膏销售额（百万美元）及增速.....	13
图 16: 2020-2030 年中国白癜风药物市场规模（亿元）及增速.....	13
图 17: TRM 通过产生 IFN- γ 等杀伤黑素细胞导致白癜风进展.....	14
图 18: 2020-2024 年中国胃肠道疾病中成药零售终端市场规模（亿元）及增速.....	15
图 19: 2020 年-2024H1 公司肠胃用药板块销售收入（亿元）、增速及毛利率.....	16
图 20: 中国 PE 药物市场规模及期间年复合增长率.....	18
图 21: 2020-2024 年“爱廷玖”零售药店终端销售额（亿元）及增速.....	19
图 22: 2024 年盐酸达泊西汀片院外市场终端各企业市场份额.....	19
图 23: 2019-2028 年中国 ED 治疗药物市场规模（亿元）.....	19
图 24: 2023 年西地那非电商渠道各品牌市场份额（按销量）.....	20
图 25: 2023 年他达拉非电商渠道各品牌市场份额（按销量）.....	20
图 26: 2020-2024 年“沃丽汀”零售终端销售额（百万元）及增速.....	21
图 27: 2018-2032 年中国眼科药物市场规模（亿美元）和增速.....	21
图 28: 2020 年中国眼科药物各药物类型占比.....	21
图 29: 2025-2030 年中国老视药物市场规模（亿元）及增速.....	22
表 1: 公司主要产品.....	5
表 2: 部分公司在研项目（截至 2025 年 3 月 5 日）.....	8
表 3: 白癜风的分型.....	9
表 4: 白癜风的病期及分期依据.....	9

表 5: 白癜风白斑面积估算常用方法.....	10
表 6: 白癜风治疗方式概览.....	11
表 7: 中国和美国白癜风适应症竞争格局（截至 2025 年 3 月 13 日）.....	12
表 8: CKBA 软膏过敏和皮肤刺激安全性试验结果.....	15
表 9: 2024 年 Q1 中国城市实体药店终端中成药胃药（胃炎、溃疡）TOP5 产品.....	16
表 10: 复方硫酸钠片竞争格局（截至 2025 年 3 月 18 日）.....	17
表 11: 肠道准备用药概览.....	17
表 12: PE 主要治疗药物.....	18
表 13: 公司两性健康领域部分在研产品（截至 2025 年 3 月 17 日）.....	20
表 14: 老视常用治疗方式概览.....	22
表 15: 国内老视适应症在研管线（仅纳入临床阶段产品，截至 2025 年 3 月 18 日）.....	22
表 16: 可比公司估值.....	24

一、代理起家，扎实发展的综合性药企

泰恩康成立于 1999 年，2022 年 3 月登陆创业板。公司依靠独家代理知名肠胃用药和胃整肠丸及眼科用药“沃丽汀”起家，并逐渐拓展至多个领域。公司自 2015 年伊始搭建研发平台，并于 2023 年收购获得全球首创新药管线。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司招股说明书，公司公告，公司官网，东方证券研究所

表 1：公司主要产品

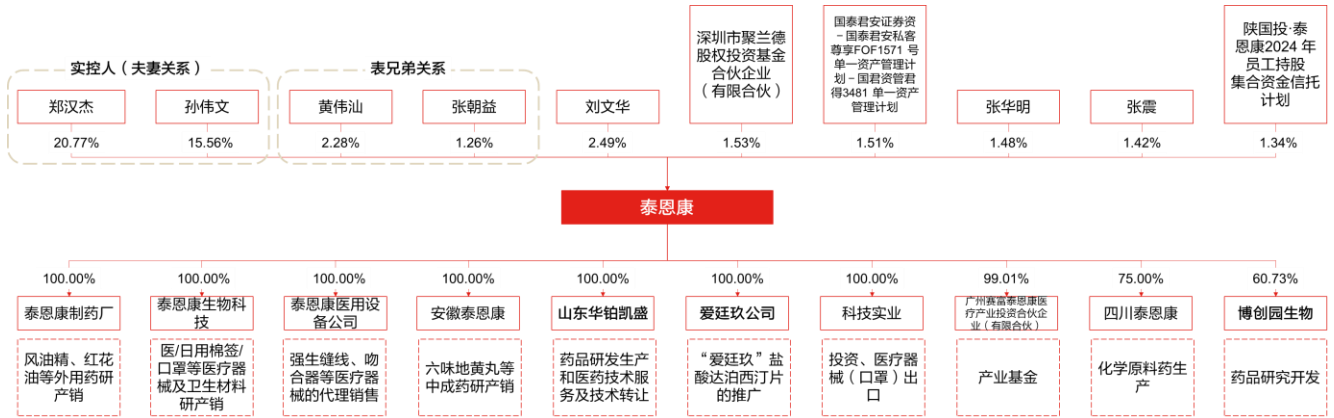
类别	功能划分	代表产品	处方药/OTC	备注
代理产品	肠胃用药	和胃整肠丸	OTC	中国唯一总代理
	眼科用药	“沃丽汀”（卵磷脂络合碘片）	处方药	中国唯一总代理
	医疗器械	缝线、外科吻合器、血管夹及施夹器等	/	非独家经销商
自产产品	两性健康用药	“爱廷玖”（盐酸达泊西汀片）	处方药	2020.04 获批，国内首仿及首家过评
		“爱廷威”（他达拉非片）	处方药	2022.06 获批
	外用药及中成药	风油精	OTC	/
		六味地黄丸	OTC	/
		藿香正气丸	OTC	/
医疗器械及卫生材料	一次性使用医用口罩	/	/	

数据来源：公司招股说明书，公司公告，药智数据，东方证券研究所

郑汉杰、孙伟文夫妇为实控人。从股权结构看，郑汉杰、孙伟文夫妇合计持有公司 36.33% 股权，较为集中。公司拥有 10 家全资或控股子公司，覆盖多类产品的“研产销”全链条。

图 2：公司股权结构（截至 2024 年 Q3）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

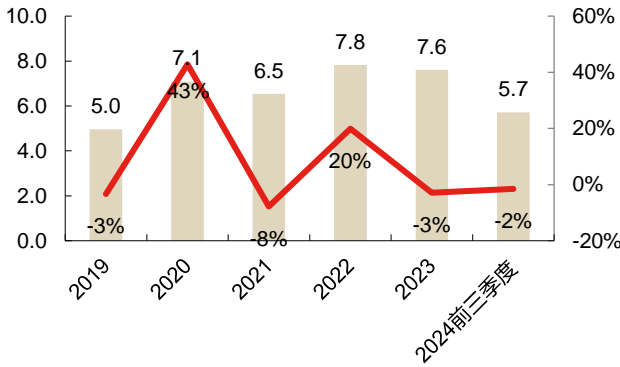


数据来源：公司招股说明书，公司公告，wind，东方证券研究所

1.1 增长趋缓，核心品种稳健

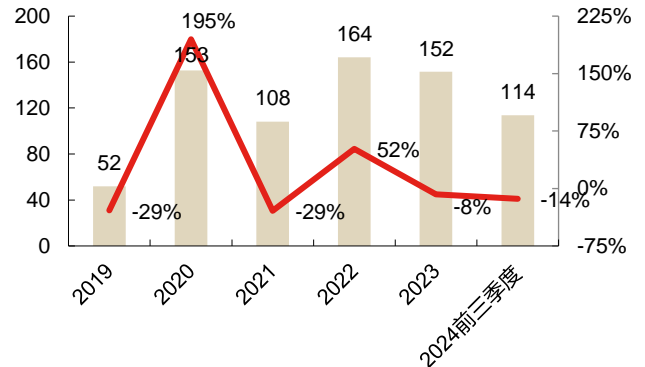
营收和净利润增速趋缓。公司营收自2019年起总体呈上升趋势，其中2020年和2022年增速较高，2023年和2024前三季度有所回落。利润端变化趋势与营收端基本一致。

图 3：2019 年-2024 前三季度公司营业收入（亿元）及增速



数据来源：wind，东方证券研究所

图 4：2019 年-2024 前三季度公司扣非后归母净利润（百万元）及增速

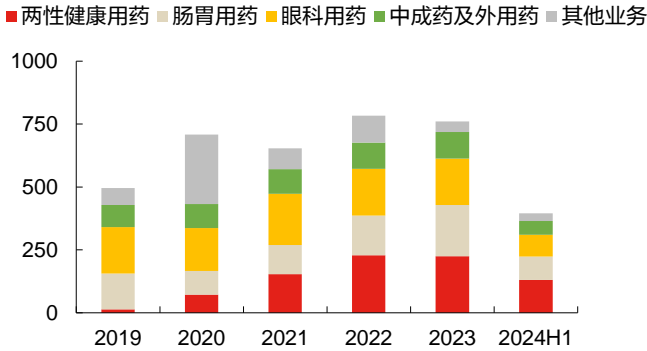


数据来源：iFinD，东方证券研究所

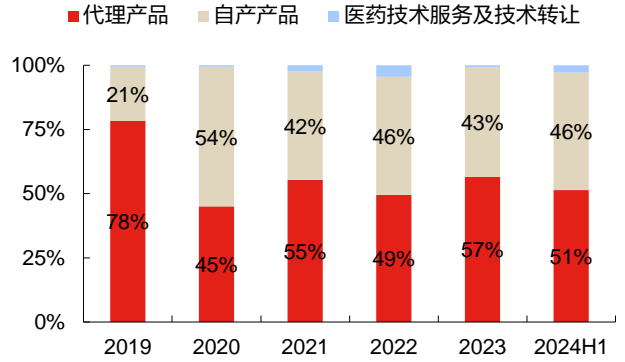
药品业务稳定增长，肠胃和两性健康用药为主力。分板块看，公司药品营收稳步增长，其中肠胃用药和两性健康用药增速较快，其他业务波动较大主要系新冠影响口罩等产品销售。分类型看，代理产品（核心品种为：和胃整肠丸和“沃丽汀”）是目前公司的主要收入来源。

图 5：2019 年-2024H1 公司各板块营业收入（百万元）

图 6：2019 年-2024H1 公司各类产品收入占比



注：其他业务包括医疗器械及卫生材料和医药技术服务与技术转让等。
数据来源：wind，东方证券研究所

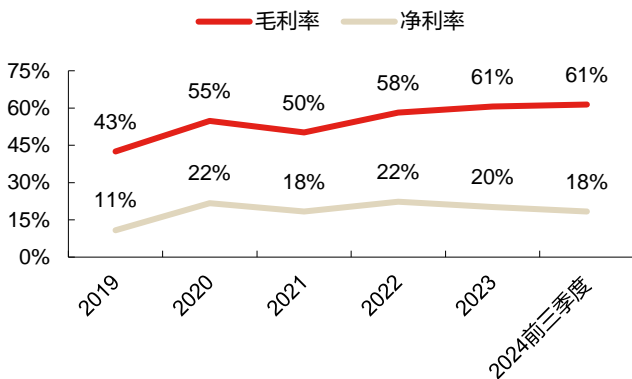


数据来源：公司招股说明书，公司公告，东方证券研究所

1.2 盈利能力增强，持续创新

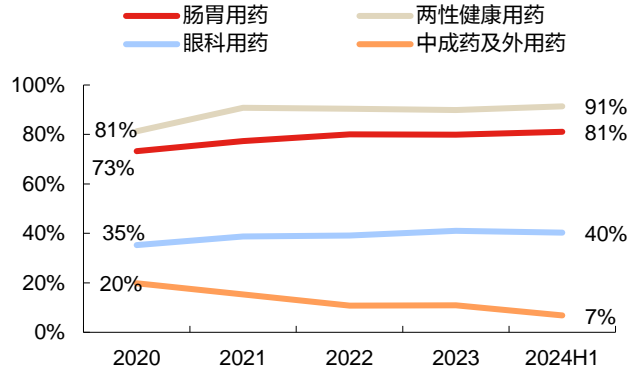
核心板块毛利率显著提升，净利率有所波动。公司综合毛利率稳步上升，分板块看，两性健康用药和肠胃用药毛利率较高，除中成药及外用药以外的各板块毛利率自 2020 年以来均有较高提升（5-10%）。净利率方面有所波动，但较 2019 年显著增长。

图 7：2019 年-2024 前三季度公司毛利率及净利率



数据来源：iFinD，公司公告，东方证券研究所

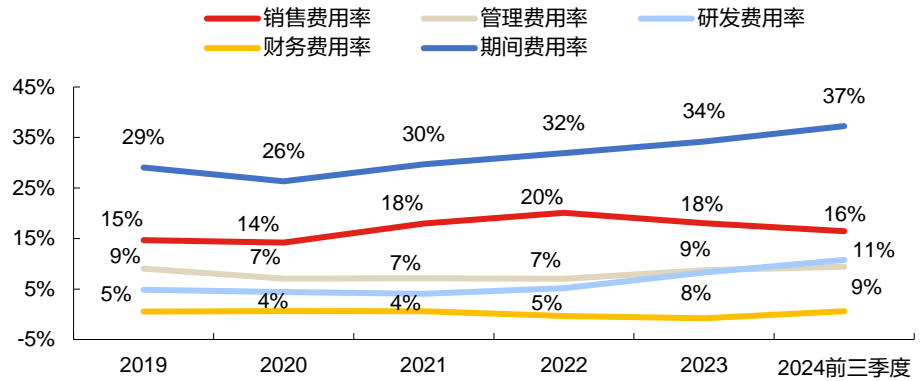
图 8：2020 年-2024H1 公司主要板块毛利率



数据来源：iFinD，东方证券研究所

费用增长明显，重心转向研发。公司期间费用率较 2020 年上升 11pct，逐年上升。具体来看，管理费用率较平稳，销售费用率呈下降趋势，研发费用率迅速攀升。

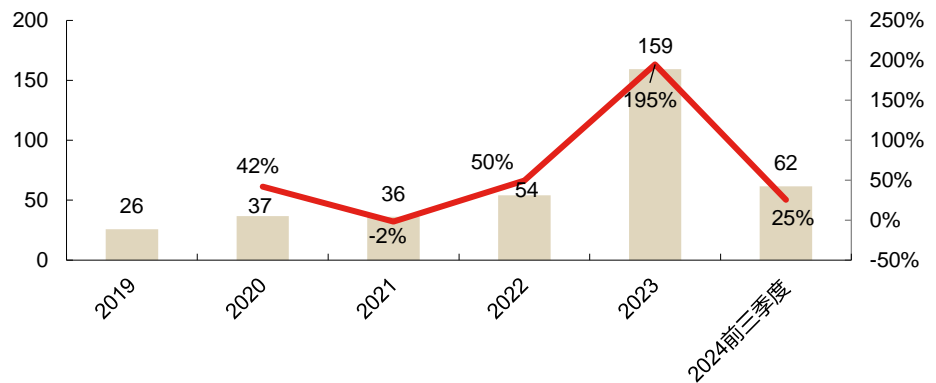
图 9：2020 年-2024 前三季度公司期间费用率



数据来源：iFinD，东方证券研究所

研发投入持续增加，管线储备丰富。自上市以来，公司研发投入迅速增长，已收获盐酸达泊西汀片、他达拉非片和紫杉醇聚合物胶束等产品。公司围绕“仿制药-改良型新药和生物制药-创新药”的金字塔形研发策略布局了丰富的管线。

图 10：2019 年-2024 前三季度公司研发投入（百万元）及增速



注：2023 年研发投入大幅增加主要系收购和胃整肠丸整套生产技术

数据来源：iFinD，公司公告，东方证券研究所

表 2：部分公司在研项目（截至 2025 年 3 月 5 日）

类别	项目名称	适应症	研发进度	备注
创新药	CKBA	银屑病、白癜风	II 期（已完成入组）	全球首创
改良型新药和生物制药	注射用紫杉醇聚合物胶束	多种恶性肿瘤	药物临床试验批准	国内仅一款同类产品获批
	注射用顺铂聚合物胶束	多种恶性肿瘤	临床申报前研究阶段	国内暂无同类产品获批
	雷珠单抗注射液	湿性（新生血管性）年龄相关性黄斑变性（AMD）	待申报临床	丰富眼科用药产品线
	罗普司亨及冻干制剂	脾切除和脾未切除慢性免疫性血小板减少性紫癜（ITP）	临床申报前研究阶段	国内仅原研和一款生物类似药获批，市场前景广

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

				阔
	司美格鲁肽原液 (API)	II 型糖尿病、肥胖症和非酒精性脂肪性肝炎 (NASH)	放大试生产准备中	开拓海外市场
仿制药	非那雄胺他达拉非胶囊	前列腺增大男性患者良性前列腺增生 (BPH)	申报注册审评中	竞争对手少，丰富公司两性健康领域品种
	盐酸毛果芸香碱滴眼液	老花眼	III 期 (入组完成)	国内暂无同类产品获批
	利多卡因丙胺卡因气雾剂	成年男性原发性早泄 (PE)	III 期 (入组中)	国内暂无同类产品获批

数据来源：公司公告，公司公告，药智数据，东方证券研究所

二、白癜风药物稀缺，CKBA 有望脱颖而出

赛克乳香酸 (CKBA) 为公司收购江苏博创园股权获得，是全球首创分子，具有治疗白癜风、银屑病等自免疾病的潜力。

2.1 白癜风患者超千万，未满足需求极大

白癜风是一种常见的自身免疫性皮肤病，临床表现为**皮肤、黏膜或毛发色素脱失**。白癜风病因复杂，目前认为主要由患者自身反应性 T 细胞特异性破坏局部黑素细胞所致。

根据白癜风诊疗共识，**选择治疗措施时需考虑白癜风的分型、病期及严重程度：**

1) **分型**：分为节段型、非节段型、混合型及未定类型，其中绝大多数为非节段型，占比近 90%；

表 3：白癜风的分型

分型	描述	占比
非节段型 (寻常型)	包括散发型、泛发型、面颈型、肢端型和黏膜型	91%
节段型	通常指沿某一皮神经节段分布 (完全或部分匹配皮肤节段) 的单侧不对称白癜风。少数可双侧多节段分布	9%
混合型	节段型与非节段型并存	/
未定类型	皮损就诊时尚不能确定为节段或非节段型，直到根据临床依据 (一般经过 1~2 年的随访) 进行更明确的分类	/

注：分型占比来自 4 项包含 1,000 例以上患者的中国单中心回顾性研究的综合结果，仅包含节段型和非节段型。

数据来源：白癜风诊疗共识 (2024 版)，临床皮肤科杂志，中国皮肤性病学杂志，中国美容医学，东方证券研究所

2) **病期**：分为进展期和稳定期，主要参考白癜风疾病活动度评分 (VIDA)、临床特征、同形反应、伍德灯检查及皮肤镜与激光共聚焦扫描显微镜 (皮肤 CT) 检查结果。多数患者就医时处于进展期，占比约 80%；

表 4：白癜风的病期及分期依据

参考依据	进展期	稳定期
VIDA 评分	总分 >1 分 (≥4 分为快速进展期)	≤0 分

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

临床特征	皮损边缘模糊、炎性白癜风（包括瘙痒、红斑等）、三色征、纸屑样白斑或色素减退斑等	白斑呈瓷白色，边缘清晰或色素沉着
同形反应	1年内出现	1年以上未出现
伍德灯检查	灯下皮损颜色呈亮白色，边界欠清，灯下皮损面积大于目测面积	灯下皮损颜色呈白色，边界清晰，灯下皮损面积与目测面积一致
皮肤镜与皮肤 CT	皮肤镜：皮损色素减退，边界模糊，毛囊周围有色素残留； 皮肤 CT：部分色素环消失，真皮乳头存在高折光的细胞	皮肤镜：皮损色素脱失，边界清，毛囊周围色素消失 皮肤 CT：色素环完全消失，真皮乳头未见高折光细胞
占比	78%	22%

注：VIDA 评分细则：近 6 周内出现新皮损或原皮损扩大计“+4分”，近 3 个月出现新皮损或原皮损扩大计“+3分”，近 6 个月出现新皮损或原皮损扩大计“+2分”，近 1 年出现新皮损或原皮损扩大计“+1分”，至少稳定 1 年计“0分”，至少稳定 1 年且有自发色素再生计“-1分”；同形反应：即皮肤损伤部位 1 年内出现白斑，损伤可以是物理性、化学性、过敏性或其他炎症性皮肤病、刺激性反应、治疗相关不良反应等；检查结果中符合“进展期”栏任何 1 条即可考虑病情处于进展期

注：病期占比来自 4 项包含 1,000 例以上患者的中国单中心回顾性研究的综合结果。

数据来源：白癜风诊疗共识（2024 版），临床皮肤科杂志，中国皮肤性病学期刊，中国美容医学，东方证券研究所

3) 严重程度：根据白斑面积占体表面积（BSA）的比值分为：轻度（ $BSA \leq 1\%$ ）、中度（ $1\% < BSA < 5\%$ ）、重度（ $5\% \leq BSA < 50\%$ ）和极重度（ $BSA \geq 50\%$ ）。估算白斑面积的常用方法包括：白癜风面积评分指数（VASI）、手掌面积估算和白癜风严重程度评分系统（VES）等。

表 5：白癜风白斑面积估算常用方法

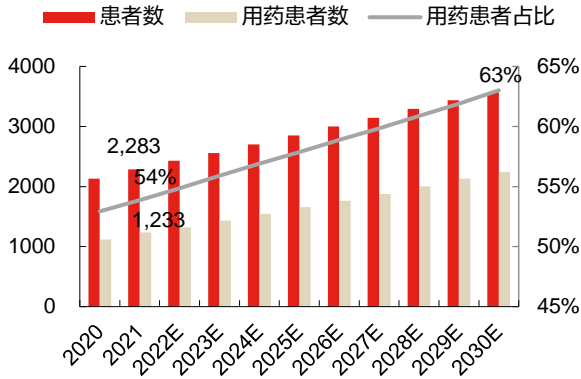
估算方法	估算过程
VASI	VASI 值 = \sum （身体各部位占手掌单元数）× 该区域色素脱失所占百分比。范围 0-100，分数越高皮损越严重
手掌面积估算	手掌面积约为 1%BSA。对于白斑面积 < 1%BSA 的皮损，可参考手掌指节单位评定，1 个指节约 0.03%BSA
VES	基于模拟白癜风自然分布的临床图片，分为 19 个身体区域和 7 个皮损面积等级，将患者皮损和模拟图片进行对比，判定该区域皮损面积等级，利用软件计算出分数

数据来源：白癜风诊疗共识（2024 版），上海医药，东方证券研究所

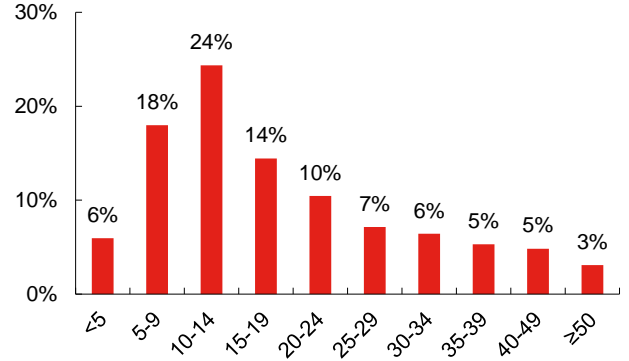
白癜风用药人群大，年轻人群好发。白癜风患病率高，全球约 0.5%-2%。根据共研网数据，2021 年我国白癜风患者人数为 2283 万人，其中用药患者人数为 1233 万人，白癜风会给患者带来严重的精神心理负担，用药患者占比未来有望保持增长，预计至 2030 年我国白癜风用药患者占比将达 63%。从发病年龄看，超 7 成患者发病年龄在 25 岁以内。

图 11：2020-2030 年中国白癜风患者数（万人）和用药患者数（万人）& 占比

图 12：白癜风患者各发病年龄段占比



数据来源：共研网，东方证券研究所



数据来源：Clin Exp Dermatol，东方证券研究所

治疗选择有限，临床痛点突出。白癜风的治疗方式包括：外用药物、系统药物和光疗等。治疗药物主要包括：激素、JAK 抑制剂（JAKi）和外用钙调磷酸酶抑制剂等。然而，这些药物具有长期用药不良反应大和疗效有限的临床痛点，且大多未获批白癜风适应症，亟需安全有效的治疗新选择。

表 6：白癜风治疗方式概览

治疗方式	类型	适用患者	代表药物/疗法	临床痛点	备注
外用药物治疗	外用激素	白斑累及面积 <5%BSA 的进展期皮损	卤米松乳膏	长期使用可能会导致皮肤萎缩、毛细血管扩张以及血糖升高、类库欣综合征等系统性不良反应	/ 超说明书用药
			糠酸莫米松乳膏		
	外用 JAKi	12 岁以上患者	芦可替尼软膏	使用者可能面临严重感染、主要心血管事件、血栓、增加癌症发生和死亡率风险（FDA 黑框警告）	国内尚未获批
	外用钙调磷酸酶抑制剂	/	他克莫司软膏 吡美莫司乳膏	可引起或加重局部感染如毛囊炎、痤疮、单纯疱疹等	超说明书用药
其他外用药物	/	维生素 D3 衍生物（如外用卡泊三醇软膏）	需与光疗、外用激素等联用	超说明书用药	
		外用 PDE4 抑制剂（如克立硼罗软膏）	仅有成功个案报道	超说明书用药	
系统药物治疗	系统使用激素	VIDA ≥ 3 分的进展期患者	泼尼松、复方倍他米松	用药时间长、次数多、方案复杂和调整频繁，依从性差，可导致体重增加、高血压、消化道溃疡等多系统不良反应	超说明书用药
	系统使用 JAKi	对系统应用激素禁忌、治疗抵抗或出现不良反应的患者	托法替布、巴瑞替尼等	缺乏中国人群大样本、多中心数据支持，临床使用前需进行全面检查，长时间用药需注意监测	超说明书用药
	中医中药	/	/	长期用药患者需定期检测肝肾功能	/
非药物治疗	光疗	/	311 nm 窄谱中波紫外线（NB-UVB）	可出现皮肤干燥、瘙痒、光老化等不良反应；有恶性黑色素瘤史、着色性干皮病、皮炎患者禁用，近期接触光敏物质或摄入砷剂、放疗、免疫抑制状态患者谨慎使用	/
			308nm 单色准分子光		
	308 准分子激光				
移植治疗	稳定期白癜风	自体表皮片移植、微小皮片移植等	进展期白癜风及瘢痕体质患者禁用	/	

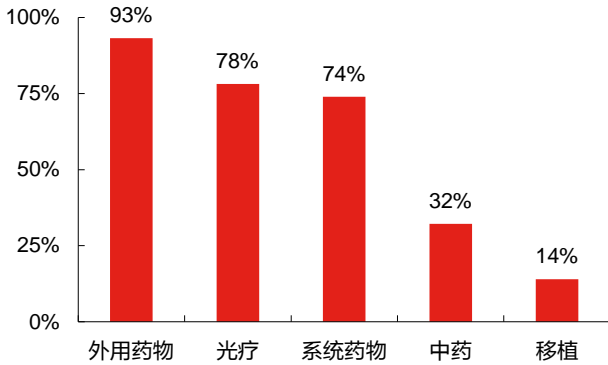
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

	遮盖疗法	/	含染料的物理或者化学遮盖剂	仅有遮盖白斑作用	/
	脱色治疗	白斑累及>95%BSA且已证实对各种诱导复色疗法不反应的患者	外用皮肤脱色剂或激光	效果一般，需谨慎使用	/

数据来源：白癜风诊疗共识（2024版），白癜风诊疗共识（2021版），各药品说明书，药智数据，中华皮肤科杂志，今日药学，中华内分泌代谢杂志，FDA，Pfizer 官网，吉林大学学报，东方证券研究所

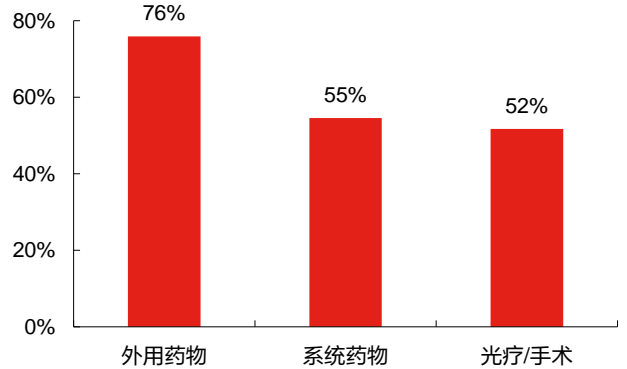
外用药物是白癜风用药主流。根据一项国内白癜风患者治疗方式偏好的调查，外用药物治疗的接受度最高。从临床实践看，外用药物同样是最常用的治疗方式。由于白癜风患者需长期用药，外用药物凭借其便捷性、局部用药系统性不良反应低等优势，未来仍将是主流。

图 13：白癜风患者对各类治疗方式的接受度



数据来源：Acta Derm Venereol，东方证券研究所

图 14：白癜风患者接受各类治疗方式的比例



数据来源：Chin Med J (Engl)，东方证券研究所

2.2 竞争格局良好，CKBA 有望脱颖而出

白癜风药物竞争格局良好，以 JAKi 为主。根据药智数据，全球针对白癜风适应症临床阶段的在研品种共 15 个，其中 JAKi 有 8 个，仅芦可替尼乳膏获 FDA 批准。从用药方式看，近半为外用药物。国内在研品种共 8 个，进度最快的是芦可替尼乳膏，已递交 NDA；泰恩康的 CKBA 是国内管线中唯一的非 JAKi 药物，目前处于临床 II 期阶段。

表 7：中国和美国白癜风适应症竞争格局（截至 2025 年 3 月 13 日）

药品	公司	用药方式	靶点	中国临床阶段	中国阶段开始时间	美国临床阶段	美国阶段开始时间
磷酸芦可替尼乳膏	Incyte / 康哲药业	外用	JAK1; JAK2	NDA	2024.09	已获批	2022.07
利特昔替尼	Pfizer	口服	JAK3; TEC	III 期	2023.06	III 期	2022.12
乌帕替尼	Abbvie	口服	JAK1	III 期	2024.06	III 期	2023.12
HDM3010 (芦可替尼凝胶)	华东医药	外用	JAK1; JAK2	III 期	2024.09 (公示)	/	/
CKBA	泰恩康	外用	NF-κ B	II 期	2023.11	/	/

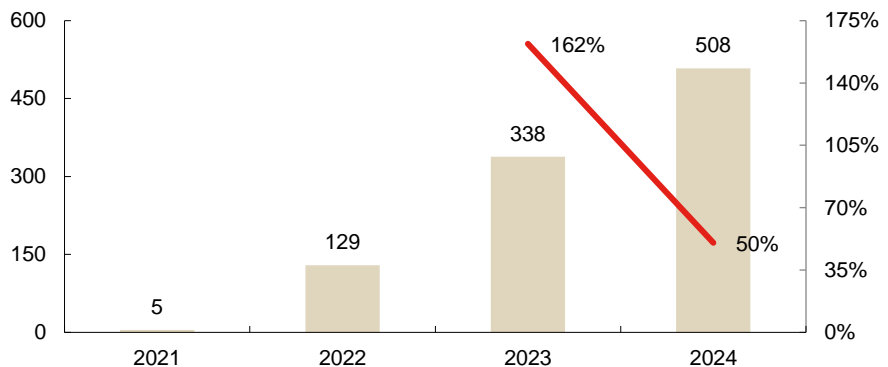
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

MH004	明慧医药	外用	JAK	II 期	2024.03	/	/
SYHX1901	石药集团	口服	JAK1/2/3; TYK2	II 期	2024.06	/	/
硫酸艾玛昔替尼凝胶	恒瑞	外用	JAK1	II 期	2025.01 (公示)	/	/
Afamelanotide	Clinuvel	皮下植入	MC1R	/	/	III 期	2023.10
Povorcitinib	Incyte / 康哲药业	口服	JAK1	/	/	III 期	2023.11
PF-07038124	Pfizer	外用	PDE4B	/	/	II 期	2022.09
PT-101	MSD	皮下注射	IL-2; IL-2R	/	/	II 期	2023.11
VYN-201	Vyne Therapeutics	外用	BRD4	/	/	II 期	2024.06
DR-01	Dren Bio	静脉注射	CD94	/	/	I 期	2024.10
TEV-53408	Teva	皮下注射	IL-15	/	/	I 期	2024.11

数据来源：药智数据，FDA，药物临床试验登记与信息公示平台，ClinicalTrials.gov，东方证券研究所

芦可替尼商业化表现强劲。芦可替尼乳膏于 2021 年 9 月获 FDA 批准特应性皮炎适应症，2022 年 7 月获批 12 岁及以上患者非节段型白癜风适应症，是全球首个获批用于白癜风复色的疗法。上市后首个完整年度即实现 1.29 亿美元销售额，正处于快速放量阶段。2024 年销售额达 5.08 亿美元，同比增长 50%。

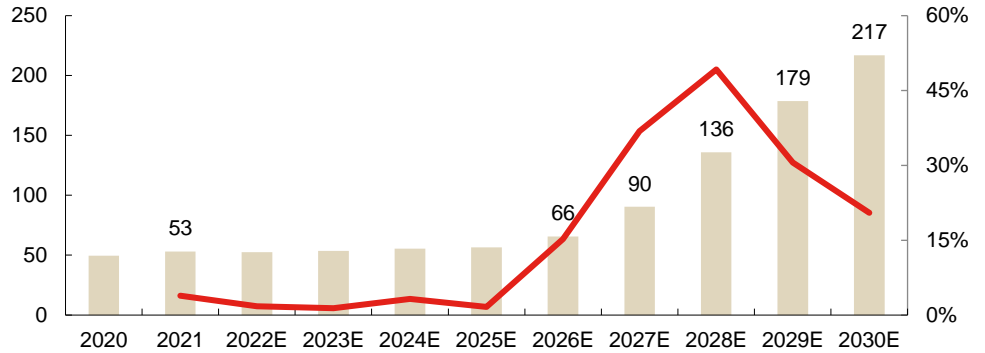
图 15：2021-2024 年芦可替尼乳膏销售额（百万美元）及增速



数据来源：Incyte 财报，东方证券研究所

新药获批将驱动白癜风药物市场快速扩容。根据共研网，2021 年我国白癜风药物市场规模仅 53 亿元，原因在于主流药物上市时间久、价格低。随着新药（如芦可替尼软膏）获批，国内市场将迅速增长，预计至 2030 年国内市场规模将至 217 亿元（26-30 年 CAGR 为 34%）。

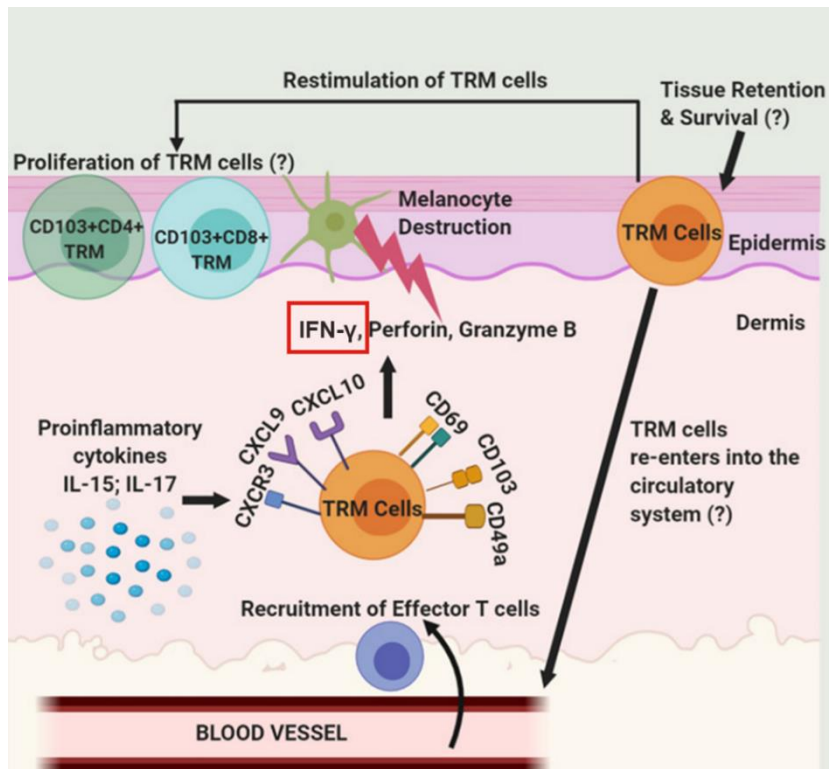
图 16：2020-2030 年中国白癜风药物市场规模（亿元）及增速



数据来源：共研网，东方证券研究所

CKBA 为白癜风领域首个自研国产分子，机制新颖。CKBA 是改造自乳香中天然产物乙酰基-11-酮-β-乳香酸 (AKBA) 的全球首创分子，能够抑制乙酰辅酶 A 羧化酶 (ACC1/ACC2) 的催化活性以及自身反应性 CD8⁺ TRM (组织驻留记忆 T 细胞) 产生 IFN-γ 杀伤黑素细胞。

图 17: TRM 通过产生 IFN-γ 等杀伤黑素细胞导致白癜风进展



数据来源：Autoimmun Rev, 东方证券研究所

II 期完成入组，初步信号积极。从临床前数据看，CKBA 具有较好的安全性，对皮肤的刺激接近空白对照。CKBA 治疗白癜风的 II 期临床试验已于 2024 年 10 月完成全部患者入组，预计 2025 年中公布数据，盲态数据下已展现出较好疗效趋势，安全性良好。

适应症扩展性强，成长空间广阔。除了白癜风，CKBA 已于 2023 年 4 月完成银屑病 2a 期临床试验，后续公司还将拓展玫瑰痤疮、特应性皮炎等其他适应症，潜力较大。

表 8: CKBA 软膏过敏和皮肤刺激安全性试验结果

治疗	新西兰兔 (n=6)		豚鼠				皮肤光毒性试验 (%) (n=10)
	单次给药皮肤刺激试验 (分)	多次给药皮肤刺激试验 (分)	主动皮肤过敏试验 (% (n=10))		Buehler 试验 (% (n=10))		
			诱导阶段 (第 1-29 天)	激发阶段 (第 29-32 天)	诱导阶段 (第 1-29 天)	激发阶段 (第 29-31 天)	
空白软膏	0.8-2.0 (破损皮肤)	0.8-2.0 (破损皮肤)	0	0	0	10%	0
0.5% CKBA 软膏 (低剂量)	1.0-2.0 (0.5mg, 破损皮肤)	0.5-1.0 (0.5mg, 破损皮肤)	0 (0.5mg)	0 (0.5mg)	0 (2.5mg)	20% (2.5mg)	0
0.5% CKBA 软膏 (高剂量)	/	/	0 (1.0mg)	0 (1.0mg)	0 (5.0mg)	20% (5.0mg)	0
2,4-二硝基氯苯 (阳性对照)	/	/	100%	12.5%	100%	100%	/
0.9% 氯化钠	/	/	/	/	0	0	/
甲氧沙林 (阳性对照)	/	/	/	/	/	/	100%

数据来源: Br J Pharmacol, 东方证券研究所

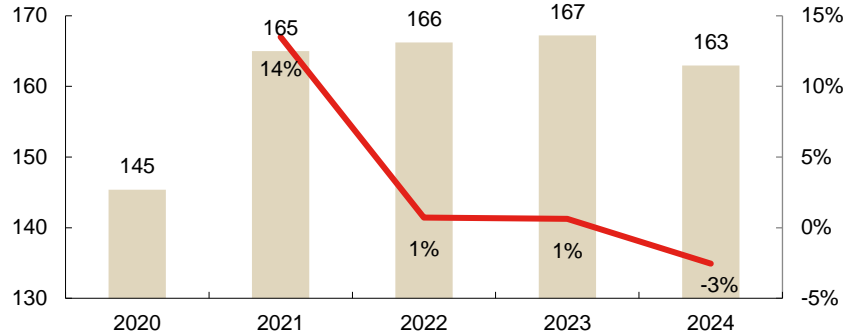
三、核心品种构建护城河，储备丰富后劲足

公司核心业务包括：胃肠用药、两性健康和眼科三大板块，核心品种分别为：和胃整肠丸、“爱廷玫”（盐酸达泊西汀片）和“沃丽汀”（卵磷脂络合碘片）。

3.1 和胃整肠丸即将突破，复方硫酸钠片或将重塑市场

胃肠道疾病中成药零售市场稳定增长。胃肠道疾病是我国的常见病和多发病，随着生活节奏不断加快，患病人群逐渐增多。根据药智数据，2020-2024 年我国胃肠道疾病中成药零售终端市场总体呈稳定增长趋势。

图 18: 2020-2024 年中国胃肠道疾病中成药零售终端市场规模（亿元）及增速



数据来源：药智数据，东方证券研究所

和胃整肠丸是肠胃用药知名品牌，销售稳定增长。和胃整肠丸是缓解胃肠道不适症状和调理胃肠功能的中成药，公司从1999年开始成为国内独家代理，经过多年推广已将其打造为东南沿海地区的知名品牌。根据米内网，和胃整肠丸在24Q1中国城市实体药店终端中成药胃药产品中排名第3。从销售情况看，和胃整肠丸销售收入保持增长趋势，毛利率方面亦稳步提升。

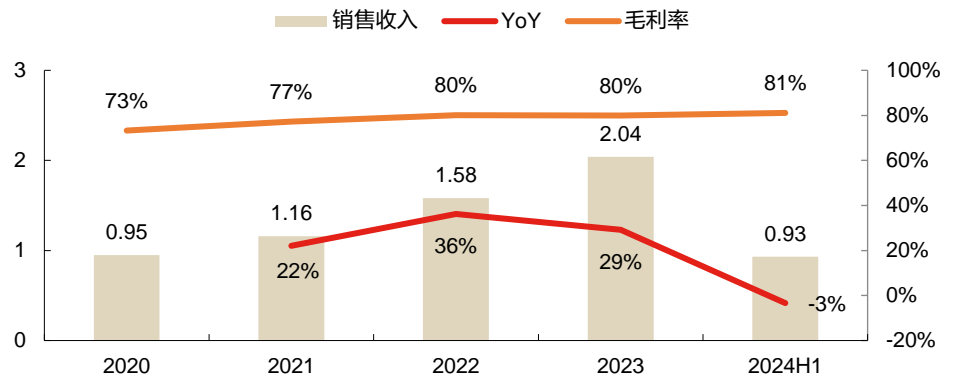
表 9：2024 年 Q1 中国城市实体药店终端中成药胃药（胃炎、溃疡）TOP5 产品

排名	产品名称	销售额增长率
1	三九胃泰颗粒	-3.67%
2	康复新液	-12.56%
3	和胃整肠丸	-25.60%
4	胃康灵胶囊	0.51%
5	养胃舒颗粒	58.05%

注：24Q1 和胃整肠丸销售额同比下降主要系海运周期和节假日影响产品进口量导致。

数据来源：米内网，公司公告，东方证券研究所

图 19：2020 年-2024H1 公司肠胃用药板块销售收入（亿元）、增速及毛利率



数据来源：iFinD，东方证券研究所

和胃整肠丸转自产将打破多重限制。2025年3月11日，和胃整肠丸境内生产药品注册上市许可申请获受理。考虑到安徽泰恩康已完成生产线改造，待产品获批后可迅速实现商业化落地。

和胃整肠丸在多年的销售中始终面临几个问题，该品种转自产后将突破多重限制：

- 1) **产能：**和胃整肠丸系公司从泰国进口，但受到泰国厂家产能、生产排期、产线改造、海运运力等方面的限制，市场长期供不应求，转自产后将迅速解决当前的缺货状态；
- 2) **区域：**和胃整肠丸的销售主要集中于广东、广西和福建，待产能问题解决后，将逐步扩展至其他区域，凭借多年积累的品牌声誉，有望呈现良性扩张态势；
- 3) **盈利能力：**目前，和胃整肠丸的毛利率在80%左右，待其转为自产后，毛利率有望提升至90%以上。此外，安徽泰恩康生产基地为高新技术企业，生产厂家变更将使所得税率从25%降至15%，盈利能力将显著提升。

复方硫酸钠片国内首家申报，进度领先。公司在胃肠用药领域还布局了复方硫酸钠片，用于成人结肠镜检查前的肠道准备，注册申请已获CDE受理。根据药智数据，该品种目前仅有3家企业布局，其他2款产品处于临床III期阶段。

表 10：复方硫酸钠片竞争格局（截至 2025 年 3 月 18 日）

企业	阶段	开始时间
泰恩康	NDA	2024-11-22
韩美药品	III 期	2024-08-07（公示时间）
天浩制药 / 步长制药	III 期	2025-03-13（公示时间）

数据来源：药智数据，公司公告，东方证券研究所

肠道准备常用药物依从性差。临床常用肠道准备剂包括：聚乙二醇（PEG）电解质散、镁盐、磷酸钠等，其中 PEG 使用最普遍。然而，由于 PEG 需要饮用大量液体及气味特殊，常造成恶心、腹胀等不适感，有研究发现在结肠镜检查中 20-40% 的患者肠道准备不充分，其中高达 86.7% 的患者未依从肠道准备内容。

表 11：肠道准备用药概览

类型	药物	是否医保	是否集采	优点	缺点
PEG 电解质散	PEG 电解质散	是	是	临床应用广泛	口服溶液量大，口感差/恶心，呕吐发生率高， 患者依从性差
镁盐	硫酸镁	是	否	口服溶液量少	有效率显著低于 PEG，不良反应发生率高于 PEG
磷酸钠	磷酸氢二钠/磷酸二氢钠	是	否	口服溶液量少，口味好，胃肠道不良反应率低，患者依从性高	易导致水电解质紊乱，可能导致急性磷酸盐肾病和肾功能损害，不推荐常规使用
硫酸盐	硫酸镁钠钾口服用浓溶液	是	否	口服溶液量少，口味好，有效率高于 PEG	上市时间短，真实临床经验较有限

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

	液				
	复方匹可硫酸钠	否	否	口服溶液量少，口味好，胃肠道不良反应率低，患者依从性高	有效率低于硫酸镁钠钾口服浓溶液；血容量偏低、充血性心衰等患者慎用

数据来源：中华医学杂志，中华消化内镜杂志，中华现代护理杂志，复方匹可硫酸钠医保材料，国家医保目录（2024年），Gastrointest Endosc, 药智数据，东方证券研究所

口服片剂优势显著，冲击超 10 亿市场。复方硫酸钠片作为口服片剂，较 PEG 具有很强的服用优势，效果确切且安全性良好，获批后有望替代 PEG 成为肠道准备的一线药物。根据法伯全国医院市场数据，2023 年主要肠道准备用药全国医院销售额达 13.8 亿元（PEG 占比 76%）。

3.2 两性健康和眼科：核心单品破局，品牌优势将现

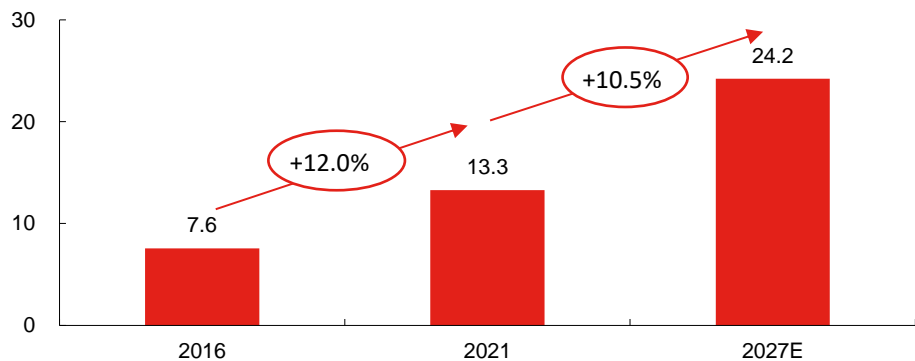
公司凭借核心单品已在两性健康和眼科建立良好的品牌声誉及成熟渠道，目前已布局诸多管线，其中不乏潜在重磅单品，未来 1-2 年内将迎来收获期，有望迅速占领市场。

3.2.1 “爱廷玖”突围，产品矩阵持续完善

公司两性健康领域的主要产品为：“爱廷玖”（盐酸达泊西汀片）和“爱廷威”（他达拉非片），其中“爱廷玖”主治早泄（PE），“爱廷威”主治勃起功能障碍（ED）。

PE 市场稳定增长，达泊西汀为主要药物。PE 是一种常见的男性性功能障碍性疾病，根据 QYResearch，2021 年中国 PE 治疗药物市场规模为 13.3 亿元，预计 2027 年将增长至 24.2 亿元（CAGR 为 10.5%）。PE 治疗药物包括：选择性 5-HT 再摄取抑制剂（SSRI）、局部麻醉剂和 5 型磷酸二酯酶抑制剂（PDE5i）等，其中仅达泊西汀获批 PE 适应症。

图 20：中国 PE 药物市场规模及期间年复合增长率



数据来源：QYResearch，东方证券研究所

表 12：PE 主要治疗药物

药物类型	代表品种	备注
SSRI	达泊西汀	国内唯一获批 PE 适应症
局部麻醉剂	利多卡因/丙胺卡因喷雾剂	国内暂无产品获批

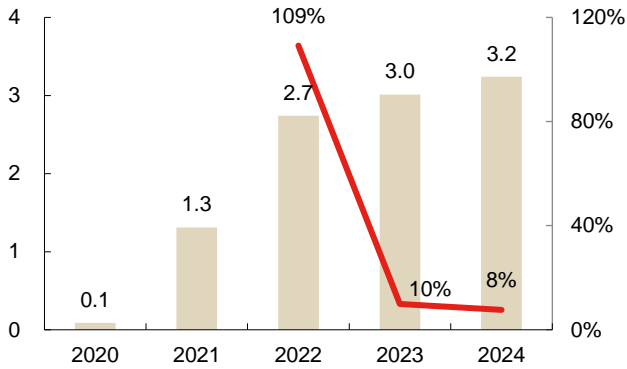
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

	复方甘菊利多卡因乳膏/凝胶	国内暂未获批 PE 适应症
PDE5i	西地那非	国内暂未获批 PE 适应症
	他达拉非	
中医药	柴胡疏肝散、逍遥丸等	/

数据来源：早泄诊断与治疗指南，药智数据，公司公告，东方证券研究所

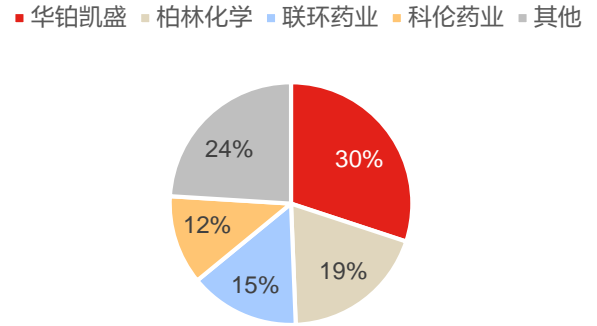
“爱廷玖”为达泊西汀首仿，院外头部品牌。“爱廷玖”于 2020 年 4 月获批，是国内达泊西汀的首仿，上市以来稳定增长。目前达泊西汀已有超过 30 家过评，公司凭借先发优势已建立良好的品牌声誉，在激烈的竞争环境下院外份额（达泊西汀主要销售市场）仍维持首位。

图 21：2020-2024 年“爱廷玖”零售药店终端销售额（亿元）及增速



数据来源：药智数据，东方证券研究所

图 22：2024 年盐酸达泊西汀片院外市场终端各企业市场份额



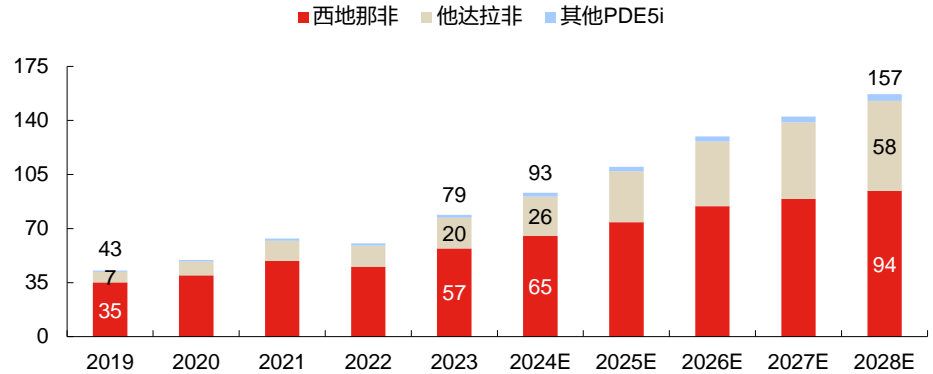
注：华铂凯盛为泰恩康子公司。

数据来源：药智数据，东方证券研究所

延时喷雾拓展 PE 产品线。公司的利多卡因/丙胺卡因气雾剂处于 III 期临床阶段，目前已完成首例受试者入组，国内暂无同类产品获批。根据药智数据，目前国内共有 11 家企业布局，其中原研品种（Plethora/复星医药）已申报上市，4 家处于 III 期临床阶段。

ED 治疗药物市场将超百亿。目前，药物治疗以 PDE5i 抑制剂（如西地那非、他达拉非和伐地那非等）为主。根据头豹研究院，2023 年 ED 治疗药物市场规模为 79 亿元，预计于 2028 年增长至 157 亿元（2024-2028 CAGR 为 14.0%）。

图 23：2019-2028 年中国 ED 治疗药物市场规模（亿元）

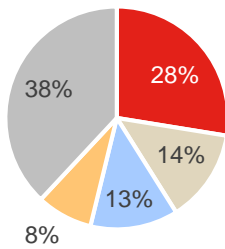


数据来源：头豹研究院，东方证券研究所

ED 治疗药物市场竞争激烈，集中度高。ED 治疗药物以西地那非和他达拉非为主，国内 2 款药物竞争均极为激烈。根据药智数据，目前共有 46 家（71 家）企业拥有西地那非（他达拉非）批文。市场集中度较高，由原研和少数国内产品占据主导。

图 24：2023 年西地那非电商渠道各品牌市场份额（按销量）

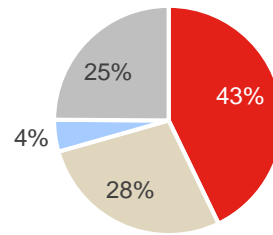
- 千威（齐鲁制药）
- 金戈（白云山）
- 其他
- 惯爱（罗欣药业）
- 万艾可（Pfizer）



数据来源：头豹研究院，东方证券研究所

图 25：2023 年他达拉非电商渠道各品牌市场份额（按销量）

- 惯爱（罗欣药业）
- 希爱力（Eli Lilly）
- 杰士邦（人福药业）
- 其他



数据来源：头豹研究院，东方证券研究所

“爱廷达”协同强化品牌，后备产品丰富。公司在两性健康领域另有“爱廷达”（枸橼酸西地那非口崩片，2024.05 获批）上市销售，和“爱廷玖”、“爱廷威”形成协同，强化品牌力，贡献增量。此外，公司还布局了非那雄胺/他达拉非胶囊等潜在重磅产品，未来有望凭借品牌和渠道优势迅速打开市场。

表 13：公司两性健康领域部分在研产品（截至 2025 年 3 月 17 日）

产品	当前阶段	开始时间	备注
非那雄胺他达拉非胶囊	NDA	2024-02-03	国内首家且唯一申报
盐酸伐地那非片	NDA	2024-02-20	国内已有 8 家企业获批
米诺地尔搽剂	NDA	2024-03-30	国内已有 23 家企业获批
利多卡因丙胺卡因气雾剂	III 期	2025-01-22（公示时间）	国内暂同类产品获批

数据来源：CDE，药智数据，公司公告，东方证券研究所

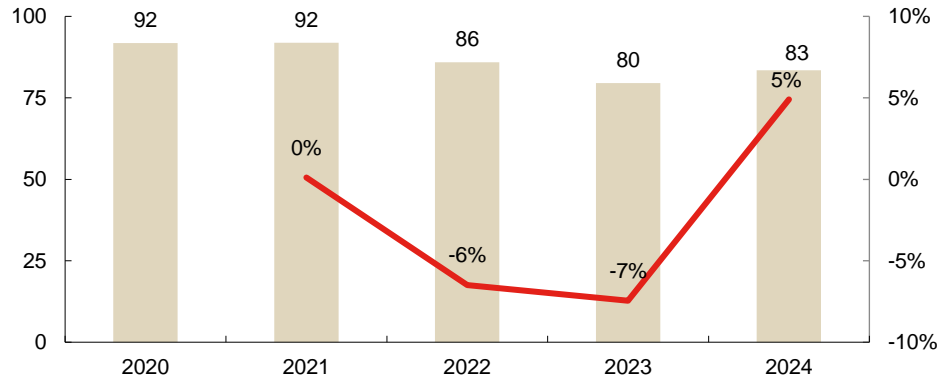
3.2.2 新品种瞄准老视，“沃丽汀”稳基本

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

“沃丽汀”是眼底疾病用药知名品牌。“沃丽汀”是一种口服卵磷脂络合碘制剂，主治多种眼底疾病，公司自1999年成为该产品的国内独家代理。我国卵磷脂络合碘制剂仅有“沃丽汀”和“适丽顺”（“沃丽汀”上市较早，“适丽顺”于2010年获批），从销售体量看“沃丽汀”远高于“适丽顺”；口服制剂相比其他眼科碘制剂（滴眼液或针剂），安全性和依从性更优。

卵磷脂络合碘片暂无仿制申报，销售稳定。根据药智数据，卵磷脂络合碘片目前国内暂无仿制产品申报；从价格看，近5年“沃丽汀”中标单价无变化；从销售情况看，零售终端销售额较稳定，总体看来该品种未来能够保持稳定营收。

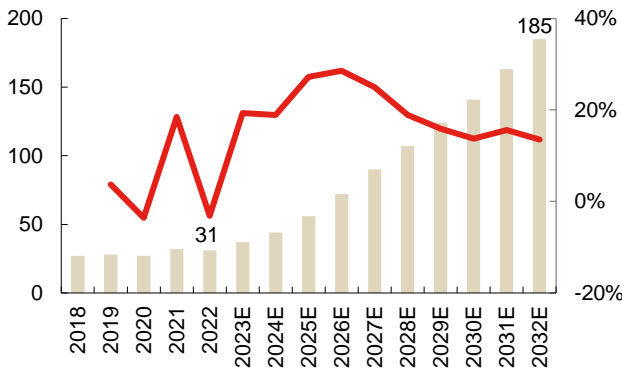
图 26：2020-2024 年“沃丽汀”零售终端销售额（百万元）及增速



数据来源：药智数据，东方证券研究所

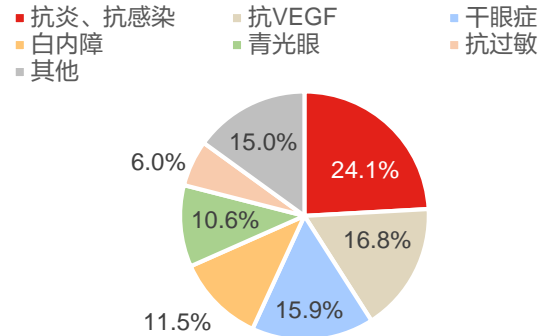
眼科药物市场持续增长，“沃丽汀”有望继续放量。根据弗若斯特沙利文，2022 年我国眼科药物市场规模为 31 亿美元，预计 2032 年增长至 185 亿美元；从药物类型看，抗 VEGF、抗炎和抗感染药物为市场主流。多项研究表明，“沃丽汀”与激素（抗炎）或抗 VEGF 药物联用可提升疗效，是较好的眼科辅助用药，后续有望随眼科药物市场扩容继续放量。

图 27：2018-2032 年中国眼科药物市场规模（亿美元）和增速



数据来源：弗若斯特沙利文，拨康视云招股说明书，东方证券研究所

图 28：2020 年中国眼科药物各药物类型占比



数据来源：弗若斯特沙利文，东方证券研究所

老视药物盐酸毛果芸香碱滴眼液完成入组，即将申报。2024 年 12 月，公司发布公告，用于治疗成人老视的盐酸毛果芸香碱滴眼液 III 期临床试验完成全部受试者入组。

我国老视患者群体大，常用治疗方式痛点明显。老视是一种屈光能力减弱导致的近视力下降的疾病，发病高峰在 42-44 岁，发生率随年龄增加，根据《2023 中国老花眼人群洞察报告》，我国 35

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

岁以上人群老视患病率为 56.9%，患者数达 3.9 亿。老视的治疗方式包括：光学矫正、手术及药物治疗，其中前两者是当前常用的治疗方式，但存在明显痛点。

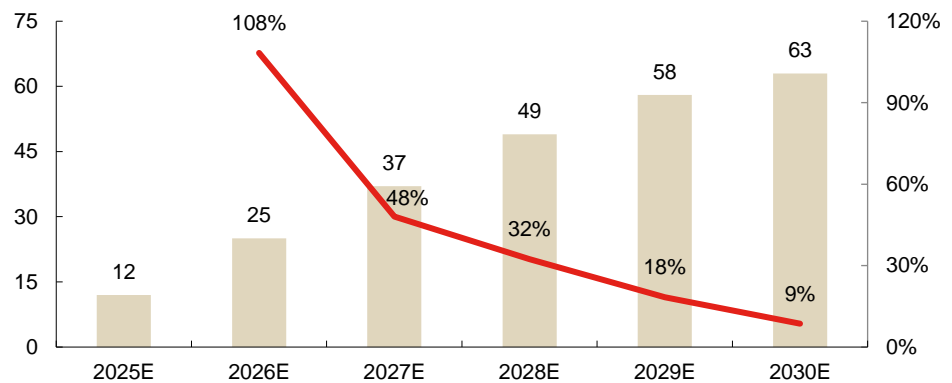
表 14：老视常用治疗方式概览

治疗方式	治疗方案	优势	痛点
光学矫正	框架眼镜	方便安全，无手术并发症和隐患	同时患有近视的患者需佩戴两副单光镜片交替使用，或选择双光镜片和渐进多焦点镜片
	接触镜		
手术	角膜屈光手术	耗时短，恢复快，无配镜负担	早期一次手术治疗往往不能完全矫正，存在复发可能；眼内屈光手术对晶状体透明的个体需慎重开展
	眼内屈光手术		

数据来源：弗若斯特沙利文，老视临床个性化诊疗专家共识（2025），东方证券研究所

国内老视治疗药物空缺，市场潜力大。全球仅有 2 款药物获批治疗老视，国内暂无产品获批。根据弗若斯特沙利文，随着老视药物获批，我国老视药物市场有望迅速增长，预计从 2025 年的 12 亿元增长至 2030 年的 63 亿元，期间 CAGR 高达 39.8%。

图 29：2025-2030 年中国老视药物市场规模（亿元）及增速



数据来源：弗若斯特沙利文，东方证券研究所

多家企业布局老视领域，泰恩康有望取得先机。根据药智数据，目前国内老视适应症共有 10 款产品在研，其中 8 款处于临床 III 期阶段，进度最快的是箕星药业引进的醋克利定/溴莫尼定滴眼液及醋克利定滴眼液，已完成 III 期临床试验；共有 5 家企业布局盐酸毛果芸香碱滴眼液，从公示时间看泰恩康较领先，有望成为首仿甚至老视领域首款上市药物。

表 15：国内老视适应症在研管线（仅纳入临床阶段产品，截至 2025 年 3 月 18 日）

药品	企业	阶段	开始时间
醋克利定/溴莫尼定滴眼液	LENZ Therapeutics / 箕星药业	III 期	2023-10-09 (2025-01-27 完成)
醋克利定滴眼液	LENZ Therapeutics / 箕星药业	III 期	2023-10-09 (2025-01-27 完成)
ARVN003	Alcami / 极目峰睿	III 期	2022-07-04
盐酸毛果芸香碱滴眼液	石药集团	III 期	2024-05-27 (公示时间)
盐酸毛果芸香碱滴眼液	泰恩康	III 期	2024-05-30 (公示时间)
盐酸毛果芸香碱滴眼液	正科医药	III 期	2024-07-22 (公示时间)

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

盐酸毛果芸香碱滴眼液	恒道医药 / 莎普爱思	III 期	2024-08-05 (公示时间)
盐酸毛果芸香碱滴眼液	福元医药	III 期	2024-08-05 (公示时间)
卡巴胆碱溴莫尼定滴眼液	Ritedose / 兆科眼科	II 期	2024-11-11 (公示时间)
PHP0101	普乐康	I 期	2024-10-29 (公示时间)

数据来源：药智数据，药物临床试验登记与信息公示平台，东方证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2024-2026 年盈利预测做如下假设：

- 1) 胃肠用药：**和胃整肠丸多年来受限于产能，市场长期处于供不应求的状态，该品种境内生产药品注册上市许可申请已获受理，自产化即将落地，后续有望快速放量；口服片剂肠道准备用药复方硫酸钠片系国内首家申报，有效解决该领域常用药依从性差的问题，潜力较大。
- 2) 两性健康：**“爱廷玖”已成为 PE 领域头部品牌，近年来放量稳定，ED 领域产品包括：“爱廷威”和“爱廷达”，有望形成品牌及渠道协同快速放量。公司在该领域还布局了延时喷雾、非那雄胺他达拉非胶囊等潜在重磅单品，未来有望持续增长。
- 3) 眼科：**核心品种“沃丽汀”销售稳定，随着国内眼科用药市场持续增长，该产品未来仍有增长空间。老视药物盐酸毛果芸香碱滴眼液即将申报上市，针对老视适应症，目前国内暂无药物获批，该产品有望成为首仿甚至老视首款获批药物，具有较大潜力。
- 4) 公司 24-26 年毛利率分别为 58.6%，62.6%和 69.7%。**毛利率提升主要系公司产品结构变化，高毛利产品占比上升，以及和胃整肠丸转自产后毛利率提升。
- 5) 公司 24-26 年销售费用率为 18.50%，18.91%和 19.50%，管理费用率为 9.69%，8.76%和 8.78%，研发费用率为 10.23%，10.83%和 11.39%。**销售费用率的上升主要考虑到公司品牌宣传力度加大，且未来有较多新产品获批，品牌推广费用增加。管理费用率下降主要考虑到销售收入增长的摊薄影响。研发费用率的增加主要考虑到公司重点项目（如 CKBA）即将开展多项关键临床试验及拓展适应症的临床试验，研发费用将有所增加。

盈利预测核心假设

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
两性健康用药					
销售收入（百万元）	228.6	224.8	185.1	252.2	311.6
增长率	48.5%	-1.7%	-17.6%	36.2%	23.6%
毛利率	90.4%	89.9%	89.9%	90.1%	89.8%
胃肠用药					
销售收入（百万元）	158.0	204.2	234.8	328.7	509.9
增长率	36.5%	29.2%	15.0%	40.0%	55.1%
毛利率	80.0%	79.9%	81.1%	81.1%	89.8%
眼科用药					

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

销售收入（百万元）	185.4	184.3	193.6	222.6	240.4
增长率	-8.5%	-0.6%	5.0%	15.0%	8.0%
毛利率	39.1%	41.0%	40.2%	40.2%	40.2%
中成药及外用药					
销售收入（百万元）	104.1	105.3	100.1	103.1	106.2
增长率	5.6%	1.2%	-5.0%	3.0%	3.0%
毛利率	10.8%	11.0%	6.8%	9.5%	9.1%
其他					
销售收入（百万元）	107.4	42.2	43.5	44.8	46.1
增长率	29.9%	-60.7%	3.0%	3.0%	3.0%
毛利率	36.5%	20.9%	5.0%	5.0%	5.0%
合计	783.5	760.8	757.0	951.3	1,214.2
增长率	19.9%	-2.9%	-0.5%	25.7%	27.6%
综合毛利率	58.2%	60.6%	58.6%	62.6%	69.7%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

公司核心业务涵盖三大板块，品牌优势显著。基于公司业务属性，我们选取：白云山、片仔癀、一品红、莎普爱思、信立泰和奥赛康这 6 家作为可比公司。其中，白云山拥有 ED 领域头部品牌“金戈”（枸橼酸西地那非片），片仔癀主营业务为肝病中成药，莎普爱思是眼科头部企业，一品红、信立泰和奥赛康同为仿创结合药企，产品管线与公司具有一定相似性。

公司核心业务或重要产品未来 1-2 年处于快速进展时期，我们预测公司 2024-2026 年每股收益分别为 0.26、0.39 和 0.62 元。根据可比公司 2025 年平均估值，给予公司当年 54 倍市盈率，对应目标价 21.06 元，首次给予“增持”评级。

表 16：可比公司估值

公司	代码	最新价格(元)					每股收益 (元)					市盈率			
		2025/4/8	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
白云山	600332	25.87	2.49	1.74	1.94	2.13	10.37	14.83	13.34	12.12					
片仔癀	600436	204.80	4.64	4.93	6.06	6.97	44.17	41.54	33.77	29.38					
一品红	300723	27.30	0.41	-1.24	0.57	0.79	66.80	-21.97	48.24	34.59					
莎普爱思	603168	6.20	0.07	-0.08	0.01	0.08	91.72	-75.15	775.00	77.69					
信立泰	002294	31.55	0.52	0.54	0.61	0.74	60.64	58.47	51.36	42.40					
奥赛康	002755	16.56	-0.16	0.15	0.20	0.30	-103.50	113.35	81.26	54.71					
最大值							91.72	113.35	775.00	77.69					
最小值							(103.50)	(75.15)	13.34	12.12					
平均数							28.37	21.84	167.16	41.81					
调整后平均								23	54	40					

数据来源：wind，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

风险提示

- **研发进展不及预期风险。**CKBA 是公司在研的重要创新药品种，同时公司拥有诸多具有潜力的仿制品种，是公司中长期业绩增长的主要驱动力。但药物研发存在一定的失败风险，如果公司新产品研发进度低于预期，则会影响公司估值水平和中长期投资价值。
- **新产品放量低预期风险。**公司有多款新产品已经或即将陆续上市，如“爱廷威”、“爱廷达”、复方硫酸钠片等，如果新产品市场推广不及预期，则公司业绩增长可能受到影响。
- **市场竞争加剧风险。**公司核心业务包括两性健康、胃肠用药和眼科等领域布局企业较多，竞争较为激烈，如果更多的企业开始布局相同领域或同类型产品，则市场竞争或加剧，公司业绩增长可能受到影响。
- **毛利率提升不及预期风险。**和胃整肠丸转自产后毛利率预计将进一步提升，带动公司整体毛利率显著提升。如果和胃整肠丸转自产后毛利率提升不及预期，或核心品种进入集采/集采续标导致价格降低，则公司盈利和估值水平可能受到影响。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	807	456	534	711	793	营业收入	783	761	757	951	1,214
应收票据、账款及款项融资	368	351	356	445	566	营业成本	327	300	313	356	368
预付账款	17	18	14	20	25	销售费用	157	137	140	180	237
存货	81	87	80	94	99	管理费用	55	66	73	83	107
其他	261	276	182	242	237	研发费用	40	63	77	103	138
流动资产合计	1,533	1,187	1,166	1,511	1,721	财务费用	(3)	(6)	2	6	13
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	4	15	9	9	11
固定资产	240	230	330	385	414	公允价值变动收益	1	1	0	1	1
在建工程	66	247	174	124	92	投资净收益	9	8	6	8	7
无形资产	66	158	172	180	187	其他	(3)	(4)	(1)	(6)	(8)
其他	134	407	356	360	372	营业利润	209	191	147	216	340
非流动资产合计	507	1,042	1,031	1,049	1,066	营业外收入	2	2	1	2	2
资产总计	2,040	2,229	2,198	2,560	2,787	营业外支出	3	1	2	2	2
短期借款	20	54	60	337	478	利润总额	207	192	146	216	340
应付票据及应付账款	57	121	75	97	112	所得税	33	39	37	54	85
其他	80	78	70	77	78	净利润	175	154	110	162	255
流动负债合计	156	253	205	511	668	少数股东损益	(0)	(7)	(2)	(3)	(7)
长期借款	0	108	108	108	108	归属于母公司净利润	175	160	111	165	262
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.41	0.38	0.26	0.39	0.62
其他	29	39	34	36	35						
非流动负债合计	29	147	142	144	143	主要财务比率					
负债合计	186	400	347	655	811		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	(0)	39	38	35	28	成长能力					
实收资本 (或股本)	236	425	425	425	425	营业收入	19.9%	-2.9%	-0.5%	25.7%	27.6%
资本公积	1,109	862	901	901	901	营业利润	51.0%	-8.7%	-23.1%	47.2%	57.4%
留存收益	508	503	487	544	622	归属于母公司净利润	45.4%	-8.3%	-30.5%	48.1%	58.7%
其他	0	(0)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	1,854	1,829	1,851	1,905	1,976	毛利率	58.2%	60.6%	58.6%	62.6%	69.7%
负债和股东权益总计	2,040	2,229	2,198	2,560	2,787	净利率	22.3%	21.1%	14.7%	17.3%	21.6%
						ROE	13.6%	8.8%	6.2%	9.0%	13.7%
						ROIC	12.9%	7.6%	5.6%	7.6%	10.8%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	资产负债率	9.1%	17.9%	15.8%	25.6%	29.1%
净利润	175	154	110	162	255	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	30	38	37	47	55	流动比率	9.81	4.69	5.68	2.96	2.58
财务费用	(3)	(6)	2	6	13	速动比率	9.29	4.33	5.27	2.77	2.42
投资损失	(9)	(8)	(6)	(8)	(7)	营运能力					
营运资金变动	(42)	54	(34)	(86)	(121)	应收账款周转率	3.1	2.6	2.5	3.0	2.9
其它	(2)	(138)	(10)	1	(1)	存货周转率	4.1	3.5	3.6	3.9	3.7
经营活动现金流	149	94	99	122	195	总资产周转率	0.5	0.4	0.3	0.4	0.5
资本支出	(99)	(300)	(69)	(60)	(60)	每股指标 (元)					
长期投资	(0)	0	0	(0)	0	每股收益	0.41	0.38	0.26	0.39	0.62
其他	(254)	(91)	140	(49)	1	每股经营现金流	0.63	0.22	0.23	0.29	0.46
投资活动现金流	(353)	(391)	72	(109)	(58)	每股净资产	4.36	4.21	4.26	4.40	4.58
债权融资	0	120	(8)	1	2	估值比率					
股权融资	1,052	(58)	39	0	0	市盈率	43.8	47.8	68.7	46.4	29.2
其他	(179)	(116)	(123)	162	(56)	市净率	4.1	4.3	4.2	4.1	3.9
筹资活动现金流	873	(54)	(93)	164	(54)	EV/EBITDA	31.0	32.9	39.4	27.1	17.9
汇率变动影响	(0)	(0)	-0	-0	-0	EV/EBIT	35.4	39.6	49.0	32.9	20.7
现金净增加额	669	(351)	78	177	82						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。